

精工钢构 (600496)

股权激励点评

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
S0880208070351

本报告导读:

股权激励有利于释放业绩, 谨慎增持, 目标价格 12 元。

投资要点:

公司拟授予激励对象 1220 万股股票期权, 占本次激励计划公告时公司总股本 3.2%, 其中首次授予 1100 万份、预留股票期权 120 万份。行权价格 10.15 元 (停牌收盘股价)。首次授予的股票期权分 40%、30%、30% 三次行权, 预留分 50%、50% 两次行权。行权条件是以 2009 年为基数未来三年扣除非经常性损益后净利润复合增速不低于 20%, 其中 2010 年不低于 15%。激励对象 122 人, 高管 9 人期权合计占 18.4%。

公司连续第 3 年位列建筑钢结构行业综合排名第一。未来 5 年钢结构行业保持 10-15% 复合增速, 技术领先优势获取市场份额。股权激励后有利于公司管理层释放业绩, 加之下半年钢价下降更有利于业绩释放。预期 2010-12 年 EPS 0.60、0.75、0.90 元, 同增 20%、25%、21%。目前 2010 年 PE: A 股 14 倍、建筑行业 15 倍、装饰行业 38 倍。未来三年复合增速底线为 20%, 按 PEG=1 衡量给 20 倍 PE, 目标价格 12 元。

钢结构更多用于基建和工业, 用于商品房极少, 相对受房地产政策影响小, 但或略受地产融资平台清理影响, 但从长期看机场和体育等文化基建类需求仍是政府所鼓励的, 短期是滞缓影响不影响长期行业潜力。2009 年 11 月定增增发将于今年 11 月解禁, 届时市场或有高送配预期。同时, 钢结构用于机场、文化体育中心等, 而年度各地方十二五规划中也应当提及上述项目建设计划, 届时亦有利于形成行业未来预期。因此, 从目前到年底机会大于风险, 维持谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,588	4,510	5,510	6,653	7,839
(+/-)%	46.6%	-1.7%	22.2%	20.7%	17.8%
经营利润 (EBIT)	200	297	356	437	515
(+/-)%	32%	49%	20%	23%	18%
净利润	125	192	232	289	350
(+/-)%	28%	53%	20%	25%	21%
每股净收益 (元)	0.36	0.50	0.60	0.75	0.90
每股股利 (元)	0.07	0.03	0.04	0.05	0.05

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	4%	7%	6%	7%	7%
净资产收益率 (%)	15%	14%	15%	16%	16%
投入资本回报率 (%)	12%	15%	15%	14%	15%
EV/EBITDA	15.0	10.7	9.2	7.6	6.5
市盈率	27.9	20.4	17.0	13.6	11.2
股息率 (%)	0.7%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 12.00

上次预测: 16.00

当前价格: 10.15

2010.07.28

交易数据

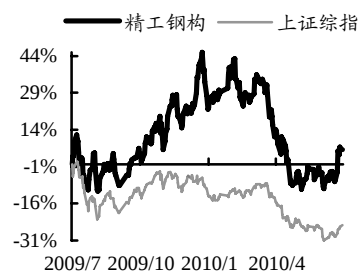
52 周内股价区间 (元)	8.37-14.06
总市值 (百万元)	3,928
总股本/流通 A 股 (百万股)	387/345
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	50

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,390
每股净资产	3.59
市净率	2.8
净负债率	55%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.05	0.06
Q2	0.19	0.21
Q3	0.10	0.14
Q4	0.16	0.19
全年	0.50	0.60

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	-7%	6%
相对指数	9%	4%	31%

相关报告

《09 年业绩符合预期, 10 年受益工业和出口》	2010.03.11
《受益工业和出口复苏, 安徽振兴钢构龙头》	2010.01.18
《第 2 季度毛利率同环比大幅提升》	2009.08.27
《1 季度净利润同增 42%》	2009.04.27
《火车站和机场建设是未来主要增长点》	2009.03.03

精工钢构 (600496)

评级: 谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格: 12.00

上次预测: 16.00

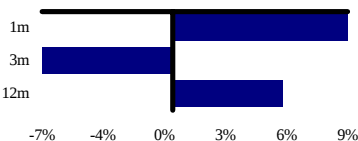
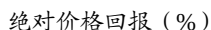
当前价格: 10.15

