

中泰桥梁（002659）新股定价报告——中国桥梁钢结构行业第一股，未来发展前景广阔

中泰桥梁 002659

中泰桥梁（002659）主要从事桥梁钢结构工程业务，目前具备年产8万吨桥梁钢结构的工程能力。业务范围涵盖桥梁钢结构研究、工艺设计、制造、运输、安装等桥梁钢结构工程的细分领域。

2010年以来，公司承接的钢结构工程总价为21亿元，截止到2011年底，公司仍有未完成合同量10.3亿元。经过多年的积累与开拓，公司与国内大批工程建设单位、总承包商建立了长期稳定的合作关系，形成了一定的品牌优势和市场地位。公司凭借自身优良的钢结构制作和安装技术、优秀的工程品质和良好的服务意识等综合优势，依托长江下游沿江地区的区位优势，自主承接的钢结构工程量取得了较大幅度的增长。

未来随着我国跨海湾、跨江的大跨径钢结构桥梁的建设，桥梁钢结构需求量将呈快速发展，根据中国钢结构协会预测，到2015年我国桥梁钢结构工程需求量将达到450万吨，而我国目前六家产量较高的中铁山桥、中铁宝桥、武船重工、中泰桥梁、武桥重工、中铁九桥等桥梁钢结构工程重点企业的合计产量仅为约63万吨，目前我国桥梁钢结构工程企业产能规模不能全部满足未来重点工程需求。因此在下游桥梁钢结构需求量持续增长的带动下，桥梁钢结构行业企业也面临着较大的发展空间。

公司此次公开发行募集资金主要用于年产8万吨桥梁钢结构产能项目和技术研发中心项目。此次募集资金投资项目的实施将使公司在现有主营业务基础上工程能力得到提升，项目实施后将会大幅提升公司主营业务收入和公司自主研发能力，提高公司工程业务的市场占有率，增强持续盈利能力和整体竞争实力。

合理估值区间：10.81元~11.28元

预计公司2011~2013年的EPS分别为0.47元、0.65元、0.88元。同类可比上市公司2011年平均动态PE为23X，由于公司业务技术门槛高且毛利率高于同类可比公司，故我们认为公司估值区间在23X~24X之间较为合理；按照2011年每股收益0.47元（摊薄后）计算，发行价格在10.81元~11.28元之间。该价格区间按照2012年每股收益0.65元（摊薄后）计算，对应PE为16.63~17.35X，根据我们的盈利预测比较，低于行业均值18.21X，故我们认为10.81元~11.28元的价格区间较具安全边际。

首次 不评级

分析师：陈柏儒

投资咨询执业证书编号：
S0630511020004

联系信息：
021-50586660-8594
cbr@longone.com.cn

日期
发布：2012年02月28日
分析：2012年02月23日

公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.34	0.47	0.65	0.88

注：EPS为最新股本摊薄后数据

正文目录

一、桥梁钢结构行业第一股，未来市场前景广阔.....	4
1、专做桥梁十余载，业务覆盖大江南北，众多技术国内外领先	4
2、公司业务逐年增长，业务链有所延长，盈利能力不断提升	6
3、大量在手订单+募投项目投产，确保公司未来主营业务收入稳定增长.....	7
二、随着交通运输业日益增加，桥梁钢结构行业将得到长足发展	9
1、桥梁钢结构具有抗震性能好、经济环保等优势	9
2、我国桥梁钢结构行业虽起步较晚，但在实践中得到了快速发展.....	9
3、国民经济平稳较快增长，交通运输需求日益增加，推动桥梁钢结构行业新的发展.....	10
三、公司未来投资亮点	11
1、立足长三角地区，扩大全国市场份额，积极拓展海外市场	11
2、募投项目投产，公司产能翻番	12
3、上游钢材原材料产能充裕，下游市场需求增长旺盛	13
四、行业同类上市公司财务数据比较.....	13
1、公司技术门槛更高毛利水平更高	13
2、公司存货周转能力进一步提升	14
五、盈利预测	15

图目录

图 1 公司主要工程业绩	4
图 2 中泰桥梁业务所处行业	9
图 3 2003—2010 年陆路交通建设投资规模（单位：亿元）	10
图 4 2000—2010 年我国桥梁钢结构工程产量（单位：万吨）	10
图 5 2004—2010 年我国公路桥梁存量趋势图	11
图 6 “十二五”期间我国桥梁钢结构预计完工量（单位：万吨）	11

