



未有评级

002541.SZ

价格: 人民币 35.76

板块评级: 中立

鸿路钢构

专注于钢结构制造环节 细分领域龙头

目前上市的钢结构公司主要有两种,一种是以精工钢构为代表的钢结构承包公司,另一种是以鸿路钢构为代表的钢结构制造公司。公司过去三年收入和归属母公司所有者净利润均保持 40% 以上的复合增长,这一方面得益于钢结构行业成长,另一方面也得益于公司的业务模式。从行业来看,钢结构行业受益于城镇化和消费升级,市场对钢结构建筑的接受度提高,同时钢结构集中度高,公司成长空间大;从公司的业务模式来看,鸿路专注于钢结构的制造环节,订单周期仅 2-3 个月,资产周转率高,专注制造也使得公司能够与多个钢结构承包商形成合作关系,快速拓展市场,订单更为丰富。在专注于制造环节的基础上,公司通过强化管理、突出规模效应、深化设计能力等方式建立竞争优势,净利润率在钢结构行业中保持较高水平。短期内,由于宏观紧缩的原因轻钢业务和空间钢业务增速可能有所放缓,但长期来看,随着募投项目投产以及股权激励方案的提出,公司未来仍将保持较快的增长。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-	4	(9)	-
相对新华富时 A50 指数(%)	-	10	0	-

发行股数(百万)	134
流通股(%)	25.4
流通股市值(人民币 百万)	1,216
3 个月日均交易额(人民币 百万)	13
净负债比率(%) (2011E)	159
主要股东(%)	
商晓波	52.9

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2011 年 11 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

*李攀为本报告重要贡献者

主要发现

- 专注于制造环节的钢结构公司, 具备较强的深化设计能力, 净利润率在行业中处于较高水平。公司避开与大型设计院的竞争, 专注于钢结构制造环节, 在此基础上通过强化管理、突出规模效应、深化设计能力等方式拉开与小企业的差距, 净利润率在钢结构行业中处于较高水平。
- 地产调控对重钢需求影响不大, 设备钢结构出口较多, 有较大发展空间。重钢和设备钢占公司收入近五成左右, 地产调控下商业地产的比例增大, 短期内仍保持较快增长; 同时公司设备钢结构业务来源广泛, 包括设备塔架、电力与通信塔架、起重机械等多方面, 市场空间广阔。
- 募投项目逐步投产, 产能不断扩张。到今年年底公司约有 60 万吨钢结构加工能力, 预计随着募投项目投放, 明年将达到 70 万吨左右的产能, 同时随着技术水平的提高, 原有生产基地的单位面积对应产能也将有所提升, 产能的不断扩张为公司增长打开空间。
- 出台股权激励方案, 未来发展动力增强。公司拟授予激励对象 996 万份股票期权, 对管理人员和核心业务人员进行激励, 行权条件包括 2011-2014 年净利润复合增长率不低于 25% 以及净资产收益率的指标, 激励方案将对公司业绩增长起到积极的推动作用。

投资摘要(市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	1,613.0	2,625.7	3,774.2	4,985.2	6,227.8
增长率(%)	45.5	62.8	43.7	32.1	24.9
归属母公司股东净利润(百万元)	81.3	161.4	231.9	319.2	410.3
增长率(%)	74.0	98.6	43.7	37.6	28.6
摊薄每股收益(元)	0.61	1.20	1.73	2.38	3.06
市盈率(倍)	58.9	29.7	20.7	15.0	11.7
每股经营现金流量(元)	1.28	(0.58)	0.80	2.58	2.56