公司网址

www.600496.com

公司简介

公司总部位于安徽六安市，主要从事轻型、高层、空间用钢结构产品的设计、制造、施工安装及新型墙体材料的生产与销售，是安徽省政府重点扶持的 40 户重点企业、国家人事部批准设立博士后科研工作站的建站单位。公司拥有钢结构专项设计甲级资质，下属控股子公司均获得国家建设部授予的钢结构专业承包壹级资质，具备年产各类钢构件 25 万吨的生产能力，为国内集钢结构设计、制作、施工安装于一体的大型钢结构建筑体系集成商。公司目前拥有控股子公司浙江精工钢结构公司、浙江精工空间结构科技有限公司等子公司，参股



52 周价格范围

8.37-14.06

市值(百万)

3,928

财务预测（单位：百万元）

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,597	2,156	3,130	4,588	4,510	5,510	6,653	7,839
主营业务成本	1,345	1,834	2,696	4,048	3,880	4,767	5,749	6,775
税金及附加	13	17	26	29	45	55	66	78
主营业务利润	239	305	408	511	585	688	837	987
其他业务利润	6	6	58	2	22	6	7	8
营业费用	39	53	76	121	88	107	130	153
管理费用	102	102	123	188	179	219	264	311
EBIT	104	144	151	200	297	356	437	515
财务费用	41	38	45	73	61	61	66	65
营业利润	63	106	107	126	236	296	371	450
所得税	6	17	2	26	59	71	89	107
少数股东损益	11	21	33	5	4	5	6	7
净利润	45	67	98	125	192	232	289	350
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	363	573	582	542	596	579	543	660
其他流动资产	928	1,151	2,165	2,280	2,433	2,973	3,590	4,230
长期投资	40	35	19	64	55	60	66	73
固定资产合计	338	429	701	800	896	971	1,054	1,145
无形及其他资产	61	65	136	190	205	238	279	328
资产合计	1,731	2,261	3,651	3,918	4,220	4,864	5,583	6,497
流动负债	1,292	1,406	2,618	2,998	2,634	3,026	3,430	3,962
长期负债	53	19	121	48	202	234	275	323
股东权益	310	745	766	838	1,367	1,585	1,857	2,186
投入资本(IC)	501	791	1,355	1,334	1,514	1,870	2,331	2,728
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	94	120	149	166	228	274	336	396
折旧与摊销	25	43	50	63	72	75	81	89
流动资金增量	(23)	195	222	(175)	70	248	337	256
资本支出	39	138	392	217	182	183	205	230
自由现金流	104	(170)	(415)	187	48	(82)	(125)	(1)
经营现金流	152	65	26	164	192	(10)	(38)	112
投资现金流	(67)	(80)	(385)	(201)	(147)	(183)	(205)	(230)
融资现金流	(70)	180	234	9	(61)	18	32	53
现金流净增加额	15	164	(126)	(28)	(16)	(175)	(212)	(65)
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率	35.5%	35.0%	45.2%	46.6%	-1.7%	22.2%	20.7%	17.8%
EBIT 增长率	34.5%	38.5%	5.0%	31.9%	48.7%	20.1%	22.6%	17.8%
净利润增长率	125.0%	49.5%	46.0%	27.9%	53.3%	20.5%	25.0%	21.0%
利润率								
毛利率	15.8%	15.0%	13.9%	11.8%	14.0%	13.5%	13.6%	13.6%
EBIT 率	6.5%	6.7%	4.8%	4.4%	6.6%	6.5%	6.6%	6.6%
净利润率	2.8%	3.1%	3.1%	2.7%	4.3%	4.2%	4.4%	4.5%
收益率								
净资产收益率(ROE)	14.5%	9.0%	12.8%	15.0%	14.1%	14.6%	15.6%	16.0%
总资产收益率(ROA)	2.6%	3.0%	2.7%	3.2%	4.6%	4.8%	5.2%	5.4%
投资资本回报率(ROIC)	18.8%	15.2%	11.0%	12.4%	15.1%	14.7%	14.4%	14.5%
运营能力								
存货周转天数	120.2	117.6	98.5	86.9	113.7	109.3	110.0	111.2
应收账款周转天数	62.39	69.37	140.43	78.50	81.86	81.86	81.86	81.86
总资产周转周转天数	395.6	382.8	425.7	311.7	341.5	322.2	306.3	302.5
净利润现金含量	3.38	0.96	0.26	1.31	1.00	-0.04	-0.13	0.32
资本支出/收入	2%	6%	13%	5%	4%	3%	3%	3%
偿债能力								
资产负债率	77.7%	63.0%	75.0%	77.8%	67.2%	67.0%	66.3%	66.0%
净负债率	50.2%	-3.5%	55.6%	55.6%	13.6%	20.6%	27.9%	27.0%
估值比率								
PE	13.7	19.2	28.7	33.7	24.6	17.0	13.6	11.2
PB	2.0	1.7	3.7	5.0	3.5	2.5	2.1	1.8
P/S	0.4	0.6	0.9	0.9	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.28	4.34	23.18	17.75	12.65	9.16	7.61	6.54
股息率	1.8%	0.0%	0.2%	0.6%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%