表目录

表 1 公司主要产品的产能、产量情况（单位：万吨）	6
表 2 公司主营业务毛利变化情况（单位：万吨、万元、元/吨）	7
表 3 公司 2010 年以来承接的钢结构工程（单位：万元）	7
表 4 公司此次募集资金投资进度安排	12
表 5 同行业可比公司毛利率比较	14
表 6 同行业可比上市公司资产周转能力比较	14
表 7 利润表简表（单位：万元）	15

一、桥梁钢结构行业第一股，未来市场前景广阔

中泰桥梁主要从事桥梁钢结构工程业务，目前具备年产 8 万吨桥梁钢结构的工程能力，业务范围涵盖桥梁钢结构研究、工艺设计、制造、运输、安装等桥梁钢结构工程的细分领域。公司自设立以来，承担过钢箱梁、钢桁梁、钢砼结合梁、钢管拱、钢箱拱、钢套筒、钢锚箱等类别的桥梁钢结构工程形式，工程领域涉及悬索桥、斜拉桥、梁式桥、拱式桥等桥梁结构类型。

1、专做桥梁十余载，业务覆盖大江南北，众多技术国内外领先

公司成立以来，一直专注于从事桥梁钢结构工程承包及技术服务业务，为钢结构桥梁提供钢结构工艺设计、制作、运输和安装，主营业务未发生重大变化。公司成立后，先后承担了上海卢浦大桥、润扬长江大桥、南京长江三桥、苏通长江大桥、上海长江大桥、上海闵浦大桥、泰州长江大桥、崇启长江大桥等多座大型跨江桥梁的钢结构工程，业务覆盖江苏、上海、浙江、安徽、湖北、湖南、江西、广东、福建、吉林、山西等多个省市。

公司通过在桥梁钢结构工程领域十余年的发展，掌握了扁平流线型钢箱梁、连续箱梁、分离式钢箱梁、超宽复杂结构钢箱梁、高吨位大节段超大制造单元钢箱梁、双层全焊接正交异性结合钢桁梁等多种类型主梁钢结构的制造安装技术。目前，公司拥有工程相关技术专利 15 项，并拥有多项特有的应用型工程技术；在不断的工程实践中，公司掌握并成功应用了包括超大节段滚装上船运输技术、桥梁钢结构地面整体拼装技术、上下层桥面和主桁架合体节段同时立体预拼装技术、超大体量合拢段整体合拢施工技术、大跨度连续组合箱梁施工技术、超宽复杂结构钢箱梁制造安装精度及安装控制方法等在内的多项在国际上居于先进之列的工程技术。

图 1 公司主要工程业绩

	<p>崇启长江大桥为跨度 185 米的六跨钢连续梁式桥，全桥共有 162 个钢结构梁段，中泰桥梁承担其中 98 个。</p> <p>公司于该桥运用的技术：超重超长节段滚装上船、桥位抛锚定位技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、大节段运输各工况体系转换技术、桥面块体反造和箱梁正造相结合的工艺技术、先孔法和后孔法相结合的工艺技术。</p>
	<p>苏通长江大桥为跨度 1,088 米的斜拉桥，全桥共有 141 个钢结构梁段，中泰桥梁完成其中 71 个。</p> <p>公司于该桥运用的技术：梁段几何及物理参数精确采集技术、钢箱梁梁段精确称重技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、钢箱梁涂层油漆用量控制技术、顶底板单元无码组装技术、顶底板单元旋转胎反变形焊接技术、超重超长节段滚装上船、桥位抛锚定位技术。</p>



南京长江三桥为跨度 648 米的双塔钢箱梁斜拉桥，全桥共有 89 个钢结构梁段，中泰桥梁完成其中 44 个。

公司于该桥运用的技术：钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、斜拉桥锚腹板焊接与尺寸精度控制技术、顶底板单元无码组装技术、顶底板单元旋转胎反变形焊接技术。



上海闵浦大桥为跨度 708 米的双塔双索面双层钢桁梁斜拉桥，全桥共有 63 个钢结构梁段，全部由中泰桥梁完成。

公司于该桥运用的技术：双层桥面钢桁梁全焊立体连续匹配组装、焊接和预拼装技术、弦杆无码定位组装技术、全焊钢桁梁立体拼装合理控制收缩变形技术、精确立体测量定位及利用工艺件加固防变形技术。



