

鸿路钢构 (002541)

强烈推荐

行业：钢结构

战略聚焦制造，静待产能利用率提升

投资要点：

◇ 鸿路集团是以钢结构产品加工制造为主的钢结构整体解决方案提供者。公司目前以工业厂房以及商业钢结构为主，同时公司正在大力拓展两大新兴业务“住宅钢结构”以及“智能立体车库”。

◇ 我国钢结构主要应用于厂房与商业地产，住宅钢结构还有很大发展空间。按照全口径新开工统计，钢结构新开工面积占15年总新开工占比不到5%。现阶段我国钢结构主要应用于工业及商业建筑领域，房建住宅领域应用较少。按照钢结构用钢量口径统计，我国人均钢结构用钢量极低只有29.38KG，相比日本美国以及德国都不到其三分之一。

◇ 缺乏统一设计细则是钢结构成本偏高的主要原因。钢筋混凝土每平方米造价已经和住宅钢结构试点造价相差10%左右。成本上升的原因主要是因为钢结构住宅所需的配套非钢部件没有规模化量产。背后的原因是设计标准没有明确，例如在部件耦合处的处理上各个设计师采用不同方法导致连接处部件无法批量化生产。

◇ 募集资金发展配件产能，助力钢结构产能利用率提升。公司计划募集11.88亿以用于绿色建筑产业升级、智能停车库项目、智能化技改项目以及偿还银行贷款。绿色建筑产业化现代化项目主要是生产与钢结构住宅相关的部品件，形成钢结构与配套部品件的大部分自产化。

◇ 我们认为公司战略聚焦制造，在配套产能上下功夫的逻辑是通畅的能够对净利带来实质性改善。我们预测16/17年扣非净利1.85亿、2.65亿。考虑到去产能措施以及钢结构住宅逐步推进给公司带来的向上弹性，给予公司30倍动态估值，合理估值55.5亿，对应股价20.70元。

◇ 风险提示：产能利用率不达预期，估值过高的风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3193	3632	4270	4911
收入同比(%)	-24%	14%	18%	15%
归属母公司净利润	177	185	265	304
净利润同比(%)	28%	5%	43%	15%
毛利率(%)	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
ROE(%)	7.0%	6.9%	9.0%	9.3%
每股收益(元)	0.66	0.69	0.99	1.14
P/E	26.05	24.85	17.39	15.13
P/B	1.83	1.71	1.56	1.41
EV/EBITDA	17	14	12	11

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：焦俊

S0960115030023

0755-82023444

jiaojun@china-invs.cn

6-12个月目标价：20

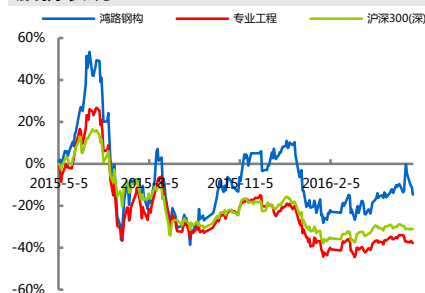
当前股价：16.74

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	268
流通股本(百万股)	165
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	28
成交量(百万股)	5.61
成交额(百万元)	93.95

股价表现



相关报告

目 录

一、 公司简介	4
二、 工业钢结构景气程度向下，等待住宅钢结构应用爆发节点	6
1. 现状：国内钢结构目前仅在工业领域应用，横向比较空间仍大	6
2. 未来发展：国家大力扶持，钢结构有望切入房建	9
3. 缺乏统一体系是钢结构住宅发展的主要障碍	12
三、 传统主营企稳，智能车库与住宅钢结构是未来支点	14
1. 传统钢结构业务逐步企稳，打造钢结构制造中心	14
2. 定增开启住宅钢结构蓝海，产能利用率有望抬升	17
3. 智能立体车库由售卖变运营，打开想象空间	18
四、 估值与风险提示	20

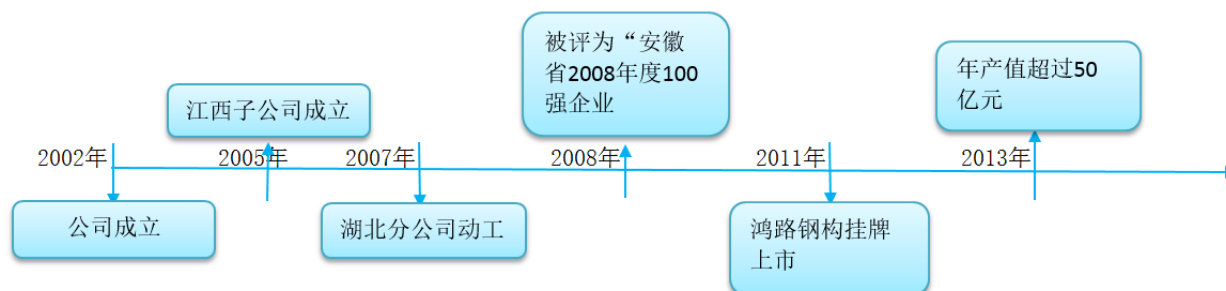
图目录

图 1 公司大事记.....	4
图 2 资质证书列表.....	4
图 3 公司实际控制人为商晓波与邓烨芳夫妇.....	5
图 4 制造业固定资产投资完成额累计同比月度增速（单位：%）.....	6
图 5 15 年钢结构占全口径新开工建面比例.....	6
图 6 各国钢结构用量及钢结构/粗钢产量（单位：KG）.....	6
图 7 历年日本钢结构建面占新开工面积比例.....	7
图 8 美国 MBMA 会员历史钢结构发运吨数（单位：千吨）.....	8
图 9 美国钢结构发展历程.....	8
图 10 2014 年各国建筑人工（单位：RMB 万元/年）.....	9
图 11 美国建筑工人历年工资（单位：美元）.....	9
图 12 国家相关扶持政策列表.....	10
图 13 钢产量及产能利用率(单位：亿吨、%).....	11
图 14 发展路径.....	11
图 15 钢筋混凝土结构与钢结构之间的对比.....	12
图 16 钢结构每平米钢成本概算.....	13
图 17 钢结构成本与钢筋混凝土结构成本分项目比较.....	13
图 18 历年营收及增速（单位：亿元）.....	14
图 19 各类产品营收占比（单位：%）.....	14
图 20 鸿路战略重回制造，打造钢结构产品超市.....	15
图 21 2015 年分业务毛利率情况（%）.....	15
图 22 历年钢结构业务综合毛利率（%）.....	15
图 23 公司历年三费占营收比重.....	16
图 24 公司历年期间费用占营收比重.....	16
图 25 上下游议价能力导致毛利率高而三费也逐步升高.....	16
图 26 买钢构网产品展示.....	17
图 27 本次定增项目及介绍.....	17
图 28 匡算公司各个业务条线产量及产能情况（单位：吨）.....	18
图 29 立体车库实景图 1.....	19
图 30 立体车库实景图 2.....	19
图 31 智能立体车库运营架构图.....	19
图 32 分业务营收及净利预测.....	20

一、公司简介

鸿路集团成立于 2002 年，2011 年公司上市。成立 14 年来一直专注于钢结构的制造与相关工程承包业务。目前鸿路拥有的钢结构产能超过 120 万吨，是我国最大的钢结构制造产能。

图 1 公司大事记



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

鸿路集团主营钢结构产品加工制造以及钢结构工程承包。公司目前以工业厂房以及商业钢结构为主，同时公司正在大力拓展两大新兴业务“住宅钢结构”以及“智能立体车库”。公司主营业务主要有钢结构产品加工制造、新型建材产品生产销售、钢结构工程承包、智能立体车库生产销售、钢结构绿色建筑的设计生产施工一体化服务等五大类，公司产品广泛应用于高层建筑物、公租房、商业中心、大型场馆、工业厂房、航站楼、桥梁、锅炉钢架等领域，为国家大力提倡的绿色建筑，可以有效地缓解钢铁产能过剩。智能立体停车设备广泛用于新建商业社区、新建小区的停车位建设，老住宅小区、大型商业社区及医院景区等交通拥挤区域的停车位改造，可以有效地解决城市的停车难问题，充电桩一体化智能立体停车设备是国家推广绿色能源汽车的重要组成部分。