资料来源: 公司数据及万得资讯

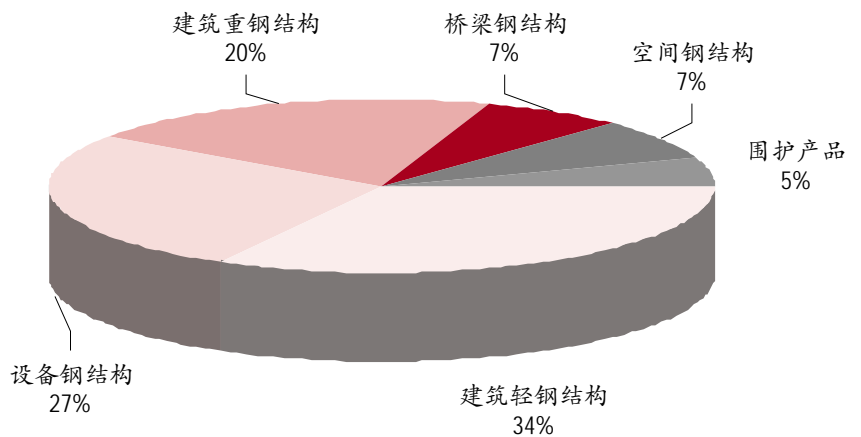
鸿路钢构专注于钢结构制造环节，打造和多数上市钢构公司差异化的业务模式

钢结构建筑主要包括设计、加工制造、安装三个环节，设计环节通常由专业设计院来完成；在制造环节产品的技术参数一般根据实际应用环境与情况而定，需要生产商具备一定的详图深化设计能力，即将整体钢构件加工的设计图纸分解成一个个加工精度要求高的组合部件设计图；安装环节是钢构件在工程现场的拼装与连接。

基于钢结构建筑的特点，国内钢结构公司主要有两种经营模式，一种是集设计、制造、安装一体化的钢结构承包商的模式，代表企业包括**精工钢构**(600496.SS/人民币 9.66, 买入)、**东南网架**(002135.SZ/人民币 10.05, 未有评级)和**杭萧钢构**(600477.SS 人民币 6.27, 未有评级)；另一种是专注于钢结构加工制造的钢结构制造商模式，代表企业为鸿路钢构。

鸿路钢构在发展的过程中选择了钢结构制造商的经营模式，所生产的产品包括建筑轻钢、重钢、空间钢结构、设备钢结构和桥梁钢结构以及部分钢结构的围护产品。定价模式采用成本加成的方式，即钢材价格 \times (1+合理毛利率)，主要获取制造这个环节的加工利润。公司主要定位于钢结构的制造环节，但是也具备做工程的能力，会根据订单和客户需求参与一定比例的工程业务，典型的工程项目如重庆环球中心。从公司收入构成来看，70%左右来自于钢机构的制造，30%左右来自于工程承包的收入，同时工程承包中70%左右还是来自于钢结构的制造环节。

图表 1. 2011 上半年主营业务收入分布

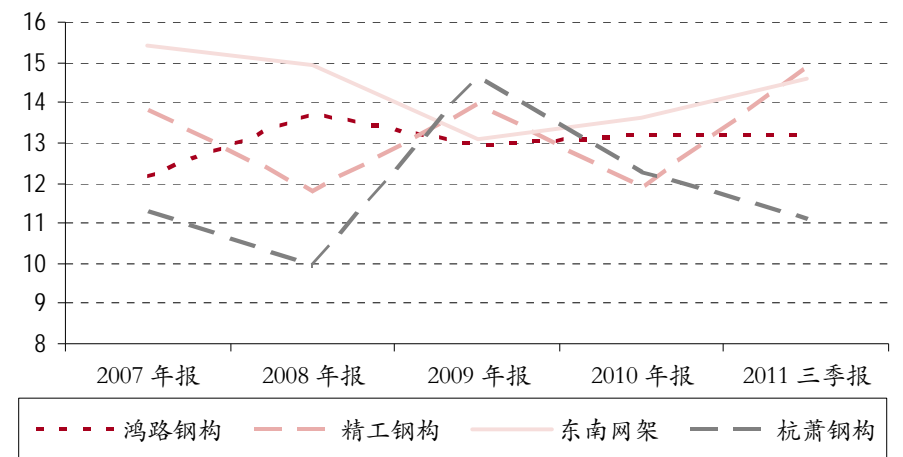


资料来源：公司数据

避开与大型设计院竞争，凭借深化设计能力与钢结构承包商或者总包商合作，净利润率行业领先。从行业来看，钢结构的设计多数是由设计院所做，少数是由钢结构公司所做。大型的建筑设计院实力较强，钢结构公司在设计环节很难形成优势，因此公司专注于制造这一环节，同时在深化设计方面加强实力，具备很强的把钢构件加工的设计图纸分解成加工精度要求高的组合部件设计图的能力，目前公司在图纸深化方面大概有一百多人，拥有 X-steel、PKPM、3D3S、PS2000、AutoCAD 等详图深化软件及 FastCAM 全自动共边连割套料软件、FastSHAPES 钣金展开软件、FastCUT 全自动优化套排软件等国际先进制作软件，可以根据市场的需求制造高难度、高精度钢结构产品。

