

钢结构稳步增长，特高压开启公司 铁塔增长潜力

2011年3月8日

推荐/首次

东方铁塔

调研快报

——东方铁塔（002545）调研快报

王明德	执业证书编号 S1480511100001	
联系人	侯建峰	010-66554043 Houjf@dxzq.net.cn

事件：

近日我们调研了东方铁塔，与公司董秘、财务总监就公司的生产经营情况以及未来的产业规划进行了沟通。主要的信息及观点如下：

主要观点：

1、 公司是国内最大的电厂钢结构厂商，虽然未来火电的占比会逐渐降低，但是公司近几年在钢结构业务上还将保持较快增长。

公司在 600MW 以及 1000MW 火电机组上面有绝对的优势，市场占比在 50%以上。从公司目前的收入情况来看，在电厂钢结构上面的收入增速并没有明显的下降，由于火电“上大压小”更有利于巩固公司在电厂钢结构方面的优势。此外，IGCC 等的增加也将提升公司在电厂钢结构的业务收入。

表 1：公司主要电厂钢结构历史中标情况

电厂产品	本公司投标及中标情况
1000MW 机组空冷钢结构	参与投标 2 个，中标 1 个
600MW 及 660MW 机组空冷平台钢结构	参与投标 40 个，中标 21 个
1000MW 机组主厂房钢结构	参与投标 26 个，中标 14 个
660MW 及以下机组主厂房钢结构	该细分市场竞争程度较高，公司市场占比占投标总量 10%左右。

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

公司以前钢结构的客户主要立足于电厂的厂房钢结构，在有效扩大产能后积极扩展电厂空冷平台以及锅炉支架等业务，随着我国大容量机组以及 IGCC 等业务的开展，公司在火电厂钢结构的业务有望保持持续稳定增长。

表2：火电厂主要的钢结构产品及用途

产品名称	产品简介
火电厂厂房钢结构	火电厂厂房钢结构主要用于承载汽轮机及其运行。以100万千瓦机组主厂房钢结构为例，其重量可达1万吨。
空冷平台钢结构	空冷平台钢结构用于支撑空冷设备及其运行重量。以600MW火电厂空冷平台为例，其安装位置大约在距地面40米高空，跨度和高度都较长。
锅炉支架钢结构	火电厂的锅炉的支撑结构全部采用钢结构。600MW机组锅炉钢支架整体高度超过50米，部分构件单体重量超过100吨；1000MW机组锅炉钢支架整体高度达到100米，部分构件单体重量超过150吨。

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

公司积极拓展其它领域的钢结构市场，公司目前已成为主要的核电钢结构供应商，核电2012年上半年有望重启，将推动公司核电业务的发展。同时，公司正在稳步推进石化及石油平台的钢结构业务，而且公司具备石化和炼油方面的压力容器资质，这些业务的开展有望进一步保持公司在专业钢结构领域的地位。

表3：核电钢结构的主要参与方及公司中标情况

企业	项目
鞍山东方钢结构有限公司	红沿河核电站常规岛1、2#机组结构
浙江大地钢结构有限公司	宁德核电站常规岛1、2#机组主厂房钢结构
浙江省火电建设公司	三门核电站常规岛1、2#机组主厂房钢结构
青岛东方铁塔股份有限公司	宁德核电站常规岛1、2#机组BOP厂房和泵房钢结构、三门核电站常规岛1、2#机组泵房钢结构

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

公司海外市场开拓顺利，公司近期与印度以及老挝各签订了过亿元的合作，随着公司海外业务拓展步伐的加快，将有效提升公司未来的业绩增长。

2、公司铁塔业务稳健发展，特高压启动将有效提升公司铁塔产能利用率。

公司上市前几年在铁塔业务的市场占有率在国网中一直排在前10位，随着国网统一招标的推进，公司的大客户战略成效显著，公司的铁塔业务在国网、南网招标中基本位于前5位。

表 4：公司在国家电网近几年中标情况

年度	2007	2008	2009
国网招标量（万吨）	104.74	114.09	143.04
公司中标量（万吨）	3.1	3.93	6.86
本公司市占率	2.96%	3.44%	4.80%
市场排名	8	7	5

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

公司是广播塔的龙头，广播塔市场占有率在 70%以上，由于淮南-上海的特高压线路的铁塔采用钢管组合塔，公司在广播塔（主要是钢管组合塔技术）方面积累的技术、工艺和工程优势让公司在后续的特高压建设中占据主要份额。同时公司也在积极生产大规格脚铁塔，如果后续国网特高压铁塔建设中采购大规格脚铁塔，公司也能够快速的介入。

公司近 3 个月在铁塔业务方面中标南方电网 3.15 亿（特高压直流和超高压直流），国家电网特高压工程 3.5 亿，将对 2012 年业绩产生积极影响。

3、公司在手订单充足，产品业务结构进一步优化，预计 2012 年将保持 20%以上的增长速度。

公司目前钢结构产能在 10.8 万吨，募投项目达产后产能将达 25.8 万吨，铁塔产能 11.6 吨，募投项目达产后产能将达到 21.6 万吨。将有效解除公司产能瓶颈的限制。公司实行大客户战略，随着产能瓶颈的消除，公司的销售效率有望进一步提升，进而提升公司的发展空间。