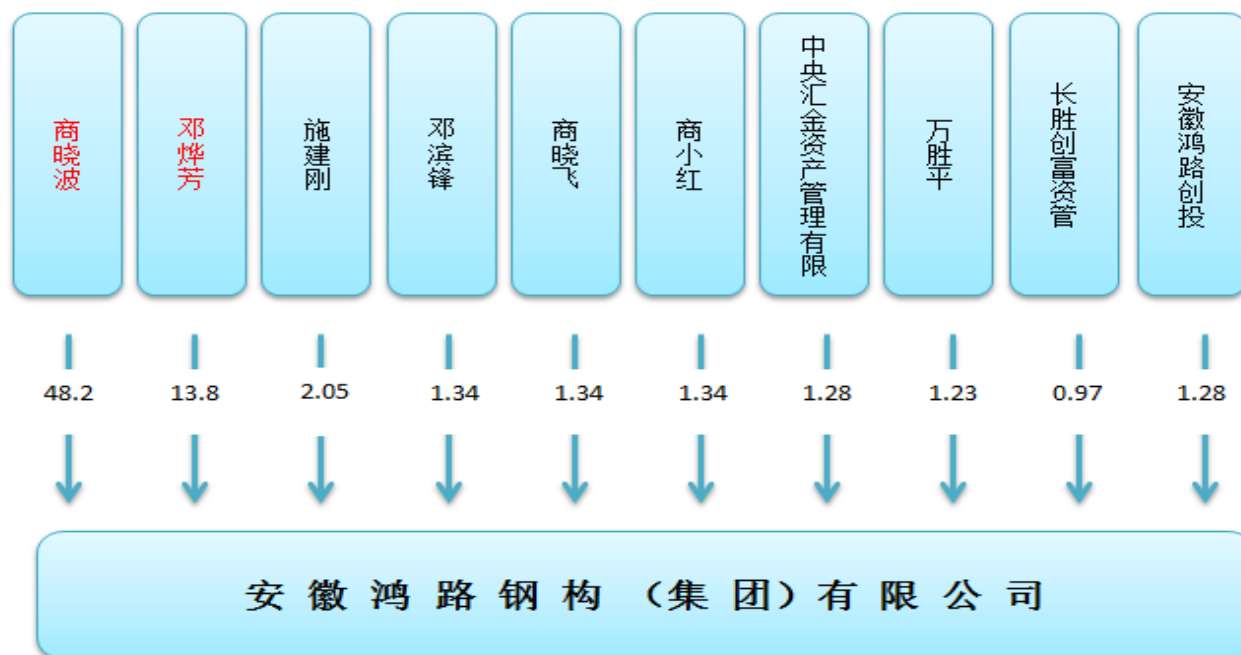
图 2 资质证书列表

资质	颁发时间	认证单位
钢结构制造企业特级资质证书	2014年6月	住建部
钢结构工程专业承包一级资质证书	2014年6月	住建部
对外承包工程经营资格证书	2012年2月	安徽省商务厅
特种装备安装改造维修许可证	2010年9月	安徽省质量技术监督局
特种装备制造许可证	2010年12月	国家质量监督检验检疫总局
质量管理体系认证证书	2011年7月	环通认证中心有限公司
环境管理体系认证证书	2012年8月	环通认证中心有限公司

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司资质齐全，具有钢结构制造企业特级证书以及钢结构工程专业承包资质证书。公司的经营重心虽然在制造，但是仍然需要钢结构施工来树立样板工程以宣传自有品牌。

图3 公司实际控制人为商晓波与邓焯芳夫妇



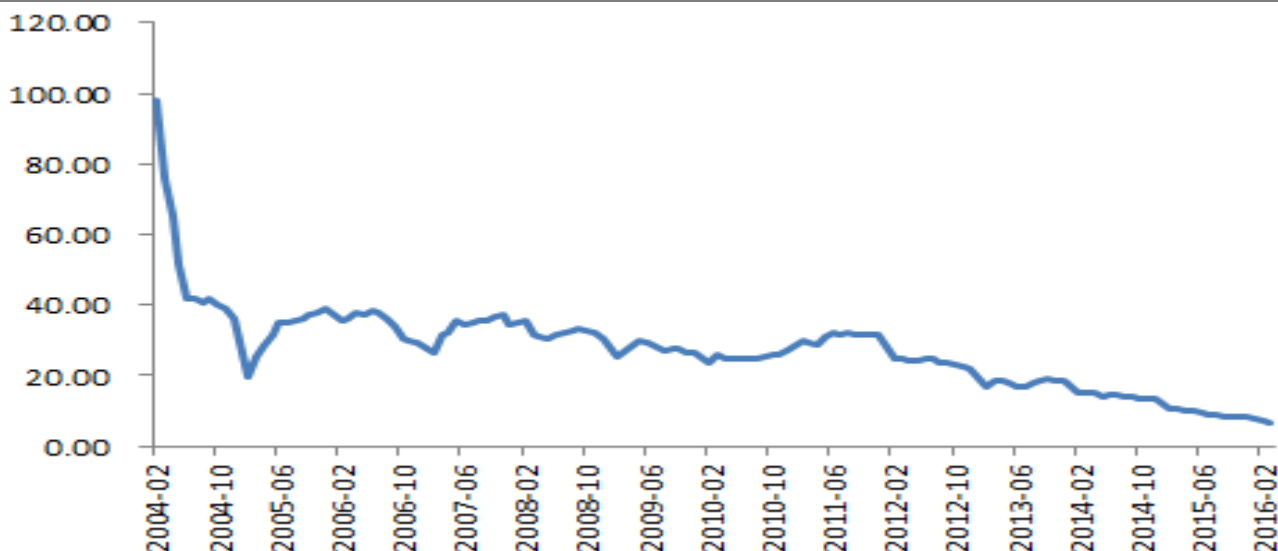
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

商晓波与邓焯芳夫妇为公司的实际控制人，两人合计持股 62.93%。商晓飞、商小红以及邓滨锋为实际控制人关联方。安徽鸿路创投为本公司高管持股企业，长胜创富资管公司为实际控制人与董事万胜平成立的资产管理计划。

二、工业钢结构景气程度向下，等待住宅钢结构应用爆发节点

1. 现状：国内钢结构目前仅在工业领域应用，横向比较空间仍大

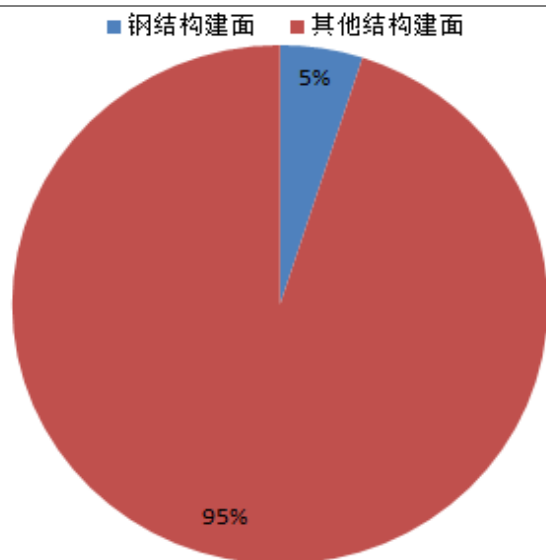
图 4 制造业固定资产投资完成额累计同比月度增速（单位：%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

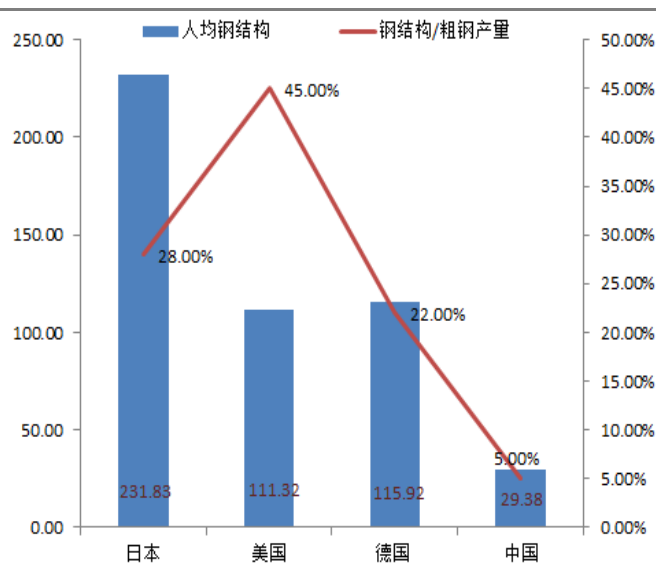
我国的钢结构工程 90%以上与制造业投资相关（按用吨量统计），近年来制造业投资增速逐步下行到了 7%-10%的区间。钢结构工程企业也受到了一定程度的影响，工业钢结构整体行业景气程度下行。

