



**持有**

**9% ↑**

目标价格: 人民币 12.86

002541.CH

价格: 人民币 11.80

目标价格基础: 18.2倍 2014年市盈率

板块评级: 中立

# 鸿路钢构

## 推广民宅钢构业务, 多元化向总包方向进军

国内钢构市场仍将平稳增长, 在此背景下公司业绩稳步提升的确定性较高, 除了商业楼宇、大型基建项目, 公司把民用住宅市场的钢结构业务作为下一步发展的重点, 在成本可控和市场培育两大问题解决的情况下, 公司钢构业务存在整体较快提升的可能性。在以民用住宅绿色集成建筑的战略引导下, 公司将向总包业务进军, 公司将集中制造、前端设计、后端装修, 后续服务为一体, 提升自身业务的附加值。今年以来, 公司签署了很多大单, 预计上半年业绩增速会接近30%, 此外, 高管受让部分股权, 天堂硅谷参与合作等因素也表明了公司对未来业务转型成功的信心。预计公司2014-2016年每股收益为0.707、0.825和1.005元, 目标价12.86元对应18.2倍2014年市盈率, 给予公司持有评级。

### 支撑评级的要点

- 公司提出了绿色智能建筑的发展方向, 主要就是推进民宅市场的钢结构应用, 与传统建筑市场的混凝土材料比, 目前公司的主要材料在成本上与其接近, 公司正在与开发商一起做市场培育的工作, 如果这部分市场能够扩大, 公司的主业将会迎来另一个春天。
- 建筑总包业务是公司下一步战略的重点, 目前公司已经拿到相关资质, 并且会积极试点部分项目, 未来公司将会根据自身优势发展设计、装修等业务, 同时与更多的分包商联手, 承接更大、更高端的项目。
- 公司主要专注钢构制造业务, 且其中的轻钢占比较大, 整体而言, 综合毛利率较低, 公司已把业务重点放在重钢、设备钢以及前后端业务流程的拓展延伸方面, 未来公司整体的盈利能力会有进一步提升。此外, 与同业比, 公司的资产负债率较低、存货周转率较高, 有一定的财务安全边际。
- 2013年公司总计新签订单76.85亿元, 其中工程订单增速明显加快, 今年以来新签订单继续快速增长。公司与天堂硅谷签署了战略合作协议, 公司高管也受让了部分股票, 这些都传递出管理层对公司未来业绩持续向好的信心。

### 评级面临的主要风险

- 民宅市场钢构推进不达预期, 传统基建项目受宏观因素影响增长放缓。

### 估值

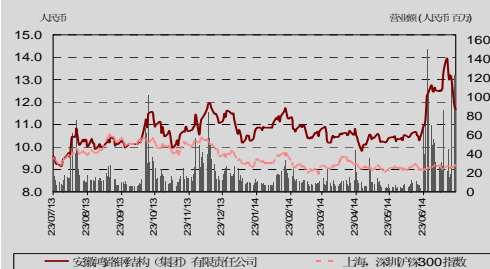
- 预计公司2014-2016年每股收益为0.707、0.825和1.005元, 目标价12.86元对应18.2倍2014年市盈率, 给予公司持有评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	3,742	4,930	5,780	6,825	8,104
变动(%)	6	32	17	18	19
净利润(人民币 百万)	161	166	190	221	269
全面摊薄每股收益(人民币)	0.602	0.618	0.707	0.825	1.005
变动(%)	(24.0)	2.6	14.5	16.7	21.7
核心每股收益(人民币)	0.635	0.690	0.757	0.908	1.122
变动(%)	(17.4)	8.6	9.7	19.9	23.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.4	18.9	16.5	14.1	11.6
核心市盈率(倍)	18.4	16.9	15.4	12.9	10.4
每股现金流量(人民币)	(0.07)	(0.59)	(0.52)	(0.09)	0.20
价格/每股现金流量(倍)	(174.1)	(19.9)	(22.6)	(126.5)	58.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	9.8	9.4	9.0	8.3
每股股息(人民币)	0.040	0.070	0.078	0.091	0.111
股息率(%)	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.7	12.1	8.1	26.3
相对新华富时 A50 指数	7.6	9.5	8.2	26.7

发行股数(百万)	268
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	3,511
3个月日均交易额(人民币 百万)	26
净负债比率(%) (2014E)	74
主要股东(%)	
商晓波	48

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年7月21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, CFA

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

张泰欣

(8610) 6622 9336

taixin.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514040002

## 目录

投资摘要 .....	3
公司及行业基本介绍 .....	5
迎接蓝海，发力住宅钢结构 .....	9
强化绿色集成，转向总包业务 .....	13
与天堂硅谷合作深化，传递积极信心 .....	15
盈利能力将稳步提升，财务状况良好 .....	16
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	20

## 投资摘要

公司为专业的钢结构制造商，主营业务为钢结构及相关围护产品的制造与销售，目前的钢结构产能已突破 100 万吨，且在湖北、安徽、江西三地设有生产基地。在基建平稳增长以及绿色建筑业务发力的带动下，钢结构业务还将保持一定的增速，公司将把绿色集成智能建筑业务作为主要的发展方向，而其中，如何实现民用住宅的钢结构应用便成为一个有效的突破点。目前公司在民用市场的钢结构业务成本与传统的混凝土建筑相差无几，由于钢结构在抗震、节能、耐久性以及适用性方面有着明显的优势，未来如果市场能够接受，则其发展的空间无疑很大。

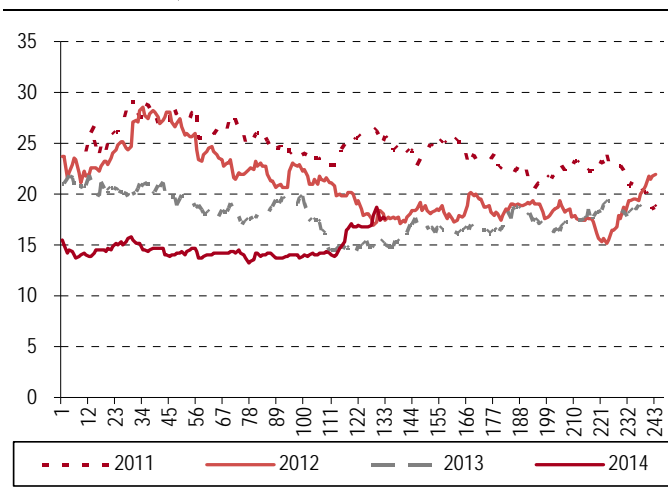
公司还把总包业务作为未来主业的发展方向，即要发展全面的集成业务，把传统的钢结构制造、销售的链条进一步向上下游延伸，既要做强前端的设计规划，还要做强后续的装饰以及服务等，提升自身的附加值，如果这些业务能够明显的推广开，则公司的整体毛利率还有很大的改进空间。

在建筑工程板块上市公司中，从事钢结构业务的五家公司中，鸿路钢构的营收规模仅次于精工钢构，在 5 家上市公司中居第二，从毛利率水平看，由于其制造业务的比重较大，且轻钢业务占比在 25% 以上，因此处于较低的水平。由于处于快速扩张期，在过去五年中，其营收和利润增速要明显快于其他四家企业。在钢结构细分行业中，我们以精工钢构与其作为对比。2013 年精工钢构整体营业收入为 75.2 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.37 亿元，综合毛利率为 15.3%，ROE 为 10.8%，从估值看，2014 年精工钢构的市盈率为 14.4 倍，其估值更接近于地方大型国企的传统建筑工程企业。

鸿路钢构上市以来，2011 年当年市盈率区间为 18.5-29.2 倍，2012 年的区间为 15.2-28.5 倍，2013 年当年市盈率区间为 13.9-21.8 倍，2014 年 1 月到目前，市盈率区间为 13.9-19.7 倍，可以看到，其估值区间在逐渐下移。