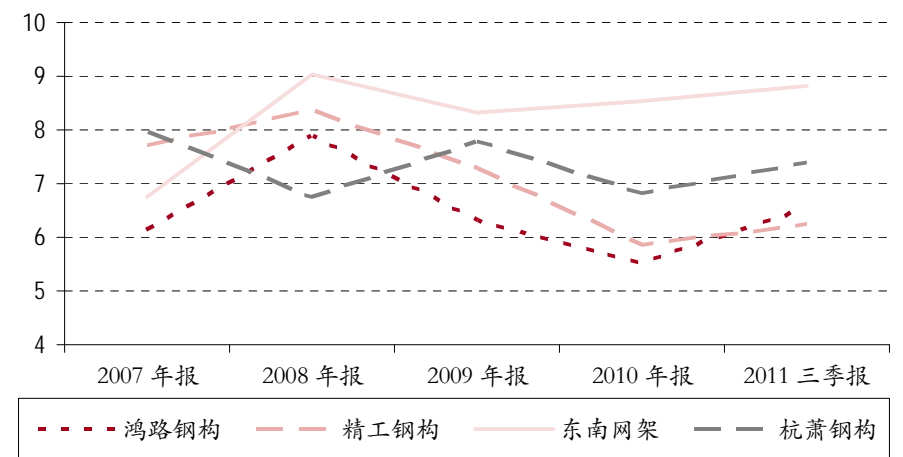
由于钢结构行业发包模式和经营模式的特点，钢结构承包商与钢结构制造商既存在一定的竞争关系，也存在一定的合作空间。在滨湖会展中心的总承包项目中，公司与上海宝冶合作，上海宝冶做项目总承包，鸿路钢构做钢结构的制造。从利润率来看，公司的毛利率与精工钢构、杭萧钢构和东南网架相差不多，但是由于专注制造环节，所以期间费用率低于其他几家公司，因而在净利润率方面处于行业中较高的水平。

图表 2. 主要钢结构公司销售毛利率对比



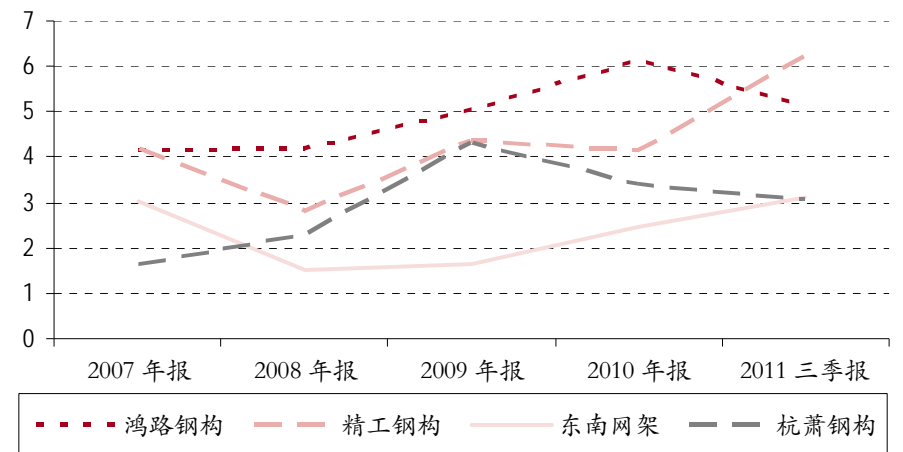
资料来源：聚源数据

图表 3. 主要钢结构公司期间费用率对比



资料来源：聚源数据

图表 4. 主要钢结构公司销售净利率对比



资料来源：聚源数据

地产调控对重钢需求影响不大，设备钢结构出口较多，有较大发展空间。从地产调控对公司的影响来看，目前对于重钢需求影响不大，因为调控的主要是住宅地产，而重钢主要应用于商业地产，今年房地产商加强了商业地产的开发力度，商业地产至少需要一年半的时间能建完，很多新增的商业地产还是处于建设期，而钢结构是用于建设期的后期，所以短期内重钢的需求并没受到明显的负面影响。