图 5 15 年钢结构占全口径新开工建面比例



资料来源：中国中投证券研究总部

图 6 各国钢结构用量及钢结构/粗钢产量(单位:KG)

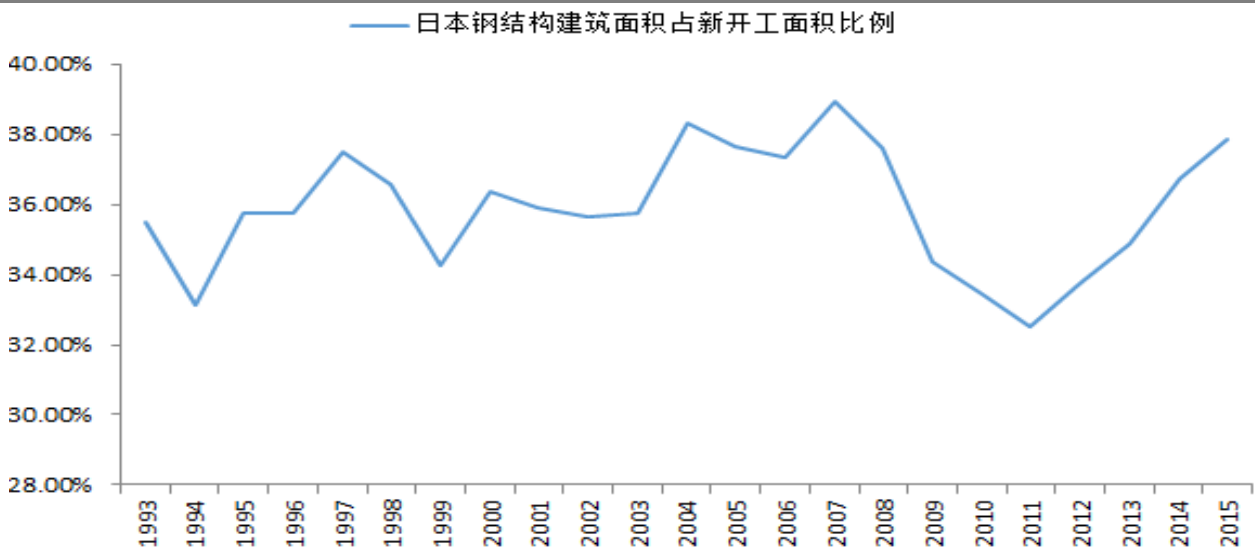


资料来源：中国中投证券研究总部

按照全口径新开工统计，钢结构新开工面积占 15 年新开工占比不到 5%。现阶段我国钢结构主要应用于工业及商业建筑领域，房建住宅领域应用较少。按照钢结构用钢量口径统计，我国人均钢结构用钢量极低只有 29.38KG，相比日本美国以及德国都不到其三分之一。从钢结构用量与粗钢产量之间的关系来看，钢结构用量与我国 8 亿吨年产量相比占比仅有 5%，未来能够提升的空间极大。

住宅产业化(装配式建筑)有三个方向：一，预制混凝土构建现场组装。(PC 结构，房地产企业及传统结构建筑企业发起)二，钢结构组装。(钢结构企业为主导)三、木制部件。(国外比较流行因为取材便利)。PC 结构有诸多自身限制，例如：隐蔽工程较多，单体部件密度较大有运输半径限制，强度较大不易后期改造等问题。而木质结构比较适合森林资源极其丰富的国家，以便就地取材，如加拿大等国。住宅产业化方向中相对适合我国国情的是钢结构组装，未来五年钢结构有望迎来替代式增长。

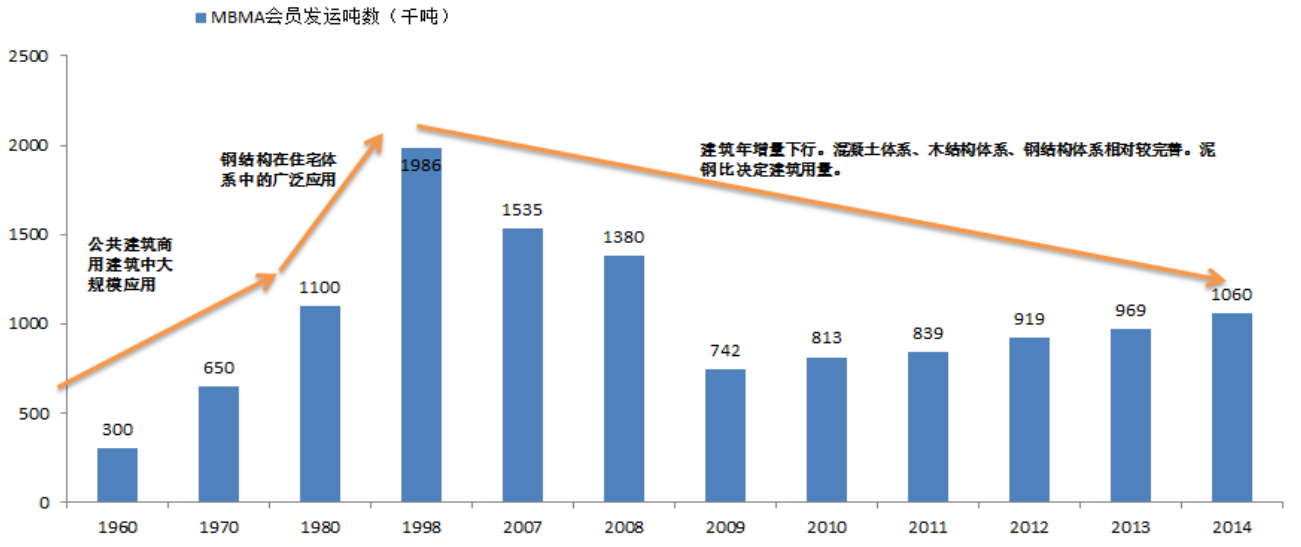
图 7 历年日本钢结构建面占新开工面积比例



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

日本是钢结构应用最广泛的国家之一，自二战后日本就开始大力发展钢结构体系，目前钢结构占新开工面积稳定在 35%左右。钢结构在日本的蓬勃发展与日本本身地震多发有密切关系。相对于日本我国钢结构未来发展路径可能与美国更为相似。

图 8 美国 MBMA 会员历史钢结构发运吨数 (单位：千吨)



资料来源：美国金属类建筑工厂协会、中国中投证券研究总部

图 9 美国钢结构发展历程

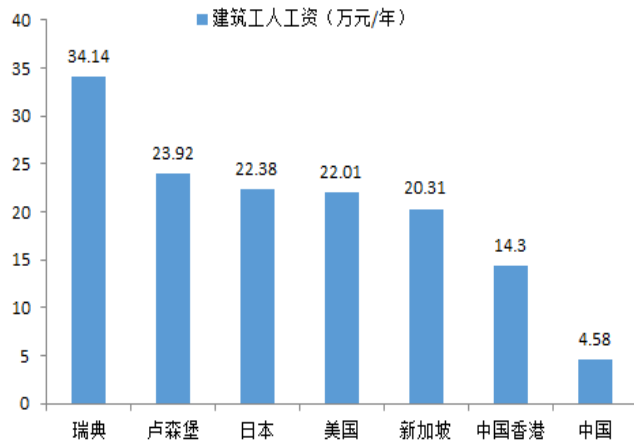
阶段	时间段	主要变化	背后原因	标志性事件
第一阶段	1960-1980	钢结构开始大量应用于商用及公共建筑	混凝土结构无法满足高层及超高层设计需求。钢结构在高层及超高层建筑上得到了广泛应用	60 年代，筒体结构设计成为高层设计主流。
第二阶段	1980-1998	钢结构开始在住宅方面应用	1、设计规范逐步出台。钢结构住宅体系逐步成熟。2、钢结构配套非金属部件建材逐步形成规模化生产降低成本。3、装配工人“效率工资比”逐步提升。	美国钢结构研究会。推出多套行业标准：《空心钢结构和在和抗力设计规范》、《美国钢结构设计手册》。由于有了明确的设计标准，相关配套零部件也有了规模化生产。
第三阶段	1998-2014	呈现周期特性	1、建筑增量下滑。2、混凝土与钢结构体系都逐步成熟。钢铁/水泥比成为结构占比影响因素。	08 年金融危机，新开工面积大幅下滑。

