

首次报告

“区域+成长” 打造新疆钢构龙头

——光正钢构新股研究报告

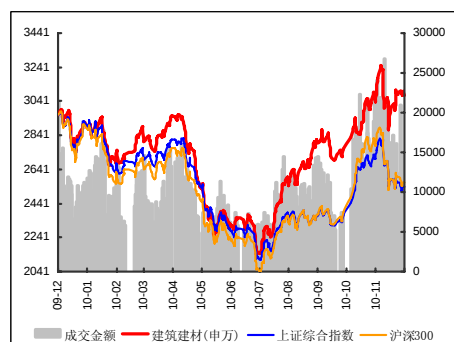
市场数据

建筑建材指数	3074.36
三个月涨跌幅	21.74%
上证综合指数	2842.43
沪深300指数	3158.16

基础数据

每股净资产(元)	2.04
发行前总股本(万)	6778
发行股数(万)	2260
发行后总股本(万)	9038

行业指数相对表现



相关研究

建筑建材行业研究小组

联系人: 蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

公司基本情况和主营业务: 光正钢构专业从事建筑钢结构的设计、生产和安装业务,是新疆乃至西北地区以及中亚地区最大的钢结构综合性生产企业,新疆地区唯一拥有钢结构设计甲级资质和工程承包一级资质的企业。主营业务包括钢结构的设计、生产和销售、钢结构安装以及少量建筑材料的销售。主要产品为轻钢结构、重钢结构和空间钢结构。按销售区域划分为疆内市场、中亚市场和内地市场,内地市场份额较小。

钢结构行业状况: 钢结构主要分为空间钢结构、重钢结构和轻钢结构,其技术要求、应用领域和建筑特点均有较大差异。钢结构具备“自重轻、强度高、美观舒适、建设工期短、抗震性能好、节能环保、可循环利用”的优秀特点;也存在“耐火性能差、造价稍高”的问题。目前我国钢结构建筑在总建筑规模中的比重不到5%,钢结构行业的潜力和空间巨大。人们对建筑钢结构的认知度及接受程度不高以及钢材品种和品质的限制等因素阻碍了钢结构的应用推广。我国城市化进程中基建投资仍将维持繁荣,尤其新疆等西部地区固定资产投资增速将持续维持高位,钢结构行业尤其在西部地区的需求持续向好,

募投项目扩大产能,强化疆内龙头地位: 公司本次募集资金用于“年产7万吨钢结构加工基地项目”,本次募投项目投资达产后,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。总产能将达到原来的3.5倍。本次募投的实施,并非单纯数量意义上的产能扩大,同时也是光正钢构整个产品结构完善和优化的过程。

盈利预测、估值: 我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 39816 万元,55014 万元,76372 万元,实现净利润分别为 2946 万元,4311 万元,5981 万元。按发行后股本计算,对应每股收益分别为 0.32 元,0.47 元,0.66 元,我们认为对应 11 年每股收益的市盈率 26-30 倍为合理区间,对应价格区间为每股 12.22 元-14.1 元。

