

鸿路钢构 (002541.SZ)

建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

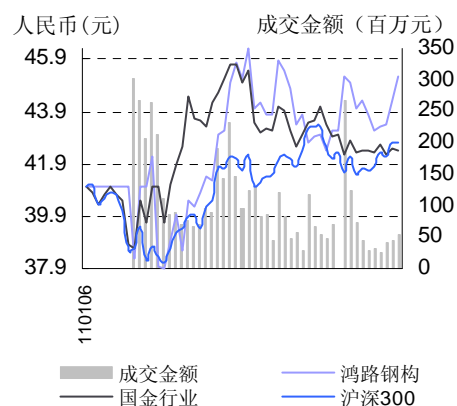
市价(人民币): 45.27元

鸿路钢构 2010 年年报点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	27.20
总市值(百万元)	6,066.18
年内股价最高最低(元)	46.31/37.90
沪深 300 指数	3264.93
中小板指数	7412.24



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.813	1.614	2.182	2.946	4.019
每股净资产(元)	2.74	4.35	15.50	18.10	21.99
每股经营性现金流(元)	1.28	0.00	4.84	3.27	4.10
市盈率(倍)	N/A	N/A	19.85	14.70	10.77
行业优化市盈率(倍)	48.03	48.03	48.03	48.03	48.03
净利润增长率(%)	74.01%	98.61%	81.14%	35.04%	36.43%
净资产收益率(%)	29.66%	37.07%	14.07%	16.28%	18.28%
总股本(百万股)	100.00	100.00	134.00	134.00	134.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 鸿路钢构发布 2010 年年报, 报告期内实现收入增长 62.78%; 实现归属于上市公司股东净利润增长 98.61%; 实现 EPS 为 1.61 元, 符合预期。

经营分析

■ **制造环节也能有较高的毛利和净利率:** 市场对于鸿路钢构的担忧之一在于: 公司集中精力于简单加工制造, 该环节技术含量相对较低, 因此收益不是很好。而公司 2010 年年报的毛利率、净利率指标以优异的数字回答了上述问题, 专心于制造环节, 也能有较高的毛利和净利率。

■ **制造商模式带来公司快速增长:** 关于钢结构行业观点, 我们已经在多个报告中做过阐述: 目前钢结构企业面临的市场竞争格局发生了变化, 钢结构企业要重新定位和总包之间的关系。鸿路钢构选择的制造商模式可以集中企业资源于加工制造环节, 实现人、财、物利用效率的最优化。

在已经上市的 5 家钢结构公司中, 精工钢构、鸿路钢构、光正钢构公告了近年来钢结构加工量情况, 如下所示, 鸿路钢构近年来的增速明显较快, 07 年以来的复合增速达到 39%, 甚至高于规模较小的光正钢构。这正是公司独特的经营模式带来的快速增长。

■ **快速增长可持续—鸿路需要总包, 总包更需要鸿路:** 市场对公司盈利模式的第二个担忧在于: 制造商模式过分依赖于总包和业主。我们要强调一点, 公司由于规模、成本、质量等优势, 也被总包和业主所依赖。如前面强调的, 公司的盈利模式是最有利于发挥各方比较优势的, 是双赢和多赢的合作模式。

我们对几个公司成本优势进行了简单测算, 比较了几个公司的吨折旧摊销、吨工资、吨费用; 鸿路钢构由于在制造商模式下实现了对人、财、物的高效率利用, 公司成本优势非常显著。对于总包方而言, 选择与鸿路钢构合作, 不但可以获得后续施工环节的效益, 同时可以在低价采购构件方面获得另一块效益。

■ **新年度经营计划彰显公司经营信心:** 公司预计 2011 全年可能实现销售收入 36 亿元以上, 较 2010 年增长 37.09% 以上。对于钢结构企业而言, 收入增长 30% 以上实属难能可贵, 这正是制造商模式之下的企业经营优势之一。

投资建议

■ 在现阶段, 我们看好公司近期的快速增长; 长期来看, 规模和成本优势得到进一步提高之后, 公司有望向其他领域(比如安装、上下游等)快速延伸, 甚至向建筑总包延伸。预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.18、2.95、4.02 元。在公司有着未来高速、确定的成长的情况下, 仍然坚持“公司理应享受估值溢价”的判断, 维持“买入”评级。

