

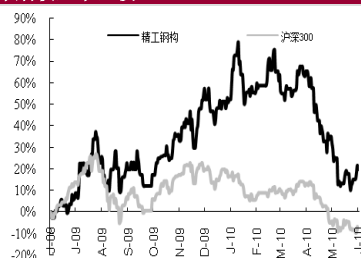


建筑
Construction

2010 年 6 月 11 日

市场数据	2010 年 6 月 10 日
当前价格 (元)	9.39
52 周价格区间 (元)	7.51-14.06
总市值 (百万)	3634
流通市值 (百万)	3240
总股本 (万股)	38700
流通股 (万股)	34500
日均成交额 (百万)	72
近一月换手 (%)	33.30
第一大股东	浙江精工建设产业集团 有限公司
公司网址	www.600496.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
精工钢构	-9.1%	-22.6%	19.8%
沪深 300	-3.8%	-14.9%	-8%

相关报告

王昕

+86 755 21515547

Wangxin2@jyzq.cn

精工钢构 (600496) 调研简报

— 钢结构行业龙头，长期竞争优势突出

评级：买入

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	3121	4588	4510	5295	6283
同比 (%)	45%	47%	-2%	17%	19%
归属于母公司的净利润 (百万元)	98	125	192	229	284
同比 (%)	46%	28%	53%	19%	24%
毛利率 (%)	13.84%	11.76%	13.98%	13.70%	13.71%
每股收益 (元)	0.25	0.32	0.50	0.59	0.73
PE	37.09	28.99	18.91	15.88	12.78

数据来源：金元证券研究所

投资要点

- 钢结构建筑与普通建筑相比具有多种优点，属于国家政策鼓励发展的对象。目前我国钢结构建筑比例与发达国家相比明显偏低，未来仍将处于快速发展阶段。假设在 2015 年全国粗钢产量达到 7 亿吨，钢结构占粗钢产量 8%，则未来几年钢结构产量复合增速将达到 16% 左右。
- 公司为钢结构行业的龙头企业，产品结构均衡，定位于中高端，行业竞争情况相对和缓。公司承接了奥运“鸟巢”工程、上海环球金融中心、杭州湾跨海大桥海中平台、广州电视观光塔、首都机场 T3 航站楼等一批具有深远影响的工程，作为对以往业绩和口碑相当看重的钢结构行业，这些工程项目无疑是公司品牌和实力的最好证明。
- 公司通过不断提升管理水平，其管理效率和运营能力均处于行业前列。公司毛利率受钢材价格波动影响，通过成本加成的定价模式以及预付款采购钢材，可以在一定程度上规避风险。此外通过控制业务承接，与大型钢铁企业签订战略合作协议等方式也有利于公司的毛利率改善。
- 公司受房地产调控影响相对较小，同时今后两年，铁路车站、站台、机场等建设仍将保持旺盛，公司将从中受益。去年投产的彩涂铝板生产线有望为公司带来新的收入增长点。
- 公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.59 元、0.73 元。对应 6 月 10 日收盘价动态市盈率分别为 16 倍和 13 倍。我们认为现阶段可给予公司 18-20 倍估值，目标价 11.8 元。给予“买入”评级。

行业情况概述

建筑钢结构是指用钢板和热轧、冷弯或焊接型材通过连接件连接而成的能承受荷载、传递荷载的结构形式。作为一个相对新型的行业，自上世纪 80 年代末开始，钢结构在建设领域得到广泛应用。90 年代后，随着经济的发展钢铁工业技术和产能的提升，高层建筑、体育场馆、机场航站楼等建筑物逐渐增多，钢结构进入了快速发展期。

目前钢结构行业尚无统一的行业分类标准，按通常的分类，一般认为钢构行业包括空间钢结构、高层重钢结构、轻钢结构、住宅钢结构、钢-混凝土组合结构五大领域。

钢结构建筑与传统的建筑方式相比，具有强度高、自重轻、抗震性能好、施工周期短、工业化程度高、环境污染少等优点。由于钢结构建筑的诸多优点，目前发达国家钢结构占建筑总用钢量的比例一般都在 40%以上，在美国工程建设中，钢结构占 51%，混凝土结构占 49%，大约 70%的非民居和 2 层及以下的建筑，均采用轻钢架体系。在欧洲、美洲、日本、韩国、我国台湾等地，钢结构用量已占到建筑总用钢量的 40%以上。

