

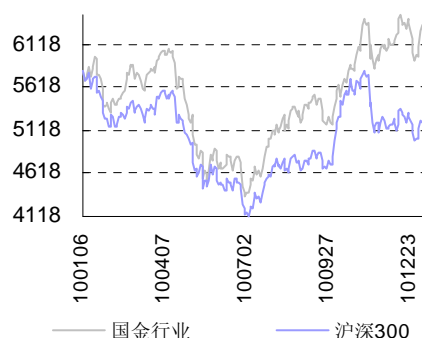
上市定价(人民币): 41.00元

目标价格(人民币): 41.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	41.00
发行A股数量(百万股)	34.00
总股本(百万股)	100.00
国金建筑施工指数	6346.33
沪深300指数	3175.66
中小板指数	7545.44



与国企一起分享钢结构行业增长盛宴

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.467	0.813	1.443	1.752	2.365
每股净资产(元)	1.93	2.74	4.05	14.73	16.96
每股经营性现金流(元)	0.75	1.28	1.93	1.78	1.99
市盈率(倍)			28.41	23.40	17.34
行业优化市盈率(倍)	28.46	48.03	48.03	48.03	48.03
净利润增长率(%)	26.02%	74.01%	77.62%	62.66%	34.96%
净资产收益率(%)	24.23%	29.66%	35.61%	11.90%	13.94%
总股本(百万股)	100.00	100.00	100.00	134.00	134.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

公司核心优势—公司发展模式决定了更快的速度和更大的确定性

- 避开与“国家队”的正面对决，专注于加工制造：
 - “制造商模式”有着更好的可复制性和可控性。
 - 公司较少参与到安装环节，因此公司的毛利率相比精工钢构等上市公司要低，同时期间费用率较低，最终获得了较高的销售净利率。
 - 避免了工程垫资以及应收款占比较高的情况，保证了企业的日常经营，同时也降低了坏账风险。
- 与大型企业合作，共享钢结构盛宴：
 - 与上游合作—与马钢、济钢、酒钢、沙钢、山东日照钢厂及武钢等企业形成了战略合作伙伴关系，同时也省去了代理商的层层加价，并且随着公司生产规模的扩大，议价能力逐步提高。
 - 与运输企业合作—运费是钢结构企业重要的支出项，公司与运输公司的合作逐渐深入，比如中铁物资已经将仓库建到了鸿路钢构工厂内，这会大大减少公司在运输方面所要花费的成本。
 - 与工程总包商和钢结构专业承包商的合作—通过专业的加工制造能力，与承包商组成联合体，共同参与到招投标的过程中。
- 模式指明方向，管理成就未来：
 - 钢结构业务有其特点：工程量大、利润薄、资金占用量大等等，这决定了该业务的利润漏出点很多，同理也很容易从项目管理和成本控制中得到效益。
 - 公司重视信息系统建设，目前公司以 ERP、OA、供应商协同平台、项目管理平台、客户管理系统等实现了对人、财、物的实时管理，提高了效率，节约了资源。
 - 公司采用“集团公司—事业部—工厂”扁平化三级管理体系，一方面管理权的下移促进了员工工作的积极性；另一方面，公司加工业务的同质性使得当前管理体系易于复制，实现异地扩张。

价值评估

- 预计 2010-2012 年，公司归属母公司净利润分别为：1.44 亿元、2.35 亿元、3.17 亿元，分别增长 77.62%、62.66%、34.96%；按总股本计算，全面摊薄后 EPS 分别为 1.44 元、1.75 元、2.37 元。
- 公司询价结果为 41 元/股，在上述盈利预测水平下分别对应 2010-2012 年 28、23、17 倍 PE，与目前的主要钢结构上市公司估值水平基本一致（光正钢构估值水平较高）。

风险因素

- 原材料价格波动，会给公司的经营带来一定程度的风险。

唐笑 分析师 SAC 执业编号: S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

钢结构超市——鸿路钢构	4
公司主营业务介绍	4
业务模式介绍——专注于制造模式，有别于其他上市钢构公司	4
公司资质过硬，技术优势明显	5
公司有着独特的核心竞争力	6
避开与“国家队”的正面交锋，专注于加工制造	6
与大型企业合作，共享钢结构盛宴	8
模式指明方向，管理成就未来	10
公司下游市场广阔，未来发展空间巨大	11
钢结构建筑优势显著，被誉为第四代建筑	11
我国钢结构市场广阔	11
公司下游细分市场测算	12
募投项目情况	16
盈利预测与说明	16
股票估值与定价	16
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：鸿路钢构历年收入构成情况（%）	4
图表 2：钢结构行业发包模式一	5
图表 3：钢结构行业发包模式二	5
图表 4：鸿路钢构资质证书	5
图表 5：鸿路钢构技术实力	6
图表 6：与高等院所的合作研发项目	6
图表 7：两类经营模式比较	7
图表 8：公司期间费用率比较（%）	7
图表 9：公司净利率比较（%）	7
图表 10：公司的应收款周转情况优于其他几个公司	7
图表 11：鸿路钢构历年毛利构成情况	8
图表 12：正向循环累积效应	9
图表 13：鸿路钢构近期与大公司合作的工程销售合同	9
图表 14：鸿路钢构近期与大公司合作的工程承包合同	10
图表 15：鸿路钢构信息系统	10
图表 16：扁平化管理模式	11
图表 17：钢结构建筑——第四代建筑	11

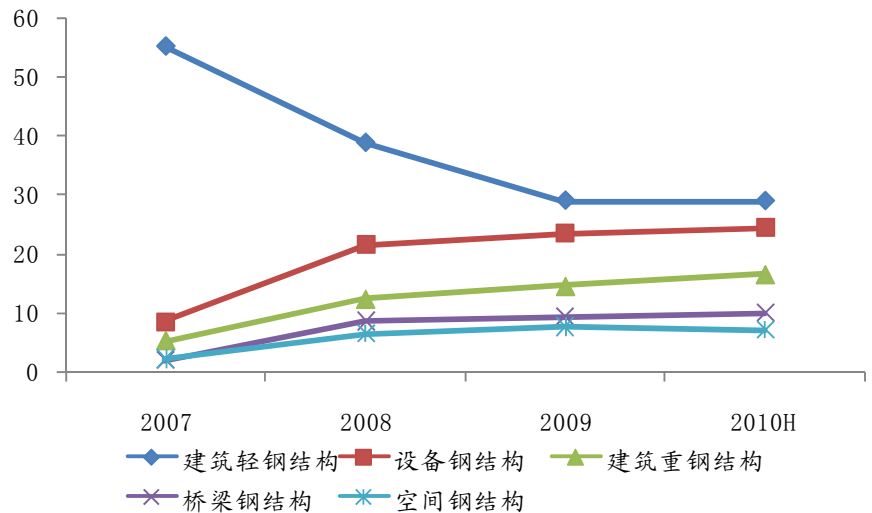
图表 18: 我国钢结构行业的三个发展阶段	12
图表 19: 发展钢结构政策规划	12
图表 20: 全国高层建筑数量	13
图表 21: 5 市在建规划中的高层建筑数量	13
图表 22: 钢结构住宅占住宅总量比例	14
图表 23: 轻钢结构在美国的发展历程（占建筑比例）	14
图表 24: “十一五”期间铁路客运站建设规划	14
图表 25: 2020 年全国民用机场规划图	15
图表 26: 中国对外承包工程新签合同额持续快速增长	15
图表 27: 本次发行募集资金使用（万元）	16
图表 28: 公司收入快速增长（百万元）	16
图表 29: 钢结构上市公司估值情况	17
图表 30: 公司销售及盈利预测	17

