

鸿路钢构 (002541)

10 年预增 102%，产能释放促未来发展

2010 年业绩快报点评

韩其成
021-38676162
hanqicheng@gtjas.com
S0880511010022

本报告导读：

公司预计 10 年净利润 1.64 亿，同增 101.57% 左右，最新股本 EPS1.22 元，同增 101.58% 左右，公司具高成长以及高盈利的特质，11 年 30 倍 PE，目标价 54 元，谨慎增持。

投资要点：

- 12 日公司公告根据财务部门初步估算，预计 2010 年净利润 1.64 亿，同增 101.57% 左右，按最新股本 EPS1.22 元，同增 101.58% 左右，收入同增 61.77%。公司业绩大幅上升的原因：一、钢结构行业市场需求继续保持快速增长的态势，公司订单量持续增加；二、公司新增钢结构产能在 2010 年得到充分释放，产销规模均出现大幅度增长。
- 我国钢结构行业呈现持续且快速的增长势头，2010 年实现行业景气向上的转变。钢结构行业特点：1) 发展空间依然巨大，产业升级背景下，工业发展不断催生钢结构需求。2) 行业集中度较低，正在逐步提升过程中。3) 我国海外承包打开国际市场，政策支持行业发展。
- 有别于其他钢结构上市企业，公司业务重点为钢结构制造端，产品涵盖设备钢结构 (24%)、桥梁钢结构 (10%) 和建筑钢结构 (53%) 三大领域。公司专注钢结构产品制造带来下游总包商和业主对于公司的信任与长期合作；制造产能持续扩张带来规模化经营的成本优势；重制造经营模式确保公司收益实现高效性以及制造端品牌优势确立。
- 业务结构转变提升盈利能力，新增产能达产保障未来收益。高盈利性的设备钢结构收入占比持续提升，海外市场中电力、水泥建设需求提升保障公司发展空间；公司 41 万吨/年的设计产能将在 2011 年完全释放，转化为实际产销量，募投项目 11 年中达产 10 万吨，11 年底全部达产，新增 12.6 万吨钢结构以及 50 万平米围护产品产能。
- 鸿路钢构兼具高成长以及高盈利的特质，预测公司 10-12 年 EPS 为 1.22、1.80、2.44 元，给予 11 年 30 倍 PE，目标价 54 元，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,108	1,613	2,562	3,198	4,158
(+/-)%	24%	46%	59%	25%	30%
经营利润 (EBIT)	93	136	212	280	383
(+/-)%	43%	47%	56%	32%	37%
净利润	47	81	163	242	326
(+/-)%	26%	74%	101%	48%	35%
每股净收益 (元)	0.47	0.81	1.22	1.80	2.44
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	8.4%	8.4%	8.3%	8.8%	9.2%
净资产收益率 (%)	24.2%	29.7%	9.9%	13.0%	15.1%
投入资本回报率 (%)	21.6%	16.2%	16.1%	19.0%	20.6%
EV/EBITDA	46.3	33.6	23.4	17.5	12.8
市盈率	88.4	50.8	33.8	22.9	16.9
股息率 (%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：首次

目标价格：54.00

上次预测：

当前价格：41.28

2011.02.14

交易数据

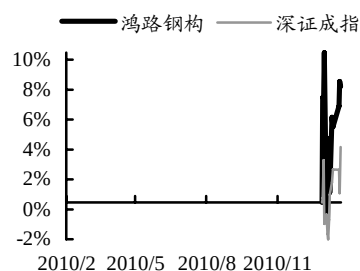
52 周内股价区间 (元)	35.30-42.48
总市值 (百万元)	5,532
总股本/流通 A 股 (百万股)	134/27
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	20%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	365
每股净资产	2.73
市净率	15.1
净负债率	237%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-	-
Q2	-	-
Q3	-	-
Q4	0.81	-
全年	0.81	-

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	1%	10%	0%

相关报告

《横跨三界的钢结构制造超市》

2011.01.04

模型更新时间: 2011.02.14

股票研究

工业
建筑工程业

鸿路钢构 (002541)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 54.00

上次预测:

