

方正证券研究所

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

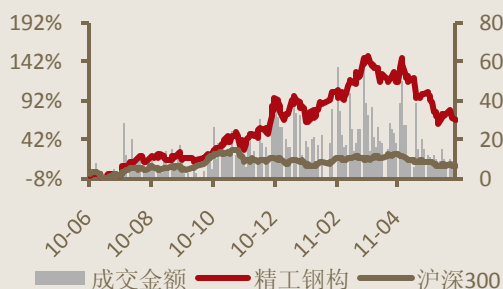
E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：高慧

TEL: 010-68584814

Email: gaohui0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	5313.05	6826.11	8687.26	10744.56
(+/-)	17.81%	28.48%	27.27%	23.68%
净利润	223.14	319.47	399.10	519.63
(+/-)	16.10%	43.17%	24.92%	30.20%
EPS (元)	0.58	0.55	0.69	0.90
P/E	28.13	19.07	15.38	11.87

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

转型钢结构集成服务商，引领行业趋势

精工钢构(600496)

公司调研简报
2011.06.15 买入

建筑装饰行业

投资要点

➤ 盈利模式由钢结构施工承包商向钢结构集成服务商转变

公司由建筑分包向总包转型，承接高层建筑总包项目第一单一索伊大厦，该项目建筑面积约 7 万平米，合同金额高达 2.5 亿，对于同样金额的合同，总包毛利比分包高 5% 左右，新业务的开启将为公司打开盈利空间。以此为起点，公司未来将积极拓展多层商业钢结构集成建筑业务，类似工业厂房配建科研楼、办公楼项目等，公司结合自身的公共建筑金属屋面业务以及针对工业厂房的光伏屋面设计业务，可向业主提供钢结构一体化方案来代替传统混凝土结构，考虑到钢结构建筑的诸多优势，该类业务前景良好，预计可迅速推广。

➤ 新订单情况良好，预计 2011 年合同额同比可保持稳步增长

公司一季度新签合同 24 亿，已达 2010 年全年合同额的 37%，一般情况二三季度是合同高峰期，预计 2011 年全年订单量同比可保持稳步增长；从业务结构上来看，公司承接的政府投资项目占比仅 20%，其余大部分为商业和工业建筑项目，公司业务增长的外生动力更多来自于产业升级以及城镇化建设，未来政府主导的基建投资下降对公司业务的影响有限。

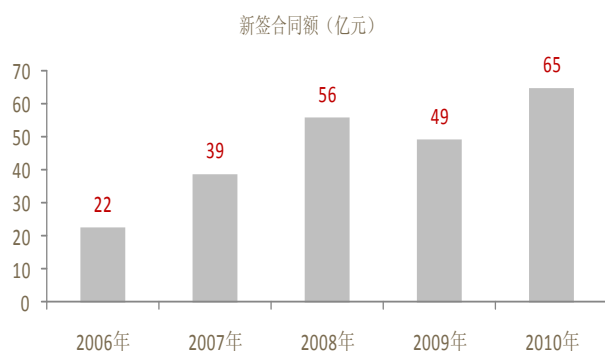
➤ 具备溢价能力，毛利向好

公司连续 5 年位居行业第一，品牌已获认可，具备一定的议价能力，同样的项目，公司拿到的毛利率会比竞争对手高 3 个百分点。往后看公司未来毛利率的发展趋势，一方面，钢结构行业在整体制造安装能力提升的同时逐渐呈现专业化经营的竞争格局，行业内众多企业无序竞争的时期已结束，经过激烈竞争所形成的第一梯队企业已通过专业化经营塑造了自己在行业中的品牌地位，由此在各细分市场形成壁垒，包括公司在内的第一梯队企业毛利率已有见底回升态势；另一方面，公司毛利率随着盈利模式转型将逐步提升。

