

2013年02月25日

建筑装饰

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 12.68

目标价(元):

鸿路钢构(002541)

期间费用增长致业绩下滑, 后续增长仍可期

投资评级: 持有(持续)
材料组
分析师: 余宝山 (组长)

执业证书编号: S0290512050001

电话: 021-61681568

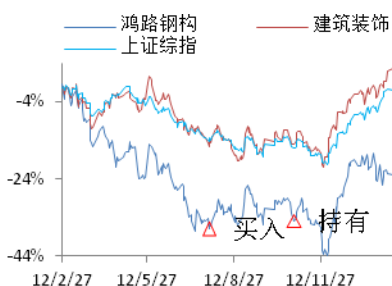
邮箱: yubs@zsq.com

联系人: 姜烨

电话: 021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	26800.00
流通 A 股/B 股(万股)	6960.00/0.00
资产负债率(%)	58.30
每股净资产(元)	7.67
市净率(倍)	1.65
净资产收益率(加权)	6.39
12 个月内最高/最低价	17.49/10.10

股价走势图

相关研究报告

- 1 《期间费用平抑业绩, 后续增长可期》, 2012.10.28
- 2 《高端产能扩张提升盈利能力》, 2012.07.31

◎事项:

鸿路钢构 2 月 25 日晚间发布业绩快报称, 2012 年归属于母公司所有者的净利润为 1.62 亿元, 较上年同期减 23.93%; 营业收入为 37.42 亿元, 较上年同期增 5.95%; 基本每股收益为 0.6 元, 较上年同期减 62.96%。

◎主要观点:

◆**期间费用增长和计提坏账准备幅度较大致使业绩向下修正。**2012 年公司前三季度净利润为 1.28 亿元, 较上年同期增 0.12%; 并在三季报指出, 预计 2012 年度净利润同比增长 0%-30%。显然四季度经营状况不及此前的预期, 公司于 1 月 26 日发布 2012 年度业绩预告修正公告, 指出 2012 年度净利润盈利比上年同期下降 20%-30%。业绩向下修正原因主要有: 一是公司募投项目逐步建设完成并试投产后, 但因公司经营规模扩大, 期间费用中的折旧摊销、职工薪酬及日常管理费用增长较快, 对当期净利润影响较大。二是因公司应收账款增大, 银行融资规模增大, 2012 年财务费用比上年同期增长约 60%, 对当期净利润产生较大影响; 另外应收账款增加进一步导致了计提坏帐准备增加, 对当期净利润也产生较大的影响。

◆**未来看点在于募投项目释放推动产品重心转向高端化。**从产品结构看, 公司的产品重心逐步向设备钢结构、建筑重钢结构等高端产品转移, 两者毛利基本保持稳定, 对公司盈利贡献最大。随着募投项目释放, 后续高端产品在营收中比重将进一步提升, 有利于增厚业绩。募投项目进展: 1) 湖北团风 30 万平方米的钢结构生产基地已建成, 20 万吨产能项目顺利投产; 2) 合肥双凤新生产基地的 4 万吨重钢、智能停车设备和聚氨酯复合板项目已完工, 预计 8 月开始试生产, 2013 年将完全达产。我们看好公司的成长性。

◆**盈利预测及评级。**根据项目进展, 我们模型预测公司 2012~14 年实现每股收益分别为 0.61 元、1.00 元和 1.27 元, 对应 PE 分别为 20.82 倍、12.68 倍和 9.95 倍, 公司估值属性向高端建材方向趋同而将提升, 我们维持“持有”评级。

	2010A	2011A	2012Q3	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	2625.71	3531.69	1030.57	3740.06	4675.07	5610.09
同比增速(%)	62.78	34.50	8.26	5.90	25.00	20.00
净利润(百万)	161.39	212.35	35.35	163.24	268.10	341.49
同比增速(%)	98.61	31.57	-44.80	-23.12	64.24	27.37
毛利率(%)	13.17	14.14	11.98	13.00	13.50	14.00
每股盈利(元)	1.61	0.79	0.13	0.61	1.00	1.27
ROE(%)	45.50	17.60	1.72	8.02	12.14	13.80
PE(倍)	0.00	24.18		20.82	12.68	9.95

