

公司研究

新股研究

建议询价区间：26.82-33.52 元

产品类别最齐全的钢结构公司

——鸿路钢构(002541)新股研究

核心观点

申购建议：

公司的合理股价为 29.8-37.25 元。考虑到限售期的影响，建议按照 10% 的折扣价申购，建议申购价为 26.82-33.52 元。

主要依据：

公司的主营业务为钢结构以及相关维护产品的制造和销售，以钢结构生产制造为主、工程承包业务为辅。目前公司的主要产品是以设备钢结构、建筑重钢结构、建筑轻钢结构为主的钢结构系列产品和钢结构维护系列产品。公司通过与总承包商建立战略合作伙伴关系，在市场、项目方面实现全面对接，有效整合供应链，依托承包商的项目承包优势，快速进入钢结构市场的各个领域。

公司钢结构产品类别是我国最为齐全的公司之一。公司的主营产品涵盖设备钢结构、桥梁钢结构和建筑钢结构三大领域，最大程度的实现了范围经济和规模效应。

钢结构是我国的朝阳行业，未来的发展空间巨大。我国与发达国家相比，钢结构使用量还很低，2008 年我国钢结构产量为 2180 万吨，占粗钢产量的 4.38%。发达国家钢结构产量占粗钢比例基本都在 10% 以上，建筑钢结构占建筑总用钢梁比例达到 30% 以上。我国在近几年的建筑技术政策导向开始逐渐由多年前的限制钢结构使用转变为发展、推广钢结构的应用。

募投项目加快产能的扩张。此次 IPO 募集的资金将分别投入四个项目：1) 年产 3.6 万吨特重钢生产建设项目，项目完成后将新增年均销售收入 24,308 万元；2) 年产 5 万吨管型钢结构自动化生产线技术改造项目，达产后预计新增年均销售收入 24,359 万元；3) 年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目，项目建成后年均销售收入增加 24,573 万元；4) 年产 50 万平方米聚氨酯复合板技术改造项目，达产后新增年均销售收入 7,692 万元，利润总额 1,377 万元。

盈利预测和估值。预计公司 2010-12 年的净利润的年均增速分别为 59.82%、54.00%、42.55%，预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.97、1.49、2.13 元。参照同类可比公司的估值水平，给予公司 2011 年 20-25 倍的动态市盈率较为合理，合理股价为 29.8-37.25 元。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1613.03	2326.80	3289.86	4363.01
同比增速(%)	45.53	44.25	41.39	32.62
净利润(百万)	81.26	129.87	200.00	285.11
同比增速(%)	74.00	59.82	54.00	42.55
EPS(元)	0.61	0.97	1.49	2.13

基础数据

总股本(万股)	13,400
流通A股(万股)	3400
总市值(亿元)	--
总资产(亿元)	17.97
每股净资产(元)	2.74
建议询价区间(元)	26.82-33.52

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S094020904125

联系人: 张婧

电话: 010-84183227

Email: zhangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行概况

图表 1: 本次发行基本情况

公司名称	安徽鸿路钢结构股份有限公司
公司简称	鸿路钢构
发行地	深圳
发行日期	2010.01.06
申购代码	002541
发行股数(万股)	3,400, 占发行后总股本的 25.37%
发行方式	网上询价, 上网定价
发行后总股本(万股)	13,400
每股收益(2009)年	0.81 元
发行后全面摊薄每股收益(2009)年	0.61 元
发行前每股净资产(元)	3.30 元