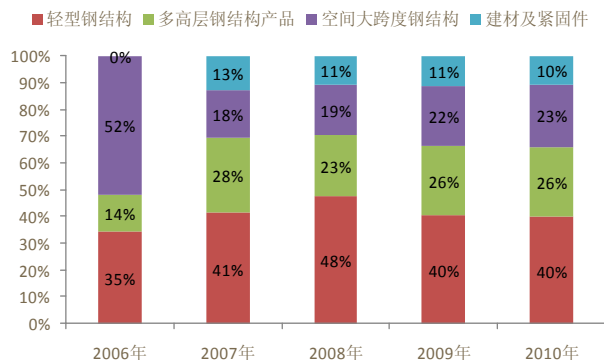
※ 盈利预测：

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.55、0.69 和 0.90 元（转增后），以当前股价计算对应的 PE 分别为 19 倍、15 倍和 12 倍，由于钢结构行业仍处景气周期，公司作为建筑钢结构龙头且盈利模式转型应获得估值溢价，给予公司 2012 年 25 倍 PE，对应合理价值达到 17 元，首次给予“买入”评级。

图表 1 公司近 5 年新签合同额

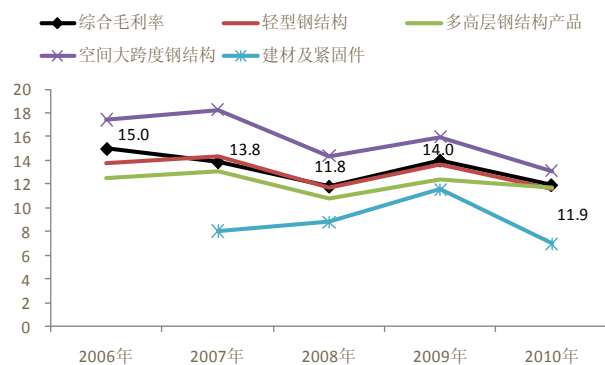


图表 2 公司业务结构均衡

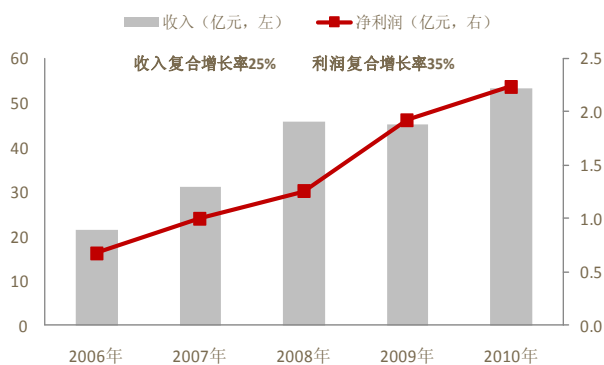


资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 3 分业务近 5 年毛利率情况

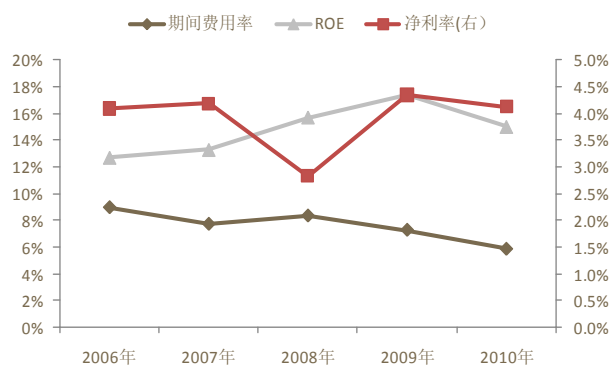


图表 4 公司近 5 年收入和净利润情况

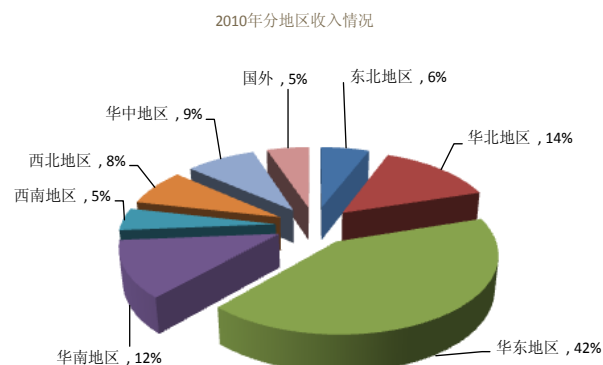


资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 6 分业务近 5 年净利率、三费率和 ROE



图表 6 公司 2010 年分地区收入情况



资料来源：公司公告 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3253.61	4567.69	5379.22	6868.39	经营活动现金流	107.97	331.22	216.77	595.33
现金	514.08	711.24	840.55	1039.61	净利润	219.37	323.59	401.13	519.73
应收账款	760.54	1376.18	1343.13	2020.16	折旧摊销	74.69	80.55	107.46	136.15
其它应收款	133.59	177.99	218.54	271.90	财务费用	35.83	45.86	66.48	83.74
预付账款	106.40	140.03	173.58	214.29	投资损失	-15.55	-17.00	-15.70	-16.08
存货	1699.85	2106.43	2723.23	3236.68	营运资金变动	-206.41	-97.03	-344.58	-128.48
其他	39.17	55.81	80.19	85.74	其它	0.04	-4.76	1.97	0.27
非流动资产	994.99	1225.47	1484.90	1725.30	投资活动现金流	132.55	-289.27	-353.17	-360.73
长期投资	118.83	118.83	118.83	118.83	资本支出	-306.30	225.72	261.40	240.67
固定资产	579.97	746.02	932.76	1104.85	长期投资	-99.55	0.00	0.00	0.00
无形资产	141.49	191.00	249.38	306.93	其他	-273.30	-63.55	-91.76	-120.07
其他	154.70	169.63	183.93	194.69	筹资活动现金流	-326.18	155.22	-180.41	-110.92
资产总计	4248.61	5793.16	6864.13	8593.69	短期借款	-111.50	201.17	-96.95	-2.43
流动负债	2622.56	3849.14	4540.90	5779.57	长期借款	-193.91	13.74	14.26	5.81
短期借款	467.88	669.05	1018.22	1091.19	其他	-20.77	-59.69	-97.72	-114.31
