

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

1 季度季节性环比下滑，产能扩张带来高增长

事件描述

鸿路钢构今日公布 2011 年 1 季报，报告期内，公司实现营业收入 6.95 亿元，同比增长 104.67%；实现归属于母公司所有者净利润 0.29 亿元，同比增长 155.31%；实现 EPS 为 0.21 元，2010 年 4 季度实现 0.53 元。

事件评论

第一，1 季度营业收入与营业成本同比均大幅增加，但环比都有所下降

2011 年 1 季度公司实现营业收入 6.95 亿元，同比增长 104.67%；实现归属于母公司所有者净利润 0.29 亿元，同比增长 155.31%；1 季度实现 EPS 为 0.21 元。

表 1：1 季度营业收入与营业成本同比均大幅增加

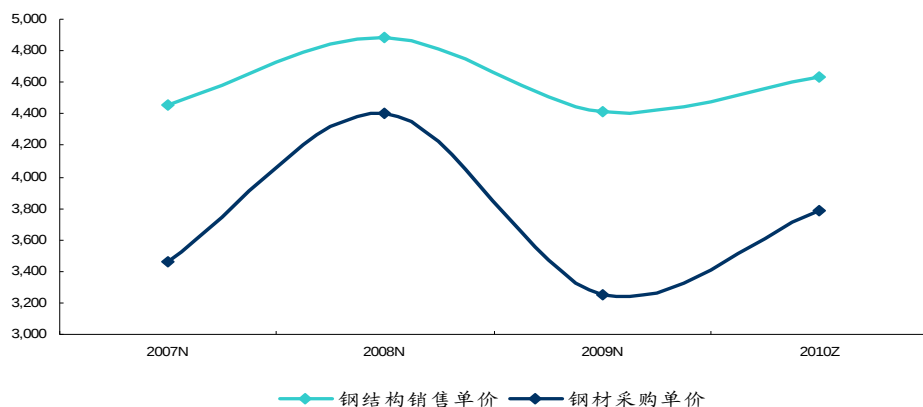
鸿路钢构 1 季度同比大幅增长	2011Q1	2010Q1	增减变动
营业总收入	6.95	3.40	104.67%
归属上市公司股东的净利润	0.29	0.11	155.31%
经营活动产生的现金流量净额	-2.44	1.02	-340.38%
基本每股收益	0.21	0.11	90.51%
加权平均资产收益率	2.15%	4.03%	-1.88%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

营业收入的同比大幅增加主要有以下两点原因：

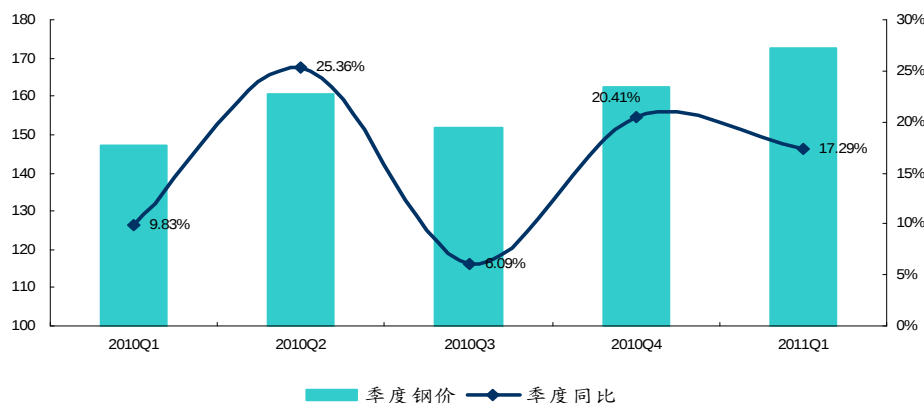
- ✓ 钢结构市场需求旺盛，公司订单量持续增加。公司新增钢结构产能在 2010 年得到充分释放，产销规模均出现较大幅度增长；
- ✓ 由于钢结构销售单价与钢材价格走势基本一致，因此销售价格应该也出现了一定幅度的增长。

