

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

盈利稳定，增长来自产能扩大与品种结构调整

事件描述

鸿路钢构本次发行前股份总数为 10,000 万股，本次发行 3,400 万股，其中网下发行 680 万股，占比 20%；网上发行 2,720 万股，占比 80%。

经协商确定发行价格为 41 元/股。招股意向书披露拟募集资金 39,798 万元，实际募集资金 139,400 万元，募集资金净额为 132,927 万元。

事件评论

第一，本次发行 3400 万股，发行价格 41 元/股，计划募集 3.98 亿元，实际募集资金 13.94 亿元

发行前公司总股本为 10,000 万股，本次发行 3400 万股，占发行后总股本的 25.37%，其中网下发行 680 万股，占比 20%，网上发行 2720 万股，占比 80%。

表 1：发行前公司总股本为 10,000 万股，本次发行 3400 万股

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	占总股本比例	持股数（万股）	占总股本比例
商晓波	7090	70.90%	7090	52.91%
邓烨芳	2000	20.00%	2000	14.93%
万胜平	220	2.20%	220	1.64%
商晓红	180	1.80%	180	1.34%
商晓飞	180	1.80%	180	1.34%
邓滨锋	180	1.80%	180	1.34%
商伯勋	50	0.50%	50	0.37%
柴林	50	0.50%	50	0.37%
何的明	50	0.50%	50	0.37%
公众投资者			3400	25.37%
合计	10000	100.00%	13400	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次发行计划募集 3.98 亿元，用于投资以下 4 个项目。经协商实际发行价格为 41 元/股，实际募集资金总额为 13.94 亿元，扣除 6411.45 万元的发行费用，实际募集资金净额为 13.30 亿元。

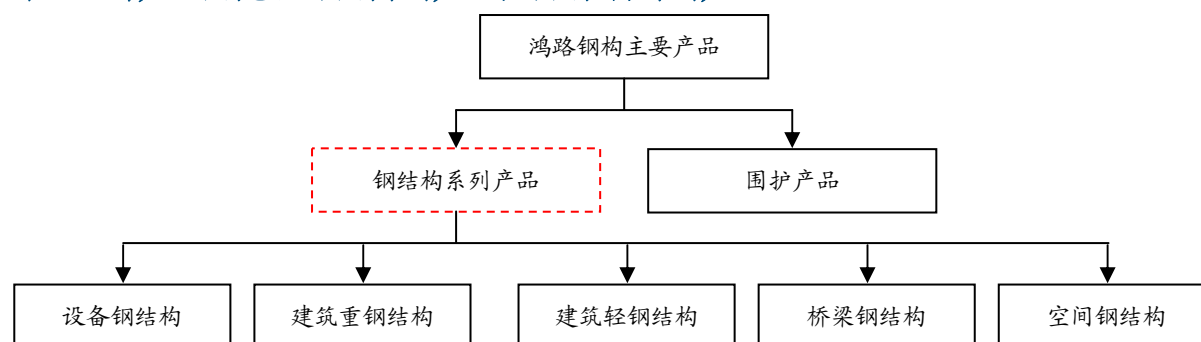
表 2：募集资金投向主要包括以下 4 个项目

序号	项目名称	项目周期	项目实施主体	投资金额
1	年产 3.6 万吨特重钢结构生产建设项目	12 个月	鸿伟翔宇	18,938
2	年产 5 万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目	6 个月	鸿路钢构	9,180
3	年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目	6 个月	鸿路钢构	7,220
4	年产 50 万 m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	6 个月	鸿路钢构	4,460
合计				39,798

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第二，主要产品为钢结构与围护产品，钢结构贡献主要利润

公司主营业务为钢结构及相关围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。

图 1：公司产品结构包括钢结构系列产品与钢结构围护系列产品


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前公司拥有 41 万吨钢结构与 500 万平方米钢结构围护产品的生产能力。