表 5：公司上市前主要产品的产能情况

年度	产品	青岛产能（万吨）	苏州产能（万吨）	总产能（万吨）	产能利用率
2010 上半年	钢结构	3	2.4	5.4	67.84%
	脚铁塔	2.5	1.5	4	80.72%
	钢管塔	1.2	0.6	1.8	65.37%
2009	钢结构	6	4.8	10.8	77.39%
	脚铁塔	5	3	8	80.17%
	钢管塔	2.4	1.2	3.6	84.71%
2008	钢结构	6	4.8	10.8	91.97%
	脚铁塔	3.6	2	5.6	44.66%
	钢管塔	2.4	1.2	3.6	75.41%
2007	钢结构	5	4.8	9.8	89.08%
	脚铁塔	3.6	2	5.6	57.03%
	钢管塔	2.4	2.4	2.4	88.97%

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

公司 2011 年度中标项目较多，估计在 20 多万吨，平均价大约 8000 元/吨，价值 20 多亿，大部分将在 2012 年结算，将有效提升公司 2012 年的业绩增速，同时随着公司钢结构业务多领域和海外市场的开拓，以及特高压业务重启加速的预期，公司有望获得超预期的增长。

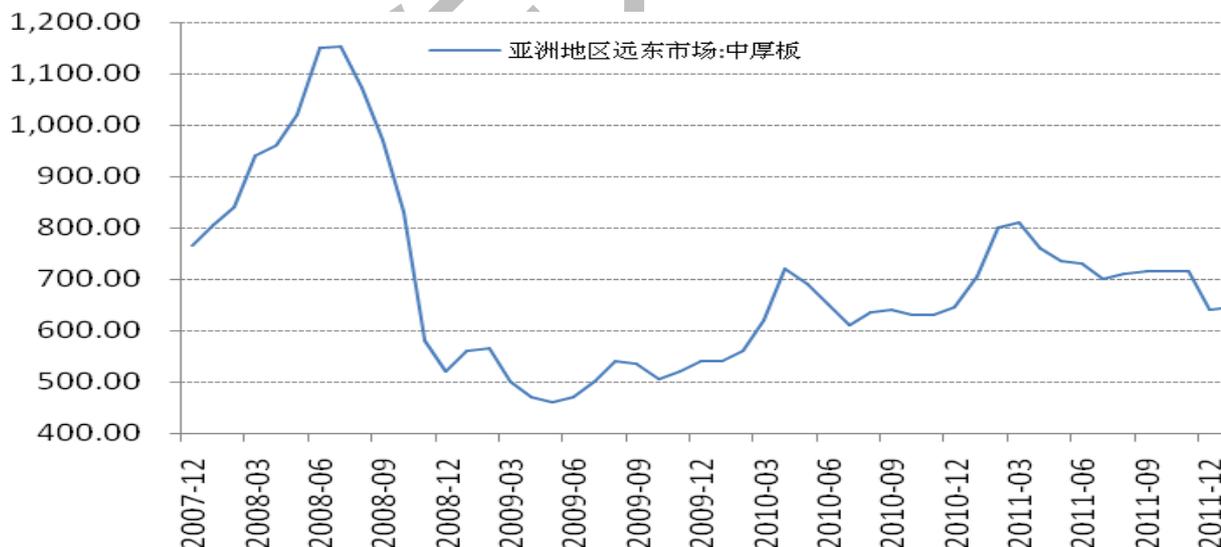
表 6：公司主要产品的生产周期

项目	深化图纸	采购材料	加工制作	试组装	防腐处理	包装发运	合计
角钢塔	30	30	30	0	5	10	105
钢管塔	30	60	60	30	5	15	200
钢结构	60	60	60	0	5	20	205

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

此外，钢材占公司生产成本的比重在 60%以上，由于国内钢材产能过剩，钢材价格维持低位，有利于公司保持成本稳定，同时国网招投标价格从 2011 年下半年开始回升，预计 2012 年有望继续回升，将显著提升公司的毛利率水平。

图 1、主要原材料板材的价格



资料来源：wind、东兴证券研究所

投资建议：

综上，我们认为，公司稳健的产业布局和持续的新领域业务的开拓将保持公司持续的市场竞争力。我们初步给与公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 1.39 和 1.74，对应的 EPS 为 12.75 倍和 10.20 倍，首次暂定公司“推荐”评级。建议积极关注公司石化、石油平台和海外钢结构业务的进展以及国内特高压建设的进展，这些事件将决定公司业绩的增长空间。

风险提示：

经济形势进一步下滑，电网投资低于预期的风险；公司新增产能无法有效消化以及海外市场开拓乏力的风险。

表 7：盈利预测及估值

指标	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	1,700.83	1860.51	2418.66	3023.33
增长率（%）	15.04%	9.39%	30.00%	25.00%
净利润（百万元）	238.65	262.59	362.80	453.50
增长率（%）	67.01%	10.03%	38.16%	25.00%
每股收益(元)	1.83	1.02	1.39	1.74
净资产收益率(%)	36.21%	11.44%	12.10%	12.89%
PE	XX	17.42	12.75	10.20
PB	XX	1.99	1.54	1.31

资料来源：东兴证券研究

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

新兴产业小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发7年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券