

精工钢构 (600496)

继续坚定看好精工钢构

--钢结构系列报告 34

	韩其成	王丽妍
	021-38676162	021-38674623
	hanqicheng@gtjas.com	wangliyan008084@gtjas.com
编号	S0880511010022	S0880511080002

本报告导读:

精工钢构估值优势已经展现,在新签合同持续高增长与业绩验证趋势明确的背景下,有望迎接新一轮行情。公开发行在即,目前股价具有吸引力。

投资要点:

- 钢结构行业景气周期持续向上。钢结构企业的中报业绩、新签订单数证明了证明我们对于行业趋势向上的判断。十二五节能减排政策将促进钢结构新建建筑占比的提升。产业转移和二线城市消费升级利好轻钢和空间钢发展。预计“十二五”期末我国钢结构产量达 5000 万吨至 6500 万吨。行业协会预计钢结构行业年复合增速 16%。
- 精工钢构连续 5 年行业第一,市场份额不断提升。工业厂房方面紧跟大客户,美的等行业龙头的产业转移和地域扩张为其带来稳定的项目增长。二三线场馆、会展中心建设需求增长快,公司公建项目订单饱满。战略上公司将推行从按吨卖转化为按平米卖,即从制造施工的分包商向总包商发展。提高毛利率。另外,订单的充足使公司有能力挑选大项目,高端项目,今年一季度的毛利率已反映公司这一策略。
- 公司业绩预报 11 年 1-6 月净利润为增长 50% 以上,累计承接业务 51.4 亿元,同增 66%。行业景气依然高涨,我们预计公司近三年订单复合增速 30% 左右,随着经营模式改变和单项订单额度提高,毛利率和净利率会持续提升,平均年增幅 1 个百分点以上。因此预计今明两年公司业绩增速分别在 50% 以上和 40% 以上。
- 装饰公司业绩高成长改变了市场观点分歧,估值也获得了大幅提升。钢构 11 年开始进入增长期也将消除分歧获得估值提升。1 季报期间装饰股平均 PE 为 29 倍,精工 PE 为 22 倍,目前装饰股平均 35 倍,精工为 20 倍,估值优势已经展现,在新签合同持续高增长与业绩验证趋势明确的背景下,钢结构龙头企业有望迎接新一轮行情。同时公司公开增发顺利通过审核,本次公开发行股份对应最高募集资金与股份的股价为 11.7 元,而目前股价仅 12.25 元,具备吸引力。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,510	5,313	7,028	9,431	12,895
(+/-)%	-1.7%	17.8%	32.3%	34.2%	36.7%
经营利润 (EBIT)	296	264	427	606	865
(+/-)%	48%	-11%	62%	42%	43%
净利润	192	223	380	542	773
(+/-)%	53%	16%	70%	43%	43%
每股净收益 (元)	0.50	0.58	0.58	0.82	1.17
每股股利 (元)	0.03	0.05	0.03	0.04	0.06

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	7%	5%	6%	6%	7%
市盈率	25.7	22.1	22.2	15.5	10.9
股息率 (%)	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 17.50

上次预测: 17.50

当前价格: 12.25

2011.08.15

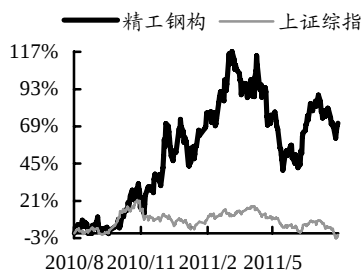
交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.98-24.20
总市值 (百万元)	7,111
总股本/流通 A 股 (百万股)	581/581
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	9
日均成交值 (百万元)	113

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,659
每股净资产	2.86
市净率	4.3
资产负债率	60%

52 周内股价走势图



相关报告

《业绩大幅预增,新签合同高速增长》	2011.07.21
《公开增发获通过,半年业绩值得期待》	2011.07.05
《把握钢结构业务高速发展,探寻持续成长》	2011.05.17
《1 季报净利润同增 103%,业绩爆发拐点》	2011.04.27
《1 季报预增 90%-110%,印证业绩拐点爆发》	2011.04.13

1. 行业成长

钢结构有诸多优点：可以循环利用，可以预制以缩短施工周期。厂房、办公楼普通土要1年以上建完的，用钢结构三四个月可以做完。自重轻，只有土建的1/4，适合高楼，50楼以上肯定钢结构。成本每平方米建筑面积只贵一两百块，如果财务费用可能反而便宜。

目前中日美等发达国家钢结构占比50%以上，中国还很少。美国近40年复合增速10%以上。主要用于商业建筑，其次是工业建筑。美国的集中度高，40多家会员40%多。中国建筑钢结构，占比55%。**过去5年复合增速12%。行业协会预测未来5年复合增速16%。**目前集中度还很低，前四十名占比21%左右

2. 公司情况

2.1. 现状

按工程量算和规模计算，公司连续5年排行业第一。目前公司在5个地区有生产基地：绍兴、上海、安徽、武汉、佛山。解决了钢结构运输半径限制，同时进行地域扩张。公司今年上半年业务承接额增长66%。增速较去年同期8%大幅提高。从公开的项目合同看，大项目数目明显增多（0.5亿元以上项目今年上半年22个，去年上半年15个），公共建筑、商贸合同增速快（今年上半年公共建筑大项目8.2亿，去年4.5亿；商贸14.4亿，去年3.6亿）。

业务分布：工业厂房45%，公建20%，重钢的商用和住房加起来35%。几年来吨毛利呈上升趋势。总体空间钢毛利较高，轻钢其次，重钢最低。重钢低是因为目前只做生产，没有施工设计，以后一体化后会有所提高。