1. 钢结构行业发展提速 公司潜力巨大

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%。

十二五期间节能减排政策将促进钢结构新建建筑占比的提升。2010 年我国钢结构产量仅 2500 多万吨，2015 年产量有望在此基础上翻一番以上，达到 5000 万吨~6500 万吨。“十二五”期间，我国钢结构行业有可能会被列入战略性新兴产业，来加以大力发展和推广。我们预计，未来 5-10 年，我国钢结构行业仍将保持持续、快速的发展势头，公司面临良好的发展机遇。行业协会预计钢结构行业年复合增速 16%。

钢结构行业受益于城镇化进程和消费升级，二三线城市使用钢结构的建筑明显增多，精工钢构是行业中的龙头企业，通过标志性工程树立高端品牌形象，连续多年在行业中排名首位，承接多个地标性建筑。在重钢领域强化了安装环节，在空间钢领域拓展了光伏屋顶等高附加值的业务。

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，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。公司 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。

2. 股权激励计划提振业绩空间

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，目前股价远低于行权价

首次授予部分股票期权行权条件：

第一期：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%。

第二期：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%

第三期：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%

3. 后续扩产项目及产业升级值得期待

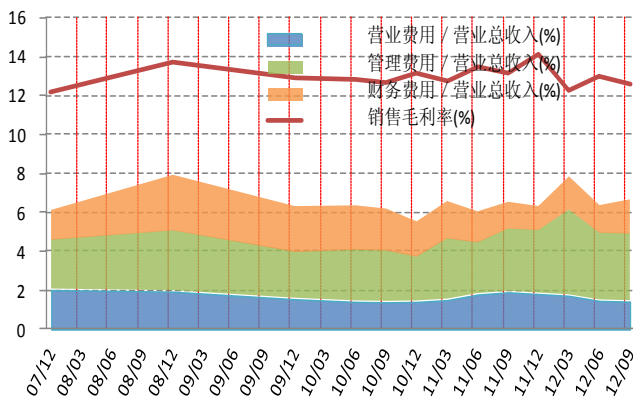
公司 IPO 之前设计产能有 41 万吨，随着募投项目实施，11 年中 3.6 万吨特重钢已经达产。募投更改及超募资金投入所带来的产能预计在 12A~13Q1 逐步投产。

双凤新厂区的 4 万吨重钢、5 万吨管形钢、1 万套智能车库以及年产 50 万 m² 聚氨酯复合板生产项目在 12A 渐次投产。

湖北团风三期的 10 万吨设备钢、8 万吨重钢、2 万吨轻钢以及年产 120 万 m² 围护产品预计 12A~13Q1 期间逐步投产。

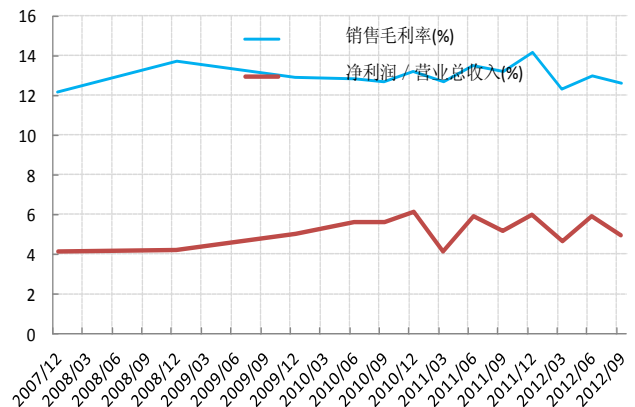
11A 新签订单 40 亿元，10A 结余约 10 亿。11A 完成 35 亿元，结转到 12A 约 18 亿元。

图 1 期间费用率



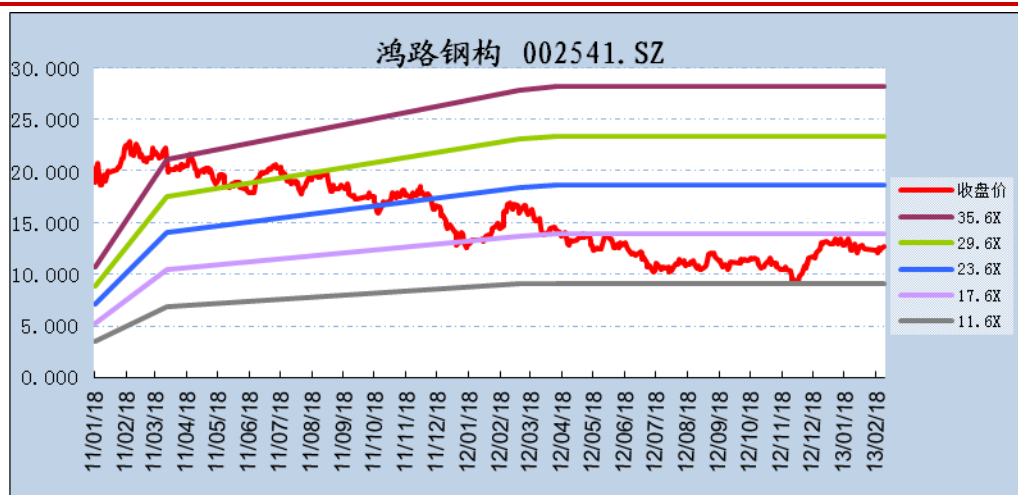
资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 2 销售毛利率和销售净利率



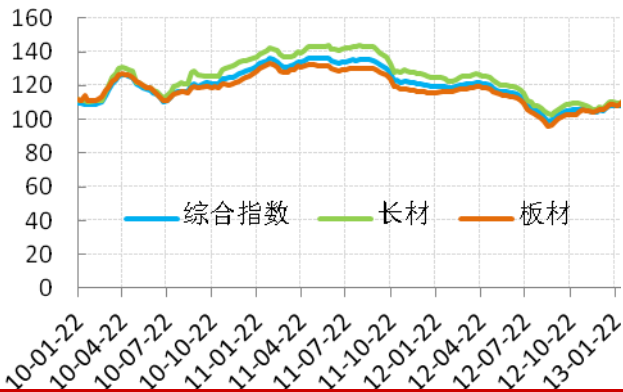
资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 3 公司历史估值—— PE-Band



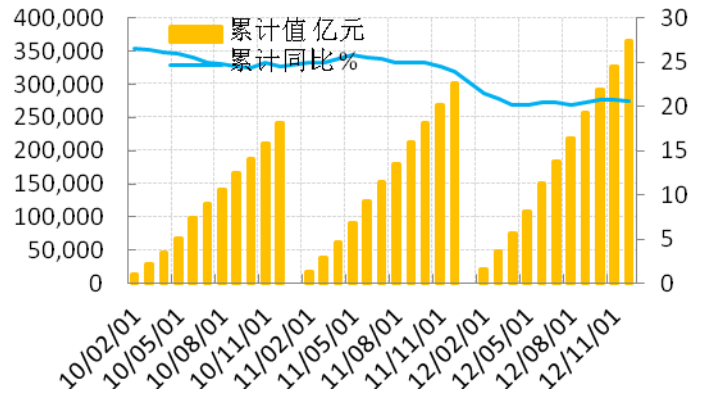
资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图4 钢材综合价格指数



资料来源：公司公告 中山证券研究所

图5 固定资产投资完成额累计值



资料来源：公司公告 中山证券研究所

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2903.31	3169.87	3405.36	4206.09
现金	864.39	1202.55	1029.28	1165.03
应收账款	494.91	385.75	514.02	660.54
其它应收款	44.03	46.43	56.62	69.16
预付账款	123.19	211.44	158.16	271.72
存货	1356.18	1316.41	1635.16	2020.23
其他	20.61	7.28	12.13	19.40
非流动资产	1274.81	1300.76	1563.48	1822.77
长期投资	1.00	0.83	0.78	0.70
固定资产	936.44	968.48	1181.08	1386.34
无形资产	219.74	227.42	272.01	319.62
其他	117.62	104.02	109.62	116.11
资产总计	4178.12	4470.63	4968.84	6028.86
流动负债	2020.67	2250.08	2502.92	3266.50
短期借款	673.00	641.00	659.83	1028.58
应付账款	456.43	347.72	605.83	533.47
其他	891.23	1261.37	1237.26	1704.46
非流动负债	179.75	129.18	139.50	138.52
长期借款	124.00	101.93	107.50	100.19
其他	55.75	27.25	32.00	38.33
负债合计	2200.42	2379.27	2642.43	3405.03
少数股东权益	0.05	0.05	0.05	0.05
归属母公司股东权益	1977.65	2091.31	2326.36	2623.78
负债和股东权益	4178.12	4470.63	4968.84	6028.86