钢结构超市——鸿路钢构

公司主营业务介绍

- 公司业务覆盖了设备钢结构、建筑重钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构、轻钢钢结构的加工安装以及维护产品的制造和销售。服务行业涵盖了建筑、电力、水泥等多个领域，销售区域也由国内逐步扩展至国外，未来公司的经营目标是打造一个“钢结构超市”。
- 从发展历史来看，鸿路钢构也是起步于制造工艺简单的建筑轻钢结构（工业厂房），随着技术水平与制造工艺逐步提高，公司钢结构业务在工业设备、建筑重钢、空间钢、桥梁钢等领域应用越来越广、使用量越来越多。设备钢、建筑重钢、桥梁钢及空间钢等中高端产品的收入占比由期初的 17.99% 提高到期末的 58.01%，尤其是公司重点发展领域设备钢结构、建筑重钢结构的收入占比分别由期初的 8.59%、5.22% 提高到期末的 24.29%、16.57%。

图表1：鸿路钢构历年收入构成情况（%）

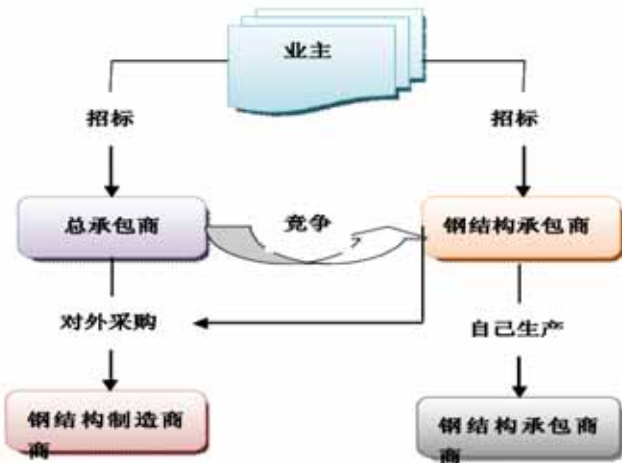


来源：招股说明书 国金证券研究所

业务模式介绍——专注于制造模式，有别于其他上市钢构公司

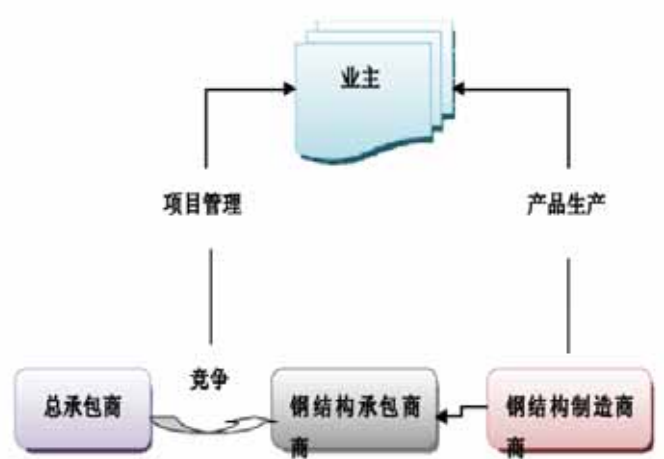
- 钢结构市场供应方主要分为钢结构承包商与钢结构制造商两大类，前者如精工钢构、杭萧钢构、东南网架等，主要从事钢结构工程承包业务，钢结构制造以自用为主；后者如鸿路钢构、青岛东方铁塔、齐星铁塔、辽宁大金重工等，专注于钢结构制造业务、兼营部分工程业务。另外，也有承接包含有钢结构工程的总承包单位，自身没有钢结构制造能力，主要从钢结构制造商处采购钢结构产品。
- 公司独特的制造模式，有助于公司与业主以及钢结构承包商都建立良好的合作关系，在不同的发包模式中都可以凭借其自身的技术、品牌实力占有一席之地。

图表2：钢结构行业发包模式一



来源：招股说明书 国金证券研究所

图表3：钢结构行业发包模式二



公司资质过硬，技术优势明显

- 钢结构行业通过各类“资质证书”的授予进行行业资质准入管理，同时，钢结构企业拥有的资质数量、等级往往是总承包单位选择合作钢结构企业的重要参考标准之一。鸿路钢构自成立以来，陆续取得国家建设部、中国钢结构协会、商务部、国家质量监督检验检疫总局颁发的各类高等级资质证书。

图表4：鸿路钢构资质证书

序号	名称	发证机构、发证时间	证书编码或批准文件号
1	钢结构制造企业特级资质证书	中国钢结构协会2007年10月	中钢构(制)T-032
2	钢结构工程专业承包壹级资质证书	建设部2006年8月	B1084034010102
3	对外承包工程经营资格证书	商务部2007年10月	3400200700087
4	特种设备制造许可证	国家质量监督检验检疫总局2006年4月	TS2434024-2010
5	特种设备安装改造维修许可证	国家质量监督检验检疫总局2006年4月	TS3434080-2010
6	全国工业产品生产许可证	国家质量监督检验检疫总局2006年3月	XK21-201-09241

来源：招股说明书 国金证券研究所

- 由于专注，所以精通，业主和钢结构承包商的认可来源于鸿路钢构对技术的精益求精，鸿路钢构 2005 年便设立了鸿路技术中心，技术中心目前拥有一级建造师 6 名，二级建造师 6 名，造价工程师 1 名，商务技术工程师 60 名，详图深化工程师 115 名，教授级专家 10 人；技术中心下辖的焊接培训中心对焊接技师进行长期培训，目前共有高级焊接技师约 800 名。

图表5: 鸿路钢构技术实力

软件实力	员工熟练使用X—steel、PKPM、3D3S、PS2000、ETABS、StruCAD、STAAD/CHINA、MSTCAD、AutoCAD等详图深化软件及FastCAM全自动优化套排软件等国际先际制作软件。
培训实力	焊接工艺及设备、材料及材料的焊接行为、焊接结构与设计、焊接生产及应用。内容涉及：国际（ISO），欧洲（EN），美国（ASME），德国（DIN）标准与规程，国内外先进的焊接技术和科研与生产实践经验。培训合格后得到美国焊接学会（AWS）、国际焊接工程师（International Welding Engineer）、国际焊接技术员（International Welding Technologist）、国际焊工（International Welder）、国际焊接工程师（International Welding Engineer）等机构认可。
检测实力	检测实验中心从钢结构的原材料采购、生产加工、施工安装等所有钢结构领域进行全面检测，检测范围囊括各种标准。其中包含中国标准、欧洲标准、美国标准、日本标准。
参编实力	公司参与编制了《钢结构工程施工质量验收规范》、《钢结构设计规范》、《铝合金结构设计规范》、《钢结构焊接技术规程》、《金属压型板应用技术规范》、《钢结构防火技术规程》、《建筑用压型钢板》、《高层建筑钢结构技术规程》、《建筑结构用冷成型焊接圆钢管》、《建筑结构用冷弯薄壁型钢》、《低层冷弯薄壁型钢房屋建筑技术规范》、《钢管结构技术规程》、《铸钢节点应用技术规程》、《钢结构钢材选用与检验技术规程》、《钢结构焊接热处理规程》、《钢结构焊接从业人员资质认证标准》、《门式刚架轻型房屋钢结构技术规程》等规程的编制

来源：公司网站 国金证券研究所

- 通过与高校院所合作，有助于提高公司的技术水平和攻关能力，目前公司通过与合肥工业大学、华中科技大学、中铁四局设计研究院（安徽）等著名高校、设计院所合作，进行了一系列钢结构相关项目的研究。

图表6: 与高等院校的合作研发项目

序号	合作单位	合作项目	合作时间
1	合肥工业大学	建筑钢结构技术开发及高新技术企业研究	2007年3月 - 2012年3月
		建筑钢结构关键技术合作研发项目	2007年5月 - 2012年5月
2	华中科技大学	钢结构工程技术中心项目	2008年3月 - 2014年3月
3	中铁四局设计研究院（安徽）	产学研合作	2006年2月 - 2011年2月
4	安徽省机械工业设计院	钢结构加工焊接工艺质量标准及实用检验方法研发项目	2006年5月 - 2011年5月
5	合肥水泥设计研究院	水泥厂“窑尾”等设备钢结构制造工艺、施工关键技术合作研发	2007年8月 - 2012年8月
6	安徽省产品质量监督检验研究	节能钢结型构建筑研发、科技人才培养项目	2008年8月 - 2013年8月

