

# 专注成就卓越

## 首次买入

### 投资要点:

- 📖 专注的钢结构制造商
- 📖 产能扩张驱动增收
- 📖 产品高端驱动增利

### 报告摘要:

- **应用领域多样化: 钢结构越来越广泛地用于各类公用和民用建筑。**在经济发展的推动下,我国楼宇日益趋向楼层高、跨度大、造型新的建筑风格。钢结构建筑由于重量轻、强度高、工期短、节能环保等多项优势,越来越多地应用于重型工业设备系统、高层建筑、路桥、空间场馆、民宅等行业,在建筑领域的应用比例快速提高。
- **产品结构高端化: 高毛利的设备钢结构等产品比重不断提升。**公司的设备钢结构业务主要面向海外市场,以印度的火电站和水泥生产线建设订单居多。印度是当前全球经济发展最快的六个国家之一,计划在“十二五”期间(2012-2017年)投资超过1000亿美元用作基础设施建设基金,对比“十一五”其投资增速超过100%,主要用于道路、电力、供水等领域,相关的设备钢结构市场潜力巨大。随着公司募投项目的投产,以设备钢结构为代表的高利润率产品比重将显著提高。
- **经营模式特色化: 专注于钢结构加工制造环节。**公司是一家大型钢结构制造企业,与上游钢材供应商和工程总包商结成了稳定的合作关系,相对钢结构工程承包商来说,公司经营风险更低、资金周转更快、盈利能力更突出,具备独特的核心竞争优势。
- **风险因素。**钢材价格上涨造成利润率降低。
- **盈利预测及评级。**我们预测,公司2010-2012年全面摊薄后的EPS为2.077元、2.792元和3.848元。按照2011年6月10日的收盘价格计算,公司对应的动态PE分别为18.0倍、13.4倍和9.7倍。我们看好公司特色化的经营模式以及产能扩张、产品升级带来的可持续高速增长,首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1613.03	2625.71	3807.28	4949.47	6434.31
同比增长率	45.53%	62.78%	45.00%	30.00%	30.00%
净利润(百万)	81.26	161.39	278.26	374.13	515.69
同比增长率	74.01%	98.61%	72.41%	34.45%	37.84%
每股收益(元)	0.606	1.204	2.077	2.792	3.848
净资产收益率	29.66%	37.07%	38.99%	34.39%	32.16%

### 分析师

周蓉姿

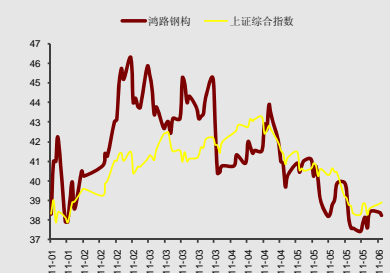
电话: 010-88085980

Email: zhourongzi@hysec.com

执业证书编号: S1180210060004

### 联系人

### 市场表现



数据来源: Wind 资讯

### 公司数据

总股本(万股)	1,3400
流通股(万股)	34,000
每股净资产(元)	13.39
主要股东	商小波
主要股东持股比例	52.93%

数据来源: 港澳资讯

## 目录

一、公司概况 .....	3
二、国内需求：钢结构应用领域日趋多样化.....	3
三、海外市场：新兴国家的基建热潮是需求拉动主力军.....	3
四、独特的经营模式打造出强大的比较优势.....	4
五、产能扩张驱动增收 .....	4
六、产品高端化驱动增利 .....	5
七、风险因素 .....	6
八、盈利预测及评级 .....	6

## 图表

图 1:三大钢结构企业销售费用率比较 .....	4
图 2: 三大钢结构企业应收账款周转率比较 .....	4

## 一、公司概况

鸿路钢构是国内位居前十的钢结构企业佼佼者，具备钢结构制作特级资质、钢结构工程专业承包一级资格证、国家商务部对外承包工程经营资格证，拥有合肥、武汉、南昌三大生产基地。2010年，公司总产能接近45万吨；随着募投项目的推进，保守预测公司2011年产能为50-60万吨，中性偏乐观预计则有望翻番。届时，公司因产能不足而造成订单流失的状况将显著改善。

## 二、国内需求：钢结构应用领域日趋多样化

受制于钢铁生产总量的不足，改革开放前我国提出了建筑业节约钢材的政策，而且在政策执行过程中，出现了尽量不用钢材的理解偏差。因此，直到1995年我国钢结构产业一直处于缓慢发展的状态。