目前我国钢结构年产量占粗钢总产量约 4%，建筑钢结构占建筑总用钢量约 10%。与国外相比仍有很大发展空间。按照《钢结构行业“十一五”发展规划建议书》中的目标，2010 年钢结构产量计划达到全国钢产量的 10%，目前来看，按期实现“十一五”规划目标是有难度的。一方面原因是近年来钢产量增长过快，导致钢结构比例偏低；另一方面也和我国大型钢结构公司偏少，行业发展慢有关。我们假设在 2015 年全国粗钢产量达到 7 亿吨，钢结构占粗钢产量 8%，若此目标能够实现，则未来几年钢结构产量复合增速将达到 16%左右。

从行业竞争格局来看，轻钢领域进入壁垒较低，竞争相对激烈，目前全国有资质的钢结构企业 3000 多家，基本都具备轻钢施工能力；而重钢及空间钢领域由于技术及施工门槛要求较高，行业集中度较高，行业竞争相对平缓，主要竞争对象集中在行业前 10 家左右的企业。

图表 1 典型的钢结构建筑类型



数据来源：金元证券研究所整理

图表 2 2008 年钢结构企业排名

序号	单位	工程总结算 (万元)	年用钢量 (万吨)	工程建筑总面积 (万平方米)
1	精工钢构	312088	39.63	928.22
2	杭萧钢构	283487	27	
3	东南网架	274287	31.25	480.25
4	宝冶建设	256530	32.34	402
5	沪宁钢机	227000	23	
6	巴特勒 (中国)	202000	18.8	383
7	恒达钢结构	165000	17.26	337
8	富煌钢结构	151100	11.11	309.89
9	河南天丰	141538	12.92	
10	上海冠达尔	140737	18.3	

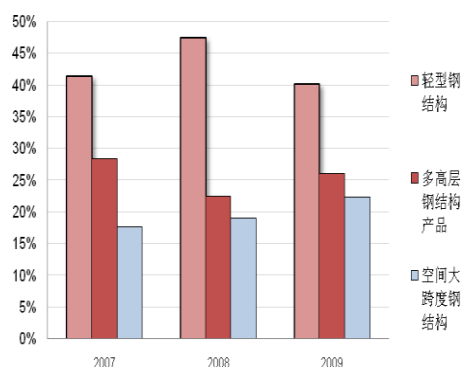
数据来源：中国建筑金属结构协会 金元证券研究所

公司为钢结构行业龙头企业，产品结构均衡

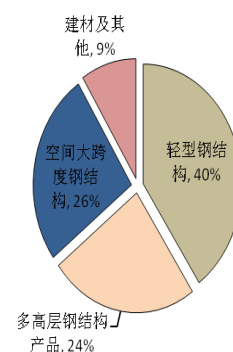
公司是国内钢结构行业龙头企业，具备钢结构建筑研发设计、生产制造、销售、安装施工的完整能力，在全国钢结构企业施工产值、建筑面积、年用钢量等指标统计二十强排名中位居榜首。公司目前拥有浙江绍兴、安徽六安、湖北武汉、广东三水、北京、上海六大生产制造基地，年钢构生产能力 50 万吨。公司产品线覆盖了轻钢、重钢、