图 1：公司钢结构销售单价与钢材采购单价趋势一致



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 2：1 季度国内市场钢价同比有所上涨



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而环比来看，营业收入 1 季度环比去年 4 季度下降 31.30%，4 季度环比增速为 64.51%；营业成本环比下降 30.22%，4 季度环比增速为 61.38%。

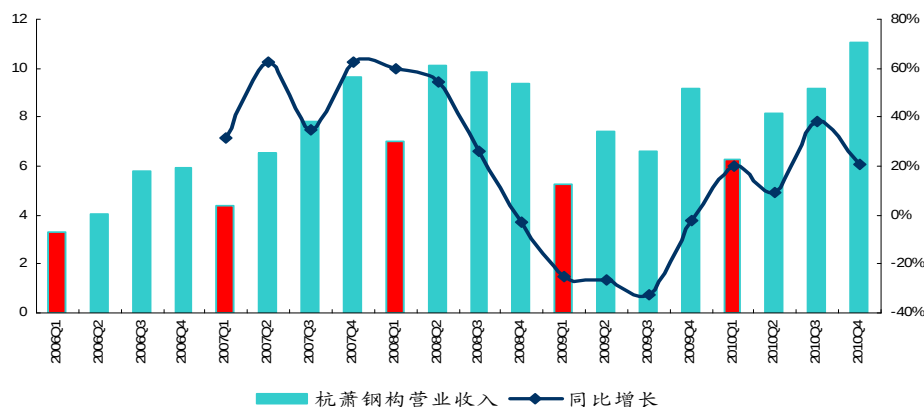
表 2：1 季度营业收入环比大幅下降

项目（万元）	2010Q3	2010Q4	2011Q1	环比变动
营业收入	6.15	10.12	6.95	-31.30%
营业成本	5.39	8.70	6.07	-30.22%
营业利润	0.38	0.82	0.35	-57.53%
利润总额	0.42	0.87	0.35	-59.58%
归属于母公司所有者净利润	0.35	0.70	0.29	-59.09%
最新总股本	1.34	1.34	1.34	
基本每股收益	0.26	0.53	0.21	-59.09%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

收入的环比下降主要源于季节性因素的干扰，从其他钢结构类公司过去历年的收入变化情况来看，1 季度收入环比都存在着大幅下降的现象，这可能与节日期间民工返乡以及天气因素对施工进度方面的影响有关。

图 3: 钢结构类公司 1 季度销售收入环比下降属季节性规律

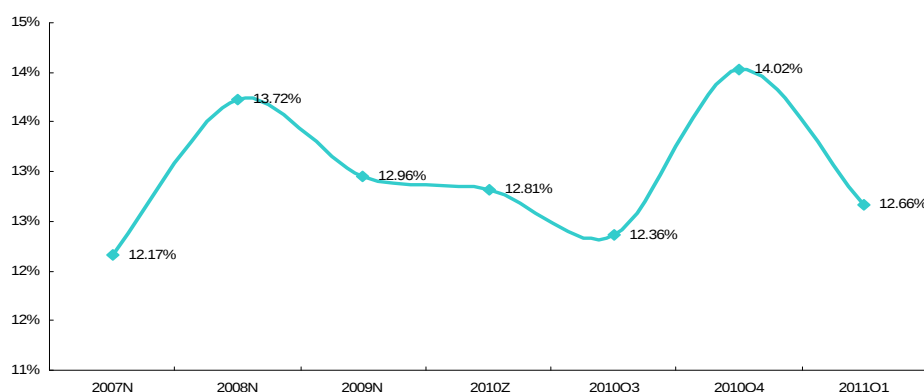


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 1 季度公司毛利率环比下降

1 季度公司营业收入环比降幅大于营业成本, 毛利率由 4 季度的 14.02% 下降至 12.66%。

图 4: 1 季度毛利率环比 4 季度有所下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 季节性因素影响, 1 季度净利润环比大幅下降