1996年以后，我国钢铁产量突破亿吨大关，政策导向随之调整，政府开始鼓励提倡在建筑业中采用钢结构。时至今日，在经济发展的推动下，我国楼宇日益趋向楼层高、跨度大、造型新的建筑风格。钢结构建筑由于重量轻、强度高、工期短、节能环保等多项优势，越来越多地应用于重型工业设备系统、高层建筑、路桥、空间场馆、民宅等行业，在建筑领域的应用比例快速提高，钢结构产业终于迎来了发展的春天。

不过，与欧美日发达国家相比，我国钢结构产业的发展仍较为滞后。2008年，国内钢结构产量为2180万吨，占粗钢产量的4.38%；而发达国家钢结构与粗钢产量比例基本在10%以上，其中建筑钢结构占建筑总用钢量比例已达到30%以上，美国和日本的比例甚至达到65%和50%。再以英国为例，21世纪初时钢结构在非居住类多层建筑中的占比已达到70%，在单层的非居住类建筑中，市场份额更高达98%。

综上，未来我国钢结构应用的广度和深度都将大大拓展，市场需求空间巨大。

## 三、海外市场：新兴国家的基建热潮是需求拉动主力军

《2020年全球建筑业》预测报告显示，未来十年印度、中国、亚太、南美、中美洲和非洲等新兴国家和地区将是全球最具活力的建筑业市场，其基础设施建设方面的增长会达到128%，远远高出发达国家18%的增速。

中国作为新兴市场的重要代表国家，已经具备了技术输出实力，加上政府“项目换资源”的政策导向以及成本竞争优势，国内优秀的建筑工程企业和对外工程总承包商开始在海外市场上开疆辟土、大展宏图。

相对国际价格，我国钢材价格和劳动力具备较强的成本优势，而且钢结构制作、施工质量过硬，因此国内优秀的钢结构企业在海外市场尤其是新兴市场具备相当的竞争实力。

## 四、独特的经营模式打造出强大的比较优势

鸿路钢构在多年的市场竞争中明确了适合自身发展的独特经营模式——钢结构制造定。

图 1:三大钢结构企业销售费用率比较

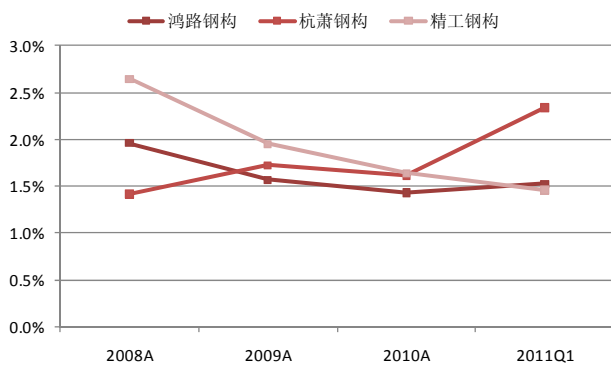
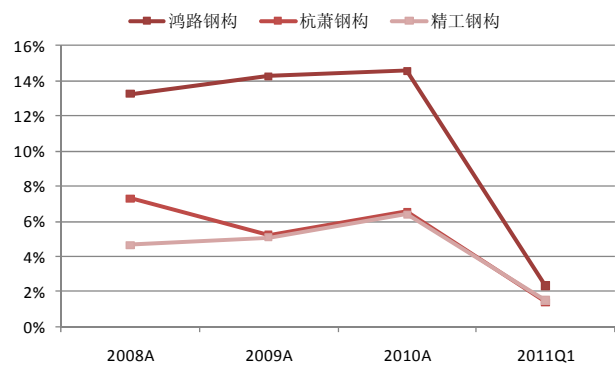


图 2:三大钢结构企业应收账款周转率比较



资料来源：宏源证券

资料来源：宏源证券

## 五、产能扩张驱动增收

上市前，公司因产能有限而造成订单流失的情况时有发生，从而抑制了产量和销售规模的增长，上市后随着募集资金的到位，公司产能瓶颈将被有效突破，规模扩张得到保证。

### 公司在建的募投项目：

- （1）年产 3.6 万吨特重钢和 4 万吨重钢结构生产建设项目。2010 年，高毛利的设备钢结构、建筑重钢结构和桥梁钢结构收入已经占到公司总营业收入的 50.54%，而且公司在这些产品市场中具备了较高的品牌知名度，所承揽的项目越来越多，但有很多订单因场地、生产设备等限而被迫放弃。因此，随着 2011 下半年的部分生产线的投产，公司在该领域将愈加做大做强。

