

行业前景看好, 期待公司盈利和估值的双向提升

报告摘要:

公司长期以来定位于专业的钢结构制造商, 主要从事钢结构及其维护产品的制造和销售业务, 已形成设备钢结构、建筑重钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构等中高端产品为主的产品结构。目前设备钢结构和建筑重钢结构收入占比 45.32%, 毛利占比达到 61.54%。

我们推荐公司的主要理由如下: 1、行业政策扶持导向清晰。目前国内倡导绿色节能, 钢结构行业符合“节能环保”产业政策扶持方向, “十二五”期间国家有意打造钢结构行业为战略性新兴产业, 规划产量 5 年内翻一番, 行业增速可期; 2、根据国外经验, 钢铁工业的快速发展和劳动力成本的提升是促进钢结构行业发展的重要因素, 我国目前粗钢产量位居全球之首, 而且近年来劳动力成本大幅上升带来建筑成本的上升使得建筑劳动力需求较少的钢结构相对经济优势逐步显现; 3、公司作为国内领先的钢结构制造商, 过去 4 年营业收入复合增速达到 41.89%, 上市后募投产能大幅增长, 产能瓶颈进一步解决, 伴随行业快速发展, 公司有望迎来新一轮快速成长; 4、去年下半年以来, 随着宏观调控的收紧以及经济增速的下滑, 公司的订单和业绩表现受到一定影响, 我们认为目前的估值已经充分反映市场的悲观预期, 随着国家宏观政策逐步放松以及基建投资力度的加大, 宏观经济有望逐步触底回升, 公司的经营环境也有望逐步改善, 市场悲观预期或将得到修正, 我们认为公司或将迎来盈利和估值的双向提升。

盈利预测及投资评级。我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益为 0.99 元、1.25 元、1.57 元, 目前股价对应 PE 为 11x、9x、7x, 钢结构行业符合节能环保趋势, “十二五”期间政策扶持力度不断加大, 行业前景向好, 公司作为国内优秀的钢结构建造商有望充分受益, 并迎来快速发展, 因此, 我们首次给予公司“推荐”评级。风险提示: 募投项目产能释放低于预期; 宏观经济回升低于预期; 项目订单执行低于预期。

股票数据

2012/8/22

收盘价(元)	11.07
12 个月股价区间(元)	10.10 ~ 41.50
总市值(百万元)	2,967
总股本(百万股)	268
A 股(百万股)	268
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	-12%	-44%
相对收益	6%	1%	-26%

相关报告

证券分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550511020012
(021)20361170 xiewj@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2626	3532	4100	4900	5850
(+/-)%	62.78%	34.50%	16.09%	19.51%	19.39%
净利润	161	212	264	334	420
(+/-)%	98.61%	31.57%	24.52%	26.20%	25.77%
每股收益(元)	1.61	1.58	0.99	1.25	1.57
市盈率	7	7	11	9	7
市净率	3	1	1	1	1
净资产收益率(%)	37.07%	10.74%	11.13%	12.31%	13.41%
股息收益率(%)	—	1.23%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	100	134	268	268	268

目 录

1. 公司概况	3
1.1. 公司简介	3
1.2. 产品概况	3
1.3. 股权结构	3
2. 钢结构行业：行业前景看好，未来有望迎来快速发展期	4
2.1. 新兴产业，产品性能优良，但国内钢结构应用占比显著低于国外发达国家	4
2.1.1. 钢结构产品自身具有优良特性	4
2.1.2. 过去几年经历快速发展，但应用占比显著低于国外发达国家水平	4
2.2. 多重因素具备，未来钢结构将迎来快速发展期	6
2.2.1. 节能意识空前强化，产品符合未来“节能环保”的产业扶持方向	6
2.2.2. 劳动力成本快速上涨也使得钢结构经济优势相对明显	7
2.2.3. 国家对钢结构行业的扶持力度加强，“十二五”期间政策力度加大	8
3. 公司主要投资要点分析	8
3.1. 公司专注制造，和其它钢结构承包企业业务有所区别	8
3.2. 公司产能快速扩张，产品聚焦重钢、设备钢及空间钢结构等中高端类型	9
3.3. 武汉基地业务进展顺利，显示公司业务模式具有较强的可复制性	10
3.4. 二季度经营状况环比出现好转	11
3.5. 海外业务开拓富有成效，成为重要增长点	11
4. 盈利预测及投资评级	12
4.1. 盈利预测情况	12
4.2. 估值水平处于上市以来相对低位	12
5. 股权激励计划情况	13
6. 风险提示	14

1. 公司概况

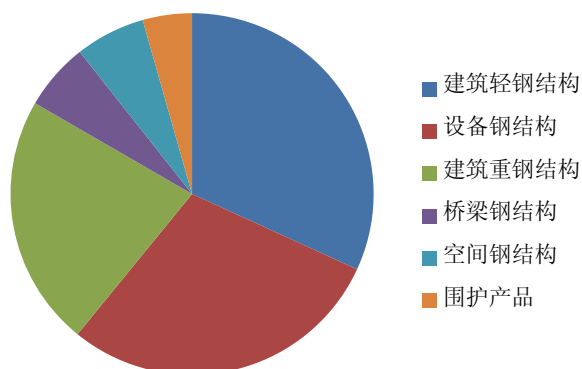
1.1. 公司简介

公司长期以来定位于专业的钢结构制造商，主要从事钢结构及其围护产品的制造和销售业务。公司为中国钢结构协会常务理事单位，具备中国钢结构制造企业特级资质、钢结构工程专业承包一级资质，是国内领先的钢结构制造企业之一，拥有安徽、湖北、江西三大生产基地。