风险提示: 原材料价格波动风险;区域投资增速下滑风险;市场拓展进程的不确定性风险。

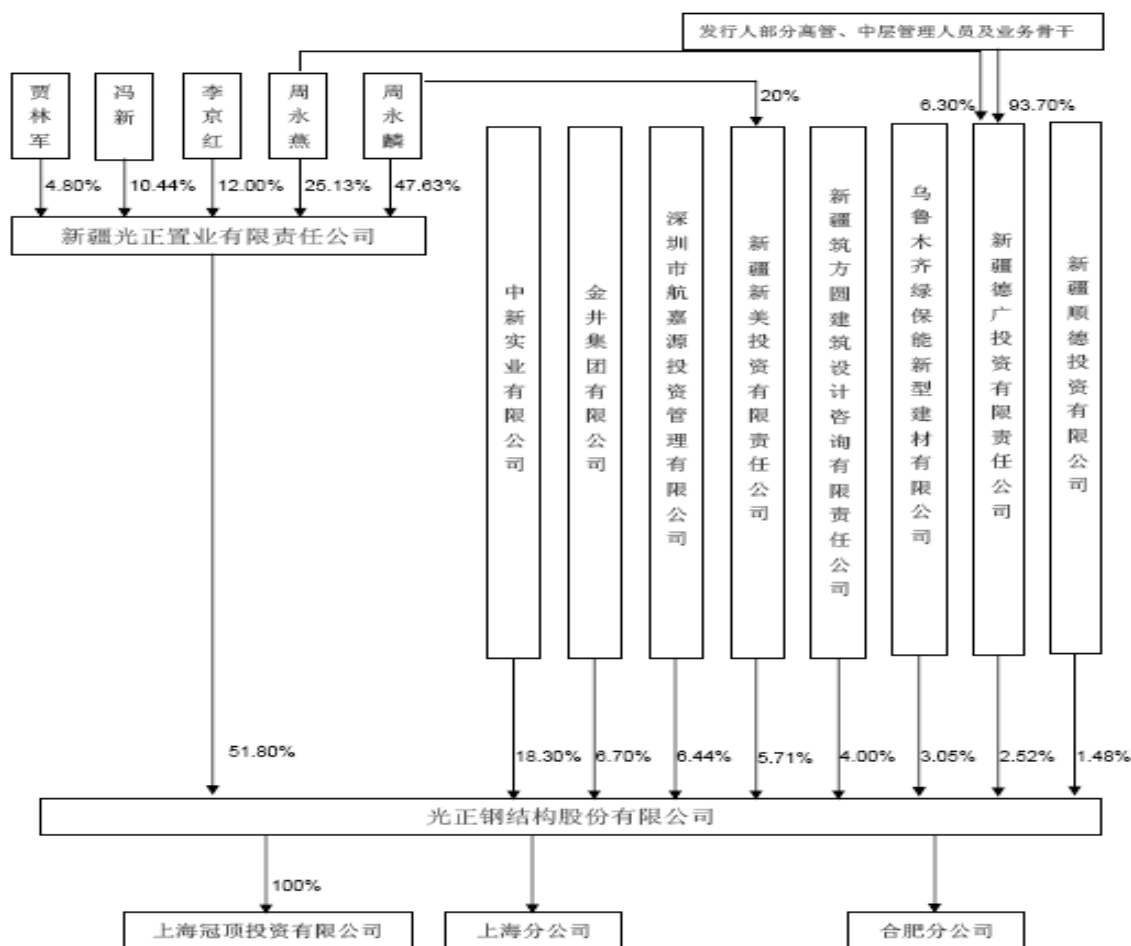
	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	398.16	550.14	763.72
增长率	44.24%	38.17%	38.82%
净利润	29.46	43.11	59.81
增长率	54.34%	46.34%	38.74%
归属母公司股东净利润	29.46	43.11	59.81
增长率	54.34%	46.34%	38.74%
每股收益(EPS)(元)	0.32	0.47	0.66

1. 公司基本情况

光正钢构专业从事建筑钢结构的设计、生产和安装业务，拥有较强设计、制造、安装一体化经营能力，是新疆乃至西北地区以及中亚地区最大的钢结构综合性生产企业，新疆地区唯一拥有钢结构设计甲级资质和工程承包一级资质的企业。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。公司多年来一直致力于钢结构的新技术、新工艺的研究和开发，形成了多项专利技术，并通过内部研发掌握了多项非专利技术。

发行前公司股东情况如下图：

图1-1 发行前公司股权机构



资料来源：公司公告，德邦研究

公司实际控制人为公司董事长周永麟，持有光正置业47.63%的股权，从而间接控制光正钢构51.8%的股权，同时持有新疆新美投资有限责任公司20%的股权。

2. 钢结构行业分析

钢结构概念与应用领域

钢结构行业是我国的一个新兴行业，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。

钢结构主要分为空间钢结构、重钢结构和轻钢结构，其技术要求、应用领域和建筑特点均有较大差异。

表 2-1 钢结构分类

钢结构分类	应用领域、技术要求、建筑特点等
空间钢结构	空间钢结构建筑是指空间跨度较大的钢结构建筑，目前在建筑领域主要的结构形式有网架、网壳、桁架、门式刚架、拉索结构及以上几种结构的组合，主要应用于厂房、体育场馆、汽（火）车站、飞机场、大型会议室等需要比较大空间的公共、运动场所。空间钢结构抗震性能好，建设周期短，绿色环保。结构较为复杂，施工难度较大，对设计、拼装焊接和钢结构配件的制作等要求较高。
重钢结构	重钢结构建筑是指十层（含）以上和二十四米（含）以上的钢结构建筑。采用钢框架、钢框架-砼核心筒等结构形式。主要应用于矿井塔架、海洋平台、电视塔、摩天大楼、其他高层民用建筑等。结构较为复杂，施工难度较大，对设计、拼装焊接和钢结构配件的制作等要求较高。
轻钢结构	钢结构轻钢结构即轻型钢结构建筑体系，是以热轧轻型 H 钢、轻型焊接型钢、高频焊接型钢、冷弯薄壁型钢、薄钢板和薄壁钢管等高效能结构钢材和高效功能材料为主，以各类高效装饰连接材料为辅组装而成，能满足建筑特定使用功能和特定空间需求的轻型全装配钢结构建筑。广泛应用于一般工农业、商业、服务性建筑，如办公楼、别墅、仓库、体育场馆、娱乐、旅游建筑和低、多层住宅建筑等领域，还可用于旧房增层、改造、加固和建材缺乏地区、运输不便地区、工期紧、活动式可拆迁建筑等。采用高效轻型薄壁型材，自重轻、强度高、占用面积小。结构较为简单，施工难度一般。