2.2. 业务发展趋势

2.2.1. 总体战略

按吨卖到按平米卖。既省总包提成，又可以标准化，使交货更快，成本更低。还可以分包赚取管理费。从而提高毛利率。现在只做框架，以后会向围护、光伏幕墙发展。

2.2.2. 工业厂房发展战略

1、提升市场占有率。紧跟龙头客户，比如美的、华为等。各行业集中度都有提高趋势，美的、华为等龙头会到各地建厂房，紧跟大客户可以带来稳定来源。工厂现在的建造趋势是重型化，个性化、工期要求高。精工钢构有优势。重型化就是起吊重量不断增加，这样构件重量要更重，构建重量每平方米超过50公斤的，或每个构件超过30吨的，我们归之为重型厂房。一般企业从工艺上、设备上都没法做重型厂方，精工钢构可以做。个性化比如做花园式厂房，顶是蓝天白云，需要设计的，精工钢构也有优势。以后的方向就是做高端，做大单。

2、按吨卖转为按平米卖。按平米卖就是总承包模式，最后交钥匙。现在是在按吨卖，只做钢结构框架，按吨卖一般成本价成，毛利低。公司力

争在设计时就进入，公司更了解施工，设计可能会比一般研究院更省料省时间，做总建筑商，能提高毛利。

2.2.3. 公共建筑：会展、机场、铁路等发展趋势

铁路在公司业务中占比低，因此高铁事件影响不会很大。机场新一轮建设刚刚开始。民航总局规划，到 2020 年新增 52 个机场，且不包括现在的扩建改建。机场是公司强项，曾做过北京机场等，非常有竞争力。场馆、会展中心建设需求增长很快，主要来自于二三线城市的消费升级。这从公司公开的项目合同中可以看出。

公司在公建方面技术优势明显。如：场馆开闭屋顶，全国有大型项目经验的只有公司一家。弯扭构件（鸟巢那种），也只有公司和沪宁钢机能做，在数控设计、大吨位设备方面要求很高，一般企业没有能力做。这些高技术项目都会提升毛利率。

2.2.4. 办公楼、酒店商业地产发展战略

办公楼、酒店商业地产现在钢结构占比就小，但市场潜力很大。主要是中西部和沿海地区二三线城市商业楼宇、综合楼宇投资增速快。公司的盈利模式将从纯制造转向一体化（即制造+安装），最后彻底做总包。毛利会大幅提升。

2.2.5. 光伏建筑未来发展

光伏建筑也是公司未来发展方向之一。这方面公司的优势在于光伏屋顶与钢结构关系紧密，需要一起设计。公司已经聘请专门做光伏建筑的团队做好准备。

有 4MW 订单，人、营销等准备工作已经做好了，目前是做光伏都是外购。以后要从设计开始做。因为光伏屋顶的话对钢结构有影响，重量什么的，现在也和做光伏的沟通，按照他们的来设计。产能是建 65mw，自供用，这会提高我们的竞标能力。目前我们了解的光伏建筑的市场价是 2000 万左右 1MW。公司投资产能是 65MW。

2.3. 管理能力增强

今年外地事业部经营顺利，预计可以营利。单个项目合同额增加，降低销售费用率。钢价较为平稳，提升毛利，减少对冲成本。同时营利模式、项目结构的改善也进一步提升毛利率，一季度毛利率已上升到 14%。预计今年净利率会有一定程度的提升。

表 1：精工钢构推荐逻辑与历程

报告时间	报告类型	报告	评级	目标价	当日收盘价	主要观点
2010-10-12	公司深度报告	《行业趋势和公司业绩未来拐点向上》	上调至“增持”	15	11.58	1) 对 4 季度十二五规划主题作储备：分析行业促发因素为十二五规划相关的城镇化、消费升级（重钢、空间钢）；产业升级、转移、承接（轻钢）。 2) 寻找未来 2 年可持续增长公司。分析公司基

						本面与竞争优势: 丰富兼并收购经验、管理模式、品牌技术等。 3) 首次提出 3 拐点逻辑。
2010-10-22	3 季报点评	《3 季度业绩超预期, 上调业绩和目标价》	增持	16	12.3	集中指出 3 大业绩拐点: 1) 公司未来面临业绩触底回升: 3 季度业绩拐点向上得到兑现; 2) 行业爆发增长前夜: 十二五前两年必定爆发增长; 3) 股权激励释放业绩: 预测年底前获批概率大。
2010-11-11	行业深度报告	《钢结构行业趋势向好, 龙头企业期待向上》	增持	16	13.63	1) 指出行业“建筑节能、消费升级、竞争分散、政策倾向”等多面利好。 2) 强化 3 拐点逻辑, 后两个拐点可期。 3) 跟踪公司最新进展: 出售彩铝业务给集团公司后减轻负担, 提高盈利水平。
2010-11-22	点评股权激励提交股东大会	《明后两年业绩拐点爆发式上升》	增持	18	13.89	1) 重申公司推荐逻辑与行业爆发增长前景, 并指出得到了市场认同。 2) 3 大拐点逻辑中: 股权激励方案公告 12 月 6 日提交股东大会, 第 2 个拐点即将兑现。
2010-12-14	点评董事会确认股权激励授权日	《明年的钢构即是今年的装饰》	增持	20	16.18	1) 再次跟踪 3 大拐点。其中第二个拐点: 股权激励授权日已由董事会确认, 股权激励进入实施阶段, 扫清股价上涨的心理障碍。 2) 分析钢构行业促发因素, 提出“明年钢结构的表现即是今年的装饰行业”。
2010-12-17	行业更新报告	《明年钢构即今年装饰逻辑演绎》	增持	20	15.51	明年钢构即今年装饰, 钢结构行业明年将进入高速增长期, 3 家钢结构公司对于股价与 EPS 都有市场诉求与刺激, 行业快速增长同时迎来业绩与估值双轮驱动
2010-12-22	收购点评报告	《购买精工重钢, 储备产能等待爆发》	增持	20	16.80	公司公告购买精工重钢股权现有股权资产及土地使用权增资后形成的股权资产为标的的 100% 股权。储备重钢产能, 为业绩爆发增长做好准备。
2011-01-07	行业更新报告	《钢构行业空间巨大、集中度提高趋势确立》	增持	20	18.19	与发达国家相比, 我国的钢结构使用量还很低, 发展空间依然巨大, 龙头企业市场集中度持续提高。
2011-01-12	行业更新报告	《厂房修建增长拐点向好, 看好轻钢结构》	增持	20	17.42	轻钢结构需求量最大, 主要用于工业厂房、仓库等建设, 需求占建筑钢结构 51%。产业转移与升级政策背景促进厂房建设进入高增长拐点, 利好轻钢龙头精工钢构。
2011-01-21	公司调研报告	《规模与效益齐飞的征途中》	增持	20	16.69	1) 提出公司一体化策略将提升公司服务属性, 走“设计—制造—安装”一体化的经营策略。 3 年看 50 元。
2011-02-13	公司更新报告	《吨钢毛利持续提升, 盈利不惧钢价风险》	增持	25	19.14	精工钢构 06 年至 09 年吨钢毛利分别为 1193、1394、1593、1800 元/吨, 钢价上涨不影响公司盈利提升, 一体化模式与高端项目策略提升服务属性
2011-02-16	公司点评报告	《收购亚洲建筑, 打造钢结构集成服务商》	增持	28	19.12	点评精工钢构收购关联方亚洲建筑: 亚洲建筑具备较高盈利能力, 未来 3 年利润贡献不低于 6000 万, 具有极强的关联性和协同效应; 调高