空间大跨度钢等多个领域，产品结构相对较为均衡。

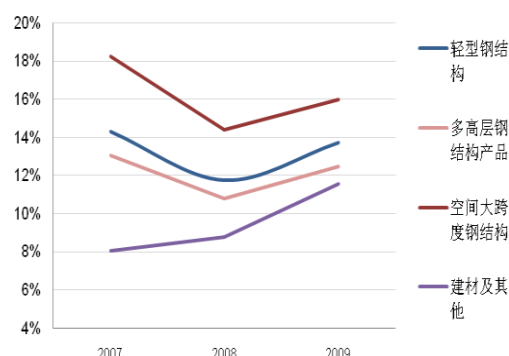
图表 3 公司各业务收入占比



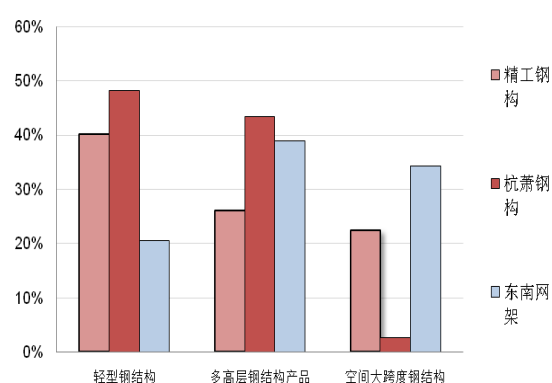
图表 4 2009 年公司各业务毛利占比



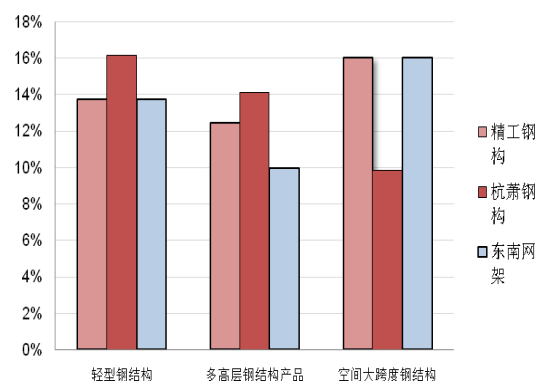
图表 5 公司各业务毛利率情况



图表 6 公司业务构成相对均衡



图表 7 钢构上市公司 2009 年毛利率对比



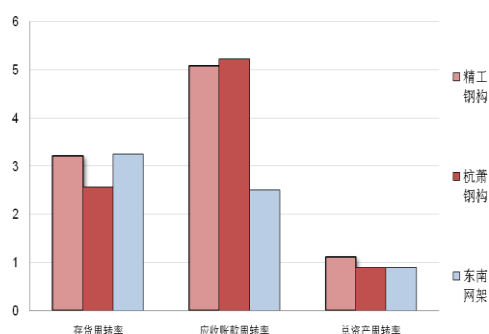
数据来源：公司公告

公司竞争优势突出

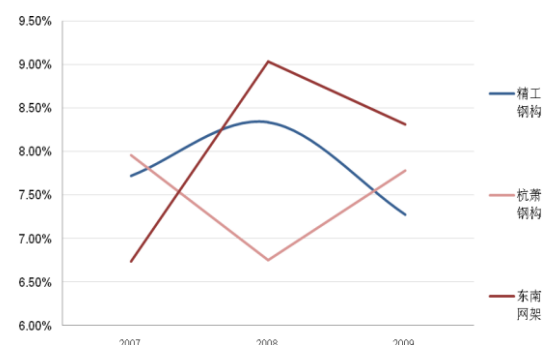
如前所述，低端的轻钢领域竞争较为激烈，而高端轻钢、中高层重钢及空间大跨度钢领域的竞争相对和缓。公司产品定位于中高端，因此避免了与低端产品的恶性竞争。重钢和空间钢结构由于设计多样化、复杂化，施工难度大，精度和质量要求高，是一个国家经济实力和科技水平的反映，又往往被当作一个城市的标志性建筑，因此对参与竞争企业的品牌、技术、资金实力等提出了更高的要求，具有优异的过往工程业绩以及良好口碑的企业更容易在竞争中脱颖而出。公司作为行业的龙头企业，曾经承接了诸如国家体育场“鸟巢”工程、上海环球金融中心、杭州湾跨海大桥海中平台、广州电视观光塔、首都机场 T3 航站楼等一批具有深远影响的工程，其中多项工程荣获“鲁班奖”、“詹天佑工程大奖”、“国家优质工程金质奖、银质奖”、“国家钢结构金奖”等国家级奖项。

2009 年，公司将以往的管理经验进行了全面梳理，推行了“以制度、流程、表单为主的管理模板体系”和“以内控文档为基础的内控体系”，提升了公司的整体管理水平。同时针对公司作为建筑企业的特点，加强了应收账款管理，使得公司运营效率得以提高。期间费用率在三家钢构上市公司中处于最低水平。

