

鸿路钢构（002541）：品种最齐全的钢结构制造商

机械/其他专用设备

合理价格区间：34.50 元-40.25 元

报告日期：2011 年 1 月 7 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	161,303	252,338	346,193	503,550
(+/-)	45.5%	56.4%	37.2%	45.5%
营业利润	9,255	18,038	25,495	39,548
(+/-)	58.1%	94.9%	41.3%	55.1%
归属于母公司 的净利润	8,126	15,412	21,755	33,696
(+/-)	74.0%	89.7%	41.2%	54.9%
每股收益（元）	0.61	1.15	1.62	2.51
净资产收益率	29.9%	36.1%	27.9%	30.2%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2011.1.6/待定
发行后总股本（万股）	13,400
发行股数（万股）	3,400
发行价格（元）	41 元/股
发行市盈率（倍）	67.21 倍
发行动态市盈率（倍）	35.65 倍
行业滚动市盈率（倍）	40 倍
第一大股东	商晓波、邓烨芳夫妇
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	90.90%/67.84%
发行前每股净资产（元）	2.46
发行前资产负债率	18.99%

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；

证券分析师：于善辉
执业证书编号：A0140510120001
021-58824282-869 weixk@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 此次公司拟发行人民币普通股 3400 万股，占发行后总股本的 25.37%，发行价格为 41 元。商晓波、邓烨芳夫妇合计持股占发行后总股本的 67.84%，为公司控股股东。
- 鸿路钢构是品种最齐全钢结构制造企业，主要产品有建筑钢结构、设备钢结构、空间钢结构、桥梁钢结构及钢结构围护产品。公司作为专业的钢结构制造商，凭借在技术和品牌上的优势，近年来业务获得飞速增长。2008 年和 2009 年钢结构产量分别为 19 万吨和 29 万吨，市场占有率分别为 1%和 1.26%。随着募投项目的陆续投产，制约公司发展的产能不足问题将被解决，公司的市场占有率将会继续扩大。
- 钢结构市场需求旺盛，我国基建投资持续增长、国家产业政策大力支持、市场对钢结构的认知度不断提升的背景下，钢结构行业市场容量增长幅度一直高于国民经济增长幅度，并将继续保持这一趋势；同时，海外市场建筑工程承接量近年来持续增长，进而对国内钢结构制造企业持续发展构成有力拉动。
- 公司与大批优质客户建立了长期、稳定的合作关系。该等优质客户通常具有长期、稳定的国内外工程承包业务，公司将稳定分享其中的渠道资源和钢结构业务。
- 公司承接一系列大型工程项目。公司在与客户合作过程中积累了丰富的工程项目承做经验，树立品牌并不断扩大了品牌影响力。公司具备钢结构制造企业特级资质和钢结构工程专业承包壹级资质。
- 募股资金投向分析。公司此次募集资金投资项目分别为：1) 年产3.6万吨特重钢结构生产建设项目、2) 年产5 万吨管形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m² 聚氨酯复合板技术改造项目。这四个项目在2011年年中达产，达产后新增收入8.1亿元，新增利润1亿元。未来公司盈利能力将大幅提升。
- 盈利预测及估值。我们预计公司2010-2012年EPS分别为 0.83元、1.00元、1.26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30-35倍较为合理，对应的合理价格区间为34.50元-40.25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
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位.....	5
2. 公司所处行业概况.....	6
2.1 钢结构优势众多，应用领域广阔.....	6
2.2 国内需求强劲，国外稳定增长.....	8
2.2.1 国内市场庞大，需求强劲.....	8
2.2.2 国外市场需求稳定增长.....	8
2.3 钢结构制造行业：轻钢红海，重钢蓝海.....	9
3. 公司竞争优势.....	9
4. 募集资金项目分析.....	11
4.1 募集资金项目概况.....	11
4.2 募集资金项目盈利能力分析.....	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：34.50 元-40.25 元.....	13
6. 风险揭示.....	14

图表目录

图表 1 鸿路钢构主要产品结构.....	3
图表 2 鸿路钢构主要产品实景图.....	3
图表 3 公司股本结构.....	4
图表 4 发行前后股份比例变动.....	4
图表 5 收入及收入增长率.....	5
图表 6 2010 年上半年各项业务收入占比.....	5
图表 7 毛利及毛利率.....	5
图表 8 2010 年上半年各项业务毛利占比.....	5
图表 9 国内外收入及增长率.....	6
图表 10 2010 年上半年各地区销售额占比.....	6
图表 11 钢结构建筑的优势.....	6
图表 12 近年钢结构相关政策一览.....	7
图表 13 国内钢结构各细分市场发展概况.....	8
图表 14 主要钢结构企业的市场定位.....	9
图表 15 募投项目资金安排.....	11
图表 16 募投项目盈利能力.....	11
图表 17 公司获得的行业资质.....	10
图表 18 盈利预测主要假设条件.....	12
图表 19 鸿路钢构盈利预测表.....	13
图表 20 可比上市公司估值指标.....	13