目标价至 28 元。

2011-02-28	公司更新报告	《签订多高层建筑总包第一单，实现盈利模式转型》	增持	28	18.74	公司签订伊索大厦多高层建筑总包第一单，实现盈利模式转型，未来盈利能力大幅提升。
2011-03-10	公司年报点评	《产业升级和转移驱动：订单爆发式增长》	增持	28	22.82	11 年订单继续向好，1-2 月订单比 10 年 1 季度高 67%。
2011-03-13	行业更新报告	《钢结构抗震强，精工钢构通过日本复审》	增持	28	21.13	精工钢构 2005 年获得了日本钢结构 H 等级认证，并且在 10 年复审中顺利通过。
2011-03-22	公司更新报告	《公开增发促进战略规划实施》	增持	28	22.45	精工钢构公开增发拟进军太阳能屋顶业务，同时布局全国钢结构产能。
2011-03-24	公司点评报告	《参与太阳能大发展的建筑集成商》	增持	28	22.45	调研精工钢构，交流公开增发相关项目的情况以及近期行业发展状况
2011-05-18	公司调研报告	《把握钢结构业务高速发展，探寻持续增长模式》	增持	17.5	12.76	调研精工钢构，交流公开增发相关项目的情况以及近期行业发展状况
2011-07-05	公司更新报告	《公开增发获通过，半年业绩值得期待》	增持	17.5	13.11	精工钢构公开增发获通过，预计 1 月后左右进入实施阶段；钢结构行业迎来拐点式上升趋势明朗，公司业绩步入高增长，募投将实现多业务线战略，中报业绩值得期待
2011-07-21	公司更新报告	《业绩大幅预增，新签合同高速增长》	增持	17.5	12.75	精工钢构 2011 年上半年业绩预增 50% 以上。1-6 月，公司累计承接业务 51.4 亿元，比去年同期增长 66%。
2011-08-09	行业更新报告	《增长趋势明确，相对估值优势已展现》	增持	17.5	11.74	钢结构企业估值优势已经展现，在新签合同持续高增长与业绩验证趋势明确的背景下，钢结构龙头企业有望迎接新一轮行情。

数据来源：国泰君安证券研究

表 2：近期钢结构行业重大事件

时间	事件	详细情况
2011-1-6	“十二五”期间努力实现钢结构产业的倍增目标	中国钢结构协会常务副秘书长刘万忠：到 2015 年，我国钢结构产量有望在 2010 年 2500 万吨的基础上翻一番以上，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。发展重点包括：海洋工程钢结构、钢结构住宅、钢结构桥梁。
2011-2-23	武汉阳逻国家钢结构基地授牌	这是全国第一个国家级钢结构特色产业基地。阳逻开发区国家级钢结构特色产业基地，将着力发展桥梁钢结构、建筑钢结构、工业钢结构三大体系产品，培育和引进企业 60 余家，力争到 2015 年，钢结构年总产值达到 300 亿元，年加工量达 500 万吨，成为中部乃至全国桥梁建造、钢结构制造的主要集聚点和辐射源之一。
2011-2-25	福建省将建成省内最大钢构生产和配送基地	海西钢构配送中心总投资 8 亿元，分三期建设，目前首期项目竣工投产，该工程全部建成后将成为福建省最大的钢构生产和配送基地。
2011-3-21	两会代表提出重点发展钢结构产业	全国人大代表、台盟中央委员、天津市委副主委、市建筑设计院副总

业		工程师张肇毅代表也建议, 将强度高、延性好、自重轻、技术精密、标准化程度高、抗震性能好的钢结构住宅大力推广起来, 同时建议政府在税收、配套等方面给予适当优惠政策, 鼓励开发企业积极推广钢结构住宅, 以逐步代替砖混结构住宅和钢筋混凝土结构住宅。
2011-4-1	“上海中心” 14 年竣工, 主体结构为钢结构	“上海中心” 将于 2014 年竣工, 又会创造上海的“新高度”。这样一座雄伟的大厦其主体结构就是采用的钢结构。与其比邻的金茂大厦、上海环球金融中心两座著名建筑也都是采用的钢结构。
2011-5-12	国家钢结构工程技术研究中心在中冶建研成立	项目总投资 1.6 亿元, 设计年生产钢结构构件 10 万吨。项目采用国内最先进的工艺和设备。建成后的钢结构生产线将成为西北地区最大的钢结构生产基地。
2011-5-17	国家钢结构工程技术研究中心在中冶建研成立	国家钢结构工程技术研究中心的成立将加快我国钢结构领域技术成果的转化和推广, 提高我国钢结构工程技术整体水平, 推动我国钢结构产业及国民经济相关产业的快速发展