资料来源：德邦研究

钢结构优势

1、**自重轻、强度高**。钢材的“容重与强度比”小于木材、混凝土和砖石，钢结构与同样强度的钢筋混凝土结构相比要轻30%~50%。与混凝土结构的住宅相比，轻钢结构住宅自重仅是前者的1/4。大幅降低工程的基础造价。2、**更加美观舒适**。钢结构强度高，能够实现大跨度空间设计，因此钢结构建筑从外观方面可以实现诸多形态的设计，能够实现其他类型建筑所无法达成的设计形态；从建筑内部而言，钢结

构建筑具有良好的空间感，承重支柱的数量大大减少，可设计成大量开放型办公室围绕着空中花园、中央天井加上合理的电梯设计可达到最低的能耗。3、**工期短**。全部干作业施工，不受环境季节影响。一栋300平方米左右的建筑，只需5个工人30个工作日可以完成从地基到装修的全过程，施工速度约为混凝土结构的一点五倍。4、**抗震性能好**。钢结构的延性好于混凝土结构，众多地震事件均表明钢结构建筑的破坏率和破坏程度远远低于混凝土结构。5、**节能环保**。钢结构建筑使用干式施工，节约施工用水，而且砖瓦和混凝土使用量大大降低，能够有效减少建筑垃圾、粉尘和施工噪音的污染。钢结构主体构架是各种钢构件的连接，其它建筑材料使用比例较低，不仅易于拆卸，而且在建筑需要加固或改造时（如建筑物增加附楼和裙楼、高架或桥梁拓宽或增加上下匝道等等）便于灵活设计和施工，原有建筑损伤程度低，对周边环境的污染和影响降低。钢结构建筑的有效使用率高于混凝土建筑，同样的建筑面积下前者的使用面积比后者多出约8%~15%。钢结构的气密性和水密性较好，建筑保温和隔热性能优越，能提高50%的节能效果，可以节省30%~40%的采暖运行费。6、**循环利用**。相对于传统的砖混结构、钢筋混凝土等建筑类型，钢结构的用钢比例较大，而难以回收再利用的砖、混凝土等建筑材料的使用比例较低。钢结构建筑的钢制架构可以全部回收再利用，是可循环利用性最高的新型建筑类型。

钢结构缺点；影响其推广的劣势

钢结构本身的缺点：1、**耐火性能差**。钢的内部晶体组织对温度非常敏感，温度升高或者降低都会使钢材性能发生变化，钢结构通常在450℃~650℃时就会失去承载能力，发生很大的形变，导致钢柱、钢梁弯曲，结果因变形过大而不能继续使用。2、**造价稍高**。就单项造价而言，全钢结构相当于混凝土结构的2倍左右，钢筋混凝土则为混凝土的1.5倍。但就一个建筑的综合成本而言，一个高层全钢建筑的总投资中，工程投资只占到50%左右，其中结构造价仅占工程造价的30%不到，结构造价分为上部结构和基础造价，上部工程的造价在总投资中占10%左右，综合考虑，钢结构整体造价高出混凝土结构4%左右。

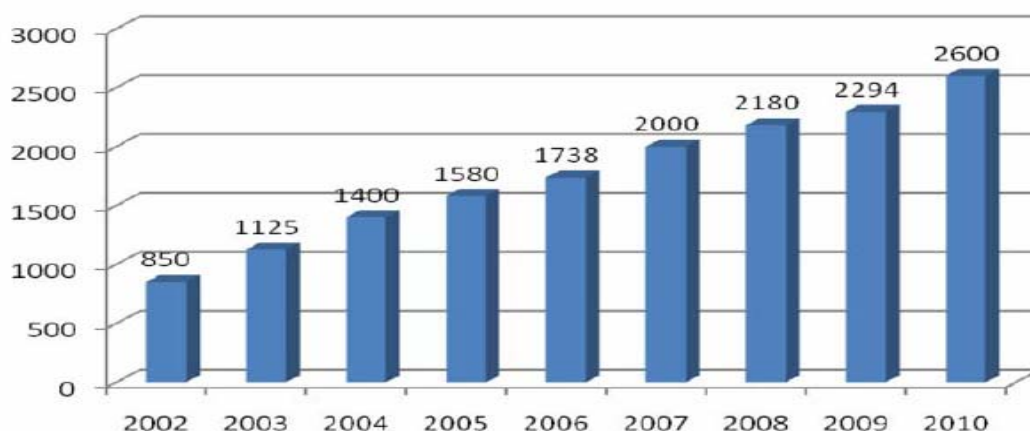
影响钢结构推广的因素：1、**建筑钢结构的认知度及接受程度不高**。人们对于建筑类型的认知度仍然受到传统的砖混结构、钢筋混凝土结构的限制，对于钢结构各方面的优越性认识不够。目前，工业建筑对钢结构的认知度和接受程度较高，但在住宅建设等方面钢结构的应用处于起步阶段。2、**受制于钢材品种和品质的限制**。目前优质焊接结构钢、高强度优质厚板、热成型管材、优质可焊铸钢等需要从国外钢铁生产商采购，成本较高，不利于钢结构建筑的推广。目前内资钢铁企业生产的冷弯型钢和热轧H型钢的品种和规格尚不能满足当前钢结构行业的需要，如大截面冷弯管材（方矩管）、大截面H型钢和T型钢剖分钢、蜂窝梁等新产品还有待开发。