当前价格: 41.28

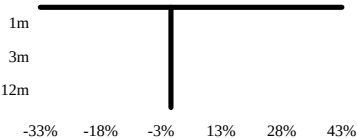
公司网址

www.hong-lu.com

公司简介

公司定位于专业的钢结构制造商,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。公司通过不断的技术创新与工艺提升,形成了以设备钢结构、建筑重钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构等中高端产品为主,产品丰富、应用领域广的相互协调发展的经营格局,是我国钢结构行业中能生产制造加工不同规格型号、精度要求高、难度要求大、工期要求紧的钢结构件的大型专业生产企业。公司已取得钢结构制造企业特级资质证书、钢结构工程专业承包一级资质证书、钢结构工程专业承包二级资质证书。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

35.30-42.48

市值 (百万)

5,532

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

净利率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

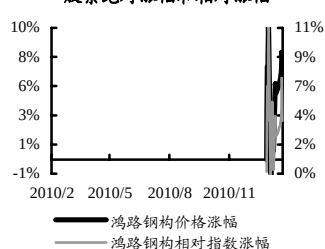
EV/EBITDA

P/S

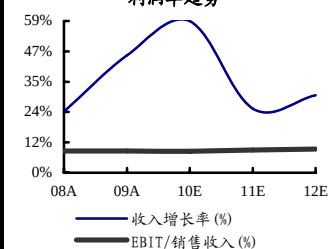
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,108	1,613	2,562	3,198	4,158
营业成本	956	1,404	2,237	2,776	3,591
税金及附加	3	8	13	16	21
销售费用	22	25	38	48	62
管理费用	35	39	62	78	101
EBIT	93	136	212	280	383
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	31	38	15	-9	-10
营业利润	59	93	198	290	393
所得税	11	15	34	48	67
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	47	81	163	242	326
货币资金、交易性金融资产	244	206	608	685	673
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产合计	303	628	878	1,128	1,278
无形资产及其他资产	68	108	208	248	287
资产合计	1,195	1,797	2,967	3,524	4,272
流动负债	1,002	1,455	1,267	1,606	2,052
非流动负债	0	68	56	58	61
股东权益	193	274	1,644	1,859	2,159
投入资本(IC)	348	706	1,090	1,230	1,545
NOPLAT	75	114	175	234	318
折旧与摊销	0	0	0	0	0
流动资金增量	33	-3	-52	150	-125
资本支出	-121	-393	-350	-290	-190
自由现金流	-12	-282	-227	94	3
经营现金流	0	0	138	395	206
投资现金流	-121	-393	-350	-290	-190
融资现金流	115	204	614	-29	-28
现金流净增加额	-5	-189	402	77	-12
收入增长率	23.7%	45.5%	58.8%	24.8%	30.0%
EBIT 增长率	42.6%	46.8%	56.1%	32.0%	36.7%
净利润增长率	26.0%	74.0%	101.1%	47.8%	35.0%
利润率					
毛利率	13.7%	12.9%	12.7%	13.2%	13.6%
EBIT 率	8.4%	8.4%	8.3%	8.8%	9.2%
净利率	4.2%	5.0%	6.4%	7.6%	7.8%
净资产收益率(ROE)	24.2%	29.7%	9.9%	13.0%	15.1%
总资产收益率(ROA)	3.9%	4.5%	5.5%	6.9%	7.6%
投入资本回报率(ROIC)	21.6%	16.2%	16.1%	19.0%	20.6%
存货周转天数	104	118	111	114	112
应收账款周转天数	28	26	26	26	26
总资产周转天数	315	339	339	32	33
净利润现金含量	0.00	0.00	0.85	1.64	0.63
资本支出/收入	11%	24%	14%	9%	5%
资产负债率	83.9%	84.8%	44.6%	47.2%	49.5%
净负债率	81.1%	158.2%	-33.6%	-33.7%	-28.4%
PE	88.4	50.8	33.8	22.9	16.9
PB	21.4	15.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	46.3	33.6	23.4	17.5	12.8
P/S	3.7	2.6	2.2	1.7	1.3
股息率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