1.2. 产品概况

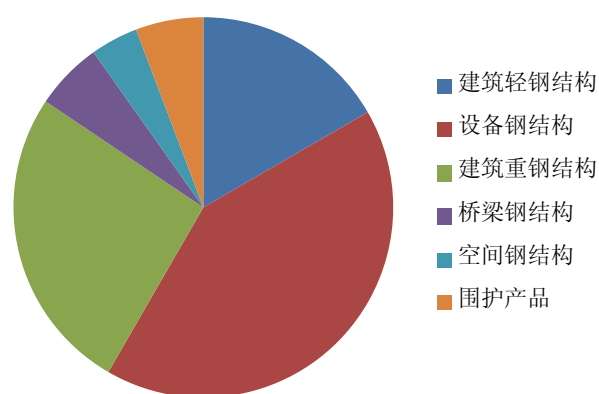
公司产品以建筑轻钢结构起步，但通过技术创新和工艺提升，目前已形成设备钢结构、建筑重钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构等中高端产品为主的产品结构。目前设备钢结构和建筑重钢结构收入占比 45.32%，毛利占比达到 61.54%。

图 1：收入 - 分产品（2012 年中报）



数据来源：东北证券

图 2：毛利 - 分产品（2012 年中报）

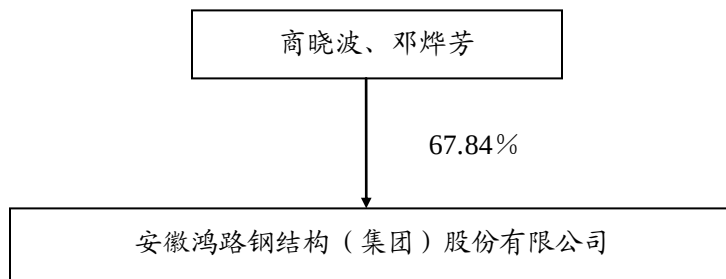


数据来源：东北证券

1.3. 股权结构

公司实际控制人为商晓波、邓烨芳，合计持有公司 67.84% 股权。

图 3：公司股权结构



数据来源：东北证券

2. 钢结构行业：行业前景看好，未来有望迎来快速发展期

2.1. 新兴产业，产品性能优良，但国内钢结构应用占比显著低于国外发达国家

2.1.1. 钢结构产品自身具有优良特性

钢结构建筑是以钢制架构为主的建筑类型，被誉为“第四次建筑产业革命”。与传统的钢筋混凝土建筑相比，钢结构在制作、施工和建成后的使用过程中，具有自重轻、抗震性能好、空间利用率高、施工周期短、工业化程度高、环保性能好、可循环利用，可塑性强易于造型、造价低、应用领域广泛等综合优势，符合人类可持续发展的原则。因此，钢结构作为我国建筑领域的新兴产业，受到了国家的高度重视，被列为建设部十大新技术之一。

表 1：钢结构的优良特性一览

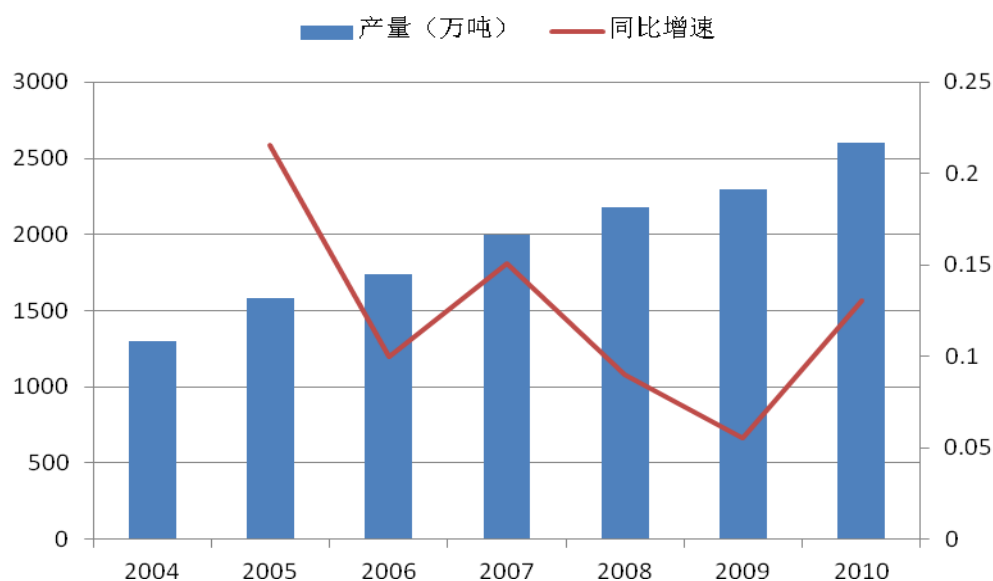
项目	优势特点
自重和强度	钢结构体系自重轻，约为混凝土结构的二分之一，砖混结构的六分之一至四分之一，可减轻建筑物的重量约 30%。因此钢结构建筑的自重较小，远低于同等的混凝土结构建筑，能够大幅降低建筑的基础工程费用，基础造价通常比同规模的混凝土建筑低三分之一。 钢结构建筑强度高、抗风性和抗震性强，在大跨度和高层结构以及地震多发地区较砖混结构建筑具有压倒性优势。
循环利用	钢结构建筑的钢制架构可以全部回收再利用，是可循环利用性最高的新型建筑类型。同时，钢结构建筑可以大幅降低砖瓦、水泥的使用量，有效免除烧砖烧瓦对土地的破坏并减少其他资源的开采和使用。
环保节能	钢结构制造简便、易于采用工业化生产，且施工方便，施工周期短。一座大型工业厂房使用钢结构建造只需要三个月，所用时间只有普通建筑结构的三分之一；而高层建筑应用钢结构则能省约一半的建设时间。能够有效减少建筑垃圾、粉尘和施工噪音的污染。 钢结构建筑的有效使用率远高于混凝土建筑，同样的建筑面积下前者的使用面积比后者多出约 8%-15%。而且钢结构的气密性和水密性较好，建筑保温和隔热性能优越，能提高 50% 的节能效果，可以节省 30%-40% 的采暖运行费。
美观度、舒适度	钢结构强度高、能够实现大跨度空间设计，因此钢结构建筑从外观方面可以实现诸多形同的设计，能够实现其他类型建筑所无法达成的设计形态。