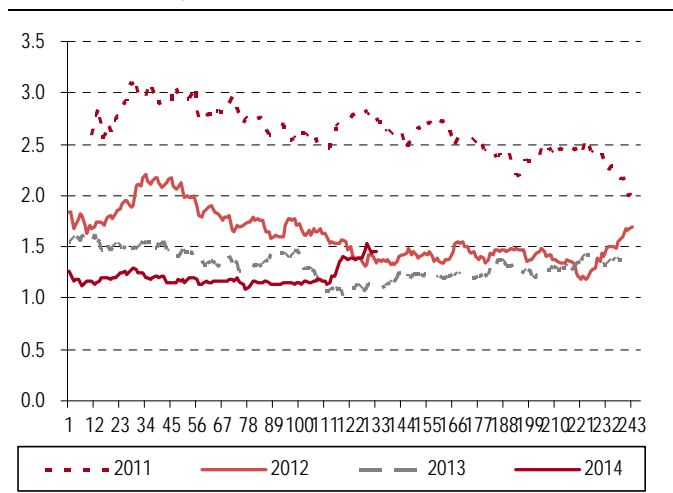
我们认为，公司如果在住宅钢结构市场得到较好的开拓，则利润增速将打开新的空间，同时目前公司注重的总包业务也将提升其现有的盈利能力。与其他四家钢构企业相比，公司的优势在成本控制和规模效应。预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.707、0.825、1.005 元，目标价 12.86 元对应 18.2 倍 2014 年市盈率，给予**持有**评级。

图表 1. 公司当年市盈率（截止到 2014.7.21）



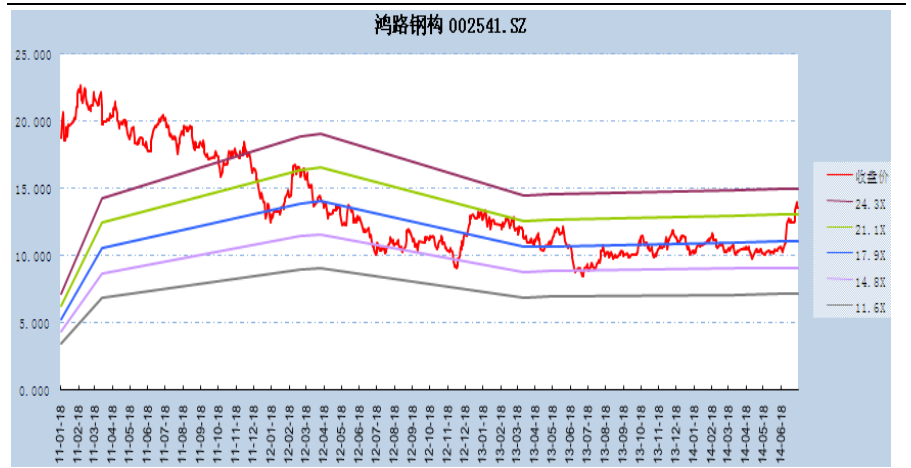
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 2. 公司当年市净率（截止到 2014.7.21）



资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 3. 公司历史市盈率



资料来源：万得、中银国际研究

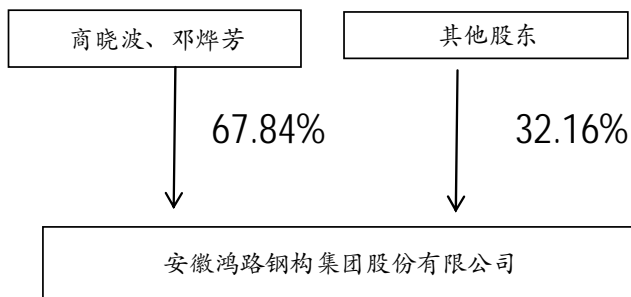
## 公司及行业基本介绍

### 钢结构制造为主，业绩持续向上

公司前身为 2002 年成立的安徽鸿路钢结构有限公司，2007 年有限公司整体变更为安徽鸿路钢结构（集团）股份有限公司，注册资本为 1 亿股。公司的实际控制人为商晓波、邓焯芳夫妇，目前二人合计持有公司股份比例为 67.84%。

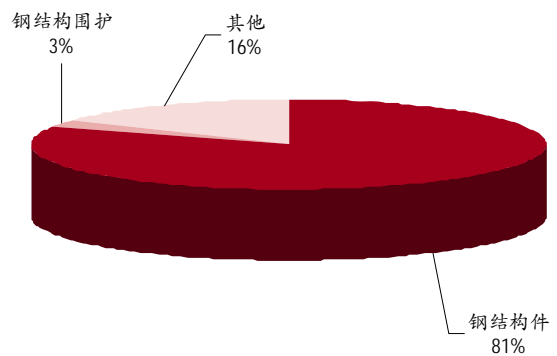
钢结构制造与销售是公司设立发展时的主要业务，近五年来该业务的比重一直保持在 80% 以上的水平，同时公司也积极发展了相关的钢结构配件、围护的制造与销售。截至 2013 年底，公司的营业收入为 49.3 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 1.66 亿元；在公司的营业收入中，钢结构件业务占比 81.3%，钢结构围护占比 2.9%，其他业务占比 15.8%。公司 2011-2013 年的收入增速分别为 34.5%、5.9% 和 31.8%，业绩增速分别为 31.6%、-24% 和 2.6%。2014 年 1 季度，公司营收同比增速为 -4.9%、净利润同比增速为 1.6%。

图表 4. 公司股权结构简图



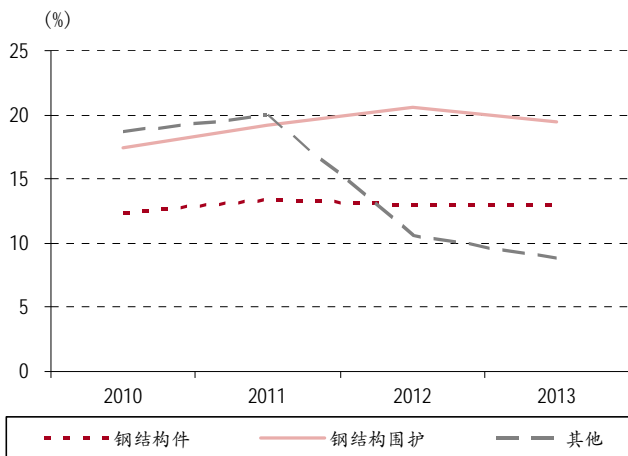
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 5. 2013 公司主要业务占比



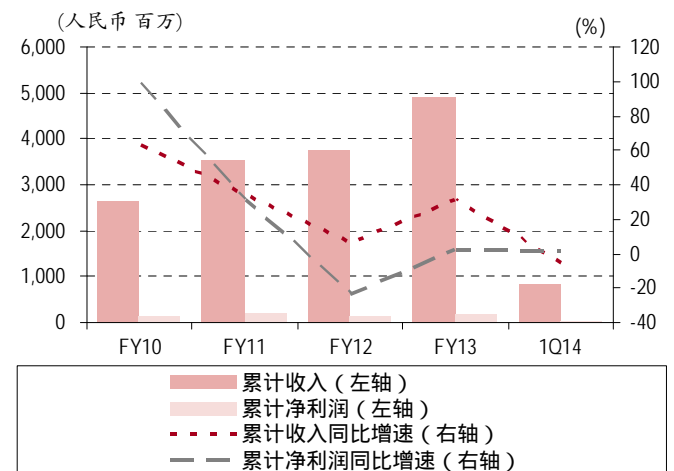
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 6. 公司主要业务毛利率



资料来源：公司财报、中银国际研究

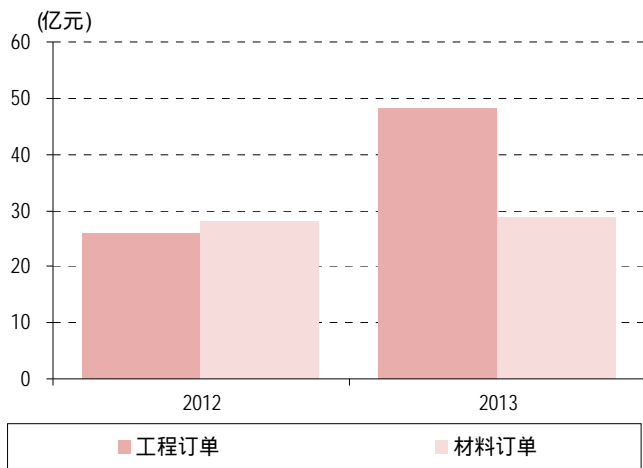
图表 7. 公司收入及净利润（累计）



资料来源：公司财报、中银国际研究

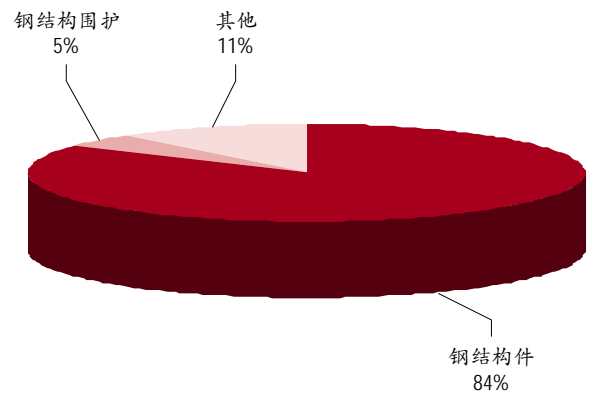
公司的主要业务集中在华东、华中，此外，国外业务也会根据一些项目的具体情况开展，整体而言，海外业务的占比很小，不到2%。从区域的毛利率看，由于单体规模不大，且主要为重钢和设备钢项目，国外业务要好于国内，2013年，国外业务的毛利率达到了30.6%，而国内业务的毛利率为13%，维持正常水平。从前五大销售占比看，2013年为7.8%，前五大采购商的比重为34.4%，前五大应收账款的占比为12.3%。