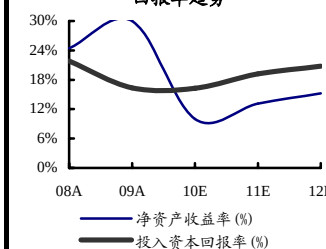
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

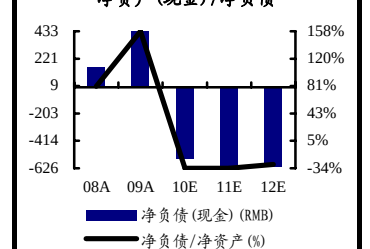
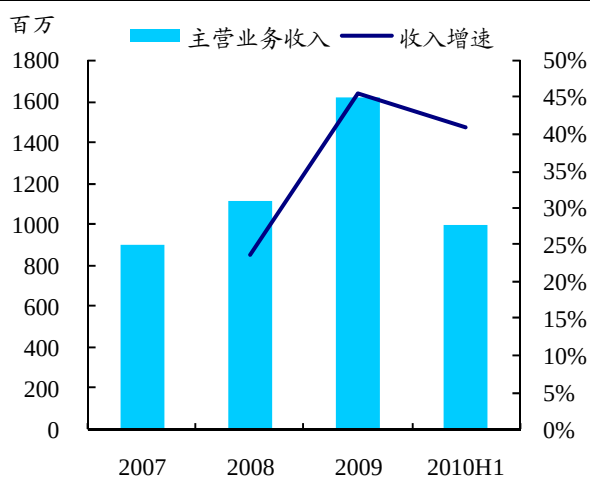
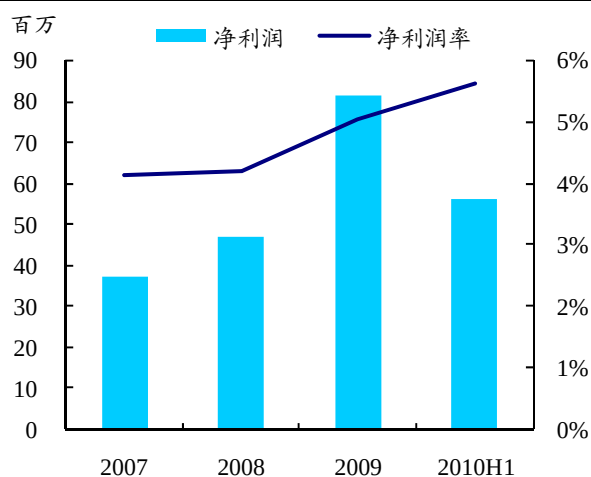


图 1: 鸿路钢构主营业务收入及增速



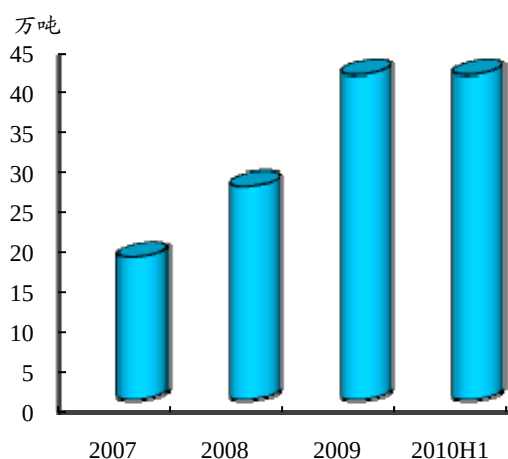
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 2: 鸿路钢构净利润及净利润率



