

2011年02月21日

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 18.47

目标价(元): 24.00

精工钢构(600496)

百尺竿头，更进一步

投资评级: B--买入(首评)

能源材料: 余宝山

执业证书编号: S0890209060012

电话: 021-50122225

邮箱: yubaoshan@yahoo.com.cn

能源材料: 王行兵

执业证书编号: S0890110110008

联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	38700.00
流通 A 股/B 股(万股)	38700.00/0.00
资产负债率(%)	63.98
每股净资产(元)	3.91
市净率(倍)	4.72
净资产收益率(加权)	10.84
12 个月内最高/最低价	20.19/8.37

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

◆**钢结构行业发展前景广阔，公司面临良好的发展机遇。**2010 年我国钢结构产量仅 2500 多万吨，2015 年产量有望在此基础上翻一番以上，达到 5000 万吨~6500 万吨。“十二五”期间，我国钢结构行业有可能会被列入战略性新兴产业，来加以大力发展和推广。我们预计，未来 5-10 年，我国钢结构行业仍将保持持续、快速的发展势头，公司面临良好的发展机遇。

◆**公司 2010 年业绩持续增长，行业领先地位进一步巩固。**公司 2010 年营业收入有望超过 50 亿元，净利润有望达到 2.3 亿元，创历史最好水平。公司轻钢、重钢、空间钢三大建筑专业体系，连续 3 年排名行业第一。公司营业收入明显高于其他同类公司，毛利率稳定，估值相对偏低。

◆**收购亚洲建筑，完善公司产业链，向钢结构集成服务商迈进。**公司目前主要从事轻型、高层、空间用钢结构产品的设计、制造、施工安装及新型墙体材料的生产与销售，按照公司发展战略，公司将通过技术研发、集成创新，全面打造钢结构建筑体系集成服务商。收购亚洲建筑，提高了墙面、屋面围护系统方面的能力，完善公司产业链，提升公司整体竞争力。

◆**收购标的增强了公司整体盈利能力，未来业绩有望进一步快速增长。**公司收购亚洲建筑后，未来三年亚洲建筑控股的上海精锐和诺派建筑，平均每年贡献的归属于母公司权益合计数将不低于 6,000 万元，预计可以增厚公司每股收益 0.13 元，占公司目前每股收益的 22% 左右，公司盈利能力将大幅提升。

◎关键假设与盈利预测:

我们预计，2010-2012 年公司销售收入仍维持 15% 左右的增长幅度，公司产品维持 13%-15% 的毛利率，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.59 元、0.85 元、1.08 元，对应目前的股价，PE 分别为 31.09、21.72、17.04。

◎风险提示:

宏观经济发展引发的系统风险；“十二五”期间钢结构行业发展严重低于预期的风险；公司经营风险；公司不能成功收购亚洲建筑的风险。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	4587.72	4509.84	5100.00	5904.29	7012.34
同比增速(%)	46.55	-1.70	13.09	15.77	18.77
净利润(百万)	125.34	192.20	229.88	329.10	419.45
同比增速(%)	28.00	53.34	19.60	43.16	27.45
毛利率(%)	11.76	13.98	13.87	14.47	15.50
每股盈利(元)	0.36	0.50	0.59	0.85	1.08
ROE(%)	14.91	14.17	15.73	17.75	18.80
PE(倍)	1.08	15.36	31.09	21.72	17.04

正文目录

1. 钢结构行业发展前景广阔，公司面临良好的发展机遇.....	3
2. 公司行业地位进一步巩固，业绩持续增长.....	3
3. 与国内主要钢构上市公司比较.....	4
3.1. 营业收入对比.....	4
3.2. 毛利率对比.....	5
3.3. 每股收益与市盈率对比.....	5
4. 收购亚洲建筑，进一步完善钢结构产业链.....	6
4.1. 亚洲建筑系统有限公司介绍.....	6
4.2. 收购标的与收购方式.....	6
4.3. 收购对公司的影响和意义.....	7
4.3.1. 符合公司发展战略，进一步完善钢结构产业链.....	7
4.3.2. 减少关联交易，促进公司规范经营.....	7
4.3.3. 有利于进一步提升公司经营业绩.....	7
5. 盈利预测与风险提示.....	7
5.1. 关键假设与盈利预测.....	7
5.2. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 公司近年经营业绩增长情况.....	4
图 2 与可比公司营业收入对比.....	4
图 3 与可比公司毛利率对比.....	5
图 4 与可比公司每股收益及市盈率对比.....	5
图 5 亚洲建筑系统有限公司控制关系图.....	6