1. 公司概况

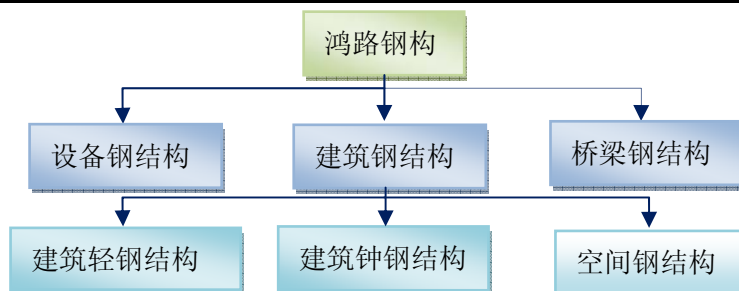
1.1 公司基本情况

安徽鸿路钢结构（集团）股份有限公司是2007年12月30日由安徽鸿路钢结构有限公司变更设立股份公司，变更设立时注册资本为10,000万元。

商晓波先生与邓烨芳女士是公司控股股东也是实际控制人，两位股东系夫妻关系。本次公开发行股票前，商晓波先生直接持有公司70.9%的股权，邓烨芳女士直接持有公司20%的股权，二人合计持有公司9,090万股，占发行前总股本的90.9%。

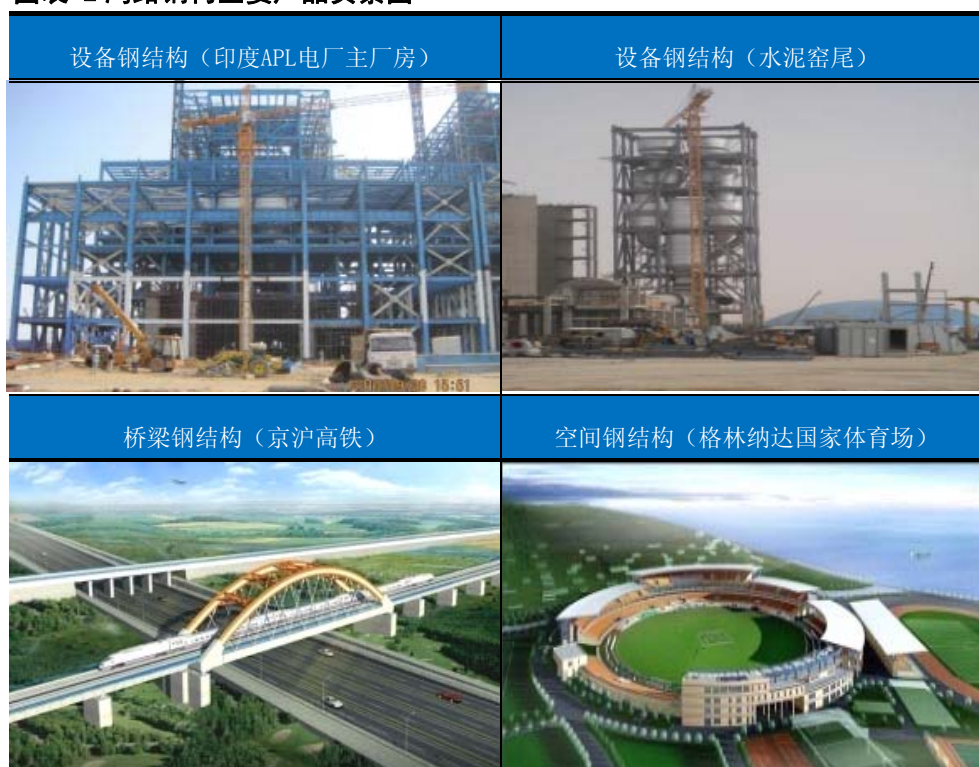
公司自成立以来一直定位于专业的钢结构制造商，主要从事的业务为刚结构及其围护产品的制造和销售，根据不同的细分市场钢结构可以分为设备钢结构、桥梁钢结构和建筑钢结构，建筑钢结构又可分为建筑轻钢结构、建筑重钢结构和空间钢结构。