图表 8.近两年公司新签订单情况



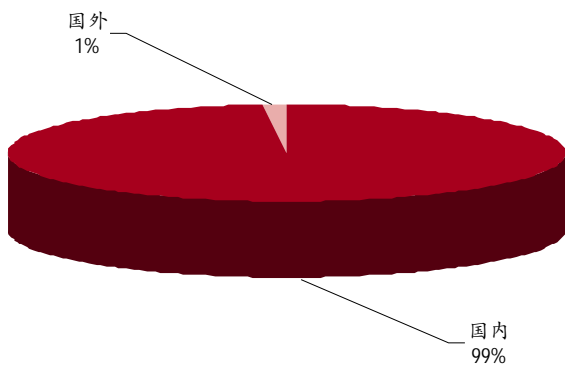
资料来源：公司财报，中银国际研究

图表 9.2013 公司主要项目毛利分布



资料来源：公司财报，中银国际研究

图表 10.2013 年公司地域收入占比情况



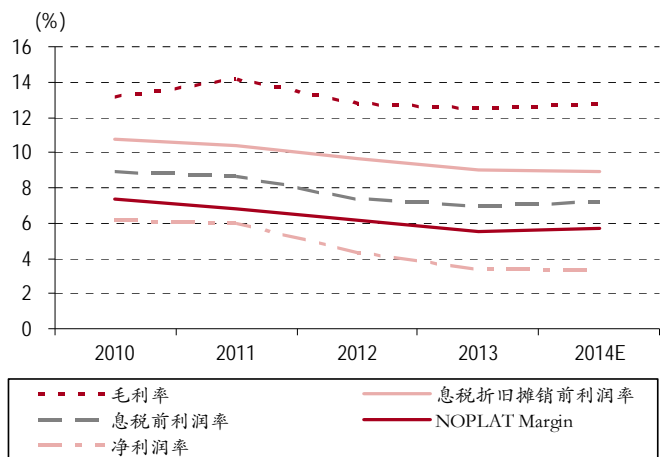
资料来源：公司财报，中银国际研究

图表 11.公司分地域毛利率情况

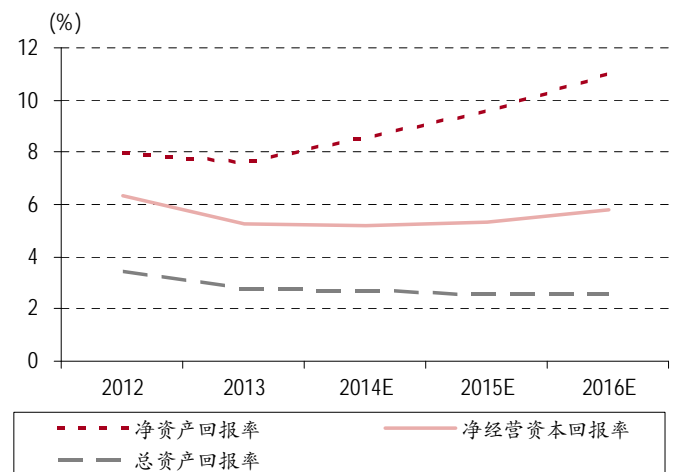


资料来源：公司财报，中银国际研究

从现金流看，截至 2013 年底，公司经营现金流净流出 1.58 亿，2014 年 1 季度，净流出 900 万元。截至 2014 年 1 季度，公司的货币资金余额为 8.16 亿元，公司的资产负债率为 66.1%，与同行业其他公司比，公司的财务状况相对稳健，由于公司主要从事钢结构的制造，且项目主要集中在一些中型城市，近年来收款的速度有所放缓，导致了公司经营现金流压力加大，预计这种趋势可能还会持续一段时间。

**图表 12. 公司利润率趋势**


资料来源：公司财报、中银国际研究

**图表 13. 公司投资回报率趋势**


资料来源：公司财报、中银国际研究

### 绿色建筑刚起步，市场集中度有待提升

随着我国钢结构产业的迅速发展，钢结构建筑以其节能环保、可循环利用、工期短、抗震性能好、强度高等诸多优势正不断被市场所认识，并逐步成为混凝土结构的替代者。目前在工业建筑（工业厂房、仓储）、公共建筑（体育场馆、大剧院、会展中心、机场航站楼等）和商业建筑（高层、超高层办公楼、城市综合体、酒店等）领域，钢结构已经成为建筑主流。虽然行业发展迅速，相比发达国家钢结构建筑在总建筑中 40-50% 的比重（主要发达国家超过 50%），我国钢结构建筑在总建筑规模中不到 5% 的占比与发达国家仍然有较大的差距，行业发展空间还很大。

2008 到 2012 年，我国钢结构产量从 2,000 万吨增长到 3,200 万吨，年均复合增长率达 12.47%。根据中国钢结构协会资料、建筑业“十二五”发展规划及测算，“十二五”期末钢结构年产量将达到 5,000-6,500 万吨。可以预计，在我国大力推进城镇化建设，改善基础设施建设的背景下，钢结构行业有望继续实现稳定、快速的发展。

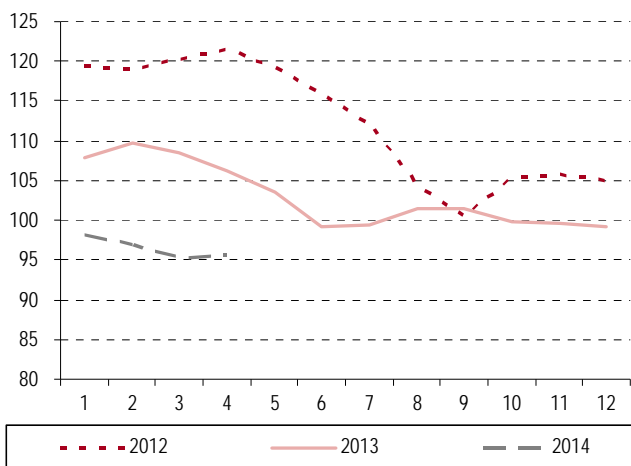
从政府的政策支持看，近年来促进钢构市场发展的措施明显提速。2012 年 4 月 27 日，财政部和住建部联合印发的《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》，明确提出深入推进建筑节能，加快发展绿色建筑，切实提高绿色建筑在新建建筑中的比重，到 2020 年，绿色建筑占新建建筑比重超过 30%，建筑建造和使用过程的能源资源消耗水平接近或达到现阶段发达国家水平。2013 年 1 月 1 日，国务院办公厅转发了发改委、住建部制定的《绿色建筑行动方案》中要求城镇新建建筑严格落实强制性节能标准，在这之后，各地也纷纷出台了适合自身状况的绿色建筑节能标准和方案。我们预计，“十二五”期间，全国将完成新建绿色建筑 10 亿平方米；而在 2015 年末，20% 的城镇新建建筑有望达到绿色建筑标准要求。

从这些政策文件可以看出，钢构在公共建筑、厂房、商业建筑中已经获得了较快的推广，但是在民用建筑中目前还未能有效的推广起来，随着钢构市场渗透力加大，未来对这方面建筑材料的需求将会激发出来。