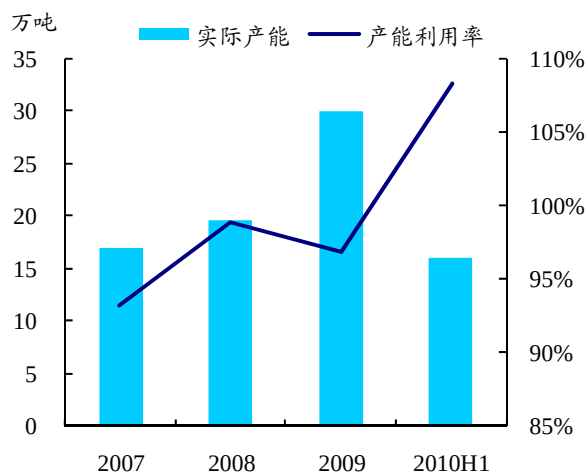
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 3: 鸿路钢构设计产能



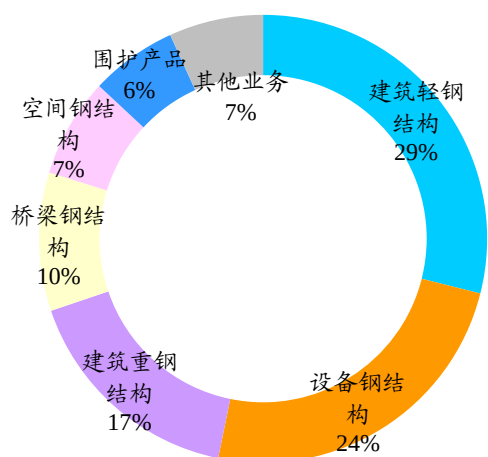
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 4: 鸿路钢构实际产能及利用率



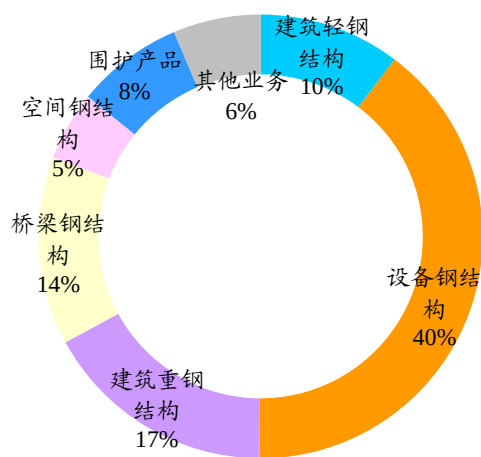
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 5: 鸿路钢构 2010H1 收入构成



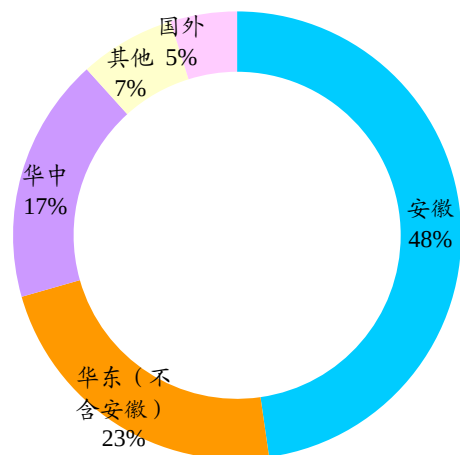
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 6: 鸿路钢构 2010H1 毛利构成



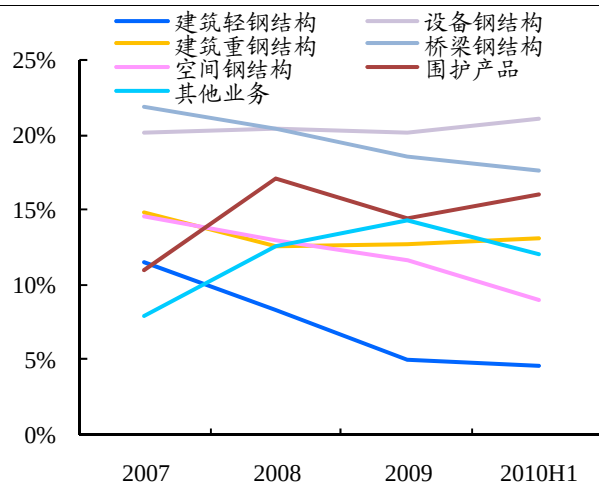
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 7: 鸿路钢构 2010H1 收入区域构成