图表 1 鸿路钢构主要产品结构



资料来源：招股说明书；天相投顾

图表 2 鸿路钢构主要产品实景图



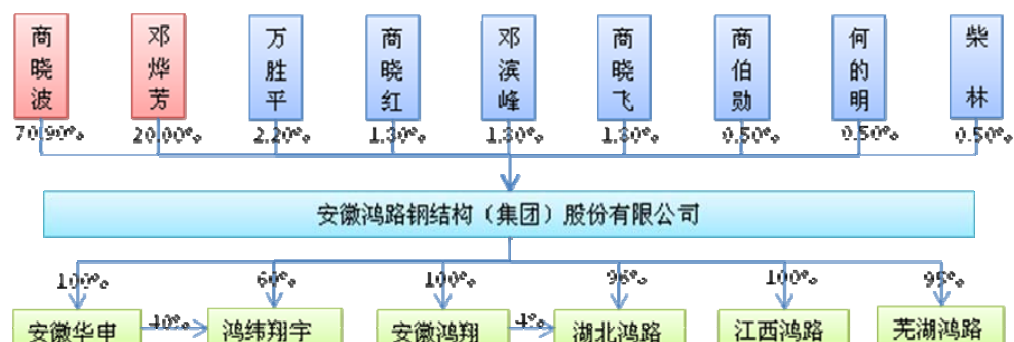


资料来源：招股说明书；天相投顾

1.2 公司股本结构

此次发行前，公司总股本为10,000万股，此次公司拟发行人民币普通股3,400万股，占发行后总股本的25.37%。公司控股股东商晓波先生与邓烨芳女士合计持股数量占发行后总股本的67.84%。公司股本结构及发行前后股份比例变动情况如下：

图表 3 公司股本结构



资料来源：招股说明书；天相投顾

图表 4 发行前后股份比例变动

股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	比例 (%)	持股数 (万股)	比例 (%)
商晓波	7,090.00	70.9	7,090.00	52.91
邓烨芳	2,000.00	20	2,000.00	14.93
万胜平	220	2.2	220	1.64
商晓红	180	1.8	180	1.34
商晓飞	180	1.8	180	1.34
邓滨峰	180	1.8	180	1.34
商伯勋	50	0.5	50	0.37
柴林	50	0.5	50	0.37
何的明	50	0.5	50	0.37
公众投资者	—	—	3,400.00	25.37
合计	10,000.00	100	13,400.00	100

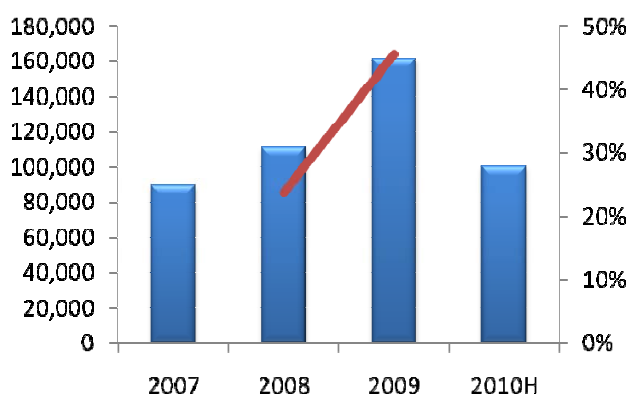
资料来源：招股说明书；天相投顾

1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司属于钢结构行业，是国内生产规模最大的钢结构制造企业之一，公司及子公司主要从事钢结构及相关护围产品的制造和销售，以钢结构生产制造为主，工程承包业务为辅。目前公司主要产品是以设备钢、建筑钢结构为主的钢结构系列产品和钢结构护围产品。

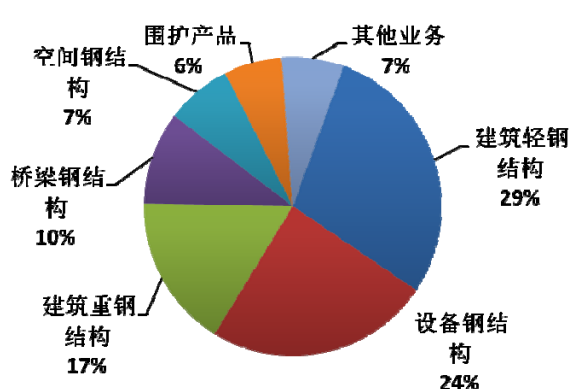
2008年、2009年公司钢结构产量分别为19万吨和29万吨，市场占有率分别为1%和1.26%，位居国内钢结构行业第十名。2008年实现营业收入11.08亿元，同比增长23.71%；2009年实现营业收入16.13亿元，同比增长45.53%。