1. 钢结构行业发展前景广阔，公司面临良好的发展机遇

钢结构（包括房屋建筑、桥梁、塔桅、装备等）是绿色环保产品，可重复利用和回收，充分体现了循环经济、低碳经济（与砖混、钢筋混凝土结构相比）的可持续发展理念。钢结构的经济和技术性优越，利于现代社会向工业化、产业化发展，适应并满足了我国国民经济建设需要，成为具有市场广阔、企业众多、创新不断、充满蓬勃生机的新兴产业之一。为满足我国拉动内需和提高人民生活水平的刚性需求，从基础设施到安全、舒适、环保住宅的建设，钢结构都大有可为。

据联合国 2005 年统计，到 2025 年全球每小时要建造 4000 套住宅，面对这个巨大的市场，钢结构完全可以充分发挥其工厂化、装配化、标准化优势，占领更多的市场份额。而 2010 年我国钢结构产量仅 2500 多万吨，2015 年产量有望在此基础上翻一番以上，达到 5000 万吨~6500 万吨，钢结构制造企业综合技术水平将达到国际先进水平，基本实现钢结构强国目标。“十二五”期间，我国钢结构行业有可能会被列入战略性新兴产业，来加以大力发展和推广，我国钢结构行业面临难得的发展机遇，主要体现在以下领域：

一是海洋工程钢结构。据悉，海洋石油产量到 2015 年要达到 1 亿吨，海洋工程装备企业要在深海 1500 米~3000 米开采石油提供大量装备，海洋工程钢结构产业规模将持续扩大。

二是钢结构住宅。钢结构住宅符合绿色环保、节能减排和循环经济的要求，根据中国钢结构协会调查，目前钢结构制造企业生产的产品中，钢结构房屋建筑和非标设备（成套装备）占其产量的 80% 左右。而我国平均每年房屋建筑施工面积超过 20 亿平方米，消耗钢材上亿吨，钢结构建筑用钢仅占建筑用钢的 10% 左右。我国房屋建筑中钢结构的建筑面积约占 2%，而发达国家钢结构建筑占到 40%~60%，提升的空间很大。

三是钢结构桥梁。尽管近 10 多年来，我国钢结构桥梁发展很快，年用钢量从 10 多万吨提高到了目前的超过 200 万吨，但钢桥所占的比例仍很低。截至 2008 年底，全国公路 59 万座桥梁中钢结构桥梁不足 1%，而美国钢结构桥梁占 33%，日本钢结构桥梁占 41%。另外，我国铁路建设实现跨越式发展，新建的线路大多以桥代路，其中 80% 都是预应力钢筋混凝土桥梁，用钢桥替代的潜力很大。