在市场主体方面，目前，全国钢结构生产企业有 3,000 多家，但多数为年产 1 万吨以下的中小企业，年产 10 万吨以上的企业仅 20 多家。在建筑轻钢结构低端应用领域，由于技术门槛低、生产工艺较简单，生产厂家数量众多，约占总数的 80% 以上，该类型企业广泛分布于一、二、三线城市及县级地市，尤其是三线城市及县级城市居多，市场竞争非常激烈，市场竞争形式以价格竞争、地缘关系为主，因此产品毛利率低。

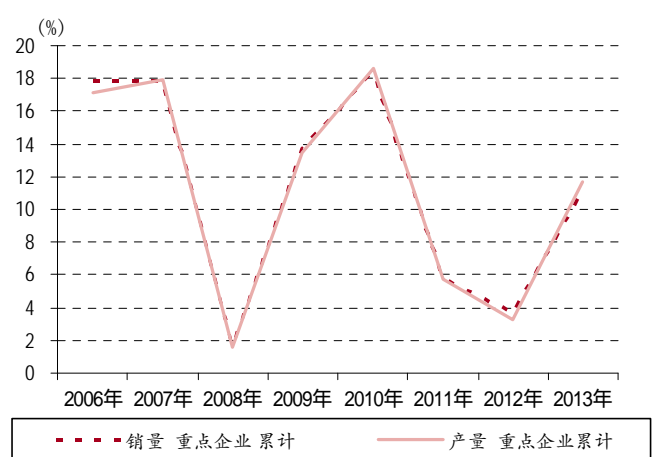
在市场占有率方面，目前国内钢结构行业市场集中度较低，尚未有一家企业的市场占有率超过 5%。目前精工钢构、鸿路钢构等企业的市占率在 1%，因此该市场的竞争非常激烈。我们预计，随着国家绿色建筑的进一步推广，钢构企业也会进行积极的战略调整，轻钢业务可能还会以中小企业竞争为主，而目前有一定市场和产能优势的企业则会逐渐转向重型异型钢市场，并且会积极的进行产业链的上下游整合，从而提升自身的竞争实力。

图表 14. 钢材价格指数



资料来源：万得、中银国际研究

图表 15. 钢材产量销量累计同比



资料来源：万得、中银国际研究

## 迎接蓝海，发力住宅钢结构

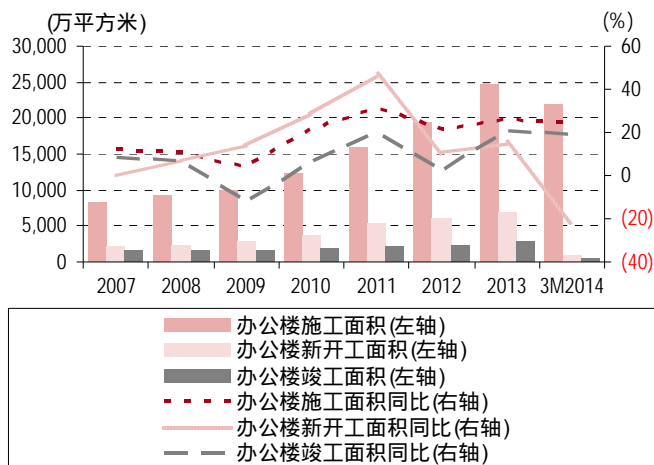
### 轻钢空间钢需求下降，重型异型钢需求加大

虽然总体而言，钢结构市场的空间很大，但是细分到具体的产品，其需求和未来的空间差异性还很大。对于传统的钢构企业而言，轻钢是一个占比较大的业务，其需求主要来自工业厂房和仓库，但是由于进入门槛很低，竞争激烈，轻钢业务的毛利率普遍都很低，很多公司都是采取以量补价的措施。

在地产及基建投资调整的影响下，预计一些中小投资项目的一般厂房需求增速不会太乐观，而拉动投资增长主要还会依赖大型项目，而这主要会增加重型异型钢的需求。从一些公司微观经营的层面看，轻钢市场在今年以来依然处于不太景气的局面，2013年精工钢构和杭萧钢构的轻钢业务都出现了明显的下滑，未来这种态势不会有太大的改观。

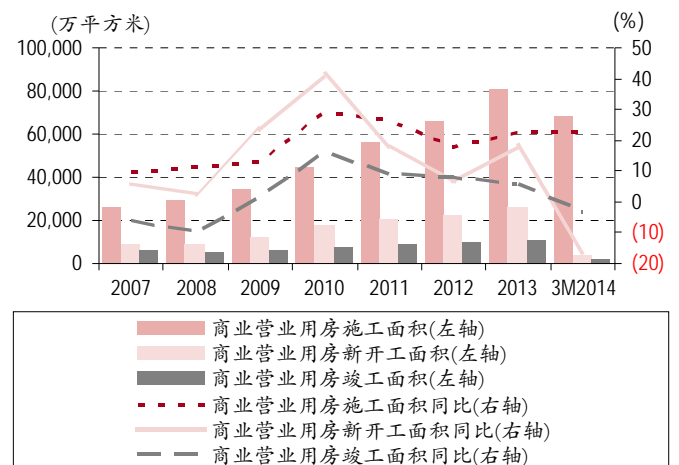
我们认为，重型异型钢以及设备钢的需求还会保持一定的增长，而地产、尤其是商业楼宇的存量需求也会带动空间钢等材料的生长。从近期精工钢构披露的募投项目来看，大型钢结构企业整体对重型异型钢的产能和未来销售都在不断加码。就鸿路钢构而言，目前公司的钢结构年产能可在100-120万吨，2013年公司销售量总计71万吨，同比增长32.96%，预计今年在高精钢结构和桥梁钢方面的业务需求会超过预期，今年以来，公司已经为多个地方的公路桥梁项目进行钢构的生产制造，此外，还有一部分国外市场的需求回暖也在带动公司整体的生产。根据目前的市场情况，我们认为，公司在传统业务上长期还会保持稳定发展，与行业内其他公司比，鸿路钢构主要走钢构制造销售的路线，对于制造为主的企业而言，既往经验、成本费用、客户关系等成为公司能否长期取胜的王道。可以看到，鸿路钢构上市以来接了很多有代表性的项目，树立了一定的口碑，同时在成本方面控制的也比较好，在传统主业方面形成了自身的特色。

