

高品质的钢结构集成服务商

——精工钢构(600496)调研简报

核心观点

1、公司未来将定位于钢结构建筑一体化集成服务商。公司坚持“产品专业化、生产规模化、突出主业、做强钢构主业”的发展战略，为客户提供从设计、制作到安装一条龙、一体化的服务，从而引导客户需求，增强公司的定价能力并提高公司的接单能力。集团目前在浙江、安徽、湖北、上海、北京、广东等地区拥有专业化建筑钢结构生产制造基地，同时在全国各地设立了华东、华南、西南、东北、华中、西北、上海、华北等八大中心分公司，形成了全国性的“一站式服务”网络。

2、公司收购亚洲建筑，并剥离建材等非核心业务，可以减少公司内部关联交易，并形成协同效应。亚洲建筑下属有两个控股子公司：上海精锐金属建筑系统有限公司和诺派建筑材料（上海）有限公司。亚洲建筑主要从事建筑金属墙面、屋面维护系统设计、研发、生产安装的专业公司，近年来承接了施工完成了大量的大型公共类建筑，如机场、展览馆、体育场馆等。上海精锐曾中标 6.2 亿元，总工程面积约为 22 万平方米的广州火车站屋面工程，是目前国内单体合同价最大的金属屋面工程，提高了精锐在行业中的影响力。亚洲建筑 09 年净利润为 5500 万，预计 10 年的净利润将达到 6000 万以上，这将贡献归属于母公司的每股收益达到 0.15 元以上。

3、股权激励到位，保障了公司未来几年业绩的稳健增长。公司已于 2010 年 12 月 10 日实行股权激励计划，行权价格为 10.15 元，行权条件为公司未来三年扣除非经常性损益后净利润复合增长率不低于 20%。考虑到钢结构行业未来景气度的不断提升和公司盈利能力的不断增加，我们认为公司未来 3 年达到行权目标基本无疑义。

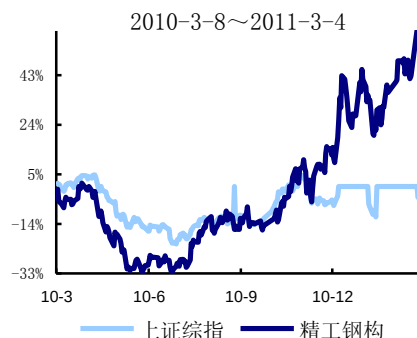
4、钢价上涨对公司的毛利率会有影响，但是不会影响公司的吨毛利。由于公司采用的是成本加成的定价模式，尽管钢材价格前几年的价格都在不断的上涨，公司的毛利率 06-10 年为 14.97、13.84、11.76、13.98、13.14，但是从公司提供的 2006-2010 年的吨钢毛利分别为 1200 元、1380 元、1600 元、1800 元和 2000 元，年均提高了 200 元/吨，可见钢价的上涨并不会影响公司的盈利能力。

5、盈利预测和估值。我们保守预计公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.82 元、1.11 元，2009-2012 年的净利润 CAGR 为 30.8%，目前股价 20.27 对应 2010、2011、2012 年的 PE 分别为 33、25、18 倍，考虑到钢结构行业未来发展空间广阔和公司行业中的龙头地位，我们给予公司 12 年 25 倍的 PE，对应的股价为 27.75 元，给予“强烈推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值：

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4510	5120	6400	8128
同比增速(%)	-2	14	25	27
净利润(百万)	192	235	316	430
同比增速(%)	53	20	34	36
EPS(元)	0.5	0.61	0.82	1.11

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	38700.00
流通A股(万股)	38700.00
52周内股价区间(元)	8.37-21.01
总市值(亿元)	78.44
总资产(亿元)	42.20
每股净资产(元)	3.53
目标价	6个月 27.75
	12个月

相关报告

研究员：邹文军

电话：010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120018

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。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3029.77	3422.72	4372.39	5600.34	营业收入	4509.84	5140.00	6438.00	8159.00
现金	596.37	710.00	850.00	1300.00	营业成本	3879.52	4464.64	5568.00	7030.72
应收账款	902.56	1087.53	1357.73	1707.97	营业税金及附加	44.86	47.80	59.69	77.52
其它应收款	108.93	163.47	166.54	206.94	营业费用	87.92	97.66	128.76	163.18
预付账款	85.40	120.49	149.15	187.61	管理费用	179.07	215.88	251.08	325.10
存货	1284.88	1232.65	1778.91	2040.58	财务费用	61.18	34.00	37.00	40.00
其他	51.64	108.57	70.06	157.25	资产减值损失	21.66	8.22	11.18	9.56
非流动资产	1190.29	1226.13	1355.11	1528.88	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	19.28	19.28	19.28	19.28	投资净收益	14.56	13.00	2.00	2.00
固定资产	754.67	818.13	966.67	1158.19	营业利润	250.18	284.80	384.28	514.92
无形资产	199.39	214.64	214.64	214.64	营业外收入	10.80	8.00	10.00	12.00
其他	216.95	174.08	154.53	136.78	营业外支出	5.96	5.00	5.00	5.00
资产总计	4220.06	4648.85	5727.50	7129.23	利润总额	255.02	287.80	389.28	521.92
流动负债	2634.34	2764.80	3502.56	4456.66	所得税	58.95	46.17	65.39	86.29
短期借款	579.38	702.52	819.00	1021.00	净利润	196.06	241.63	323.89	435.63
应付账款	995.00	1021.00	1338.73	1731.45	少数股东损益	3.86	4.31	6.23	7.93
其他	1059.97	1041.27	1344.83	1704.21	归属母公司净利润	192.20	237.32	317.66	427.70
非流动负债	202.29	259.00	276.00	288.00	EBITDA	327.13	370.45	493.83	654.68
长期借款	202.29	259.00	276.00	288.00	EPS (元)	0.50	0.61	0.82	1.11
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	2836.63	3023.80	3778.56	4744.66		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	16.30	20.61	26.84	34.77	成长能力				
归属母公司股东权益	1367.13	1604.45	1922.10	2349.80	营业收入	-1.70%	13.97%	25.25%	26.73%
负债和股东权益	4220.06	4648.85	5727.50	7129.23	营业利润	70.00%	13.84%	34.93%	33.99%
					获利能力				
					毛利率	13.98%	13.14%	13.51%	13.83%
					净利率	4.35%	4.70%	5.03%	5.34%
					ROE	14.17%	14.87%	16.62%	18.27%
					ROIC	16.10%	16.51%	17.47%	18.45%
					偿债能力				
					资产负债率	67.22%	65.04%	65.97%	66.55%
					净负债比率	27.56%	31.80%	28.98%	27.59%
					流动比率	1.15	1.24	1.25	1.26
					速动比率	0.64	0.75	0.72	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	1.07	1.11	1.12	1.14
					应收账款周转率	5.00	4.73	4.74	4.78
					应付账款周转率	4.15	4.75	4.60	4.58
					每股指标(元)				
					每股收益	0.50	0.61	0.82	1.11
					每股经营现金	0.50	0.70	0.90	1.00
					每股净资产	3.53	4.15	4.97	6.07
					估值比率				
					P/E	41	33	25	18
					P/B	3.85	4.32	5.10	6.07
					EV/EBITDA	14.00	18.27	11.83	8.10

资料来源：公司报表、国都证券

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±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
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	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	邓婷	金融、传媒	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、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@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			