资料来源：美国建筑年鉴、AISC、MBMA、中国中投证券研究总部

美国钢结构的发展经历了三个历史阶段，第一阶段：60-80 年代切入高层商用写字楼，第二阶段：80-00 切入住宅，以及第三阶段:98 年后，三套建筑体系都已成型，逐步呈现周期特征。

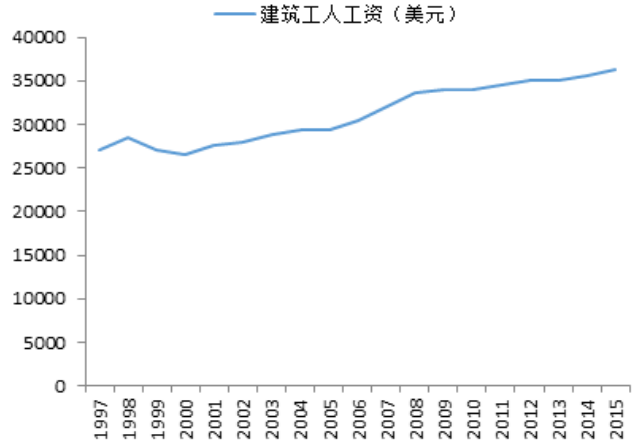
我国目前钢结构仅仅应用于厂房搭建以及商业写字楼，在住宅方面的应用极少。还处于第一阶段末期即将进入第二阶段的时间点。类比美国当时拐点出现主要有两个背后的原因推动，第一，是自上而下的行业标准逐步出炉（从设计端到制造、安装、后期维护），标准件的增多使得制造安装都可以标准化运营。第二，是钢结构配套非金属部件建材逐步形成规模化生产。第三，装配工人“效率工资比”逐步提升（背后是机械化水平逐步提升，而混凝土有自然风干周期有效率提升瓶颈）。

图 10 2014 年各国建筑人工（单位：RMB 万元/年）



资料来源：ILOS、中国中投证券研究总部

图 11 美国建筑工人历年工资（单位：美元）



资料来源：BLS、中国中投证券研究总部

设计端统一的细化标准还没有出炉，是我国与国外最大的差距。这与我国早期设计领域走苏联的道路有关带有半事业背景对于设计类知识产权保护不足，设计院所没有动力出细则，要等国家来牵头。

由于我国现阶段钢结构应用领域多为工厂厂房以及高端商业写字楼，对于住宅的配套部件还没有实现规模化生产，所以成本较高难以推广。

建筑工人工资水平逐年递涨，实际工人薪资水平已经达到 7 万元左右，但仍然和发达国家有一定差距。我国混凝土钢筋结构的人工已经基本达到效率边际（不考虑 PC 构建改造），而人工上涨的趋势没有改变。工资与发达国家横向比较意义较小，主要是钢结构装配工人与混凝土钢筋工人之间的性价比才是开发商关注的重点。

2. 未来发展：国家大力扶持，钢结构有望切入房建

国家政策大力扶持钢结构在住宅房建领域中的应用。住建部年初《建筑产业现代化发展纲要》（以下简称《发展纲要》）目前已经完成征求意见，有望于近期发布；《发展纲要》明确提出，到 2020 年，装配式建筑占新建建筑的比例 20%以上，到 2025 年，装配式建筑占新建建筑的比例 50%以上。《中共中央关于进一步加强城市规划建设管理的若干意见》也提出了要积极推广钢结构。

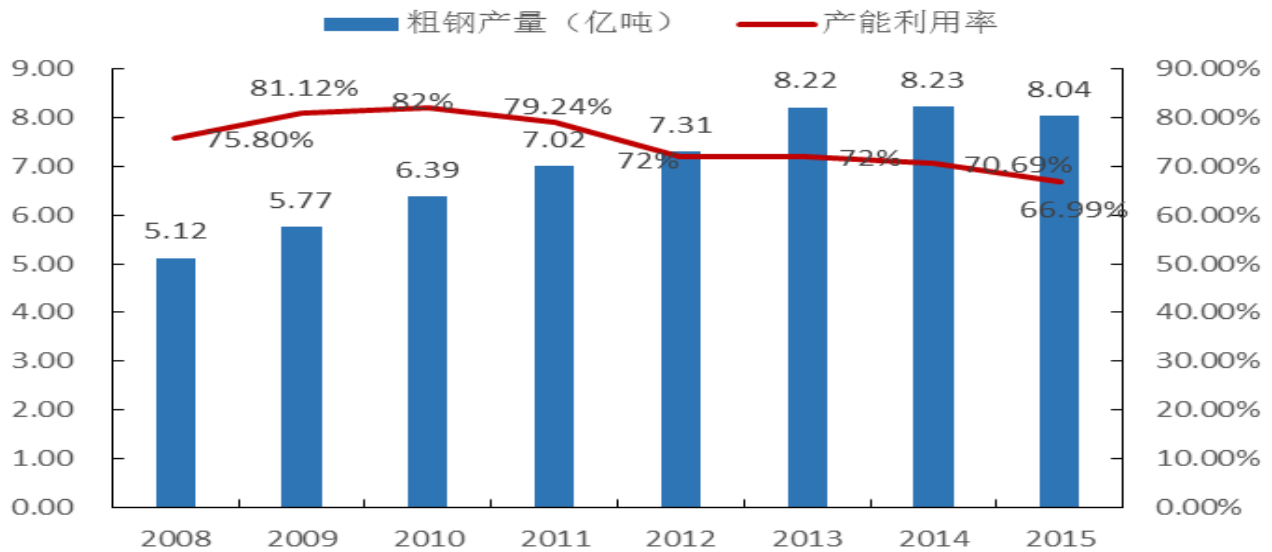
图 12 国家相关扶持政策列表

时间	相关部门	文件名称	内容摘要
1996	建设部	《1996-2010 年建筑技术政策》	合理使用钢构
1999	钢结构建筑委员会	《国家建筑钢构产业十五规划和 2015 年发展规划纲要》	重点发展钢构
2003	建设部	《建设事业技术政策纲要》	2010 年建筑钢构用量要达到钢产量的 6%
2009	国务院	《钢铁产业调整和振兴规划》	完善建筑领域工程建设标准体系，扩大建筑物钢构使用比例
2010	住建部	《轻型钢结构住宅技术规程》	提出轻型钢结构住宅的工程实践规范
2011	住建部	《建筑业发展“十二五”规划》	HRB400 以上钢筋用量达到总量的 45%，钢构使用比例增加
2012	财政部、住建部	《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》	城镇绿色新增建筑比例在 2020 年要达到 30%
2013.5	住建部	《“十二五”绿色建筑和绿色生态区域发展规划》	推动绿色建筑发展，形成预装配式钢构发展
2013.10	国务院	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	推广钢构在建设领域应用，在自然灾害高发地区推广轻钢构建筑
2014.3	国务院	《国家轻型城镇化规划（2014-2020）》	提出城镇绿色新增建筑比例要在 2020 年达到 50%
2014.7	住房城乡建设部	《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》	积极稳妥推进建筑产业现代化
2014.10	住建部	建筑业十三五规划编制方案	将钢构行业和建筑施工一样作为独立章节进行编制
2015.3	李克强总理	政府工作报告	国家住房和城乡建设部特批准 15 家钢构企业房屋建筑工程总承包一级资质试点
2015.11	国务院	常务会议	结合棚改抗震安居工程开展钢构建筑试点
2016.2	国务院	《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	开展钢构推广应用试点，提高钢构使用比例
2016.2	国务院	《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	大力推广装配式建筑，力争用 10 年左右，使装配式建筑占新建建筑比例达到 30%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

