

2010 年 11 月 30 日

A

未有评级

600496.SS- 人民币 13.92

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	18	4	21	37
相对新华富时 A50 指数 (%)	39	12	16	53

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	387
流通股 (%)	66.25
流通股市值 (人民币 百万)	3,569
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	104
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
浙江精工建设产业集团有限公司	33.75

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李大振为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

精工钢构

设计-制造-安装一体化战略提升公司价值

精工钢构是钢结构行业的龙头企业, 承接项目包括奥运会鸟巢、首都机场 T3 航站楼等, 在行业内树立高端品牌形象。随着钢结构认可度的提升, 体育馆、航站楼和车站对钢结构的使用大大增加, 公司将充分受益于钢结构行业的发展。公司通过设计-制造-安装一体化战略加强了竞争优势, 未来将进一步加强设计和安装能力, 我们预计公司必要时可以通过与纯加工制造的企业合作进行快速产能扩张, 实现由建筑工程的施工方向建筑工程的服务商的提升。

主要发现

- 行业具有节能环保特征, 未来有望保持快速发展。钢结构符合国家提倡的建筑节能理念, 属于国家鼓励发展的行业, 并且近年来随着对钢结构认可度提高, 体育馆、航站楼和车站对钢结构的使用大大增加, 未来行业有望快速发展。
- 精工钢构是行业龙头, 高端定位以及设计-制造-安装一体化战略加强了公司竞争优势。公司产品一向定位高端, 即使在价格竞争激烈的轻钢领域仍通过加强设计建立了竞争优势, 未来仍将通过加强设计和安装能力获取高附加值, 成为轻资产运营的公司。
- 管理能力行业领先。通过与项目经理签订费用承包或者利润承包的方式, 公司既能够调动起项目经理的积极性, 又能够较好的控制风险。
- 钢铁价格上涨对公司不利, 但是通过多种可以降低影响。公司通过向业主预收款的方式锁定一部分成本, 并且与钢铁企业建立起战略合作关系等方式降低成本波动对公司带来的不利影响, 总体上可以锁定 50% 的成本。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	4,588	4,510	5,205	6,256	7,477
增长率 (%)	47	(2)	15	20	20
归属母公司股东净利润 (百万元)	125	192	241	308	382
增长率 (%)	25	53	26	28	24
摊薄每股收益 (元)	0.36	0.50	0.62	0.80	0.99
市盈率 (倍)	38	28	22	17	14
每股经营现金流量 (元)	0.47	0.50	0.68	0.45	0.81

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

钢结构具有明显的节能环保特征，顺应国家产业政策。与传统的钢筋混凝土结构相比，钢结构除了具有施工周期短、抗震性能好等优势外，还具有明显的节能环保特征，钢结构保温、隔热、隔音效果好，并且在施工时大大减少了砂、石、灰的使用，所用的钢结构材料可以完全回收，减少废弃物对环境造成的污染，符合国家提倡的建筑节能理念。钢结构行业“十一五”发展规划建议书中曾提出到 2010 年建筑钢结构达到全国钢产量的 6%，目前这一目标虽然因为钢铁产量增速过快等原因难以实现，但是钢结构作为国家支持的产业在未来将保持较快增长。

图表 2. 2009 年建筑钢结构行业前 10 名企业名录

序号	单位	建筑业总产值 (百万元)	主结构 (万吨)	次结构 (万吨)
1	浙江精工钢结构有限公司	5,103	50	-
2	中建钢构有限公司	5,004	-	-
3	浙江东南网架集团有限公司	4,807	32	12
4	中国二十二冶集团有限公司金属结构工程分公司	3,700	44	-
5	江苏沪宁钢机股份有限公司	3,194	29	4
6	浙江杭萧钢构股份有限公司	3,130	29	3
7	杭州恒达钢结构实业有限公司	2,163	20	4
8	宏丰实业集团有限公司	2,117	15	5
9	潮峰钢构集团有限公司	1,927	15	3
10	河南天丰钢结构有限公司	1,845	23	2