唐笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

制造环节也能有较高的毛利和净利率

- 市场对于鸿路钢构的担忧之一在于：公司集中精力于简单加工制造，该环节技术含量相对较低，因此收益不是很好。而公司 2010 年年报的毛利率、净利率指标以优异的数字回答了上述问题，专心于制造环节，也能有较高的毛利和净利率。

图表1：钢构公司毛利率情况

公司	2010	2009	2008	2007
鸿路钢构	13.17%	12.94%	13.72%	12.16%
精工钢构	11.89%	13.98%	11.76%	13.84%
东南网架	13.61%	13.08%	14.92%	15.41%
杭萧钢构		14.63%	9.96%	11.31%
光正钢构	13.57%	16.45%	17.44%	14.78%
鸿路排名	3	5	3	4

来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表2：钢构公司净利率情况

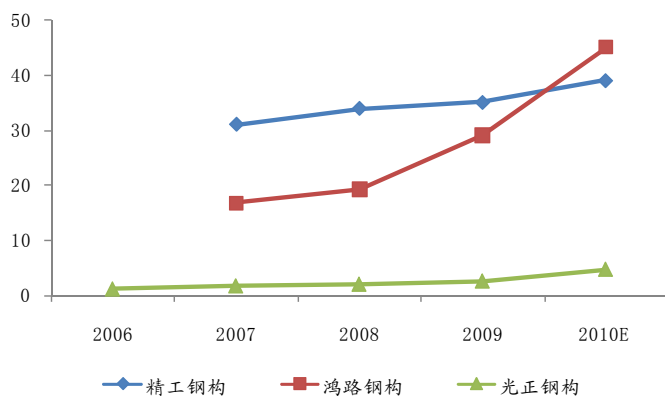
公司	2010	2009	2008	2007
鸿路钢构	6.15%	5.04%	4.21%	4.13%
精工钢构	4.13%	4.35%	2.83%	4.19%
东南网架	2.46%	1.65%	1.52%	3.03%
杭萧钢构		4.33%	2.30%	1.66%
光正钢构	5.84%	6.91%	9.41%	7.70%
鸿路排名	1	2	2	3

- 从上图可以看出，公司的毛利率状况并非总是最差；而净利率方面，则有着显著优势。

制造商模式带来公司快速增长

- 关于钢结构行业观点，我们已经在多个报告中做过阐述：目前钢结构企业面临的市场竞争格局发生了变化，钢结构企业要重新定位和总包之间的关系。鸿路钢构选择的制造商模式可以集中企业资源于加工制造环节，实现人、财、物利用效率的最优化。
- 在已经上市的 5 家钢结构公司中，精工钢构、鸿路钢构、光正钢构公告了近年来钢结构加工量情况，如下所示，鸿路钢构近年来的增速明显较快，07 年以来的复合增速达到 39%，甚至高于规模较小的光正钢构。这正是公司独特的经营模式带来的快速增长。

图表3：鸿路钢构加工量快速上升（万吨）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表4：公司 ROE 水平高于同行

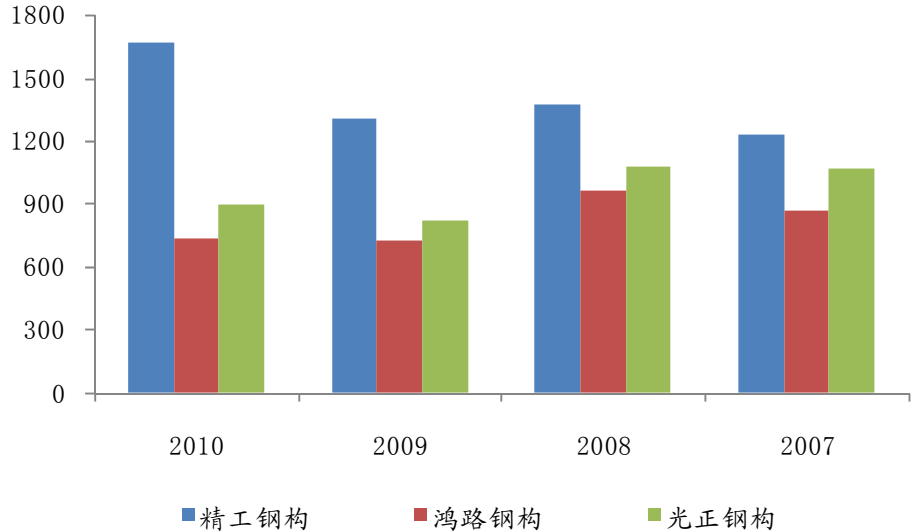
公司	2010	2009	2008	2007
鸿路钢构	45.50%	34.82%	27.57%	28.12%
精工钢构	15.13%	19.86%	15.69%	12.56%
东南网架	7.45%	4.48%	3.11%	7.47%
杭萧钢构		14.75%	11.70%	6.40%
光正钢构	16.02%	15.36%	25.21%	36.31%
鸿路排名	1	1	1	2