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-199.01	621.69	201.90	217.54
净利润	212.35	163.24	268.10	341.49
折旧摊销	61.01	55.39	65.61	81.08
财务费用	43.10	57.00	51.05	71.63
投资损失	0.00	-0.07	-0.05	-0.04
营运资金变动	-644.26	345.53	-182.52	-276.62
其它	128.78	0.60	-0.30	0.00
投资活动现金流	-516.93	-81.87	-327.98	-340.33
资本支出	415.46	54.89	257.94	253.00
长期投资	0.00	0.17	-0.28	-0.04
其他	-101.47	-26.82	-70.32	-87.37
筹资活动现金流	1218.07	-201.66	-47.19	-112.08
短期借款	7.50	-32.00	18.83	-1.89
长期借款	-51.00	-22.07	5.57	-7.31
其他	1261.57	-147.59	-71.59	-102.88
现金净增加额	502.13	338.15	-173.27	-234.88

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3531.69	3740.06	4675.07	5610.09
营业成本	3032.17	3253.85	4043.94	4824.67
营业税金及附加	14.10	17.44	20.98	24.58
营业费用	64.94	59.84	70.13	78.54
管理费用	115.35	142.12	154.28	179.52
财务费用	43.10	57.00	51.05	71.63
资产减值损失	20.43	26.18	23.38	28.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.07	0.05	0.04
营业利润	241.59	183.70	311.37	403.13
营业外收入	29.16	21.26	22.35	24.26
营业外支出	0.94	5.14	2.18	2.75
利润总额	269.82	199.83	331.54	424.64
所得税	57.47	36.58	63.44	83.15
净利润	212.35	163.24	268.10	341.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	212.35	163.24	268.10	341.49
EBITDA	353.40	267.33	406.14	526.85
EPS (元)	0.79	0.61	1.00	1.27

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	34.50%	5.90%	25.00%	20.00%
营业利润	34.09%	-23.96%	69.50%	29.47%
归属母公司净利润	31.57%	-23.12%	64.24%	27.37%
获利能力				
毛利率	14.14%	13.00%	13.50%	14.00%
净利率	6.01%	4.36%	5.73%	6.09%
ROE	17.60%	8.02%	12.14%	13.80%
ROIC	8.02%	6.02%	8.74%	9.37%
偿债能力				
资产负债率	52.67%	53.22%	53.18%	56.48%
净负债比率	42.22%	36.74%	34.41%	44.53%
流动比率	1.44	1.41	1.36	1.29
速动比率	0.77	0.82	0.71	0.67
营运能力				
总资产周转率	1.07	0.86	0.99	1.02
应收帐款周转率	0.14	0.10	0.11	0.12
应付帐款周转率	8.83	8.09	8.48	8.47
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.61	1.00	1.27
每股经营现金	-0.74	2.32	0.75	0.81
每股净资产	7.38	7.80	8.68	9.79
估值比率				
P/E	24.18	20.82	12.68	9.95
P/B	2.60	1.62	1.46	1.30
EV/EBITDA	14.60	11.16	7.87	6.52

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

余宝山：北京科技大学热能及动力工程学士，香港大学工商管理硕士，经济师职称。曾在宝钢股份担任轧钢技术工程师，金融行业多年的投资银行和投研背景。2012年加盟中山证券研究所，现任材料组组长，钢铁及新材料行业首席分析师。2011年搜狐首届金罗盘最佳分析师。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理

上海

姜烨

021-61681566

北京

深圳

风险提示及免责声明:

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。