资料来源：公司数据

公司是行业中的龙头企业，过往业绩树立了高端品牌形象。奥运会项目公司耗钢十几万吨，占当年业务比重较高；世博会使用的钢材为 2-3 万吨(世博轴“阳光谷”和法国馆)，占公司整体业务的比重(09 年约 40 万吨钢)并不高，但是知名项目扩大了公司以及钢结构的影响。在建鸟巢之前，很多人都不了解钢结构具体是什么，但是鸟巢建成之后人们对钢结构都有了直观的印象。目前建设体育馆首选钢结构，机场和高铁站现在也逐渐普及使用钢结构。作为行业的推动者，公司也将同样是行业发展的受益者。

图表 3. 公司代表项目-世博会法国馆



资料来源：公司数据

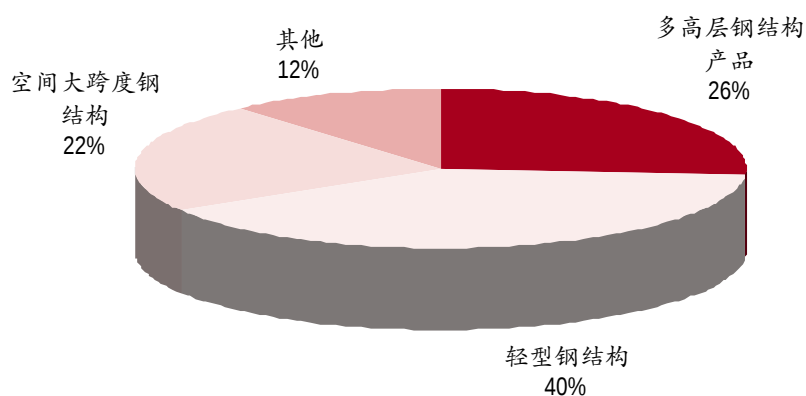
图表 4. 公司代表项目-上海环球金融中心



资料来源：公司数据

专注主业，未来轻钢占 50%，重钢和空间钢占 50%。从公司目前的营业收入分布来看，轻型钢结构占 40%，多高层钢结构和空间大跨度钢结构合计占 48%，其他的收入主要来自于建材部分。公司为了专注钢构主业，已经剥离了浙江和安徽的两个建材公司，其中浙江厂处于盈利状态，安徽厂处于亏损状态，二者基本抵消，对公司今年前三季度的利润影响不大。从未来的发展战略来看，公司将坚持专注主业的战略，将产品结构目标定位于轻钢占 50%，重钢和空间钢占 50%。