来源：招股说明书 国金证券研究所

公司有着独特的核心竞争力

- 目前 A 股市场有钢结构上市公司四家，其中精工钢构、杭萧钢构、东南网架规模较大，盈利模式、竞争优势相似，光正钢构规模较小，竞争优势更多的表现在对区域市场的先入为主的的优势。而鸿路钢构选择的是集中精力、通过对加工制造环节的深耕细作，人为构筑竞争优势（包括技术和成本方面），利用与大型国企的良好合作，快速铺展业务。

避开与“国家队”的正面交锋，专注于加工制造

- 在之前的《钢结构制造行业专题研究报告》中，我们曾提到未来钢结构行业的发展趋势之一就是逐步细化、专业化，一些优秀的公司会专注于自身的业务，或承包工程，或制造加工，并在相应的优势领域越做越强。
- 鸿路钢构走出了符合自身特点的一条路，从经营模式上来说，鸿路钢构的制造商模式与传统的承包商模式各有优劣，但从公司标准化、管理可复制性上来说，制造商模式优势更大。目前公司已经有合肥、武汉和南昌 3 个生产基地，并拟于未来在重庆和西安建厂，同时公司探索标准化加工和销售的模式。

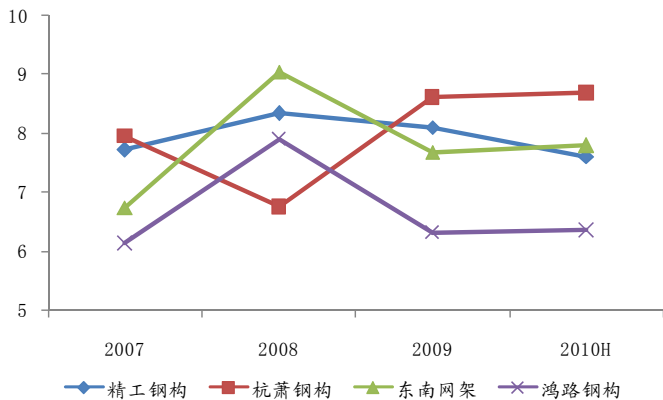
图表7: 两类经营模式比较

	精工钢构等上市公司	鸿路钢构
经营模式	钢结构工程承包商	钢结构制造商
主营业务	工程承包业务为主, 带动钢结构产品制造	钢结构产品制造为主, 工程安装为辅
利润来源	制造和安装环节	制造环节
工程招投标	独自或联合投标, 根据中标工程以销带产	通过与总承包商或钢结构承包商签订产品加工合同
施工阶段	涉及工厂施工和现场制造以及钢结构的运输, 工程过程中需要垫资, 施工环节所要消耗时间较长	涉及到工厂加工, 现款现货, 加工环节消耗时间较短
工程竣工验收	仍有质保金等未收回	货款全部收齐
管理难度	涉及整个流程管理, 难度较大	涉及加工过程难度较小
人员使用	涉及技术及施工、加工各类人员	涉及技术人员与加工人员
标准化和可复制性	很难标准化和异地复制	较容易标准化和异地复制

来源: 招股说明书 国金证券研究所

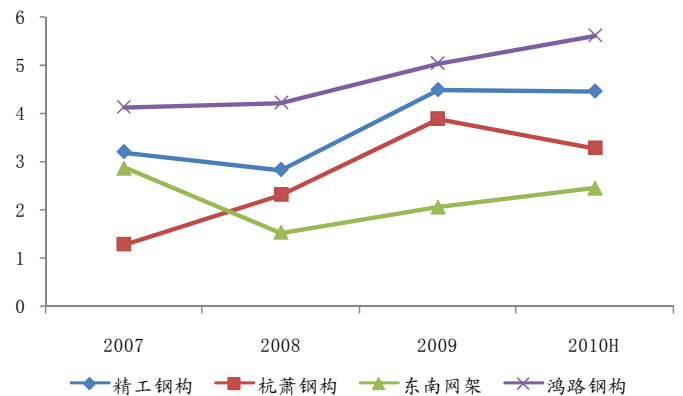
- 鸿路钢构主要从事钢结构的制造加工, 较少参与到安装环节, 因此公司的毛利率相比精工钢构等上市公司要低, 但同样由于加工业务相对单一性和同质性又避免了期间费用的增加, 因此鸿路钢构期间费用率要低于精工钢构等公司, 最终获得了较高的销售净利率。

图表8: 公司期间费用率比较 (%)



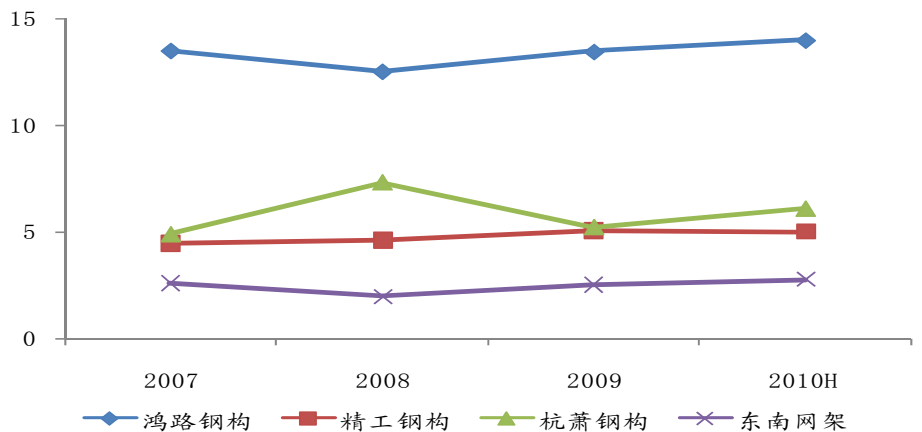
来源: 招股说明书 国金证券研究所

图表9: 公司净利率比较 (%)



- 项目施工的减少避免了工程垫资以及应收款占比较高的情况, 以加工为主的经营模式为公司提供了充足现金流, 保证了企业的日常经营, 同时也降低了坏账风险。

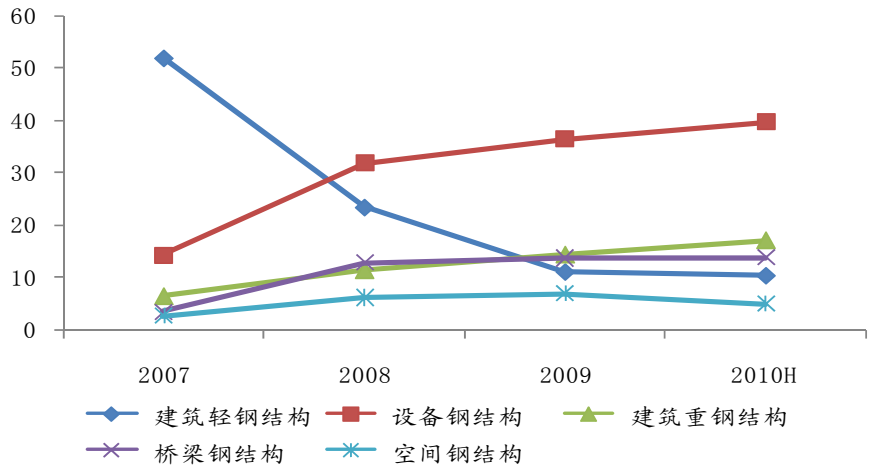
图表10: 公司的应收款周转情况优于其他几个公司



来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 公司在经营模式上的专注，有利于公司集中资源，全面提升公司的业务水平，通过有针对性的合作、聘用、培训，公司培养了一大批优秀人才，公司的产品结构逐步毛利率较低的轻钢钢结构迈向了毛利率较高的设备钢结构，提升了公司整体品牌，同时有利于公司毛利率的提高和营业收入的增长。