我国钢结构发展前景

与国外钢结构行业的发展情况相比，我国的钢结构处于起步阶段。美英等国发展和应用钢结构建筑的历史已达上百年，目前发达国家钢结构建筑所占比重达到30%~50%，美国、英国、日本等国钢结构建筑占建筑总面积的比重已达到50%以上。我国钢结构建筑在总建筑规模中的比重不到5%。从这个角度看，我国钢结构普及的潜力和空间巨大。

2008年我国钢产量突破5亿吨，但钢结构的用钢量仅2180万吨。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，较目前水平预计增长达到47%，将形成接近2,100亿元的钢结构市场容量。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2-1 钢结构产量预测（万吨）



资料来源:中国钢结构协会, 德邦研究

3. 公司主营业务

本公司的主营业务包括钢结构的设计、生产和销售、钢结构安装以及少量建筑材料的销售。主要产品为轻钢结构、重钢结构和空间钢结构。业务流程为工程承揽---工程设计---加工制造---安装施工。

公司业务分为钢结构工程业务及钢结构销售业务，钢结构工程业务主要通过投标的形式承接，钢结构销售业务主要采用与客户直接签订订单的方式。公司设计资质为轻型钢结构工程设计专项甲级资质，设计任务主要立足于公司承建项目，并同建筑主体设计单位协作完成设计，其中结构设计由公司设计院自主完成。公司的生产模式主要为**工程施工模式**和**承揽加工模式**。工程施工模式采用包工包料的模式，根据工程合同的具体要求，设计方案、采购原材料并进行制造和施工安装。承揽加工模式是根据订货方提供的图纸和进度要求，采购原材料安排生产进行制造。

主营业务按业务类型划分为钢结构工程业务、钢结构销售业务和建材销售业务三类。

表3-1 三大业务收入及比例

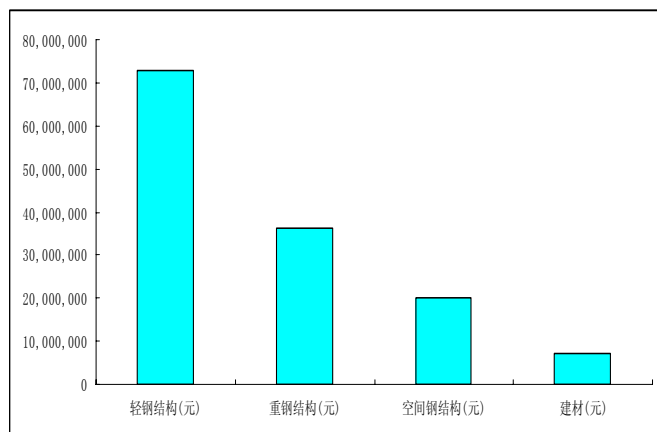
项目	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
钢结构工程业务	8219.09	60.37%	20680.22	75.05%	17237.26	72.70%	9464.47	61.54%
钢结构销售业务	4668.68	34.29%	6498.19	23.58%	4885.15	20.60%	5606.76	36.46%
建材销售业务	726.54	5.34%	377.04	1.37%	1586.21	6.69%	307.28	2%
合计	13614.31	100%	27555.45	100%	23708.61	100%	15378.51	100%

资料来源:公司公告, 德邦研究

按产品分为轻钢结构、重钢结构、空间钢结构及建材四类；07年到09年轻钢结构营业收入比例从75.81%下降到44.56%，与此对应，07到09年重钢结构比例由21.84%上升到44.02%。10年轻钢结构营收占比为53.47%，比例有所上升，而重钢结构和空间结构比例不足，主要原因在于疆内许多重钢结构、空间钢结构项目有所推迟，当期本公司的重钢和空间钢结构业务量相对较少，且部分已承接的该类业务收入