应付账款	1040.03	1555.15	1737.79	2325.76	现金净增加额	-85.66	197.17	-316.81	123.67
其他	1114.65	1624.94	1784.89	2362.62					
非流动负债	8.38	22.11	36.37	42.18	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	8.38	22.11	36.37	42.18	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	17.81%	28.48%	27.27%	23.68%
负债合计	2630.94	3871.25	4577.27	5821.74	营业利润	-2.80%	58.10%	24.80%	26.88%
少数股东权益	12.34	16.46	18.50	18.60	归属母公司净利润	16.10%	43.17%	24.92%	30.20%
归属母公司股东权益	1605.33	1905.45	2268.36	2753.34	获利能力				
负债和股东权益	4248.61	5793.16	6864.13	8593.69	毛利率	11.89%	12.54%	12.80%	13.00%
					净利率	4.13%	4.74%	4.62%	4.84%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	13.56%	16.84%	17.54%	18.75%
营业收入	5313.05	6826.11	8687.26	10744.56	ROIC	11.10%	12.97%	12.77%	14.15%
营业成本	4681.36	5969.93	7575.04	9347.77	偿债能力				
营业税金及附加	56.22	61.15	85.39	105.19	资产负债率	61.92%	66.82%	66.68%	67.74%
营业费用	87.09	111.89	142.40	176.12	净负债比率	18.10%	18.00%	23.27%	19.72%
管理费用	188.78	242.54	308.66	381.76	流动比率	1.24	1.19	1.18	1.19
财务费用	35.83	45.86	66.48	83.74	速动比率	0.59	0.64	0.58	0.63
资产减值损失	36.14	27.28	45.18	57.30	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.25	1.36	1.37	1.39
投资净收益	15.55	17.00	15.70	16.08	应收帐款周转率	6.39	6.39	6.39	6.39
营业利润	243.18	384.47	479.81	608.77	应付帐款周转率	4.60	4.60	4.60	4.60
营业外收入	11.08	12.33	11.40	11.60	每股指标(元)				
营业外支出	5.81	5.92	5.89	5.87	每股收益	0.58	0.55	0.69	0.90
利润总额	248.45	390.87	485.32	614.50	每股经营现金	0.28	0.57	0.37	1.03
所得税	29.08	67.29	84.18	94.77	每股净资产	4.15	3.28	3.91	4.74
净利润	219.37	323.59	401.13	519.73	估值比率				
少数股东损益	-3.77	4.12	2.04	0.10	P/E	28.13	19.07	15.38	11.87
归属母公司净利润	223.14	319.47	399.10	519.63	P/B	3.84	3.24	2.72	2.24
EBITDA	336.46	488.37	622.46	788.87	EV/EBITDA	21.68	14.99	12.15	9.44
EPS (元)	0.58	0.55	0.69	0.90					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com