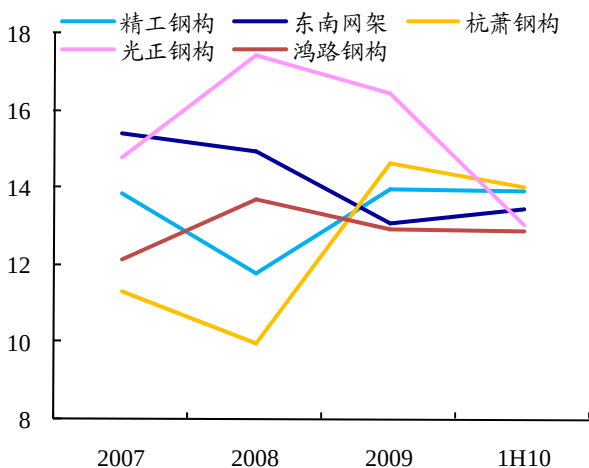
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 8: 鸿路钢构各产品毛利率



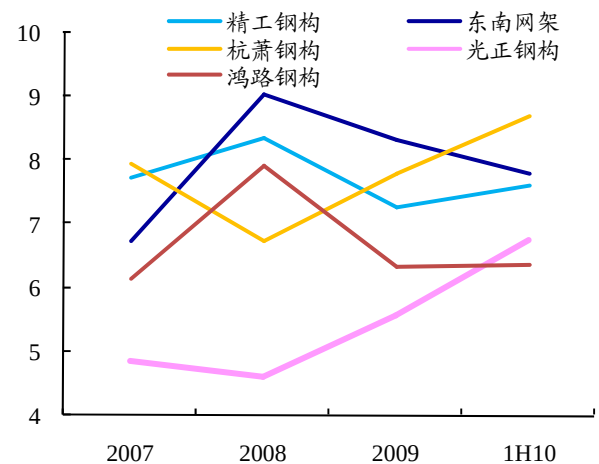
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 9: 钢结构公司毛利率比较



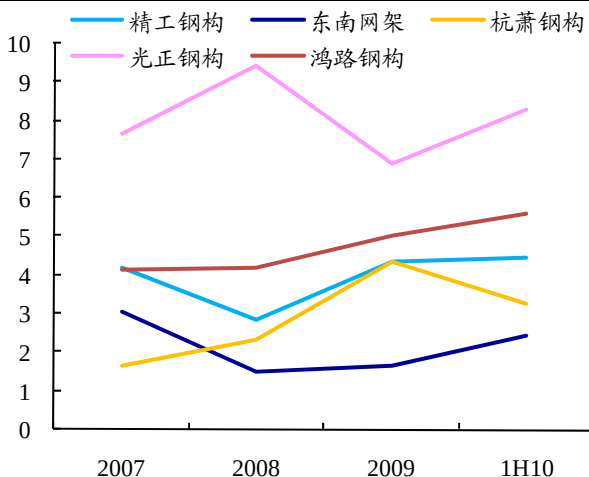
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 10: 钢结构公司期间费用率比较



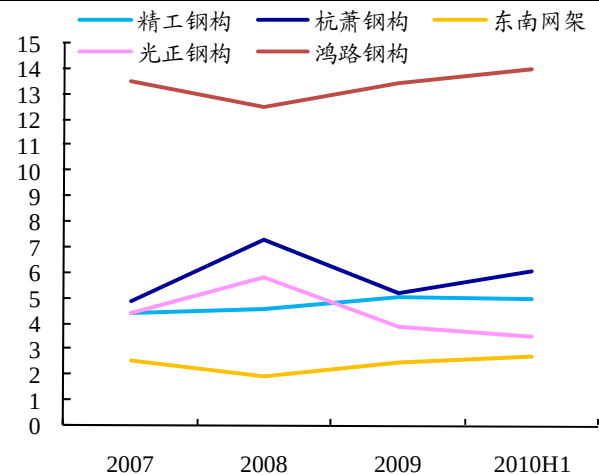
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 11: 钢结构公司净利率比较