此外，钢结构在超高压输电、风力发电、核电领域等诸多领域，也有很好的发展前景。

我们预计，未来 5-10 年，我国钢结构行业仍将保持持续、快速的发展势头，公司作为钢结构领域领先企业之一，也必将迎来良好的发展机遇。

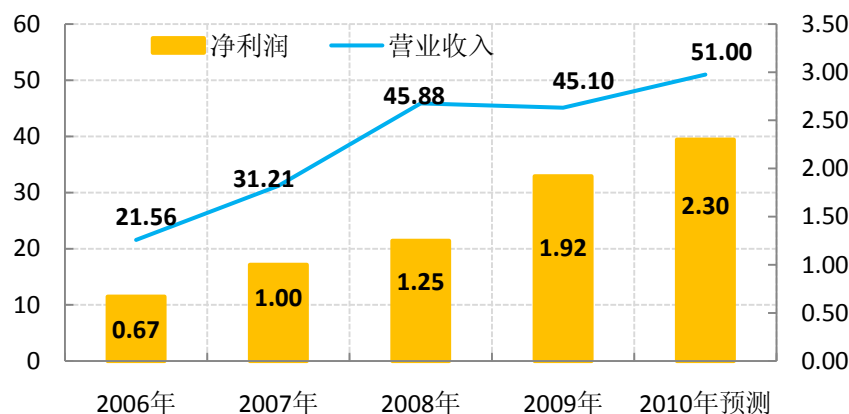
2. 公司行业地位进一步巩固，业绩持续增长

公司经过十年的发展，现已成为钢结构建筑体系的集成商和新型建材的供应商，承接了诸如 101 层的上海环球金融中心、国家体育场“鸟巢”工程、南通体育场、天津奥林匹克中心体育场等百余项“重、大、难、新”精品工程。公司已搭建了轻钢、重钢、空间钢三大钢结构建筑专业体系，连续 3 年排名行业第一。

2010 年公司坚持贯彻年初制定的“专注专业，做精做强钢构主业；创新模式，实现持续稳健发展”的经营思路，利用自身品牌优势、技术优势与管理优势，以专业技术构建竞争壁垒，以管理标准体系复制、精益生产、ERP 信息化工具等手段追求精益管理，以创新开发新的利润增长点。2010 年承接的亿元以上的重大项目主要有：2.1 亿元的宁波环球航运广场、1.7 亿元的内蒙古明华能源萨拉齐环保物流园区及金太阳发电工程、1.6 亿元的成都海洋乐园中央游艺区、1.3 亿元的泰州中国医药城会展中心一期工程、1 亿元的伊金霍洛旗全民健身中心等。

近五年公司销售额复合增长率达到 19.48%，2010 年有望突破 50 亿元；公司从偏安绍兴一隅，扩大到全国六大生产基地，目前已具备 50 万吨生产能力，连续三年行业综合实力排名第一。2010 年公司业绩将创历史新高，净利润有望达到 2.3 亿元，保持了持续增长的经营业绩。

图 1 公司近年经营业绩增长情况



资料来源：华宝证券研究所

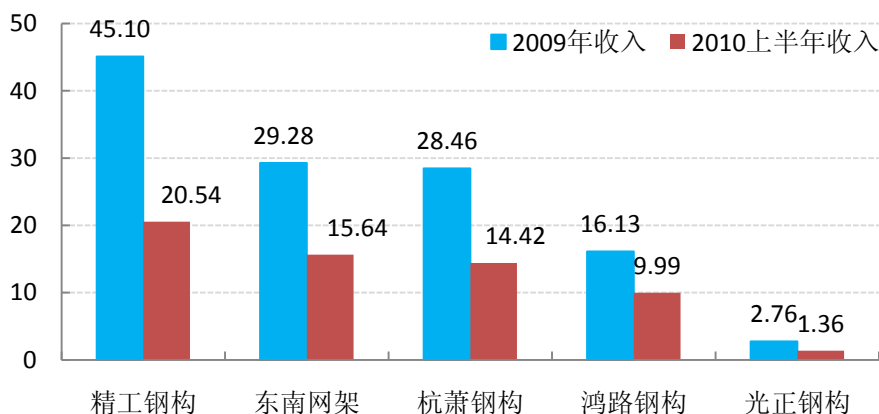
3.与国内主要钢构上市公司比较

我国国内钢结构企业数量众多，据统计已超过 3,000 家。但钢结构行业的市场集中度很低，年产量在 2 万吨以上的仅约 50 家企业，其中 10 家左右的钢结构企业年产量达到 20 万吨以上，目前行业内的主要企业包括国内的宝冶钢构、东南网架、精工钢构、宝钢金属、杭萧钢构、中冶京唐、沪宁钢机、恒达钢构，根据中国钢结构协会数据显示，钢结构行业的前 10 位钢结构企业产量仅占总产量的 14.1%，年产量在 20 万吨以上的企业市场占有率也只在 1%~2%之间，因此国内钢结构企业不存在占绝对优势的领导企业。