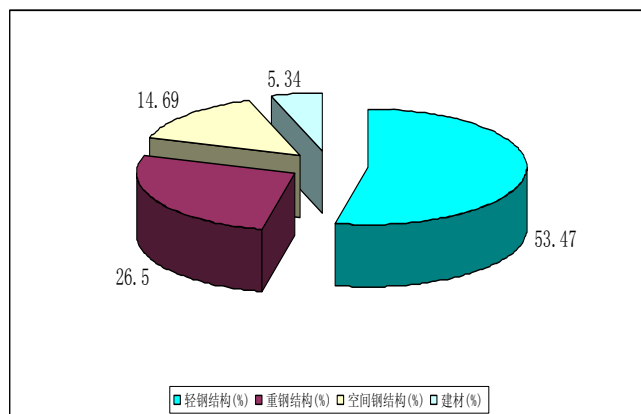
在下半年将能得到确认。

图3-2 10年上半年主营收入按产品分类



资料来源:wind, 德邦研究

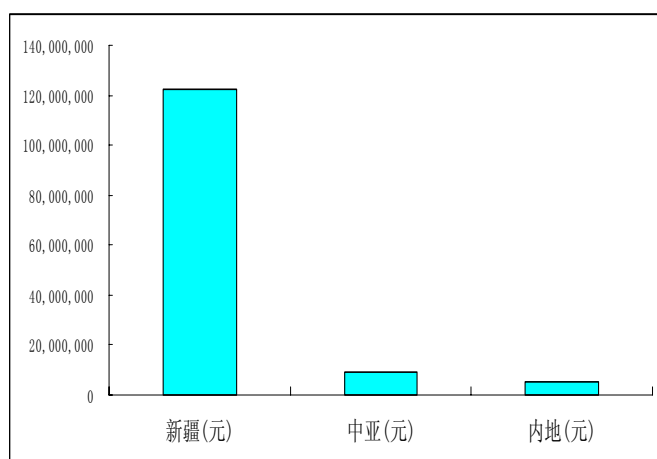
图3-3 10年上半年主营收入分产品比例



资料来源:wind, 德邦研究

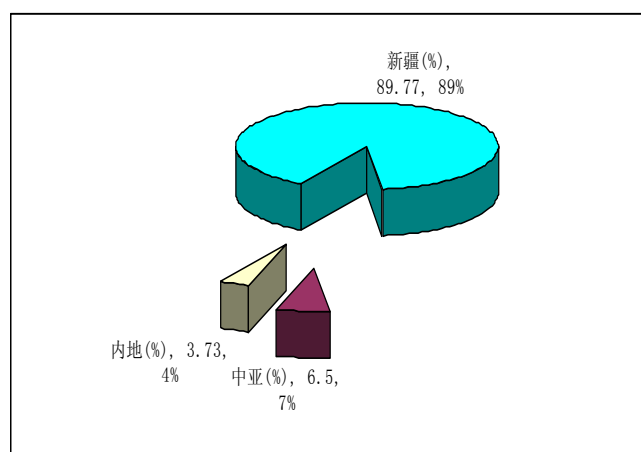
按销售区域划分为疆内市场、中亚市场和内地市场，内地市场份额较小。2009年新疆地区营业收入为2.64亿元，中亚地区为1158千万元。2010年中期内地业务有所拓展，实现营业收入五百万余，新疆地区营业收入为1.22亿元。

图3-4 2010年中期分地区主营业务收入



资料来源:wind, 德邦研究

图3-5 业务地区分布比例



资料来源:wind, 德邦研究

4. 公司竞争力和成长性分析

规模处于中等水平

钢结构行业企业数量众多，超过三千家，行业集中度很低，08年超过两万吨产量的企业有五十家，09年超过十万吨产量的企业约有十五家。目前光正钢构的规模处于行业中等水平。国内上市公司东南网架、精工钢构和杭萧钢构目前处于国内钢结构行业“第一梯队”，均拥有较强的技术实力，具备较强品牌实力。目前光正钢构在资产规模、营业收入规模、市场占有率等方面与三大上市公司存在较大差距。

表4-1 与三大上市公司规模对比

项目	东南网架	精工钢构	杭萧钢构	光正钢构
总资产	349052.96	422005.72	315754.17	34170.91
股东权益	95038.96	136712.91	72324.90	12975.78
营业收入	292806.16	450983.75	284578.05	27603.47
净利润	4192.24	19220.06	10038.21	1908.72

资料来源：公司公告，德邦研究

经营效率优秀

公司是新疆乃至西北地区最大的建筑钢结构企业，其盈利能力、经营效率已经与三家钢结构上市公司水平相当，达到了国内大型钢结构企业的水准。

表4-2 与三大上市公司经营效率对比

项目	东南网架	精工钢构	杭萧钢构	光正钢构
综合毛利率	13.08%	13.98%	14.63%	16.45%
扣除非经常损益后的净资产收益率	4.08%	18.07%	14.68%	14.30%
总资产周转率	0.88	1.1	0.88	1.02
应收账款周转率	2.15	4.26	4.65	3.89
存货周转率	3.23	1.59	2.54	5.48

资料来源：公司公告，德邦研究

技术水平领先

公司已取得国内钢结构行业最高资质的特许经营权，是国内少数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”和中华人民共和国商务部颁发的“对外承包工程经营资格证书”的企业之一，同时也是西北地区唯一的一家同时拥有这些资质的企业，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。光正钢构在新疆和西北地区领先于众多竞争对手。在新疆市场，公司凭借技术实力、质量优势和加工能力与疆外大型钢结构企业相抗衡，获得了客户以及竞争对手的一致认可。上海冠达尔、精工钢构、杭萧钢构等大型钢结构企业均与光正钢构保持了