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 12: 钢结构公司应收账款周转率比较



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

表 1: 公司承接的电力设备钢结构项目

序号	项目名称	总用钢量	客户	项目进度	承接方式
1	印度兰科Vidharba 2 X 660 MW 电站设备	22500 吨	star plus Global Ltd.	2010 年 10 月签订合同	钢结构制作
2	印度兰科Babandh 2 X 660 MW 电站设备	22500 吨	star plus Global Ltd.	2010 年 10 月签订合同	钢结构制作
3	印度兰科 2 X 660 MW (STAGE-II - UNIT III & IV)	21881 吨	印度兰科公司	在建	钢结构制作
4	印度 WPCL6X600 项目	12000 吨	山东电建一公司	在建	钢结构制作
5	博茨瓦纳 4X150MW 项目	5300 吨	中国电工设备进出口公司	在建	钢结构制作
6	印度兰科 APL2 X 660 MW 辅助结构	5000 吨	印度兰科公司	在建	钢结构制作
7	印度 APL 电站 3*660MW 超临界机组工程脱硫钢构	2000 吨	山东电建三公司	在建	钢结构制作
8	印度 APL 电站 5*660MW 超临界机组工程	2000 吨	山东铁军电力工程有限公司	2009 年 10 月完工	钢结构制作
9	下料车间、主管道车间、管道焊接车间、涂装车间	1068 吨	山东核电设备制造有限公司	2008 年 1 月完工	钢结构制作
10	印度 APL 电站 5*660MW 超临界机组工程	3100 吨	山东铁军电力工程有限公司	2010 年 3 月完工	钢结构制作

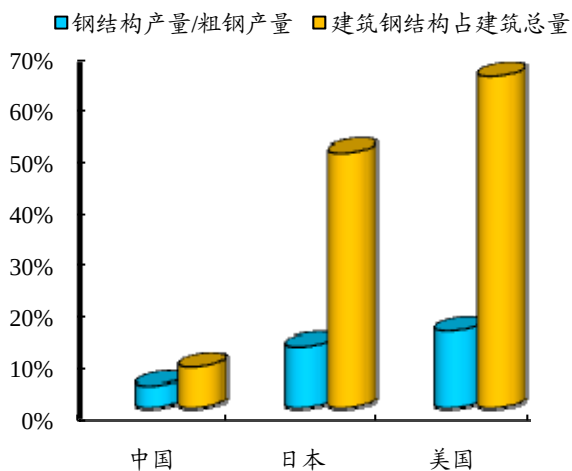
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

表 2: 公司承接的部分海外水泥设备钢结构项目

序号	项目名称	总用钢量	客户	项目进度	承接方式
1	巴基斯坦 Lucky D-line 3300T/D 水泥生产产线设备钢结构	1916 吨	合肥水泥研究设计院	2005 年 4 月完工	钢结构制作
2	巴基斯坦 Lucky E&F-line 3300T/D 水泥生产线设备钢结构	2244 吨	合肥水泥研究设计院	2005 年 5 月完工	钢结构制作
3	巴基斯坦 Attock B-line 3301T/D 水泥生产产线设备钢结构	797 吨	合肥水泥研究设计院	2005 年 6 月完工	钢结构制作
4	沙特阿拉伯 NAJIRAN 6000T/D 水泥生产线设备钢结构	6489 吨	合肥水泥研究设计院	2006 年 12 月完工	钢结构制作
5	沙特阿拉伯 NAJIRAN 3000T/D 粉磨站生产产线设备钢结构	3375 吨	合肥水泥研究设计院	2008 年 6 月完工	钢结构制作
6	苏丹 BERBER 4800T/D 水泥生产线设备钢结构	2200 吨	合肥水泥研究设计院	2008 年 11 月完工	钢结构制作
7	苏丹 ATBARA 5300T/D 水泥生产线设备钢结构	5440 吨	合肥水泥研究设计院	2009 年 4 月完工	钢结构制作
8	埃塞俄比亚 MESSEBO 3000T/D 水泥生产产线设备钢结构	1022 吨	合肥水泥研究设计院	2009 年 7 月完工	钢结构制作
9	俄罗斯 LSR5000T/D 水泥生产线设备钢结构	1533 吨	合肥水泥研究设计院	2009 年 1 月完工	钢结构制作
10	越南 CONG THANA 2500T/D 水泥生产线设备钢结构	540 吨	中材国际	2007 年 6 月完工	钢结构制作
11	埃塞俄比亚 MCE MUGHER 3000T/D 熟料、粉磨和包装生产线	1472 吨	中材国际	2010 年 4 月完工	钢结构制作