公司目前具备 50 万吨设计生产能力，年实际产量在 35 万吨以上，属于国内钢结构企业排头兵。公司与国内东南网架、杭萧钢构、鸿路钢构、光正钢构等可比公司对比情况：

3.1.营业收入对比

图 2 与可比公司营业收入对比

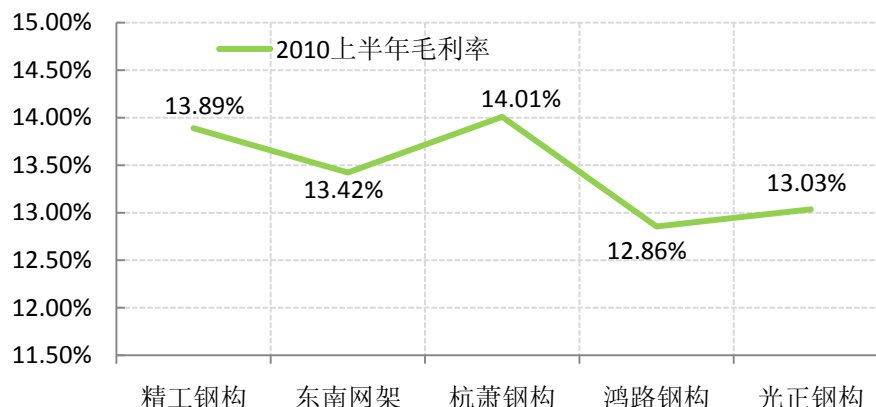


资料来源：华宝证券研究所

公司营业收入明显高于东南网架、杭萧钢构、鸿路钢构、光正钢构等公司，显示公司领头羊地位。

3.2. 毛利率对比

图3 与可比公司毛利率对比



资料来源：华宝证券研究所

公司综合毛利率基本稳定在14%左右,2009年毛利率13.98%,2010年上半年13.89%,仅低于杭萧钢构。各公司毛利率受产品结构差异影响较大。

3.3. 每股收益与市盈率对比

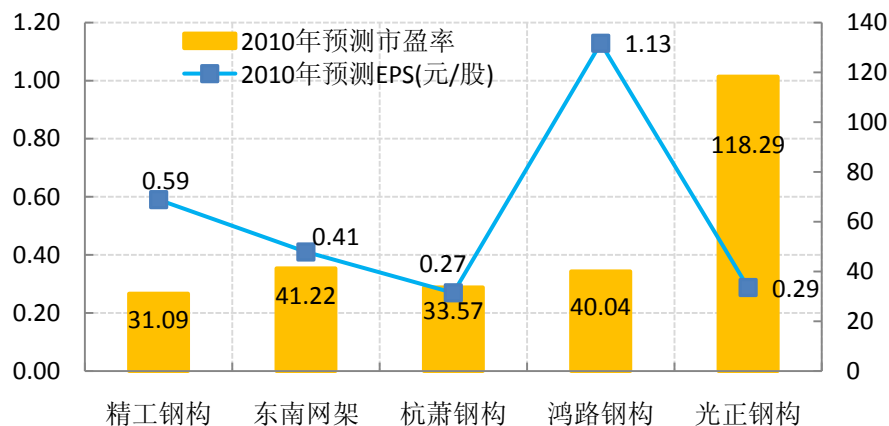
表1 钢构上市公司盈利预测

证券简称	目前股价	2010年预测EPS(元/股)	2011年预测EPS(元/股)	2012年预测EPS(元/股)	2010年预测市盈率
精工钢构	18.47	0.59	0.85	1.08	31.09
东南网架	16.9	0.41	0.60	0.86	41.22
杭萧钢构	9.04	0.27	0.45	0.57	33.57
鸿路钢构	45.2	1.13	1.71	2.36	40.04
光正钢构	34.04	0.29	0.44	0.63	118.29