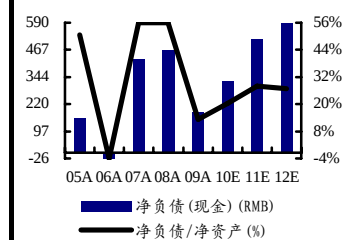
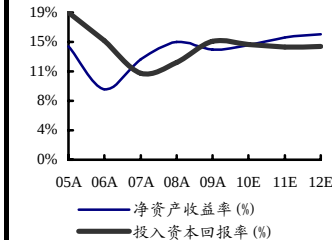
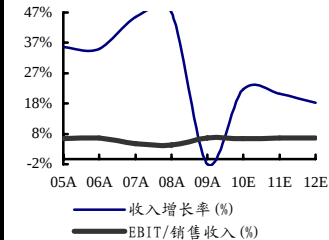
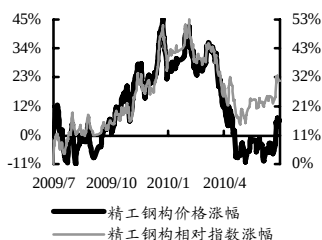
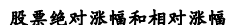


表 1: 盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入							
钢结构工程	1870	2725	4080	3991	4680	5490	6444
轻型钢结构	630	1291	2174	1808	2169	2603	3124
空间大跨度钢结构	944	551	874	1009	1160	1334	1534
多高层钢结构	250	884	1033	1174	1350	1553	1785
建材及其他	286	395	508	519	831	1163	1396
板块合计	2156	3121	4588	4510	5510	6653	7839
增速							
钢结构工程	18%	46%	50%	-2%	17%	17%	17%
轻型钢结构	-7%	105%	68%	-17%	20%	20%	20%
空间大跨度钢结构	76%	-42%	59%	15%	15%	15%	15%
多高层钢结构	-31%	253%	17%	14%	15%	15%	15%
建材及其他	1521%	38%	28%	2%	60%	40%	20%
板块合计	35%	45%	47%	-2%	22%	21%	18%
占比							
钢结构工程	87%	87%	89%	88%	85%	83%	82%
轻型钢结构	29%	41%	47%	40%	39%	39%	40%
空间大跨度钢结构	44%	18%	19%	22%	21%	20%	20%
多高层钢结构	12%	28%	23%	26%	25%	23%	23%
建材及其他	13%	13%	11%	12%	15%	17%	18%
板块合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利							
钢结构工程	282	400	492	555	627	741	869
轻型钢结构	87	184	255	248	291	349	419
空间大跨度钢结构	164	101	126	161	174	204	235
多高层钢结构	31	115	111	146	162	188	216
建材及其他	23	32	48	75	116	163	195
板块合计	323	432	540	630	743	904	1,065
占比							
钢结构工程	88%	93%	91%	88%	84%	82%	82%
轻型钢结构	27%	43%	47%	39%	39%	39%	39%
空间大跨度钢结构	51%	23%	23%	26%	23%	23%	22%
多高层钢结构	10%	27%	21%	23%	22%	21%	20%
板块合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	200%
毛利率							
钢结构工程	15.1%	14.7%	12.1%	13.9%	13.4%	13.5%	13.5%
轻型钢结构	13.8%	14.3%	11.7%	13.7%	13.4%	13.4%	13.4%
空间大跨度钢结构	17.4%	18.2%	14.4%	16.0%	15.0%	15.3%	15.3%
多高层钢结构	12.5%	13.1%	10.8%	12.4%	12.0%	12.1%	12.1%
建材及其他	8.2%	8.0%	9.4%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%
板块合计	15.0%	13.8%	11.8%	14.0%	13.5%	13.6%	13.6%
净利润	67	98	125	192	232	289	350
净利润增速	50%	46%	28%	53%	20%	25%	21%
每股收益 (EPS)	0.29	0.43	0.36	0.50	0.60	0.75	0.90

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		