图表11：鸿路钢构历年毛利构成情况

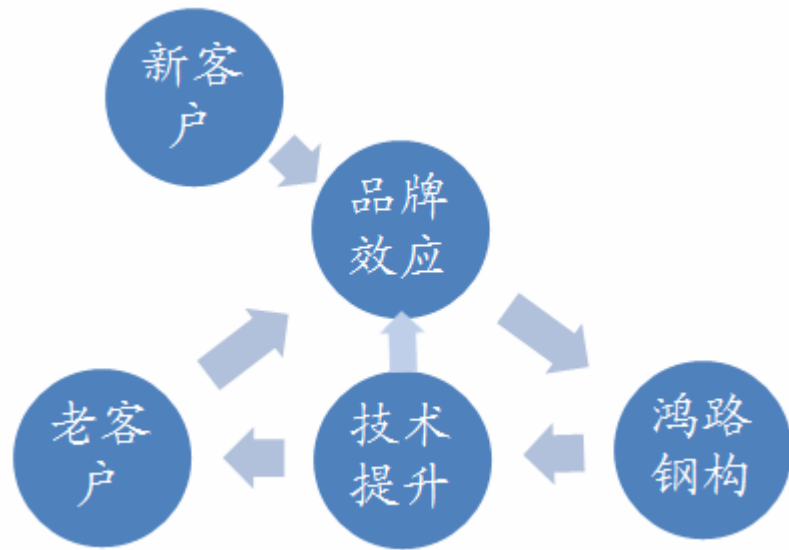


来源：招股说明书 国金证券研究所

与大型企业合作，共享钢结构盛宴

- 公司不但与下游大型国有企业寻求长久稳定的合作，还跟上游钢厂、铁路运输、工程总包商和钢结构专业分包商等建立了良好的合作关系，这为公司未来扩大销售、降低成本打下了基础。
- **与上游合作**—鸿路钢构与马钢、济钢、酒钢、沙钢、山东日照钢厂及武钢等企业形成了战略合作伙伴关系，公司了解各钢企的优势产品，从中选取性价比最高的产品以供应自身的生产；同时所需钢材主要是钢厂直供或者从钢厂一级代理商处采购，省去了代理商的层层加价，并且随着公司生产规模的扩大，议价能力逐步提高，有效地降低了公司的采购成本。
- **与运输企业合作**—运费是钢结构企业重要的支出项，伴随着公司近几年钢结构加工量的加大，鸿路钢构与运输公司的合作逐渐深入，比如中铁物资已经将仓库建到了鸿路钢构工厂内，这会大大减少公司在运输方面所要花费的成本。
- **与工程总包商和钢结构专业承包商的合作**—公司通过专业的加工制造能力，与承包商组成联合体，共同参与到招投标的过程中。这种互补的投标方式，增强了双方的实力，很容易形成双赢或多赢的局面。
- 公司专注于加工制造，有利于更好的集中人、财、物提高制造技术，完成好钢结构的加工，这便塑造了公司的品牌形象，不仅加强了与原来老客户的合作关系，而且吸引了新客户。这种正循环的不断累积，保证了公司的良性成长。

图表12: 正向循环累积效应



来源: 国金证券研究所

- 如下图所示, 公司凭借优异的产品质量、售后服务及营销管理等诸多优势, 与一大批国内优质客户建立了长期、稳定的合作关系。

图表13: 鸿路钢构近期与大公司合作的工程销售合同

序号	订立时间	购货方	标的物
1	2009-12-04	中国京冶工程技术有限公司	上海浦东新区陆家嘴软件园11号研发楼钢结构
2	2010-02-06	LancoEnterprise Pte.Ltd. (印度兰科有	2×660Amarkantak3号、4号机组电站机械设备和厂房钢结构件
3	2010-03-30	中国电工设备总公司	博茨瓦纳4X150MW项目输煤、石灰石建筑物钢结构
4	2010-04-08	南通建工集团股份有限公司	上海大众汽车有限公司南京分公司产能提升辅助设施项目
5	2010-04-26	山东电力基本建设总公司	印度WPCL6X600MW亚临界燃煤电站项目1#、4#机组主厂房钢结构
6	2010-05-27	上海宝冶集团有限公司	南京德基广场二期钢结构
7	2010-05-29	宁波飞龙空间结构有限公司台州分公司	湖南吉利汽车部件有限公司涂装车间钢结构厂房
8	2010-06-06	中国化学工程第三建设有限公司	钢结构
9	2010-08-07	中国建筑第四工程局有限公司	重庆环球金融中心钢结构
10	2010-08-07	NagarjunaconstructioncompangLtd.	印度KVK火电厂一期1号机组(1X350MW) BTG岛工程
11	2010-08-12	浙江西子重工钢构有限公司	湖北华融物流华中钢铁物流基地仓库、商铺工程钢构件
12	2010-08-23	山东电力建设第三工程公司	印度APL电站3*660MW超临界机组脱硫工程钢结构
13	2010-08-30	中国电子科技集团公司第二十九研究所	853分所灾后重建1#会议培训中心钢结构
14	2010-09-29	上海山钢实业有限公司	钢结构
15	2010-10-13	starplusGlobalLtd.	印度兰科Vidharba2X660MW电站设备
16	2010-10-13	starplusGlobalLtd.	印度兰科Babandh2X660MW电站设备
17	2010-10-18	上海宝冶集团有限公司	上海三一重机有限公司临港下料中心工程钢构件

来源: 招股说明书 国金证券研究所

图表14: 鸿路钢构近期与大公司合作的工程承包合同

序号	订立时间	发包方	工程名称
1	2009-06-03	中交二航局三公司南京港西坝港区二期工程项目经	南京港西坝港区二期工程皮带机栈桥及转运站工程
2	2009-11-10	南京建工集团有限公司	南京宝供高新仓储配送中心B1、B2、B3库房钢结构工程
3	2010-01-13	成都市福来房地产开发有限公司	成都银石广场钢结构工程
4	2010-01-20	中国十七冶建设有限公司城建工程公司	成都海螺型材年产8万吨项目工程
5	2010-02-26	中铁六局集团石家庄铁路建设有限公司	石家庄枢纽货运系统迁建综合修车库
6	2010-04-06	安徽海螺创业投资有限责任公司	海创戈江装备制造基地(二期)I标段厂房钢结构
7	2010-08-28	重庆中达正建筑工程有限公司	重庆市美盈森环保包装工程有限公司钢结构厂房工程
8	2010-09-03	东风设计研究院有限公司襄樊分公司	东风汽车股份有限公司新LCV项目涂装车间钢结构及屋面系
9	2010-09-08	河南蓝天物流有限公司	驻马店市顶津饮品有限公司矿物质水生产车间钢结构工程
10	2010-09-07	化学工业第二设计院宁波工程有限公司	吉林博海生化有限责任公司环氧乙烷钢结构工程
11	2010-11-1	重庆市海昆实业有限公司	重庆安全科技园A区工程
12	2010-11-2	天津第三市政公路工程有限公司	山东滕州市解放路跨荆河大桥钢结构工程
13	2010-11-12	中建六局土木工程有限公司体育中心项目经理部	胶州市体育中心钢桁架及幕墙钢架工程
14	2010-11-13	中国核工业华兴建设有限公司	宿迁金鹰天地钢结构工程

来源: 招股说明书 国金证券研究所

模式指明方向, 管理成就未来

- 钢结构业务有其特点: 工程量大、利润薄、资金占用量大等等, 这些特点决定了该业务的利润漏出点很多, 同理也很容易从项目管理和成本控制中得到效益。
- 公司重视信息系统建设, 力图将各个钢结构工程中的共性部分尽可能标准化, 目前公司以 ERP、OA、供应商协同平台、项目管理平台、客户管理系统等实现了对人、财、物的实时管理, 提高了效率, 节约了资源。