图表 5 销售收入（左轴：万）及收入增长率（右轴：%）



资料来源：招股说明书；天相投顾

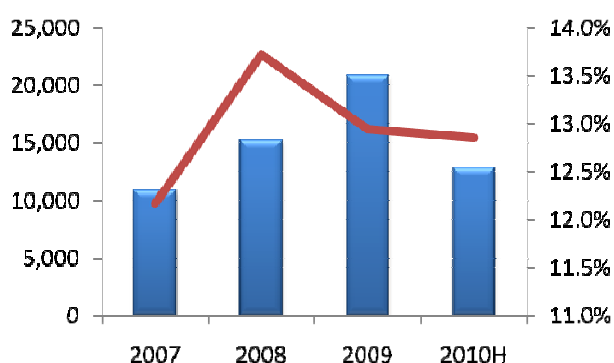
图表 6 2010 年上半年各项业务收入占比



资料来源：招股说明书；天相投顾

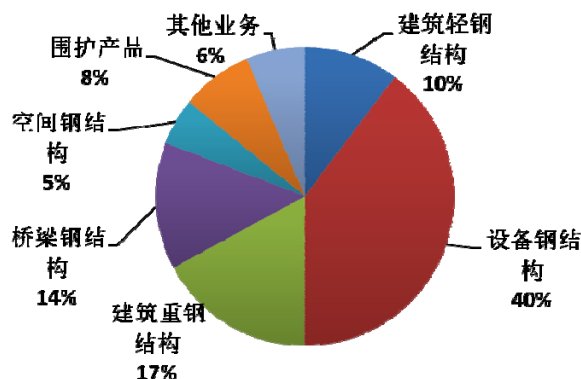
2008年实现毛利11.08亿元，同比增长39.54%；2009年实现净利润16.13亿元，同比增长37.26%。

图表 7 毛利（左轴：百万）及毛利率（右轴：%）



资料来源：招股说明书；天相投顾

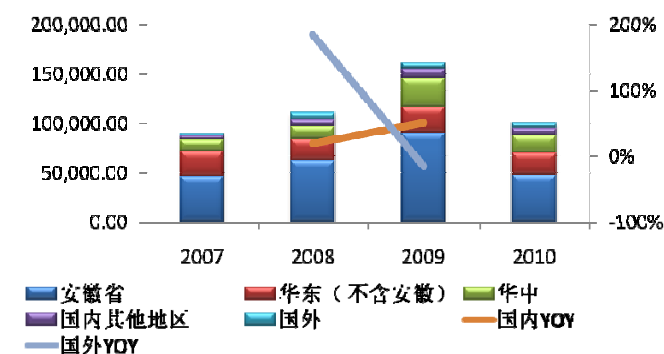
图表 8 2010 年上半年各项业务毛利占比



资料来源：招股说明书；天相投顾

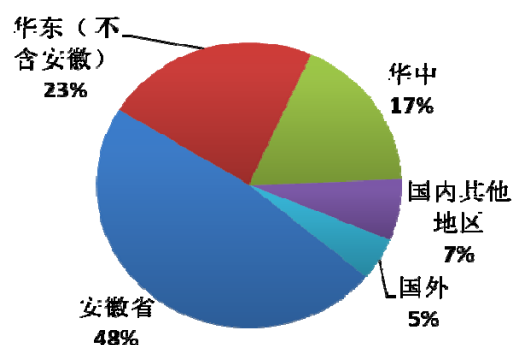
由于运输半径与售后服务等因素影响，钢结构制造企业的客户主要集中在本地及周边地区。公司成立于安徽省，安徽省的销售量占主要地位，但由于武汉和南昌的两个生产基地的投产，国内其他省份销量快速增长，造成安徽省所占销售份额下降，2009年安徽省销售额占总销售额的55.88%，2010年1-6月安徽省销售额占总销售额的50%。

图表 9 国内外销售收入（左轴：万）及增长率（右轴：%）



资料来源：招股说明书；天相投顾

图表 10 2010 年上半年国内外销售收入占比



资料来源：招股说明书；天相投顾

2. 公司所处行业概况

公司所处行业为钢结构行业。钢结构行业是一个新兴并快速发展中的产业。公司的主要产品为设备钢结构、桥梁钢结构建筑轻钢结构、建筑重钢结构、空间钢结构和钢结构围护产品。

2.1 钢结构优势众多，应用领域广阔

我国钢结构行业起步于建筑轻钢结构（如工业厂房），90 年代后，钢结构开始应用到超高层建筑、工业厂房、市政高架、体育场馆、道路桥梁、工业设备领域，逐渐替代传统的混凝土结构，近 20 年来，钢结构行业取得长足发展。钢结构行业近年来的持续、快速发展，得益于钢结构建筑在工业设备、工业厂房、建筑重钢、交通等领域不可替代的综合优势。

与传统混凝土结构建筑形式比，钢结构建筑具有自重轻、抗震性能好、空间利用率高、施工周期短、工业化程度高、环境污染少、可循环利用、可塑性强、应用领域广泛等综合优势。因此，钢结构建筑作为绿色低碳建筑，受到国家政策积极支持，在“节能减排”发展战略背景下得到大力推广应用。

图表 11 钢结构建筑的优势

序号	优势	具体内容
1	自重轻，基础造价低	可减轻建筑物重量的 30% 左右，大大简化地基处理，比混凝土建筑的地基造价低三分之一。
2	抗震性能好	中等高度建筑采用钢结构，结构自重减轻约三分之一，地震作用可减少 30-40%，钢骨架结构本身具有优良的塑性和韧性，所以抗震性能较好。
3	空间利用率高	高层建筑钢结构的结构占用面积只是同类钢筋混凝土结构面积的 30%，采用钢结构可以增加使用面积 5%—8%。
4	工业化程度高	钢结构大部分构件在工厂生产，运往现场通过焊接或螺栓进行整体组装，可全天候作业。
5	施工周期短	与钢筋混凝土结构相比，30—50 层的钢结构工程可以缩短施工工期 8—12 个月左右。



