

# 业绩略超预期，看好下游的发展前景 和公司的受益能力

东方铁塔 (002545.SZ)

**推荐** 首次评级

胡皓 钢铁行业分析师 电话: (8621) 2025 2665 邮箱: [huhao\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:huhao_yj@chinastock.com.cn) 执业证书编号: S0130511100005

特此鸣谢

曹阳 (8621) 2025 7805 ([caoyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:caoyang_yj@chinastock.com.cn))

对本报告的编制提供信息

## 1. 事件

公司发布 2011 年度业绩快报: 2011 年实现营业总收入 18.61 亿元、归属于上市公司股东的净利润 2.63 亿元, 分别同比增长 9.39%、10.09%, 实现 EPS1.02 元。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 核心逻辑和关注点

主营业务为火电、核电钢结构和电网输电塔, 其核心逻辑是产能的增加幅度、订单的确定性和估值偏低。

未来我们看好公司的下游发展前景, 及公司的受益能力:

- 1) 国家能源投资带来的下游需求增长, 使得市场环境向好, 公司订单有保障;
- 2) 公司产能增长和毛利率稳定带来的良好受益能力, 使得公司能够充分享受行业增长;
- 3) 生产管理能力和销售拓展能力, 及重视质量带来良好口碑是公司三大竞争力。

### (二) 四季度业绩同比微降, 全年有所增长

根据我们对公司单季度业绩的跟踪, 2011 年四季度收入同比增长 7.16%, 净利润略有下滑, 我们认为这主要是公司订单结算、订单结构正常波动带来的差异, 公司自身盈利能力没有发生基本面的变化。

表 1 东方铁塔单季度财务数据 (EPS 按照转增后股本统一折算)

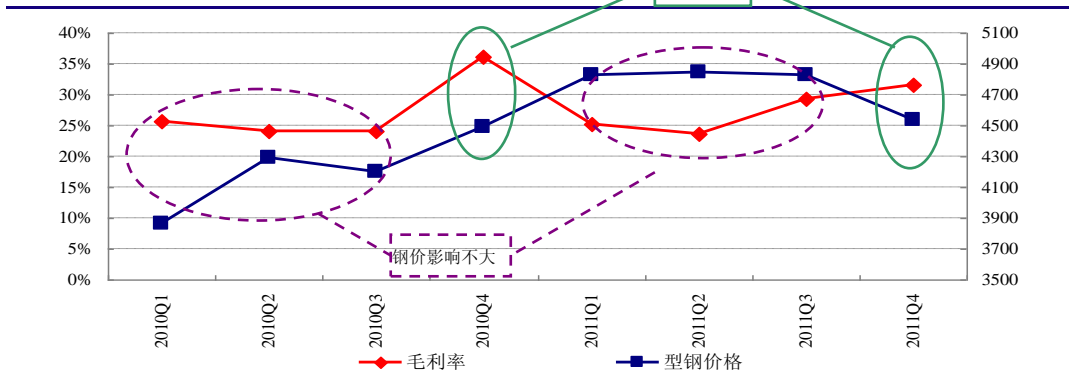
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
营业收入	346.63	383.38	479.46	491.35	412.63	516.75	404.59	526.55
收入占比	20.38%	22.54%	28.19%	28.89%	22.18%	27.77%	21.75%	28.30%
毛利率	25.59%	24.13%	24.08%	36.10%	25.32%	23.57%	29.22%	N/A
费用率	10.38%	12.12%	8.40%	11.18%	9.11%	7.06%	9.20%	N/A
净利润	41.64	42.22	57.78	97.01	48.40	52.54	70.43	91.22
净利润率	12.0%	11.0%	12.1%	19.7%	11.7%	10.2%	17.4%	17.3%
EPS	0.16	0.16	0.22	0.37	0.19	0.20	0.27	0.36

资料来源: WIND, 公司公告, 中国银河证券研究部

2011 全年公司受益于稳定的下游订单和毛利水平, 在型材均价相对 2010 年上涨了 12.85% 的情况下, 依然保持了稳定的净利润率 (2010 年 14.0%, 2011 年 14.1%), 反映了企业有效的成本转移能力和稳定的经营状态。

分季度来看，公司毛利率呈现前三季偏低、四季度最高的分布，这一情况在 2011 年钢价同比大幅变化的情况下仍然非常明显；在部分时点钢价与毛利率是同向变动、部分时点则是反向变动，我们认为这一表现说明公司盈利水平不受钢价影响，能够在原料价格变化时维持基本稳定的毛利率。