数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

表 3: 近期钢结构行业重点项目竣工情况

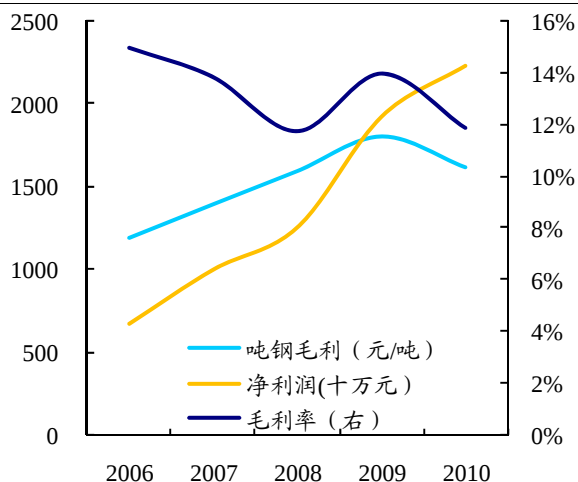
时间	钢结构项目
2011-7-13	振华重工承建美国海湾大桥钢结构完工
2011-7-12	青岛中心主体结构封顶 237 米成新地标
2011-6-29	安徽饭店综合改造工程 B 塔钢结构主体完工
2011-6-20	中冶宝钢技术特钢燃气锅炉房钢结构顺利封顶
2011-6-15	郑州火车站钢结构制作完成
2011-5-13	天津滨海国际花卉园 花卉展厅主体钢结构完成
2011-3-30	广州电视台新址钢结构封顶
2011-3-31	跨海河教育园钢结构人行天桥建成
2011-3-31	机场--双流机场屋顶钢结构工程全部完工, 中央大厅钢结构重量约为 1 万吨
2011-3-31	建筑高度达 441.28 米的京基 100 项目钢结构即将封顶, 本工程钢结构总质量约 65 万吨。
2011-3-31	阳明滩大桥钢结构主桥合龙
2011-3-29	宁波市政府综合办公楼 (3 区) 2060 吨的钢结构项目完工。
2011-3-21	昌江核电站钢结构厂房制安装完成
2011-3-19	厦深铁路流冲河钢结构大桥合龙
2011-3-19	四月底: 杭州黄龙体育馆钢结构将完工, 黄龙体育中心是目前浙江省规模最大、功能最齐全的体育场馆, 其承担的八残会项目也最集中
2011-3-16	宁波三门湾大桥钢结构明年开建, 项目估算总投资暂定 658 亿元。
2011-3-4	三门核电一期工程循环水泵房钢结构开吊, 循环房上部钢结构长约 100 米, 柱子共分三层加工, 最大单根构件重量达 30 多吨。
2011-3-4	天津: “米立方” 主体钢结构完工 国庆期间建成
2011-2-28	被誉为“CBA 第一馆”的东莞市篮球中心工程主体结构已全面封顶, 钢结构已吊装完毕。
2011-2-23	大连国际会议中心建筑主体钢结构已实现封顶
2011-2-9	天津文化中心图书馆钢结构主体工程完工, 总高度近 30 米, 用钢量达 1.3 万吨, 构件达 8400 件。

2011-1-7 南京南站站房进入钢结构屋盖工程封顶阶段

2011-1-20 成都西门车站跨线桥钢桥吊装首战告捷

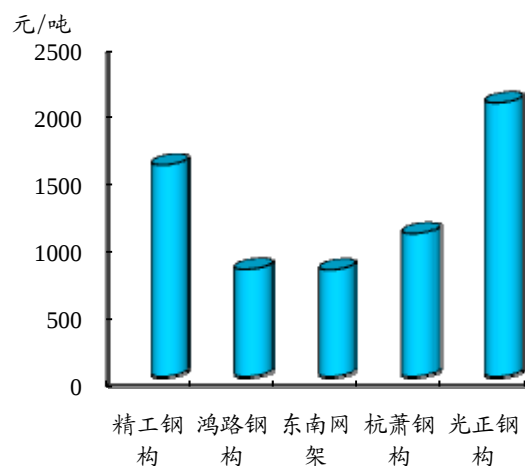
数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

图 1: 精工钢构吨钢毛利、净利润、毛利率



数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

图 2: 2008 年吨钢毛利比较



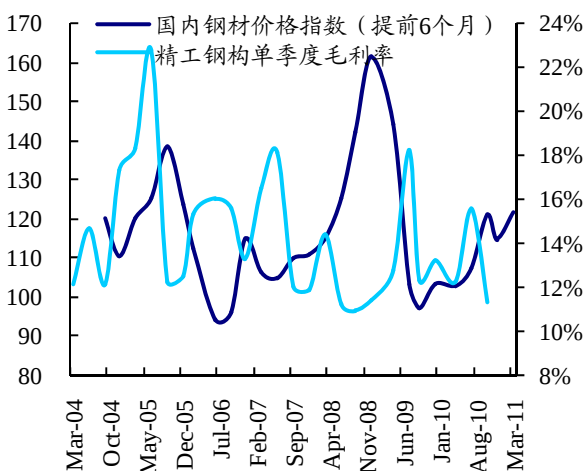
数据来源：国泰君安证券研究

表 4: 上市公司吨钢毛利比较

时间	精工钢构	杭萧钢构	东南网架	鸿路钢构	光正钢构
2006	1192.59				
2007	1393.55				1329.48
2008	1592.45	1076.01	795.88	800.00	2058.82
2009	1800.00			720.69	1724.14