6	施工成本低	施工时不必支模、拆模，大大加快施工速度，由此可以降低成本。
7	环保性能好	不需挖地取土烧制砖瓦而毁坏耕地，主要是部件的组合安装干作业，而且作业量少，现场极少有粉尘、污水、噪音等，因而较少造成环境污染。建筑易改造，钢材可循环使用
8	可塑性强	设计更加灵活、先进，它可以根据设计师的构思来完成其建筑功能及建筑造型艺术特性。
9	应用领域广泛	，使其应用领域非常广泛，可以应用于诸如高层建筑物、场馆、展览厅、活动房屋、厂房、航站楼、住宅、桥梁、塔桅、管道容器、高炉、焦炉、海洋平台、大型设备及其钢架等很多领域。

资料来源：招股说明书；天相投顾

图表 12 近年钢结构相关政策一览

序号	时间	文件名	部门	主要内容
1	2007 年	《十一五期间我国钢结构行业形势和发展对策》	原建设部	到 2010 年，要组成 50 家大型钢结构制作安装企业；钢结构的制作、安装水平接近或达到国际先进水平。
2	2003 年	《国家建筑钢结构产业“十五”计划和 2010 年发展规划纲要》		2010 年建筑钢结构的发展目标是，争取每年全国建筑钢结构的用钢量达到钢材总产量的 6%。
3	2004 年	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	发改委、科技部、商务部联合	将钢结构列入优先发展产业
4	2004 年	《建设事业技术政策纲要》	原建设部	积极扩展建筑钢结构用钢材的品种，提高产品性能。研究和开发高性能建筑专用钢材系列产品，到 2010 年，基本实现建筑钢结构用钢国产化的目标。
5	2009 年	《钢铁产业调整和振兴规划》	国务院	提高建筑工程用钢标准，尽快完善建筑领域工程建设标准体系，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。
6	2006 年	《国务院关于加强振兴装备制造业的若干意见》	国务院	要发展大型清洁高效发电装备，包括百万千瓦级核电机组、超超临界火电机组等。

资料来源：招股说明书；天相投顾

2.2 国内需求强劲，国外稳定增长

2.2.1 国内市场庞大，需求强劲

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。

由于钢结构行业应用领域基本涉及固定资产投资，且钢结构建筑是替代传统建筑形式的新兴产业，在我国基建投资持续增长、国家产业政策大力支持、市场对钢结构的认知度不断提升的背景下，钢结构行业市场容量增长幅度一直高于国民经济增长幅度，并将继续保持这一趋势，根据公司收集的信息及经验数据，预计未来5年钢结构行业市场容量的每年增幅将在10%以上。

图表 13 国内钢结构各细分市场发展概况

细分市场	应用领域	发展概况
设备钢结构	设备机架及支架、锅炉钢架、特种设备塔架	设备钢结构市场的发展速度基本上与工业发展速度保持一致。2007年、2008年和2009年，全国工业增加值分别较上年增长13.5%、12.9%和11.0%，平均增幅为12.47%。
建筑重钢结构	高层建筑	采用钢结构形式已成为我国高层、超高层建筑的主流发展趋势，市场前景良好。
建筑轻钢结构	工业厂房	伴随着国民经济和工业投资的持续增长，钢结构在工业厂房领域的应用将保持持续增长的态势。
桥梁钢结构	道路交通	我国在铁路、公路、桥梁等交通基建领域的投资，对桥梁钢结构的发展产生较大推动作用，桥梁钢结构市场需求量在未来几年将大幅增长。
空间钢结构市场	各种场馆	目前国内体育场馆、展览馆（会展中心）、机场航站楼等基本都采用钢结构建筑形式，火车站采用钢结构形式也较多，且用钢量大。

资料来源：招股说明书；天相投顾

2.2.2 国外市场需求稳定增长

国外市场钢结构需求稳定增长，并通过我国大型总包单位的工程承接而将建筑工程中钢结构件部分的市场需求与国内钢结构企业相对接，基于我国大型建筑企业在海外工程承揽、承建方面的显著优势，海外市场建筑工程承接量近年来持续增长，进而对国内钢结构制造企业持续发展构成有力拉动。

目前我国水泥工业技术装备水平已达到世界领先水平。到2006年底，国外采用中国水泥技术和装备累计建成投产水泥成套生产线107条，建设规模基本都是日产2,000吨至日产5,000吨新型干法水泥生产线。我国水泥工艺技术和装备已出口到世界很多国家，并且已打入到欧洲市场，

以火电站主体厂房及锅炉钢架为例，印度是世界上第6大能源需求国，但其国内电力供应严重不足，缺电率高达22%至30%。据国际商业观察(BMI)预测，2011-2018