图表 16. 办公楼新开工、施工、竣工情况

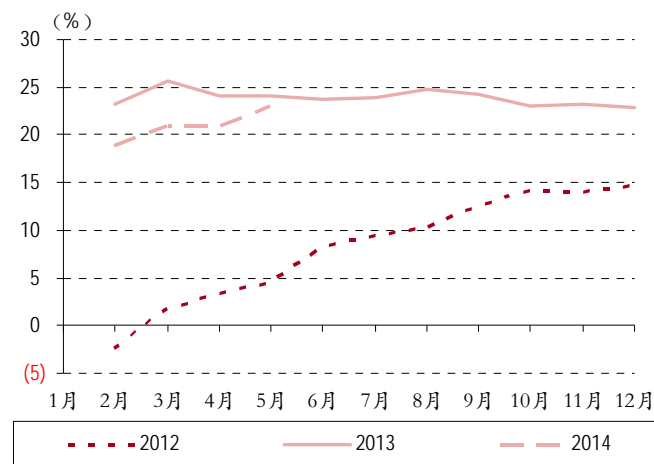


资料来源：万得、中银国际研究

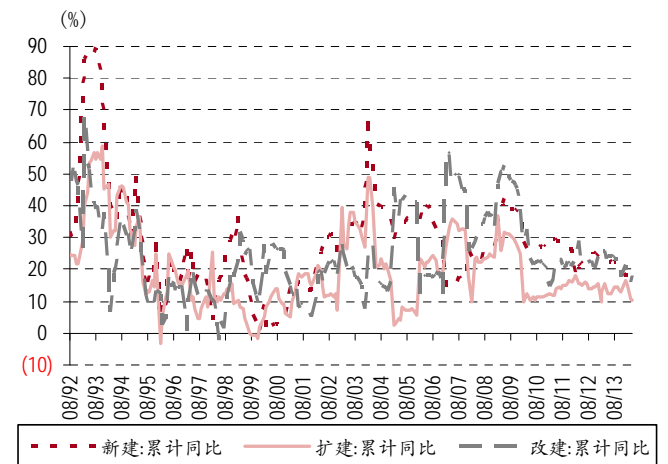
图表 17. 商业用房竣工施工新开工情况



资料来源：万得、中银国际研究

**图表 18. 全国基建投资增速**


资料来源：万得、中银国际研究

**图表 19. 城镇新建改建扩建增速**


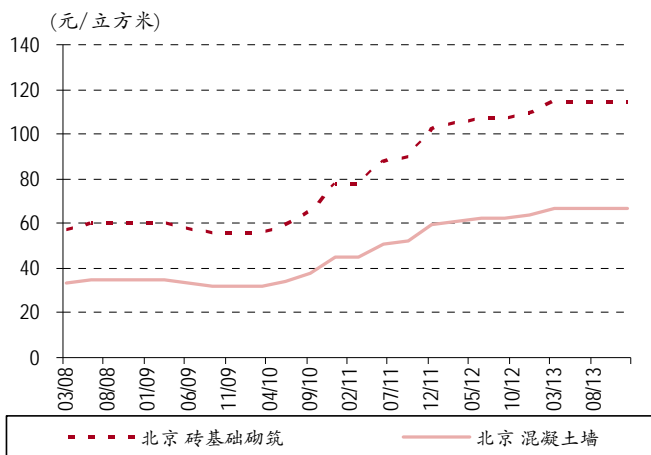
资料来源：万得、中银国际研究

### 住宅钢结构可能迎来新的春天

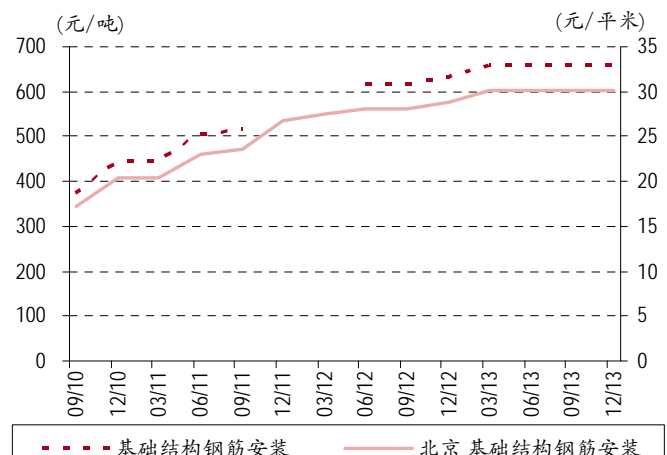
目前国内真正的绿色钢结构建筑在整个建筑产业中的占比不到5%，要达到2020年30%的目标无疑需要市场的飞速发展。这就需要一方面在商业、公共建筑方面加大投入，另一方面积极开拓其他的市场空间。对于技术比较成熟的钢结构行业而言，进一步开拓民用住宅市场，实现新瓶装老酒，无疑能够实现效益的最大化。然而由于国内工业建筑和民用建筑的天然隔阂，使得这种对接和转换需要付出较大的成本。

在业内一般民用建筑市场与工业建筑市场有两套不同的技术和指标体系，在功能上民用市场更关注实用性，而工业市场强调牢靠性，这种从功能差异衍生的行业技术和施工路线的区别使得两大市场之间形成了一道隔阂。但是我们认为，如果工业建筑和民用建筑能够做一定的交流，在技术路线、工艺方面有所借鉴，对于两个细分行业而言，无疑可以达到双赢。举例而言，一般民用的墙体的成本为60元一平方，300元一立方，但是从最后做完的结算价格看，往往会达到150元一平方，这其中夹杂了很多的人工费和损耗，但是如果换成工业化的墙板，如果同样按60元的成本算，最后可能结算的价格为90元一平方，期间的人工费不大，因为工业化的墙体材料很多是量产的，而且是插孔式的，便于安装操作，并且强度要好于一般民用墙体，从综合成本和最后的效果看，工业建筑一些理念和材料的应用可以大大的降低传统民用建筑市场的成本。

鸿路钢构目前准备从事的便是扩大工业和民用之间交流的业务，公司已经提出了推行住宅钢结构业务的发展战略，从理念上就是要打通民用与工业建筑的隔阂，用较低的成本、更好的性能、更高的标准来诠释新时代的绿色建筑。在鸿路钢构之前，杭萧钢构和精工钢构等公司也曾试水过民宅市场的钢结构业务，如杭萧钢构在两年前内蒙地区曾做过几个钢结构住宅的小区，但由于当时住宅市场的人工和材料成本较低，杭萧钢构的相关项目并没有继续推广下去。目前而言，一般民用市场的人工材料费都出现了持续明显的上涨，鸿路钢构选择在这个时候进入可以较好的避免成本差异带来的市场推广难题。

**图表 20.北京建筑市场民用基础人工费**


资料来源：万得、中银国际研究

**图表 21 北京建筑市场基础钢筋安装费用**


资料来源：万得、中银国际研究

从以往的经验看，民用市场上钢结构的成本要比混凝土高，对于高端的住宅市场而言，成本的价格敏感性可能不大，但对于普通住宅市场，这部分成本正是开发商所考虑的问题。在实际应用上，由于钢结构所占的场地小，工期短，建筑流程也很成熟，在城市综合体、商用楼方面能得到较好的推广。目前鸿路钢构在民用住宅市场的钢结构主体工程材料方面的成本能做到一平方1,400-1,500元，这个与传统的混凝土建筑主体材料工程相差无几，对于开发商、建筑商而言有一定的吸引力。如果在市场推广方面能够使更多的民众接受，则住宅市场的钢结构无疑会迎来更快的发展。

### 发力住宅主体钢构 适当延伸设计领域

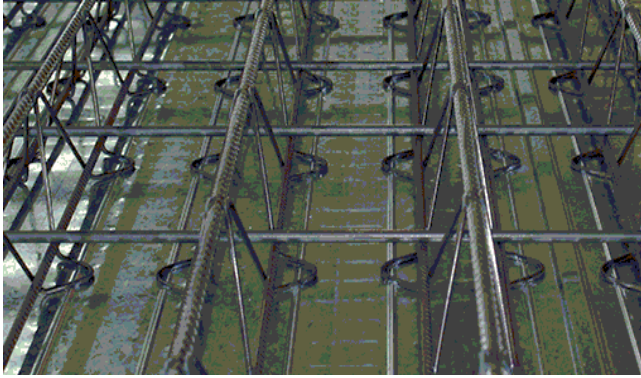
与一般建筑材料比，钢结构的成本差别主要在框架。目前一般的混凝土材料结构的综合建筑成本为一平米2,000元左右，对于钢结构材料而言，如果按梁柱每平方米最高50-70公斤的钢材使用量，钢的成本按最高7,000元一吨算，主体钢构的成本最高为490元一平米，在主体工程上，土建的做法跟这个也差不多，成本最多不会超过其200元。但是在钢结构的梁柱方面由于有很多的前期工作，如模板、支架的构造等，其稳定性要比一般的土建效果好，并且后期的人工费方面要比一般土建有所节省。以鸿路钢构目前的建造成本看，算上材料、人工、损耗等，钢构的综合成本与混凝土相差无几。

对于住宅钢结构的具体业务，鸿路钢构的定位为主做梁与钢板，而不会做整个全系列的钢构材料。公司主做核心构件，并且在这些构件的生产上继续发挥成本优势，对于其余的材料，公司采取外包的方式，一方面可以节省自己的生产成本，同时采用利益共担的方式可以进一步分散风险。一般而言，钢结构成本可能占到整个建筑实体成本的1/3，以此来算，如果公司3,000万元的钢结构投入便有可能带来约1个亿的建筑产值。这无疑整体提升了公司产业链的附加值。

在工艺流程方面，钢结构住宅需要更多的隔墙，同时在外墙方面，一般不用幕墙。钢构住宅的楼板、墙板等材料在工艺和施工方面会比普通住宅难一些。如钢构住宅的隔墙很轻，而且可以随意隔，灵活性要求高，而其墙板是由多孔砖做的，鸿路钢构已经在2006年开始陆续研发住宅钢结构的梁柱、地板、窗等细分构件，目前公司总部有一栋28层的钢结构住宅作为示范。在市场推广方面，还需要多方的努力培育消费者的理念，公司计划采用示范小区样板间的方式进行推广，目前在与相关开发商进行合作。

由于公司会采取部分材料外包的方式，在整体流程上，公司将会有综合的把握，如在最开始住宅的设计方面，公司会采取适当的方式介入，使得后续的材料生产、安装、调试、售后等更好的成为一个整体，提升建筑工程的效率。