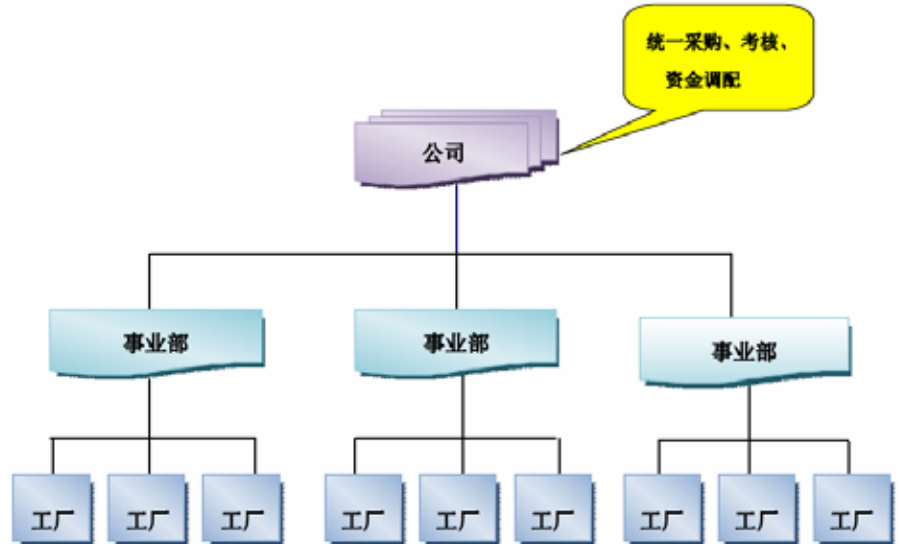
图表15: 鸿路钢构信息系统

信息系统	简介
ERP系统	企业资源管理系统, 为公司提供合理资源规划, 提高各部门工作效率、增强了员工素质和团队精神, 进一步提升了企业的核心竞争力。
OA系统	办公自动化系统, 提供了良好协同工作环境, 缩短文件审批、信息处理周期、提升员工工作效率的同时, 增强企业管理水平。
HLSRM鸿路供应商协同平台	鸿路供应商协同平台, 集供应商信息管理、产品信息管理、供求信息管理和在线论坛为一体, 分为客户方平台和供应商平台两部分。该平台的突出优点在于最大程度上实现了供需双方的信息透明和沟通顺畅, 使公司对外报价统一有序。采购人员借助该平台可以快速寻找到公司所需各类原材料的市场最低供应价格, 从而实现采购成本最小化的目标。另外, 高效的电子采购流程减少了人工作业, 可以明显降低公司采购管理成本。
HLPMP鸿路项目管理平台	鸿路项目管理平台, 鸿路信息技术部开发了B/S架构的项目管理平台, 通过这个平台可以很方便的查询到合同信息、收付款、采购计划及到料状况、成品收发存、发货计划、生产计划及生产进度等信息, 可以全方位了解工程状况, 同时用户可以通过在平台上留言的方式提出问题、解决问题。
钢构条形码管理系统	钢构条形码管理系统, 该系统主要是编制并打印钢构成品的条形码, 同时与ERP系统结合, 采集并上传条形码的数据。通过该系统规范了鸿路的钢构成品管理, 实现了管理系统与执行系统的集成, 扩展了供应链系统的应用范围, 对生产、发货、及客户对产品的识别均起到重要的作用。
HLCMP鸿路客户管理系统	提供从商机获取、业务跟踪到客户服务与关怀的全程业务管理, 同时, 基于大量累积的数据, 对客户、竞争对手及市场趋势进行深入分析, 为企业挖掘新的销售机会, 对未来企业发展方向提供科学量化的指导依据。提高客户忠诚度和保有率, 实现缩短销售周期、降低销售成本、增加收入、扩展市场, 从而全面提升企业的赢利能力和竞争力。

来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 公司采用“集团公司—事业部—工厂”扁平化三级管理体系，一方面管理权的下移促进了员工工作的积极性；另一方面，公司加工业务的同质性使得当前管理体系易于复制，实现异地扩张。扁平管理体系有助于这种“苏宁、国美”式的快速扩张的道路。

图表16: 扁平化管理模式



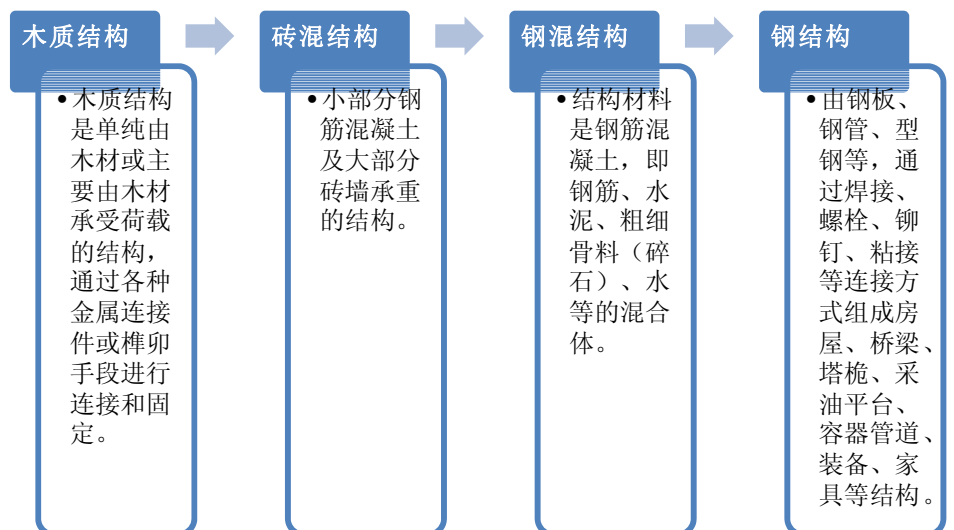
来源：招股说明书 国金证券研究所

公司下游市场广阔，未来发展空间巨大

钢结构建筑优势显著，被誉为第四代建筑

- 钢结构建筑是以钢制架构为主的建筑类型，突破了传统的建造模式，替代了传统的红砖及混凝土，被誉为“第四次建筑产业革命”。

图表17: 钢结构建筑——第四代建筑



来源：国金证券研究所

- 与传统的混凝土相比，钢材具有强度大、韧性高、延展性好等特点这将带来钢结构建筑在结构性能、经济性能、环保性能等领域的显著优势。

我国钢结构市场广阔

- 从建国初期到现在，我国钢结构发展一共经历了三个阶段，早期受制于钢铁产量，钢结构发展缓慢，后随着我国钢铁产量的逐渐扩大，我国对钢结构的态从“限制用钢”转变为“鼓励用钢”，尤其是近年来节能环保问题的逐渐重视，使得钢结构建筑的优势逐渐被市场所认识。

图表18: 我国钢结构行业的三个发展阶段



来源: 国金证券研究所

- 近年来我国加大了对钢结构发展的政策支持力度，钢结构产量也获得了快速的发展，产量从2002年的850万吨，增长到2008年的2,180万吨，年均复合增长率达到17.00%。钢结构协会预计今年的产量将超过3000万吨。