年间印度电力需求年均将增长7%，印度核电公司则预计印度电力需求年均增长将达8%，而到2013年电力需求将达1,221亿千瓦时。为此印度近来推出了一系列加大电力投资建设的计划，市场存在着巨大的商机。2010年公司签约的印度兰科2 X 660 MW 电站工程总用钢量达21,881吨，印度LT公司Balco625kt/a Aluminium Smelter工程总用钢量达21,000吨。

2.3 钢结构制造行业：轻钢红海，重钢蓝海

目前我国钢结构企业数量3,000多家，但年产量10万吨以上的企业仅20多家，绝大多数企业年产量在1万吨以下，规模普遍偏小。大多数的企业只能生产技术含量低的建筑轻钢结构，竞争激烈，毛利率低，公司在今后的日常生产经营中将逐步调整业务结构，降低轻钢结构在业务中的比重。

而在技术含量高的重钢、空间钢和桥梁钢等领域，业内主要企业如精工钢构、杭萧钢构、东南网架、巴特勒（中国）是集设计、生产、安装一体化的企业，其自身具有较强的钢结构制造能力，但以工程承包业务为主，钢结构生产线主要自给配套，有时也从鸿路钢构或其他钢结构制造商采购钢结构产品，一般不与鸿路钢构构成直接竞争关系；上海宝冶等钢结构工程承包商和总承包商，主要从事工程承包，它们属于公司的目标客户。

在设备钢结构领域，除公司外还有扬州中材，但该公司规模较小，因此公司在该领域的毛利率较高。

图表 14 主要钢结构企业的市场定位

细分市场	工程承包商	钢构制造商
建筑轻钢结构	巴特勒（中国）	3000 多家小企业
	精工钢构	104 家的规模企业
	杭萧钢构	鸿路钢构
	东南网架	
建筑重钢结构	精工钢构	
	杭萧钢构	鸿路钢构
	东南网架	
设备钢结构	上海宝冶	鸿路钢构
		扬州中材
空间钢结构	精工钢构	
	杭萧钢构	鸿路钢构
	东南网架	
桥梁钢结构	武船重工	
	中铁三桥等五家	鸿路钢构

资料来源：招股说明书；天相投顾

3. 公司竞争优势

1. 管理优势

公司实行紧密型扁平化管理模式，即统一采购分配、统一资金调配、以事业部为

运营单元、以工厂为考核单位的管理模式，采取“公司——事业部——工厂”三级管控体系。公司按照“集中决策，分散经营”的原则，将日常经营管理的权限最大程度地下放到各事业部，公司总部只保留战略决策权、采购权、资金调配权、实时监控权、高层人事权等重大权力，各事业部在生产、销售、服务等环节自成系统，依据集团的经营目标、政策和制度，结合本单位实际情况自主经营、自负盈亏，在横向关系上，将市场机制引入到集团内部，各事业部均为利润中心与成本中心，实行内部独立核算，并根据考核结果进行充分的激励。

2. 制造技术优势

公司自成立伊始，就高度重视制造技术研发，设立鸿路技术中心，并以此为依托，与合肥工业大学、中铁四局设计研究院（安徽）等著名高校及研究院所紧密合作，长期跟踪国内外钢结构制造技术的研发动态，持续提升公司在详图深化、焊接等关键制造技术的研发、应用能力，先后主持、参与制定省级、企业质量标准6项。

公司拥有X-steel、PKPM、3D3S、PS2000、AutoCAD等详图深化软件及FastCAM全自动共边连割套料软件、FastSHAPES钣金展开软件、FastCUT全自动优化套排软件等国际先进制作软件，可以根据市场及客户需求制造高难度、高精度钢结构产品。

3. 营销优势

公司建立营销员项目负责制，推行管理营销、技术营销、团队营销，提倡、推广营销员责任制理念。公司将营销员作为贯穿技术服务、生产、物流及售后服务等环节的主要责任人，对营销员进行全面培训与考核，提高公司整体营销能力。

4. 获得行业资质

公司自成立以来，陆续取得国家建设部、中国钢结构协会、商务部、国家质量监督检验检疫总局颁发的各类高等级资质证书，主要如下：

图表 15 公司获得的行业资质

序号	名称	发证时间	发证结构
1	钢结构制造企业特级资质证书	2007年10月	中国钢结构协会
2	钢结构工程专业承包壹级资质证书	2006年8月	建设部
3	对外承包工程经营资格证书	2007年10月	商务部
4	特种设备制造许可证	2006年4月	检验检疫总局
5	特种设备安装改造维修许可证	2006年4月	检验检疫总局
6	全国工业产品生产许可证	2006年3月	检验检疫总局

资料来源：招股说明书；天相投顾

5. 客户及品牌优势

公司自成立以来，凭借产品质量、售后服务及营销管理的综合优势，与合肥水泥研究设计院、中国建筑工程局、上海宝钢工程建设总公司、上海公路建设总公司等一大批国内优质客户建立了长期、稳定的合作关系。该等优质客户均为国内外知名的总承包单位和钢材贸易商，在合作初期，对钢结构企业都进行严格遴选，经过一段时间合作后，其合作关系得到长期稳定。同时，该等优质客户通常具有长期、稳定的国内外工程承包业务，公司将得以稳定分享其中的渠道资源和钢结构业务。

