

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

产能扩张与结构调整带来长期高增长

事件描述

鸿路钢构今日发布公告，计划变更部分募集资金投资项目，具体内容如下：

- 募投项目中“年产3.6万吨特重钢结构生产建设项目”已经实施，预计于2011年6月投产。年产5万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目、年产5万吨H型钢自动化生产线技术改造项目与年产50万平米聚氨酯复合板技术改造项目尚未实施；
- 年产50万平米聚氨酯复合板技术改造项目与年产5万吨管型钢结构自动化生产线技术改造项目原计划于老厂区实施，现调整至新厂区；
- 年产5万吨H型钢自动化生产线技术改造项目变更为年产重钢结构4万吨的新募投资项目；
- 公司拟在合肥双凤开发区新建具备年产1万套各类智能停车设备、年产4万吨重钢结构、年产50万平米聚氨酯复合板和年产5万吨管型钢结构产能的综合生产基地；
- 公司于2011年5月31日在安徽长丰双凤经济开发区管理委员会签订《项目投资协议书》，拟在凤霞路以东、河西路以南征地235.2亩，用于新的综合生产基地建设。

事件评论

第一，募投项目调整，高盈利品种占比进一步增加，利于长期盈利能力的提升

公司拟在安徽长丰双凤经济开发区投资7.18亿新建综合生产基地，主要项目包括2项尚未实施IPO募投项目、以年产4万吨重钢结构项目替代原年产5万吨H型钢自动化生产线技术改造项目，并新增年产1万套各类智能停车设备项目。

表1：新建综合生产基地投资计划整理

序号	项目名称	项目地点	投资金额
1	年产1万套各类智能停车设备	双凤工业区新征土地	7,970
2	年产5万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目	双凤工业区新征土地	15,510
3	年产4万吨特重钢结构生产建设项目	双凤工业区新征土地	24,910
4	年产50万m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	双凤工业区新征土地	6,790
5	仓库及其他附属用房	双凤工业区新征土地	3,100
6	综合办公研发实验大楼	双凤工业区新征土地	9,820
7	其它公用配套设施	双凤工业区新征土地	3,700

合计

71,800

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：公司上市之时募投项目情况整理

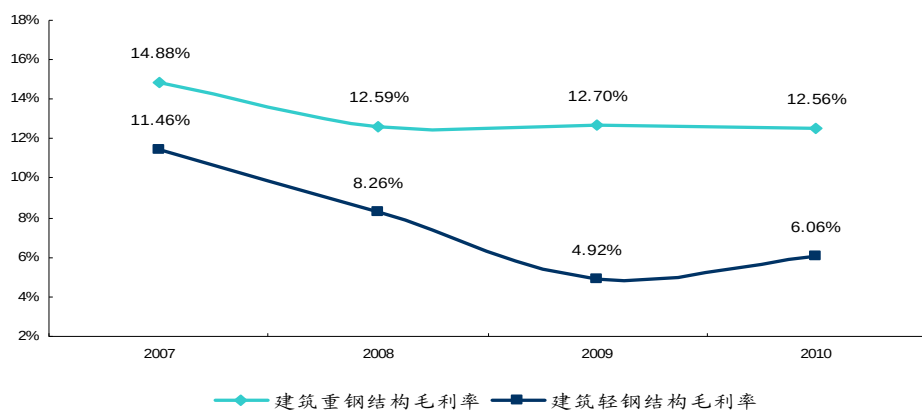
序号	项目名称	项目地点	实施进度	投资金额
1	年产 3.6 万吨特重钢结构生产建设项目	公司本部	预计 6 月投产	18,938
2	年产 5 万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目	公司本部	未实施	9,180
3	年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目	公司本部	未实施	7,220
4	年产 50 万 m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	公司本部	未实施	4,460
合计				39,798

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目是公司在 2009 年研究决策实施的，经过一年多的时间，市场与公司的实际经营情况都发生了较大的变化。

- 轻钢技术和资金门槛低，小型钢结构企业的进入加剧了行业的竞争。公司轻钢销售收入的占比从 2007 年的 55.19% 到 2010 年已经下降为 28.42%，销售毛利率从 2007 年的 11.46% 下降为 2010 年的 6.06%；
- 国内对重钢领域需求加速增长，重钢结构建筑建设需求逐年旺盛。建筑重钢的销售收入占比从 2007 年的 5.22% 提升为 2010 年的 24.22%，销售毛利率虽从 2007 年的 14.88% 下降为 2010 年的 12.56%，但相比轻钢仍有着较大的优势，公司主要收入和利润已经来源于设备与建筑类重钢。

公司高端产品重钢结构的产能将进一步扩大，有利于公司的产品结构调整与优化以及提升公司的整体盈利能力，进一步增强公司在重钢结构领域的领先地位，符合公司长期战略规划。

图 1：近年来轻钢产品毛利率下降较快，重钢毛利率要高


资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 3：几个主要项目的贡献情况一览

项目名称	总投资	占地面积	新增收入（不含税）	利润总额
年产 50 万 m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	4,460	6,856	7,692	1,377
	6,790	7,143	9,000	
年产 5 万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目	9,180	6,804	24,359	2,423
	15,510	10,120	38,000	
年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目	7,220	13,608	24,573	2,431
	24,910	26,012	31,000	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 4: 变更后项目投资额显著增加