从 96 年开始，国家就从政策上直接或者间接扶持过钢构产业，“绿色建筑”、“装配式建筑”等都有特定的钢构针对性政策。从早期政策定性的文件到目前制定了具体装配式建筑的百分比，我们看到了政策落地的进程正在逐步加快。各个地方政府也根据文件精神以及当地经济情况推出了多个钢构住宅试点工程。

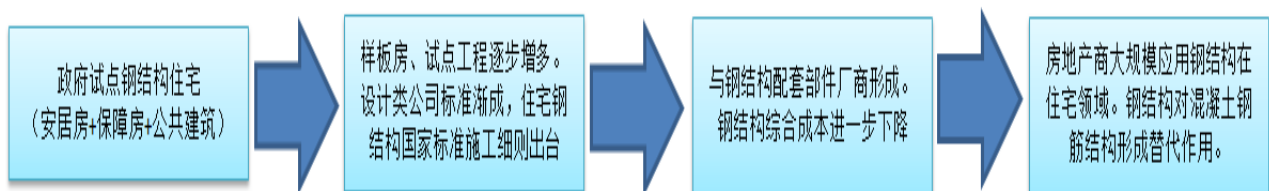
图 13 钢产量及产能利用率(单位：亿吨、%)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

国家推钢结构住宅有三个原因。第一，钢结构用的是粗钢，是我国钢铁产能最过剩的品种（产能利用率常年在 70%-80%），大力发展钢结构建筑可以消化一部分产能。第二，钢结构属于绿色建筑，产生较少的建筑垃圾，且在后期使用中较为节能。第三，钢结构造型较为美观，符合现代化城市的审美要求。

图 14 发展路径



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

按照诸多文件精神，我国对钢结构住宅的大体规划是先试点再铺开的路径。我国预计会在两到三年的时间内打造完整的住宅钢结构体系。钢结构住宅的趋势还没有显现出来，但是随着试点的增多、设计公司对钢结构细则标准的逐步统一，会让钢结构配套部件产生规模化生产的效应，从而让成本降低，最终会让房地产商有动力大规模应用钢结构在住宅领域。

3. 缺乏统一体系是钢结构住宅发展的主要障碍

图 15 钢筋混凝土结构与钢结构之间的对比

项目	钢筋混凝土	钢结构
性能	自重	自重大，约为钢结构的 1.6-2 倍
	截面面积	截面面积占建筑面积比重 7%-10%
	强度	强度高
	隔音	墙体厚，隔音好
施工	施工进度	较慢，工期长
	施工工艺	混凝土结构大多需要把材料运进工地现场支模浇筑
	施工地点	工地现场
	所需材料	砂石，就地取材
安全	稳定性	截面面积大，一般不存在稳定性问题，易局部强度破坏
	抗震性	抗震性弱
	腐蚀性	耐腐蚀
	抗高温/抗低温	混凝土导热性能差，钢筋被其包裹，有足够保护层温度，抗低温、高温能力高于钢结构
环保	环境污染	现场浇筑，噪声污染大；粉尘多；CO2 排放量约为钢结构建筑 CO2 排放量的 1.5 倍
	资源节约	无
	循环利用	建筑使用寿命到期，结构拆除产生的固体垃圾不能再使用，只能当作废料处理
造价	钢筋混凝土结构主要由砂石构成，砂石可就地取材，造价低	干式施工，节约用水；自重减轻，取土量少，节约土地资源

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

房建领域由“混凝土加钢筋的土建结构”升级到“钢结构”这个产业升级我国从 2000 年左右就有所提及，15 年过去了仍然没有改变。这其中的原因我们对比两个方式的优缺点可以看出一些端倪。站在开发商的角度来思考，在“钢结构”和“传统土建结构”中权衡。优点有三个：第一，钢结构比混凝土结构自重轻，墙体较薄，能够提升土地使用效率（钢结构截面面积占建筑面积 2-4%，混凝土横截面占建筑面积 8%-10%）。第二，钢结构是装配式建筑，节省现场的人工。第三，建筑垃圾产生极少，生产过程中能耗较小。缺点也有两个：第一，钢结构主体造价成本高。第二，钢的承载性会随着温度的升高而大幅下降，因而在建筑应用时需要添加合金来提高防火性能，这样做会进一步推高成本。第三，隔音效果需要添加辅材来提升，增加成本。所以归根结底还是成本的问题。

图 16 钢结构每平米钢成本概算

每平米用钢成本匡算（以 Q345 合成钢为例）		
项目	数值	备注
钢材每吨成本	2800 元/吨	（型号 Q345,3 月全价）
加工成本	1400 元/吨	按照双凤基地价格
每平方米用钢量	70KG/平	蚌埠项目均值
运输成本每百公里	25 元/吨	40 吨的卡车，470 公里到上海，成本 4500 元
每平米钢成本	297.5 元/平	$(2800 \text{ 元/吨} + 1400 \text{ 元/吨} + 25 * 2) * 0.07 \text{ 吨/平}$

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 17 钢结构成本与钢筋混凝土结构成本分项目比较

钢结构成本-钢筋混凝土结构					
	项目	钢结构 (元/平)	钢筋混凝土 (元/平)	单项差价 (每平米)	备注
土建工程	打地基	80	100	-20	钢结构自重轻，恒载降低 50%
	钢材含量	300	220	80	Q345B 钢材换算，钢结构 70KG 每平方用钢量
	模板	75	70	5	楼层板单价 80 元/平
	防火工程	45	0	45	混凝土结构不需要防火
	防腐工程	65	0	65	三层防腐涂料（无机富锌底漆），20 年使用寿命
	抹灰找平	0	40	-40	
	砼工程	100	170	-70	C30 标准混凝土 320 元/M3 砼含量钢结构 0.29 立方每平方，普通结构 0.5 立方每平方
	人工	250	200	50	钢结构人工费较贵，因为需要一定的职业技能。 装配人工按照一年 7.2 万换算。
	塔吊机械等	80	90	-10	塔吊租赁 6 万/月。主体施工天数 230 天，钢结构 115 天
	装配	门窗工程	270	150	120
屋面工程		20	30	-10	钢结构更容易咬合
地基走电		45	75	-30	钢结构容易走电
外墙工程		100	50	50	钢结构含干挂纤维水泥板所以价格高
墙体（加连接 部件）		160	120	40	轻质隔墙板 160。普通结构用的是双层砖
钢材部件		40	120	-80	钢结构更易咬合，10KG/平。传统 30KG/平
杂项		567	567	0	采暖 65 给排水 85 中水 10 消防喷淋 25 通风 20 燃气 25 照明动力 150 电梯 100 火灾警报 30 布 线 13 安防 7 有线 5 楼宇自控 10 警报 5 计量 10 可视对讲 7 元/平
合计		2197	2002	195	

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

缺乏统一设计细则是钢结构成本偏高的主要原因。钢筋混凝土每平方米造价已经和住宅钢结构试点造价相差 10%左右。钢结构相对钢筋混凝土结构成本贵在非钢配套部件上，例如门窗工程、外墙挂板、墙体部件。而成本上升的原因主要是因为钢结构住宅所需的配套建材没有规模化量产。背后的原因是设计标准没有明确，例如在部件耦合处的处理上各个设计师采用不同方法导致连接处部件无法批量化生产。

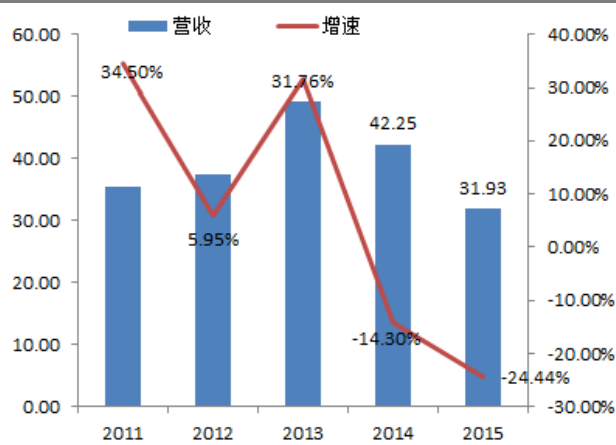
钢材价格波动并不是诱发行业变革的主要原因。钢结构中钢的成本平均到每平米仅有 300 元左右，大概只占到了每平方米总造价的 15%左右。钢铁的价格并不是现阶段最大的成本障碍，钢铁涨跌 10%对于整体工程造价的影响在 1.5%以下。