图 1 东方铁塔单季度毛利率与型钢价格对比



资料来源：WIND，公司公告，中国银河证券研究部

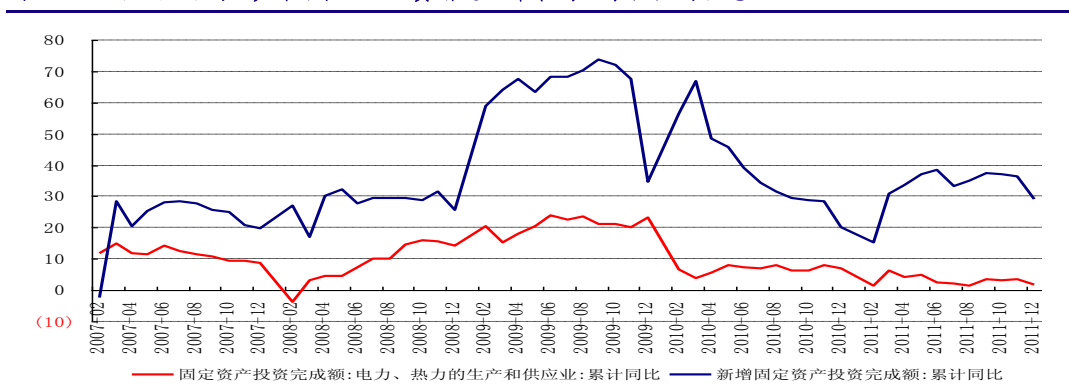
而从公司经营情况来看，也印证了我们的这一看法，公司市场地位领先、议价能力较强，在钢价波动时也能实现成本转移，维持稳定的毛利率。

### (三) 未来看好公司的市场环境和受益能力

根据我们的选股思路，未来在房地产、基建等传统投资领域难以再现大幅增长的背景下，钢铁行业的下游需求整体增长概率较小。但是在某些细分领域，由于国家战略和经济增长的需求，可能出现超预期的投资幅度。

我们认为未来电力投资将加大，从逻辑上看：1) 根据对“电力、热力的生产和供应业固定资产投资完成额”累计同比增速，与固定资产投资同比的比较可以看到，电力、热力行业投资增长近年来始终大幅低于固定资产投资整体；2) 随着国家经济发展和城市化进程，能源将逐步成为制约未来增长的瓶颈，而且这种瓶颈已经显现。

图 2 “电力、热力的生产和供应业”投资增速近年来均处于较低的状态



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

数据方面。根据电力行业十二五规划，预计十二五期间全国火电开工 3 亿千瓦（目前存量不到 7 亿千瓦），投资额约为 8900 亿元；核电 2015 年要达到 4300 万千瓦，2011 年底仅有 1257 万千瓦，未来 5 年内火电、核电建设力度将会大幅提升；同时，我国能源供给地与需求地之间距离较远，因此电力的远距离输送便成为必须，预计十二五期间特高压、超高压线路投资 3100 亿元，110 千伏及以下配电网投资 9400 亿元。

因此，我们认为未来国家火电、核电、电网的投资力度将有所提升，在这一自上而下的大背景下，公司已经具备了受益的市场环境。

而从自下而上的受益能力来看，我们认为公司同样值得看好：

1) 按照公司产能的建设进度和行业规律，我们预计公司 2012 年产能增长 8-10 万吨是大概率事件，在量的层面，今年基本不会出现显著的瓶颈。

2) 根据公司公告，公司目前在手订单饱满、下游需求旺盛，消化新增产能基本不存在困难。

3) 下游客户多为国有大型企业，对价格不敏感、而对产品安全性和可靠性极为关注，由于公司过去已经获得了多笔订单，市场地位稳固，未来拿单能力有保障。

4) 即便钢价发生波动，历史证明公司可通过与业主议价实现成本转移，看好公司未来的毛利稳定性。

5) 公司一直根据下游市场变化，前瞻性地调整产品结构，过去已经战略性放弃了信号塔等成长乏力的品种，未来除了现有的火电、核电钢结构，输电塔、广播塔等业务外，还将开拓其他新兴领域，有望形成新的业绩增长点。

### 3. 投资建议

公司短期主要看产能释放进度和订单执行情况，未来在自上而下的市场环境和自下而上的受益能力双重利好下，公司业绩增长可期，我们预测 2012-2014 年 EPS 为 1.42 元、1.77 元、2.04 元，给予推荐评级。

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**胡皓，钢铁行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn