

建筑建材行业

精工钢构(600496)

评级: 买入

研究员

汪华春

证书编号: S0070209060030

电话: 010-88086830-711

邮箱: wanghc@rxzq.com.cn

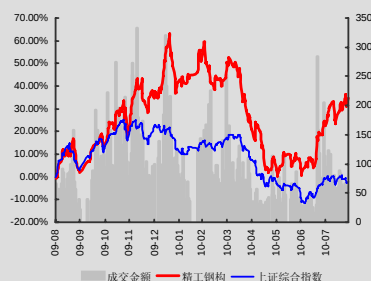
6-12个月目标价: 15

最新股价: 11.34

基本资料

总股本(百万)	387.00
流通股A股(百万)	345.00
总市值(亿)	43.89
每股净资产(元)	3.74
资产负债率%	63.40

精工钢构股价与上证综指对比:



股权激励计划助企业进入稳定增长期, 给予“买入”评级

投资要点:

- **我国钢结构行业存在着较大的发展空间。**钢结构建筑, 具有强度高、自重轻、抗震性能好、施工安装期短、便于工业化生产、外形美观等一系列优点。目前我国钢结构年产量仅占全国钢材产量的 4%, 低于欧美国家的 10%以上。按照钢结构占比 10%的目标计算, 我国钢结构行业仍有 3000 万吨的发展空间, 未来几年行业 CAGR 为 21.4%。
- **行业龙头企业将能最大程度分享行业成长。**钢结构产品主要包括轻型钢结构、高层钢结构(也称重型钢结构)、空间钢结构、住宅钢结构和桥梁钢结构五大类。预计未来几年一线城市高层/超高层建筑的持续新建, 以及二线城市 CBD 建设热潮的兴起, 高层重钢结构和空间钢结构大有用武之地, 其增速将超过钢结构行业的增速水平, 而轻钢结构行业增速将和整个钢结构行业同步。在高端市场, 大跨度空间钢结构技术含量高, 对资金和资质要求也较高, 因此进入门槛相对较高, 而行业内拥有设计、制造、安装一体化竞争能力的企业很少。我们认为, 随着越来越多大型公共建筑和超高层建筑的兴建, 高端市场中的龙头企业将能最大程度地分享行业成长。
- **精工钢构是国内最大的建筑钢结构公司。**目前公司具有 22 万吨的轻钢、28 万吨的重钢钢结构合计 50 万吨的产能, 已形成浙江、上海、安徽、湖北、广东、北京(天津)六大生产基地, 公司连续三年市场份额位居行业第一, 且这一优势逐年扩大。公司大单承接能力在国内领先, 尤其是近几年成功承接了我国一些结构复杂、规模宏大、难度很高的标志性建筑钢结构工程, 体现了公司先进的技术, 树立了品牌形象。此外, 2007 年公司收购了浙江墙煌建材有限公司 75%的股权, 并于 2009 年投资建设新一期生产线, 预计公司合计 6 万吨的产能今年正式投产, 未来几年将成为公司新的利润增长点。
- **投资建议:** 2010 年 7 月, 公司公告了股权激励方案, 行权价 10.15 元, 业绩要求即相当于未来三年公司复合增长率不低于 21.6%。根据我们的假设, 预计 2010-2012 年公司将实现每股收益分别为 0.60 元、0.73 元和 0.93 元, 对应的以 2009 年净利润为基础, 公司的净利润增速分别为 17.5%、42.5%和 81.2%。我们认为公司经营风格稳健扎实, 实际业绩超预期的概率较大, 而根据此前的增发价和行权价, 当前股价是有保障的, 且股价现在估值低于行业平均水平, 首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 钢价波动幅度较大导致公司毛利率下降; 市场需求因经济二次探底而低于预期。

1、钢结构行业概况

- 钢结构指用钢板和热轧、冷弯或焊接型材（工字钢、H型钢、压型钢板等）通过连接件（螺栓、高强螺栓等）连接而成的能承受荷载、传递荷载的结构形式。与钢筋混凝土结构相比，钢结构建筑，具有强度高、自重轻、抗震性能好、施工安装期短、便于工业化生产、外形美观等一系列优点，尤其在高层建筑、大型工厂、大跨度空间结构和住宅建筑中优势更为明显。因钢结构需要控制变形大、冷桥问题等，其造价比钢筋混凝土高，对设计制造工艺也有一定要求。
- 钢结构产品主要包括轻型钢结构、高层钢结构（也称重型钢结构）、空间钢结构、住宅钢结构和桥梁钢结构五大类。其中，轻型钢结构主要用于工业厂房、仓库、超市、活动房屋和加层建筑等；高层钢结构主要用于 24 米以上的建筑，包括写字楼、民用住宅；空间钢结构则用于大型体育场馆、机场候机楼和会展中心等大跨度建筑。

表 各种形式钢结构的主要应用领域

钢结构形式	主要应用领域	核心影响因素
低层轻钢结构	轻型工业厂房，商场，棉粮仓库，码头和保税区仓库，食堂，活动房屋，加层建筑，农产品、建材、家具等各类交易市场等	工业化进程、商业发展、固定投资
高层重钢结构	写字楼，住宅，商场，宾馆，电视塔等（普通高层中，钢混结构占一半，纯钢结构较少；超高）	大型城市建筑的高层、超高层趋势
空间钢结构	机场航站楼，体育馆，剧场，会展中心，车站，广场，超市，艺术造型等	各种运动会、博览会的举办

钢结构厂房



轻型钢结构



桥梁钢结构

高层建筑钢结构



国家体育馆



西班牙毕尔巴鄂市桑迪加航空港



重庆江北国际机场新航站楼



北京植物园展览温室三面网架结构

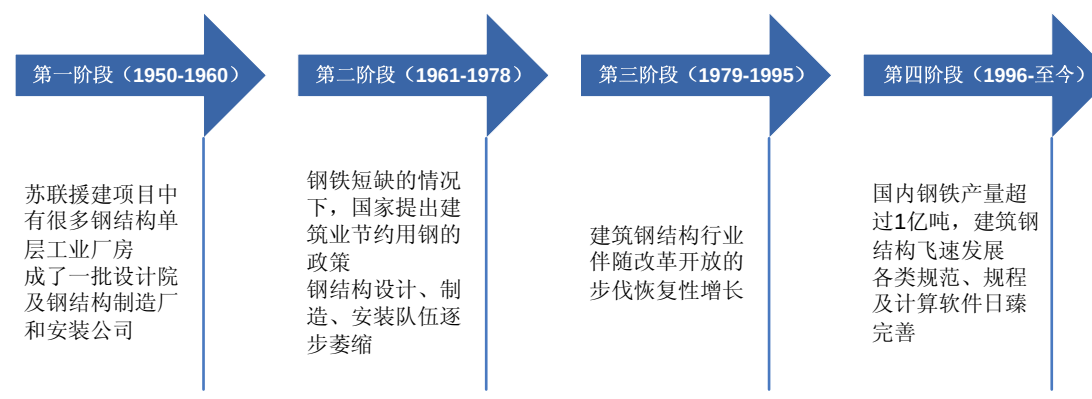


2、我国的钢结构行业将迎来快速发展期

2.1 我国钢结构行业发展历程大体可分为四个阶段

- 80 年代以前，因为钢结构造价高以及钢材产量有限，导致我国的钢结构发展缓慢，而 1997 年我国钢铁产量首次超过 1 亿吨，且大量的跨国公司进入中国的投资带入了大量的钢结构建筑需求，自此以后，我国钢结构需求呈现稳定增长的态势。

图 我国钢结构发展历程

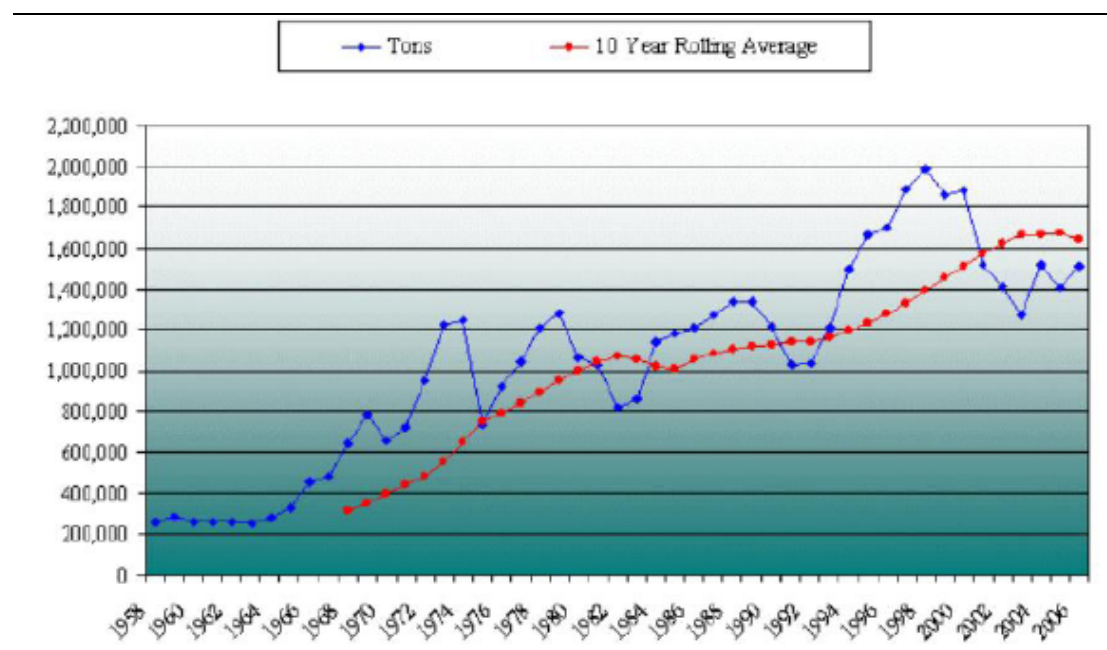


来源：日信研究

2.2 与发达国家钢结构行业发展水平相比，我国钢结构行业存在着较大的发展空间

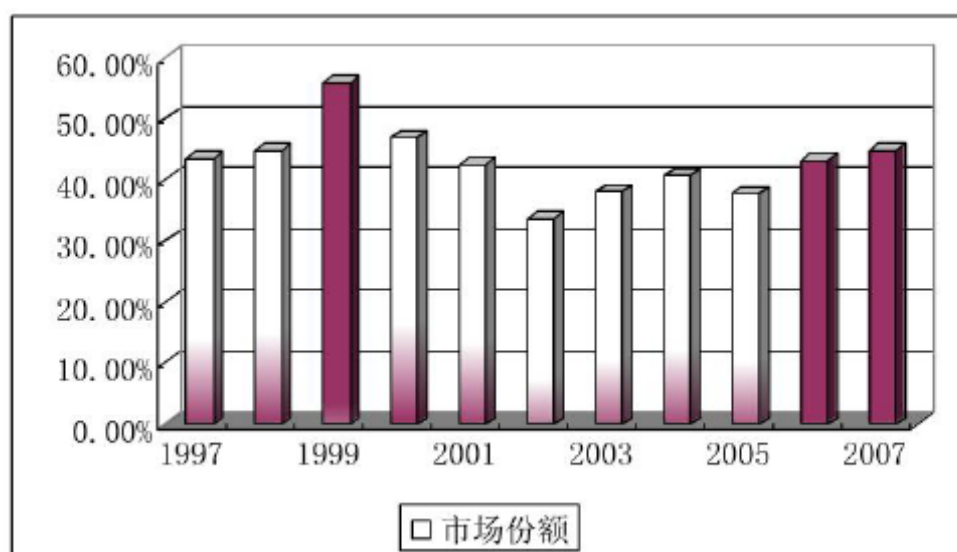
- 作为一种节能环保型、能循环使用的钢产品，钢结构在发达国家中被广泛采用，钢结构的产量占钢材产量的比例已达到 10%以上，其中，欧美国家钢结构建筑已占到全部建筑总量的 65%左右，日本占到 50%左右。