图表 22 鸿路钢构建筑钢筋楼承板



资料来源：鸿路钢构网站、中银国际研究

图表 23 鸿路钢构总部钢构住宅示范项目



资料来源：鸿路钢构网站、中银国际研究

## 强化绿色集成，转向总包业务

### 获批房建、总包一级资质

近日公司获批房建一级资质、总包一级资质，这也是住建部门专门为钢结构企业审批的项目，此外，公司还具备土建总承包的二级资质，这些都为公司下一步总包业务的开展打造了通途。

可以看到，与精工钢构、杭萧钢构比，公司整体的毛利率偏低，究其原因主要是公司目前的业务模式还是以简单的部件制造销售为主，整体性、协同性的钢构产品和服务还很少，由于缺乏高端一体化的设计服务，公司目前的盈利方式主要还是以量取胜。未来公司将会定位总包业务，将会做“整车”，不会单单做配件。一般而言，整车的利润是很高的，比如在钢结构市场中，钢板与加工费是固定的，弹性不大，如果要是做一个系统的建筑，其弹性会很大。我们认为，未来单纯的钢结构制造企业必须转型才会有更好的发展，目前的钢构产品都是个性化的，个案的要求性较高，因此对于大项目和综合体的钢构标准化比较难，如果住宅的钢构做起来后，其标准化的程度要相对容易，以总包的方式推广，可以更好的提升产能，降低成本。

在具体运作上，通过建筑总包可以把一些公司不太擅长的业务分包给其他专业的公司，未来公司只要做好相应的组织管理即可。如果未来大范围的做住宅的钢构话，涉及的垫资会比较多，通过总包的方式，公司会找其他供应商、分包公司，共同分担风险，在款项结算上与其他公司共同分担，可以更好的节省资金，通过与供应商的联网，达成一个利益共同体。

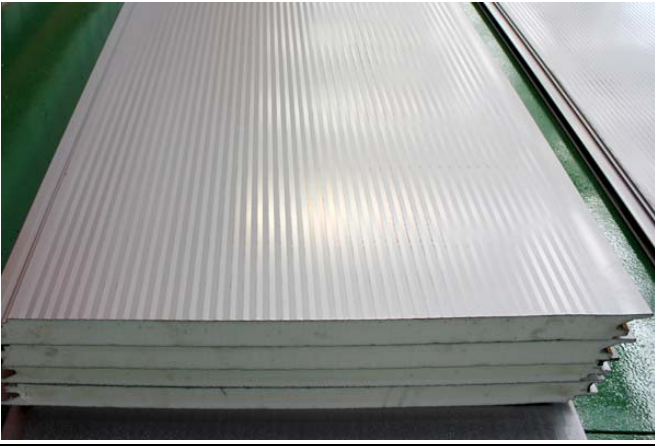
### 做有钢构特色的绿色智能建筑

公司也提出了绿色智能建筑的方向，总体而言就是以住宅钢结构的推广为契机，在住宅市场上进一步普及这个概念，在原有的商业楼宇、办公楼宇等建筑商进一步深化和拓展绿色业务的范围。

对于钢结构的企业而言，绿色建筑有以下几个具体的范围，一个是集节能、节材、耐用、功能易变、可回收、社区化为一体的一种新型工厂化钢结构绿色建筑。第二是集智能节水、节电，智能空调系统，智能防盗系统，智能网络及有线电视，太阳能系统及空气调节系统等为一体的智能建筑。第三是在建筑全寿命期内做到节水、节电、节能、免维护、所有材料可二次利用、很少的建筑垃圾等优点的可持续建筑。最后是集安全、健康、舒适为一体的乐居型建筑。

在具体的业务上，除了主体的构架，公司还会涉及到装修、设计等业务。此外，公司还会结合自身优势，适当介入智能家居、整体卫浴、绿色厨房等板块，在上述业务领域中，目前还没有一家公司能做的很大，未来的市场增量会很大。在这些业务方面，公司将会从设计做起，如在大空间上，从哪个角落做厨卫，哪些角落做客厅，在整体会上会设计一个合理的接口，用墙板隔好，这样也可以标准化的推广，把量做上去。我们认为，用钢构材料来推广绿色智能家居，其各种费用要比传统的生产材料要低，公司会把智能家居与绿色建筑结合起来，推广到一定的量，才会减少成本。同时在这个过程中，要有自己的设计理念，把中间过程的设备线管、防盗、监控等结合好，才能达到真正的绿色智能的效果。

图表 24 公司绿色板材——聚氨酯复合板



资料来源：鸿路钢构网站、中银国际研究

图表 25 公司绿色板材——合成树脂瓦



资料来源：鸿路钢构网站、中银国际研究

## 与天堂硅谷合作深化，传递积极信心

### 未来合作将涉及全方位

此前，公司与天堂硅谷签署了战略合作协议。目前来看，虽然具体的计划还没有开始实施，但是从双方的意愿来看，天堂硅谷将会帮助公司全面的规划资本市场的发展。此外，近期公司高管出于对公司未来发展的信心，自筹资金、自愿认购了部分公司股份。我们认为这将会有利于公司管理团队的稳定，以更高的热情、更负责任的态度投入到工作中去。

在其他业务方面，车库用钢材料还会保持较快的增长。目前公司已经上了一个生产线专门做车库用钢，并且订单额已经达到 8,000 万元，年内要完成这些订单可能有一定的产能瓶颈，在车库方面，公司将会与地方政府合作一起做新型车库材料，如带充电桩的车库，另一方面，无障碍的立体车库今年也会进一步推广。我们预计，中国一线城市以后的车库使用率将会得到提高，公共区域车库建设（如景区、城市功能区）可能会迎来发展的黄金时机，车库的升级换代将会对质量提出较高的要求，这样小厂家会逐步淘汰，业务将会更加集中于大厂商。

公司公告了上半年的业绩指引区间为 0-30%，保持了平稳的发展态势，如果下半年住宅市场的空间能够有效的推广试点，则未来公司的业绩有很高的持续性，虽然公司不是第一个吃螃蟹的，但我们认为，如果住宅市场能够有所发展，对于整个行业而言，将会打开一个多赢的局面。

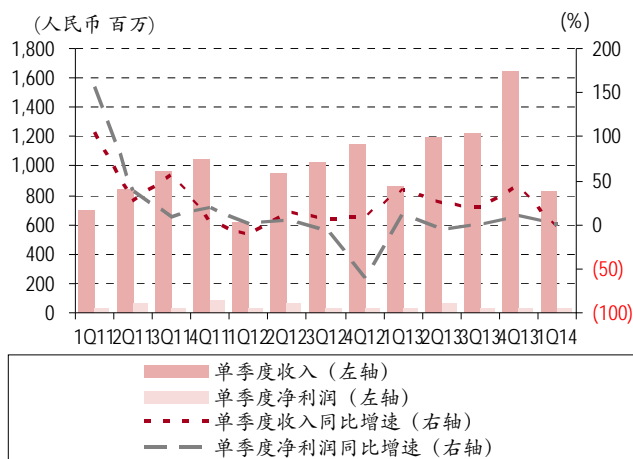
## 盈利能力将稳步提升，财务状况良好

### 公司毛利率有望提升

受 2012 年政府换届的影响，行业整体的收入业绩增速都出现了急刹的情况，2013 年公司的收入和业绩进入恢复通道，我们预计 2014 年公司收入业绩增速保持 15% 左右的增长概率较大。

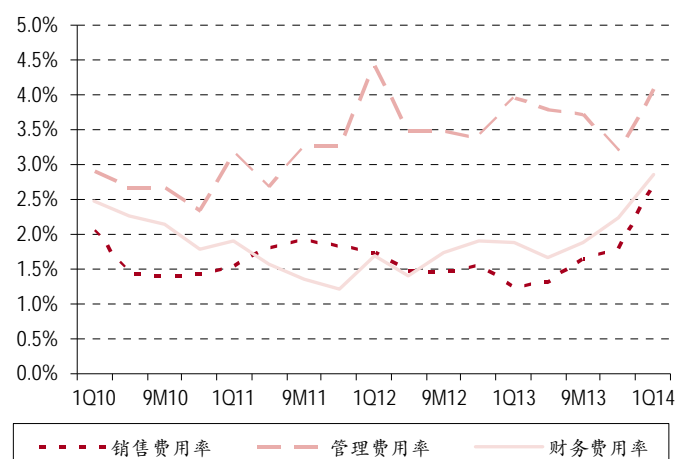
从毛利率的情况看，自 2011 年以来，公司的综合毛利率整体走入向下通道，由 2011 年的 14.1% 降到 2013 年的 12.5%，但是 2014 年 1 季度，公司整体的毛利率回升至 14.8%，同比也提升了 3.56 个百分点，这种回升的态势排除季节性因素后是否是方向性的还需要进一步观察。过去三年来，与精工钢构、杭萧钢构等公司相比，公司的毛利率整体偏低，我们拿行业龙头精工钢构与其对比，鸿路钢构的期间费用率在过去三年的水平分别为 6.3%、6.8% 和 7.2%，而精工钢构分别为 6.9%、9.9% 和 8.4%，整体要高于鸿路钢构。在净利润率方面，鸿路钢构与精工钢构基本差不多，可以看到，精工钢构由于设计和安装业务占比较大，其费用率整体要高于鸿路钢构，而鸿路钢构要积极向总包业务转型，也使其毛利率的持续提升成为可能。可以预见，如果公司新业务和住宅市场能得到开拓，公司的业绩增长将会进一步提速。