密切的合作，委托光正钢构为其制造加工各类钢结构产品。

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。公司自主研发形成了“H型钢檩条与维护板连接结构”、“山墙檐口收边结构”、“H型钢檩条与檩托板连接结构”、“拉杆与檩条的连接结构”、“钢结构屋面防冷凝水的保温结构”、“柔性支撑垫铁连接结构和柱脚抗剪键连接结构”等7项实用新型专利。公司通过自主研发以及与同济大学、新疆大学、新疆建筑设计研究院等科研院所进行合作，研究开发了“门式刚架小拼装工艺”、“轻质隔热复合板技术”、“岩棉复合夹芯板技术”、“大面积结构滑移法施工技术”、“相贯节点加强技术”、“超厚低碳钢的焊接技术”、“轻钢结构的标准化节点”、“轻钢住宅体系的标准化节点”等多项非专利技术。

光正钢构在钢结构设计、钢结构生产加工和钢结构安装施工三大方面均处于领先水平。

一体化经营优势

光正钢构采用国际上钢结构优势企业主要业务模式——设计、制造、安装一体化经营。一体化经营的业务模式在钢结构市场上的地位凸显重要，对钢结构企业的盈利能力有非常直接的影响，无论哪一个环节的缺失都会对公司的盈利能力产生重大的影响。国内众多钢结构工程企业受技术能力方面的制约，仅涉及到其中一体化经营的业务模式中的一个环节，或后两个环节，而广大中小钢结构企业更是仅以接受其他企业的委托加工为主营业务，竞争能力和盈利能力无法与行业内的领先企业相比。公司在钢结构领域的设计、制造、安装水准均处于国内领先，能够为客户提供全方位的一体化服务，并根据不同客户的具体需求进行设计和方案制定，解决客户的技术难题。

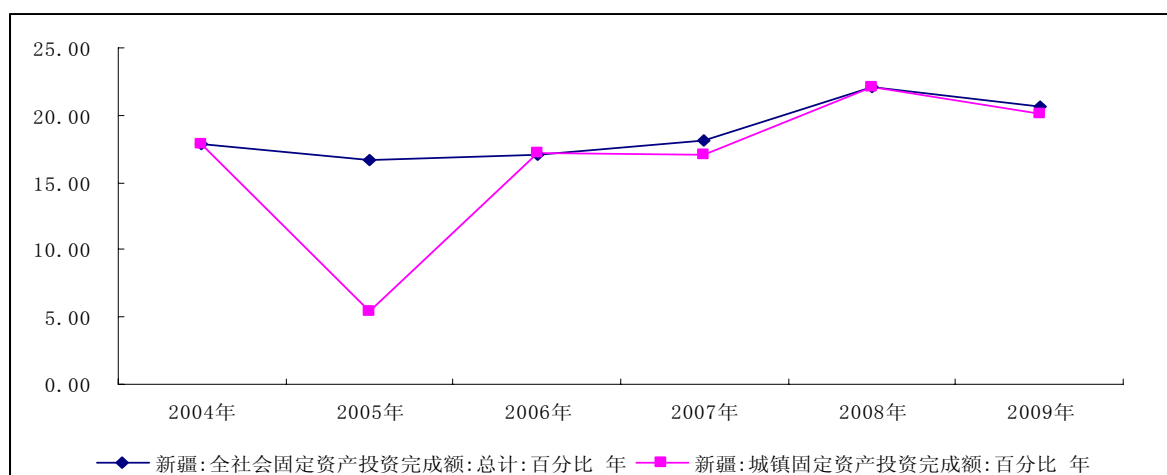
区域优势

光正钢构地处新疆，面积166万平方公里，约占国土面积的1/6。钢结构构件运输成本较高，有一定的销售半径，达五百公路。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。光正钢构为新疆地区最大的钢结构企业，同时，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，中亚钢结构市场的开发潜力巨大。近年来光正钢构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基础。目前公司在中亚地区的业务价格优势明显，竞争力较强。

未来业绩成长性来源

总量增长。新疆地区固定资产投资高速增长将继续提供良好发展土壤。07、08、09年的新疆地区全社会固定资产投资规模分别为1850.84亿元、2260亿元、2725.5亿元。固定资产投资增速持续维持高位。2010年中共中央和国务院召开的新疆工作座谈会议和西部大开发会议为新疆和西部地区未来发展开拓巨大空间，“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。西部地区的基建潜力巨大，而新疆地区正在新建的机场、铁路公路、体育场馆、工业厂房等将为钢结构的应用提供巨大市场。根据中国钢结构协会的预测，新疆钢结构需求未来将保持30%的平均年增长率，钢结构产量将由2008年的40万吨增长到2012年的114万吨左右。