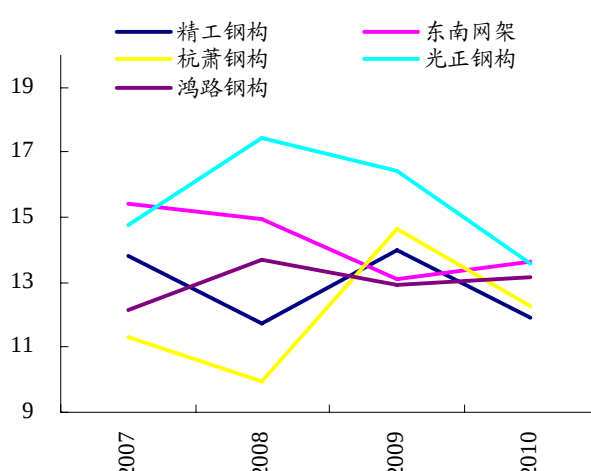
数据来源：国泰君安证券研究

图 3: 国内钢价指数及公司单季度毛利率



数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

图 4: 钢结构公司毛利率比较



数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

表 5: 精工钢构收购事件

时间	收购事件
2003	收购上市公司安徽长江农业装备股份有限公司

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2005	收购湖北楚天钢构
2007	收购上海美建
2008	安徽长江紧固件有限责任公司
2008	安徽长江彩铝科技有限公司
2010	精工重钢结构有限公司

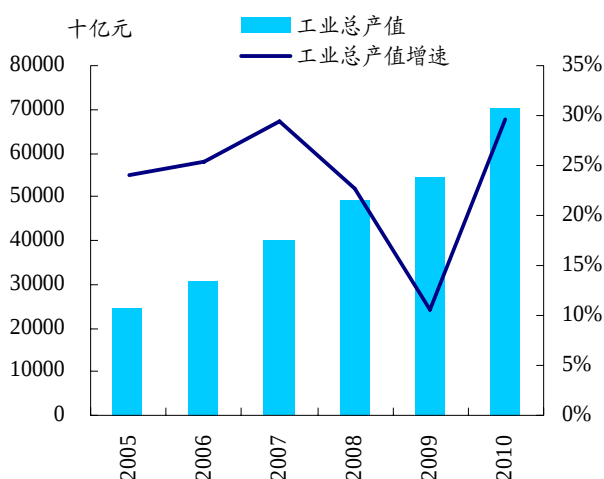
数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

表 6：东南网架收购事件

时间	收购事件
2004	浙江东立钢结构有限公司
2004	广州五羊钢结构有限公司

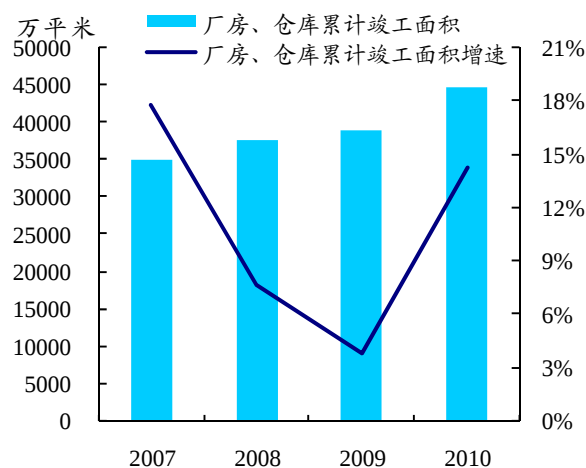
数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

图 5：工业总产值及增速



数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

图 6：我国厂房、仓库累计竣工面积及增速



数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

表 7：东南网架增发预案相关信息

项目	相关内容
目前股份数	20000 万股
发行股份数	≤6000 万股
发行股份占总股份比例	≤30%
实际控制人持股比例（间接和直接控股）	55.86%
非公开增发完成后大股东持股比例	≥42.96%（仍为实际控制人）
定价基准日	2010-11-27
定价	≥12.39 元（证监会审批通过后，董事会确定最终发行价）
募集资金金额	≤7.3 亿元
募投项目	1. 住宅钢结构建设项目（1.6 亿） 2. 年产 9 万吨新型建筑钢结构膜材建设项目（5.4 亿）
现金余额（10/09/30）	4.77 亿元
经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益	2.52%
资产负债率（10/09/30）	73%（精工 64%、光正钢构 59%、杭萧钢构 71%）

数据来源：东南网架、国泰君安证券研究

表 8：杭萧钢构股权激励内容

请务必阅读正文之后的免责条款部分

杭萧钢构股权激励内容

授予方式	在授予日一次性授予 期权激励，到时可以选择行权或者不行权		
股权激励占股本比例/股数	6.09% / 0.196 亿股		
草案公布日期	2010-1-15		
过会后通过股东大会日期	2010-6-25		
董事会通过授予日	2010-7-28		
授予日（T 日）	2010-7-12		
行权价格	9.19 元		
行权期	第一个行权期	T 日+12 个月至 T 日+36 个月内的可行权日	解禁比例 30%
	第二个行权期	T 日+24 个月至 T 日+36 个月内的可行权日	30%
	第三个行权期	T 日+36 个月至 T 日+48 个月内的可行权日	40%
		扣除非经常性损益后净利润	扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率
业绩条件	2010	0.75 亿元	8%
	2011	0.9 亿元	9%
	2012	1.1 亿元	9%

数据来源：杭萧钢构、国泰君安证券研究

表 9：杭萧钢构股权激励授予人

序号	姓名	职务	获授股票期权数量 (万股)	获授期权数量占总股本的比例	获授期权数量占总期权数 量的比例
1	葛崇华	董事	14	0.043%	0.71%
2	寿林平	财务总监	18	0.056%	0.92%
3	陈瑞	董事会秘书	16	0.050%	0.82%
4	其他员工		1934	5.941%	97.55%
合计			1960	6.09%	100.00%