公司提供钢结构件的大型工程项目有：沙特阿拉伯NAJRAN 水泥公司6000t/d 新型干法水泥熟料生产线窑尾工程、埃及塞德港口设备项目、LG同创物流中心、京沪高铁跨青阳港桥工程、巴基斯坦法蒂玛化工厂工程、印度尼西亚百通660MW 燃煤电站工程、安哥拉钢桥、印度APL 电站、南京德基广场（二期）等；公司承接的钢结构大型工程项目有：四川兴川友谊大桥项目、池州市体育馆钢结构工程、重庆环球金融中心等。

4. 募集资金项目分析

4.1 募集资金项目概况

公司此次募集资金投资项目分别为：年产3.6万吨特重钢结构生产建设项目、年产5万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目、年产5万吨H型钢自动化生产线技术改造项目、年产50万m² 聚氨酯复合板技术改造项目。四个项目共需资金39,798万元。

图表 16 募投项目资金安排

项目（万元）	建筑工程	设备及安装费	工程建设	预备费	土地使用	五通一平	铺底资金	合计
年产 3.6 万吨特重钢结构	7,468	6,333	720	987	771	1,159	1,500	18,938
年产 5 万吨管形钢结构	50	7,123	355	452	-	-	1,200	9,180
年产 5 万吨 H 型钢	56	5333	290	341	-	-	1,200	7,220
年产 50 万 m ² 聚氨酯复合板	48	3,511	271	230	-	-	400	4,460

资料来源：招股说明书；天相投顾

4.2 募集资金项目盈利能力分析

目前，所有募投项目已开工建设，预计在 2011 年 6-7 月能够达产。募投项目新增产能及盈利能力如下表：

图表 17 募投项目盈利能力

项目	新增产能	新增收入（万元）	新增利润总额（万元）	投资回收期（年）
年产 3.6 万吨特重钢结构生产建设项目	3.6 万吨	24,308	4,072	6.80
年产 5 万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目	5 万吨	24,359	2,423	6.36
年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目	4 万吨	24,573	2,431	6.86
年产 50 万 m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	50 万 m ²	7,692	1,377	5.93

合计	-	80,932	10,303	-
----	---	--------	--------	---

资料来源：招股说明书；天相投顾

募投项目投产后，在提高公司生产能力的同时，将优化公司的产品结构，提高设备钢结构与重钢结构产品的占比，进一步提升公司的盈利水平。同时，气体投资项目的顺利实施，将为公司培育新的利润增长点，优化公司的业务结构，进一步提高公司盈利的稳定性，从而提高公司的综合竞争力。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测假设

假设条件一：公司所募投项目按照规划进度建设完成并达产，实现既定效益。

假设条件二：2010 年年中公司钢结构产能 41 万吨，2011 年包括募投项目在內产量达 65 万吨。

假设条件三：由于募投项目的完成，公司的负债状况大幅改善，财务费用降低，管理费用和营销费用随营业收入的增加的相近比例增加。

假设条件四：按照公司 IPO 后 1.34 亿总股本进行测算。

图表 18 盈利预测主要假设条件

产品	项目	2009A	2010E	2011E	2012E
钢 结 构	产量（吨）	290,616	462,542	632,942	938,542
	销量（吨）	271,013	439,415	601,295	891,615
	平均售价（元/吨）	4,412.37	4,725.00	4,803.00	4,766.00
	平均成本（元/吨）	3,914.42	4,115.48	4,193.02	4,165.48
	钢结构销售收入（万元）	119,581	207,624	288,802	424,944
	钢结构销售成本（万元）	106,086	180,840	252,124	371,401
	安装平均收入（元/吨）	594.02	652	680	690
	安装平均成本（元/吨）	457.47	573.76	578.00	586.5
	安装收入（万元）	16,099	28,650	40,888	61,521
	钢结构安装成本（万元）	12,398	25,212	34,755	52,293
	钢结构营业收入合计（万元）	135,680	236,273	329,690	486,465
	钢结构营业成本合计（万元）	118,484	206,052	286,879	423,694
	钢结构毛利（万元）	17,196	30,221	42,811	62,771
	钢结构毛利率	12.67%	12.79%	12.99%	12.90%
护 围 产 品	产量（万平方米）	411	562	542	575
	销量（万平方米）	484	506	515	535
	平均售价（元/平方米）	28.44	30.76	31.05	30.95
	平均成本（元/平方米）	24.35	25.72	25.8	25.65
	营业收入（万元）	13,769	15,558	15,988	16,551
	营业成本（万元）	11,790	13,009	13,284	13,716