鸿路钢构利润表简化	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	4.28	5.57	3.40	6.60	6.15	10.12	6.95
毛利率	13.79%	14.90%	10.59%	14.09%	9.53%	14.02%	12.66%
主营利润	0.59	0.83	0.36	0.93	0.76	1.42	0.88
三项费用率	6.31%	6.10%	7.35%	5.76%	5.85%	4.51%	6.58%
销售费用	0.06	0.11	0.07	0.07	0.08	0.15	0.11
管理费用	0.11	0.13	0.10	0.17	0.16	0.18	0.22
财务费用	0.10	0.10	0.08	0.14	0.12	0.13	0.13
期间费用合计	0.27	0.34	0.25	0.38	0.36	0.46	0.46
营业税金及附加	0.01	0.04	0.01	0.04	0.02	0.07	0.02
资产减值损失	0.02	0.04	0.01	0.00	0.00	0.07	0.06
营业利润	0.30	0.42	0.08	0.51	0.38	0.82	0.35

利润总额	0.30	0.44	0.13	0.54	0.42	0.87	0.35
所得税费用	0.09	0.03	0.02	0.09	0.07	0.17	0.07
归属于母公司净利润	0.21	0.41	0.11	0.45	0.35	0.70	0.29
净利率	4.91%	7.36%	3.24%	6.82%	5.15%	6.96%	4.14%
存货	2.05	3.37	5.69	6.49	7.02	8.24	9.00
最新股本	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34
每股收益	0.16	0.31	0.08	0.34	0.26	0.53	0.21

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，1 季度费用率环比有所上升，存货有所增加

1 季度公司费用水平 0.46 亿元，环比 4 季度的 0.46 亿元持平。从费用率的来看，各项费用率均有所上升，管理费用率上涨幅度较大。

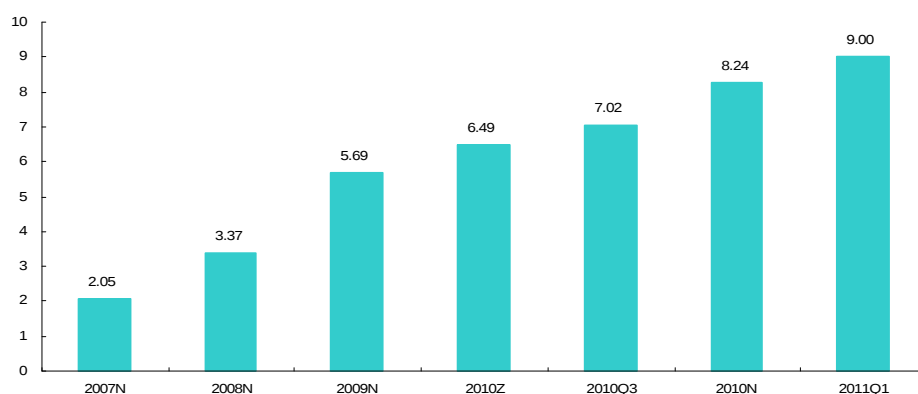
表 4：1 季度各项费用率均有所上升

费用率统计	销售费用率	管理费用率	财务费用率
2007N	2.01%	2.57%	1.56%
2008N	1.99%	3.16%	2.80%
2009N	1.55%	2.42%	2.36%
2010N	1.43%	2.32%	1.79%
2010Q3	1.44%	2.87%	2.15%
2010Q4	1.44%	1.78%	1.29%
2011Q1	1.53%	3.15%	1.90%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