数据来源：东北证券，招股说明书

2.1.2. 过去几年经历快速发展，但应用占比显著低于国外发达国家水平

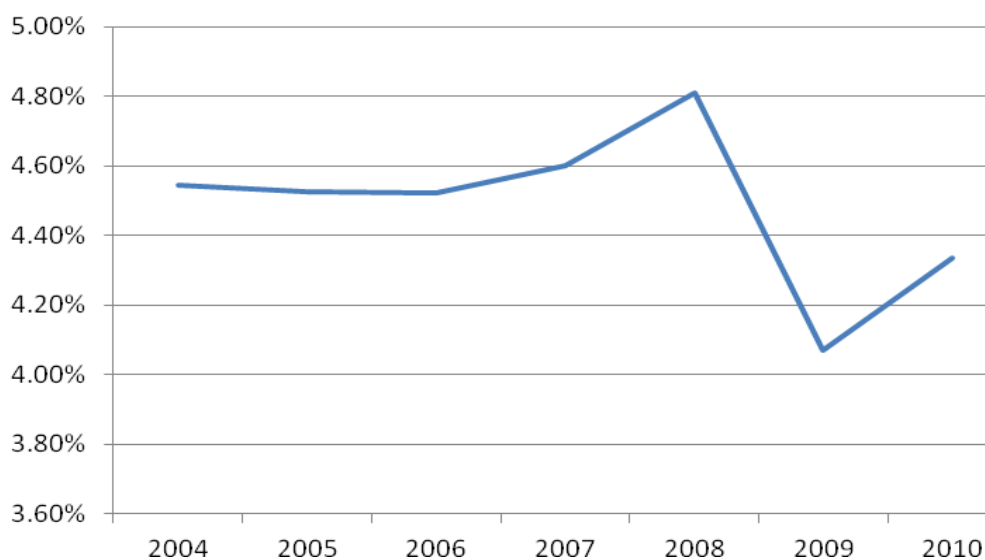
尽管钢结构行业在国内属于新兴行业，但是由于钢结构自身具有广泛的优良特性及在各个领域的适用性，并在国家产业政策的指导和支持下，钢结构行业得到了广泛重视并迅速发展，钢结构也逐步被国内所接受和使用。在过去几年里，国内钢结构产量也呈现逐步上升的态势，钢结构在重大工程、标志性工程、超高层建筑、工业厂房、市政设施、体育场馆、展览会馆、铁路公路桥梁、电厂及众多公共设施建筑里得到广泛应用。

图 4：2004-2010 年国内钢结构产量及增速



数据来源：东北证券

图 5：国内钢结构产量占粗钢产量比重情况



数据来源：东北证券

但是我们也发现，虽然近些年钢结构产量呈现较快增长趋势，但是目前我国在钢结构应用比例方面依然偏低，我们用当年钢结构产量/当年粗钢产量来衡量，过去几年基本上维持在 4.5% 左右，而美国、日本这一比例达到 25% 左右，也普遍低于发达国家水平 10% 以上的水平，建筑钢结构占建筑总用钢量比例约占 8% 左右。另外，我国建筑用钢量占总用钢量的 30%，美国日本则达到 50%~55%，我国建筑用钢量中钢结构用钢量占 5.5%，而美国则达到 40%~50%。

美国是最早采用钢结构建造住宅的国家和地区之一，据互联网资料显示，1965 年钢结构在美国仅占建筑市场 15%，1990 年上升到 53%，而 1993 年上升到 68%，到 2000 年已经上升到 75%；日本在 20 世纪 90 年代，预制装配住宅中木结构占 18%，

混凝土结构占 11%，钢结构占到 71%。另外，法国、意大利、瑞典、芬兰、澳大利亚等其他发达国家也都有本国成熟的钢结构住宅体系，钢结构住宅占有一定的市场份额。从发展阶段来看，当前发达国家已从工业化的专用体系走向大规模的通用体系，即发展以标准化、系列化、通用化建筑构配件、建筑部品为中心，以专业化、社会化生产和商品化供应为基本方向的建筑住宅产业现代化模式，其依托就是钢结构。

2.2. 多重因素具备，未来钢结构将迎来快速发展期

2.2.1. 节能意识空前强化，产品符合未来“节能环保”的产业扶持方向

过去几十年，我国经济经历快速发展阶段，实力大为增强。但同时，我们也应注意到我国以往的经济发展模式整体上相对粗放，能耗较高，在经济增长过程中遗留了比较严重的环境污染和能源问题，因此未来无论是在工业领域、还是建筑领域都将履行节能义务，承担较大的节能环保任务。在“十一五”规划中，国家就将节约资源作为基本国策，提出发展循环经济，保护生态环境，节约资源，实现可持续发展。

而建筑能耗的问题也是受到广泛关注。目前，与建筑相关的能源消耗包括建筑材料生产用能、建筑材料运输用能、房屋建筑和维修过程中的用能以及建筑使用过程中的建筑运行能耗。根据 2008 年《中国建筑节能年度发展研究报告》，中国城乡建筑运行能耗约占中国商品能源总量的 25.5%。从建筑的整个生命周期来看，能耗占了 60%。中国单位建筑面积能耗比气候条件接近的发达国家高 2-3 倍，建筑供暖造成的空气污染高 2-5 倍。“十一五”期间，建筑节能承担着中国全部节能任务的 40% 左右。