毛利（万元）	1,978	2,549	2,703	2,834
毛利率	14.37%	16.38%	16.91%	17.12%

资料来源：天相投顾整理

图表 19 鸿路钢构（002541）盈利预测表

项目（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	161,303	252,338	346,193	503,550
YOY	45.5%	56.4%	37.2%	45.5%
减：营业成本	140,430	219,092	300,194	437,441
毛利率	12.9%	13.2%	13.3%	13.1%
营业税金及附加	837	1,262	1,731	2,518
销售费用	2,530	4,037	7,270	9,567
管理费用	3,912	6,561	7,962	10,575
财务费用	3,756	3,146	2,674	2,391
资产减值损失	597	202	865	1,511
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	9,255	18,038	25,495	39,548
YOY	58.1%	94.9%	41.3%	55.1%
加：营业外收入	1,799	186	203	226
减：营业外支出	1,400	91	103	131
其中：非流动资产处置损失	0	0	0	0
三、利润总额（亏损以“-”填列）	9,654	18,132	25,594	39,643
YOY	67.8%	87.8%	41.2%	54.9%
减：所得税费用	1,528	2,720	3,839	5,946
四、净利润（净亏损以“-”填列）	8,126	15,412	21,755	33,696
YOY	74.0%	89.7%	41.2%	54.9%
净利润率	5.0%	6.1%	6.3%	6.7%
其中：被合并方在合并前实现的净利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	8,126	15,412	21,755	33,696
少数股东损益	0	0	0	0
五、每股收益：	0.61	1.15	1.62	2.51
每股净资产（元）	2.04	3.19	5.81	8.32
净资产收益率	29.9%	36.1%	27.9%	30.2%

资料来源：公司招股说明书；天相投顾整理

5.2 估值—合理价格区间：34.50 元-40.25 元

公司作为国内前十的钢结构制造公司，目前主营业务保持较为平稳的增长，未来钢结构有着良好的市场前景，将带来公司业绩的快速增长。我们预计公司 2010 年-2012 年实现归属于母公司净利润分别为 1.54 亿元、2.18 亿元、3.37 亿元，按增发后总股本 1.34 亿股摊薄计算，对应的公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.15 元、1.62

元、2.51 元。

结合公司行业内的优势地位以及未来钢结构新业务的快速发展,综合考虑与公司在产品类别,资产规模具有相似性的公司,我们选取杭萧钢构、精工钢构等几家钢构上市公司作为参照,可比公司的 2010 年动态市盈率为 40 倍。谨慎起见我们认为公司 2010 年动态市盈率在 30-35 倍较为合理,建议询价区间 34.50 元-40.25 元。

图表 20 可比上市公司估值指标 (2011 年 1 月 4 日)

证券代码	证券简称	股票价格	EPS (元)			PE		
		20110104	2009	2010	2011	2009	2010	2011
600477	杭萧钢构	9.42	0.31	0.19	0.25	30	50	38
600496	精工钢构	18.04	0.55	0.62	0.88	33	29	21
002135	东南网架	17.00	0.21	0.46	0.54	81	37	31
002478	大金重工	17.63	0.79	1.04	1.41	22	17	13
002524	光正钢构	32.25	0.28	0.36	0.57	115	90	57
002314	雅致股份	17.33	0.57	0.50	0.58	30	35	30
	平均		0.45	0.53	0.71	52	43	31

资料来源:天相投资分析系统

6. 风险提示

宏观经济政策变化风险:公司产品广泛应用于高层建筑物、场馆、工业厂房、航站楼、桥梁、塔桅、管道、容器、高炉、焦炉、海洋平台、锅炉钢架等领域,该类建筑均属固定资产投资。因此,公司业务与国家宏观经济政策密切相关。当国家经济政策处于调控周期,钢结构行业市场供求及行业利润将受到不利影响。公司能否对宏观经济政策的变化有正确的预测,并相应调整公司的经营决策,将在很大程度上影响公司的业绩。

主要原材料钢材价格波动的风险:钢材价格波动仍会给公司带来一定的经营风险,主要体现在:

- 1) 无论钢材价格上涨还是下跌,如公司在签订合同与钢材采购环节没有衔接好,或风险管控不当,公司将蒙受经济损失;
- 2) 如钢材价格上涨或在高位运行会使公司流动资金需求增加;
- 3) 如钢材价格长期高位运行,会抑制钢结构产品的需求增长

偿债能力风险:2007 年、2008 年、2009 年、2010 年 6 月末母公司资产负债率分别为 76.59%、80.63%、81.93%、78.99%,流动比率分别为 0.82、0.82、0.72、0.83,速动比率分别为 0.45、0.48、0.33、0.42 资产负债率高、流动比率和速动比率低是大型钢结构企业普遍具有的特点,大型钢结构企业通常凭借其持续稳定的盈利能力,充分运用财务杠杆,以尽力扩大市场份额和盈利水平,致使其资产负债率普遍较高。

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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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
山东天相	地址: 济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话: 0531-88162375 传真: 0531-88162317 邮编: 250100