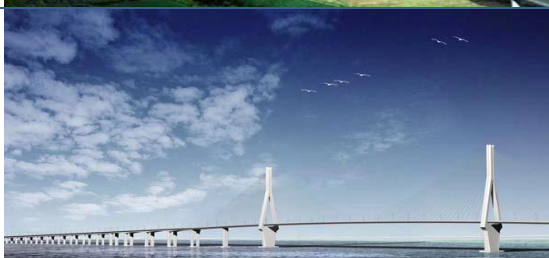
上海长江大桥主桥为跨度 730 米的公轨两用斜拉桥，中泰桥梁完成主桥全部 99 个钢结构梁段的总拼。

公司于该桥运用的技术：双箱分离式哑铃形截面主梁拼装的桥梁精确定位技术、锚腹板单元的二次定位技术、梁段几何及物理参数精确采集技术、斜拉桥锚腹板焊接与尺寸精度控制技术、顶底板单元无码组装技术、顶底板单元旋转胎反变形焊接技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术。



鄂东长江大桥为跨度 926 米的九跨连续半漂浮双塔混合梁斜拉桥，该桥主桥钢箱梁采用分离式双箱断面结构，全桥共有 63 个钢结构梁段，中泰桥梁完成其中 35 个梁段的总拼。

公司于该桥运用的技术：长江航道钢箱梁梁段叠装运输技术的运用、避免顶板 U 形肋仰焊采用顶板上接板与横隔板横对接的工艺技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、栓焊结构钢箱梁制造工艺优化技术。



上海东海大桥主桥为跨度 420 米的双塔单索面叠合箱梁斜拉桥，主桥采用开放式箱梁与叠合梁相结合的新型钢结构形式，主桥共有 59 个钢结构梁段，全部由中泰桥梁完成。

公司于该桥运用的技术：剪刀钉焊接技术、钢箱梁桥面板上浇筑混凝土厂区内合成工艺技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术。



泰州长江大桥建成后为主跨 2×1080 米的三塔悬索桥，该桥主桥钢箱梁共分 8 种 136 个吊装梁段，中泰桥梁负责完成其中 64 个。

公司于该桥运用的技术：风嘴与锚箱合成块体制造工艺技术、梁段总拼横隔板横对接工艺技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、顶底板单元无码组装技术、顶底板单元旋转胎反变形焊接技术。



润扬长江大桥分为南汊桥和北汊桥，其中：南汊桥为跨度 1,490 米的悬索桥，北汊桥为跨度 406 米的斜拉桥。中泰桥梁完成南汊桥 47 个吊装梁段中的 23 个，完成北汊桥 61 个吊装梁段中的 30 个。

公司于该桥运用的技术：钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、顶底板单元无码组装技术、顶底板单元旋转胎反变形焊接技术、总拼胎架测量控制网应用技术。



马鞍山长江大桥建成后为主跨 2×1080 米的三塔悬索桥，该桥全桥共 135 个钢结构梁段，中泰桥梁负责完成其中 67 个。

公司于该桥拟运用的技术：栓焊结构钢箱梁制造工艺优化技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、U 形肋钻孔精度控制技术、顶底板单元无码组装技术、顶底板单元旋转胎反变形焊接技术。



上海卢浦大桥为跨径 550 米的拱式桥，该桥主梁采用扁平流线型钢箱梁，全桥共有 49 个钢结构梁段，全部由中泰桥梁完成总拼。

公司于该桥运用的技术：S355N 进口材质焊接材料及辅材匹配优化技术、钢拱桥锚腹板焊接与尺寸精度控制技术、钢箱梁焊接收缩量补偿技术、钢箱梁多节段连续匹配组装、焊接和预拼装技术、S355N 进口材质焊接工艺技术运用。

资料来源：东海证券研究所；公司招股说明书

2、公司业务逐年增长，业务链有所延长，盈利能力不断提升

2011 年公司完成的桥梁钢结构工程量较上年增长 0.96 万吨，同比增长 13%；工程收入较上年增加 1.72 亿元，同比增长 27%，收入增速快于工程量增速。主要原因是 2011 年公司实施的桥梁钢结构工程项目较多的采用了自主采购钢材形式，原材料成本计入总价，进而增加了工程合同的单位报价。