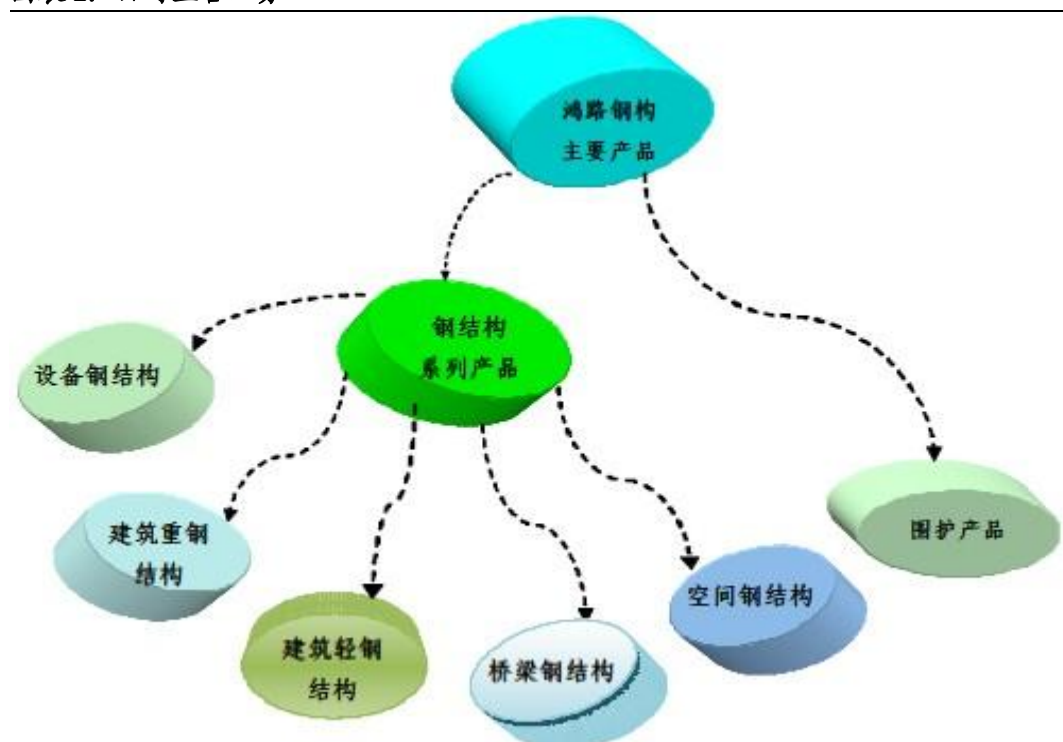
数据来源: 公司招股书、国都证券

2、公司基本情况

2.1、公司概况

公司的主营业务为钢结构以及相关维护产品的制造和销售。以钢结构生产制造为主、工程承包业务为辅。目前公司的主要产品是以设备钢结构、建筑重钢结构、建筑轻钢结构为主的钢结构系列产品和钢结构围护系列产品。

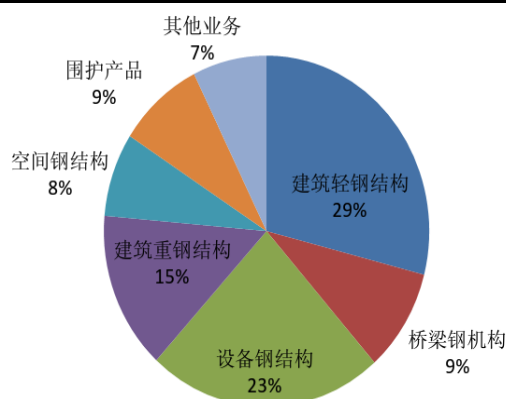
图表 2: 公司主营业务



数据来源: 公司招股书、国都证券

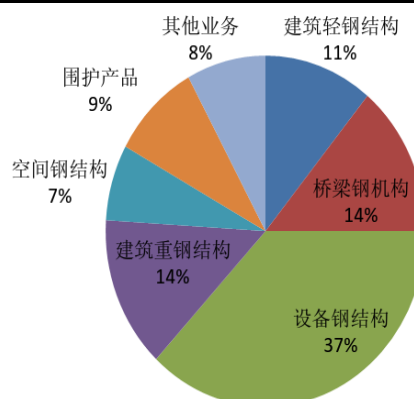
公司的主营业务收入如下所示:

图表 3：09 年公司收入构成



资料来源：公司招股书、国都证券

图表 4：09 年公司毛利构成



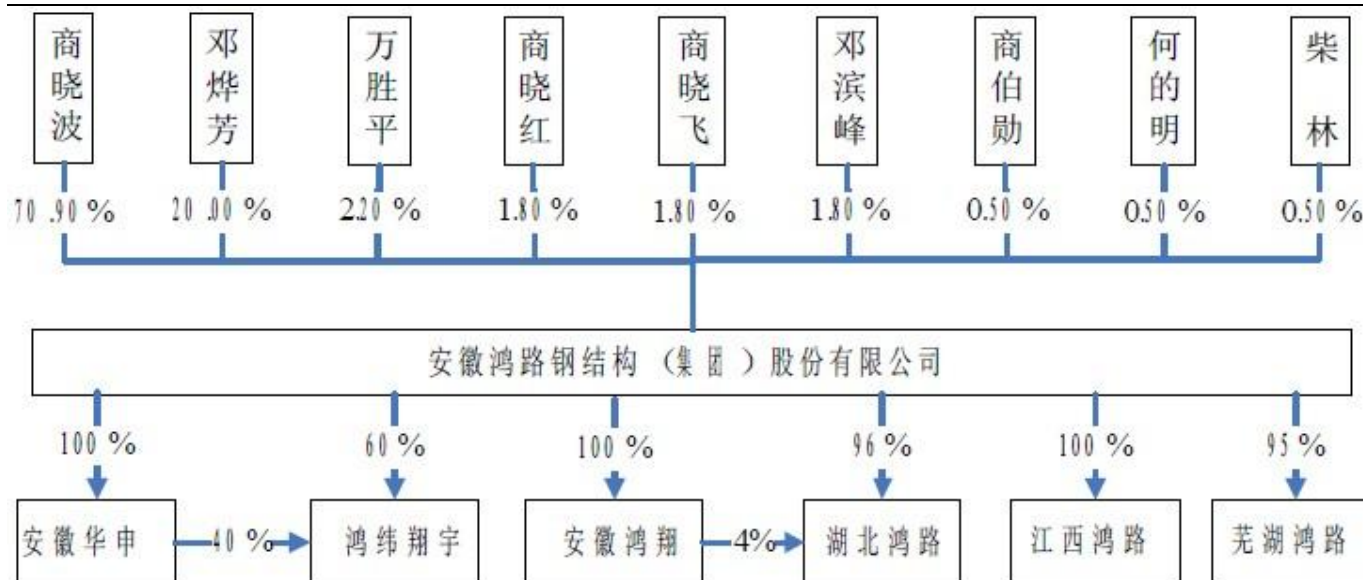
资料来源：公司招股书、国都证券

根据中国钢结构协会《2009 年度中国钢结构制造企业生产经营状况调查报告》中主要钢结构企业的产量排名及部分上市公司年报，公司 2009 年钢结构产量为 29 万吨，排名钢结构行业前 10 位。

目前国内钢结构行业市场集中度比较低，尚未有一家企业市场占有率超过 5%，按照 2008、2009 年钢结构行业总产量 2000 万吨、2300 万吨计算，公司市场占有率分别约为 1%、1.26%。

2.2、公司的股权结构

图表 5：公司的股权结构图



数据来源：公司招股书、国都证券

3、行业的基本情况

钢结构行业是一个新兴并快速发展中的产业，与传统的混凝土结构建筑形式比，钢结构建筑具有在“高、大、轻”三个方面发展的容易实现设计的标准化、构配件生产的工业化、施工的机械化和装配化。

我国钢铁产业的快速发展带动了我国钢结构产业的持续、快速发展，我国钢结构行业普遍采用以销定产的经营模式，钢结构产量和钢结构消费量基本持平，钢结构市场供需保持动态平衡。根据上海市金属结构协会《2008 年钢结构行业报告》统计，2008 年全国钢铁产量约为 5 亿吨，钢结构用钢量为 2000 万吨，占钢铁总产量 4%。根据《国家建筑钢结构产业“十五”计划和 2010 年发展规划纲要》提出的 2010 年全国钢结构用钢量达到钢铁总产量的 6% 计算，假定 2010 年钢铁总产量维持在 2009 年的 5.68 亿吨规模，则我国钢结构需求量将超过 3,000 万吨。如按钢结构平均单价 5,000 元/吨计算，则 2010 年钢结构行业市场容量将达到 1,500 亿元。

我国与发达国家相比，钢结构使用量还很低，2008 年我国钢结构产量为 2180 万吨，占粗钢产量的 4.38%。发达国家钢结构产量占粗钢比例基本都在 10% 以上，建筑钢结构占建筑总用钢梁比例达到 30% 以上。

在政策方面，我国近几年的建筑技术政策导向逐渐由多年前的限制钢结构使用转变为发展、推广钢结构的应用。在 2009 年钢铁产业调整和振兴规划中，已明确指出要提高建筑工程用钢标准，结合提高抗震标准，研究出台扩大工业厂房、公共建筑、商业设施等建筑物钢结构使用比例的规定，修改提高地震多发地区建筑物、重点工程、建筑物基础工程用钢标准及设计规范。