表 3：公司钢结构产能 41 万吨，钢结构围护产品产能 500 万平米

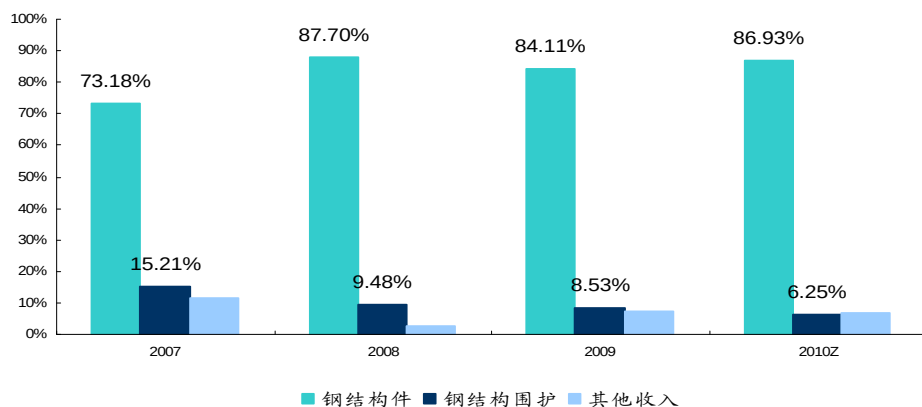
项目		设计产能/吨	实际产能/吨	产量/吨	销量/吨	产能利用率	产销率
钢结构	2010.1-6	410,000	160,000	173,253	164,806	108.28%	95.12%
	2009 年	410,000	300,000	290,616	271,013	96.87%	93.25%
	2008 年	270,000	195,000	192,706	186,243	98.82%	96.65%
	2007 年	180,000	170,000	167,769	136,853	98.69%	81.57%
项目		设计产能/万平米	实际产能/万平米	产量/万平米	销量/万平米	产能利用率	产销率
围护产品	2010.1-6	500	250	248	207	99.15%	83.69%
	2009 年	500	500	411	484	82.19%	117.80%
	2008 年	500	500	396	329	79.30%	83.05%
	2007 年	500	500	546	440	109.29%	80.58%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

从过去历年数据来看，钢结构一直都是收入的重要组成部分。2010 年中报数据显示钢结构收入占比高达 86.93%，钢结构围护系列产品占比仅为约 6.25%。

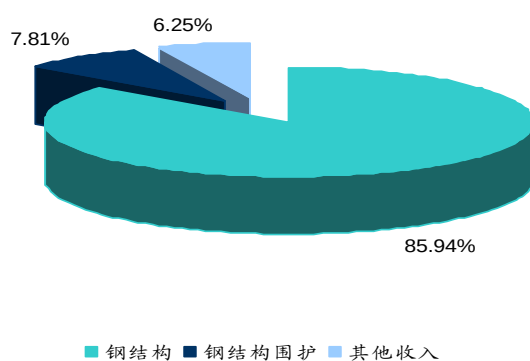
而对毛利的贡献来看，钢结构也是贡献了大部分的利润。

图 2：钢结构收入占比占收入构成的主要组成部分



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 3：钢结构贡献了主要的利润

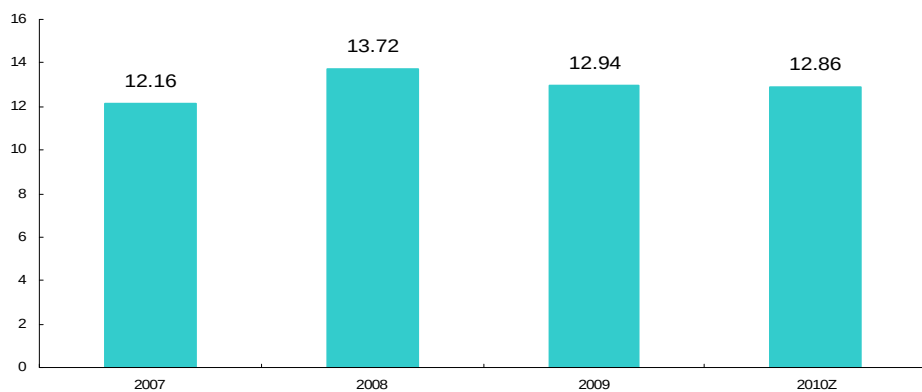


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，盈利能力稳定是公司最大的特点之一，品种结构调整使得未来毛利率具备提升空间