表 1 公司主要产品的产能、产量情况（单位：万吨）

产品类别		2011 年	2010 年	2009 年
整体钢结构工程能力		8.00	8.00	8.00
工程完工量	桥梁钢结构工程	8.32	7.36	6.47
	其他钢结构工程	0.78	1.33	1.56
	合计	9.10	8.69	8.03
产能利用率		113.75%	108.63%	100.38%

资料来源：东海证券研究所；公司招股说明书

桥梁钢结构工程涉及到钢结构工艺设计、钢结构制作、节段运输、桥位安装等不同环节，目前业内的大多数企业只能完成其中的部分环节，且多以单纯的钢结构制作为主，能够同时完成全部环节的企业较少，这就在一定程度上限制了行业内企业的整体利润水平，未来行业内具有完整工程业务链的企业，将能够获得更多的工程业务机会和具备更强的持续盈利能力。2008 年以来，随着公司自主采购原材料比例的逐步增大，使

得主营业务收入及毛利有了较大幅度的增长，同时公司业务链也得到了相应延长。目前，公司已经形成了包括板单元制造、组装焊接、节段拼装、涂装、梁段总装、实时检测及起重吊装、装船运输、桥位焊接及涂装、桥梁合拢、桥梁钢结构维护等在内的贯穿桥梁钢结构工程各个环节的全方位业务服务体系。

2011年公司自主采购钢材项目的比重增加，由于自主采购原材料成本加大，使得毛利率下降，导致综合毛利率小幅下降，但是公司主营业务毛利由2008年的6,837.64万元增加2011年15,065.28万元，保持了较快的增长速度，自主采购钢材项目比重加大未对经营业绩产生不利影响。2011年，公司自主采购钢材的项目实现收入占公司主营业务收入的比重为78.93%，公司综合毛利率仍保持16%以上的较高水平，预计未来公司综合毛利率受自主采购钢材项目比重加大的影响较小。

表 2 公司主营业务毛利变化情况（单位：万吨、万元、元/吨）

工程类别		2011 年				2010 年			
		工程量	毛利	吨毛利	毛利率	工程量	毛利	吨毛利	毛利率
桥梁钢结构工程	甲方供料	1.08	1,388.27	1,285.44	19.84%	1.56	1,704.55	1,092.66	23.80%
	自主采购	7.24	11,890.63	1,642.35	16.12%	5.80	9,209.69	1,587.88	16.34%
其他钢结构工程		0.78	1,786.38	2,290.23	16.73%	1.33	948.32	713.02	16.88%
合计		9.10	15,065.28	1,655.52	16.48%	8.69	11,862.56	1,365.08	17.16%
工程类别		2009 年				2008 年			
		工程量	毛利	吨毛利	毛利率	工程量	毛利	吨毛利	毛利率
桥梁钢结构工程	甲方供料	3.90	3,239.90	830.74	21.99%	3.95	2,708.36	685.66	21.14%
	自主采购	2.57	3,652.33	1,421.14	16.12%	1.50	1,966.17	1,310.78	15.98%
其他钢结构工程		1.56	1,540.71	987.64	19.86%	2.96	2,163.11	730.78	19.26%
合计		8.03	8,432.94	1,050.18	18.68%	8.41	6,837.64	813.04	18.81%

资料来源：东海证券研究所；公司招股说明书

3、大量在手订单+募投项目投产，确保公司未来主营业务收入稳定增长

经过多年的积累与开拓，公司与国内大批工程建设单位、总承包商建立了长期稳定的合作关系，形成了一定的品牌优势和市场地位。公司凭借自身优良的钢结构制作和安装技术、优秀的工程品质和良好的服务意识等综合优势，依托长江下游沿江地区的区位优势，自主承接的钢结构工程量取得了较大幅度的增长。2010年以来，公司承接的钢结构工程总价为21亿元，主要工程的具体情况如下：