数据来源：杭萧钢构、国泰君安证券研究

表 10：精工钢构股权激励授予对象

姓名	职务	授予股票期权数量 (万份)	占授予股票期权数量的 比例	占授予时公司总股本 的比例
方朝阳	董事长	40	3.30%	0.10%
孙关富	董事、总裁	40	3.30%	0.10%
楼宝良	副总裁	35	2.90%	0.09%
钱卫军	董事、副总裁	20	1.60%	0.05%
裘建华	副总裁	20	1.60%	0.05%
陈水福	副总裁	20	1.60%	0.05%
陈国栋	副总裁兼总工	20	1.60%	0.05%
严宏	副董事长	15	1.20%	0.04%
沈月华	副总兼董事会秘书、CFO	15	1.20%	0.04%
小计		225	18.40%	0.60%
其他 103 名激励对象		875	71.70%	2.30%
预留股份		120	9.80%	0.30%
总计		1120	100%	3.20%

数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

表 11: 精工钢构行权条件

行权期	绩效考核目标
第一个行权期	以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数, 2010 年度扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 15%(含)
第二个行权期	以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数, 2011 年度扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 30%(含)
第三个行权期	以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数, 2012 年度扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 70%(含)

数据来源: 精工钢构、国泰君安证券研究

表 12: 南玻、精工钢构的股权激励比较

南玻				精工钢构			
授予方式		在授予日一次性授予		在授予日一次性授予		期权激励, 到时可以选择行权或者不行权	
股权激励占股本比例		4.2% /11.9 亿股		3.2% /0.185 亿股			
/股数							
草案公布日期		2008-4-11		2010-7-28			
通过股东大会日期		2008-6-16		2010-12-7			
董事会通过授予日		-		2010-12-14			
授予日 (T 日)		2008-6-16		2010-12-10			
行权价格		8.58		6.73			
首次授予部分:		解禁比例		解禁比例			
第一个行权期	T 日+12 个月(T 日=2008-6-16)	25%	T 日+12 个月至 T 日+30 个月 (T 日=2010-12-10)	40%			
第二个行权期	T 日+24 个月	25%	T 日+24 个月至 T 日+42 个月	30%			
第三个行权期	T 日+36 个月	25%	T 日+36 个月至 T 日+48 个月	30%			
第四个行权期	T 日+48 个月	25%	-	-			
预留部分:							
第二个行权期	无		T 日+24 个月至 T 日+42 个月	50%			
第三个行权期			T 日+36 个月至 T 日+48 个月	50%			
业绩条件		激励对象申请获授限制性股票解锁的前一年度, 南玻加权平均净资产收益率与扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率孰低者不低于 10%。		以 2009 年扣除非经常性损益后净利润为基数, 增长率 2010 年 ≥ 15%、2010 年 ≥ 30%、2012 年 ≥ 70%, 3 年复合增长率为 19%			

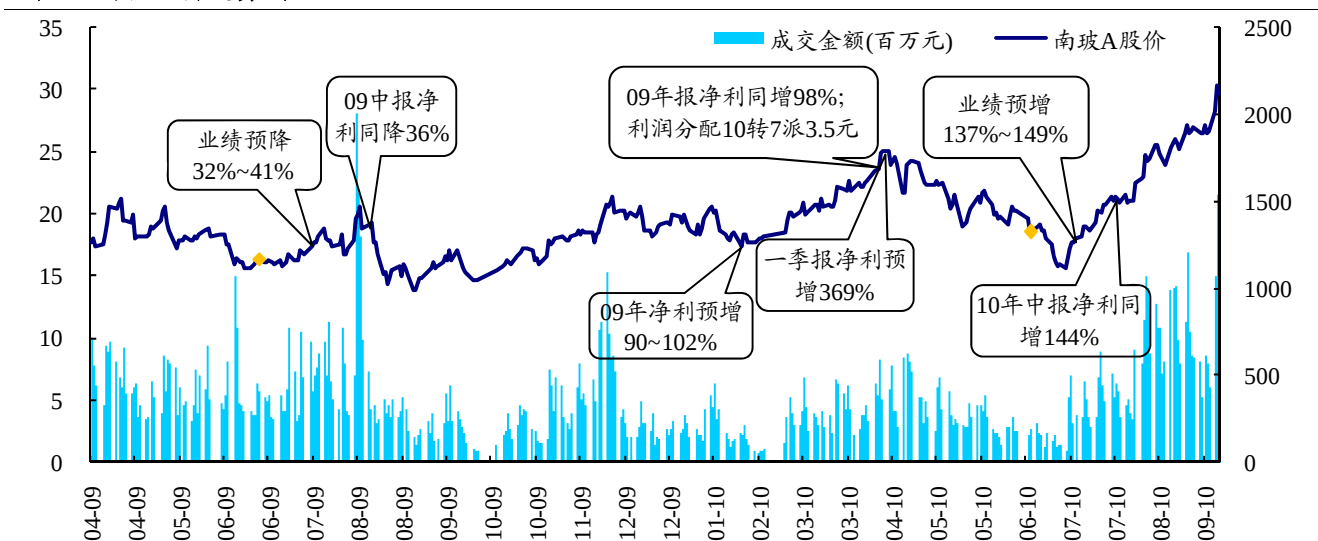
数据来源: 南玻、精工钢构、国泰君安证券研究

表 13: 南玻、精工钢构成长性与行权条件历史数据

	南玻			精工钢构		
	加权平均净资产收益率	扣除非经常损益加权平均净资产收益率	净利增长率	扣除非经常损益增长率	净利增长率	扣除非经常损益增长率
2005	13%	13%	-7%	-8%	125%	128%
2006	11%	11%	6%	8%	49%	43%
2007	15%	14%	29%	24%	49%	15%
2008	10%	8%	-3%	-15%	28%	43%
2009	17%	18%	98%	152%	53%	75%
2010	25%	24%	75%	57%	16%	18%
05~10 平均增长率			33%	36%	61%	61%
05~10 年复合增长率			29%	28%	58%	58%