图表 8 公司运营效率良好



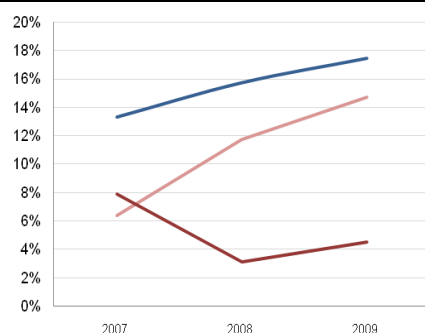
图表 9 公司期间费用率控制良好



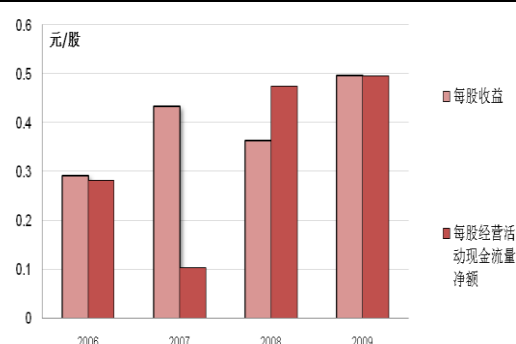
数据来源：Wind 资讯

注：图中均为 2009 年数据

图表 8 公司净资产收益率处于领先地位



图表 9 公司每股经营现金流良好

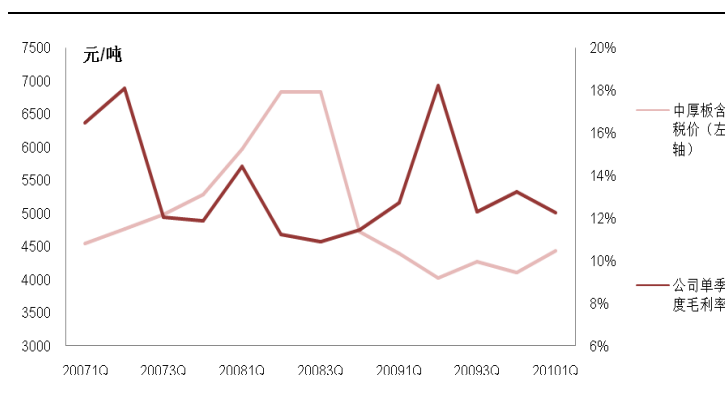


数据来源: Wind 资讯

公司毛利率受钢材价格影响

公司的成本结构中 60%以上为钢材, 主要以中厚板为主。我们了解到, 目前公司所签订的一般为闭口合同, 因此公司的盈利能力在一定程度上受到钢材价格的影响。钢结构的施工周期一般较短, 公司在签订合同时采用成本加成的定价模式, 合同签订后收到的 30%预付款可以用来采购钢材, 因此在一定程度上可以锁定成本, 尤其在钢材价格下跌时公司可以获得更多的收益。但即便如此, 钢材价格仍然是影响公司盈利能力的重要因素。公司近年来密切跟踪钢价走势, 同时与国内大型的钢铁企业签订了战略合作协议, 在保障供应和价格区间方面都有一定的优惠条件, 另外公司通过控制业务承接, 也可在一定程度上规避风险。

图表 10 公司单季度毛利率与钢材价格存在反向关系



数据来源: Wind 资讯

钢结构业务受地产调控相对较小

按照通用的分类, 建筑钢结构可分为轻钢、重钢和空间大跨度等

三种类型。其中轻钢结构主要用于轻型工业的厂房、仓库、各类交易市场等的建造；重钢结构一般用于铁路车站、桥梁、多高层标志性建筑等的建造；空间大跨度结构一般用于候机楼、体育馆、大剧院、博物馆等的建造。因此从行业下游分布来看，钢结构行业受地产调控的影响相对较小。从长期来看，受益于产业结构调整 and 节能环保政策，钢结构建筑的比例将进一步增加。

同时我们关注到，随着四万亿投资项目的进一步落实，铁路、机场等基础设施建设在近两年仍将保持旺盛，高速铁路的建设方兴未艾。目前铁路车站、站台及机场候机楼均大量采用钢结构建筑，公司也将从中受益。2009 年，公司承接了昆山南站、重庆江北国际机场、合肥新桥国际机场航站区、西安火车站等项目，目前车站和机场订单约占公司订单总量的 20% 左右，未来公司仍将从中受益。

