

# 净利润高增长，投资价值显现

——精工钢构（600496）年报点评

## 要点：

- **公司业绩符合我们的预期。**09年公司实现营业收入45.10亿元，同比下降1.7%；利润总额2.55亿元，同比增长63.5%；归属母公司所有者的净利润1.92亿元，同比增长53.34%；每股收益0.50元，每股净资产3.53元。
- **营业收入保持平稳，略有下降。**受成本加成合同和年均钢价水平下跌的影响，公司在产量增长情况下，收入同比下降1.7%。全年新签合同49亿元，同比下降11.83%，其中亿元以上工程9项，约占合同总额30%，同比下降10个百分点。
- **毛利率大幅提升。**钢价下跌致原材料成本显著降低，09年公司实现毛利率13.98%，同比增加2.22个百分点。轻型钢结构、空间大跨度钢结构、多高层钢结构和建材等主营产品的毛利率分别为13.70%、15.99%、12.44%和11.4%，分别同比增加1.97、1.60、1.67和2.76个百分点。
- **净利润受益钢价下跌和三费控制。**公司净利润1.92亿元，同比增长53.34%。除钢价下跌的影响外，公司通过完善管理体系，优化财务结构，三费控制效果显著。09年营业费用率、管理费用率和财务费用率分别为1.95%、3.97%和1.36%，分别同比下降0.70、0.12和0.24个百分点。
- **10年产能有望继续释放。**09年完成钢结构产量35万吨，同比增长2.89%。公司目前拥有六大生产基地，产能超过50万吨，10年产能有望进一步释放。钢结构协会预计到2015年我国建筑钢结构用钢量将达到3000万吨，年复合增长率达到13%，公司未来业绩将受益需求增长。
- **新型建材业务有助公司业绩提升。**公司收购的安徽墙煌彩铝已于2010年1月1日正式投产，预计2010年彩涂铝板产能2万吨，并将于2011年达到4万吨，将为公司今后的发展增添新的业务增长点。
- **未来股价刺激因素：**新签合同超市场预期；新型建材业务盈利贡献超市场预期；母公司收购纵横集团已经完成，存在对公司资产注入的可能。
- **风险因素：**钢价波动风险，激烈市场竞争对盈利水平带来的风险，短期偿债风险。
- **估值和投资评级：**预计公司2010-2012年实现每股收益0.61、0.71和0.84元，目前股价为11.89元，对应2010-2012年市盈率为19、17和14倍。公司未来受益十二五基建规划、安徽区域振兴计划和高速增长的结构钢市场需求，给予公司“推荐”的投资评级。

分析师

李龙

☎ 0755-83516194

✉ lil@cgws.com

**投资评级：推荐（首次）**

当前股价（2010/3/15）：11.89元

年初至今：+0.42%

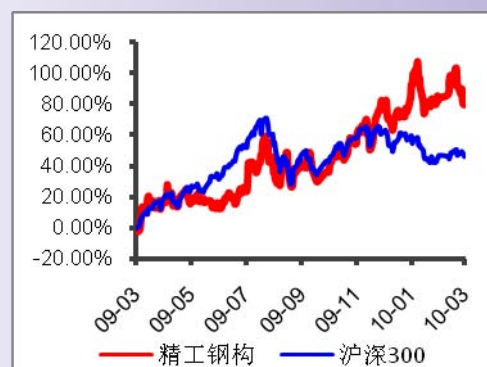
## 公司主要数据（年）

|             |        |
|-------------|--------|
| 公司总股本（万股）   | 38700  |
| 公司流通股（万股）   | 34500  |
| 十大流通股股东持股比例 | 50.45% |
| ROE         | 14.06% |
| ROA         | 7.29%  |
| 每股净资产（元）    | 3.53   |
| 资产负债率       | 67.22% |
| 当前基本每股收益（元） | 0.50   |