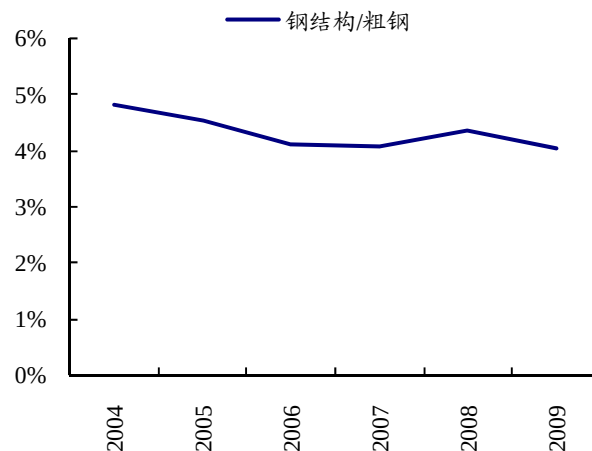
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

图 13: 中、日、美三国钢结构用量占比



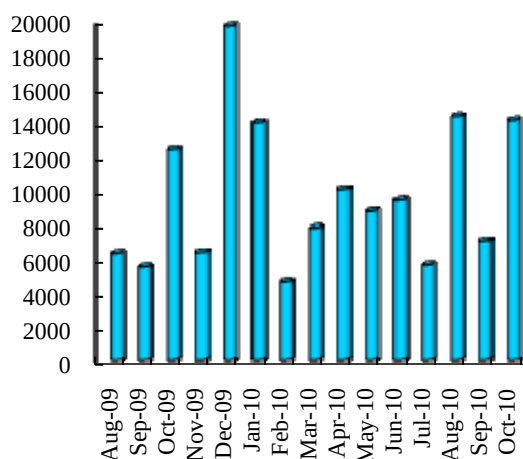
数据来源: 钢结构用钢需求潜力大、国泰君安证券研究

图 14: 我国钢结构用钢占比



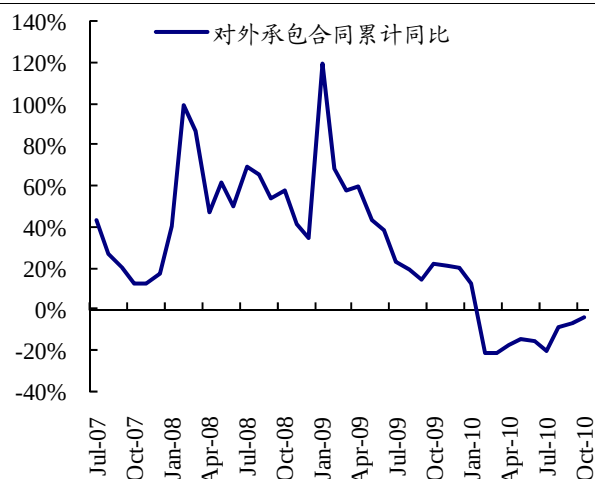
数据来源: 中国金属钢结构协会、国泰君安证券研究

图 15: 我国单月对外承包工程合同 (百万美元)