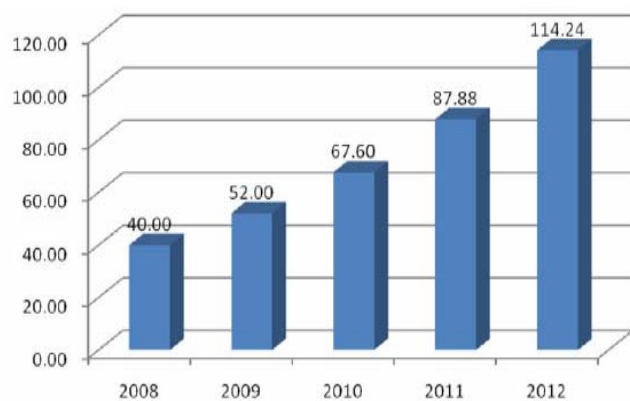
图4-1 新疆地区固定资产投资增速



资料来源:wind, 德邦研究

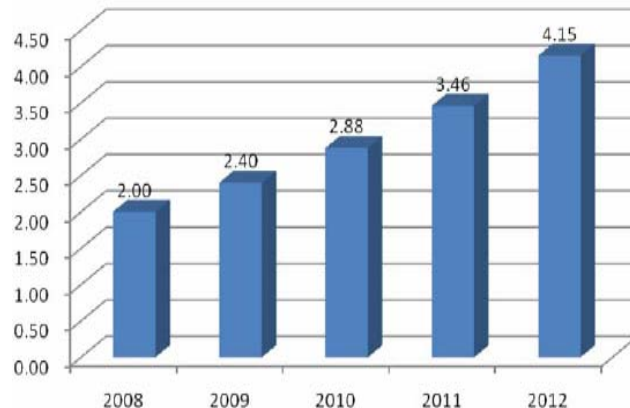
除了新疆地区, 中亚地区的经济增长以及国民经济建设、工商业和民用设施建设的快速发展也将给光正钢构带来了巨大机遇。光正钢构2007 年和2008 年都通过市场开拓和内部挖潜, 已成功实现向中亚市场的渗透和布局, 已经为公司未来在中亚地区的大规模市场开发奠定了坚实的基础。

图4-2 新疆地区钢结构年产量预测



资料来源:中国钢结构协会, 德邦研究

图4-3 中亚地区钢结构出口量预测



资料来源:中国钢结构协会, 德邦研究

公司此次募投项目将快速扩大公司产能, 以适应新疆和中亚地区如火如荼的市场需求。

结构优化。公司逐步加大重钢结构以及空间钢结构领域的业务拓展, 丰富产品结构, 有利于进一步提高公司的核心竞争力和盈利能力。公司未来三年还将大力开拓轻钢结构集成住宅市场, 目前自主研发的超轻超薄环保节能抗震型的冷弯薄壁型钢结构集成住宅也将成为公司未来新的收入和利润增长点。重钢和空间钢毛利率均高于轻钢结构, 公司未来综合毛利率有望进一步提升。

5. 募投项目分析

募集资金用于“年产7万吨钢结构加工基地项目”

光正钢构采取“以销定产”的经营模式，每年的产量为对外钢结构销售数量。最近三年，公司产能利用率逐步提高，2007年~2009年的产能利用率分别为101.99%、102.08%和130.36%。产能犹显不足。

本次募集资金用于“年产7万吨钢结构加工基地项目”，总产能将达到原来的3.5倍。

表5-1 公司产能和产销量

项目	2009年	2008年	2007年
产能(吨)	20000	20000	17000
产销量(吨)	26071.26	20415.51	17337.52

资料来源:公司公告, 德邦研究

本次募投项目投资达产后,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。

表5-2 项目达产后公司新增产能情况

项目	项目达产前	新增产能	项目达产后	产能增加率
产能(吨)	20000	50000	70000	250%

资料来源:公司公告, 德邦研究

本次募投的实施,并非单纯数量意义上的产能扩大,同时也是光正钢构整个产品结构完善和优化的过程。项目建成后将形成轻钢结构26,000吨、重钢结构30,000吨、轻钢集成住宅体系8,000吨、彩板和夹芯板6,000吨的生产能力。相对于目前产能而言,本次募投项目达产后,轻钢的产能增长并不显著,产能增加的重点在于重钢和轻钢集成住宅体系,这将大大推动发行人产品结构的优化,不仅高附加值、高毛利率的重钢产品在未来收入中的比重将大大增加,而且轻钢集成住宅体系将形成发行人新的收入和利润增长点。

6. 财务预测、估值

核心假设: 1、随着新增产能逐步达产,轻钢结构营业收入10、11、12年增长率分别为40%、38%和38%;重钢结构营业收入10、11、12年增长率分别为43%、39%和40%;空间钢结构营业收入10、11、12年增长率分别为43%、42%和43%。

表6-1 核心指标假设1

营业收入	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
轻钢结构(万元)	11658.51	11351.95	12279.76	17191.66	23724.50	32739.80
增长率		-2.63%	8.17%	40.00%	38.00%	38.00%
重钢结构(万元)	3358.18	10359.44	12130.09	17346.03	24110.98	33755.37
增长率		208.48%	17.09%	43.00%	39.00%	40.00%
空间钢结构(万元)	54.54	411.01	2768.56	3959.04	5621.84	8039.23
增长率		653.59%	573.60%	43.00%	42.00%	43.00%
建材(万元)	307.28	1586.21	377.04	1319.64	1557.18	1837.47
增长率		416.20%	-76.23%	250.00%	18.00%	18.00%