表 3 公司 2010 年以来承接的钢结构工程（单位：万元）

序号	项目	合同签署/ 中标日期	合同/中标金 额（含税）	截至 2011 年底 完工进度	预计未来收入金 额（不含税）
1	福建福州淮安大桥钢箱梁工程	2010 年 3 月	7,258.10	98%	146.42
2	湖南省张家界至花垣高速公路项目第八合同段主桥 钢结构制作及运输	2010 年 4 月	10,667.47	84%	1,518.84
3	无锡吴越路跨线桥钢结构工程	2010 年 6 月	1,224.20	100%	-
4	南通市新开北路通启运河大桥钢结构制作加工工程	2010 年 6 月	2,292.74	100%	-
5	澳大利亚力拓平台钢结构工程	2010 年 7 月	206.67	100%	-

6	椒江二桥及接线工程第2标段主桥钢套箱	2010年8月	742.18	100%	-
7	武汉市武咸公路改造工程钢箱梁	2010年8月	2,779.33	100%	-
8	泰州长江大桥中塔沉井基础防撞套箱工程	2010年9月	1,955.37	100%	-
9	马鞍山长江公路大桥左汊悬索桥MQ-C03合同段钢箱梁制作	2010年9月	21,516.81	57%	6,382.67
10	安徽省蚌埠市大庆路淮河公路桥01标工程	2010年9月	9,268.95	92%	642.53
11	杭新景高速公路延伸线之江大桥钢箱梁工程	2010年9月	16,300.00	56%	6,289.74
12	南昌艾溪湖大桥钢箱梁、钢拱圈工程	2010年9月	9,890.96	100%	-
13	椒江二桥及接线工程第2标段主桥钢结构工程	2010年10月	16,899.20	81%	2,897.71
14	崇启长江大桥钢箱梁安装及调位系统钢结构工程	2010年12月	539.40	100%	-
15	椒江二桥及接线工程S01墩索塔钢锚梁工程	2011年1月	406.52	100%	-
16	南通港洋口港太阳岛南侧液体化工码头工程钢栈桥制作	2011年3月	1,507.94	100%	-
17	象王900吨门式起重机设备钢结构工程	2011年3月	6,480.00	39%	3,378.46
18	福州至银川高速九江长江公路大桥(江西段)钢箱梁项目	2011年4月	23,281.62	-	19,898.82
19	东方重工门式起重机设备钢结构工程	2011年4月	11,980.00	40%	6,143.59
20	江苏启东威尼斯水城桥梁钢结构工程	2011年4月	220.00	88%	23.20
21	吴江市学院路路桥工程	2011年5月	3,461.82	70%	936.51
22	江苏新阜宁大桥改造工程	2011年6月	622.37	100%	-
23	江苏启东威尼斯水城桥梁钢结构工程	2011年6月	1,300.00	95%	57.5
24	印度娅穆纳河大桥钢结构工程	2011年7月	24,043.14[注]	-	24,043.14
25	上海市康宁路(区界-A20公路)道路新改建工程C03标主桥钢结构工程	2011年9月	2,718.88	-	2,462.27
26	徐明高速公路桁架组合梁制作安装工程(04标/10标/11标)	2011年9月	1,963.91	-	1,678.56
27	徐明高速公路土建工程XMLJ-13标五河定淮淮河公路钢箱梁加工制作、运输与安装工程大桥	2011年11月	5,085.43	-	4,496.63
28	中新天津生态城中部片区经六路上跨蓟运河故道桥梁工程主桥钢结构	2011年12月	4,250.00	-	3,632.48
29	重庆丰都长江二桥钢结构制作、运输及安装工程	2011年12月	21,182.14	-	18,104.39
合计			210,045.15	-	102,733.46

资料来源：东海证券研究所；公司招股说明书

[注]：该桥钢结构工程的制作部分合同约定价款为2,880.30万美元，暂估人民币为18,621.14万元；安装部分为双方签订的意向协议，约定价款为838.67万美元，暂定人民币为5,422.00万元。

以上工程项目均为公司自主承揽的钢结构工程项目，预计将在未来1~2年陆续完成，同时，考虑到未来几年内，公司承接大中型桥梁钢结构工程的能力将进一步提高，公司在桥梁钢结构工程领域的行业地位得到进一步巩固，工程施工能力也将保持稳步增长，有效保障了公司主营业务的快速发展。此次募集资金投资项目建成投产后，公司桥梁钢结构产品的生产能力得到有效提升，桥梁钢结构产品制作和安装水平不断提高，公司的规模优势更为突出，为公司未来盈利水平的持续增长提供较强的保障。