快速增长可持续—鸿路需要总包，总包更需要鸿路

- 市场对公司盈利模式的第二个担忧在于：制造商模式过分依赖于总包和业主。我们要强调一点，公司由于规模、成本、质量等优势，也被总包和业主所依赖。如同我们前面强调的，公司的盈利模式是最有利于发挥各方比较优势的，是双赢和多赢的合作模式。
- 我们对几个公司的成本优势进行了简单测算，比较了几个公司的吨折旧摊销、吨工资、吨费用；鸿路钢构由于在制造商模式下实现了对

人、财、物的高效率利用，公司成本优势非常显著。对于总包方而言，选择与鸿路钢构合作，不但可以获得后续施工环节的效益，同时可以在低价采购构件方面获得另一块效益。

图表5: 鸿路钢构成本优势简单测算(吨折旧摊销+吨工资+吨费用)



来源: 公司财务报告 国金证券研究所

新年度经营计划彰显公司经营信心

- 公司预计 2011 公司全年可能实现销售收入 36 亿元以上，较 2010 年增长 37.09% 以上。对于钢结构企业而言，收入增长 30% 以上实属难能可贵，这正是制造商模式之下的企业经营优势之一。

投资建议

- 在现阶段，我们看好公司近期的快速增长；长期来看，规模和成本优势得到进一步提高之后，公司有望向其他领域（比如安装、上下游等）快速延伸，甚至向建筑总包延伸。预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.18、2.95、4.02 元。在公司有着未来高速、确定的成长的情况下，仍然坚持“公司理应享受估值溢价”的判断，维持“买入”评级。