从市场角度来看两个变化能够引发钢结构在房建领域中的替代热潮。第一，钢结构住宅形成统一的设计标准。第二，钢结构配套部品件规模化生产，进一步压低成本。

三、传统主营企稳，智能车库与住宅钢结构是未来支点

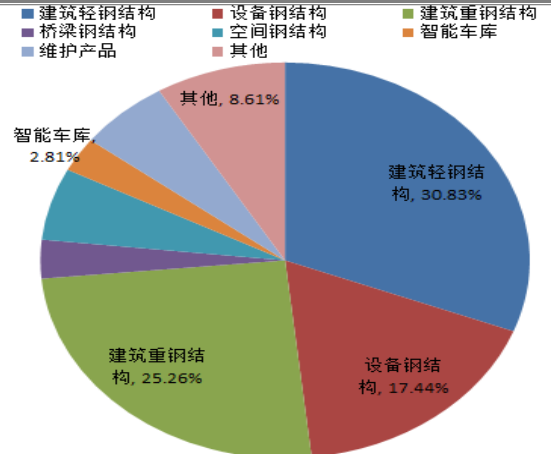
1. 传统钢结构业务逐步企稳，打造钢结构制造中心

图 18 历年营收及增速（单位：亿元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

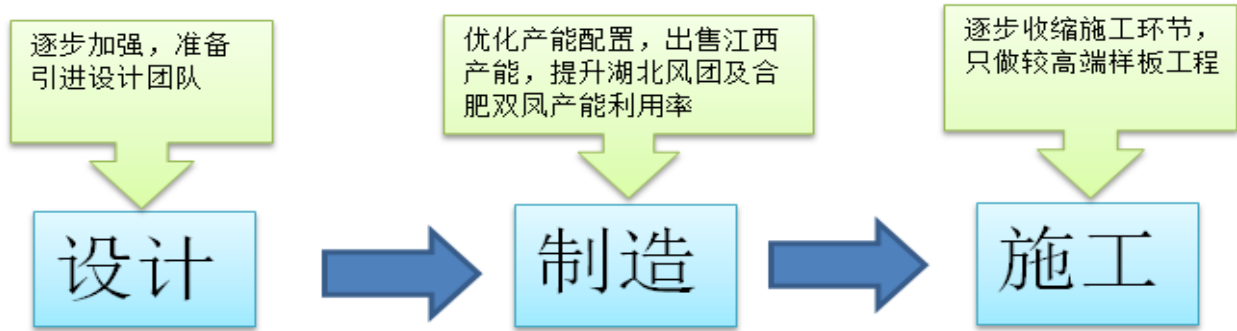
图 19 各类产品营收占比（单位：%）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

受制造业固定资产投资下滑影响，公司营收自 14 年开始下滑，已经连续两年下滑，主营业务基本触底。2015 年公司总营收 31.93 亿元，同比下滑 24.44%，已经回到了 11 年的水平。目前公司按产品类型划分共有 8 大类型产品，其中钢结构产品占到绝大多数，15 年钢结构类产品营收占比达到 85%。8 类产品分别是设备钢结构、建筑轻钢结构、建筑重钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构、智能车库、其他类钢结构以及围护栏产品。

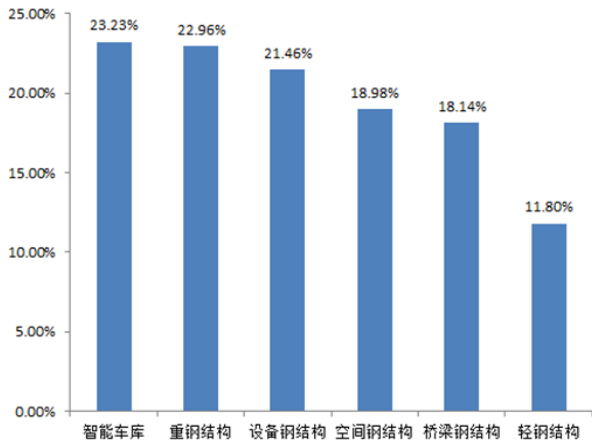
图 20 鸿路战略重回制造，打造钢结构产品超市



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

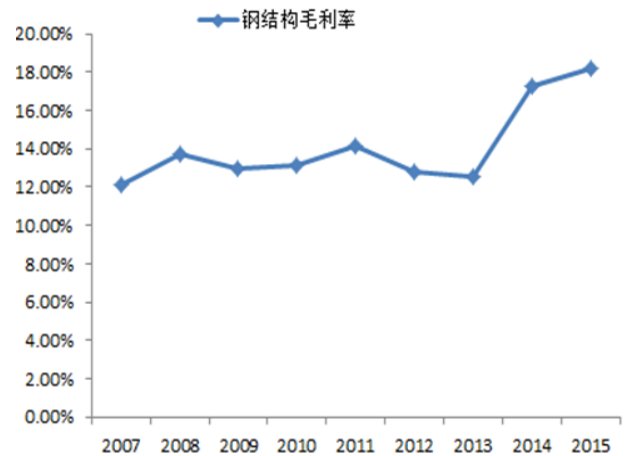
2015 年起，公司战略重心逐步转回加工制造环节，打造钢结构的制造中心与超市。2015 年公司出售了江西的子公司，消减了部分产能，同时收缩施工部分只做样板工程。战略上的调整对营收产生了一定程度的负面影响，未来会逐步向好。公司在住宅钢结构以及智能立体车库方面已经找到转型突破点，未来有望成为公司业绩的新增长点。

图 21 2015 年分业务毛利率情况 (%)



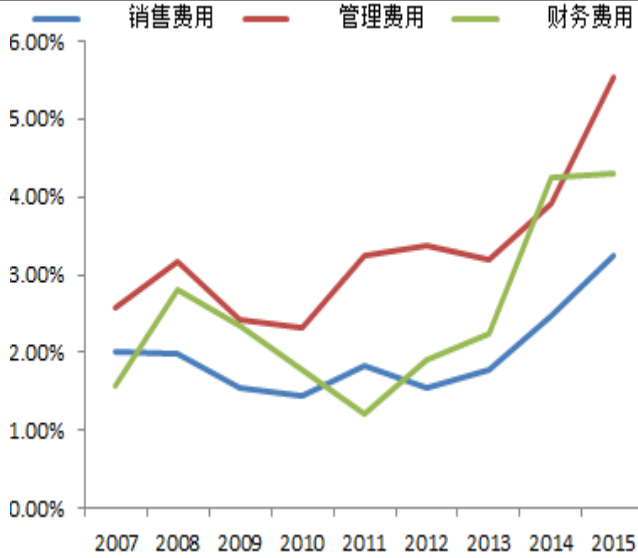
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 22 历年钢结构业务综合毛利率 (%)



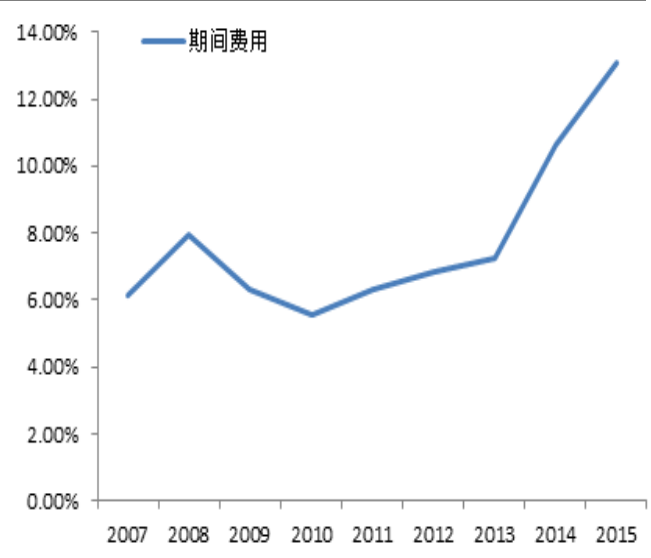
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 23 公司历年三费占营收比重



