

上市公司调研报告

建筑工程

前景广阔，需求看好

国内钢结构行业是新兴行业，发展前景广阔，2010 年需求看好。钢结构建筑节能环保，在发达国家属绿色建筑，为发达国家的主导建筑方式；另外，钢结构还有抗震好、制造简便，易于采用工业化生产、施工安装周期短并且不受季节性影响、空间利用率高等优点。尽管在国内已有近十年 20% 以上的快速增长，但建筑钢结构产量占粗钢产量的比重约 3% 左右，远低于国际市场 10% 的比重，仍有较大的发展空间。目前，国内钢结构行业面临较好的发展环境：国内政策鼓励、大地震促进市场需求、铁公机热推动大跨度空间钢需求以及经济复苏推动轻钢、多高层钢结构的下游需求向好发展；另外，2010 年钢结构出口也将复苏。

公司概况——钢结构和彩铝板双料龙头

公司多次利用联合、并购等资源整合的方式，成功实现扩张，成为钢结构和彩铝板双料龙头。目前形成了钢结构 50 万吨/年产能和高端彩铝板 6 万吨/年产能，目前两者收入和毛利贡献比例大约 9: 1。近年来公司订单持续快速增长，截至 08 年的近 4 年里复合增长率高达 35.5%。

2009-2011 年稳定增长

一方面在于 10 年-11 年彩铝板产能释放正当时：国内高端市场产能不足，公司工艺国内领先来替代进口；另一方面 3Q09 钢结构毛利率逼近近年来低位，在 2010 年有望企稳，推手在于产能利用率上升、通胀预期下提升项目报价、钢价低位时增加储备对冲钢价上涨压力。

盈利预测与投资建议

预计公司 09-11 年摊薄后 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.84 元，对应 2009-10 年 PE 分别为 24.6 倍和 18.3 倍，估值水平明显低于东南网架和杭萧钢构等同类公司和 A 股平均估值水平。考虑到钢结构行业是节能环保的新兴产业仍将继续快速发展、公司业绩稳定增长预期和估值优势，我们维持对其“买入”评级，目标价 16 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	4,588	4,536.08	5,831.53	7,402.50
主营收入增长率	47.02%	-1.13%	28.56%	26.94%
净利润（百万）	125	184.52	248.23	324.41
净利润增长率	25.49%	47.21%	34.53%	30.69%
ROE	14.95%	14.08%	15.92%	17.23%
EPS（元）	0.36	0.477	0.641	0.838
P/E	32.69	24.64	18.32	14.02

精工钢构（600496）

维持

买入

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

当前股价：11.75 元

目标价格 6 个月：16 元

调研日期：2009 年 12 月 25 日

分析日期：2010 年 1 月 5 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	16.5/13.6	33.3/17.5	171.4/99.1
12 月最高/最低价（元）			12.51/0
总股本（万股）			38,700
流通 A 股（万股）			34,500
总市值（亿元）			45.98
流通市值（亿元）			40.99
近 3 月日均成交量（万）			1,144
主要股东			
浙江精工建设产业集团有限公司			31.75%

股价表现



相关研究报告

2009-4-15	精工钢构（600496）：钢构龙头，领跑行业
2009-4-27	精工钢构一季报点评：利润增四成
2009-8-28	精工钢构半年报点评：毛利如预期中提升

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

调研目的

- 1、了解钢结构行业相对其他建筑形式的优势；
- 2、2010 年通胀预期下钢价上涨趋势对公司钢结构毛利率的影响；
- 3、目前公司业务承接情况及承接金额小幅下滑的原因。

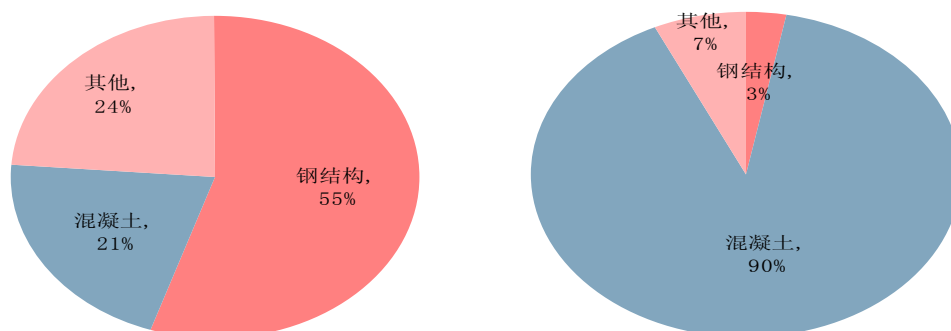
调研结论

国内钢结构行业——新兴产业，空间广阔，2010 年需求看好

钢结构优势多

- ◆ **节能环保，绿色建筑。**钢结构与目前普遍使用的混凝土相比，可干式施工，节约用水，施工占地少，产生的噪音小、粉尘少；大量减少高能耗的水泥消耗；此外，钢结构建筑使用寿命长（一百多年没有问题，高于钢筋混凝土结构），而且到期后拆除产生的固体垃圾少，废钢资源回收价格高。从目前来看，钢结构建筑是对城市环境影响最小的一种结构形式，在西方被广泛采用并被称为绿色建筑。
- ◆ **抗震性好。**同其他结构形式相比，钢结构自重低 30%左右，惯性低；由于钢结构材料韧性好、塑性好，强度高，因而对载荷适应性较强，其良好的延展性，可以将地震波的能耗抵消掉，安全储备好。在日本、台湾等地震高发地区的建筑中钢结构占比约 50%左右，故而这两个国家和地区因地震造成的人员伤亡并不大。在 08 年汶川大地震中，绵阳体育馆等钢结构建筑受损就较小。
- ◆ **钢结构制造简便，易于采用工业化生产，施工安装周期短并且不受季节性影响。**钢结构由各种型材组成，制作简便。大量的钢结构都在专业化的金属结构制造厂中制造，精确度高。制成的构件运到现场拼装，采用螺栓连接，且结构轻，故施工方便，施工周期短。
- ◆ **空间使用率高：**对钢结构住宅来说，套内使用率比钢筋混凝土提高 5%左右（室内大空间无梁无柱），而且管线走线方便。

图 1：美国和中国建筑中钢结构比重比较（左图为美国，右图为中国）



资料来源：AISA；中国建筑金属结构协会；中信建投证券研发部

图 2：国内建筑钢结构行业快速发展

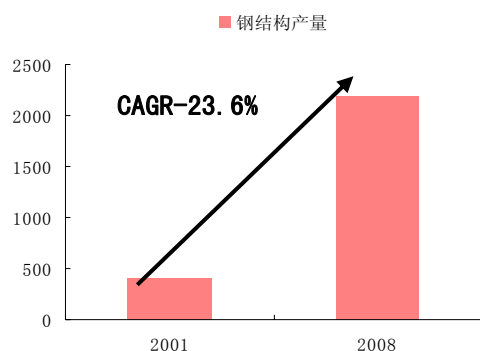
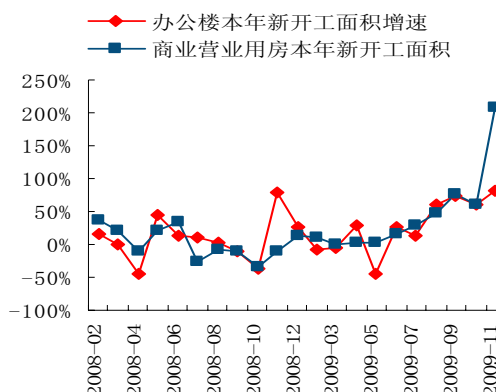


图 3：2H09 办公楼和商业营业用房新开工强劲复苏



资料来源：建设部；中经数据；中信建投证券研发部

国内钢结构行业发展空间较大

- ◆ **钢结构为美国等发达国家建筑物的主导的结构形式。**根据美国钢结构协会统计数据，2008 年第三季度钢结构在非居民建筑物和多层民宅中份额约 55%，混凝土结构份额仅 21%，而在中国，这两者的比例约 3%和 90%（图 1）。而美日等发达国家的低层住宅、别墅中基本都采用的是钢结构，可以说住宅钢结构化是发展趋势。
- ◆ **国内钢结构发展迅速但仍有较大发展空间：**
 - ✓ 国内钢结构行业快速发展（图 2）：国内建筑钢结构从上世纪 90 年代开始起步发展，产量从 2001 年 400 万吨迅速上升到 2008 年的 2180 万吨的水平，多年来行业平均增长率约 23.6%，持续了快速增长势头；
 - ✓ 美国、日本等发达国家钢结构产量占钢产量的比重在 30%以上，建筑钢结构在钢产量的比重在 10%以上，而目前我国建筑钢结构产量占粗钢产量的比重约 3%左右。按照国内粗钢产量年均增速 5%计算，如果国内建筑钢结构产量比重达到发达国家 10%的水平，可以支撑钢结构行业以 20%的增速发展至 2020 年，以 15%的增速发展至 2025 年，发展空间仍较大；

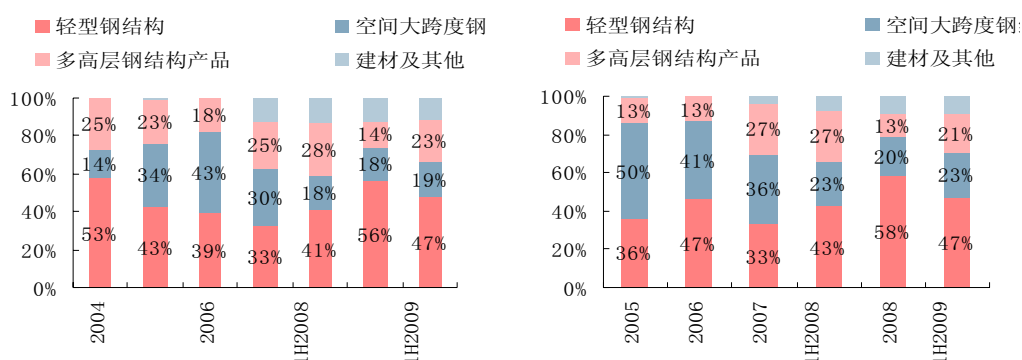
国内钢结构行业面临较好的发展环境

- ◆ **国内政策鼓励：**随着国内钢产量由严重不足到过剩，国家对钢结构的政策从上世纪 50 年代的“限制用钢”演变到 90 年代的“合理用钢”再发展到本世纪初的“鼓励用钢”，钢结构早被列入国家经贸委“十五”重点发展项目，同时列入《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录（2000 年修订）》和《国家优先发展的高技术产业化重点领域指南》，并且规划至十一五末期的 2010 年钢结构产量占粗钢产量比重提升到 10%；但 2010 年实现这一目标很难，根本原因在于 07-08 年钢价高位下钢结构不具备成本优势（对高层建筑来说，钢结构和钢砼混合成本差不多；但对中低层建筑来说，钢结构成本比钢砼结构高约 20%，但是如果考虑到工期优势，两者成本其实相差不大）、钢结构技术人员/工人缺乏、行业标准/规程/规范不完善、缺乏强有力的政策扶持等；
- ◆ **大地震将促进钢结构需求：**汶川地震后，建设部、教育部和四川省提高了教育、医疗机构等公共场所的抗震要求，灾区重建中不少低层农房采用钢结构（3Q08 均价 1700-1800 元/平，砖混约 800-1000 元），抗

震烈度高达 9 级；上海市也将防震减灾工作纳入本级国民经济和社会发展规划，国内对提高建筑物的抗震烈度和推广使用钢结构的呼声甚高，这些都将为钢结构的发展提供较好的环境；

- ◆ **“铁公机”热拉动大跨度空间钢需求：**近年来以“铁公机”基建投资拉动经济增长是国家经济政策的重要组成部分之一；在快速发展的铁路工程市场，大跨度钢结构广泛运用在铁路客运站。国家计划在十一五期间建设 548 座新客站（部分跨十二五），处于方案征集和待建设的客站约 210 多座（2008 年 9 月数据），对钢结构的需求约 120-250 万吨（区域中心、省级中心、地级市客运站每座钢结构用量按 5-10 万吨、2.5-5 万吨和 0.5-1 万吨区间计算，不考虑县级客运站需求）；另外，铁路桥梁对钢结构需求也较大（仅 06 年就逾 50 万吨）；在机场建设上，08 年初的《全国民用机场布局规划》中到 2020 年我国民航运输机场总数将达到 244 个，新增机场 97 个（相比 06 年），初步匡算静态投资额约 4500 亿元，其中至 2010 年末民航运输机场总数将达到 190 个左右，新增机场 45 个左右，对钢结构的需求量估计在 40-90 万吨。
- ◆ **经济复苏将推动轻钢、多高层钢结构的下游需求向好发展：**目前高层建筑以办公楼、商业营业中心为主，基本采用钢结构。轻钢结构主要用于工业厂房仓库等。1H09 经济向好预期带动了下半年办公楼、商业营业用房新开工面积的强力复苏（图 3），全年增速达到了 20.8%和 35.4%（1H09 公司钢结构收入同比增速高达 62.9%）。预计 2010 年经济复苏，将推动商业地产的持续复苏和工业投资复苏，轻钢、多高层钢结构的下游需求看好。
- ◆ **2010 年起出口需求将出现复苏：**中国钢价低于国际市场，而且中国劳动力成本远远低于发达国家（国内钢结构行业劳动力成本占比约 10%），而随着国际钢结构的发展，钢结构设计与加工工艺与发达国家的差距逐渐缩小，质量足以满足国际市场需求，业务区域涵盖亚非拉等落后地区市场和日本香港新加坡等发达地区市场，出口业务发展较快，2008 年钢结构出口量占行业总产量的比重约 18%。但 09 年受危机冲击和双反影响，出口量出现了显著下滑。预计随着 2010 年全球经济的复苏，中国钢结构出口需求将重回升势。

图 4：公司近年来收入、毛利构成



资料来源：建设部；中信建投证券研发部

公司概况——钢结构和彩铝板双料龙头

公司主营业务——钢结构和彩铝板双主业

公司是一家集建筑钢结构研发设计（设计甲级资质）、制造、建筑安装（建设部专业承包施工壹级资质、中

国钢结构协会认定的中国钢结构制造企业特级资质)于一体的大型钢结构上市公司,公司的钢结构业务始于1996年,1999年与德国布萊斯-戴姆勒下属的卡尔勃钢结构公司联合组建浙江精工钢结构公司,形成了国内领先的技术优势,2003年收购长江股份完成上市。目前,公司形成了钢结构(轻钢结构、空间大跨度钢结构和多高层钢结构)、彩铝板双主业,近两年这两者收入结构比较稳定(图4),2008年分别为88.1%和11.9%,毛利贡献分别为90.8%和9.2%。

外延扩张,成就双料龙头

国内钢结构行业市场竞争激烈、区域性明显,公司多次利用联合、并购等资源整合的方式,成功实现扩张,完成浙江、上海、安徽、湖北、广州、北京等6大生产基地布局(表1),以较小代价成功实现全国市场覆盖(对于新疆等偏远地区,切入模式业务外包而公司主要进行质量控制)和快速扩张(图5),近年来公司钢结构板块平均增速快于行业平均水平(参见我们前期的报告《钢构龙头,领跑行业》):

(1) 2003年11月公司与北京建工集团、国际钢结构公司等联合投资设立当时北方地区规模最大的钢结构生产基地——北京建工精工钢结构有限公司;2004年8月,公司又与北京城建集团合资成立北京城建精工钢结构工程公司,籍此打开北方市场;(2) 2004年9月,长江精工钢构集团成功收购“湖北楚天钢构”部分股权,以此为基础筹建武汉生产基地,07年又增持至80%股比;(3) 2007年收购上海美建(美国建筑在华合资公司,具有技术和区域市场优势,产能2万吨),并在此基础上扩建产能,1H09建成达到5万吨的总产能;

截至目前,公司形成了22万吨的轻钢、28万吨的重钢结构(大跨度空间钢结构和多高层钢结构)、合计50万吨的产能(以每工作日8小时计算),产能位居建筑钢结构行业第一(图6)。08年公司总产量33.91万吨,预计09年39万吨。需要补充的是,公司实际产能具有较大的弹性,可以通过提高日工时(如两班倒即16个小时甚至三班倒)、业务外包等方式来提高,当前产能完全可以支撑未来2-3年20%-30%的业务发展速度。

在彩铝板上,公司同样通过并购的方式做强做大。公司07年收购浙江墙煌建材公司75%股权,该公司生产工艺先进,具有高档彩铝板产能2万吨,墙煌彩铝板是浙江名牌。09年11月公司投资4亿元的设计产能4万吨的长江彩铝一期生产线投产,目前公司高档彩铝板产能达到6万吨,是目前国内生产工艺最先进、规模最大、品种最全的企业之一。

表1: 公司钢结构产能分布情况

单位: 万吨

生产基地	子公司	轻钢	重钢
浙江	浙江精工钢结构、浙江精工轻钢建筑工程、浙江精工空间特钢结构	10	10
上海	上海美建(浙江精工钢构子公司)	7	
安徽	安徽六安长江精工钢构	5	3
湖北	湖北楚天钢结构		5
广东	广东精工钢结构		5
北京	北京三杰国际钢结构		5
合计		22	28

资料来源: 公司公告; 中信建投证券研发部

图 5：近年来公司钢结构业务快速发展

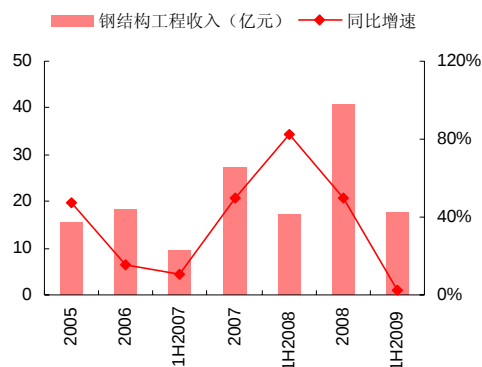
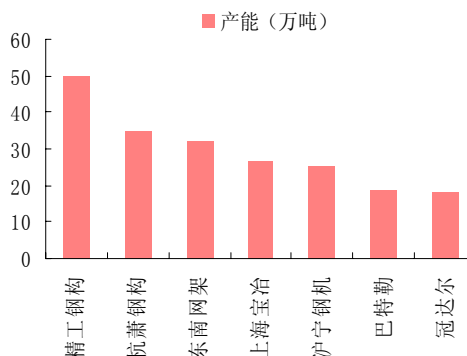


图 6：目前公司产能位居建筑钢结构行业第一



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

钢结构订单稳步增长

在钢结构行业快速发展和公司外延扩张推动下，公司业务承接量持续了快速增长势头（图 7），金额从 2004 年的 16.5 亿元增长到 2008 年的 55.62 亿元，4 年里复合增长率高达 35.5%。2009 年前三季度，公司钢结构板块累计承接业务额 38.48 亿元，虽然金额同比下降了 21.95%，但考虑到钢价相比 08 年前三季度同比降幅约 35% 左右，1-3Q09 公司实际承接业务数量同比增幅约 6%，仍是稳定增长势头。预计公司 09 年业务承接 45 亿元，剔除钢价因素后同比增速近 20%。

从订单结构来看，08 年公司承接的亿元以上大单合计总金额在全年业务承接额中占比约 40%，大单承接能力国内领先，在 09 年前三季度承接业务中，亿元以上项目金额占比仍高达 30%。另外，前三季度业务承接中轻钢和重钢业务比重为 4：6，重钢占比略有上升。

图 7：公司近年来钢结构订单情况

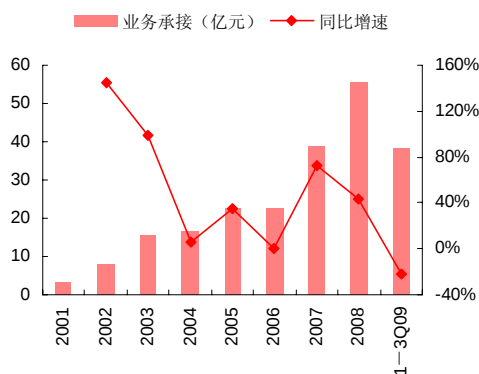
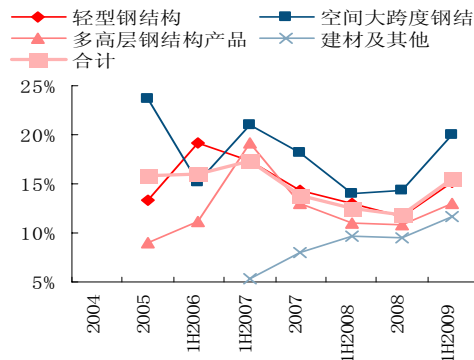


图 8：公司分产品毛利率情况



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

2009—2011 年仍将稳定增长

在钢结构行业稳定增长下，市场主要担忧钢价上涨预期下公司盈利能力受到影响，我们的观点是 09-11 年公司收入、利润仍将稳定增长：

10 年-11 年彩铝板产能释放正当时

- ◆ **彩铝板行业发展看好：**彩铝板下游需求为幕墙屋顶、天花吊顶、柱饰隔断、门窗等建筑装饰和食品饮料包装、家电外壳等市场；彩铝与彩钢相比，具有抗风压/水密性/透光性/耐火性强、质量轻、外观亮丽等特点，国际市场上彩铝替代彩钢的趋势明显，在国内则刚起步；
- ◆ **国内高端彩铝板产能严重不足**（08 年初铝材进口量开始出现同比下降，09 年前 11 月累计同比下降 9.3%，月均进口量高达 4.7 万吨），主要依靠进口，公司生产工艺（三烘二涂和四烘三涂生产线各 3 条）国际同步、国内领先，主要是进口替代；
- ◆ 09 年 11 月公司长江铝业的 4 万吨彩铝板项目建成投产，产能在 10-11 年释放，预计 10 年-11 年产能利用率 50%和 80%，2012 年满产，10 年-12 年产量增速预计为 100%、30%和 15.4%。
- ◆ 即使在 07-08 年铝价大幅上涨，公司彩铝板业务毛利率持续了上升势头，主要原因是市场需求好和订单采用了成本加成模式，而 07-08 年随着对浙江墙煌整合的进行，盈利能力逐渐回复，但仍低于正常水平。预计随着新生产线的磨合和产能利用率的提高，公司彩铝板毛利率仍将保持上升势头。

图 9：公司钢结构毛利率和中厚板价格

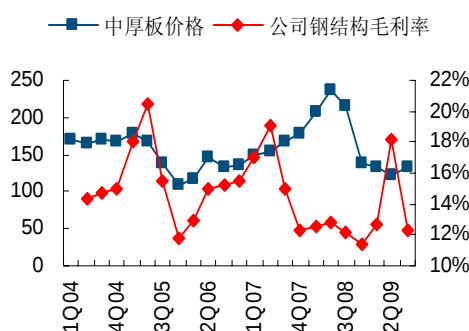
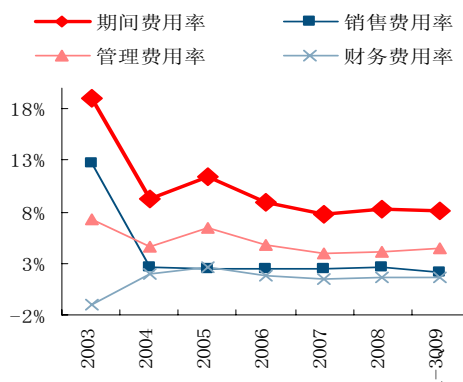


图 10：公司期间费用率总体稳步走低



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

预计 2010 年钢结构毛利率企稳

- ◆ **钢价对公司毛利率影响低于市场预期，预计 2010 年毛利率总体企稳**
 - ✓ 公司承接项目预付款一般为项目总金额的 30%-40%，收到预付款后（签约后一周内）立即全部订购钢材，也就是说项目所需钢材的 50%-70%价格风险已经锁定；而在 1Q06-3Q08 钢价上升周期中毛利率却是触底上升趋势（图 9）。4Q05 公司钢价和毛利率同步触底，在 1Q06-2Q07 毛利率基本是同时上涨趋势，主要原因是钢价上涨预期中公司提高了合同报价并加快项目钢材采购步伐。只有在 3Q07 钢价开始加速快速上升时，毛利率开始快速下滑。
 - ✓ 1H09 公司存货中原材料同比下降 4.5%，考虑到存货主要是钢材和钢材价格同比下降 30%左右，另外存货同比增速高于订单同比增速，可以大致推断出公司在 1H09 钢价低位时增加了钢材储备，这也是公司应对通胀预期中钢价涨价压力的主要办法。结合中信建投研发部钢铁分析员对 2010 年钢价总体走势平稳趋升的预测，我们预计公司 2010 年毛利率可能复制 07 年，总体趋稳。

- ✓ **2010 年产能利用率提高：**预计公司 2009 年产量 39 万吨、产能利用率约 78%，2010 年有望提升至 85%-90%，有助于提升毛利水平；此外，上海美建轻钢产能扩建至 5 万吨，在 2009 年上半年才完全达产，设备、人员磨合影响了毛利率水平，2010 年将有所改善；
- ◆ **3Q09 公司毛利率逼近历史低位，2010 有望回升**
 - ✓ 1H08 签署的高价合同（钢价维持高位，在成本中的比重约 60%）对公司毛利率的影响集中在 1H09 年释放（轻钢结构项目工期约 3-6 个月，重钢结构项目约 6-12 个月），滞后约 3 个季度，这一点符合我们前期报告中的判断。
 - ✓ 3Q09 公司毛利率仅 12.3%，逼近近年来单季度毛利率历史新低的 4Q08 的水平，环比大幅下降的主要原因是 4Q08 合同价格的明显下降（4Q08 钢价环比急剧大幅下降约 35%）和 3Q09 成本的同比上升（3Q09 钢价环比上升约 9%）。
 - ✓ 后期毛利率回升的推动因素：（1）在 2Q09 通胀预期下预计公司上调了项目报价，同时二季度也是签约高峰期，这些项目的执行对毛利率的影响将于 1Q10 年得到体现；（2）2010 年产能利用率上升。

2010 年期间费用率有望进一步下降

- ◆ 公司期间费用率从 2003 年的 18.96% 总体稳步下降到 1-3Q09 的 8.11%（图 10），反映了公司较好的费用控制能力。
- ◆ 公司 08 年三项费用率出现了明显的同比上升，主要原因是并表范围发生变化，07 年收购的上海美建 08 年全年并表（07 年只在 11-12 月并表），以及 08 年对该公司的整合；
- ◆ 09 年 11 月公司定向增发，募集资金 3.4 亿元，用于补充经营性流动资产，2010 年公司财务费用率将出现明显下降；

海外业务有较大的提升空间

- ◆ 07-08 年、1H09 年公司国外收入同比增速 138.3%、27.6% 和 9.4%，持续增长势头；
- ◆ 1H09 公司海外业务收入在总收入的比重只有 6.7%（主要原因是绍兴和上海两大出口基地辐射区域的国内市场是国内主要市场，发展较好，这两个基地在 08 年扩产前产能相对不足），距离行业平均水平的 18-20% 还有较大的提升空间；
- ◆ 公司国际市场盈利能力高于国内市场：公司参与国际钢结构市场的方式主要是直接承接项目和外协加工（如承接日本川崎公司的加工业务再 FOB 出口），其中以毛利率较高的直接承接项目为主。根据公司 07 年中报和 08 年中报分区域经营数据，1H07 和 1H08 公司国际业务毛利率高于国内市场 0.5 和 0.8 个百分点，盈利能力强于国内市场。

公司管理优秀，盈利能力与成长能力强

- ◆ 公司以钢结构业务为核心，多次进行对集团内外资源的并购整合，成功实现内生、外延并举增长，集

中精力做强做大建材主业，成就钢结构和彩铝板两个行业龙头，并且以钢结构行业龙头地位仍取得快于行业平均发展水平的增速，充分表明了管理层杰出的战略眼光和管理能力；

- ◆ 公司期间费用率总体呈下降趋势，反映了公司较好的费用控制能力。
- ◆ 公司盈利能力强，成长能力突出：公司 08 年和 1-3Q09 销售净利率和净资产收益率明显高于东南网架和杭萧钢构等同类公司，近 3 年营业收入和归属于母公司净利润的复合增长率都在 180% 左右，在建筑行业上市公司中位居前列（表 2）；

表 2：1-3Q09 建筑行业重点上市公司财务数据

单位：%，次

证券代码	证券简称	销售毛利率	销售净利率	ROE	期间费用率	资产负债率	流动比率	存货周转率	应收账款周转率	截至 08 年营业收入 3 年复合增长率	截至 08 年归属母公司净利润 3 年复合增长率
600496	精工钢构	14.35	4.49	13.76	8.11	75.48	1.03	2.52	3.51	187.31	179.14
002135	东南网架	12.32	2.05	3.75	7.68	71.55	1.10	2.55	1.61	95.66	-40.07
600477	杭萧钢构	14.14	3.88	9.37	8.61	75.70	0.81	1.74	3.59	139.55	75.61
002062	宏润建设	13.47	5.26	14.74	2.62	70.90	1.46	1.45	8.77	107.68	319.87
600512	腾达建设	11.91	2.71	3.50	5.18	62.91	1.37	2.03	2.43	32.34	-52.05
600284	浦东建设	10.74	8.97	3.38	6.40	70.67	0.25	0.97	3.85	43.55	98.25
600491	龙元建设	10.03	2.68	6.35	3.60	75.74	1.23	1.47	1.87	10.57	-19.21
002116	中国海诚	11.46	3.04	9.92	5.44	61.46	1.43	11.99	16.49	195.14	84.00
600583	海油工程	12.67	8.41	9.07	1.77	45.96	1.24	2.78	7.45	125.30	103.92
600528	中铁二局	7.37	1.56	11.10	2.44	83.33	1.12	3.12	5.83	177.48	489.32
601390	中国中铁	9.27	2.15	7.98	3.55	77.52	1.16	2.93	4.69	102.61	248.85
002081	金螳螂	16.02	4.73	15.95	5.97	64.91	1.24	84.11	2.38	158.11	199.99
600068	葛洲坝	14.94	5.10	15.49	7.81	83.40	1.03	2.19	10.68	1077.40	1187.45
600820	隧道股份	10.36	2.26	6.06	6.20	76.80	1.03	3.02	5.21	95.33	177.58
002140	东华科技	18.03	7.50	12.43	7.30	73.77	1.20	2.31	7.53	227.83	148.17
601186	中国铁建	9.22	1.66	7.30	4.15	80.76	1.18	7.34	6.45	98.15	1079.99
600970	中材国际	12.30	5.20	26.22	4.21	88.44	1.04	4.09	9.10	242.60	238.57
601668	中国建筑	11.58	3.23	5.40	3.56	69.33	1.62	2.70	4.92	93.19	96.75
601618	中国中冶	12.11	3.51	9.20	5.71	80.73	1.29	2.15	4.56	-	-
601117	中国化学	12.82	3.52	10.24	5.51	83.03	1.05	3.87	5.11	-	-
002325	洪涛股份	13.10	4.86	18.96	3.47	58.07	1.47	50.63	3.65	-	-

资料来源：WIND 资讯；中信建投证券研发部

盈利预测与估值

在假设 10-11 年钢价没有急剧波动的条件下，我们预计公司 09-11 年钢结构毛利率分别为 14.0%、13.3%和 13.42%，公司 09-11 年摊薄后 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.84 元，对应 2009-10 年 PE 分别为 24.6 倍和 18.3 倍，明显低于建筑板块重点中小盘上市公司平均水平，也低于东南网架和杭萧钢构等同类公司和 A 股平均估值

水平（表 3）。采用 FCFE、APV 等绝对估值方法计算出公司合理价值分别为 17.36 元和 16.64 元；另外，考虑到 2010 年起的未来三年业绩增速都在 25% 以上，对应于今年业绩 25 倍 PE，公司合理价值为 16 元。

表 3：重点上市公司盈利预测与估值比较

代码	公司名称	股价（12 月 29 日收盘价）	EPS			PE		
			08	09E	10E	08	09E	10E
600496	精工钢构	11.75	0.36	0.48	0.64	32.64	24.64	18.32
002153	东南网架	13.02	0.14	0.24	0.31	92.01	54.84	42.36
600477	杭萧钢构	8.90	0.22	-	-	40.00	-	-
002081	金螳螂	30.89	0.65	0.88	1.18	47.52	35.10	26.18
002325	洪涛股份	35.24	0.56	0.53	0.82	62.93	66.49	42.98
002140	东华科技	42.21	0.65	0.85	1.00	65.27	49.44	42.21
600970	中材国际	37.75	0.74	1.85	2.42	51.08	20.41	15.60
600528	中铁二局	13.00	0.32	0.50	0.85	41.15	26.10	15.28
002062	宏润建设	20.07	0.85	1.02	1.20	23.53	19.68	16.73
600820	隧道股份	14.04	0.40	0.65	0.78	35.24	21.45	17.96
600068	葛洲坝	11.71	0.49	0.65	0.89	24.06	18.02	13.16
600583	海油工程	11.25	0.37	0.51	0.65	30.55	21.99	17.29
600491	龙元建设	17.71	0.31	0.59	1.10	57.13	30.02	16.10
平均						46.39	29.86	21.86
A 股平均						25.23	24.54	19.25

资料来源：Wind 资讯；中信建投证券研发部

投资评价和建议

公司所处的钢结构行业为建筑中的新兴产业，发展空间较大，未来较长的一段时间仍将持续快速发展。而公司作为行业龙头，其内生和外延并举式发展成就了建筑钢和彩铝板双料龙头，将继续分享行业快速发展果实。2010-2011 年彩铝板产能释放贡献业绩。2010 年如果钢价不急剧波动，2Q09 项目报价的提升和 2010 年产能利用率提升有望推动 1Q10 钢结构毛利率企稳回升，公司业绩有望持续快速增长。

考虑到钢结构行业是节能环保的新兴产业仍将继续快速发展、公司业绩稳定增长预期和估值优势，我们维持对其“买入”评级，目标价 16 元。

风险分析

钢材、铝锭等主要原材料在公司钢结构、彩铝板成本中所占比重分别在 60% 和 80% 以上，如果其价格短期剧烈波动，公司盈利能力将受到较大影响。

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	3,130.41	4,587.72	4,536.08	-1.13%	5,831.53	28.56%	7,402.50	26.94%
营业成本	2,695.80	4,048.07	3,903.50	-3.57%	5,055.90	29.52%	6,409.22	26.77%
营业费用	75.67	121.41	108.87	-10.33%	137.04	25.88%	170.26	24.24%
管理费用	123.24	187.69	195.05	3.92%	247.84	27.06%	310.90	25.45%
财务费用	44.72	73.40	85.00	15.80%	60.00	-29.41%	80.00	33.33%
投资收益	0.23	20.90	18.00	-13.89%	20.00	11.11%	22.00	10.00%
营业利润	106.77	147.16	211.38	43.64%	290.10	37.24%	380.90	31.30%
利润总额	132.74	156.26	220.38	41.03%	299.10	35.72%	389.90	30.36%
所得税	2.05	26.28	30.85	17.38%	44.86	45.42%	58.48	30.36%
净利润	130.69	129.98	189.52	45.81%	254.23	34.14%	331.41	30.36%
归属母公司所有者的净利润	97.92	125.34	184.52	47.21%	248.23	34.53%	324.41	30.69%
资产负债表（百万元）								
货币资金	582.16	542.12	1,050.14	93.71%	1,125.49	7.18%	1,484.48	31.90%
交易性金融资产	0.00	0.00	7.00	N/A	7.00	0.00%	7.00	0.00%
应收帐款	1,101.66	876.38	869.93	-0.74%	1,118.38	28.56%	1,419.66	26.94%
预付款项	139.34	138.74	138.74	0.00%	138.74	0.00%	138.74	0.00%
存货	795.59	1,132.56	1,069.45	-5.57%	1,385.18	29.52%	1,755.95	26.77%
流动资产合计	2,747.31	2,822.08	3,269.17	15.84%	3,946.93	20.73%	5,024.35	27.30%
非流动资产	911.08	1,095.81	1,341.29	22.40%	1,408.85	5.04%	1,365.67	-3.06%
资产总计	3,658.39	3,917.89	4,610.46	17.68%	5,355.78	16.17%	6,390.02	19.31%
短期借款	886.86	959.90	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	791.26	874.71	855.56	-2.19%	1,108.14	29.52%	1,404.76	26.77%
预收款项	372.02	611.46	792.90	29.67%	1,026.16	29.42%	1,322.26	28.86%
流动负债合计	2,617.51	2,998.08	2,987.21	-0.36%	3,478.30	16.44%	4,181.13	20.21%
非流动负债	121.16	48.16	274.30	469.58%	274.30	0.00%	274.30	0.00%
少数股东权益	153.38	33.36	38.36	14.99%	44.36	15.64%	51.36	15.78%
母公司股东权益	766.34	838.29	1,310.58	56.34%	1,558.82	18.94%	1,883.23	20.81%
净营运资本	129.79	(176.00)	281.96	N/A	468.63	66.21%	843.22	79.93%
现金流量表（百万元）								
净利润	130.69	129.98	189.52	45.81%	254.23	34.14%	331.41	30.36%
折旧摊销	64.85	75.41	0.00	N/A	132.44	N/A	143.18	8.11%
净营运资金增加	(188.29)	(305.79)	457.96	N/A	186.67	-59.24%	374.59	100.67%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	1,086.75	101.92%	479.35	-55.89%	530.99	10.77%

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

田东红：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

郑 军：建筑建材行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，2 年证券从业经验，中级会计师；善于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

基金研究服务

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.om.cn
丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn
张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn
朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn
严 非 (021) 68805033 yanfei@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohai@csc.com.cn
任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn
张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话: (8610) 8513-0588
传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8621) 6880-5588
传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。