资料来源：华宝证券研究所

预计公司2010年每股收益为0.59元,市盈率预计为31.09,市盈率低于同类上市公司预测值。

图4 与可比公司每股收益及市盈率对比



资料来源：华宝证券研究所

4.收购亚洲建筑，进一步完善钢结构产业链

2月14日，公司董事会通过决议，拟通过境外控股子公司香港精工钢结构有限公司以现金方式收购 Asia Buildings Company Limited（亚洲建筑系统有限公司）100%股权（以下称“亚洲建筑”），进一步完善公司钢结构产业链，向钢结构集成服务商迈进重要一步。但收购事项还需经公司股东大会表决通过，方可实施。

4.1.亚洲建筑系统有限公司介绍

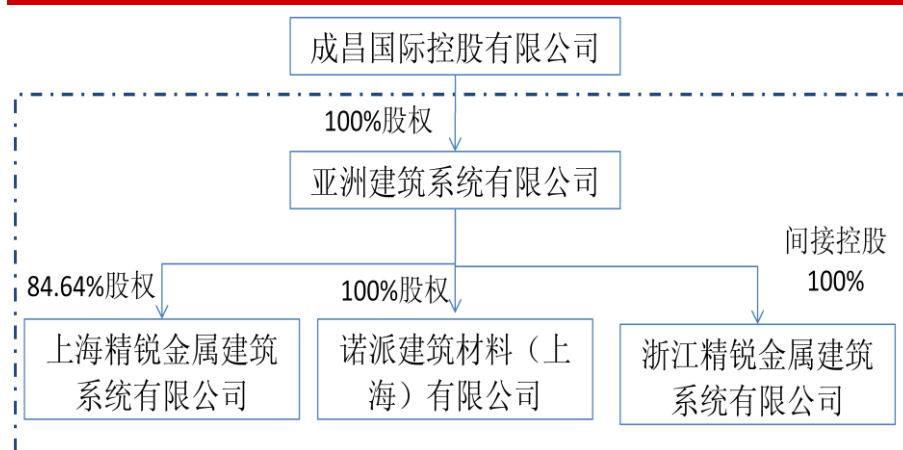
亚洲建筑系统有限公司为 Success Charm Int'l Holding Limited（成昌国际控股有限公司）控股公司，成昌国际是在英属维尔京群岛全资设立的有限公司，其合法持有未带任何限制性条件的亚洲建筑 100%股权。

亚洲建筑是依照香港法律成立的有限责任公司，下属拥有上海精锐金属建筑系统有限公司（以下称“上海精锐”）84.64%股权、诺派建筑材料（上海）有限公司（以下称“诺派建筑”）100%股权，并间接持有浙江精锐金属建筑系统有限公司（以下简称“浙江精锐”）100%股权。其中：上海精锐、浙江精锐是专业从事新型金属屋面系统的建筑系统服务商，其产品体系在公共建筑中有广泛应用，目前市场占有率已连续三年占据行业前两名；诺派建筑是一家专业从事墙面围护系统的建筑系统服务商，该公司墙面系统产品应用体系曾先后应用于北京体育大学网球重竞技馆、奥的斯空调、巴斯夫上海研发中心等多个施难度大、防火要求较高的工程项目，积累了丰富的工程经验。

亚洲建筑及其子公司所从事的金属屋面、墙面维护系统与建筑钢结构具有极强的关联性和协同效应，通过将金属屋面体系、墙面体系与公司现有工业建筑、商用建筑、公共建筑产品体系有机结合，可以提高公司在金属围护系统和钢结构部分的竞标能力，将直接促进公司业务增长速度和利润增长空间的提升。在过去的业务实践中，公司也与其有过较多业务合作。

因亚洲建筑是上海建信投资有限公司所间接控制的公司，而与本公司构成关联交易。

图 5 亚洲建筑系统有限公司控制关系图



资料来源：华宝证券研究所

4.2.收购标的与收购方式

本次交易标的为亚洲建筑 100%的股权，根据会计师事务所有限公司出具的《审计报告》，以 2010 年 12 月 31 日为审计基准日，亚洲建筑归属于母公司净资产为 15,378.68 万元；归属于母公司净利润为 5,692.62 万元（以上为合并数据）。根据资产评估有限公司出