二、随着交通运输业日益增加，桥梁钢结构行业将得到长足发展

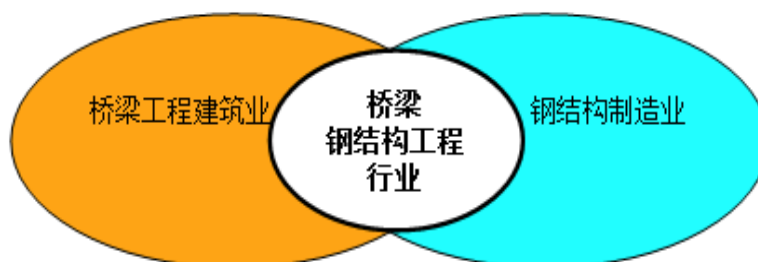
1、桥梁钢结构具有抗震性能好、经济环保等优势

桥梁钢结构，通常指桥梁主梁或主拱应用以钢结构为主的工程构造形式，以此工程结构建成的桥梁称为钢结构桥梁。由于桥梁钢结构具有抗震性能好、建设速度快、可循环、经济环保等优势，以及模块化设计、工厂化制造、安装架设精、准、快等优点，使得钢结构成为新型环保桥梁的主要构造形式之一，在越来越多的国家和地区得到应用。

从产品属性角度划分，桥梁钢结构工程包括：钢箱梁、钢桁梁、钢管拱、钢箱拱、钢砼结合梁、钢锚箱、钢塔柱、钢套筒、桥面系设施、钢桥面板、钢围堰、钢沉井、防撞设施、钢桥修复和设施加固等钢结构工程形式，其中，钢箱梁、钢桁梁、钢砼结合梁等作为桥梁主梁或加劲梁，成为整个桥梁钢结构工程的核心业务，构成整个钢结构工程投资的主要部分；从工程涉及的桥梁类型角度划分，桥梁钢结构工程涉及悬索桥、斜拉桥、梁式桥、拱式桥等主要的桥梁工程结构类型，其中悬索桥、斜拉桥等大跨径桥梁（悬索桥跨径一般在800米以上，斜拉桥跨径一般在300米-1,000米）由于其跨径和荷载要求高，目前主要采用钢结构作为其桥梁主梁的构造形式；梁式桥和拱式桥也越来越多地采用钢结构作为其主要梁或主拱的工程结构，以增强其抗震性、荷载性能、跨越能力及美观度等桥梁特性。