从公司过去历年的毛利率水平来看，盈利能力的稳定是公司最大的特点之一。

图 4：公司过去历年的毛利率水平一直都维持稳定

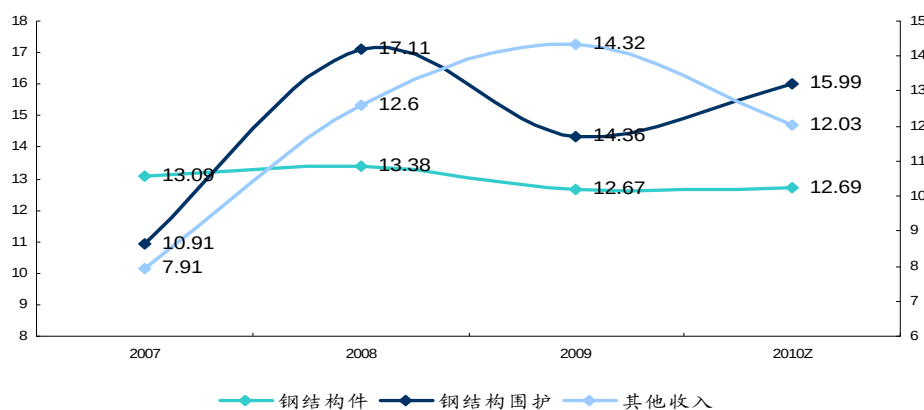


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

由于公司主要利润来源是钢结构的生产与销售，故钢结构方面的盈利情况是直接关系到公司盈利能力连续性和稳定性的关键因素。

钢结构产品毛利率一直较为稳定，与公司相对独特的经营模式较为相关。

图 5：公司钢结构盈利能力相对稳定



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

公司近些年来一直较为重视对采购环节的成本控制，一方面随着生产规模的扩大，公司利用原材料采购量大的优势与供应商签订长期供货意向合同，提高议价能力；另一方面，公司创建了“供应商协同平台”，通过高效、透明的电子采购流程实现采购成本最小化的目标。

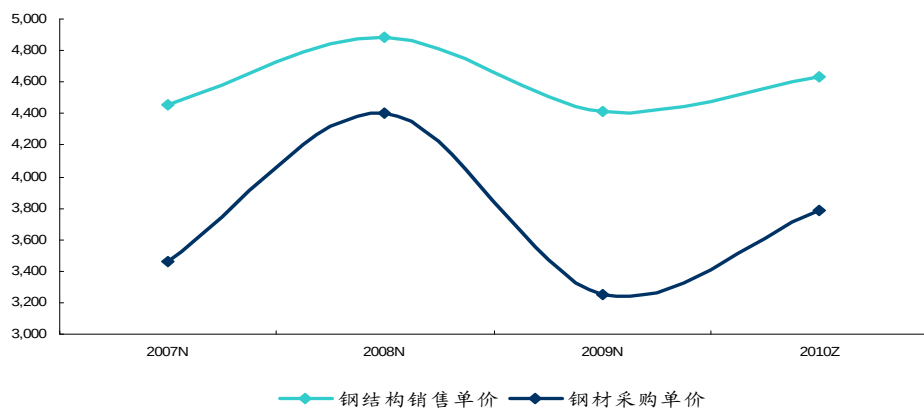
同时，以“钢结构生产制造为主、工程承包业务为辅”的生产模式，决定了公司从原材料采购到完成销售的业务流程周期较短。一方面，公司在“供应商协同平台”支持下具备对原材料价格变化快速反应的能力，另一方面，由于公司原材料中钢材占比超过 80%， $\text{“钢材价格} \times (1 + \text{合理毛利率})\text{”}$ 的定价机制也可以有效的规避钢材价格波动的风险。

表 4：公司产品售价与原材料采购价格趋势基本一致

项目	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
钢结构销售单价（元/吨）	4,637.00	4,412.37	4,887.72	4,450.86
钢材采购单价	3,789.75	3,252.61	4,404.37	3,458.40
围护产品销售单价（元/平米）	30.14	28.44	31.94	30.96
彩板采购单价（元/平米）	20.19	16.87	20.46	20.21

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 6：公司钢结构销售单价与钢材采购单价趋势一致



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

不过值得一提的是，由于工程承包业务的毛利率高于钢结构制造业务，故公司专注钢结构生产制造的生产模式使得公司销售毛利率略低于行业内其他公司，但由于以工程承包业务为主的经营模式期间费用较高、业务周期较长且往往容易占用较多的资金，因此公司销售净利率反而要高于行业内大多数公司。