期末公司存货水平为 9.00 亿元，环比 4 季度末的 8.24 亿元有所增加。

图 5：期末存货水平环比 4 季度末有所增加

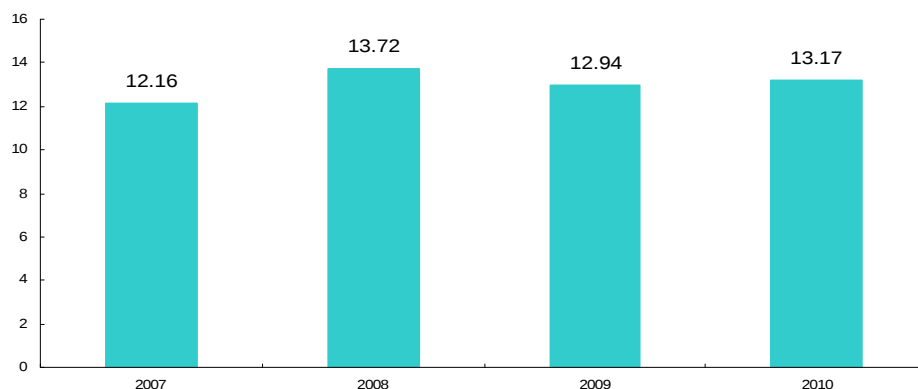


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，盈利能力有保障，产能扩张促增长

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。

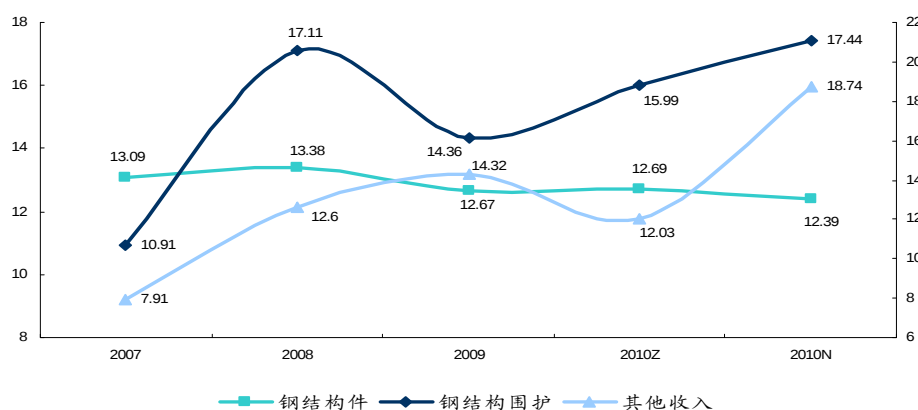
图 6：公司过去历年的毛利率水平一直都维持稳定



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，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。公司钢结构产品毛利率之所以一直都能够维持相对稳定，这与公司相对独特的经营模式是分不开的。

图 7：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 5：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

不过值得注意的是，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 6: 公司销售毛利率低于行业均值

公司名称	2010 年	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
精工钢构	11.89%	13.89%	14.35%	11.76%	13.84%
杭萧钢构	12.29%	14.01%	14.14%	9.96%	11.31%
东南网架	13.61%	13.42%	12.32%	14.92%	15.41%
均值	12.60%	13.77%	13.60%	12.21%	13.52%
鸿路钢构	13.17%	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 7: 公司销售净利率要高于行业内其他公司

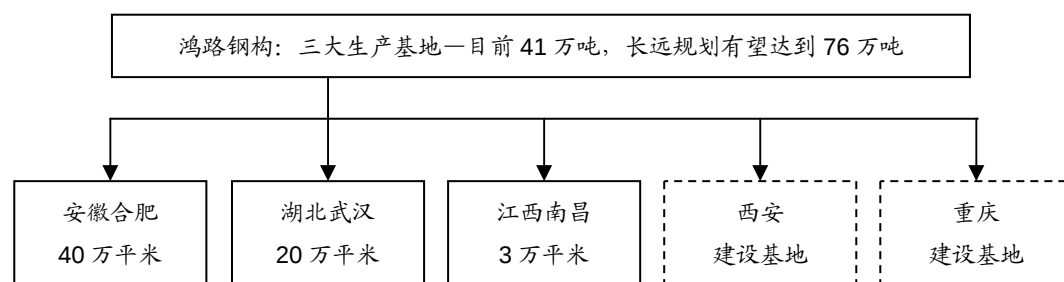
公司名称	2010 年	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
精工钢构	4.13%	4.46%	4.49%	2.83%	3.20%
杭萧钢构	3.42%	3.27%	3.88%	2.30%	1.28%
东南网架	2.45%	2.45%	2.05%	1.52%	2.87%
均值	3.33%	3.39%	3.47%	2.22%	2.45%
鸿路钢构	6.96%	5.61%	5.04%	4.21%	4.13%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在盈利能力稳定的同时，公司后期高速增长主要来源于产能的扩张，公司未来产能释放主要有以下几个部分：