图表19: 发展钢结构政策规划

年份	文件	内容
1996	《中国建筑技术政策》(1996-2010)	钢结构的发展是一个有力的推动,开创了钢结构在建筑中应用的新时期。
1998	《关于建筑业进行推广应用10项新技术通知》	鼓励地方政府积极推广高层钢结构、空间钢结构、轻钢结构、钢—混凝土组合结构、高强度螺栓连接与焊接以及钢结构防护等建筑技术。
1999	《国家建筑钢结构产业“十五”计划和2010年发展规划纲》	在“十五”期间,我国建筑钢结构行业将这一环保型、易于工业化和再次利用的结构体系作为重点,在全国范围内大力推广,并明确以多层钢结构房屋为突破口,推动轻型钢结构住宅的发展。
1999	《关于推进住宅产业现代化,提高住宅质量的若干意见》	提出要积极开发和推广使用钢结构住宅,正式认可了这一建筑结构形式。
2002	《钢结构产业化技术原则》	评审通过了3批共38项钢结构住宅科研项目。
2003	《建设事业技术政策纲要》	指出2010年建筑钢结构用钢量要达到钢产量的6%,即1500万吨以上。
2004	《关于推广应用新技术和限制、禁止使用落后技术的公告》	把钢结构住宅体系列为住宅产业化领域的推广技术。
2005	《钢铁产业发展政策》	明确了我国钢铁工业的产业政策目标、产业发展规划、产业布局调整、产业技术政策等以及对行业咨询、设计、施工等单位的政策和要求;政府加强了钢结构发展的政策引导和支持。
2005	《钢结构行业“十一五”发展规划建议书(草案)》	争取到2010年全行业特级钢结构制造企业增加到50家,一级钢结构制造企业增加到200家,二、三级钢结构制造企业增加到1000家,钢结构产业的钢产量占到全国钢产量的10%,建筑钢结构占到6%,基本实现钢结构用钢国产化。
2005	《关于发展节能省地型住宅和公共建筑的指导意见》	明确树立了建筑节能节水、节材的目标,成为新型钢结构住宅研究开发的新坐标。
2005	《关于进一步做好建筑业10项新技术推广应用的通知》	对原通知内容进行修订,将10项技术扩充为10个大类。
2010	《轻型钢结构住宅技术规程》	我国建筑领域第一部关于钢结构住宅的技术规程,将为我国轻型钢结构住宅行业提供标准及依据。将进一步推动我国钢结构住宅向产业化、集成化发展,从而降低住宅建设对资源的浪费,尽早实现中央提出的建筑节能目标。

来源: 国金证券研究所

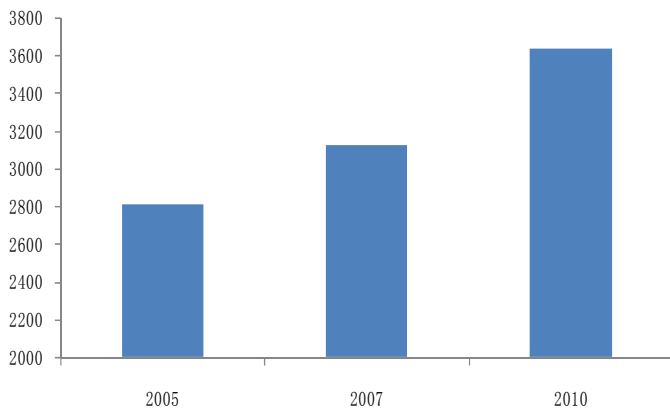
公司下游细分市场测算

- 设备钢结构**的结构类型及应用领域很广，目前主要应用于工业领域中的特种建筑、设备机架及支架（如水泥窑尾、电力与通信塔架）、锅炉钢架（电力锅炉及其他锅炉塔架）、特种设备塔架（石油管道、海洋平台、港口设备、化工设备）等。设备钢结构市场的发展速度基本上与工业发展速度保持一致，2007年、2008年和2009年，全国工业增加值分别较上年

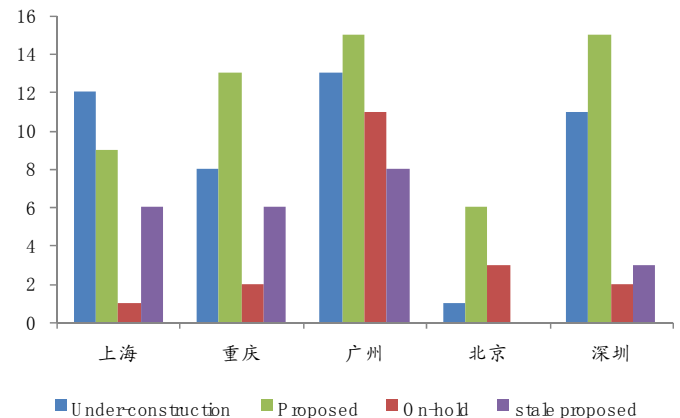
增长 13.5%、12.9%和 11.0%，平均增幅为 12.47%。伴随着国民经济和工业的持续增长，设备钢结构未来市场需求将保持稳定的发展空间。

- 火电站主体结构及锅炉钢架钢结构市场——根据国家对 2020 年经济总量比 2005 年翻两番的规划，综合节能减排、清洁能源发电、人民生活习惯等因素影响，预计 2020 年全社会用电量将达到 75,000 亿千瓦，相应的装机容量规模为 15.6 亿千瓦，其中火电装机占 65%左右，约 10.14 亿千瓦，即火电装机容量将新增 4.5 亿千瓦左右。设备钢结构在火电站建设领域的市场容量巨大。
- 新型干法水泥生产线的水泥窑尾钢结构市场——预计在“十二五”期间，我国尚有 4 亿吨左右的熟料生产能力需要淘汰，需建设近 300 条新型干法生产线实现等量淘汰。再动态考虑水泥市场需求，“十二五”期间熟料以每年 2%的速度增长，共新增生产能力 1 亿吨，约新建 70 条左右新型干法熟料生产线。综合测算，到 2015 年，国内新建的需建的水泥生产线将达到 370 条左右。
- **建筑重钢结构**又称高层钢结构，一般是指 10 层（含）或 24 米（含）以上采用全钢、钢框架-混凝土的建筑物形式。近年来，我国重钢结构发展很快，比如中央电视台新址、上海金茂大厦、环球金融中心等，突出特点是利用钢材良好的韧性和强度，在地价昂贵的地段，实现建筑的纵向延伸，提高土地的使用效率。随着我国城市发展，高层钢结构建筑将维持一个比较高的增速。

图表20: 全国高层建筑数量



图表21: 5 市在建规划中的高层建筑数量

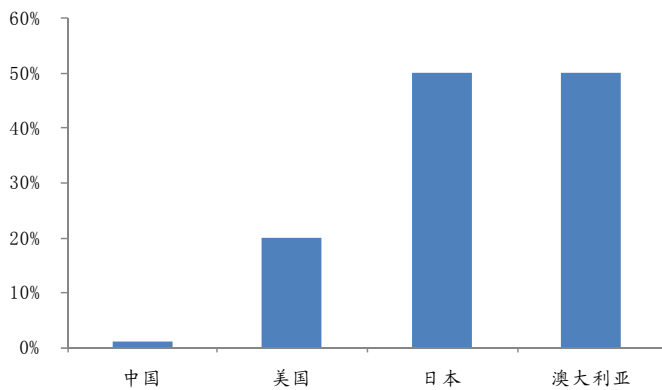


来源: skyscraperpage 网站 国金证券研究所

注: 图表中所示的高层建筑标准为楼层数目至少要在 12 层以上, 高度至少要高于 35 米

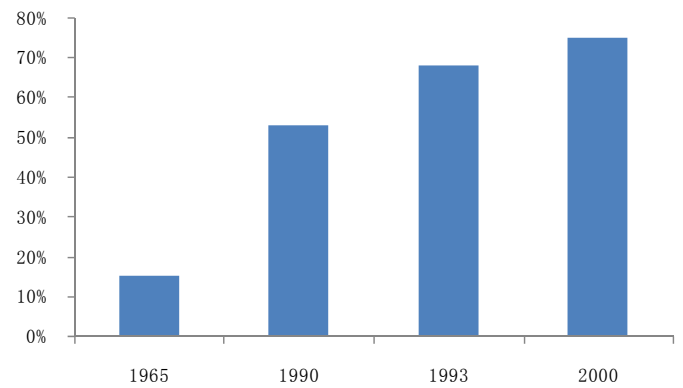
- **建筑轻钢结构**是指以彩钢板作为屋面和墙面，以薄壁型钢作为檩条和墙梁，以焊接或热轧 H 型截面作为梁柱，现场用螺栓或焊接拼接的门式刚架为主要结构的一种建筑，再配以零件、扣件、门窗等形成比较完善的建筑体系。住宅钢结构将成为未来轻钢结构主要的应用方向，当前，我国钢结构住宅在所有住宅建筑中所占的比例还不到 1%，而在欧美发达国家，该比例普遍在 20%以上，甚至 50%。由于住宅钢结构相比空间钢结构、高层重钢结构对设计、建造等技术要求低，因此发展速度更快，一旦技术成型，就会迎来爆发式增长。我国每年新开工住宅面积巨大，这为钢结构发展提供了广阔的平台。