为应对建筑节能问题，国家将出台一系列解决措施，而我们认为，钢结构的推广使用将成为建筑节能的重要助力。钢结构建筑被誉为 21 世纪的绿色建筑，其在环保和节能方面都具有其他建筑类型所不可比拟的突出优势。在生产和安装方面，钢结构制造简便，易于采用工业化生产，且施工周期短。一座大型工业厂房使用钢结构建造只需要三个月，所用时间只有普通建筑结构的三分之一，而高层建筑应用钢结构则能省约一半的建设时间。而且钢结构建筑能够有效减少建筑垃圾、粉尘和施工噪音的污染。作为重要的节能型建筑形式，钢结构建筑资源消耗量较少，每平方米消耗资源量大约是 800~1000kg，其中 50% 是可再生资源，而钢混结构每平方米消耗资源量则在 1700kg 以上。

表 2: 国家相关节能规划和文件

相关文件	内容
“两个目标”	到 2010 年我国非化石能源占一次能源消费总量比重达到 15%、到 2020 年我国单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40% - 45%。预计“十二五”期间，能源需求总量将可控制在 40 亿吨标煤以内；煤炭在一次能源中的比重由 2009 年的 70% 下降到 66% 左右。
《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》	提出“切实提高绿色建筑在新建建筑中的比重，到2020年，绿色建筑站新建建筑比重超过30%，建筑建造和使用过程的能源资源消耗水平接近或达到现阶段发达国家水平”、“到2014年政府投资的公益性建筑和直辖市、计划单列市及省会城市的保障性住房全面执行绿色建筑标准，力争到2015年，新增绿色建筑面积10亿平方米以上。”同时对高星级绿色建筑给予财政奖励。2012年奖励标准为：二星级绿色建筑45元/平方米；三星级绿色建筑80元/平方米。
《“十二五”建筑节能专项规划》	到2015年，北方严寒及寒冷地区、夏热冬冷地区全面执行新颁布的节能设计标准，执行比例达到95%以上，城镇新建建筑能源利用效率与“十一五”期末相比，提高30%以上。北京、天津等特大城市执行更高水平的节能标准，新建建筑节能水平达到或接近同等气候条件发达国家水平。建设完成一批低能耗、超低能耗示范建筑。 建立健全大型公共建筑节能监管体系。通过能耗统计、能源审计及能耗动态监测等手段，实现公共建筑能耗的可计量、可监测。确定各类型公共建筑的能耗基线，识别重点用能建筑和高能耗建筑，促使高耗能公共建筑按节能方式运行，实施高耗能公共建筑节能改造达到6000万平方米。争取在“十二五”期间，实现公共建筑单位面积能耗下降10%，其中大型公共建筑能耗降低15%。

数据来源：东北证券整理

2.2.2. 劳动力成本快速上涨也使得钢结构经济优势相对明显

近些年随着经济发展水平的提高，劳动力价格快速上涨，劳动力成本在建筑企业成本中的比例也快速上涨，我们认为这个特点将逐步影响建筑企业的劳动资本配比和经营决策。

钢结构整体实行工厂化制造、现场化装配操作，实施钢结构后，只需要在工厂制造相关部件、配件，并把建筑的各个部件先在工厂加工好，随后运到工地，用起吊装置进行组装，所用时间只有普通建筑结构的三分之一，不仅建筑工时大为缩短，而且所需劳动力也随之减少，能够有效缓冲因劳动力成本大幅提升带来的成本影响。

而从国外的经验来看，钢铁工业的快速发展和劳动力成本的大幅上涨是影响钢结构行业快速发展的主要动因，以日本为例，从上个世纪 60、70 年代以来，日本的钢铁工业大幅发展，迅速成为钢铁工业强国，同时，伴随日本经济起飞，劳动力成本也大幅上涨，建筑成本提升，钢结构行业基于综合比较因素也迎来快速发展。而从我国来看，钢结构行业在以前之所以推广进度相对不达预期，除政策因素外，我们认为劳动力成本对产业的影响也是重要因素。长期以来，劳动力要素价格由于各种原因，始终处于低位，因此工业和建筑方面必然会采取劳动力密集型方式，钢混建筑形式非常普遍。但目前来看，劳动力价格上涨的趋势已经形成，传统建筑成

本也随着水涨船高，钢结构由于耗用人工要大幅少于普通建筑形式，因此其他建筑相对于钢结构的成本优势也日趋缩小，企业成本决策中劳动力要素的权重也日益受到重视，因此我们认为从企业经济利益动因来看，钢结构也会是受到接受和欢迎。

2.2.3. 国家对钢结构行业的扶持力度加强，“十二五”期间政策力度加大

改革开放前很长一段时间，由于我国的钢铁工业基础较为薄弱，钢产量不高，因此在钢铁的用途方面有所约束，确保重点领域用途，而钢结构的优势在那个历史时期没有得到充分的比较和重视，所以推广相对缓慢。而近十年来，我国的钢铁工业快步发展，迅速成为世界钢铁大国，2011 年国内粗钢产量为 6.8 亿吨，占全球 45.63%。粗钢产量而且从目前经济发展的情况来看，钢铁行业整体产能过剩情况相对严重，我们认为大力推广钢结构在国内的应用发展，一方面有利于国内节能环保力度的增强，另一方面也有利于国内钢铁行业的产能优化使用。因此，国家目前对钢结构的政策方向和力度也得到加强。