- ✓ 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。

图 8: 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

- ✓ 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。

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。

公司募集资金投资项目中的年产 3.6 万吨特重钢结构生产建设项目，在募集资金实际到位之前，部分项目已由本公司以自筹资金先行投入。截至 2010 年 12 月 31 日止，公司以自筹资金预先投入该项目累计金额为 4592.48 万元，占原定计划投资额的 24.25%。

表 9：募集资金投向整理

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

✓ 湖北团风 30 万平方米的钢结构生产基地，为公司增加 20 万吨的钢结构产能。

公司在 2010 年报中披露，计划 2011 年投资 8 亿元在湖北团风建设 30 万平方米的钢结构生产基地，为公司增加 20 万吨的钢结构产能。公司投资资金主要是使用部分募集资金、银行贷款以及部分自有资金。

因此，长远来看，随着公司募投项目投产及新基地的建设，总产能有望达到约 110 万吨左右。

第五，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.67 元和 2.25 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 10：2 季度预计实现 EPS 为 0.41 元~0.54 元

2011 年上半年业绩预告	50%	80%
2010 年上半年净利润	0.56	0.56
对应 2011 年上半年净利润	0.84	1.01
最新总股本	1.34	1.34
对应 EPS	0.63	0.75
1 季度 EPS	0.21	0.21
2 季度 EPS	0.41	0.54

资料来源：公司资料，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2626	3821	4860	5383	货币资金	443	382	486	538
营业成本	2280	3311	4195	4623	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	346	510	664	760	应收账款	258	381	484	537
% 营业收入	13.2%	13.4%	13.7%	14.1%	存货	824	1200	1520	1675
营业税金及附加	13	18	23	26	预付账款	107	155	196	216
% 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	38	53	68	75	流动资产合计	1632	2117	2687	2966
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	61	88	112	124	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	47	44	53	58	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.2%	1.1%	1.1%	固定资产合计	704	1087	1457	1708
资产减值损失	7	8	7	3	无形资产	106	100	95	91
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	5	2	2	1
营业利润	180	298	402	473	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	6.9%	7.8%	8.3%	8.8%	资产总计	2448	3308	4242	4767
营业外收支	16	0	0	0	短期贷款	721	876	1117	1124
利润总额	196	298	402	473	应付款项	855	1242	1574	1735
% 营业收入	7.5%	7.8%	8.3%	8.8%	预收账款	184	267	340	377
所得税费用	35	75	100	118	应付职工薪酬	16	23	29	32
净利润	161	224	301	355	应交税费	28	54	72	84
归属于母公司所有者					其他流动负债	21	31	39	43
的净利润	161.4	223.8	301.1	355.1	流动负债合计	1825	2494	3172	3395
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	175	175	175	175
EPS (元/股)	1.20	1.67	2.25	2.65	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	13	13	13	13
经营活动现金流净额	-58	300	410	510	负债合计	2013	2682	3360	3583
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	435	626	882	1183
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	435	626	882	1184
固定资产投资	-121	-438	-449	-354	负债及股东权益	2448	3308	4242	4767
其他	1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-120	-438	-449	-354		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.204	1.670	2.247	2.650
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.35	6.26	8.82	11.83
银行贷款增加 (减少)	256	155	241	7	PE	34.66	24.99	18.58	15.76
筹资成本	44	-78	-98	-111	PEG	1.15	0.83	0.62	0.52
其他	-87	0	0	0	PB	9.59	6.67	4.74	3.53
筹资活动现金流净额	212	78	143	-104	EV/EBITDA	22.02	15.52	11.89	9.95
现金净流量	35	-61	104	52	ROE	37.1%	35.8%	34.2%	30.0%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。