图 1958-2006 年美国钢结构发运吨位图



来源：MBMA

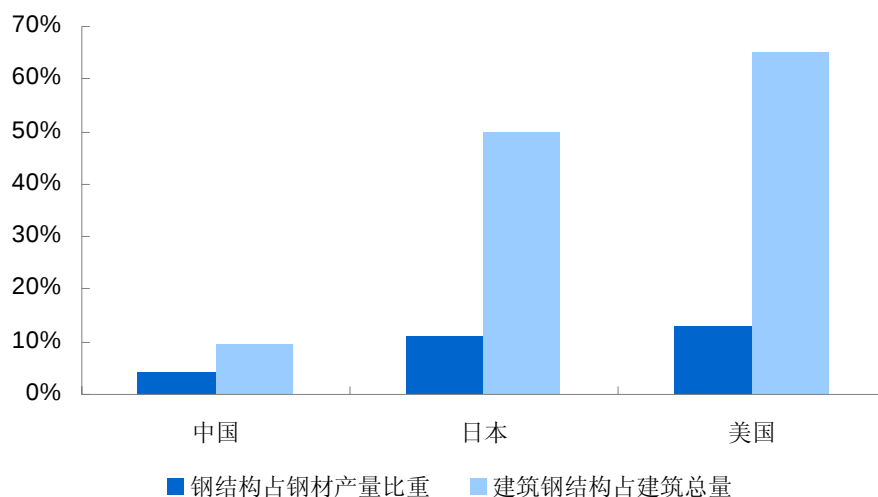
图 1997-2007 年美国钢结构建筑所占市场份额



来源：MBMA

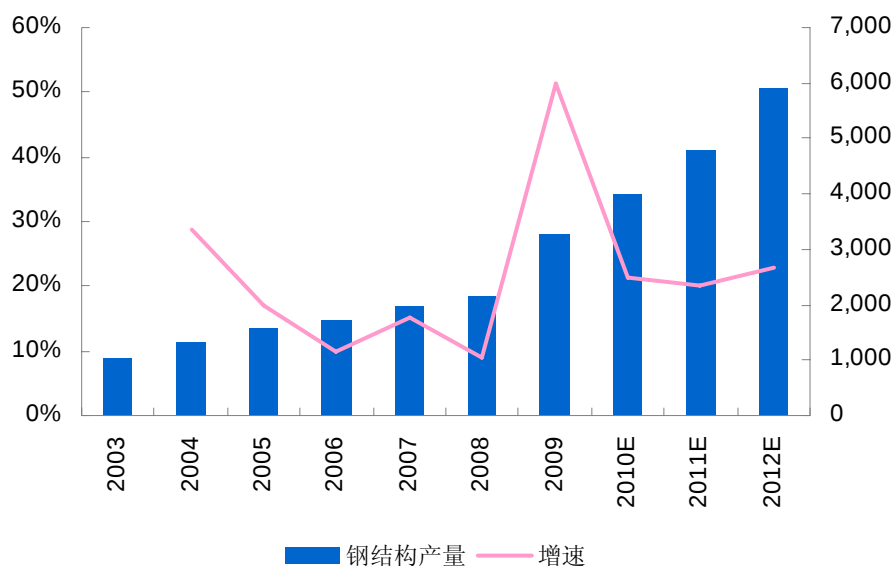
- 我国钢结构年产量仅占全国钢材产量的 4%，建筑钢结构占建筑总用钢量约 8%。我们预计 2010 年我国粗钢产量约 6.3 亿吨，未来几年粗钢产量将保持低速增长或出现小幅萎缩，如果按照钢结构占比 10% 的目标计算，我国钢结构行业仍有 3000 万吨的发展空间，未来几年行业 CAGR 为 21.4%。

图 我国及日本和美国的钢结构行业占钢材产量比重比较



来源：日信研究

图 我国钢结构产量及增速 (单位: 万吨, %)



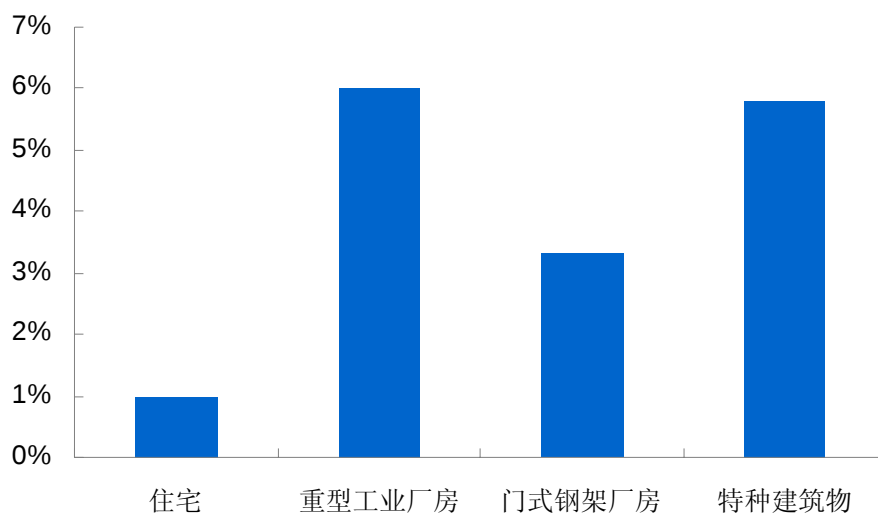
来源：日信研究

2.3 未来几年，高层重钢结构和空间结构钢的增速将超过整个行业的发展水平

- 我国轻钢结构建筑发展较快、应用广泛，全国每年新建轻钢房屋面积共 800 万平方米、用钢约 20 万吨，由于起步早，技术相对成熟，造成轻钢结构行业门槛低，市场分散，竞争无序，预计未来几年轻钢结构行业增速将和整个钢结构行业同步。
- 相比轻钢结构，高层重钢结构技术复杂、施工难度大，门槛相对较高，但它也是一个国家经济实力和科技水平的反应，预计未来几年一线城市高层/超高层建筑的持续新建，以及二线城市 CBD 建设热潮的兴起，高层重钢结构大有用武之地，其增速将超过钢结构行业的增速水平。

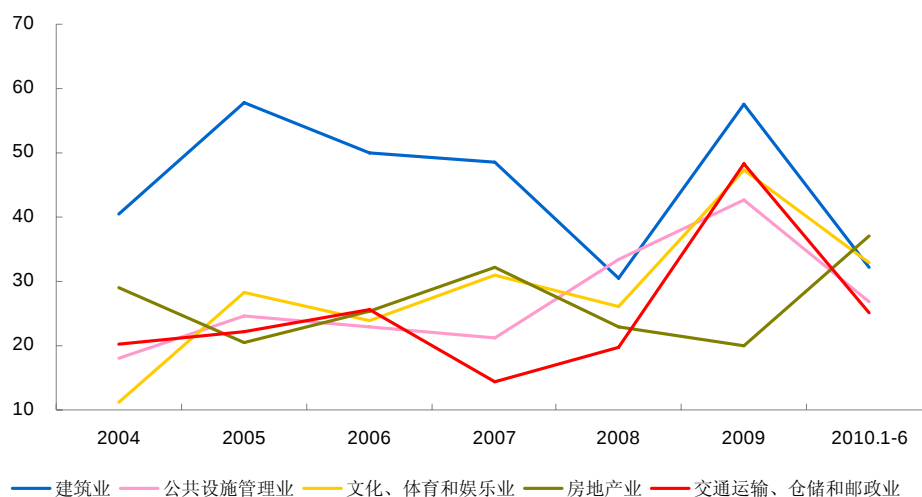
- 近年来，以网架和网壳为代表的空间结构钢持续大量发展，不仅用于民用建筑，而且用于工业厂房、候机楼、体育馆、大剧场、博物馆等，且各个城市都积极地建造新颖和富有现代特色风格的标志性建筑。受惠于 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会等大型活动的举办以及国内二线城市的发展提速，大量体育场馆、展览会馆、剧院等公共建筑的需求将非常强劲，预计该子行业未来几年的增速将超过整个行业的平均水平。