图表22: 钢结构住宅占住宅总量比例



来源: 美国 MBMA 国金证券研究所

图表23: 轻钢结构在美国的发展历程 (占建筑比例)



- **桥梁钢结构**——我国在“十一五”期间将建设新线 17,000 公里，2010 年全国铁路营业里程达到 9 万公里以上。由于现代公路建设技术的改进以及我国公路覆盖范围逐步扩张到山区等地理条件较差地区，高速公路与高等级公路建设中桥梁、隧道比例日益提高，需要新建大量的公路桥梁和过水桥梁。《国家高速公路网规划》指出：2005 年至 2020 年，国家对公路（含高速公路）建设的投资预计将达到人民币 2 万亿元。此外，随着我国城市化进程的加快，全国各大城市开始了新一轮的基础设施建设，其中需要建设大量的立交桥、高架桥、过水桥梁、人行天桥和轨道交通。
- **空间钢结构**从功能上讲是指能够形成较大的连续空间的结构体系，主要包括网架、网壳、桁架、索-膜结构及其组合、杂交结构。主要应用于体育场馆、会议厅、展馆、活动中心等大型公共活动建筑以及航站楼机库、厂房等。
 - 从公共交通未来发展角度来说，铁道部计划在“十一五”期间投资 1500 亿元修建 548 座新客站，并在全国建成六大枢纽性的客运中心和十大区域性客运中心，部分客站会在“十二五”期间建成。09 年在中国铁路客站技术国际交流会上，铁道部总规划师郑健进一步透露，到 2012 年，我国将建成 804 座现代化铁路客站。

图表24: “十一五”期间铁路客站建设规划

城市等级	客站数量	铁路等级	客站数量
省会级以上	25	客运专线	158
地级市	95	城际客站	83
县级城市	428	一般干线	292
总计	548	其他	15
		总计	548

来源: 铁道部 国金证券研究所

- 目前中国飞机消费约占全球的 13%，仅次于美国，根据国际四大航空公司预测，20 年后中国将超过美国，成为世界第一大飞机市场。根据中国民用航空局的规划，“十一五”期间计划新增 45 个机场，2011-2020 年间计划新增 52 个。

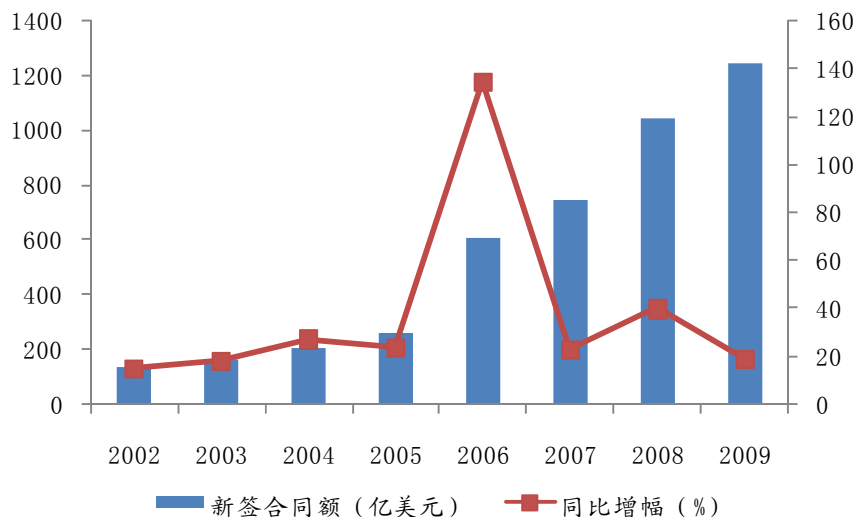
图表25: 2020年全国民用机场规划图



来源: 中国民用航空管理局 国金证券研究所

- **国外需求情况**——国外市场钢结构需求稳定增长，并通过我国大型总包单位的工程承接而将建筑工程中钢结构件部分的市场需求与国内钢结构企业相对接，基于我国大型建筑企业在海外工程承揽、承建方面的显著优势，海外市场建筑工程承接量近年来持续增长，进而对国内钢结构制造企业持续发展构成有力拉动。

图表26: 中国对外承包工程新签合同额持续快速增长



来源: 国金证券研究所

- 以水泥行业为例，目前我国水泥工业技术装备水平已达到世界领先水平。到 2006 年底，国外采用中国水泥技术和装备累计建成投产水泥成套生产线 107 条，建设规模基本都是日产 2,000 吨至日产 5,000 吨新型干法水泥生产线。目前中国水泥装备已占国际市场份额 40% 以上。

- 以火电站主体厂房及锅炉钢架为例印度是世界上第 6 大能源需求国，但其国内电力供应严重不足，缺电率高达 22% 至 30%。据国际商业观察(BMI)预测，2011-2018 年间印度电力需求年均将增长 7%，印度核电公司则预计印度电力需求年均增长将达 8%，而到 2013 年电力需求将达 1,221 亿千瓦时。

募投项目情况

- 本次拟向社会公众公开发行 3,400 万股人民币普通股，募集资金主要用于年产 3.6 万吨特重钢结构生产建设项目、年产 5 万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目、年产 5 万吨 H 型钢自动化生产线技术改造项目、年产 50 万 m² 聚氨酯复合板技术改造项目。

图表27: 本次发行募集资金使用(万元)

序号	项目名称	投资金额
1	年产3.6万吨特重钢结构生产建设项目	18,938
2	年产5万吨管形钢结构自动化生产线技术改造项目	9,180
3	年产5万吨H型钢自动化生产线技术改造项目	7,220
4	年产50万m ² 聚氨酯复合板技术改造项目	4,460
合计		39,798

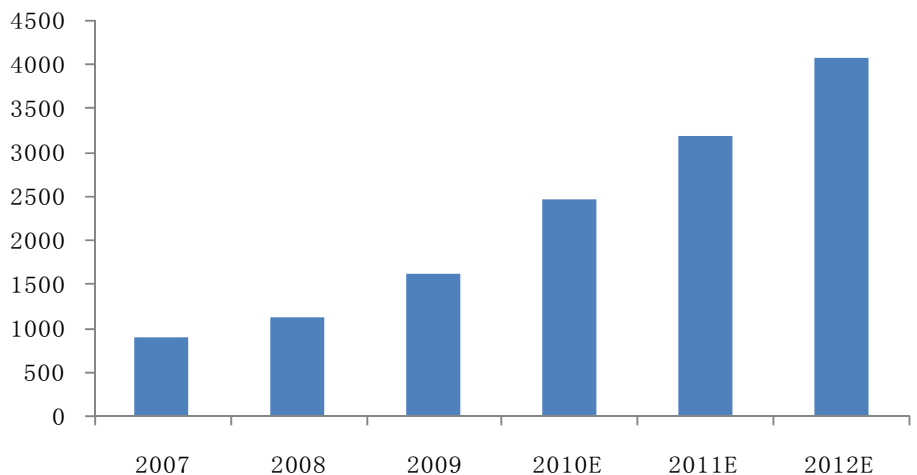
来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 本项目投产后，公司设备钢结构、桥梁钢结构的生产能力和技术优势将得到进一步提高，在该领域的竞争力将更加显著。

盈利预测与说明

- 公司成功上市之后，将解决短期内的资金和产能瓶颈；此外公司通过进一步加强和大型国有企业合作以及加快进行工厂的异地扩张，预计订单也将大幅增长，基于上述逻辑、以及对公司竞争力的分析，我们认为公司未来几年将会快速增长。

图表28: 公司收入快速增长(百万元)



来源: 招股书 国金证券研究所

- 预计 2010-2012 年，公司归属母公司净利润分别为：1.44 亿元、2.35 亿元、3.17 亿元，分别增长 77.62%、62.66%、34.96%；按总股本计算，全面摊薄后 EPS 分别为 1.44 元、1.75 元、2.37 元。