图表6: 财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,108	1,613	2,626	3,801	4,950	6,679	货币资金	244	206	443	1,732	2,027	2,452
增长率		45.5%	62.8%	44.7%	30.2%	34.9%	应收款项	124	158	258	310	403	544
主营业务成本	-956	-1,404	-2,280	-3,280	-4,266	-5,750	存货	337	569	824	1,079	1,519	2,205
%销售收入	86.3%	87.1%	86.8%	86.3%	86.2%	86.1%	其他流动资产	116	122	107	166	215	289
毛利	152	209	346	520	684	930	流动资产	821	1,055	1,632	3,286	4,165	5,492
%销售收入	13.7%	12.9%	13.2%	13.7%	13.8%	13.9%	%总资产	68.7%	58.7%	66.7%	76.3%	77.4%	80.9%
营业税金及附加	-3	-8	-13	-19	-25	-33	长期投资	2	2	1	2	1	1
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	303	628	704	903	1,087	1,160
营业费用	-22	-25	-38	-53	-59	-67	%总资产	25.3%	35.0%	28.8%	21.0%	20.2%	17.1%
%销售收入	2.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.2%	1.0%	无形资产	68	108	106	115	123	132
管理费用	-35	-39	-61	-84	-104	-134	非流动资产	374	742	816	1,022	1,213	1,295
%销售收入	3.1%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	%总资产	31.3%	41.3%	33.3%	23.7%	22.6%	19.1%
息税前利润 (EBIT)	93	136	235	364	496	696	资产总计	1,195	1,797	2,448	4,308	5,378	6,787
%销售收入	8.4%	8.4%	8.9%	9.6%	10.0%	10.4%	短期借款	400	585	721	0	0	0
财务费用	-31	-38	-47	-8	-17	-41	应付款项	586	854	1,060	1,684	2,190	2,953
%销售收入	2.8%	2.3%	1.8%	0.2%	0.3%	0.6%	其他流动负债	16	30	57	72	88	113
资产减值损失	-3	-6	-7	-3	-1	-1	流动负债	1,002	1,468	1,838	1,756	2,278	3,066
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	55	175	475	675	775
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,002	1,523	2,013	2,231	2,953	3,841
营业利润	59	93	180	354	478	654	普通股股东权益	193	274	435	2,077	2,425	2,946
营业利润率	5.3%	5.7%	6.9%	9.3%	9.7%	9.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	4	16	3	3	3	负债股东权益合计	1,195	1,797	2,448	4,308	5,378	6,787
税前利润	58	97	196	357	481	657	比率分析						
利润率	5.2%	6.0%	7.5%	9.4%	9.7%	9.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-11	-15	-35	-64	-87	-118	每股指标						
所得税率	18.8%	15.8%	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.467	0.813	1.614	2.182	2.946	4.019
净利润	47	81	161	292	395	539	每股净资产	1.928	2.740	4.354	15.501	18.097	21.986
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.750	1.276	0.000	4.836	3.269	4.102
归属于母公司的净利润	47	81	161	292	395	539	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	4.2%	5.0%	6.1%	7.7%	8.0%	8.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.23%	29.66%	37.07%	14.07%	16.28%	18.28%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.91%	4.52%	6.59%	6.79%	7.34%	7.94%
净利润	47	81	0	292	395	539	投入资本收益率	12.68%	12.53%	14.49%	11.71%	13.11%	15.33%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	22	33	0	56	68	79	主营业务收入增长率	23.71%	45.53%	62.78%	44.75%	30.23%	34.95%
非经营收益	32	33	0	45	37	47	EBIT增长率	42.61%	46.79%	72.63%	55.29%	36.00%	40.39%
营运资金变动	-25	-20	0	254	-62	-115	净利润增长率	26.02%	74.01%	98.61%	81.14%	35.04%	36.43%
经营活动现金净流	75	128	0	648	438	550	总资产增长率	65.77%	50.39%	36.22%	75.97%	24.85%	26.19%
资本开支	-121	-393	-121	-260	-256	-157	资产管理能力						
投资	0	-1	1	-1	0	0	应收账款周转天数	27.5	25.6	25.1	25.0	25.0	25.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	103.5	117.8	111.5	120.0	130.0	140.0
投资活动现金净流	-121	-393	-120	-261	-256	-157	应付账款周转天数	28.6	52.7	42.8	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	1,367	-30	0	固定资产周转天数	99.1	121.4	90.0	76.3	68.5	52.0
债权募资	147	240	256	-421	200	100	偿债能力						
其他	-31	-35	-44	-44	-57	-68	净负债/股东权益	81.10%	158.20%	103.99%	-60.50%	-55.76%	-56.93%
筹资活动现金净流	115	204	212	902	113	32	EBIT利息保障倍数	3.0	3.6	5.0	43.5	30.0	17.0
现金净流量	69	-61	92	1,289	295	425	资产负债率	83.87%	84.75%	82.21%	51.78%	54.91%	56.59%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	2	5	6	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-21	买入	42.15	60.00 ~ 60.00
2 2011-03-14	买入	43.20	60.00 ~ 60.00
3 2011-03-22	买入	43.19	N/A

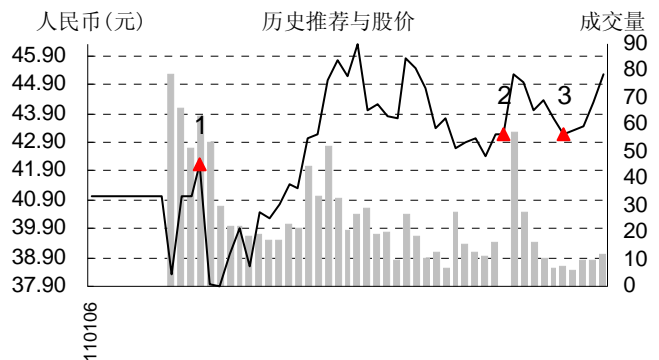
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =强买; 1.01~2.0=买入; 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持; 4.01~5.0=卖出



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)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	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 921 室