目前全国钢结构生产企业有 3000 多家，但多数为年产 1 万吨以下的中小企业，年产 10 万吨以上的企业仅有 20 多家。我国虽然钢结构企业数量众多，但规模普遍不大，行业集中度不高，缺乏具有行业整合能力的大型钢结构制造企业。未来几年，一些中小企业在竞争中被淘汰，一些具有管理优势、风险控制优势和品牌优势的企业将在竞争中通过扩张产能，技术升级开拓市场逐渐做大做强，行业集中度将不断提高。

4、募投项目

公司本次拟公开发行人民币普通股 3400 万股，分别投入四个项目：1) 年产 3.6 万吨特重钢生产建设项目；2) 年产 5 万吨管型钢结构自动化生产线技术改造项目；3) 年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目；4) 年产 50 万平方米聚氨酯复合板技术改造项目。

图表 6：公司募投项目

序号	项目名称	投资金额
1	年产 3.6 万吨特重钢结构生产建设项目	18,938
2	年产 5 万吨管型钢结构自动化生产线技术改造项目	9,180
3	年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目	7,220
4	年产 50 万 m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	4,460
合计		39,798

数据来源：招股说明书、国都证券

5、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年营业收入、归属于母公司净利润的年均复合增速分别为 44.25%、41.39%、32.62%。按发行后公司总股本 134,000 万股计算, 预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.97、1.49、2.13 元。

图表 7 2010-2012 年盈利预测表 (百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	895.95	1108.42	1613.03	2326.80	3289.86	4363.01
营业收入	895.95	1108.42	1613.03	2326.80	3289.86	4363.01
二、营业总成本						
营业成本	786.98	956.35	1404.30	2010.12	2839.48	3755.25
营业税金及附加	2.73	3.09	8.37	9.38	13.85	18.82
销售费用	18.33	21.73	25.30	43.24	59.08	75.95
管理费用	22.98	34.65	39.12	62.95	90.54	114.64
财务费用	13.59	31.31	37.56	30.00	32.00	35.00
资产减值损失	1.09	2.76	5.97	5.74	9.49	13.17
三、营业利润	53.01	58.54	92.55	166.33	245.79	350.68
加: 营业外收入	3.29	2.60	17.99	7.96	9.52	11.83
减: 营业外支出	0.28	3.59	14.00	5.96	7.85	9.27
四、利润总额	56.02	57.55	96.54	168.34	247.46	353.23
减: 所得税	18.98	10.85	15.28	38.47	47.45	68.12
五、净利润	37.04	46.70	81.26	129.87	200.00	285.11
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	37.06	46.70	81.26	129.87	200.00	285.11
六、每股收益 (元)						
每股收益 (全面摊薄)	0.28	0.35	0.61	0.97	1.49	2.13

数据来源: 公司招股说明书, 国都证券

6、估值定价及申购建议

目前国内 A 股上市公司中主营业务与鸿路钢构同类可比的上市公司主要有精工钢构、杭萧钢构、东南网架和刚刚上市的光正钢构。考虑到光正钢构刚上市不久, 股价可能非公允的反应了公司现阶段的真实价值, 我们暂且将它剔除。按照 2010 年 12 月 30 日收盘价计算, 可比上市公司 2010、2011、2012 年的动态市盈率的平均值分别为 35 倍、25 倍、19 倍。

图表 8: 可比上市公司估值对比 (以 2010 年 12 月 29 日收盘价计算)

简称	代码	股价 (12.29)	EPS(元)			P/E		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
精工钢构	600496	16.36	0.63	0.81	1.01	26	20	16
杭萧钢构	600477	8.83	0.27	0.45	0.57	33	19	15
东南网架	002135	16.29	0.36	0.45	0.63	45	36	26
光正钢构	002524	32	0.29	0.44	0.63	110	73	51
平均 (剔除光正钢构)						35	25	19

数据来源: 国都证券研究所

我们认为，给予公司 2011 年 20-25 倍的市盈率较为合理。按我们预计公司 2011 年的每股收益 0.97 元计算，公司合理股价为 29.8-37.25 元。考虑到限售期的影响，建议按 10%的折扣价申购，建议申购价为 26.82-33.52 元。

7、风险提示

- 1) 主要原材料钢材价格波动的风险
- 2) 企业规模迅速扩大的管理风险

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com