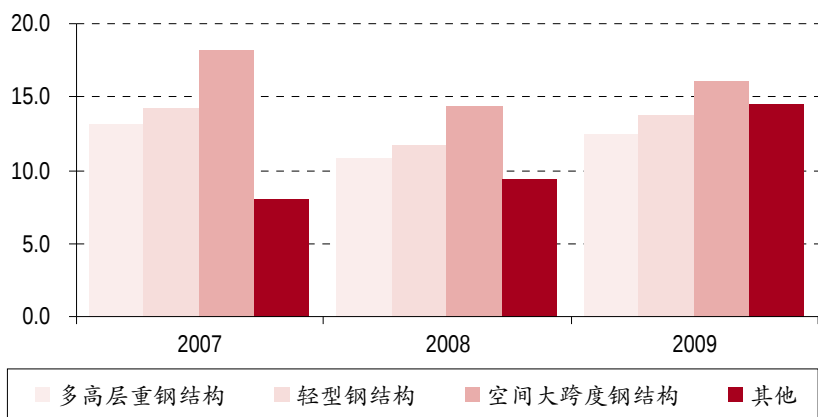
图表 5. 2009 年营业收入分布



资料来源：公司数据

轻钢业务的高端定位有利于规避价格竞争，设计提高产品附加值。轻钢主要是针对工业企业，工业企业业主对价格敏感性较高，一般来说轻钢业务竞争更为激烈，价格竞争是主要的竞争手段。但是由于公司做的是高端品牌，所以反映在毛利率上并不低。高端一方面体现为客户高端，世界五百强在上海用钢结构的 70%都是通过公司子公司上海美建做的；另一方面体现为技术高端，公司做的是轻钢里相对重的钢结构，比如一些小厂做的承重只有 5 万吨，公司的可以达到 16 万吨，还包括一些有专有用途的钢结构，比如特变电工的要求很高的产品。另外，多数小公司仅仅做加工制作环节，而公司在轻钢方面公司是总包的，基本都是从设计做起，通过设计可以达到保温性、美观性等要求，而且在轻钢业务上一般也不会有设计院来竞争。

图表 6. 毛利率



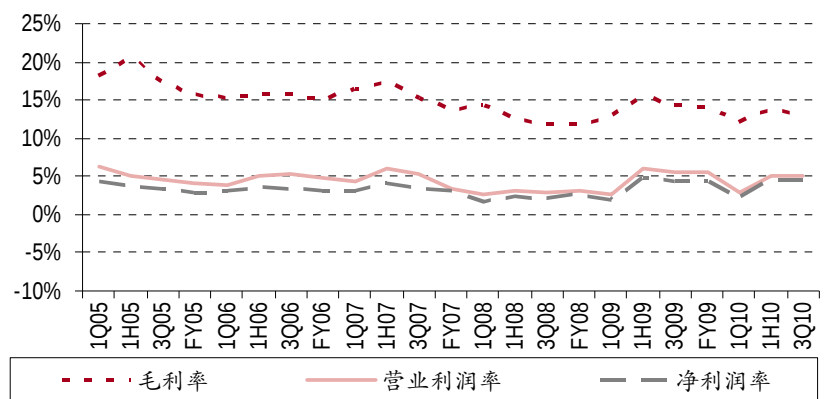
资料来源：公司数据

空间大跨度钢结构和重钢领域的竞争以品牌技术为主，公司存在一定优势。空间钢主要用于公共建筑，承建商一般都是比较有实力的城建集团，公司不会去主动竞争，一般做分包为多；重钢主要用于商业地产项目，业主一般是房地产商，如果用的是钢结构，业主倾向让钢结构企业总包，公司现在是通过集团的资质做这方面的总包。房地产调控对重钢业务会有一定的影响，但是目前重钢本身毛利率较低，公司本来就是选择性的承担这方面的项目，所以整体影响不明显。在空间大跨度钢结构和重钢领域竞争者相对集中，竞争的主要是品牌、技术、资金实力等，公司作为行业龙头企业，在这方面仍有一定的优势。

公司将重点加强设计和安装能力，设计-制造-安装一体化模式有利于保持竞争优势。产能在未来不会是较大的瓶颈，公司未来的定位是建筑工程的服务商，设计-制造-安装一体化过程中公司更重视设计和安装的加强，成为轻资产运营的公司，产能问题可以通过与纯加工制造的企业合作解决。设计尤其是深度设计是没有办法外包的，公司的设计不是单纯的设计，而是包含了营销，通过设计服务为公司承揽项目。

管理能力行业领先。公司项目经理目前过百，可以真正发挥作用的有几十人。项目经理主要是公司自己培养，对业务能力和风险承担的能力要求较高。项目经理既不是一个包工头，也不是如同业上市公司的业务代表形式。项目经理承包业务包括利润承包和费用承包两种形式，费用承包模式是指公司收到进度款后根据工程进度给项目经理对应合理费用，但是超过费用限制部分项目经理需要承担，公司通过这种方式管控项目经理。利润承包则是公司与项目经理约定利润比例，签订合同时剔除钢铁价格波动影响后，将利润与项目经理分成，不同项目的利润空间对分成比例的影响较大，没有固定的比例。通过这种模式公司既能够调动起项目经理的积极性，又能够较好的控制风险。很多公司想学习这两种模式，但是短时间内难以建立这种模式。