彩涂铝板业务将成为新的收入增长点

2007 年公司收购了浙江墙煌建材有限公司，开始进入彩涂铝板生产领域，之后公司又投资 4 亿元建设了安徽墙煌彩铝科技有限公司并与去年 10 月份试生产，目前该公司拥有四条生产线，年产彩涂铝板 4 万吨，是亚洲同行业中生产规模和产量最大、工艺最先进的生产加工企业。预计这四条线今年将发挥 50% 左右的产能，加上浙江墙煌的 1.8 万吨产能，产能较上一年增长 110%，明年产能完全发挥后，产能较去年增长 220%。彩涂铝板广泛应用于建筑装饰，交通运输，食品包装，家用电子等众多领域，未来将逐步取代彩钢板，将为公司发展增添新的业务增长点。

盈利预测与估值

关键假设如下：

产品项目		2008	2009	2010E	2011E
轻型钢结构	收入增速	68%	-17%	20%	23%
	收入占比	48%	40%	41%	42%
	毛利率	12%	14%	13%	13%
空间大跨度钢结构	收入增速	59%	15%	22%	20%
	收入占比	19%	22%	23%	24%
	毛利率	14%	16%	16%	16%
多高层钢结构	收入增速	17%	14%	13%	14%
	收入占比	23%	26%	25%	24%
	毛利率	11%	12%	13%	13%
建材及其他	收入增速	21%	3%	15%	10%
	收入占比	11%	11%	11%	10%
	毛利率	9%	12%	13%	13%

按此假设计算,公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.59 元、0.73 元。对应 6 月 10 日收盘价动态市盈率分别为 16 倍和 13 倍。与建筑板块整体估值相比偏高,但公司主营的钢结构业务与传统的建筑业务有很大的不同,钢结构行业属于未来国家鼓励发展的对象,我们认为现阶段可给予公司 18-20 倍估值,目标价 11.8 元。

图表 11 预测利润表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3120.54	4587.72	4509.84	5295.23	6282.90
减: 营业成本	2688.56	4048.07	3879.52	4569.92	5421.81
营业税金及附加	26.31	29.10	44.86	43.63	51.77
营业费用	74.50	121.41	87.92	123.27	146.26
管理费用	121.83	187.69	179.07	211.21	250.60
财务费用	44.60	73.40	61.18	24.64	11.50
资产减值损失	58.11	1.77	21.66	0.00	0.00
加: 投资收益	0.23	20.90	14.56	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.86	147.16	250.18	322.56	400.95
加: 其他非经营损益	25.97	9.10	4.84	0.00	0.00
利润总额	132.82	156.26	255.02	322.56	400.95
减: 所得税	2.07	26.28	58.95	67.74	84.20
净利润	130.75	129.98	196.06	254.82	316.75
减: 少数股东损益	32.78	4.64	3.86	26.00	32.31
归属母公司股东净利润	97.98	125.34	192.20	228.82	284.44
每股收益	0.25	0.32	0.50	0.59	0.73

数据来源: 金元证券研究所

图表 12 每股收益与毛利率变动的敏感性分析

	每股收益	轻钢毛利率				
	0.59	11%	12%	13%	14%	15%
空间大跨度 钢毛利率	14%	0.46	0.51	0.55	0.59	0.63
	15%	0.48	0.53	0.57	0.61	0.65
	16%	0.51	0.55	0.59	0.63	0.67
	17%	0.53	0.57	0.61	0.66	0.7
	18%	0.56	0.6	0.64	0.68	0.72
	每股收益	多高层钢毛利率				
	0.59	11%	12%	13%	14%	15%
建材及其他 毛利率	11%	0.52	0.55	0.57	0.6	0.62
	12%	0.53	0.56	0.58	0.61	0.63
	13%	0.54	0.57	0.59	0.62	0.64
	14%	0.55	0.58	0.6	0.63	0.65
	15%	0.56	0.59	0.61	0.64	0.66

数据来源: 金元证券研究所

风险提示: 钢材价格波动导致毛利率低于预期; 公司承接订单量少于预期。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.