公司和其他钢结构公司相比多了设备钢结构这块业务，设备钢结构用途广泛，某一阶段用在某一方面比较多，比如之前用于水泥窑尾的较多，此外还包括起重机械、航吊、立体车库、煤矿塔架。设备钢结构的毛利率比较轻钢、重钢和空间钢高，但是比专门做设备钢的公司毛利率还是低些，很多都是一次性使用的，比较独特的工法。设备钢结构的市場很大，目前这个阶段主要做的电厂的设备，很多客户虽然在国内，但是实际的需求都来自国外。公司的设备钢结构主要出口印度等地，市场需求广阔。印度近来推出了一系列加大电力投资建设的计划，市场存在着巨大的商机。2010 年公司签约的印度兰科 2 X 660 MW 电站工程总用钢量达 21,881 吨。

制造类公司受钢材价格影响小于承包类公司所受影响。钢铁价格的变化对公司的影响要小于对工程承包类钢构公司的影响。公司的定价模式为：签订合同时锁定原材料，预付款 20%，短期内如果钢价有上涨趋势，会购买比较多的原材料，如 60%；如果钢价下行，就会购买的比较少，风险点同时也是一个可能的利润点。这与精工钢构和杭萧钢构等相类似，但是从业务模式上看，其他钢构公司签订的是工程合同，工期相对较长，而制造合同工期较短，风险更小，从签订合同到制造完成周期在二到三个月，而工程的话可能要一年左右的时间。钢材供应商很多，少数是来自钢厂，多数来自于中铁物资、淮南矿业等贸易商。

募投项目逐步投产，产能逐步扩张。公司目前拥有安徽、湖北、江西三大生产基地，按照单位面积产量是 0.7-0.8 吨钢结构计算，公司在 2010 年具备年产各类钢结构 41 万吨的设计生产能力。而随着技术手段的提高，单位面积所对应的生产能力也同步提高，2010 年产量达到了 45 万吨，目前经验测算单位面积产能上限可能达到 1.5 吨/平米。所以产能方面存在一定的弹性。

公司的募投项目也于今年陆续投产，目前已有 3.6 万吨的特重钢产能投产，预计到今年年底年产重钢结构 4 万吨和年产 5 万吨管形钢结构产能也将得到投放。另外公司在湖北省团风经济开发区建设 30 万平方米钢结构生产基地项目，项目建成后将形成年产设备钢结构 10 万吨、重钢结构 8 万吨、轻钢结构 2 万吨的生产能力，预计到 2013 年 3 月建成。

通过管理从竞争中逐步胜出，上市之后仍强调从管理中要效益。和其他钢构制造公司相比，公司的资金和产能比小企业更强，但是公司从开始也是逐步发展起来的，是公司的经营模式导致了今天的成长，最开始是通过精细化管理、技术以及营销等方式逐步成长的。从价格上看，同样条件下并不会比小公司贵，企业大了之后更加规范，产品品质比小的企业更好。公司强调管理方面出效率：管理上实行总部-事业部-工厂的结构，管理注重灵活调节，对事业部的考核也不断的调整，上市后注重调整质量和安全。管理方面致力于打造一个体系，而不是单纯依靠某一个人的个人能力。人力方面，招聘人员的权利下放到工厂的厂长，充分授权。目前正聘请德勤咨询加强标准化方面的管理。

股权激励计划增强公司发展动力。公司近日公告股权激励方案，将对管理人员和核心业务人员进行股权激励，拟授予激励对象 996 万份股票期权，占激励计划公告时公司股本总额 13,400 万股的 7.43%。行权价格为 35.31 元，2012-2014 年可行权的股票期权比例为 40%：30%：30%，按照公司提出的行权条件，公司 2011-2014 年归属于上市公司股东净利润复合增长率不低于 25%。激励方案将管理人员和核心业务人员共计 101 人纳入到激励范围之内，将对公司业绩增长起到积极的推动作用。

图表 5. 鸿路钢构股权激励方案行权条件

年度	条件
2012 年	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%。
2013 年	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); 2013 年度加权平均净资产收益率不低于 12.1%。
2014 年	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 150%(含); 2014 年度加权平均净资产收益率不低于 13.1%。

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371