## 公司盈利预测（单位：亿元）

|        | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 45.10  | 51.86  | 59.64  | 68.59  |
| 营业利润   | 2.50   | 2.82   | 3.29   | 3.92   |
| 净利润    | 1.96   | 2.40   | 2.79   | 3.33   |
| 净利增速   | 53.34% | 22.17% | 16.68% | 19.25% |
| EPS（元） | 0.50   | 0.61   | 0.71   | 0.84   |
| PE     | 24.46  | 20.03  | 17.16  | 14.39  |

## 相对沪深300指数走势



## 相关报告

财务预测（百万元）

| 利润表        | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 财务分析指标      | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 4509.84 | 5186.31 | 5964.26 | 6858.90 | 收益率         |         |         |         |         |
| 减：营业成本     | 3879.52 | 4486.16 | 5159.08 | 5932.95 | 毛利率         | 13.98%  | 13.50%  | 13.50%  | 13.50%  |
| 营业税金及附加    | 44.86   | 51.59   | 59.33   | 68.22   | 三费/销售收入     | 7.28%   | 7.07%   | 6.99%   | 6.79%   |
| 营业费用       | 87.92   | 101.11  | 116.28  | 133.72  | EBIT/销售收入   | 6.82%   | 6.54%   | 6.54%   | 6.55%   |
| 管理费用       | 179.07  | 205.93  | 236.82  | 272.34  | EBITDA/销售收入 | 8.42%   | 9.48%   | 9.10%   | 8.76%   |
| 财务费用       | 61.18   | 59.73   | 63.94   | 59.57   | 销售净利率       | 4.35%   | 4.62%   | 4.69%   | 4.86%   |
| 资产减值损失     | 21.66   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 资产获利率       |         |         |         |         |
| 加：投资收益     | 14.56   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROE         | 14.06%  | 14.79%  | 14.85%  | 15.18%  |
| 公允价值变动损益   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA         | 7.29%   | 7.54%   | 8.09%   | 8.59%   |
| 其他经营损益     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROIC        | 18.34%  | 20.42%  | 27.49%  | 27.04%  |
| 营业利润       | 250.18  | 281.80  | 328.81  | 392.10  | 增长率         |         |         |         |         |
| 加：其他非经营损益  | 4.84    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 销售收入增长率     | -1.70%  | 15.00%  | 15.00%  | 15.00%  |
| 利润总额       | 255.02  | 281.80  | 328.81  | 392.10  | EBIT 增长率    | 33.24%  | 10.23%  | 15.11%  | 15.09%  |
| 减：所得税      | 58.95   | 42.27   | 49.32   | 58.82   | EBITDA 增长率  | 29.09%  | 29.45%  | 10.42%  | 10.64%  |
| 归属母公司股东净利润 | 192.20  | 234.81  | 273.98  | 326.72  | 净利润增长率      | 50.84%  | 22.17%  | 16.68%  | 19.25%  |
| 资产负债表      | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 资本结构        |         |         |         |         |
| 货币资金       | 596.37  | 656.00  | 721.60  | 793.76  | 资产负债率       | 67.22%  | 51.53%  | 58.55%  | 56.76%  |
| 应收和预付款项    | 1148.53 | 1666.62 | 1570.80 | 2152.24 | 投资资本/总资产    | 33.45%  | 26.85%  | 29.26%  | 31.78%  |
| 存货         | 1284.88 | 1133.95 | 1647.70 | 1551.19 | 带息债务/总负债    | 20.42%  | 8.73%   | 7.16%   | 6.81%   |
| 长期股权投资     | 19.28   | 19.28   | 19.28   | 19.28   | 流动比率        | 115.01% | 163.54% | 150.21% | 162.54% |
| 投资性房地产     | 35.50   | 31.55   | 27.61   | 23.66   | 速动比率        | 66.24%  | 109.89% | 87.39%  | 106.47% |
| 固定资产和在建工程  | 895.56  | 769.52  | 643.47  | 517.42  | 收益留存率       | 87.44%  | 93.98%  | 93.98%  | 93.98%  |