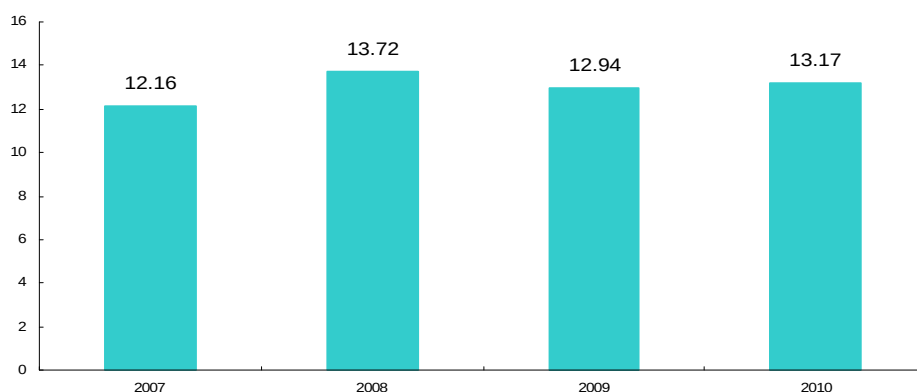
项目名称	原投资额	现投资额	增加幅度	投资增加原因
年产 5 万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目	9,180	15,510	68.95%	地点变更带来的征地费用和新建厂房投资; 为提高生产效率购置设备增加; 增加部分铺底流动资金
年产 50 万 m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	4,460	6,790	52.24%	地点变更带来的征地费用和新建厂房投资; 增加部分铺地流动资金
年产 4 万吨特重钢结构生产建设项目	7,220	24,910	245.01%	原募投项目撤销; 新厂址带来的征地费用和新建厂房费用
合计	20,860	47,210	126.32%	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，专注于钢结构生产与制造，盈利能力维持稳定

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。

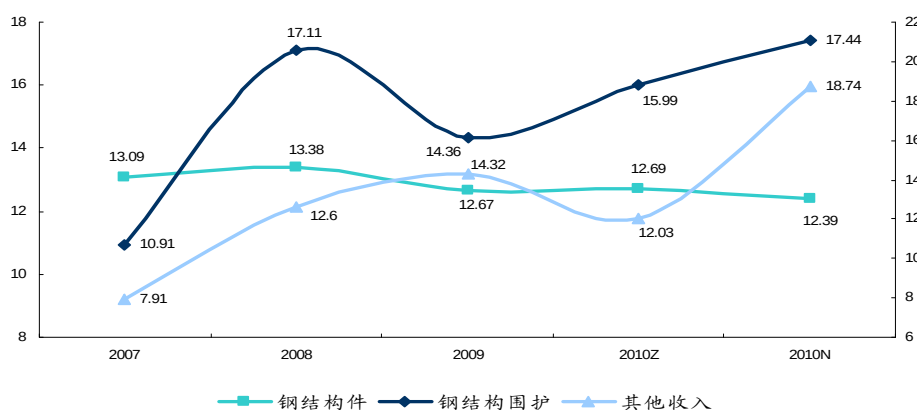
图 2: 公司过去历年的毛利率水平一直都维持稳定



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 3: 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%，“钢材价格 $\times (1 + \text{合理毛利率})$ ”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/平方米）	30.14	28.44	31.94	30.96
彩板采购单价（元/平方米）	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

第三，产能扩张与结构调整带来长期成长

在公司盈利能力相对稳定的前提下，长期成长的动力主要来自产能的扩大。

- 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；

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：公司资料，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 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。

- 新厂区在原项目搬迁的同时，还新增了年产 1 万套各类智能停车设备项目，产能水平进一步扩大。

而产能扩张的同时，品种结构的调整也成为了公司长期盈利能力提升的另一个主要推动力。

第四，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。

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的净利润	161.4	223.8	301.1	355.1	其他流动负债	21	31	39	43
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1825	2494	3172	3395
EPS (元/股)	1.20	1.67	2.25	2.65	长期借款	175	175	175	175
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-58	300	410	510	其他非流动负债	13	13	13	13
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	2013	2682	3360	3583
收回现金					归属于母公司	435	626	882	1183
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-121	-438	-449	-354	股东权益	435	626	882	1184
其他	1	0	0	0	负债及股东权益	2448	3308	4242	4767
投资活动现金流净额	-120	-438	-449	-354	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	1.204	1.670	2.247	2.650
银行贷款增加 (减少)	256	155	241	7	BVPS	4.35	6.26	8.82	11.83
筹资成本	44	-78	-98	-111	PE	31.67	22.83	16.97	14.39
其他	-87	0	0	0	PEG	1.05	0.76	0.56	0.48
筹资活动现金流净额	212	78	143	-104	PB	8.76	6.10	4.33	3.22
现金净流量	35	-61	104	52	EV/EBITDA	20.26	14.32	11.00	9.19
					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。