图表 26. 公司单季度收入利润增速



资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 27 公司三项费用率

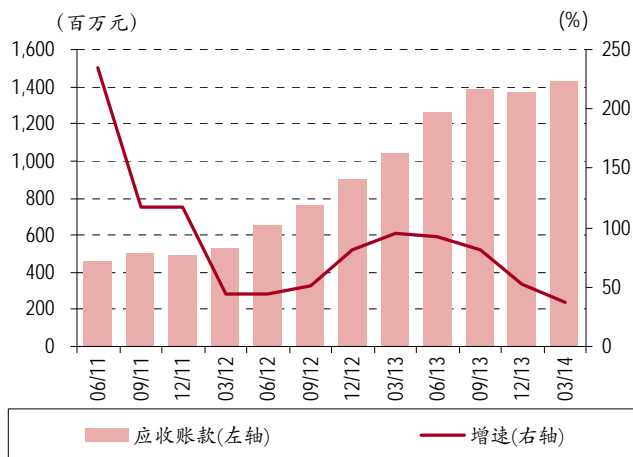


资料来源：公司财报、中银国际研究

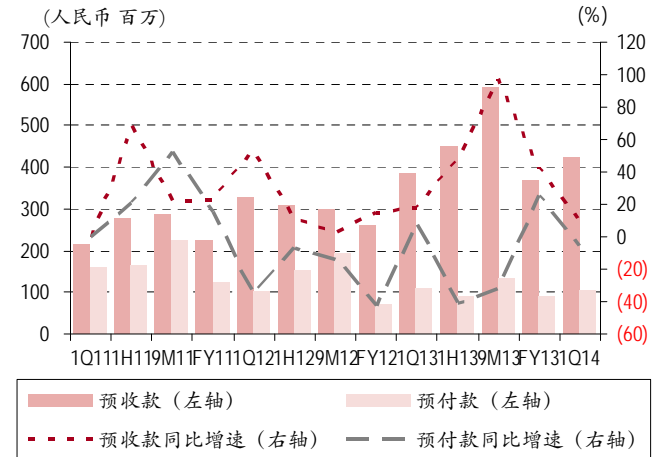
### 注重现金回收能力

应收账款的增速看，近年来，总体增速向收入增速靠拢，从预付和预收账款的情况看，公司预收款增速保持稳定而预付款出现了一些波动性。随着整个建筑行业资金情况的变化，公司的现金回款能力也在接受考验，整体而言，当前的收款条件要比前几年差，一些二三线区域的地方政府拖款的情况还是存在的，为此，公司专门成立了总裁为核心的收款小组，加大对现金的回收能力，对于一些地方分公司的业绩考核更多的看其现金回收能力，而不单单是净利润情况。

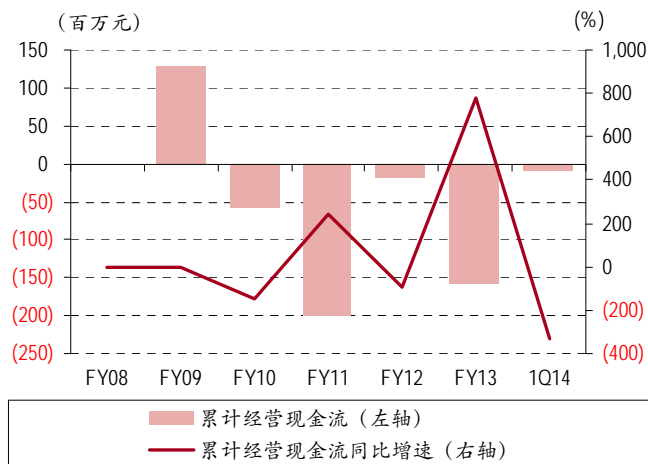
从现金流的角度看，2010年以来，公司累计的经营现金流情况均为净流出，与行业其它公司比，现金回收能力明显偏弱，我们认为这也是跟公司的客户结构和业务分部区域相关的。目前来看，与公司合作的大型央企和大型项目还不能与精工钢构中建钢构等企业来比，并且公司的主要业务区域在二三线城市，整体而言，这些工程特点决定了公司的回款压力比较大，如果公司能够与大型开发商合作推动周转较快的住宅钢结构业务，则现金回收能力有望得到明显的改善。

**图表 28. 公司应收账款及增速**


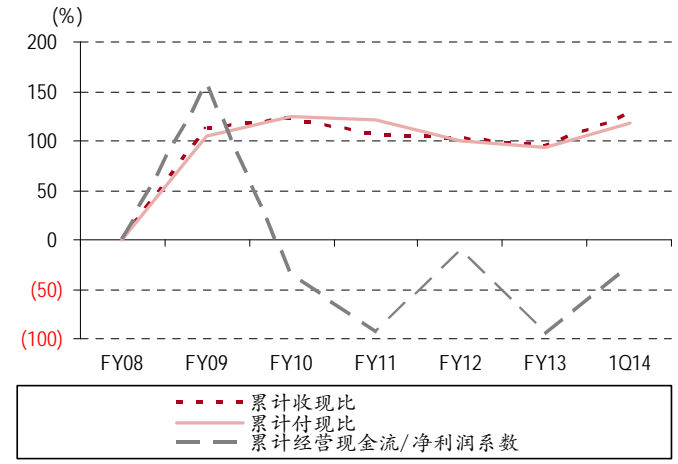
资料来源：公司财报，中银国际研究

**图表 29 公司预收款预付款及增速**


资料来源：公司财报，中银国际研究

**图表 30. 公司累计经营现金流**


资料来源：公司财报，中银国际研究

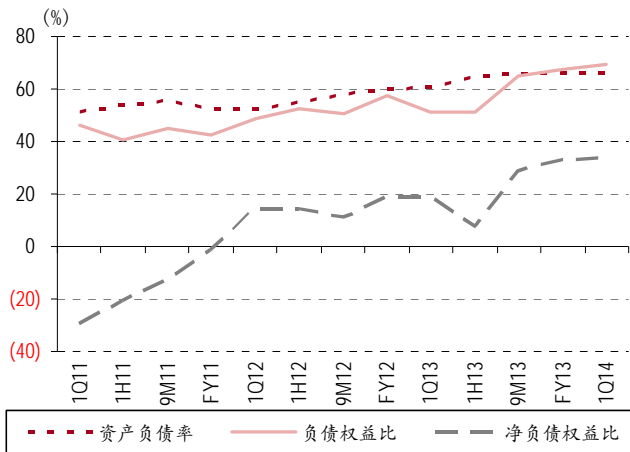
**图表 31 公司累计收现比付现比**


资料来源：公司财报，中银国际研究

### 资产负债率保持在合理的范围

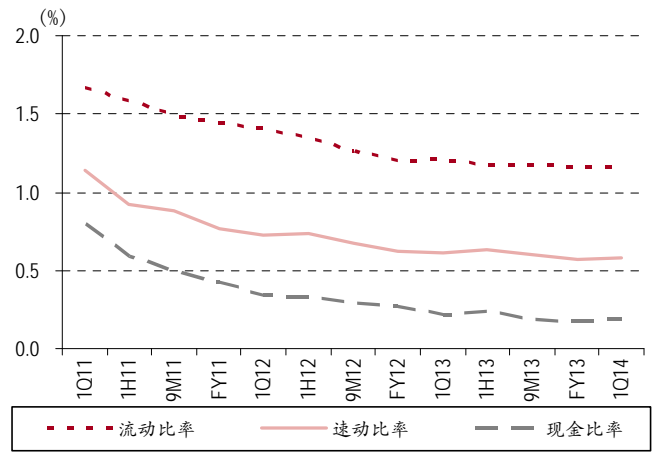
公司的资产负债率一直保持在合理的范围内，今年1季度末为66.1%，与行业内的其他公司相比维持在相对较低的水平，有相对的安全边际。从构成看，公司的负债主要集中在短期借款和应付项目，长期借款的比重很小，在存货周转率方面，2011-2013年分别为2.6次、2.2次和1.9次，要比其他的可比公司快，这也体现了公司设备制造业务的一个特色，同时也体现出良好的成本转嫁能力。在整体的盈利水平方面，2011-2013年，公司的ROE分别为17.6%、7.9%和7.6%，可以看到2012年整个投资形势的放缓以及公司整体费用的增加使得业绩放缓比较明显，我们认为目前公司的整体盈利能力处于回升通道中，未来的ROE水平将会向行业均值水平回归。