| 无形资产和开发支出  | 203.15  | 181.82  | 160.48  | 139.14  | 资本管理效率      |         |         |         |         |
| 其他非流动资产    | 36.79   | 35.65   | 34.51   | 34.51   | 总资产周转率      | 1.07    | 1.15    | 1.24    | 1.31    |
| 资产总计       | 4220.06 | 4494.38 | 4825.44 | 5231.19 | 固定资产周转率     | 5.98    | 6.74    | 9.27    | 13.26   |
| 短期借款       | 579.38  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 应收账款周转率     | 4.73    | 3.95    | 4.61    | 4.02    |
| 应付和预收款项    | 1944.66 | 2003.29 | 2512.75 | 2656.60 | 存货周转率       | 3.02    | 3.96    | 3.13    | 3.82    |
| 长期借款       | 202.29  | 202.29  | 202.29  | 202.29  | 业绩和估值指标     | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
| 其他负债       | 110.30  | 110.30  | 110.30  | 110.30  | EBIT        | 307.59  | 339.06  | 390.29  | 449.20  |
| 负债合计       | 2836.63 | 2315.89 | 2825.35 | 2969.19 | EBITDA      | 379.70  | 491.54  | 542.76  | 600.54  |
| 股本         | 387.00  | 387.00  | 387.00  | 387.00  | NOPLAT      | 236.64  | 288.20  | 331.75  | 381.82  |
| 资本公积       | 530.82  | 530.82  | 530.82  | 530.82  | EPS         | 0.50    | 0.61    | 0.71    | 0.84    |
| 留存收益       | 449.31  | 669.98  | 927.46  | 1234.50 | BPS         | 3.53    | 4.10    | 4.77    | 5.56    |
| 归属母公司股东权益  | 1367.13 | 1587.79 | 1845.27 | 2152.31 | PE          | 24.46   | 20.03   | 17.16   | 14.39   |
| 少数股东权益     | 16.30   | 21.02   | 26.53   | 33.10   | PB          | 3.44    | 2.96    | 2.55    | 2.18    |
| 股东权益合计     | 1383.43 | 1608.81 | 1871.80 | 2185.41 | PS          | 1.04    | 0.91    | 0.79    | 0.69    |
| 负债和股东权益合计  | 4220.06 | 3924.70 | 4697.15 | 5154.60 | PCF         | 23.48   | 33.41   | 8.04    | 23.44   |
| 现金流量表      | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | EV/EBIT     | 15.43   | 12.74   | 10.94   | 9.38    |
| 经营性现金净流量   | 191.63  | 400.00  | 460.00  | 510.00  | EV/EBITDA   | 12.50   | 8.79    | 7.87    | 7.01    |
| 投资性现金净流量   | -146.78 | -210.00 | -60.00  | -45.00  | EV/NOPLAT   | 20.06   | 14.99   | 12.87   | 11.03   |
| 筹资性现金净流量   | -61.20  | -80.00  | -18.00  | 10.00   | EV/IC       | 3.36    | 3.58    | 3.02    | 2.53    |
| 现金流量净额     | -16.35  | 110.00  | 382.00  | 475.00  | ROIC-WACC   | 0.18    | 0.19    | 0.27    | 0.26    |

资料来源：Wind 长城证券金融研究所

### 研究员介绍及承诺:

**李 龙:** 建筑、建材行业研究员。美国约翰霍普金斯大学应用数学与金融系硕士，上海交通大学工学学士。3 年美国金融从业经验，2009 年 12 月加入长城证券。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬

### 免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 评级标准:

#### 公司评级

**强烈推荐**——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；  
**推荐**——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；  
**中性**——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；  
**回避**——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

#### 行业评级

**推荐**——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
**中性**——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
**回避**——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所  
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层  
邮编：518034  
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366650  
网址：<http://www.cgws.com>