股票估值与定价

- 公司询价结果为 41 元/股，在上述盈利预测水平下分别对应 2010-2012 年 28、23、17 倍 PE，与目前的主要钢结构上市公司估值水平基本一致（光正钢构估值水平较高）。

图表29：钢结构上市公司估值情况

公司	2010E	2011E	2012E
鸿路钢构	28	23	17
精工钢构	30	23	17
杭萧钢构	27	22	18
东南网架	42	25	18
光正钢构	110	58	37

来源：国金证券研究所

图表30：公司销售及盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢结构						
销售收入（百万元）	655.66	972.16	1,356.80	2,106.50	2,732.20	3,473.26
增长率（YOY）		48.27%	39.57%	55.26%	29.70%	27.12%
毛利率	13.10%	13.39%	12.67%	13.49%	13.64%	13.82%
销售成本（百万元）	569.79	842.00	1,184.84	1,822.35	2,359.43	2,993.38
增长率（YOY）		47.77%	40.72%	53.81%	29.47%	26.87%
毛利（百万元）	85.87	130.16	171.96	284.15	372.77	479.88
增长率（YOY）		51.57%	32.11%	65.24%	31.19%	28.73%
占总销售额比重	73.18%	87.71%	84.11%	85.86%	85.73%	85.28%
占主营业务利润比重	78.80%	85.59%	82.38%	85.40%	85.41%	85.11%
围护产品						
销售收入（百万元）	136.30	105.17	137.69	192.76	269.87	377.81
增长率（YOY）		-22.84%	30.92%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	10.91%	17.11%	14.37%	14.00%	14.00%	14.00%
销售成本（百万元）	121.43	87.17	117.90	165.78	232.09	324.92
增长率（YOY）		-28.21%	35.25%	40.60%	40.00%	40.00%
毛利（百万元）	14.87	18.00	19.78	26.99	37.78	52.89
增长率（YOY）		21.01%	9.94%	36.40%	40.00%	40.00%
占总销售额比重	15.21%	9.49%	8.54%	7.86%	8.47%	9.28%
占主营业务利润比重	13.65%	11.83%	9.48%	8.11%	8.66%	9.38%
其他						
销售收入（百万元）	103.99	31.09	118.55	154.11	184.94	221.92
增长率（YOY）		-70.10%	281.31%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	7.92%	12.60%	14.33%	14.00%	14.00%	14.00%
销售成本（百万元）	95.75	27.17	101.56	132.54	159.04	190.85
增长率（YOY）		-71.62%	273.78%	30.50%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	8.23	3.92	16.99	21.58	25.89	31.07
增长率（YOY）		-52.42%	333.58%	27.01%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	11.61%	2.80%	7.35%	6.28%	5.80%	5.45%
占主营业务利润比重	7.56%	2.58%	8.14%	6.48%	5.93%	5.51%
销售总收入（百万元）	895.96	1108.42	1613.03	2453.37	3187.00	4073.00
销售总成本（百万元）	786.98	956.35	1404.30	2120.66	2750.56	3509.15
毛利（百万元）	108.98	152.07	208.73	332.71	436.44	563.85
平均毛利率	12.16%	13.72%	12.94%	13.56%	13.69%	13.84%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	896	1,108	1,613	2,453	3,187	4,073
增长率	23.7%	45.5%	52.1%	29.9%	27.8%	
主营业务成本	-787	-956	-1,404	-2,121	-2,751	-3,509
%销售收入	87.8%	86.3%	87.1%	86.4%	86.3%	86.2%
毛利	109	152	209	333	436	564
%销售收入	12.2%	13.7%	12.9%	13.6%	13.7%	13.8%
营业税金及附加	-3	-3	-8	-12	-16	-20
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-18	-22	-25	-49	-61	-73
%销售收入	2.0%	2.0%	1.6%	2.0%	1.9%	1.8%
管理费用	-23	-35	-39	-61	-76	-94
%销售收入	2.6%	3.1%	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	65	93	136	210	283	376
%销售收入	7.2%	8.4%	8.4%	8.6%	8.9%	9.2%
财务费用	-14	-31	-38	-40	-7	-2
%销售收入	1.5%	2.8%	2.3%	1.6%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-1	-3	-6	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	0	1
%税前利润	4.9%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	53	59	93	169	277	374
营业利润率	5.9%	5.3%	5.7%	6.9%	8.7%	9.2%
营业外收支	3	-1	4	3	3	3
税前利润	56	58	97	172	280	377
利润率	6.3%	5.2%	6.0%	7.0%	8.8%	9.3%
所得税	-19	-11	-15	-27	-45	-60
所得税率	33.9%	18.8%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	37	47	81	144	235	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	37	47	81	144	235	317
净利率	4.1%	4.2%	5.0%	5.9%	7.4%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	37	47	81	144	235	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	22	33	48	56	67
非经营收益	11	32	33	45	25	3
营运资金变动	-44	-25	-20	-43	-78	-120
经营活动现金净流	15	75	128	193	238	267
资本开支	-111	-121	-393	-140	-256	-157
投资	18	0	-1	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	1
投资活动现金净流	-93	-121	-393	-141	-256	-156
股权募资	0	0	0	0	1,351	0
债权募资	106	147	240	87	-592	-78
其他	-14	-31	-35	-45	-41	-24
筹资活动现金净流	92	115	204	42	717	-102
现金净流量	14	69	-61	94	700	9

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	118	244	206	300	1,000	1,009
应收款项	93	124	158	220	286	365
存货	205	337	569	697	980	1,346
其他流动资产	31	116	122	214	277	353
流动资产	448	821	1,055	1,431	2,543	3,073
%总资产	62.2%	68.7%	58.7%	63.1%	71.0%	73.1%
长期投资	2	2	2	3	2	2
固定资产	210	303	628	714	910	995
%总资产	29.2%	25.3%	35.0%	31.5%	25.4%	23.7%
无形资产	59	68	108	117	126	135
非流动资产	272	374	742	836	1,040	1,133
%总资产	37.8%	31.3%	41.3%	36.9%	29.0%	26.9%
资产总计	721	1,195	1,797	2,268	3,582	4,207
短期借款	223	400	585	671	79	0
应付款项	303	586	854	1,088	1,412	1,802
其他流动负债	19	16	30	48	63	76
流动负债	545	1,002	1,468	1,808	1,554	1,878
长期贷款	30	0	55	55	55	56
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	575	1,002	1,523	1,863	1,609	1,934
普通股股东权益	146	193	274	405	1,973	2,273
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	721	1,195	1,797	2,268	3,582	4,207

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.371	0.467	0.813	1.443	1.752	2.365
每股净资产	1.461	1.928	2.740	4.054	14.726	16.961
每股经营现金净流	0.148	0.750	1.276	1.932	1.779	1.993
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.37%	24.23%	29.66%	35.61%	11.90%	13.94%
总资产收益率	5.14%	3.91%	4.52%	6.36%	6.55%	7.53%
投入资本收益率	10.75%	12.68%	12.53%	15.59%	11.30%	13.58%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	23.71%	45.53%	52.10%	29.90%	27.80%
EBIT增长率	N/A	42.61%	46.79%	54.51%	34.96%	32.82%
净利润增长率	N/A	26.02%	74.01%	77.62%	62.66%	34.96%
总资产增长率	N/A	65.77%	50.39%	26.20%	57.96%	17.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.2	27.5	25.6	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	47.6	103.5	117.8	120.0	130.0	140.0
应付账款周转天数	11.5	28.6	52.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	85.4	99.1	121.4	85.1	82.1	67.4
偿债能力						
净负债/股东权益	92.40%	81.10%	158.20%	105.11%	-43.88%	-41.92%
EBIT利息保障倍数	4.8	3.0	3.6	5.3	40.9	164.7
资产负债率	79.74%	83.87%	84.75%	82.13%	44.92%	45.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室