

光正钢构（002524）：区域龙头坐享新疆大发展

机械/通用机械

合理价格区间：12.4 元-13.95 元

报告日期：2010 年 12 月 7 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	276	363	489	678
(+/-)	16.1%	31.6%	34.5%	38.7%
营业利润	22	31	46	65
(+/-)	-10.2%	44.4%	45.8%	41.4%
归属于母公司 的净利润	19	28	39	55
(+/-)	-14.7%	48.4%	37.5%	41.4%
每股收益（元）	0.28	0.31	0.43	0.61

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010. 11. 22/待定
发行后总股本（万股）	9038
发行股数（万股）	2260
发行价格（元）	15.18
发行市盈率（倍）	78.25
发行动态市盈率（倍）	48.97
行业滚动市盈率（倍）	-
第一大股东	光正置业有限责任公司
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	51.8/38.85%
发行前每股净资产（元）	1.91
发行前资产负债率	62.03 %

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相机械研究组

联系人：天相机械研究组

hesy@txsec.com 021-58824282-803

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司总股本为6778万股，本次拟公开发行不超过2260万股，占发行后股本总额不超过25%。发行后新疆光正置业有限责任公司持有公司38.85%的股份，是公司的控股股东。周永麟先生是实际控制人。
- **西北最大的钢结构企业。**光正钢构是西北地区为数不多拥有钢结构设计、制造和安装一体化服务能力的钢结构承包商之一，是我国新疆乃至整个西北地区最大的建筑钢结构设计、生产和安装综合性企业。公司主营业务是各类钢结构的设计、生产、安装等业务。公司的主要产品涵盖了轻型钢结构、重型钢结构、空间钢结构和轻钢集成房屋产品，主要包括各种工业厂房设施、商业高层建筑、体育场馆以及其他各类民用建筑钢结构。
- **区域龙头坐享新疆大发展。**受益国家对新疆发展得大力支持，未来新疆地区钢结构市场有望每年保持30%以上的增速。同时中亚地区有较广阔的市场空间，公司正积极布局中亚出口业务。公司是新疆最大的钢结构企业，也是新疆技术、管理、盈利能力最强的企业，与国内发达地区钢结构企业各方面能力基本相当。考虑到钢结构企业存在一定的经营半径，公司有望坐享新疆大发展的盛宴。未来五年公司有望高速成长，并逐步成长成为国内一流的钢结构企业。
- **募股资金投向分析。**本次募集资金将投资于“年产7万吨钢结构加工基地项目”。该项目总投资为 1.8亿元，其中建设投资1.18亿元，流动资金为6,180万元（其中铺底流动资金2,657.40 万元）。项目达产后平均新增年销售收入5.2亿元，利润总额3,799万元，净利润3,229 万元。项目投资达产后，将使公司总产能达到7万吨，其中，新增钢结构加工能力5万吨，另外2万吨加工能力由现有老厂整体搬迁至新厂区建设。其中轻钢结构26,000吨，重钢结构30,000吨，轻钢住宅体系8,000吨，彩板、夹芯板6,000吨。
- **盈利预测及估值。**我们预计对应的公司2010-2012年EPS分别为0.31元、0.43元、0.61元。综合考虑可比公司平均估值水平，我们认为公司2010年动态市盈率在40-45倍较为合理，对应的合理价格区间12.4元-13.95元。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	4
2. 行业分析	5
2.1 我国钢结构行业概况	5
2.1.1 钢结构行业概况	5
2.1.2 我国钢结构发展空间广阔	6
2.2 新疆及中亚地区钢结构需求旺盛	7
2.3 区域龙头企业受益新疆大发展	8
2.3.1 公司总体接近行业先进企业水平	8
2.3.2 市场竞争格局：区域龙头	9
3. 公司竞争力分析	9
4. 募集资金项目分析	11
5. 盈利预测与估值分析	12
5.1 盈利预测假设	12
5.2 估值—合理价格区间：12.4 元-13.95 元	13
6. 风险揭示	14

图表目录

图表 1 公司历年细分行业收入及总收入增长情况	3
图表 2 历年公司主要销售区域	3
图表 3 发行前股权结构	4
图表 4 发行前后股本结构对比	4
图表 5 钢结构应用类别统计图	5
图表 6 建筑钢结构应用类别统计图	5
图表 7 我国钢结构用钢占总钢产量比	6
图表 8 我国钢结构产量及预测（万吨）	6
图表 9 新疆历年 GDP 增速和固定资产投资增速	7
图表 10 新疆钢结构年产量预测（万吨）	8
图表 11 中亚地区的钢结构出口量预测（万吨）	8
图表 12 主要上市公司今年毛利率水平	8
图表 13 主要上市公司期间费用率水平（万吨）	8
图表 15 主要企业经营性财务指标	9
图表 16 主要疆内竞争对手 2009 年经营及财务状况	9
图表 17 募投项目投资概况（万元）	11
图表 18 加工基地项目达产时间表	11
图表 19 募投产品产品结构	11
图表 20 光正钢构（002524）盈利预测表	13
图表 21 可比上市公司估值指标（2010 年 12 月 2 日收盘价）	14