数据来源：南玻、精工钢构、国泰君安证券研究

图 7：南玻股价走势图



数据来源：Wind、国泰君安证券研究 注：橙色点为解禁时间点

表 14：光正钢构首发认购情况与 11 月以来中小板新股比较

名称	招股日期	发行价格	2009PE(发行后)	网上发行数量	预计募资	实际募资	发行费用	募资净额	有效报价家数	认购倍数
日发数码	2010-11-23	35	60.34	1280	1.97	5.60	0.56	5.04	109	99.00
金字火腿	2010-11-12	34	65.38	1480	1.71	6.29	0.46	5.83	86	76.60
涪陵榨菜	2010-11-02	13.99	53.81	3200	2.40	5.60	0.36	5.24	103	70.63
科士达	2010-11-16	32.5	62.50	2326	2.27	9.43	0.59	8.84	78	68.43
达华智能	2010-11-12	26	76.47	2400	1.90	7.80	0.65	7.15	82	67.17
宝馨科技	2010-11-12	23	48.94	1361	1.91	3.91	0.42	3.49	68	61.67
中顺洁柔	2010-11-05	38	56.55	3200	7.90	15.20	0.68	14.52	108	61.31
老板电器	2010-11-02	24	47.06	3200	5.19	9.60	0.57	9.03	88	55.00
泰亚股份	2010-11-16	20	66.67	1770	1.50	4.42	0.34	4.08	60	49.50
光正钢构	2010-11-30	15.18	78.25	1810	1.80	3.43	0.25	3.18	56	49.00
齐峰股份	2010-11-23	41.5	53.21	2960	6.52	15.36	0.96	14.40	55	44.20
山东矿机	2010-11-30	20	74.07	5372	5.35	13.40			63	42.75
天汽模	2010-11-05	17.5	54.69	4200	3.00	9.10	0.44	8.66	53	37.60
江苏旷达	2010-11-16	20.1	59.12	4000	2.63	10.05	0.55	9.50	41	26.38
蓝丰生化	2010-11-12	43.2	40.37	1522	5.41	8.21	0.66	7.55	33	23.29
浙江众成	2010-11-23	30	65.22	2137	2.94	8.00	0.44	7.57	111	22.20
胜景山河	2010-11-30	34.2	85.50	1360	1.50	5.81			73	18.25
天广消防	2010-11-02	20.19	69.12	2000	1.40	5.05	0.29	4.76	87	17.20
银河电子	2010-11-16	36.8	41.35	1412	2.95	6.48	0.46	6.02	51	8.50
天桥起重	2010-11-23	19.5	59.09	3200	2.04	7.80	0.48	7.32	39	7.80

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

表 15：光正钢构网下申购中签对象

序号	配售对象名称	有效申购股数(万股)	获配股数 (万股)
1	华夏策略精选灵活配置混合型证券投资基金	450	225
2	中银持续增长股票型证券投资基金	450	225

数据来源：光正钢构、国泰君安证券研究

表 16：装修与钢结构行业市场集中度比较

	装修	钢结构
企业家数	15 万家	4000~5000 家
行业最大公司市场占有率	0.22%	2.17%
前 100 强市场占有率	6.00%	n.a.
前 20 强市场占有率	n.a.	16.91%

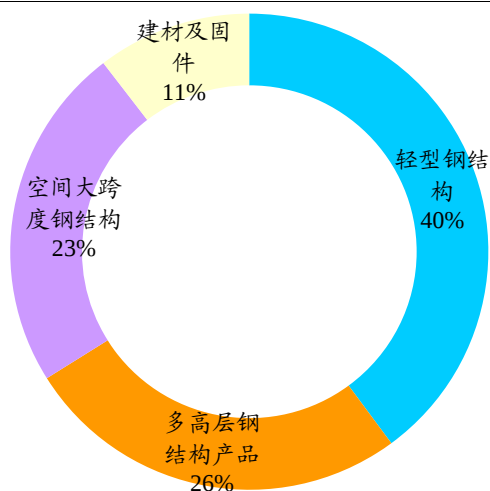
资料来源：国泰君安证券研究

注：钢结构市场占有率采用用钢量计算

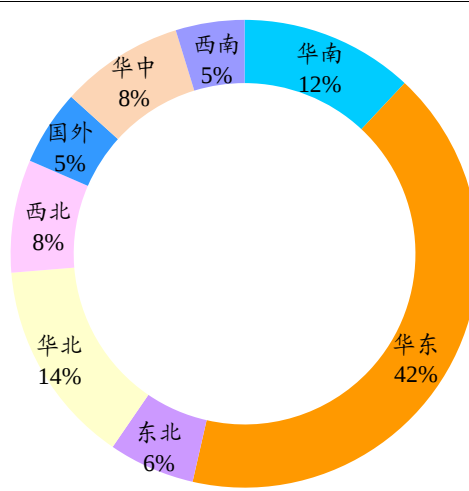
表 17：精工钢构与金螳螂成长性与市场份额、动态 PE 比较

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	05-10 年 均增长率	05-10 复 合增长率
营业总收入同	金螳螂	31.66	37.29	95.08	-3.63	23.04	61.67	40.85	31.40
比增长率	精工钢构	35.53	35.03	44.72	46.55	-1.70	17.81	29.66	27.19
归属母公司净	金螳螂	39.15	45.20	35.02	53.02	45.41	93.73	51.92	53.53
利同比增长率	精工钢构	124.96	49.48	48.81	28.01	53.34	16.12	53.45	31.35
市场份额	金螳螂	0.15	0.25	0.22	0.22	0.30			
	精工钢构	1.25	1.76	1.84	1.99	2.78			
动态 PE	金螳螂		33.69	60.24	20.48	32.78	51.94		
	精工钢构	16.66	23.95	40.46	11.45	23.84	33.17		