图表 32. 公司资产负债率变化情况



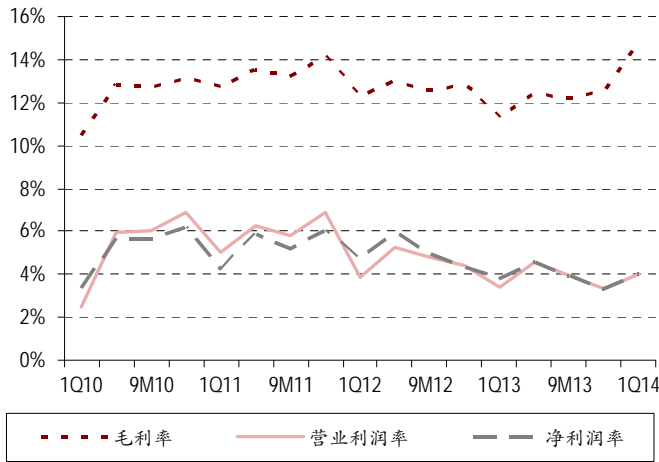
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 33. 近年来公司流动比率、速动比率



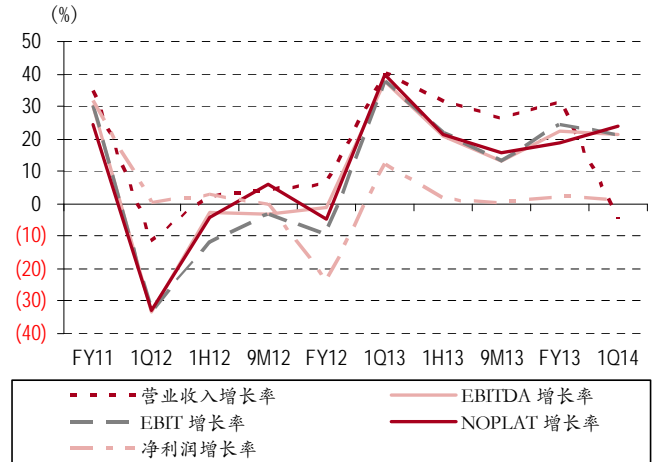
资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 34. 公司盈利情况变化



资料来源：公司财报、中银国际研究

图表 35. 公司收入、EBITDA、业绩等增速情况



资料来源：公司财报、中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	3,742	4,930	5,780	6,825	8,104
销售成本	(3,262)	(4,313)	(5,042)	(5,951)	(7,060)
经营费用	(118)	(174)	(218)	(272)	(339)
息税折旧前利润	362	443	520	603	705
折旧及摊销	(85)	(99)	(106)	(111)	(116)
经营利润(息税前利润)	277	345	414	492	589
净利息收入(费用)	(71)	(111)	(157)	(184)	(208)
其他收益/(损失)	(11)	(24)	(17)	(28)	(40)
税前利润	195	210	240	280	341
所得税	(34)	(44)	(50)	(59)	(72)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	161	166	190	221	269
核心净利润	170	185	203	243	301
每股收益(人民币)	0.602	0.618	0.707	0.825	1.005
核心每股收益(人民币)	0.635	0.690	0.757	0.908	1.122
每股股息(人民币)	0.040	0.070	0.078	0.091	0.111
收入增长(%)	6	32	17	18	19
息税前利润增长(%)	(9)	24	20	19	20
息税折旧前利润增长(%)	(1)	23	17	16	17
每股收益增长(%)	(24)	3	15	17	22
核心每股收益增长(%)	(17)	9	10	20	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	195	210	240	280	341
折旧与摊销	85	99	106	111	116
净利息费用	71	111	157	184	208
运营资本变动	(372)	(570)	(631)	(586)	(590)
税金	(34)	(44)	(50)	(59)	(72)
其他经营现金流	36	38	40	45	50
经营活动产生的现金流	(18)	(158)	(138)	(25)	54
购买固定资产净值	(351)	(218)	(250)	(270)	(280)
投资减少/增加	8	2	0	0	0
其他投资现金流	0	2	0	0	0
投资活动产生的现金流	(343)	(214)	(250)	(270)	(280)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	361	323	460	500	500
支付股息	(50)	(11)	(19)	(21)	(24)
其他融资现金流	(67)	(79)	(156)	(183)	(207)
融资活动产生的现金流	245	233	285	296	268
现金变动	(116)	(138)	(103)	1	42
期初现金	560	444	305	202	203
公司自由现金流	(347)	(324)	(396)	(305)	(237)
权益自由现金流	(71)	(129)	(85)	21	65

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	444	305	202	203	245
应收帐款	1,452	2,119	2,951	3,971	5,345
库存	1,737	2,535	3,422	4,449	5,783
其他流动资产	32	13	14	14	14
流动资产总计	3,666	4,972	6,589	8,637	11,387
固定资产	1,316	1,372	1,474	1,586	1,698
无形资产	223	248	251	253	255
其他长期资产	20	29	30	30	30
长期资产总计	1,560	1,650	1,754	1,868	1,983
总资产	5,226	6,622	8,343	10,505	13,370
应付帐款	1,823	2,710	3,789	5,239	7,346
短期债务	1,156	1,469	1,829	2,129	2,429
其他流动负债	64	98	108	119	132
流动负债总计	3,043	4,276	5,725	7,487	9,907
长期借款	40	50	150	350	550
其他长期负债	53	52	52	53	53
股本	268	268	268	268	268
储备	1,821	1,976	2,147	2,347	2,592
股东权益	2,089	2,244	2,415	2,615	2,860
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,226	6,622	8,343	10,505	13,370
每股帐面价值(人民币)	7.80	8.37	9.01	9.76	10.67
每股有形资产(人民币)	6.96	7.45	8.08	8.82	9.72
每股净负债/(现金)(人民币)	2.80	4.53	6.63	8.49	10.20

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.7	9.0	9.0	8.8	8.7
息税前利润率(%)	7.4	7.0	7.2	7.2	7.3
税前利润率(%)	5.2	4.3	4.2	4.1	4.2
净利率(%)	4.3	3.4	3.3	3.2	3.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
利息覆盖率(倍)	3.2	2.7	2.5	2.6	2.8
净权益负债率(%)	36.0	54.1	73.6	87.0	95.6
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19.4	18.9	16.5	14.1	11.6
核心业务市盈率(倍)	18.4	16.9	15.4	12.9	10.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.4	19.7	18.0	15.0	12.1
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	(174.1)	(19.9)	(22.6)	(126.5)	58.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	9.8	9.4	9.0	8.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	173.0	180.7	215.6	241.4	264.5
应收帐款周转天数	119.0	132.2	160.1	185.1	209.8
应付帐款周转天数	150.0	167.8	205.2	241.4	283.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	6.6	11.3	11.0	11.0	11.0
净资产收益率(%)	7.9	7.6	8.1	8.8	9.8
资产收益率(%)	4.9	4.6	4.4	4.1	3.9
已运用资本收益率(%)	9.6	10.3	10.3	10.5	10.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

鸿路钢构(002541.CH/人民币 11.8, 持有)

精工钢构(600496.CH/人民币 6.85, 持有)

杭萧钢构(600477.CH/人民币 5.17, 未有评级)

东南网架(002135.CH/人民币 4.28, 未有评级)

光正集团(002524.CH/人民币 6.36, 未有评级)

以 2014 年 7 月 21 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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