中泰桥梁作为专业的桥梁钢结构工程承包企业，从业务活动范围来看，桥梁钢结构工程行业为联接制造业和建筑业的“两栖”行业。

图 2 中泰桥梁业务所处行业



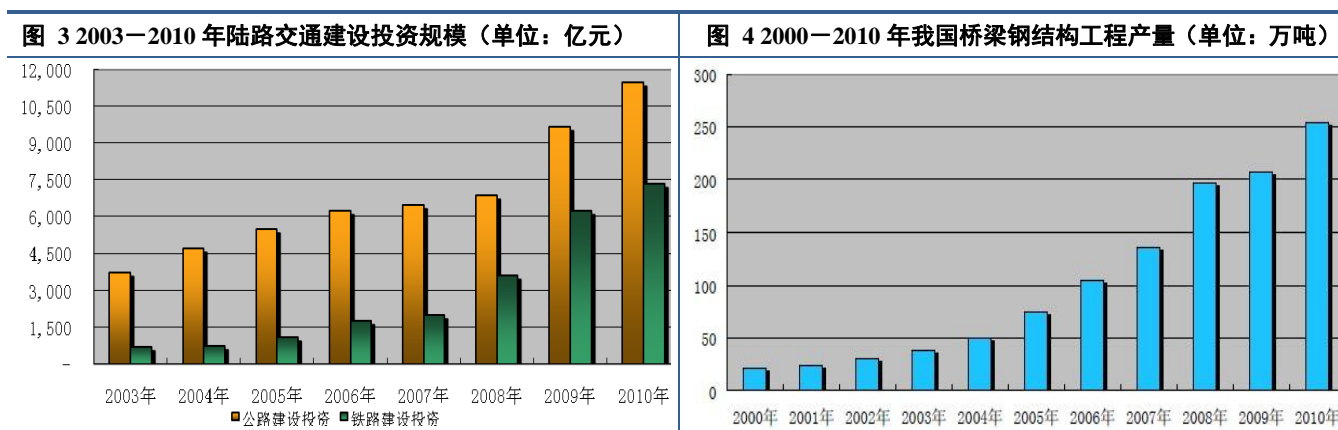
资料来源：东海证券研究所；公司招股说明书

2、我国桥梁钢结构行业虽起步较晚，但在实践中得到了快速发展

近十年来，我国钢结构桥梁事业得到了快速发展，相继建造了多座跨度超过千米的钢结构桥梁，桥梁钢结构工程行业也在不断的工程实践中得到了迅速发展，在钢梁基础研究、工程施工工艺、工程技术试验、钢梁结构创新、桥梁节段制作、大节段装船运输、钢梁架设及合拢等方面都得到了经验的积累与提升。未来在我国经济稳定发展的保证下，随着《中长期铁路网规划（2008年调整）》、《国家高速公路网规划》等铁路、公路规划的逐步推进和各地道路建设计划的实施，以及城市化带来的城市立体交通网的规模化建设，我国的桥梁建设将迈入一个新的历史时期，桥梁钢结构工程行业也将随之继续保持增长态势。

在交通基础设施建设中，桥梁作为道路建设中跨越江河、山谷、沟壑、低地等的关键性工程越来越成为道路建设的主要组成部分，占比也越来越大，以全长 1,318 公里的京沪高速铁路为例，桥梁长度达 1,061 公里，占比超过 80%。以铁路、公路建设为主的交通基础设施建设的发展将带动桥梁建设的发展，同时拉动了与桥梁建设高度相关的桥梁钢结构工程行业的进步。

以公路建设为例，过去五年里，公路建设投资规模由 2006 年的 6,231.05 亿元增加到了 2010 年 11,482.28 亿元，增长了 84.28%；与此相适应，全国特大公路桥梁也由 2006 年的 1,036 座增加到了 2010 年的 2,051 座，增幅为 97.97%，体现出良好的联动发展趋势。钢结构桥梁作为大跨径桥梁的主要构造形式，在路桥建设中得到了更为充足的发挥，并有效推动了桥梁钢结构工程行业的发展，行业协会计数数据显示，2010 年全国桥梁钢结构工程完工量超过 250 万吨，为 2004 年的 5 倍多，成为因交通基础设施建设加速而发展较为迅速的行业之一。



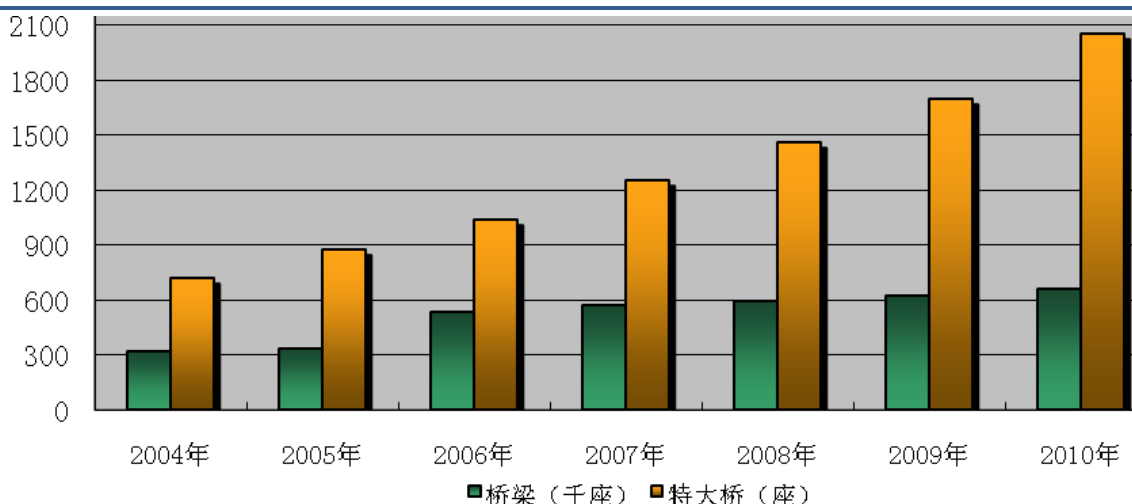
数据来源：东海证券研究所；公路水路交通运输行业发展统计公报；铁道统计公报；中国钢结构协会