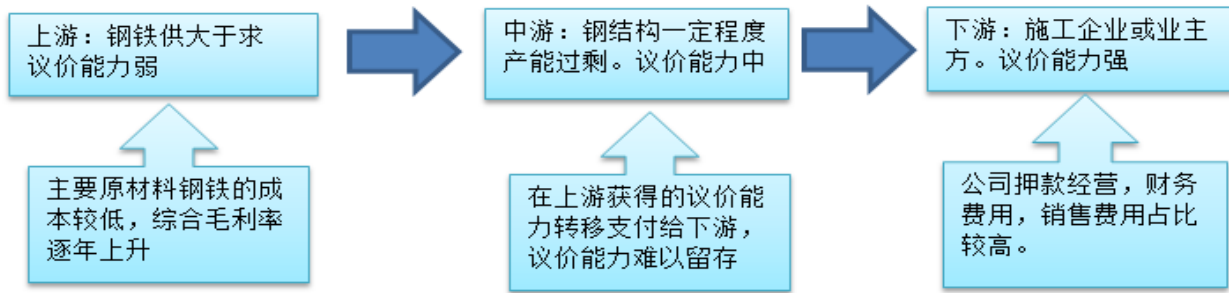
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 24 公司历年期间费用占营收比重



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 25 上下游议价能力导致毛利率高而三费也逐步升高



资料来源：中国中投证券研究总部

从公司的毛利率结构上分析，智能车库以及重钢结构都是毛利率较高的品种，近几年都维持在 23% 的水平。综合毛利率呈现了连年攀登的趋势，主要是由钢结构企业对钢厂的议价能力逐步变强导致的。从早期供不应求到目前的产能过剩，钢铁行业的议价能力偏弱的情况还会在未来维持比较长的一段时间。我们预计公司的毛利率将会维持在 18% 的水平。三费增长的速度快于毛利率的增长速度。杠杆较高推升财务费用，销售费用推升是由于下游议价能力渐强导致，管理费用升高是由于战略转型导致的短期高企。

图 26 买钢构网产品展示

			
焊接H型钢	桥梁	箱型柱	管桁架（无缝管）
¥4150	¥5100	¥4350	¥5100
			
铝合金推拉门	太阳能光伏支架	气楼	智能车库
¥230	¥4250	¥1000	¥10800

资料来源：中国中投证券研究总部

公司借助互联网工具开设网上钢构采购平台“买钢构网”，于今年4月初开始上线，目前处于试运营状态。“买钢构网”上销售的目前多是标准化的成品，未来会逐步引入第三方产品，未来会打造体系健全的标准化钢结构部件采购平台。

2. 定增开启住宅钢结构蓝海，产能利用率有望抬升

图 27 本次定增项目及介绍

项目	介绍	募投总额
绿色建筑产业现代化项目	住宅非钢部件的研发及产能投入	3.9
高端智能立体停车设备项目	新一代智能立体车库的研发及产能投入	2.6
智能化制造技改项目	原有 H 型钢焊接车间智能化改造	2.03
偿还银行贷款	补充流动资金，降低财务费用	3.35
合计		11.88

资料来源：中国中投证券研究总部

公司计划募集 11.88 亿以用于绿色建筑产业升级、智能停车库项目、智能化技改项目以及偿还银行贷款。绿色建筑产业化现代化项目主要是生产与钢结构住宅相关的部品件，形成钢结构与配套部品件的大部分自产化。高端立体车库项目主要是针对高层钢结构立体车库的研发及产能投入，募投完成后公司有能力生产高达 25 层的集约型立体车库。智能化改造项目主要是提升车间自动化水平节省人工成本。偿还银行贷款有助于公司降低财务成本优化资本结构。

图 28 匡算公司各个业务条线产量及产能情况（单位：吨）

	2014 (估算)	2015 (估算)	2016E	2017E
建筑轻钢	24.09	29.51	35	40
建筑重钢	19.83	21.11	25	30
设备钢结构	14.59	15.46	20	25
桥梁钢结构	4.63	2.79	3	3
智能车库	1.39	2.35	4	8
空间钢结构	6.12	5.41	6	8
围护产品	4.70	3.72	4	6
总产量	75.35	80.35	97.00	120.00
产能	135.00	120.00	120	120
产能利用率	55.81%	66.96%	80.83%	100.00%

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

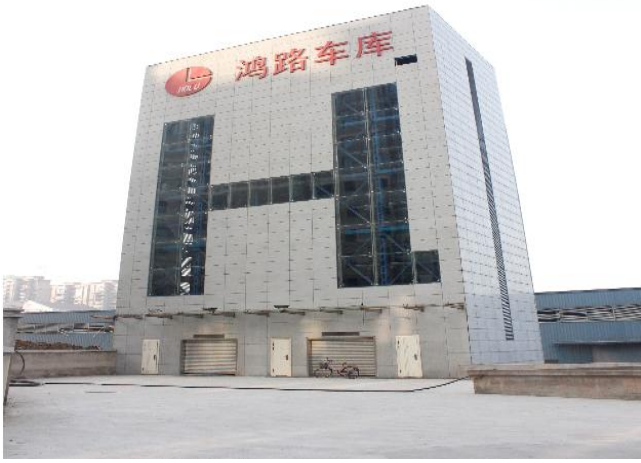
公司很多业务条线属于交叉产能利用，例如重钢产能可以完全生产轻钢产品、设备钢结构与桥梁钢结构之间有共用产能。由于行业景气程度下行，公司的产能利用率一直不高，2015 年售出江西产能后，产能利用率被动得到了提高。未来募投项目的投产可以大幅提升存量产能的利用率。绿色建筑现代化项目以及智能车库达产后，轻钢、重钢、设备钢都将配套消化 4-5 吨产能，预计 17 年年初将会达产。16 年主要通过拓展原有业务以及参与政府钢结构住宅试点工程来消化既有产能。

公司已经自主研发了第三代钢结构住宅体系，即“U 型钢-砼组合梁体系+钢-砼组合剪刀墙体系”，并应用于公司职工宿舍的建设。15 年 11 月份公司承接了蚌埠市大禹家园公租房，中标总额 1.22 亿，打开了新的产能输出渠道，在一定程度上证明了公司在高层钢结构住宅体系。未来随着募投配套部件件的产能逐步释放，公司在住宅钢结构领域尤其是政府试点工程方面有望打开新局面。

3. 智能立体车库由售卖变运营，打开想象空间

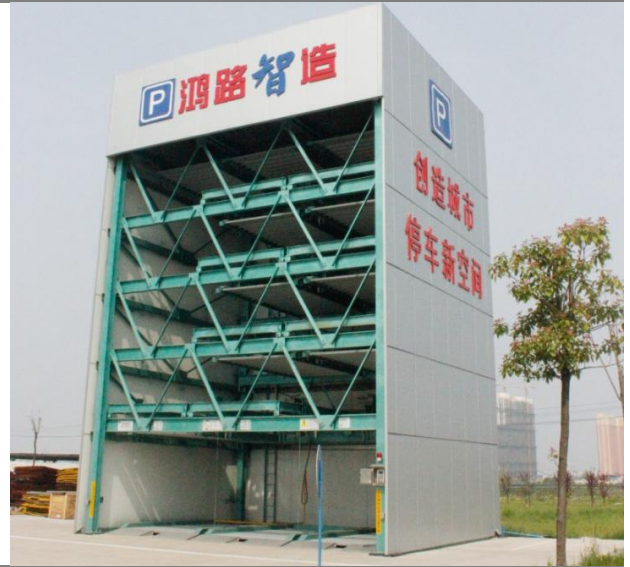
智能立体车库解决了车地矛盾，在人口稠密的一线城市及省会中心区都有较大的需求。随着城市化进程的加快，我国汽车行业得到迅猛发展，停车设施供给不足问题日益凸显。据公安部交通管理局统计，近年来我国机动车和驾驶人迅猛增长，近五年机动车年均增量 1500 多万辆，驾驶人年均增量 2000 多万人。截至 2014 年底，全国机动车保有量达 2.64 亿辆，其中汽车 1.54 亿辆。预计全国停车位缺口超过 5000 万个。根据国家规范要求，传统停车场平均单个车位占地面积约需 30 平方米，土地资源使用率较低。公司开发的 35 层高端智能立体停车设备，平均单个车位占地面积仅为 0.85 平方米，极大提高了土地利用效率，节约了社会资源。