具的《资产评估报告》，以 2010 年 12 月 31 日为评估基准日，采用资产基础法对亚洲建筑进行整体评估，股东全部权益评估值 51,771.55 万元，其中核心资产：控股子公司上海精锐金属建筑系统有限公司的净资产账面值为 17,431.08 万元，以收益法评估后的股东全部权益资本价值（净资产价值）为 59,132.84 万元，评估增值 41,701.76 万元，增值率 239.24%；全资子公司诺派建筑材料（上海）有限公司的净资产账面值为 3,921.40 万元，以收益法评估后的股东全部权益资本价值（净资产价值）为 4,561.51 万元，评估增值 640.10 万元，增值率 16.32%。

根据收购协议约定，本次股权转让以亚洲建筑股东全部权益评估值为基准作一定折让，最终确定转让价格为 7,000 万美元，以现金方式支付。公司将以银行贷款与自有资金相结合的方式筹资。

4.3. 收购对公司的影响和意义

4.3.1. 符合公司发展战略，进一步完善钢结构产业链

根据公司经营发展思路，公司将通过技术研发、集成创新，全面打造钢结构建筑体系集成服务商。公司目前主要从事轻型、高层、空间用钢结构产品的设计、制造、施工安装及新型墙体材料的生产与销售，在墙面、屋面维护系统系统方面有所欠缺。而亚洲建筑及其控股子公司上海精锐金属建筑系统有限公司、诺派建筑材料（上海）有限公司、浙江精锐金属建筑系统有限公司主要从事金属屋面、墙面维护系统，与建筑钢结构具有极强的关联性和协同效应，通过将金属屋面体系、墙面体系与公司现有工业建筑、商用建筑、公共建筑产品体系有机结合，可以提高公司在金属围护系统和钢结构部分的竞标能力，将直接促进公司业务增长速度和利润增长空间的提升。

4.3.2. 减少关联交易，促进公司规范经营

公司及下属实质控制企业与上海精锐及下属实质控制企业、诺派建筑及下属实质控制企业间因生产经营的需要可能发生项目分包等关联交易事项。而上海精锐和诺派建筑均为亚洲建筑下属控股子公司，如实施本次收购，能够有效减少上述关联交易，提高公司经营规范性。

4.3.3. 有利于进一步提升公司经营业绩

收购标的亚洲建筑 2010 年合并利润表显示，公司 2010 年净利润为 6623 万元，归属于母公司所有者净利润为 5693 万元。据预计，未来三年上海精锐和诺派建筑平均每年贡献的归属于母公司权益合计数将不低于 6,000 万元，考虑 20% 所得税，预计可以增厚公司每股收益 0.13 元，占公司目前每股收益的 22% 左右，大大提升公司经营业绩。

5. 盈利预测与风险提示

5.1. 关键假设与盈利预测

我们认为，受益于“十二五”期间我国钢结构将保持快速增长，公司经营业绩有望持续快速提高，除公司原有自身业务外，收购亚洲建筑也会增加公司经营收入和经营利润，我们预计，2010-2012 年公司销售收入仍维持 15-左右的增长幅度，公司产品维持 13%-15% 的毛利率，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.59 元、0.85 元、1.08 元，对应目前的股价，PE 分别为 31.09、21.72、17.04，均低于钢结构行业 PE 预测值 38.07、33.50、25.77，首次给予公司买入评级。