- (2) 年产 5 万吨管型钢结构自动化生产线技术改造项目。公司现有设备自制管材存在长度短、焊缝多、加工成本高等缺陷，而外购管材又有运输成本高、采购周期长等弊端。预计该项目投产后既可显著降低公司的外购成本，又能及时满足自身需要。
- (3) 年产 50 万 m<sup>2</sup> 聚氨酯复合板技术改造项目。当前，下游客户对钢结构围护材料在保温、节能、环保等方面的要求不断提高，聚氨酯复合板凭借其它板材不具备的自重轻、承载能力高、保温隔热性好、防火性能好、使用灵活等优点逐渐成为很多客户的首选产品。公司选择该项目，符合产品升级换代的趋势，也完善了一直倡导的“钢结构超市”理念。

### 湖北团风项目

公司在湖北省团风开发区设立全资子公司——湖北鸿路钢结构有限公司，年产设备钢结构 10 万吨、重钢结构 8 万吨、轻钢结构 2 万吨、围护产品 120 万平方米。项目建设期 2 年，采用边建设边投产的方式进行，预计 2013 年 3 月全部投产。

### 立体车库项目

公司拟在合肥双凤开发区新建年产 10000 套智能停车设备(立体车库)的生产线，目前已经有样板车库建成。

随着城市汽车保有量的不断增加，停车难问题已经成为大中型城市的一个普遍现象。机械式立体停车库可最大限度地节约土地和利用空间，是解决城市用地紧张、缓解停车难的一个有效手段。我们认为，虽然立体车库内因产品不成熟、维护成本高不足尚未广泛推广，但它仍是未来停车发展的主流方向。公司作为资深的大型钢结构制造商，凭借原材料采购优势及钢结构加工制造优势，可以轻松获得高出行业平均水平的利润率。因此，看好公司在该领域的业务储备和发展前景。

## 六、产品高端化驱动增利

公司的产品系列中，设备钢结构、建筑重钢结构和桥梁钢结构是高利润产品，2010 年毛利率分别为 19.61%、12.56%和 15.07%，建筑轻钢和空间钢结构产品的毛利率仅为 6.06%、9.43%。而且近年来设备钢和建筑重钢结构相对主营业务收入的比重逐

年提升, 2010 年已达到 24.22% 和 17.56%。

除国内基础设施建设拉动设备钢结构和建筑重钢结构的需求外, 海外市场更是主力军, 其中印度市场对公司来说尤为重要。因为目前为止, 公司的设备钢结构订单主要来自自于印度的火电站和水泥生产线建设。

印度是当前全球经济发展最快的六个国家之一, 计划在“十二五”期间 (2012-2017 年) 投资超过 1000 亿美元用作基础设施建设基金, 对比“十一五”其投资增速超过 100%, 主要用于道路、电力、供水等领域, 相关的设备钢结构和建筑重钢结构市场潜力巨大。因此, 巨量、可持续的下游需求是驱动公司产品结构高端化的深层动力, 进而提升公司利润率空间, 增厚盈利。

## 七、风险因素

钢材价格上涨造成利润率降低。

## 八、盈利预测及评级

我们预测, 公司 2010-2012 年全面摊薄后的 EPS 为 2.077 元、2.792 元和 3.848 元。按照 2011 年 6 月 10 日的收盘价格计算, 公司对应的动态 PE 分别为 18.0 倍、13.4 倍和 9.7 倍。我们看好公司特色化的经营模式以及产能扩张、产品升级带来的可持续高速增长, 首次给予“买入”评级。

利润表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>2625.71</b>	<b>3807.28</b>	<b>4949.47</b>	<b>6434.31</b>
减: 营业成本	2279.85	3293.30	4276.34	5552.81
营业税金及附加	12.62	17.89	23.26	29.60
销售费用	37.53	53.30	68.30	88.15
管理费用	61.04	87.57	113.84	147.99
财务费用	47.09	27.85	27.58	9.07
资产减值损失	7.48	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>180.17</b>	<b>327.37</b>	<b>440.15</b>	<b>606.69</b>
加: 其他非经营损益	16.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>196.34</b>	<b>327.37</b>	<b>440.15</b>	<b>606.69</b>

---

减：所得税	34.94	49.11	66.02	91.00
<b>净利润</b>	<b>161.39</b>	<b>278.26</b>	<b>374.13</b>	<b>515.69</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>母公司所有者净利润</b>	<b>161.39</b>	<b>278.26</b>	<b>374.13</b>	<b>515.69</b>

---

**分析师简介:**

**分析师姓名:** 周蓉姿, 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

**主要研究覆盖公司:** 棕榈园林、路桥建设、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、北新路桥、新疆城建等。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixihong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。