资料来源：WIND、国泰君安证券研究

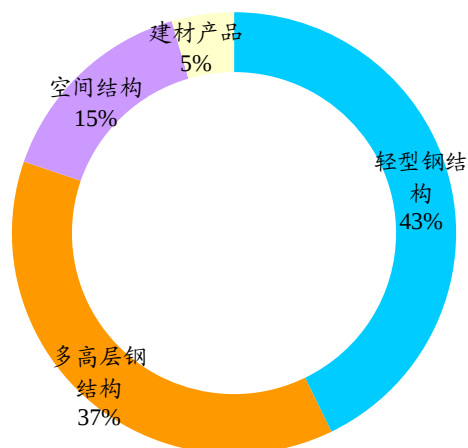
图 8：精工钢构 2010 年收入结构


数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

图 9：精工钢构 2010 年区域结构


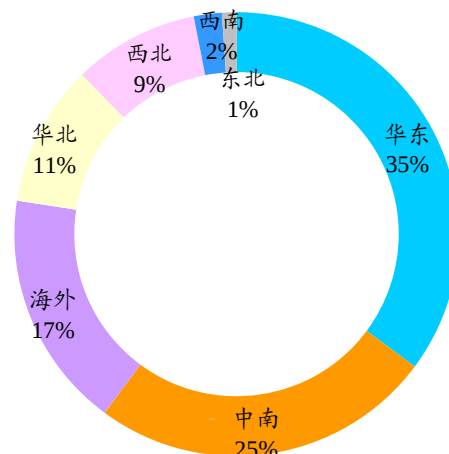
数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

图 10：杭萧钢构 2010 年收入结构
图 11：杭萧钢构收入区域结构



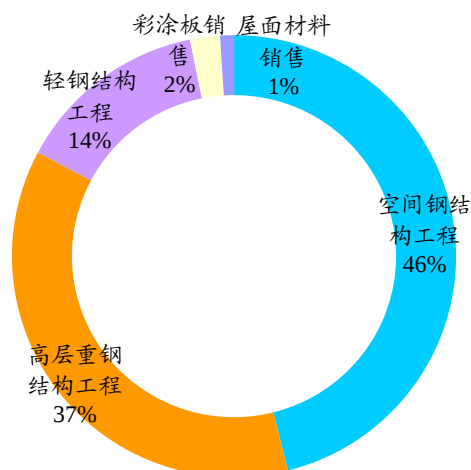
数据来源：杭萧钢构、国泰君安证券研究

图 12: 东南网架 10 年收入结构



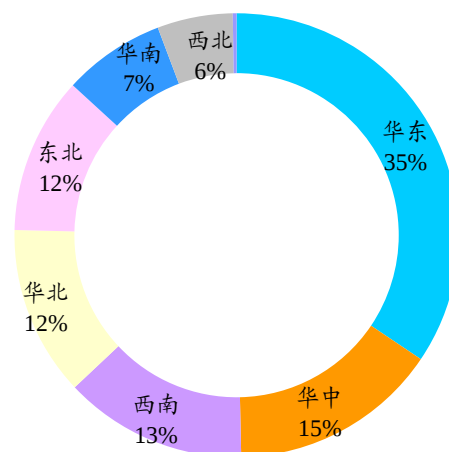
数据来源：杭萧钢构、国泰君安证券研究

图 13: 东南网架 2010 年收入区域结构



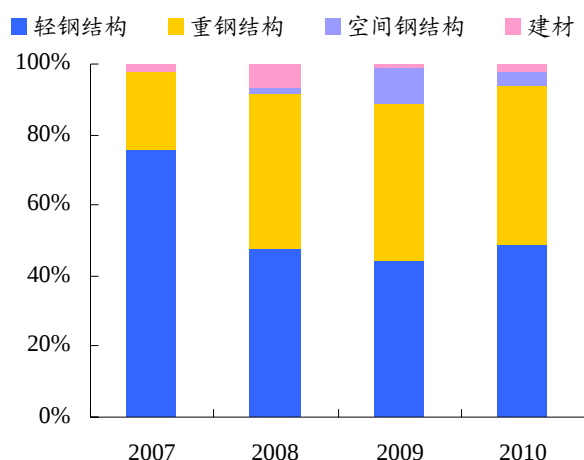
数据来源：东南网架、国泰君安证券研究

图 14: 光正钢构收入结构

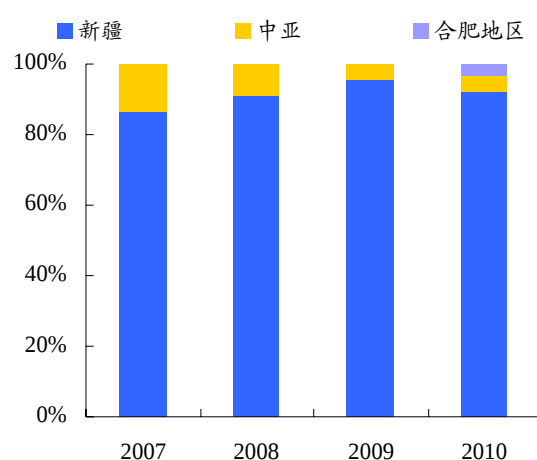


数据来源：东南网架、国泰君安证券研究

图 15: 光正钢构收入区域结构



数据来源：光正钢构、国泰君安证券研究



数据来源：光正钢构、国泰君安证券研究

图 16: 精工产业集团股权结构