钢结构产业列入国家“十二五”规划中的战略性新兴产业，获得有关部位和国家政策的支持。重点突出量大面广、产业在国民经济建设的成长性，产量、产值比重在行业中地位突出的金属钢结构住宅、金属结构桥梁以及非标、成套装备制造（包括新能源风电、核电、智能电网、“三网合一”、海洋工程等）的潜在市场和自主创新技术发展，使得我国金属钢结构产业在国内外占据重要地位，真正成为战略性新兴产业。根据“钢结构十二五规划”，“十二五”期间，国家将继续深入打造钢结构制造产业，使钢结构产量在 2010 年 2600 万吨基础上，到 2015 年翻一番以上，达到 5000-6500 万吨。力争钢结构产量达到全国粗钢总产量的 10% 目标。

3. 公司主要投资要点分析

3.1. 公司专注制造，和其它钢结构承包企业业务有所区别

基于钢结构建筑的特点，国内钢结构企业总体分为两类经营模式：一类是集设计、制造、安装一体化的经营模式，为钢结构承包商，另一类是专注于钢结构加工制造的专业化经营模式，为钢结构制造商。

表 3: 钢结构承包商、钢结构制造商相关方式比较

	钢结构承包商	钢结构制造商
业务模式	企业主要负责项目管理环节，即采取投标的方式承接工程，然后根据工程项目实际需要，自己设计、生产并完成安装钢结构产品任务，或将设计环节委托相关设计院完成、将生产钢结构产品的任务交给专业制造商完成	一般情况下主要通过与业主或总承包商直接签订合同方式组织生产
生产结算模式	主要以中标工程为生产和结算对象，一般均根据中标工程情况以销定产，一般先收取一部分订金进行组织采购和生产，按安装进度分阶段结算销售收入	“按需定制，以销定产”，根据合同订单组织生产
利润构成	基本采用工程量清单报价，利润主要来源于工程承包业务	利润主要来源于产品制造，后由部分来自于安装
财务特点	毛利率水平通常高于单纯钢结构产品制造，但工程建设周期长，工程垫付款大，资金周转率较低；同时承包商为了承接工程，完成安装，销售费用相对较高，销售利润率相对不高	毛利率相对较低，但生产周期短，垫付资金相对较小，资金周转率和使用效率相对较高，同时销售费用率相对较低，销售利润率相对较高

数据来源：东北证券，根据招股说明书整理

公司主要从事钢结构及相关围护产品的制造和销售，以钢结构生产制造为主、工程承包业务为辅。

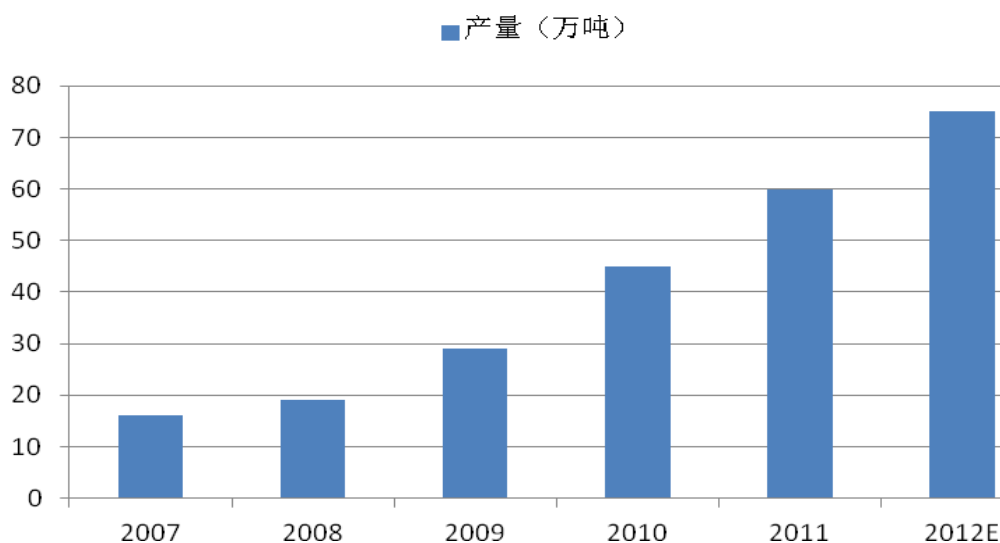
我们认为，目前国内钢结构行业竞争也较为激烈，且国有企业和民营企业各自具有各自的优势。但在整体承包来看，国有企业具有较强的优势，民营企业如果在正面市场与国有企业竞争，则困难较大；但公司以钢结构销售为主，通过自身的成本优势，不仅规避了与大型国企在承包领域的激烈竞争，反而可以和各大钢结构承包商建立互利合作关系，谋取共赢。

3.2. 公司产能快速扩张，产品聚焦重钢、设备钢及空间钢结构等中高端类型

公司作为大型钢结构专业生产商之一，已经实现规模化、专业化生产格局，同时在公司内部也形成了产品不同品种、规格型号各异的专业化分工协作生产，经过多年发展，公司在设备钢结构、建筑重钢领域已具备相当竞争力。过去几年公司产能不断扩张，产量也保持快速增长态势，据公司资料显示，2008 年钢结构产量为 19 万吨，2009 年为 29 万吨，2010 年为 45 万吨，2011 年 60 万吨，随着募投项目的逐步投产，我们判断 2012 年产量有望继续保持较快增速。