图 29 立体车库实景图 1



资料来源：鸿路官网、中国中投证券研究总部

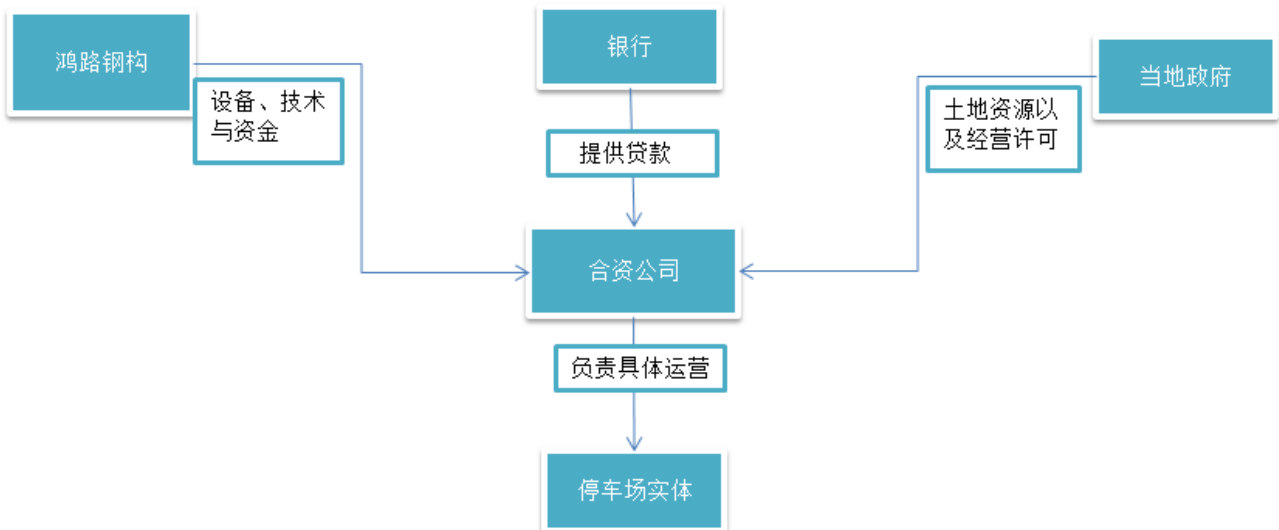
图 30 立体车库实景图 2



资料来源：鸿路官网、中国中投证券研究总部

目前，公司已研发出成熟的生产线智能改造技术系统，涵盖工艺实施方案、关键工序机械手技术、智能控制系统等内容。募资成功后，公司通过对生产设备进行智能化改造，极大的提高了钢结构下料、配料、焊接、喷涂等关键工序的自动化程度，可有效解决用工人数多、成本高、生产效率低、质量均衡性不易控制等突出问题。

图 31 智能立体车库运营架构图



资料来源：中国中投证券研究总部

现阶段公司主要是单体售卖立体车库，未来有望与地方政府合作成立合资公司共同运营。由于公司在后端维护，升级改造都具有先天优势，未来运营前景良好。作为政府层面，只需要划拨一定的中心地块作为入股，不需要占用行政资源，地方政府动力也较强。预计今年下半年相关模式就会落地。

四、估值与风险提示

图 32 分业务营收及净利预测

	2014	2015	2016E	2017E
建筑轻钢	10.87	9.84	11.60	13.26
建筑重钢	10.31	8.06	9.18	11.01
设备钢结构	7.21	5.57	6.94	8.67
桥梁钢结构	2.92	1.88	1.05	1.05
智能车库	2.26	1.01	1.45	2.89
空间钢结构	0.74	0.90	2.08	2.78
围护产品	3.23	1.92	2.02	3.04
其他收入	4.71	2.75	0.00	0.00
营收合计	42.25	31.93	36.32	42.70
毛利	6.59	5.30	6.18	7.69
三费占比	10.63%	13.09%	11.00%	11.00%
扣非归母净利	1.38	0.58	1.85	2.65

资料来源：中国中投证券研究总部 备注：Q345B 假设维持在 2500 元/吨、镀锌板 2400 元/吨

2015 年是公司战略转型的一年,收缩施工端,消减部分散落产能(出售江西产能)。我们预计管理费用会随着战略调整的结束而逐步下行到营收占比 3%到 4%的水平,财务费用也会随着募投资金到位而减小,因此保守估计三费占比不会超过 11%。另外出售亏损的江西产能也会对 2016 年的业绩形成一定提升作用。

我们认为公司战略重回制造,在配套产能上下功夫的逻辑是通畅的能够对净利带来实质性改善。我们预测 16/17 年扣非净利 1.85 亿、2.65 亿。考虑到去产能措施以及钢结构住宅逐步推进给公司带来的向上弹性,给予公司 35 倍动态估值,合理估值 55.5 亿,对应股价 20.7。

风险提示：请广大投资者注意：1、产能利用率不及预期所带来净利预测高于实际值的风险。2、宏观经济不振对钢结构企业形成的负面影响。3、钢铁去产能进程与力度超出预期造成未来成本飙升的可能性。4、重大工程失误造成不可预测的净利损失。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5472	5115	6235	7273
现金	761	726	854	982
应收账款	1679	1558	1831	2106
其它应收款	238	270	318	366
预付账款	64	73	86	99
存货	2586	2326	2961	3512
其他	145	161	185	208
非流动资产	1611	1514	1416	1317
长期投资	21	21	21	21
固定资产	1224	1159	1077	986
无形资产	223	223	223	223
其他	144	111	96	88
资产总计	7083	6629	7650	8589
流动负债	4512	3892	4650	5285
短期借款	1567	672	902	1007
应付账款	579	660	776	893
其他	2366	2560	2971	3385
非流动负债	49	49	48	47
长期借款	0	0	0	0
其他	49	49	48	47
负债合计	4562	3941	4698	5332
少数股东权益	0	0	0	0
股本	268	268	268	268
资本公积	1196	1196	1196	1196
留存收益	1058	1224	1489	1793
归属母公司股东权益	2521	2688	2953	3257
负债和股东权益	7083	6629	7650	8589

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-32	1022	-79	54
净利润	177	185	265	304
折旧摊销	122	96	98	99
财务费用	137	60	33	41
投资损失	-10	-10	-10	-10
营运资金变动	-309	706	-515	-430
其它	-148	-15	49	50
投资活动现金流	11	11	10	10
资本支出	125	0	0	0
长期投资	0	-1	0	0
其他	136	10	10	10
筹资活动现金流	-156	-1068	197	64
短期借款	-44	-895	230	105
长期借款	-97	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-15	-173	-33	-41
现金净增加额	-171	-34	128	128

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3193	3632	4270	4911
营业成本	2612	2978	3502	4027
营业税金及附加	36	41	48	55
营业费用	104	119	139	160
管理费用	177	129	152	175
财务费用	137	60	33	41
资产减值损失	66	85	90	100
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	10	10	10
营业利润	70	230	316	363
营业外收入	150	0	0	0
营业外支出	9	9	0	0
利润总额	211	221	316	363
所得税	34	36	51	59
净利润	177	185	265	304
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	177	185	265	304
EBITDA	329	387	448	503
EPS (元)	0.66	0.69	0.99	1.14

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-24.4	13.8%	17.6%	15.0%
营业利润	-55.1	228.5	37.3%	14.9%
归属于母公司净利润	28.1%	4.8%	42.9%	14.9%
获利能力				
毛利率	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
净利率	5.5%	5.1%	6.2%	6.2%
ROE	7.0%	6.9%	9.0%	9.3%
ROIC	5.1%	9.4%	9.9%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	64.4%	59.5%	61.4%	62.1%
净负债比率	36.41	17.06	19.21	18.89
流动比率	1.21	1.31	1.34	1.38
速动比率	0.64	0.71	0.70	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.53	0.60	0.60
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	4.01	4.81	4.87	4.82
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.69	0.99	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	3.81	-0.30	0.20
每股净资产(最新摊薄)	9.41	10.03	11.02	12.15
估值比率				
P/E	26.05	24.85	17.39	15.13
P/B	1.83	1.71	1.56	1.41
EV/EBITDA	17	14	12	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券研究总部建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。

焦俊,中国中投证券研究总部建筑建材行业研究员，墨尔本大学金融硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434