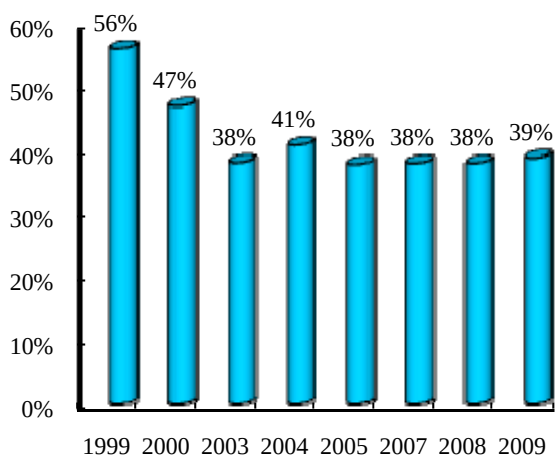
数据来源: 商务部, 国泰君安证券研究

图 16: 2010 年末对外承包累计同比恢复良好



数据来源: 商务部, 国泰君安证券研究

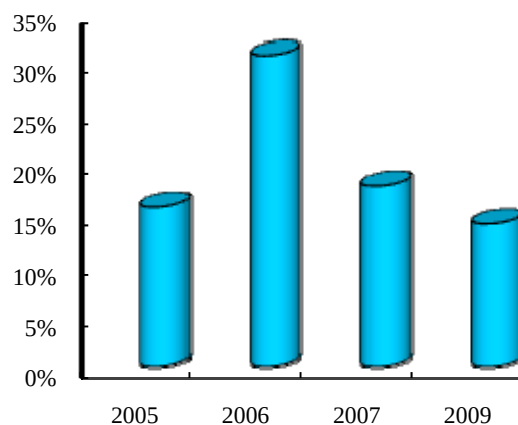
图 17: 美国 MBMA 会员在低层建筑的市场份额



数据来源: MBMA、国泰君安证券研究

注: MBMA 一共有 43 个会员。

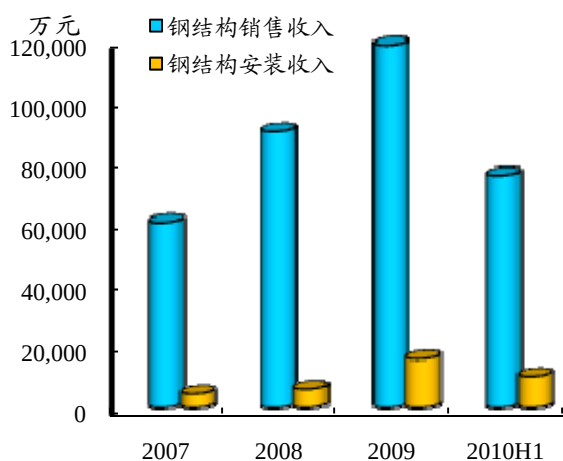
图 18: 中国前 20 名钢构企业市场份额



数据来源: 中国金属钢结构协会、国泰君安证券研究

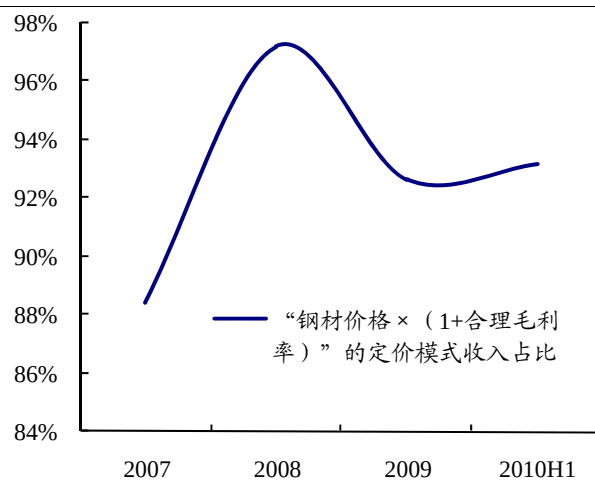
注: 2009 年为估算数

图 19: 鸿路钢构钢结构销售收入与安装收入



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 20: “钢材价格 $\times$ (1+合理毛利率)” 的定价模式收入占比



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

S0880511010022

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名，2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

张琨（贡献作者）:

S0880110090085

021-38674754

zhangkun008742@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员，上海财经大学数量经济专业硕士，2010 年加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		