整体来看，钢结构产能属于相对弹性的概念，如果在政策推动下，宏观经济逐步见底回升，那么随着公司订单的回升，公司产量也可以随之弹性释放，因此业绩弹性比较大。

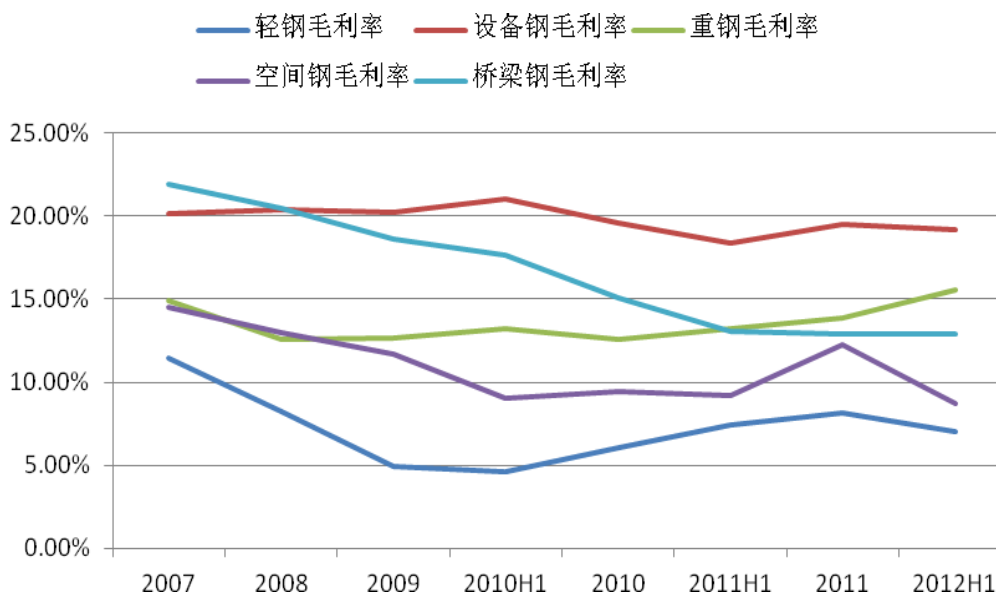
图 6: 公司钢结构产量及预测



数据来源: 东北证券

公司以轻钢结构起家, 但是轻钢结构技术含量相对较低, 竞争日趋激烈。随着公司业务规模扩大和技术水平的不断提高, 公司产品结构更趋多元化, 并将产品开发重点逐步转向技术含量和毛利率更高的设备钢、建筑重钢、桥梁钢、空间钢等领域, 轻钢结构产品占公司营业收入比重逐年下降, 产品业务结构趋于合理。

图 7: 公司主要钢结构产品毛利率



数据来源: 东北证券

3.3. 武汉基地业务进展顺利, 显示公司业务模式具有较强的可复制性

为了扩大经营区域,更好的拓展安徽省外市场,公司分别于 2005 年 11 月和 2007 年 7 月成立了江西鸿路和湖北鸿路两个异地全资子公司,通过建设生产基地、营销网络等形式逐步向周边省份扩张,在省外市场开拓方面取得较好成果,随着江西鸿路和湖北鸿路产能的进一步扩大,公司在安徽省内销售收入的比例将有所下降。

同时,公司在业务上主要以钢结构制造为主,我们认为相比于专注承包业务的钢结构企业来说,公司以钢结构制造为主的模式,更加利于区域扩张的进行,因为对于钢结构制造企业来说,其优势在于产品结构的全面、产品质量的上乘,产品交货时间的确保以及产品价格的可比优势,我们认为公司上市后,能够有效借助资本市场实力,扩大生产规模,加强管理,同时通过规模效应,降低生产成本,提升市场竞争力,因此我们认为公司在区域扩张方面具有很强的复制能力,武汉基地的成功扩张就是例证。

另外,在内部管理方面,公司也在积极探索,努力提升管理绩效。在管理架构方面,公司实行紧密型扁平化管理模式,即统一采购分配、统一资金调配、以事业部为运营单元、以工厂为考核单位的管理模式,采取“公司——事业部——工厂”三级管控体系。公司总部只保留战略决策权、采购权、资金调配权、实时监控权、高层人事权等重大权力,并将市场机制引入到集团内部,各事业部均为利润中心与成本中心,实行内部独立核算,并根据考核结果进行充分的激励。

3.4. 二季度经营状况环比出现好转

公司前期公布 2012 年半年报,实现营业收入 156823.95 万元,同比增长 2.53%;实现归属于上市公司股东的净利润 9279.97 万元,同比增长 3.11%。而一季度时营业收入为 61627.84 万元,同比减少 11.31%,归属于上市公司股东的净利润 2895.18 万元,同比增长 0.55%。

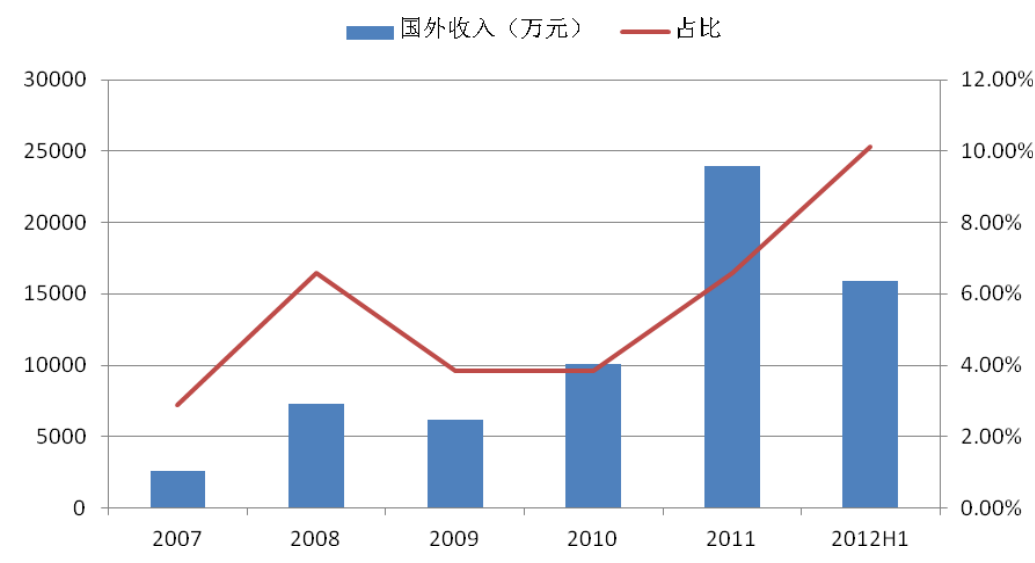
整体来看,尽管上半年净利润同比增速依然不大,但二季度经营回暖趋势已较为明显,二季度营业收入环比增长 54.47%,净利润环比增长 120.53%。同时从盈利能力来看,上半年毛利率 12.99%,同比减少 0.52 个百分点,但净利率方面,上半年达到 5.93%,却同比增加 0.03 个百分点。