图 主要钢结构用途



来源：日信研究

图 主要的钢结构下游行业固定资产投资增速



来源：日信研究

表 近年标志性建筑钢结构项目中标情况

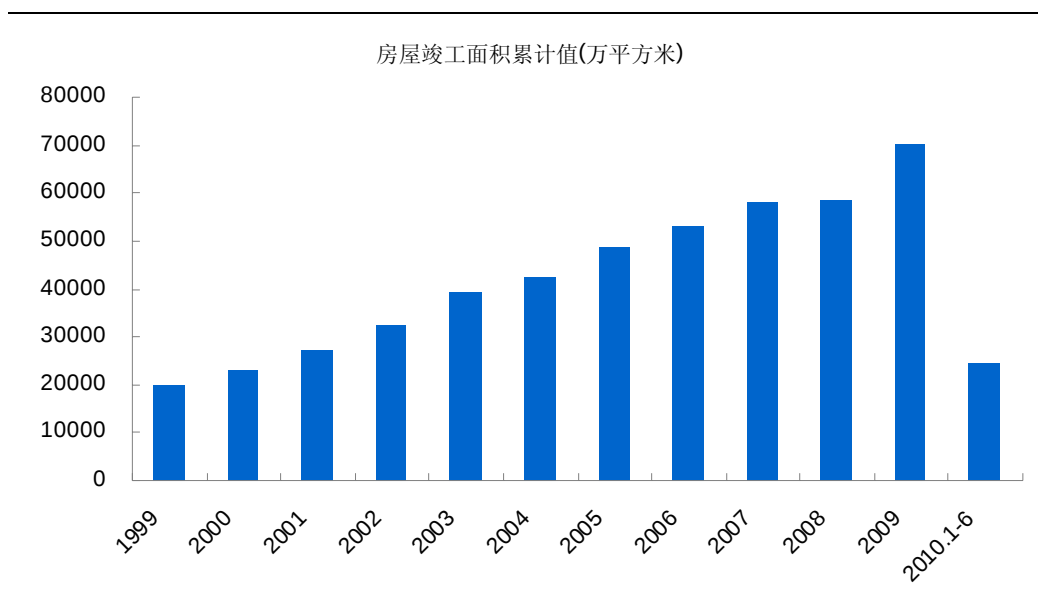
	项目介绍	承建方
奥运水立方	2008 北京奥运游泳馆	东南网架
	2008 北京奥运主体育馆	东南网架、精工钢构
上海环球金融中心	建成后为中国第一高楼	精工钢构、中远川崎
广州新电视塔	世界第一高塔，总高 610 米，用钢量 4 万多吨	沪宁钢机
广州珠江新城西塔	建成后成为广州最高建筑	精工钢构、中建三局钢构
中央电视台新址	先锋钢结构建筑	上海宝冶建设
广州歌剧院	国内第三大歌剧院	精工钢构
哈尔滨国际会展体育中心	我国申办 2010 冬奥会主会场	精工钢构

来源：日信研究

2.4 钢结构住宅潜力巨大

- 钢结构住宅的经济性是阻碍其发展的最大障碍，根据我国现有的钢结构发展水平，钢结构住宅的土建造价要比钢筋混凝土住宅高 10-20% 左右，但钢结构住宅较混凝土结构在基础造价上节省约 30%，且钢结构住宅的得房率较混凝土高 7-10%，此外钢结构住宅的施工工期也可减少约 30%，综合考虑，随着房屋层数的增加，钢结构住宅便可体现其优越性。只是目前中国钢结构住宅的市场需求没有达到产业化程度，因此产品功能性单一，工业化程度不高，产品质量达不到满足住宅产业化标准的要求，从而也导致我国的钢结构住宅成本居高不下。
- 不过，目前钢结构产业得到了国家的积极扶持，尤其是国家队绿色节能住宅体系的大力推行，将使得钢结构在民用住宅领域的大规模应用成为可能，而钢结构住宅未来的市场潜力巨大。目前我国每年竣工的城镇住宅建设约 6 亿平方米，其中 5% 左右采用钢结构，按多层、高层建筑平均 50kg/m² 钢材计算，需要用钢材 150 万吨，如果按发达国家平均 30-40% 的比例计算，钢结构住宅用钢年需求为 900-1200 吨。

图 房屋竣工面积累计值



来源：日信研究

2.5 行业集中度低，高端龙头企业将最大程度分享行业成长

- 目前我国钢结构企业有 2000 多家，其中大部分公司集中在低端市场，以轻型钢结构厂房和仓库为主，竞争异常激烈。从数据来看，行业前 5 名厂商占市场份额（CR5）不到 5%，前 20 名厂商市场份额（CR20）在 20% 左右，不过 2007 年的集中度较 2005 和 2006 年有所上升，同时 CR20 到 CR5 的增长速度呈现递增的态势，说明越来越多的市场份额越来越集中到大的厂商手中。

表 行业集中度情况

	CR5	CR10	CR15	CR20
2005	7.41%	12.84%	15.86%	17.70%
2006	8.97%	14.13%	17.01%	18.72%
2007	10.05%	17.21%	19.23%	22.54%

来源：日信研究

- 在高端市场，大跨度空间钢结构技术含量高，对资金和资质要求也较高，因此进入门槛相对较高，而行业内拥有设计、制造、安装一体化竞争能力的企业很少，目前主要的企业有上海精工、东南网架；高层重型钢结构技术含量较高，市场前景广阔，行业内具备工程经验的企业较少，竞争相对缓和。我们认为，随着越来越多大型公共建筑和超高层建筑的兴建，高端市场中的龙头企业将能最大程度地分享行业成长。

表 行业中较大企业情况

企业	产能（万吨）	主要市场
浙江东南网架股份有限公司	21	空间钢结构、高层重钢结构、轻钢结构
浙江杭萧钢构股份有限公司	35	轻钢结构、多高层结构
精工钢构	44	轻钢结构、多高层钢结构、空间钢结构
上海宝冶建设有限公司	10	钢结构安装、轻钢结构、管桁架安装，主要承接宝钢集团系统内钢结构工程
江苏沪宁港机股份有限公司	25	钢结构构件加工
山东莱钢建设有限公司	-	住宅钢结构
中国第二十二冶金建设公司	-	大型工业与民用建筑安装
杭州恒达钢结构实业有限公司	-	厂房及多高层建筑
安徽富煌钢构股份有限公司	-	轻钢结构
博思格建筑	-	轻型非住宅金属系统建筑

来源：中国钢结构行业协会，日信研究

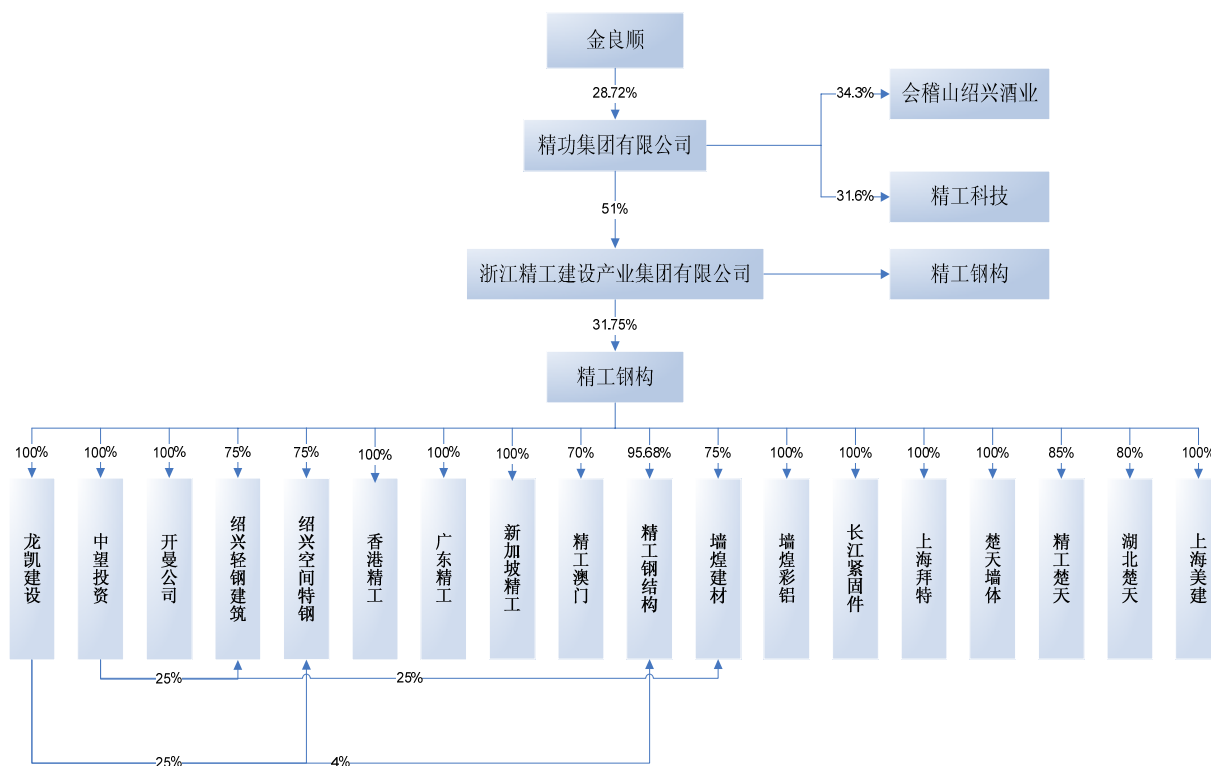
3、精工钢构：钢构龙头

3.1 公司为我国规模最大的钢结构企业

- 公司集建筑钢结构研发、设计、施工、安装于一体，是国内最大的建筑钢结构公司，目前已经形成浙江、上海、安徽、湖北、广东、北京（天津）六大生产基地，公司连续三年市场份额位居行业第一，且这一优势逐年扩大。
- 公司具有 22 万吨的轻钢（项目工期约 3-6 个月）、28 万吨的重钢钢结构（大跨度空间钢结构和

多高层钢结构，项目工期约 6-12 个月）合计 50 万吨的产能（以每工作日 8 小时计算），2008、2009 年公司产量均在 35 万吨左右。

图 公司股权结构图



来源：公司公告、日信研究

表 公司产能情况

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

来源：公司公告、日信研究

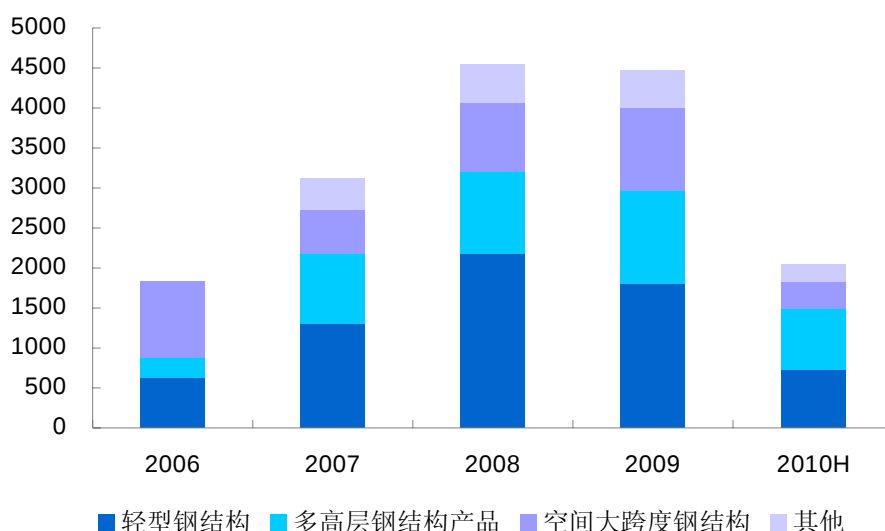
- 2007 年公司收购了浙江墙煌建材有限公司 75% 的股权，开始将产业链向上延伸至新型建材领域，该公司生产技术先进，是浙江名牌企业，具有高档彩铝板产能 2 万吨。2009 年 11 月，公司投资 4 亿元建设产能 4 万吨的长江彩铝一期生产线。2009 年底，公司已经完成了四条生产线的安装和单项调试工作，并与去年 10 月进行试生产，累计生产涂层铝板 1240 吨，质量合格率达

99.3%。目前公司高档彩铝板产能合计 6 万吨，为亚洲最大的彩涂铝板生产基地，且是国内生产工艺最先进、品种最全的企业之一，公司计划今年正式投产，预计 2010、2011 年产能利用率分别为 50%和 80%，2012 年满产。

3.2 公司钢结构业务增长迅速

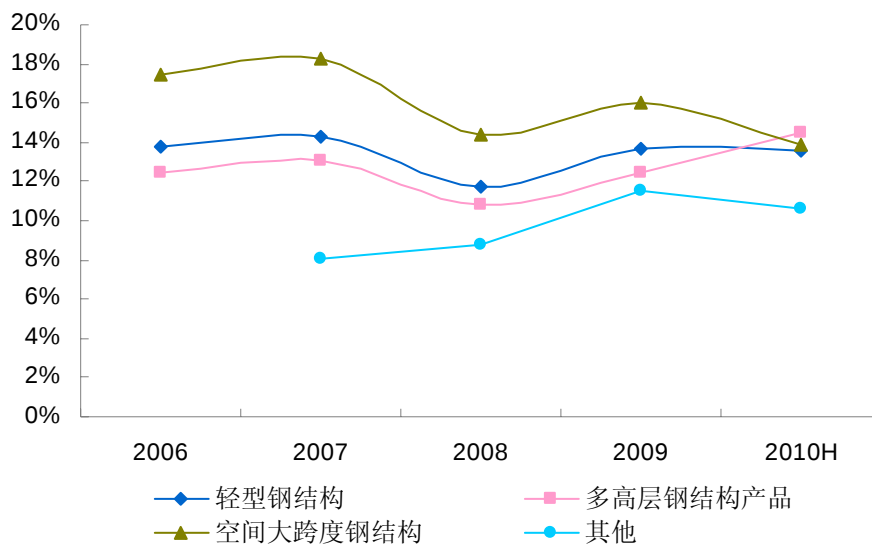
- 钢材（中厚板、）占钢结构成本的 60%以上，钢结构企业通常签订闭口合同，业务承接额随钢价的起伏波动较大，2005 年至今钢结构行业收入的复合增长率为 19%。而公司的业务承接额从 15.97 亿元增长到 2009 年的 45.10 亿元，5 年里复合增长率为 41%。2008 年公司业务承接金额同比下降了 11.85%，但同期钢材价格同比下降了约 25%，剔除钢价变动因素后，公司的实际钢结构业务承接量同比增长了约 14%。
- 因公司的盈利模式是成本加成，且公司签订合同后业主首先支付合同额 30%预付款供公司采购钢铁材料用，因此，部分原材料波动风险可以锁定。整体看，公司毛利率比较稳定。从订单结构看，近两年公司重钢业务占比略有上升，尤其是相对高毛利率的空间大跨度钢结构业务收入占比提升较快。

图 公司各项业务收入构成（单位：百万元）



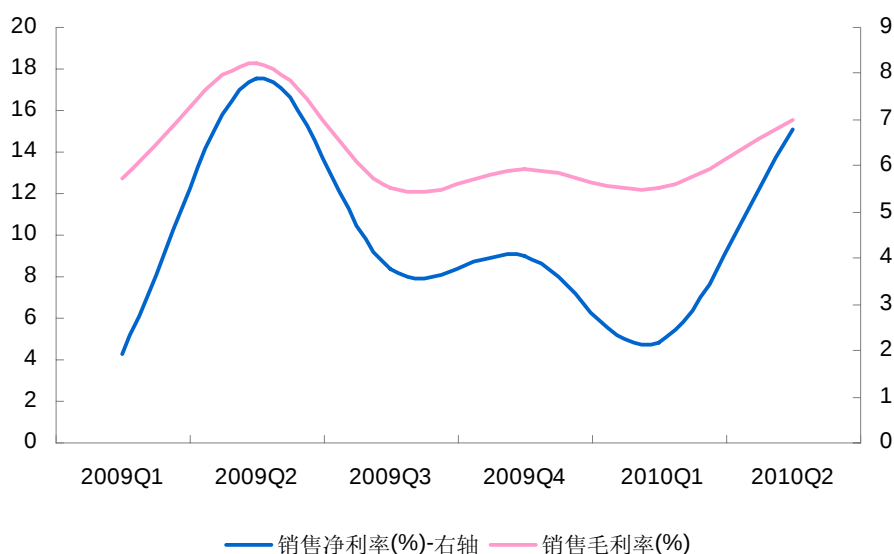
来源：日信研究

图 公司各项业务毛利率比较



来源：日信研究

图 公司综合毛利率比较稳定



来源：日信研究

3.3 重大项目的承接彰显公司实力

- 2008 和 2009 年公司承接的亿元以上工程大单分别占总业务承接额的 40%和 30%，大单承接能力在国内领先。尤其是公司近几年成功承接了我国一些结构复杂、规模宏大、难度很高的标志性建筑钢结构工程，如奥运体育馆、广州珠江西塔、上海环球金融中心等项目，更是体现了公司先进的技术，树立了品牌形象。

表 2008 年钢结构行业工程结算前十大企业

单位	工程总结算（万元）	年用钢量（吨）	工程建筑总面积（万平方米）
精工钢构	312088	396300	928.22
杭萧钢构	283487	270000	
东南网架	274287	312527	480.25
宝冶建设	256530	323388	402
沪宁钢机	227000	230000	
巴特勒(中国)	202000	188000	383
恒达钢结构	165000	172600	337
富煌钢结构	151100	111125	309.89
河南天丰	141538	129200	
上海冠达尔	140737	183000	

来源：中国建筑金属结构协会钢结构委员会

表 2009 年至今公司已披露的重大工程（5000 万元以上）

项目地点	项目	金额（万元）
截至2009/3/31		
重庆	江北国际机场第二跑道及配套设施扩建工程新建T2A 航站楼及交通换乘中心钢结构工	7,179.18
广东深圳	大运中心项目III标段（游泳馆）钢结构工程	8,978.98
天津	天津港国际油轮码头项目钢结构加工制作工程（客运大厦工程）	7,332.65
陕西西安	西安铁路局火车站雨蓬项目钢结构加工制作工程	5,500.00
截至2009/6/30		
福建厦门	厦门财富中心项目	9,800.00
新疆	新疆国际会展中心钢结构工程	25,697.00
内蒙古	伊金霍洛旗全民健身体育活动中心钢结构工程	15,600.00
广东深圳	深圳湾体育中心	13,331.00
江苏南京	南京立业变压器有限公司项目	11,247.00
江苏常州	瓦卢瑞克曼内斯曼钢管（常州）有限公司—无缝钢管常州扩建工程	7,603.00
截至2009/9/30		
安徽	安徽国际金融贸易中心钢结构工程	7,919.00
四川德阳	二重集团公司大型模锻压机车间厂房建筑结构施工工程	5,548.00
江苏昆山	中铁建设集团有限公司昆山南站项目	5,211.98
浙江杭州	万银双子中心钢结构工程	8,519.10
江苏	张家港锦隆大型设备公司大型化工设备制造项目重型联合厂房	12,200.00
内蒙古	鄂尔多斯东胜区全民健身活动中心体育场项目	26,551.45
辽宁沈阳	沈阳远大机电装备有限公司新厂区M3M4 厂房钢结构工程	6,366.00
广东广州	广州珠江新城F2-4 高德置地项目	8,932.00
广东广州	广州珠江新城J1-1 富力地产项目	7,992.00
截至2010/3/31		
陕西	咸阳机场二期钢结构工程项目	5,729.91

内蒙古	鄂尔多斯羊绒工业园项目	7,150.00
	泰州中国医药城会展中心一期工程项目	9,000.00
截至2010/6/30		
江苏	京沪高速铁路无锡东站站房工程（合同期120天）	6,718
	海伦石化年产60万吨PTA工程（2010.7.28-10月底）	5,300
内蒙古	包头市晟新能源公司新建2-6#车间、7#仓库钢结构工程（合同期150天）	6,429
	伊金霍洛旗全民健身中心	10,000
	明华能源集团有限公司萨拉齐环保物流园区及金太阳发电工程（合同期150天）	17,000
四川	成都新天府广场天堂岛海洋乐园中央游艺区钢结构工程承包合同（合同期210天）	16,000
江西	5800 万元的南昌新地中心钢结构工程（其中未签约5596 万元）	5,800
浙江	浙江卧龙变压器有限公司高压、超高压变压器建设钢结构项目（2010.5-2010.12.30）	6280
	宁波环球航运广场（中标未签约）	21,000
甘肃	青海西宁体育中心钢结构工程（2010.6-2010.12.25）	7,298
安徽	芜湖美的精品电器5#和6#厂房钢结构工程（合同期130天）	5,380
	芜湖美的精品电器生产基地（合同期130天）	8,408

来源：公司公告，日信研究

3.4 行业比较：公司经营稳健

- 目前上市公司中主营钢结构业务的有 3 家企业，但这三家企业业务的侧重点并不相同。其中，精工钢构主营以民用住宅、写字楼等为主的高层钢结构、以机场、会展中心、体育场馆等公共建筑为主的大跨度轻型钢结构，以及以各类工业建筑、仓储等为主的轻钢结构等三大类产品；杭萧钢构主导业务以各类工业建筑、仓储等为主的轻钢结构工程和以民用住宅、写字楼等为主的高层钢结构工程；东南网架业务专注于大跨度空间钢结构、高层重钢结构及轻钢结构领域，是空间钢结构领域中的龙头企业。
- 从 2006 年至 2010 年中期的盈利状况来看：（1）精工钢构综合毛利率最稳定，处于中间水平，东南网架综合毛利率高于其他两家公司，主要是因为大跨度空间钢结构技术复杂，施工难度大，盈利空间高于轻钢结构；（2）精工钢构的收入规模在三者中占绝对优势，但杭萧钢构近几年来利润增速最快，且持续增长；（3）从营运能力指标来看，精工钢构的资金周转速度最快，公司对固定资产利用效率最高。

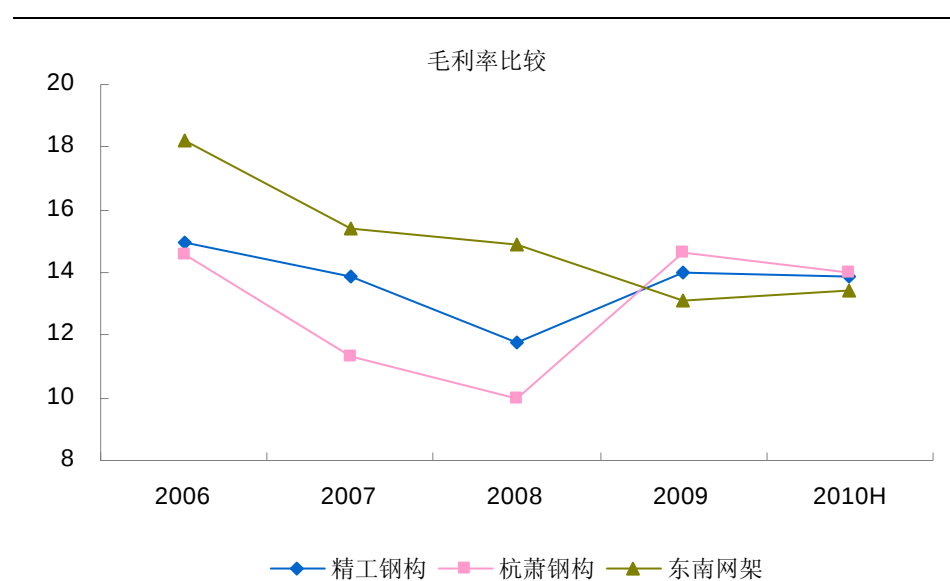
表 三大企业主营业务情况（单位：亿元）

	2007	2008	2009	2010H
精工钢构				
营业收入	31.21	45.88	45.10	20.54
营业收入增速	44.72%	46.55%	-1.7%	5.02%
营业利润增速	2.87%	37.83%	70.00%	-12.00%
资产负债率	75.11%	77.75%	67.22%	63.40%
杭萧钢构				
营业收入	28.35	36.32	28.46	14.42
营业收入增速	48.85%	28.13%	-21.65%	13.78%

营业利润增速	44.63%	52.83%	89.42%	9.14%
资产负债率	79.69%	77.78%	73.91%	70.94%
东南网架				
营业收入	17.94	20.20	29.28	15.64
营业收入增速	12.69%	12.64%	44.93%	39.73%
营业利润增速	-31.15%	-62.77%	47.10%	61.37%
资产负债率	61.90%	69.01%	71.61%	72.46%

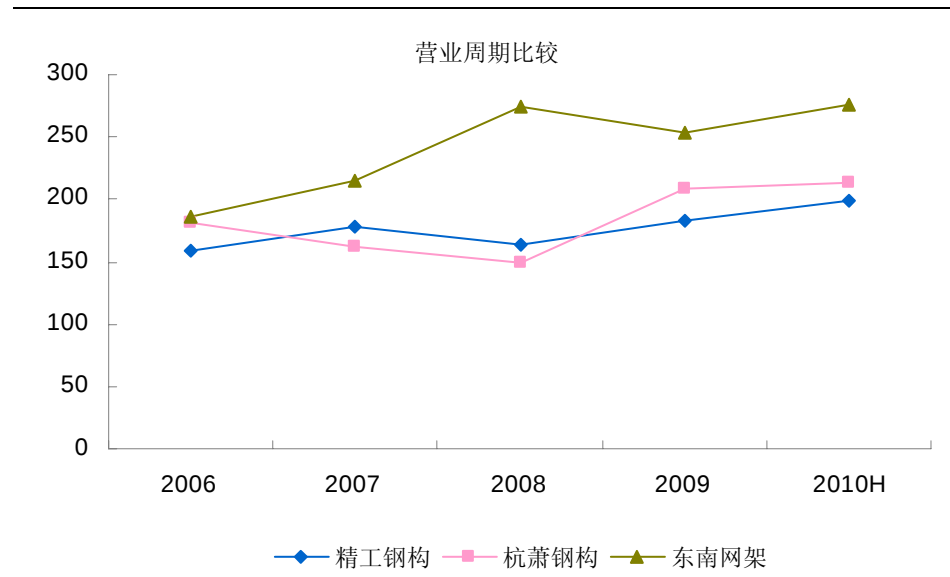
来源：日信研究

图 三家上市公司综合毛利率比较



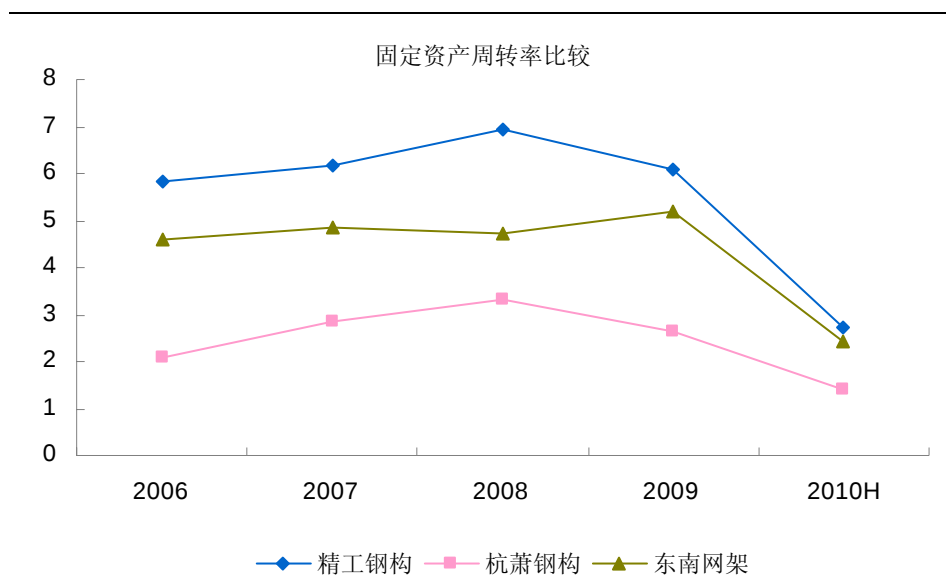
来源：日信研究

图 三家上市公司营业周期比较



来源：日信研究

图 三家上市公司固定资产周转率比较



来源：日信研究

4、股权激励计划确定增长通道

- 2010 年 7 月公司公告了股权激励草案，计划在 2010-2012 年的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核并行权，行权价格取每个会计年度考核一次，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件之一。按公司公布的行权条件，当前行权价 10.15 元，业绩要求即相当于未来三年公司复合增长率不低于 21.6%。

表 各年度绩效考核目标

年度	条件
2010 年	以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数，2010 年度扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 15%（含）
2011 年	以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数，2011 年度扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 30%（含）
2012 年	以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数，2012 年度扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 70%（含）

- 公司拟授予激励对象 1220 万份股票期权，每份股票期权拥有在期权有效期内的可行权日以行权价格和行权条件购买 1 股精工钢构股票的权利。其中首次授予 1100 万份（董事、高级管理人员 225 万股，其他骨干人员 103 名，875 万股）；预留股票期权 120 万份，占股票期权数量总额的 9.8%。涉及的标的股票数量为 1220 万份；标的股票数量占当前精工钢构股本总额的比例为 3.2%。
- 我们认为，股权激励方案的实施将有利于强化公司管理层及骨干人员的“主人翁”精神，调动员工积极性，也有利于增强公司释放业绩的动力。公司以往经营风格稳健扎实，未来实际业绩

超预期的概率较大。

5、盈利预测与投资建议

- 根据对钢结构行业的分析，我们认为建筑钢结构行业目前尚是建筑行业中的新兴行业，未来发展潜力较大，空间钢和高层钢结构可以享有稳定的成长收益，而在轻钢结构方面，如果住宅钢结构能有所突破，实施产业化，该细分子行业将呈现爆发式增长。而精工钢构既有轻钢结构的优势，且近年来在空间钢和高层钢结构等高端产品都有所突破，未来几年公司将充分地享受行业的快速成长。值得注意的是，公司实际产能具有较大的弹性，可以通过提高日工时、业务外包等方式来提高，当前产能可完全支撑未来几年 20%-30% 的业务发展速度。
- 钢结构所用的钢材主要包括中厚板、热轧 H 型钢、彩涂板、管材及其他型钢和冷弯型钢等，根据现货市场报价，这几种钢材上半年均价较 2009 年均价上涨幅度约 7.5%-20% 不等，我们认为未来几年，钢价受铁矿石成本上涨影响将呈上升趋势，但行业产能过剩及地产调控又在一定程度上压制钢价上涨的幅度，因此预计 2010-2012 年公司营业收入增幅分别为 11%、16% 和 18%。
- 过去四年中公司毛利率比较稳定，我们预计未来三年，随着公司高端产品的增加，综合毛利率将会略有上升。
- 根据我们的假设，预计 2010-2012 年公司将实现每股收益分别为 0.60 元、0.73 元和 0.93 元，对应的 PB 分别为 18.9 倍、15.5 倍和 12.2 倍，低于行业平均水平。根据测算的结果，以 2009 年净利润为基础，公司的净利润增速分别为 17.5%、42.5% 和 81.2%；若按照公司公布的股权激励计划，公司 2010-2012 年将实现每股收益分别为 0.58 元、0.66 元和 0.86 元。我们认为公司经营风格稳健扎实，实际业绩超预期的概率较大，对比此前的增发价和行权价，当前股价是有保障的，首次给予公司“买入”评级。

表 行业估值比较

代码	简称	价格（元）	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB	市销率 PS
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	(MRQ)	(TTM)
002135	东南网架	13.00	0.37	0.48	0.52	35.14	27.08	25.00	2.54	0.84
600477	杭萧钢构	7.76	0.30	0.35	0.42	25.87	22.17	18.48	3.91	1.01
600496	精工钢构	11.34	0.60	0.73	0.93	18.90	15.53	12.19	3.22	0.99

来源：wind，日信研究

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	145	189	230	257	EPS	-0.96	0.19	0.40	0.57
存货	195	296	317	464	营业收入	1012	1262	1532	1716
应收账款	172	216	255	286	营业成本	900	1080	1257	1367
其他流动资产	79	114	111	140	营业税金及附加	5	4	5	5
流动资产	591	815	912	1148	销售费用	36	38	46	51
固定资产	460	488	506	519	销售费用率	3.57%	3.00%	3.00%	3.00%
长期股权投资	46	46	46	46	管理费用	69	78	95	106
无形资产	87	91	95	99	管理费用率	6.85%	6.20%	6.20%	6.20%
其他长期资产	81	91	99	108	财务费用	29	32	40	45
非流动资产	675	717	746	772	财务费用率	2.91%	2.50%	2.60%	2.60%
资产总计	1266	1532	1658	1919	资产减值损失	135	-3	2	2
短期借款	367	382	346	341	公允价值变动	0	0	0	0
应付账款	54	94	76	115	投资净收益	5	3	4	5
其他流动负债	131	227	259	297	营业利润	-159	36	92	143
流动负债	552	704	681	752	加: 营业外收入	6	50	50	50
长期负债	81	86	91	96	减: 营业外支出	2	20	20	20
其他长期负债	5	6	6	6	利润总额	-155	66	122	173
非流动性负债	86	91	96	101	所得税	-4	17	30	43
负债合计	638	795	777	853	所得税率	2.59%	25.00%	25.00%	25.00%
股本	160	160	160	160	净利润	-151	50	91	130
资本公积	422	422	422	422	少数股东损益	2	20	27	39
股东权益合计	547	636	753	899	归属母公司净利润	-153	30	64	91
少数股东权益	81	101	128	167					
负债股东权益合计	1266	1532	1658	1919					
现金流量表(百万元)					主要财务指标				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	(151)	50	91	130	增长率(%)				
折旧和摊销	43	45	46	0	营业收入	-21.80	24.69	21.44	11.98
营运资本变动	(87)	72	120	165	营业利润	-474.00	-122.70	154.68	56.40
其他	264	(67)	(103)	(181)	净利润	-462.75	-132.78	84.39	42.50
经营现金流	69	99	153	114	利润率(%)				
资本支出	71	56	83	96	毛利率	11.01	14.40	17.98	20.31
其他	0	2	34	48	EBIT Margin	-12.53	7.73	10.55	12.71
投资现金流	(64)	(43)	(42)	(41)	EBITDA Margin	-7.41	11.27	13.52	12.71
负债变化	17	157	(18)	76	净利率	-14.93	3.93	5.96	7.58
股息支出	36	45	51	59	回报率(%)				
其他融资现金流	17	(123)	(2)	(62)	净资产收益率	-24.05	6.72	10.36	12.20
融资现金流	(2)	(11)	(71)	(45)	总资产收益率	-11.93	3.23	5.51	6.78
现金及现金等价物净增加额	3	44	41	28	其他(%)				
					资产负债率	50.39	51.90	46.85	44.44
					股息率	1.63	2.05	2.33	2.69

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。