2、随着新增产能逐步达产，轻钢结构营业收入10、11、12年增长率分别为40%、38%和38%；重钢结构营业收入10、11、12年增长率分别为43%、39%和40%；空间钢结构营业收入10、11、12年增长率分别为43%、42%和43%。

表6-2 核心指标假设2

毛利率	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
轻钢结构	14.50%	16.55%	14.21%	14.00%	14.00%	14.00%
重钢结构	15.29%	18.74%	16.68%	17.50%	17.00%	17.00%
空间钢结构	17.18%	16.54%	23.28%	11.00%	11.00%	11.00%
建材	23.05%	13.69%	22.89%	3.00%	18.00%	18.00%

根据以上假设，可以得出公司未来三年的营业收入和毛利率预测结果：

表6-3 未来三年营收和毛利情况预测

指标	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	39816.38	55014.49	76371.88
营业成本（万元）	33898.91	46695.50	64834.83
毛利率（%）	14.86%	15.12%	15.11%

公司未来三年盈利预测如下：

利润表（单位：百万元）	2010E	2011E	2012E
营业收入	398.16	550.14	763.72
减：营业成本	339.00	466.96	648.32
营业税金及附加	4.25	5.88	8.16
营业费用	3.24	4.48	6.22
管理费用	17.06	23.57	32.72
财务费用	0.42	-1.00	-1.60
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00
营业利润	34.19	50.25	69.90
加：其他非经营损益	0.46	0.46	0.46
利润总额	34.66	50.72	70.37
减：所得税	5.20	7.61	10.55
净利润	29.46	43.11	59.81
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	29.46	43.11	59.81

我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 39816 万元，55014 万元，76372 万元，实现净利润分别为 2946 万元，4311 万元，5981 万元。按发行后股本计算，对应每股收益分别为 0.32 元，0.47 元，0.66 元，我们给予 11 年合理市盈率为 26-30 倍，公司合理价格区间为每股 12.22 元-14.1 元。

7. 风险提示

公司存在的主要风险有：

- 1、原材料价格波动风险。
- 2、区域投资增速下滑风险。
- 3、市场拓展进程的不确定性。

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	154.17	237.69	276.03	398.16	550.14	763.72
减：营业成本	131.38	196.24	230.62	339.00	466.96	648.32
营业税金及附加	1.34	2.25	2.95	4.25	5.88	8.16
营业费用	1.91	1.92	2.25	3.24	4.48	6.22
管理费用	5.17	8.60	11.82	17.06	23.57	32.72
财务费用	0.39	0.45	1.29	0.42	-1.00	-1.60
资产减值损失	1.01	4.45	5.35	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.44	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	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	0.00
营业利润	12.98	24.23	21.76	34.19	50.25	69.90
加：其他非经营损益	-0.21	-0.21	1.81	0.46	0.46	0.46
利润总额	12.77	24.02	23.57	34.66	50.72	70.37
减：所得税	0.89	1.65	4.48	5.20	7.61	10.55
净利润	11.87	22.37	19.09	29.46	43.11	59.81
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	11.87	22.37	19.09	29.46	43.11	59.81
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	3.11	34.15	54.60	60.93	38.10	114.66
应收和预付款项	38.02	59.28	129.07	35.73	191.93	124.11
存货	10.69	29.43	54.77	-3.70	74.05	23.62
其他流动资产	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	25.67	40.33	69.77	61.86	53.94	46.03
无形资产和开发支出	8.65	30.04	29.55	26.43	23.31	20.19
其他非流动资产	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	86.26	193.25	337.75	181.24	381.34	328.61
短期借款	8.00	9.72	60.40	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	39.34	70.42	137.74	17.40	182.04	80.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	9.85	9.85	9.85	9.85
负债合计	47.34	80.14	207.99	27.25	191.89	89.97
股本	20.30	67.78	67.78	67.78	67.78	67.78
资本公积	0.02	24.58	24.58	24.58	24.58	24.58
留存收益	18.60	20.75	37.40	61.63	97.08	146.27
归属母公司股东权益	38.92	113.11	129.76	153.99	189.44	238.63

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	38.92	113.11	129.76	153.99	189.44	238.63
负债和股东权益合计	86.26	193.25	337.75	181.24	381.34	328.61
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	5.34	5.40	10.65	71.88	-16.68	85.06
投资性现金净流量	-4.28	-27.86	-35.67	0.39	0.39	0.39
筹资性现金净流量	-0.48	51.50	31.77	-65.93	-6.54	-8.90
现金流量净额	0.57	28.92	6.75	6.34	-22.83	76.56

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。