表 5：公司销售毛利率低于行业均值

公司名称	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
精工钢构	13.89%	14.35%	11.76%	13.84%
杭萧钢构	14.01%	14.14%	9.96%	11.31%
东南网架	13.42%	12.32%	14.92%	15.41%
均值	13.77%	13.60%	12.21%	13.52%
鸿路钢构	12.86%	12.94%	13.72%	12.16%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 6：公司销售净利率要高于行业内其他公司

公司名称	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
精工钢构	4.46%	4.49%	2.83%	3.20%
杭萧钢构	3.27%	3.88%	2.30%	1.28%
东南网架	2.45%	2.05%	1.52%	2.87%
均值	3.39%	3.47%	2.22%	2.45%
鸿路钢构	5.61%	5.04%	4.21%	4.13%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

从公司分产品盈利能力来看，由于建筑轻钢竞争激烈，公司未来将逐步转向以设备钢结构、桥梁钢结构及建筑重钢结构为重心的经营理念上。

品种结构的逐步调整将使得公司盈利能力维持稳定的前提下，整体毛利率水平稳步提升。

表 7：公司分产品盈利能力统计

公司名称	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
设备钢结构	21.05%	20.20%	20.41%	20.19%
建筑重钢结构	13.19%	12.70%	12.59%	14.88%
桥梁钢结构	17.67%	18.62%	20.50%	21.92%
空间钢结构	9.04%	11.67%	12.97%	14.50%
建筑轻钢结构	4.58%	4.92%	8.26%	11.46%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

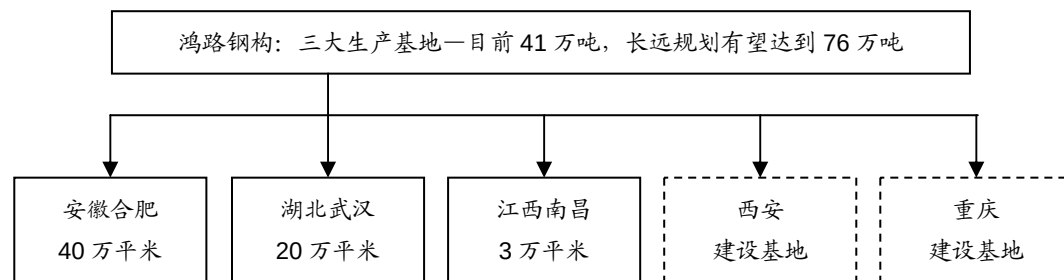
第四，高增长来自产能扩大，包括现有产能增长与募投项目释放

公司目前主要拥有的产能情况为：钢结构 41 万吨，围护产品 500 万平方米。

生产基地主要分布在安徽合肥、湖北武汉与江西南昌，将来还有可能进一步拓广西安与重庆建设基地。

随着公司技术改造升级的推进，现有产能未来存在较大的自然增长空间，长远来看，目前 41 万吨的钢结构产能仅仅依赖自然增长就可以达到约 76 万吨。

图 7：公司目前拥有三大基地，未来有望继续拓展新的生产基地



资料来源：招股说明书，公司资料，长江证券研究部

公司目前拥有的三大生产基地，按照单位面积的年产量来推算：

- ✓ 2010 年，每平米年产量达到 0.6-0.7 吨之间，故 2010 年产能约为 40 万吨左右；
- ✓ 如果每平米年产量达到 1 吨，则现有产能即可达到 63 万吨；
- ✓ 随着公司不断的技术改造升级，长期来看有望达到 1.2 吨/平米，则总产能可拓展至约 76 万吨。