5.2.风险提示

宏观经济发展引发的系统风险；“十二五”期间钢结构行业发展严重低于预期的风险；公司经营管理风险；公司不能成功收购亚洲建筑系统有限公司等风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3029.77	4197.59	4722.30	5824.98
现金	596.37	1470.41	1574.39	1915.25
应收账款	902.56	1256.64	1197.88	1682.88
其它应收款	108.93	159.85	130.12	221.03
预付账款	85.40	206.19	121.17	256.88
存货	1284.88	1086.64	1639.76	1708.45
其他	51.64	17.86	58.99	40.49
非流动资产	1190.29	1290.60	1430.04	1606.29
长期投资	19.28	19.28	19.28	19.28
固定资产	754.67	873.42	1004.48	1152.40
无形资产	199.39	220.91	251.14	294.21
其他	216.95	176.99	155.14	140.41
资产总计	4220.06	5488.19	6152.34	7431.27
流动负债	2634.34	3691.36	4064.60	4974.85
短期借款	579.38	1527.00	1342.16	1889.17
应付账款	995.00	915.46	1311.05	1365.24
其他	1059.97	1248.89	1411.39	1720.44
非流动负债	202.29	169.01	131.19	87.83
长期借款	202.29	169.01	131.19	87.83
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2836.63	3860.36	4195.79	5062.68
少数股东权益	16.30	42.42	60.65	86.51
归属母公司股东权益	1367.13	1585.40	1895.91	2282.08
负债和股东权益	4220.06	5488.19	6152.34	7431.27

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	242.23	152.14	638.81	536.39
净利润	196.06	256.01	347.33	445.31
折旧摊销	72.11	72.37	88.69	107.80
财务费用	61.18	69.19	80.10	95.13
投资损失	-14.56	-11.89	-15.78	-14.08
营运资金变动	-76.66	-226.63	136.23	-98.58
其它	4.08	-6.91	2.24	0.81
投资活动现金流	-159.11	-153.88	-214.59	-180.78
资本支出	110.41	112.08	138.63	172.87
长期投资	37.04	0.00	0.00	0.00
其他	-11.66	-41.81	-75.95	-7.91
筹资活动现金流	-10.93	157.50	-161.45	-230.85
短期借款	-380.52	229.33	-26.05	-59.08
长期借款	154.13	-33.29	-37.82	-43.36
其他	215.46	-38.55	-97.59	-128.41
现金净增加额	72.18	155.75	262.77	124.76

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4509.84	5100.00	5904.29	7012.34
营业成本	3879.52	4392.63	5049.77	5925.48
营业税金及附加	44.86	42.01	48.27	61.61
营业费用	87.92	99.43	115.11	136.71
管理费用	179.07	182.25	206.30	239.45
财务费用	61.18	69.19	80.10	95.13
资产减值损失	21.66	40.36	25.79	39.93
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.56	11.89	15.78	14.08
营业利润	250.18	286.03	394.74	528.10
营业外收入	10.80	17.84	14.58	14.41
营业外支出	5.96	4.54	5.50	5.33
利润总额	255.02	299.33	403.82	537.17
所得税	58.95	43.33	56.49	91.86
净利润	196.06	256.01	347.33	445.31
少数股东损益	3.86	26.13	18.23	25.86
归属母公司净利润	192.20	229.88	329.10	419.45
EBITDA	327.13	371.70	492.51	644.97
EPS (元)	0.50	0.59	0.85	1.08

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-1.70%	13.09%	15.77%	18.77%
营业利润	70.00%	14.33%	38.01%	33.78%
归属母公司净利润	53.34%	19.60%	43.16%	27.45%
获利能力				
毛利率	13.98%	13.87%	14.47%	15.50%
净利率	4.35%	5.02%	5.88%	6.35%
ROE	14.17%	15.73%	17.75%	18.80%
ROIC	9.12%	7.70%	10.18%	10.35%
偿债能力				
资产负债率	67.22%	70.34%	68.20%	68.13%
净负债比率	56.50%	106.78%	77.52%	85.30%
流动比率	1.15	1.14	1.16	1.17
速动比率	0.66	0.84	0.76	0.83
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.05	1.01	1.03
应收账款周转率	5.07	4.72	4.81	4.87
应付帐款周转率	4.15	4.60	4.54	4.43
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.59	0.85	1.08
每股经营现金	0.63	0.39	1.65	0.61
每股净资产	3.57	4.21	5.06	6.12
估值比率				
P/E	15.36	31.09	21.72	17.04
P/B	2.16	4.51	3.77	3.13
EV/EBITDA	9.64	20.06	14.52	11.38

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。