而且订单来看,钢结构行业下游市场主要为工业设备、工业产房、建筑业等,下游市场均为周期性市场。下游市场需求的变化整体跟宏观经济、固定资产投资及工业增长有较大的关联,去年上半年承接 20 亿元新签订单,但随着下半年宏观调控的收紧以及宏观经济的下行,公司的订单承接额有所减少,全年仅完成订单 40 亿元左右,这个明显不如以往。而今年上半年来看,由于一季度春节在 1 月份,休假影响工期,影响当期订单获取情况,但二季度开始订单情况已经有所回暖,我们认为随着宏观政策的放松及经济的回暖,下半年订单情况有望继续保持好转态势。

3.5. 海外业务开拓富有成效,成为重要增长点

公司主要海外客户均为新兴经济体中的发展中国家和阿拉伯国家,发展中地区国家基础设施建设中的火力发电、干法水泥生产线等对建筑重钢、设备钢结构都保持比较大的需求,同时,我们也看到近些年来,公司海外业务收入额大幅增长,2007 年海外营业收入为 2576.67 万元,2011 年达到 23948.02 万元,复合增速为 132.17%,其占公司营业收入的比例也有 2007 年的 2.88% 上升到 2012 年中期的 10.13%。

图 8: 公司国外收入和占比



数据来源：东北证券

4. 盈利预测及投资评级

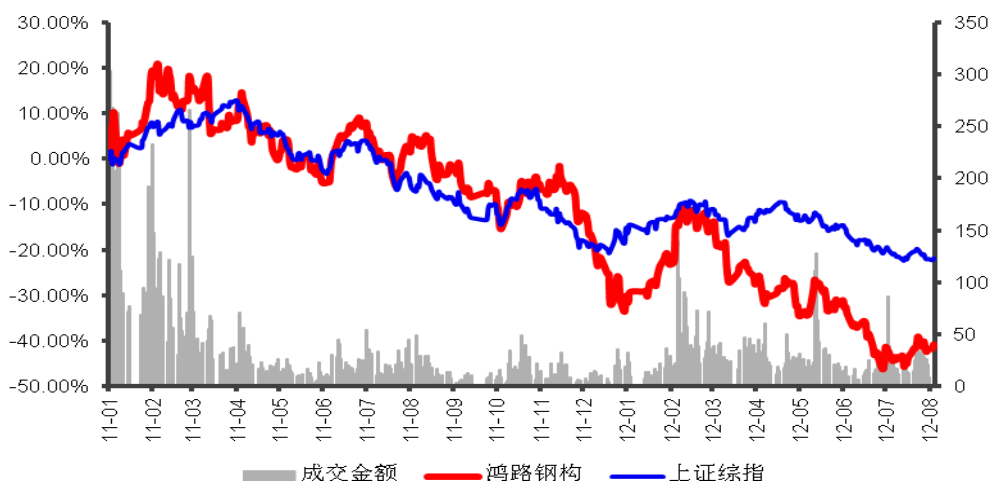
4.1. 盈利预测情况

我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益为 0.99 元、1.25 元、1.57 元，目前股价对应 PE 分别为 11x、9x、7x，去年下半年以来，随着宏观调控的收紧以及宏观经济增速的下滑，公司的订单和业绩表现受到一定影响，公司估值也受到一定影响，我们认为目前的估值已经充分反映市场的悲观预期。整体来看，钢结构行业符合节能环保行业趋势，“十二五”期间政策扶持力度不断加大，行业前景向好，公司作为国内优秀的钢结构建造商有望充分受益，并迎来快速发展，同时，随着国家下半年宏观政策的不断放松以及基建投资力度的加大，公司经营状况有望进一步回暖，从而或带来盈利和估值的双向提升，因此，我们首次给予公司“推荐”评级。

4.2. 估值水平处于上市以来相对低位

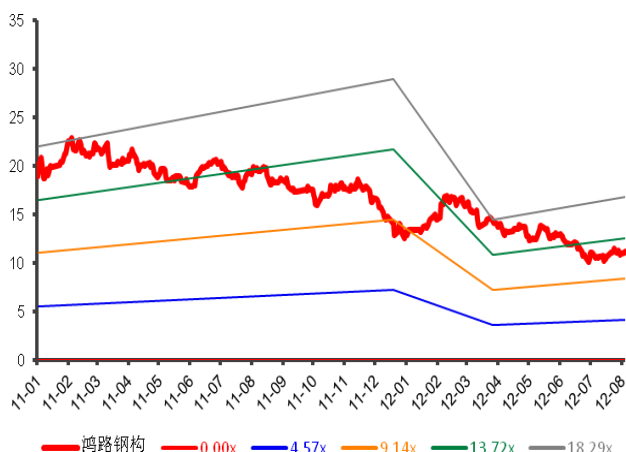
公司是 2011 年 1 月 18 日上市，上市半年后，迎来宏观调控，公司的订单增速放缓，去年下半年和今年上半年业绩增速有所放缓，随着市场对公司高增长的信心有所动摇，估值下降，目前股价已基本处于上市以来相对低位。同样，我们也可以看到，目前公司的 PE 和 PB 也基本处于上市以来相对低位。