图表 7. 期间费用率呈现逐年下降趋势



资料来源：公司数据

区域市场战略仍以华东为主，建立出口基地拓展盈利空间。目前公司有轻钢产能 19 万吨，重钢和空间钢 31 万吨。产能情况安徽持平，湖北武汉和广东三水的产能有富余，广东三水产能大概发挥了一半，接近 2.5 万吨。三水地区适合的工人难以招到，华南市场本身较好，但是公司担心技术达不到要求，一般很少让当地的工厂做，导致当地产能发挥的不高。目前公司真正盈利的主要集中在浙江和上海。

图表 8. 产能表

(万吨)	轻钢	重钢和空间钢
浙江	8	18
上海	6	
安徽	5	3
湖北		5
广东		5
合计	19	31

资料来源：公司数据

公司计划在浙江建一个产能 5 万吨出口基地，目前还未真正启动，主要是给国际公司建，因为国际公司没有自己的工厂，国际业务对质量要求高，过去体现在国际业务上的收入基本都是来自墙煌建材的，钢构收入较少。预期未来钢结构出口方向主要包括香港和新加坡以及中东地区，公司的技术和品牌得到国外的认可，价格已经不是最重要的因素，未来有望凭借品牌优势扩展海外盈利空间。

新签订单增长较快。到今年三季度为止，公司新签订单为 51 亿元，与去年全年的水平相当。

图表 9. 截至三季度公司新签大型项目

项目名称	建设工期 (天)	项目金额
鄂尔多斯万力商业中心钢结构工程	330	1.97 亿
天津市文化中心大剧院工程	126	9,779 万
常州瓦卢瑞克曼内斯曼钢管厂房扩建工程	200	7,988 万
龙工(福建)挖掘机有限公司挖掘机厂房钢结构分部 2 段工程	274	7,778 万
保定天威集团(江苏)五洲变压器有限公司高压输变电设备制造项目一期	150	5,698 万
湖北省烟草公司武汉市公司卷烟物流配送中心联合厂房钢结构工程	108	5,665 万
邯郸文化艺术中心屋面钢结构工程	57	5,236 万
京沪高速铁路无锡东站站房工程	120	6,718 万
包头市晟新能源有限责任公司新建 2-6#车间、7#仓库钢结构工程	150	6,429 万
江苏海伦石化有限公司年产 60 万吨 PTA 工程	93	5,300 万
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	180	6,280 万
青海西宁体育中心钢结构工程	150	7,298 万
芜湖美的精品电器 5#和 6#厂房钢结构工程	130	5,380 万
芜湖美的精品电器生产基地	130	8,408 万
伊金霍洛旗全民健身中心		1 亿
内蒙古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	150	1.7 亿
成都新天府广场天堂岛海洋乐园中央游艺区钢结构工程	210	1.6 亿元

资料来源：公司数据

钢铁价格上涨对公司不利，但是通过多种可以降低影响。关于钢铁成本上涨，公司通过向业主预收款的方式锁定一部分成本，除了铁路项目以外都是预收 30%，并且与 60 多家钢铁企业建立起战略合作关系等方式降低成本波动对公司带来的不利影响，总体上可以锁定 50% 的成本。除此之外，部分合同会在签订时约定如果原料(钢材)价格上涨 5% 以上，业主会补偿原料的差价，如果因为原料价格上涨过快产生损失时，业主一般也会给公司再做一部分项目以弥补损失。

公司股权激励计划中的条件是 2010-2012 年的扣除非经常性损益后净利润达到 2.01、2.27 和 2.97 亿元人民币，复合增长率为 20%。我们认为公司作为钢结构的龙头企业，将充分受益于行业的发展，并通过设计-制造-安装一体化战略提升公司价值，我们预计未来三年的业绩增长会比期权计划中提到的增长率要略为乐观。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 11 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371