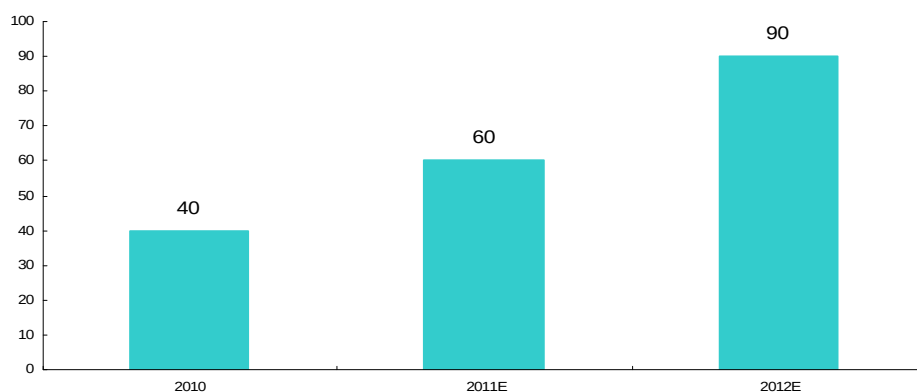
表 8：按照厂区面积来推算公司现有产能

厂区名称	面积（万平米）	吨/平米的生产能力边际分析						
	万平米	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
安徽合肥	40	24	28	32	36	40	44	48
湖北武汉	20	12	14	16	18	20	22	24
江西南昌	3	1.8	2.1	2.4	2.7	3	3.3	3.6
合计	63	37.8	44.1	50.4	56.7	63	69.3	75.6

资料来源：招股说明书，公司资料，长江证券研究部

而募投项目的扩大将使得公司产能进一步提升。综合来看，公司钢结构的产能有望在 2012 年达到 90 万吨。

图 8：公司产能快速增长，2012 年有望达到 90 万吨



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第五，短期业绩有保障，长期具备高增长能力

公司预计 2010 年度归属于母公司所有者净利润同比增长幅度约为 90%-100%，业绩增长主要源于本年度公司钢结构产品订单增长较快，同时新增钢结构产能的释放也为产销规模的扩大提供了保障。

预计 2010 年公司可实现 EPS 约为 1.15 元~1.21 元。

表 9：短期业绩有保障，2010 年净利润同比增长 90%-100%

归属于母公司所有者净利润（万元）	同比增长 90%	同比增长 100%
2009	8,126.21	8,126.21
2010E	15,439.81	16,252.43
上市后总股本	13400	13400
对应 EPS	1.15	1.21

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

考虑到公司自身产能的快速扩张与后期募投项目释放带来的高增长，预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 1.18 元和 1.60 元。考虑 41 元/股的发行价格，对应 PE 水平分别为 34.75 倍和 25.63 倍。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1613	2641	3404	4382	货币资金	206	264	340	438
营业成本	1404	2295	2945	3781	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	209	346	459	600	应收账款	158	258	333	428
% 营业收入	12.9%	13.1%	13.5%	13.7%	存货	569	931	1195	1534
营业税金及附加	8	14	18	23	预付账款	122	201	258	331
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	25	42	54	70	流动资产合计	1055	1654	2126	2732
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	39	63	82	105	持有至到期投资	1	1	1	1
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	38	35	47	56	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	1.3%	1.4%	1.3%	固定资产合计	628	1022	1407	1685
资产减值损失	6	6	5	6	无形资产	108	103	98	93
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	1	1	1
营业利润	93	186	253	341	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.7%	7.0%	7.4%	7.8%	资产总计	1797	2782	3633	4513
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	585	881	1143	1254
利润总额	97	186	253	341	应付款项	684	1117	1434	1840
% 营业收入	6.0%	7.0%	7.4%	7.8%	预收账款	160	261	337	434
所得税费用	15	28	38	51	应付职工薪酬	7	11	15	19
净利润	81	158	215	290	应交税费	11	18	25	33
归属于母公司所有者					其他流动负债	10	17	21	28
的净利润	81.3	157.9	214.8	289.8	流动负债合计	1455	2305	2974	3607
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	55	55	55	55
EPS (元/股)	0.61	1.18	1.60	2.16	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	13	13	13	13
经营活动现金流净额	128	247	328	430	负债合计	1523	2373	3042	3675
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	274	408	591	837
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	274	408	591	837
固定资产投资	-393	-426	-434	-344	负债及股东权益	1797	2782	3633	4513
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-393	-426	-434	-344		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.606	1.178	1.603	2.163
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.74	4.08	5.91	8.37
银行贷款增加 (减少)	240	296	262	111	PE	67.61	34.80	25.57	18.96
筹资成本	35	-59	-80	-99	PEG	1.28	0.66	0.48	0.36
其他	-71	0	0	0	PB	14.96	10.04	6.94	4.90
筹资活动现金流净额	204	237	183	12	EV/EBITDA	37.72	23.80	17.92	13.64
现金净流量	-61	58	76	98	ROE	29.7%	38.7%	36.4%	34.6%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。