图 9：上市以来股价走势



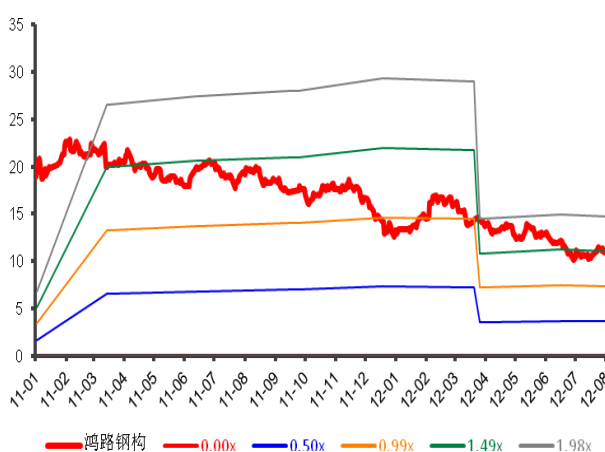
数据来源：东北证券，Wind

图 10：PE-bands



数据来源：东北证券，wind

图 11：PB-bands



数据来源：东北证券，wind

5. 股权激励计划情况

公司在2011年12月推出股票期权激励计划草案，公司拟授予激励对象996万份股票期权，股票来源为公司向激励对象定向发行996万份公司股票，占本激励计划公告时公司股本总额13400万股的7.43%。其中首次授予906万份；预留股票期权90万份，占股票期权数量总额的9.04%。首次授予的股票期权拥有在激励计有效期内的可行权日按预先确定的行权价格35.31元，目前经过股本调整，调整后的股票期权数量为1992万份，行权价格为17.47元，目前股价11.20元，目前股价低于行权价较多。

本次激励计划涉及的激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、公司核心技术（业务）人员以及董事会认为需要激励的其它人员共计101人，基本都是公司的核心骨干。

表 4: 首次授予部分股票期权行权条件

首次授予部分 行权期	条件
第 1 行权期	以 2010 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为基数，2012 年度归属于上市公司股东净利润增长率不低于 60% (含)；2012 年度加权平均净资产收益率不低于 11.1 %
第 2 行权期	以 2010 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为基数，2013 年度归属于上市公司股东净利润增长率不低于 100 % (含)；2012 年度加权平均净资产收益率不低于 12.1 %
第 3 行权期	以 2010 年归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润为基数，2014 年度归属于上市公司股东净利润增长率不低于 150 % (含)；2012 年度加权平均净资产收益率不低于 13.1 %

数据来源：东北证券

6. 风险提示

- 1、募投项目产能释放低于预期；
- 2、宏观经济回升低于预期；
- 3、项目订单执行低于预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	864	539	258	738	净利润	212	264	334	420
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	20	24	25	28
应收款项	495	649	725	801	折旧及摊销	61	75	85	97
存货	1356	1549	1502	1514	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	39	27	6	10
流动资产合计	2903	3019	2805	3418	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-531	-251	37	-37
长期投资净额	1	2	4	6	其他	0	-2	0	0
固定资产	936	1036	1186	1236	经营活动净现金流量	-199	133	478	512
无形资产	220	328	435	540	投资活动净现金流量	-517	-395	-403	-223
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	1218	-63	-356	190
非流动资产合计	1275	1606	1927	2059	企业自由现金流	-877	-227	133	349
资产总计	4178	4624	4732	5477					
短期借款	673	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	456	400	462	482		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	227	394	404	457	每股指标				
一年内到期的非流动负债	38	750	350	500	每股收益 (元)	1.58	0.99	1.25	1.57
流动负债合计	2021	2272	1998	2270	每股净资产 (元)	14.76	8.87	10.11	11.68
长期借款	124	74	124	174	每股经营性现金流量 (元)	-1.49	0.50	1.79	1.91
其他长期负债	56	30	30	30	成长性指标				
长期负债合计	180	110	158	211	营业收入增长率	34.50%	16.09%	19.51%	19.39%
负债合计	2200	2382	2156	2481	净利润增长率	31.57%	24.52%	26.20%	25.77%
归属于母公司股东权益合计	1978	2376	2710	3129	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	14.14%	13.82%	13.96%	14.15%
负债和股东权益总计	4178	4758	4866	5611	净利率	6.01%	6.45%	6.81%	7.17%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	37.77	55.00	50.00	45.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	131.19	160.00	130.00	110.00
营业收入	3532	4100	4900	5850	偿债能力指标				
营业成本	3032	3533	4216	5022	资产负债率	52.67%	50.06%	44.31%	44.23%
营业税金及附加	14	16	20	23	流动比率	1.44	1.33	1.40	1.51
资产减值损失	20	24	25	28	速动比率	0.70	0.57	0.55	0.73
销售费用	65	70	78	88	费用率指标				
管理费用	115	123	137	158	销售费用率	1.84%	1.70%	1.60%	1.50%
财务费用	43	44	46	53	管理费用率	3.27%	3.00%	2.80%	2.70%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	1.22%	1.08%	0.94%	0.90%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	242	289	378	479	分红比例				
营业外收支净额	28	22	15	15	股息收益率	1.23%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	270	311	393	494	估值指标				
所得税	57	47	59	74	P/E (倍)	7	11	9	7
净利润	212	264	334	420	P/B (倍)	1	1	1	1
归属于母公司净利润	212	264	334	420	P/S (倍)	0	1	1	1
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	10.74%	11.13%	12.31%	13.41%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760