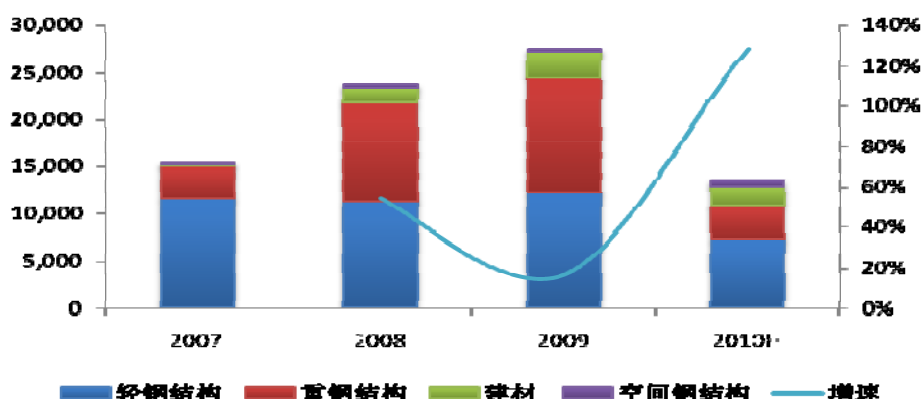
1. 公司概况

1.1 公司基本情况

光正钢构是西北地区为数不多拥有钢结构设计、制造和安装一体化服务能力的钢结构承包商之一，是我国新疆乃至整个西北地区最大的建筑钢结构设计、生产和安装综合性企业。公司是西北地区唯一的一家同时拥有国家住房和城乡建设部颁发的“轻型钢结构工程设计专项甲级资质”和“钢结构工程专业承包一级资质”、中国钢结构协会颁发的“中国钢结构制造企业资质证书一级资质”和国家商务部颁发“对外承包工程经营资格证书”的企业，在钢结构设计、加工制造和生产管理方面拥有丰富的、国内领先的技术、工艺和经验。

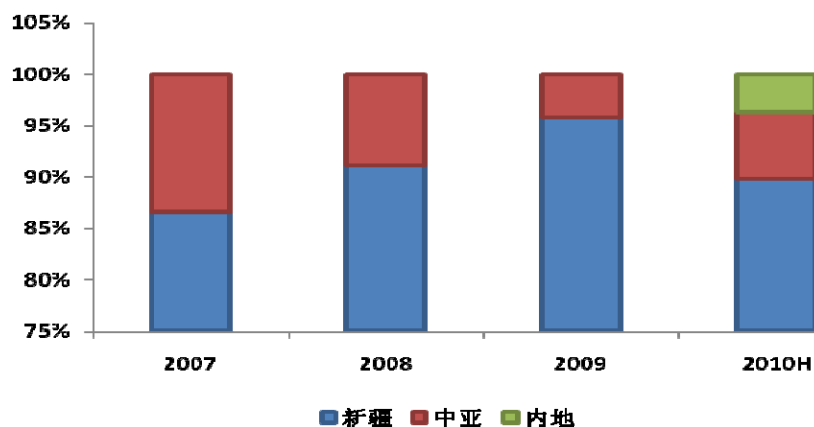
公司主营业务是各类钢结构的设计、生产、安装等业务。公司的主要产品涵盖了轻型钢结构、重型钢结构、空间钢结构和轻钢集成房屋产品，主要包括各种工业厂房设施、商业高层建筑、体育场馆以及其他各类民用建筑钢结构。公司收入一直保持高速增长，主要面向新疆和中亚地区销售。

图表 1 公司历年细分行业收入及总收入增长情况



资料来源：招股说明书，天相投顾

图表 2 历年公司主要销售区域

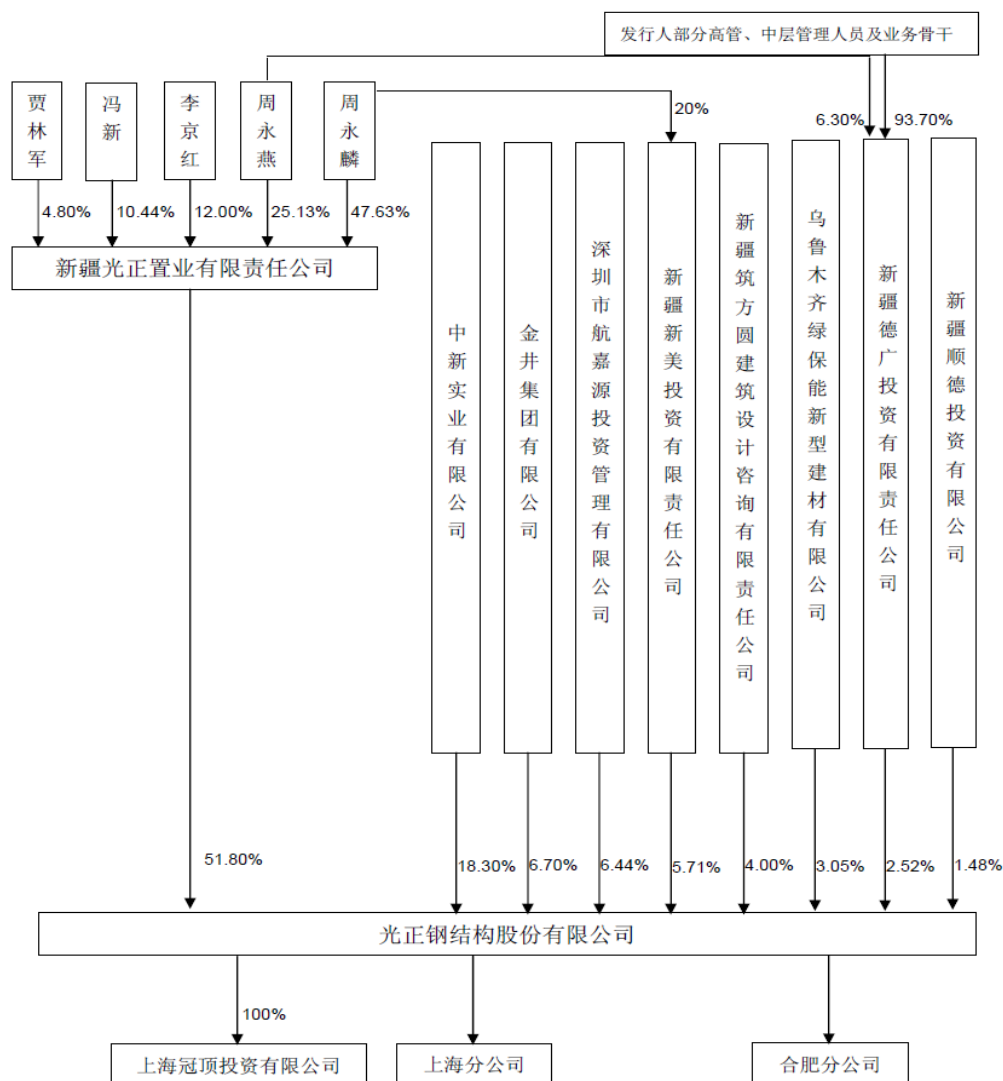


资料来源：招股说明书，天相投顾

1.2 公司股本结构

发行前，周永麟、周永燕兄妹通过投资公司新疆光正置业有限责任公司持有公司51.8%的股份，是公司的控股股东，实际控制人。管理层通过新疆德广投资有限责任公司持有公司2.52%的股份。

图表 3 发行前股权结构



资料来源：招股说明书，天相投顾

发行前，公司总股本为6778万股，本次拟公开发行不超过2260万股，占发行后股本总额不超过25%。发行后新疆光正置业有限责任公司持有公司38.85%的股份，是公司的控股股东。周永麟先生是实际控制人。新疆光正置业有限责任公司所持股份的锁定期为36个月。其他股东锁定期为12个月，其中新疆德广投资有限责任公司、新疆新美投资有限责任公司、金井集团有限公司、新疆筑方圆建筑设计咨询有限公司及公司董事会、监事会及管理层人员解禁后每年坚持不得超过25%，申报离任后6个月后的12个月内通过交易所挂牌出售股份不得所持公司股份超过50%。

图表 4 发行前后股本结构对比

股东	发行前		发行后		锁定期
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例	
1 新疆光正置业有限责任公司	3,511	51.80%	3,511	38.85%	36 个月
2 中新实业有限公司	1,240	18.30%	1,240	13.73%	12 个月
3 金井集团有限公司	454	6.70%	454	5.03%	12 个月
4 深圳市航嘉源投资管理有限公司	436	6.44%	436	4.83%	12 个月
5 新疆新美投资有限责任公司	387	5.71%	387	4.28%	12 个月
6 新疆筑方圆建筑设计咨询有限责任公司	271	4.00%	271	3.00%	12 个月
7 乌鲁木齐绿保能新型建材有限公司	207	3.05%	207	2.29%	12 个月
8 新疆德广投资有限责任公司	171	2.52%	171	1.89%	12 个月
9 新疆顺德投资有限公司	100	1.48%	100	1.01%	12 个月
此次发行	-	-	2260	25.00%	
合 计	6778	100%	9038	100%	

资料来源：招股说明书；天相投顾

2. 行业分析

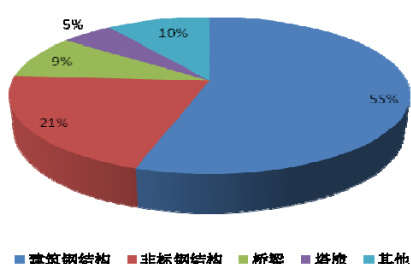
2.1 我国钢结构行业概况

2.1.1 钢结构行业概况

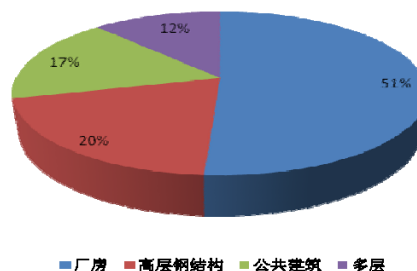
建筑钢结构行业是我国的一个新兴行业，建筑钢结构是指用钢板和热轧、冷弯或焊接型材（工字钢、H 型钢、压型钢板等）通过连接件（螺栓、高强螺栓等）连接而成的能承受荷载、传递荷载的结构形式，具有强度高、自重轻、抗震性能好、施工周期短、工业化程度高、环境污染少等一系列优点。建筑钢结构广泛应用于体育场馆、航站楼、展馆、超市、桥梁、厂房、商务大厦、住宅等，涵盖了建筑设计、结构设计和深化、钢构件制造、安装施工的整个流程。在发达国家，钢结构在建筑工程领域中得到广泛的应用。

根据中国钢结构协会统计分析，对钢结构需求最大的行业为建筑行业，具体情况为建筑钢结构占 55%，非标钢结构占 21%，桥梁结构、塔桅结构各占 9%、5%，其他钢结构占 10%。其中，建筑钢结构需求最大的为钢结构工业厂房，其次为高层建筑和公共建筑，具体情况为钢结构厂房占 51%，高层钢结构占 20%，钢结构公共建筑占 17%，多层钢结构占 12%。

图表 5 钢结构应用类别统计图



图表 6 建筑钢结构应用类别统计图



资料来源：招股说明书，天相投顾

资料来源：招股说明书，天相投顾

国内钢结构企业数量众多, 据统计已超过 3,000 家。钢结构行业的市场集中度很低, 年产量在 2 万吨以上的仅约 50 家企业, 其中 10 家左右的钢结构企业年产量达到 20 万吨以上。国内目前年产量最大的是宝冶钢构, 2008 年产量达到 39.51 万吨, 按 2008 年国内钢结构总产量 2,180 万吨计算, 其市场占有率为 1.81%。按 2008 年钢结构总产量计算, 全行业平均产量仅 0.73 万吨/家。

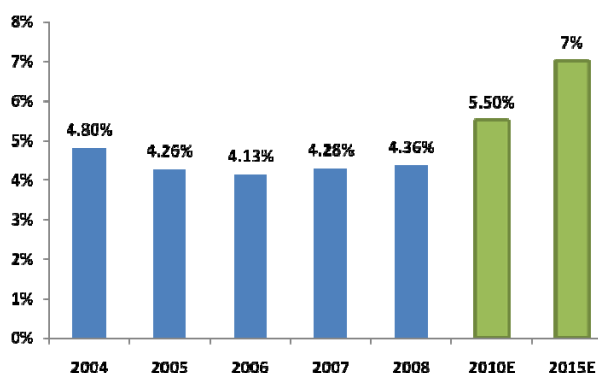
根据中国钢结构协会数据显示, 钢结构行业的前 10 位钢结构企业产量仅占总产量的 14.1%, 年产量均在 20 万吨以上, 市场占有率大致在 1%~2% 之间。而中小型钢结构企业的产量占 80% 以上, 大量的中小企业产量在 1 万吨以下。

2.1.2 我国钢结构发展空间广阔

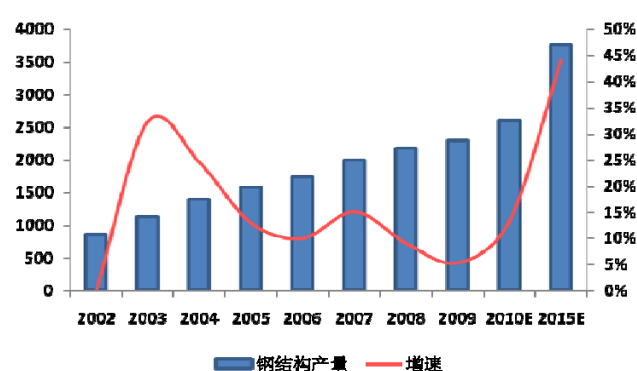
钢结构建筑的应用在美国、英国等西方国家已经历了上百年历史。目前, 发达国家钢结构建筑在整个建筑中所占比重达到 30%~50%, 在西方主要发达国家以及日本等国, 其钢结构建筑占建筑总面积的比重已达到甚至超过 50%, 经济较发达的发展中国家如韩国这一比重也达到 20% 左右。但在我国, 钢结构建筑在总建筑规模中的比重不到 5%。因此, 我国钢结构的应用与国际上特别是发达国家相比, 差距较大, 表明我国钢结构行业未来发展的潜力巨大。

目前, 发达国家建筑钢结构用钢材占国家钢材产量的比例在 20%~30% 的水平, 而我国建筑钢结构用钢材仅占钢材产量的 4% 左右。2008 年, 我国钢产量突破 5 亿吨, 但钢结构的用钢量仅 2,180 万吨。根据国家建设部关于钢结构行业的总体规划, 我国钢结构用钢量到 2010 年要达到全国钢产量的 6%, 从静态考虑我国的钢结构用钢量将达到 3,000 万吨。按目前全国钢产量年增长 1% 估计, 到 2015 年, 全国钢产量将达到 5.36 亿吨, 按 6% 的比重测算我国届时钢结构用钢量将突破 3,200 万吨, 较 2008 年水平预计增长达到 47%, 将形成接近 2,100 亿元的钢结构市场容量。若 2015 年占比提高 1%, 占全国钢产量的 7%, 则将到达 3750 万吨, 市场规模将达到 2460 亿元。因此, 中国钢结构市场的需求及产业的发展具有广阔的前景。

图表 7 我国钢结构用钢占总钢产量比



图表 8 我国钢结构产量及预测 (万吨)



资料来源: 招股说明书, 天相投顾

资料来源: 招股说明书, 天相投顾

钢结构行业属于建筑行业, 和国民经济周期基本保持一致。我国未来钢结构市场的成长将主要集中于以下领域:

大型体育场馆、会展设施: 随着经济发展和人民生活水平的不断提高, 各地大型体育场馆、会展设施以及其他大型文化娱乐建筑的建设方兴未艾。这类建筑对外观、强度、跨度等方面的要求决定了只能采用钢结构, 例如北京奥运场馆、上海世博会场

馆等等。

高层建筑：随着国内城市化进程的加快，各地城市的高层建筑，包括高层商住楼和写字楼的数量都快速增加。钢结构建筑强度高、抗震性强、占地省、建设速度快等优点使得越来越多的高层建筑采用钢结构。

轻钢结构住宅：轻钢结构住宅技术广泛应用于低层民用建筑和集成住宅领域，造价低、用地省、强度高、建设速度快、外形美观，特别适用于我国中小型城市化建设和新农村建设。随着国家制定轻钢结构住宅方面各类标准工作的陆续完成，轻钢结构住宅将成为钢结构行业又一个增长的亮点。

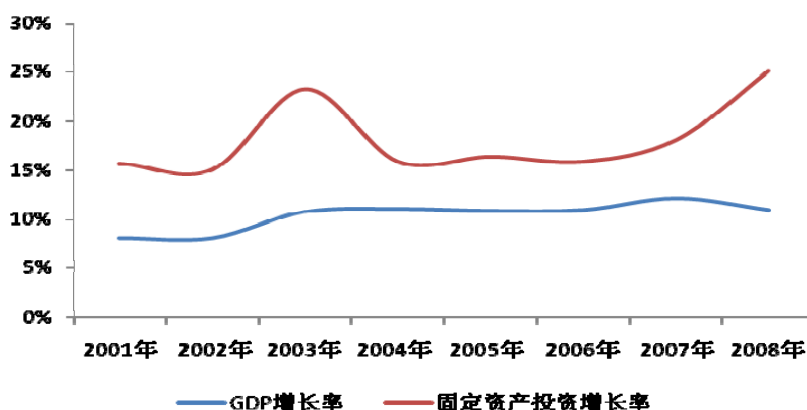
工业厂房：现代工业企业把强度高、建设速度快、回收率高的钢结构作为厂房及办公建筑的首选，特别是现代企业厂房的大型化、高层化发展趋势，令钢结构在目前新建工业建筑设施领域独占鳌头。

机场、铁路设施、大型桥梁和道路建设：我国幅员辽阔，江河遍地，近年来机场、铁路、公路等基础建设力度不断加大，特别是金融危机爆发后，国家 4 万亿投资大部分投向各地的基础建设，不仅有效拉动了经济的复苏和增长，也为钢结构市场的持续增长带来了动力。

2.2 新疆及中亚地区钢结构需求旺盛

2010 年，中共中央和国务院召开新疆工作座谈会和西部大开发工作会议，为新疆和西部地区未来的发展打开了新的巨大空间。党中央和国务院要求推进“新疆的跨越式发展和长治久安”，提出了针对新疆经济社会发展的中长期目标，要求到 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平，基础设施条件明显改善，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多；长期来看，到 2020 年，确保实现全面建设小康社会的奋斗目标，基本消除绝对贫困现象。2009 年新疆全社会固定资产投资 2,827 亿元，假定今年增速达到 30%，则投资规模将达到 3,675 亿元。那么按照规划目标，“十二五”全社会固定资产投资累积将达到 24,360 亿元以上，平均每年 4,871 亿元。这个规模已经超过了西北地区较好的陕西省。

图表 9 新疆历年 GDP 增速和固定资产投资增速



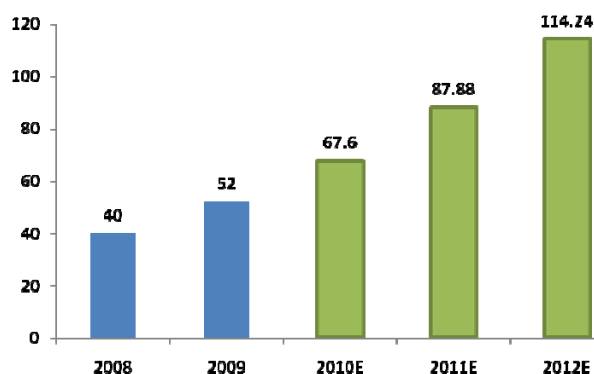
资料来源：招股说明书，天相投顾



2008 年全疆钢结构的产量为 40 万吨。预计在今后几年里，将会有较大发展，根据内地同时期钢结构发展趋势推断，钢结构发展速度应在 30% 以上。

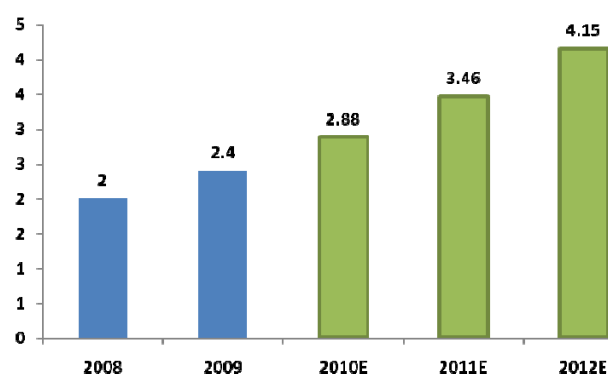
此外，中亚地区的钢结构市场受当地经济发展带动，发展迅速。以轻钢厂房、石油化工等钢结构逐年增长，据中国钢结构协会测算，2008 年新疆出口到中亚国家的钢结构约为 2 万吨，并在今后几年里出口量将以 20% 的递增。

图表 10 新疆钢结构年产量预测（万吨）



资料来源：招股说明书，天相投顾

图表 11 中亚地区的钢结构出口量预测（万吨）



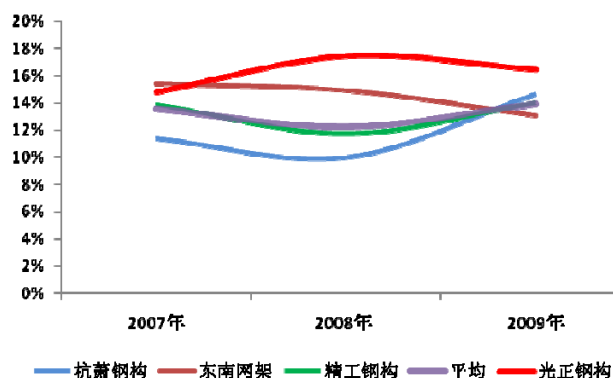
资料来源：招股说明书，天相投顾

2.3 区域龙头企业受益新疆大发展

2.3.1 公司总体接近行业先进企业水平

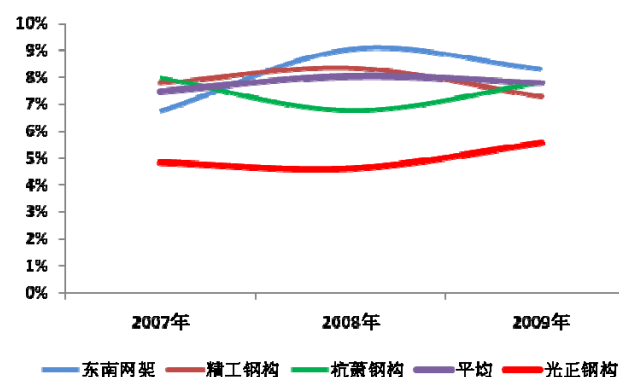
从盈利能力来看，公司盈利能力高于行业水平。对比三大钢结构上市公司的情况，行业内最近三年的毛利率平均维持在 13% 左右，公司前三年的毛利率水平均高于同行业上市公司毛利率。从期间费用率来看，行业平均水平在 7.5% 左右，公司期间费用率保持在 5% 一下的水平。公司整体盈利能力强于行业上市公司。

图表 12 主要上市公司今年毛利率水平



资料来源：招股说明书，天相投顾

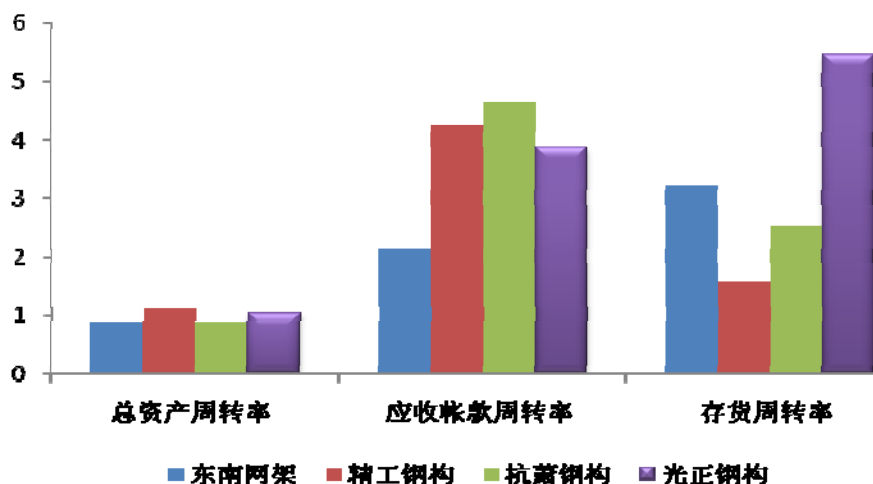
图表 13 主要上市公司期间费用率水平（万吨）



资料来源：招股说明书，天相投顾

经营效率与主要上市公司基本相当。总资产周转率略高于东南网架和杭萧钢构，与精工钢构相当；应收帐款周转率高于东南网架，略低于精工钢构和杭萧钢构；存货周转率显著高于三家钢结构上市公司。

图表 14 主要企业经营性财务指标



资料来源：招股说明书，天相投顾

2.3.2 市场竞争格局：区域龙头

公司的主要目标市场是新疆地区。目前全疆钢结构行业还属起步阶段，在自治区建设厅备案的疆内钢结构企业163家，外地企业51家。本公司在目标市场上的主要竞争对手包括几家疆外大型钢结构企业和疆内一些中小型钢结构企业。疆外企业主要是上海冠达尔、精工钢构、杭萧钢构等全国性大型钢结构公司。这些钢结构企业在新疆以及西北地区均没有建立钢结构的加工基地，所承揽的项目必须通过长途运输或者在当地委托其他钢结构企业加工，难以在新疆市场大规模开展业务。

疆内企业除光正钢构以外，主要还包括新疆绿大地钢结构工程有限公司（简称“绿大地”）、新疆万通人钢结构有限公司（简称“万通人”）、新疆建工安装工程有限责任公司、新疆八钢钢结构有限公司和新疆多维钢结构有限公司等。上述公司均非公众公司，通过市场调查，将光正钢构、绿大地及万通人三家公司的2009年经营及财务状况简要列示如下。由下表可知，光正钢构在资产规模、经营业绩方面均远远领先于新疆地区其他企业。

图表 15 主要疆内竞争对手 2009 年经营及财务状况

项目	光正钢构	绿大地	万通人
总资产（万元）	34,170.91	9,046.59	7,395.53
注册资本（万元）	6,778.00	2,060.00	1,000.00
钢结构产量（吨）	26,071.26	约 7,500	约 9,000

资料来源：招股说明书，天相投顾

3. 公司竞争力分析

竞争优势之一：区位优势。钢结构产品存在着一定的销售半径。本公司地处的新疆地区地域辽阔，面积约166万平方公里，约占国土面积的1/6。国内的主要竞争对手如杭萧钢构、精工钢构在疆内和周边省份无钢结构生产加工基地，物流成本将大幅度的提高这些竞争对手的运营成本。而本公司作为新疆地区最大的钢结构企业，充分利用现有的区域市场优势，迅速占领市场。

新疆作为欧亚大陆中心，与8个国家为邻，边境线长达5,400多公里，是我国边境线最长、对外口岸最多的省区，这使新疆对外开放具有得天独厚的地缘优势。而且，中亚国家客户对钢结构的接受程度更高，同时其自身钢结构生产加工能力较弱，因此中亚钢结构市场的开发潜力很大。中亚国家与中国新疆地区在地缘、历史和文化等多方面有着悠久的历史，具有资源开发、经贸合作和科技交流的国际背景和有利条件。

近年来，公司一直注重对中亚市场的开拓，已经承接了多项哈萨克斯坦等国家的钢结构制造项目，并通过这些工程项目，同当地政府和当地企业建立了良好的合作关系，为公司全面打开中亚市场的战略方针奠定了良好的基础。

竞争优势之二：自主创新能力优势。公司是新疆维吾尔自治区科学技术厅评定的高新技术企业，拥有很强的自主创新能力。公司设立了完善的研发机构，拥有各类专业技术人员68人，高级工程师以上职称的技术专家16名，一级注册结构工程师4名，注册建造师27名。公司建立了“基薪+风险收入”的科技人才激励机制，通过内部晋升及人才储备的方式保持公司的技术研发和创新优势。公司还与同济大学、新疆大学、新疆建筑设计研究院等科研院所进行合作。公司通过自主研发和合作研发了大量专利和非专利技术成功运用于公司的各种生产经营活动中，解决了大量实践难题，为公司创造了良好的效益。

竞争优势之三：技术优势。公司的技术优势主要体现在以下方面：（1）**光正钢构具有先进的建筑钢结构设计能力。**钢结构设计能力是建筑钢结构企业综合实力的重要体现，是否同时拥有钢结构的设计和、生产、安装能力是评价一流钢结构企业的重要标准之一。而像光正钢构这样同时拥有钢结构设计和、生产、安装最高等级资质的综合性钢结构企业在整个行业内所占比重也很小。光正钢构设计院拥有先进的设计、计算软件和完整的出版设备，结构建模和计算采用国内先进的STS、3D3S、MSGS及中美合资阿依艾软件公司开发的STAAD/CHINA软件。公司拥有“设计施工一体化的计算机模拟施工技术”，在工程施工过程中，通过公司工程技术人员的工程设计，运用计算机模拟钢构装配，减少施工误差，提高工程安装效率。拥有先进的设计能力帮助光正钢构具备了一流建筑钢结构企业的核心素质，大大提高了公司的核心竞争力。

（2）**光正钢构的生产加工技术达到国内一流的先进水平。**公司所具备的国内一流的钢结构生产加工技术和工艺已经在市场上获得了大量客户及同行的一致认可。历年来，公司凭借强大的技术、工艺研发实力，陆续承接了大量重钢结构、空间钢结构的重点工程，成功解决了一个又一个的技术难题，在重钢结构和大跨度钢结构领域不断取得突破性成果。同时，精工钢构、杭萧钢构、上海冠达尔等来自发达地区的大型钢结构企业在新疆地区承接的多个项目均委托光正钢构进行钢结构加工，例如自治区会展中心钢构件加工、中石油驻乌办事处钢结构建筑的钢构件加工等等。上述承接项目充分显示出光正钢构已经完全具备了与国内大型钢结构企业相当的生产加工技术水平，在技术和工艺方面已经跻身于国内一流建筑钢结构企业的队列。

（3）**光正钢构具有强大的钢结构安装施工能力。**光正钢构的主要目标市场是新疆地区，该地区冬天异常寒冷，夏天干燥、炎热，环境较为恶劣，同时新疆地区属干旱、半干旱的复杂地质，既有山区地基、又有戈壁沙漠。恶劣的自然环境和复杂的地质条件对建筑钢结构的工程施工提出了很高的要求。光正钢构长期在该地区从事钢结构安装施工业务，通过多年的实践和摸索，总结和积累了非常丰富、实用的面对多种复杂环境、恶劣气候的建筑钢结构安装施工的技术经验和施工工艺，也获得了当地客户的一致认可。公司具备了强大的钢结构安装施工能力，能够与国内一流建筑钢结构

企业进行全方位的市场竞争。

4. 募集资金项目分析

本次募集资金将投资于“年产7万吨钢结构加工基地项目”。该项目总投资为 1.8 亿元，其中建设投资1.18亿元，流动资金为6,180万元（其中铺底流动资金2,657.40 万元）。项目达产后平均新增年销售收入5.2亿元，利润总额3,799万元，净利润3,229 万元。

截至2010年6月30日，募集资金拟投资项目“年产7万吨钢结构加工基地项目”已完成投资3,466.02万元，占总投资额的19.26%，已完成部分厂房建设，购买了部分设备，并部分投产。

图表 16 募投项目投资概况（万元）

项目	总投资	第一年	第二年	建设期
年产 7 万吨钢结 构加工基地项目	18000	7740	10260	24 个月

资料来源：招股说明书，天相投顾

项目投资达产后，将使公司总产能达到7万吨，其中，新增钢结构加工能力5万吨，另外2万吨加工能力由现有老厂整体搬迁至新厂区建设。其中轻钢结构26,000吨，重钢结构30,000吨，轻钢住宅体系8,000吨，彩板、夹芯板6,000吨。

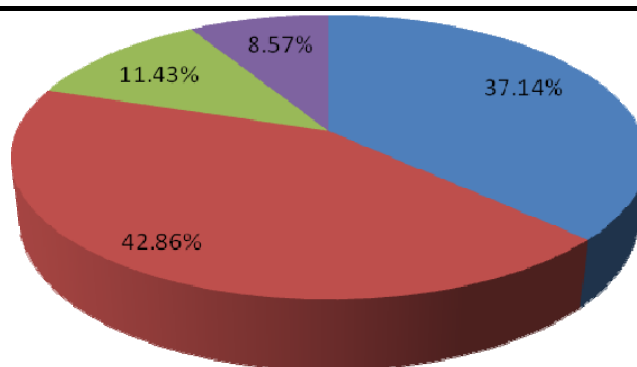
按计划，项目的建设期为2年，并已于2009年初正式开工建设，预计2011年初全部完工，建设期第1年、第2年达产率分别为50%、80%，第3年即达到满负荷生产。考虑到地区事件的冲击，我们略微调整了项目达产的进度，如下表所示。

图表 17 加工基地项目达产时间表

产品名称	2010	2011	2012
钢结构（吨）	42000	63000	70000
达产率	60%	90%	100%

资料来源：招股说明书，天相投顾

图表 18 募投产品产品结构



■ 轻钢结构 ■ 重钢结构 ■ 空间集成住宅 ■ 彩板和夹芯板

资料来源：招股说明书，天相投顾



5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测假设

假设条件一：公司募投项目按照规划进度，2010 年生产负荷达到 60%，2011 年生产负荷达到 90%，2012 年完全达产。

假设条件二：公司的管理水平不断提高，各项费用率相对保持稳定，预计未来三年销售费用率维持在 1.2%、0.9%、0.9%，管理费用率分别为 4.25%、4.25%、4.25%。

假设条件三：国家相关的税收政策，产业政策在未来几年内不会有大幅变动，公司采用实际税率为：15%。

假设条件四：按照公司 IPO 后 9038 万股总股本进行测算

图表 19 光正钢构（002524）盈利预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	23,769	27,603	36,328	48,875	67,769
增长率(%)	54.18%	16.13%	31.61%	34.54%	38.66%
减：营业成本	19,624	23,062	30,734	40,800	56,450
毛利率(%)	17.44%	16.45%	15.40%	16.52%	16.70%
减：营业税金及附加	225	295	291	489	678
销售费用	192	225	436	440	610
管理费用	860	1,182	1,544	2,077	2,880
财务费用	45	129	182	244	339
期间费用	1,097	1,536	2,162	2,761	3,829
期间费用率(%)	4.62%	5.56%	5.95%	5.65%	5.65%
资产减值损失	445	535	0	244	339
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	44	0	0	0	0
营业利润	2,423	2,176	3,142	4,580	6,474
增长率(%)	86.72%	-10.21%	44.42%	45.77%	41.35%
营业利润率(%)	10.19%	7.88%	8.65%	9.37%	9.55%
加：营业外收入	25	242	250	0	0
减：营业外支出	46	61	60	0	0
利润总额	2,402	2,357	3,332	4,580	6,474
增长率(%)	88.15%	-1.87%	41.37%	37.46%	41.35%
利润率(%)	10.10%	8.54%	9.17%	9.37%	9.55%
减：所得税	165	448	500	687	971
实际税负比率(%)	6.9%	19.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,237	1,909	2,832	3,893	5,503
归属母公司所有者净利润	2,237	1,909	2,832	3,893	5,503
增长率(%)	88.39%	-14.66%	48.38%	37.46%	41.35%
净利润率(%)	9.41%	6.91%	7.80%	7.97%	8.12%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本	6,778	6,778	9,038	9,038	9,038
每股收益(元)	0.35	0.28	0.31	0.43	0.61

资料来源：天相投顾

5.2 估值—合理价格区间：12.4 元-13.95 元

我们预计公司 2010 年-2012 年实现归属于母公司净利润分别为 3,332 万元, 4,580 万元, 6,474 万元, 按增发后总股本 9,038 万股摊薄计算, 对应的公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.43 元、0.61 元。

从主营产品接近程度来看, 上市公司中杭萧钢构, 东南网架和精工钢构的主营业务接近, 2010 年平均市盈率为 29 倍。新疆板块 2010 年平均市盈率为 41.5 倍。考虑到国家正在推进新疆的建设, 公司成长空间较大, 我们给予一定的溢价, 认为公司 2010 年动态市盈率在 40-45 倍较为合理, 对应的合理价格区间 12.4 元-13.95 元。



图表 20 可比上市公司估值指标（2010 年 12 月 2 日收盘价）

公司名称	代码	EPS				PE			
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
杭萧钢构	600477	0.26	0.3	0.35	0.4	31	26	23	20
东南网架	2135	0.21	0.34	0.46	0.63	64	39	29	21
精工钢构	600496	0.50	0.64	0.88	1.13	26	21	15	12
平均值						40	29	22	18

资料来源：天相投资分析系统

6. 风险揭示

市场竞争风险：尽管钢结构产业具有较大的发展空间，但在进入门槛较低的低端市场，未来的市场竞争将日趋激烈，企业的盈利能力会下降，而技术含量较高的中高端市场，会逐步集中到少数几家有品牌的企业。如果本公司未能在未来的发展中迅速地确立自己的品牌优势和行业领导地位，公司将会面临较大的市场竞争风险。

区域市场风险：公司目前业务收入区域市场集中度很高，最近三年本公司来自于新疆地区的销售收入占主营业务收入的比重分别达到 86.51%、91.07%和 95.80%。2010 年上半年，随着公司疆外市场开发力度的不断加大，来自于新疆地区的销售收入占主营业务收入比重下降至 89.77%。尽管新疆地区近年来一直保持着良好的经济增长势头，各项基础设施建设和工商业投资力度不断加大，但区域市场的特征仍然使得本公司面临一定的风险，一旦目标市场环境发生重大变化，将直接影响本公司未来的盈利能力。

税收政策变化的风险：公司作为高新技术企业，经乌鲁木齐经济技术开发区国家税务局核定，目前享受 15%的优惠税率。按现 25%的企业所得税税率计算，本公司 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1~6 月份分别享受税收优惠金额 209.03 万元、379.77 万元、331.23 万元和 144.71 万元，分别占当年归属于母公司所有者的净利润的比重为 17.61%、16.98%、17.35%和 12.83%。

目前本公司仍享受优惠税率。如果未来国家税收政策发生变化，本公司享受的税收优惠政策变化或不再享受税收优惠政策，公司的经营业绩、现金流水平都将受到影响。

原材料价格波动的风险：公司生产所需的原材料主要为建筑钢结构用钢材，原材料成本占到生产成本的 80%。原材料价格发生较大波动，可能会增加本公司成本，降低盈利水平。同时，原材料价格上涨直接导致钢结构建筑整体成本上升，从而加大客户的投资压力，影响客户的投资决策，可能导致客户推迟投资，进而影响本公司的市场需求。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040