3、国民经济平稳较快增长，交通运输需求日益增加，推动桥梁钢结构行业新的发展

随着国民经济的平稳较快增长和钢铁产业的快速发展，钢结构的优势逐步得到重视和体现。未来桥梁亦有大跨度、高载荷的趋势，从而对桥梁材料也提出了更高的要求，钢结构以其跨径大、可循环使用、抗震性能好等混凝土材料不具备的优势成为大桥建设特别是大跨径桥梁建设的主要选择材料。目前，全球悬索桥、斜拉桥等大跨径桥梁的基本构造主要采用钢结构，其他采用钢结构和混凝土的混合梁或者组合梁。

随着全球经济的持续发展，人们对于交通运输的需求增加，从而带动了跨海湾、跨大江桥梁以及市政桥梁的加速建设，继而推动桥梁钢结构行业新的发展。在下游以公路、铁路为主的交通运输业投资的拉动下，未来我国的桥梁钢结构工程行业将面临广阔的市场需求。以我国长江桥梁建设为例，以 2020 年的交通量预测，到 2020 年，长江干流上还需建设大桥（隧道）70 座，使长江干流跨江通道达到 124 座。此外，同江到三亚国道主干线上的跨越渤海湾、长江口、杭州湾、珠江口、琼州海峡等五个巨型桥梁工程主梁钢结构用钢量预计超过 100 万吨。下游钢结构桥梁的大规模建设，将形成对桥梁钢结构工程行业的较大市场需求。

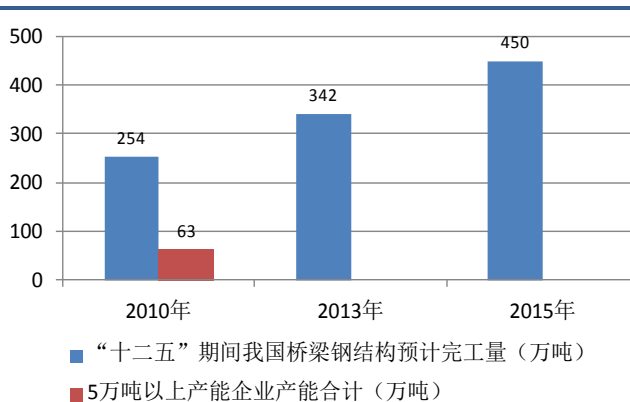
图 5 2004—2010 年我国公路桥梁存量趋势图



数据来源：东海证券研究所；交通运输部；公路水路交通运输行业发展统计公报

未来随着我国跨海湾、跨江的大跨径钢结构桥梁的建设，桥梁钢结构需求量将呈快速发展，根据中国钢结构协会预测，到 2015 年我国桥梁钢结构工程需求量将达到 450 万吨，而我国目前六家产量较高的中铁山桥、中铁宝桥、武船重工、中泰桥梁、武桥重工、中铁九桥等桥梁钢结构工程重点企业的合计产量仅为约 63 万吨，目前我国桥梁钢结构工程企业产能规模不能全部满足未来重点工程需求。因此在下游桥梁钢结构需求量持续增长的带动下，桥梁钢结构行业企业也面临着较大的发展空间。

图 6 “十二五”期间我国桥梁钢结构预计完工量（单位：万吨）



数据来源：东海证券研究所；公司招股说明书

三、公司未来投资亮点

1、立足长三角地区，扩大全国市场份额，积极拓展海外市场

公司自成立以来，先后完成了多座位于长江三角洲地区的大型跨江桥梁的钢结构工程项目，并在上海、无锡、苏州、常州、南通、杭州、台州等经济发达城市承接了一批具有影响力的市政桥梁钢结构工程，具有良好的市场信誉和客户关系基础。

未来公司将继续凭借座落于长江下游的区位优势以及品牌优势和丰富的大型桥梁钢结构工程的施工经验,积极承接该地区的桥梁钢结构工程项目,巩固和加强在该区域市场的优势地位。随着振兴东北老工业基地、西部大开发和中部崛起等国家多项区域发展战略的实施,全国各地公路、铁路和城市立体交通建设投资力度将呈持续增强的趋势。未来2~3年,公司将有计划地在我国经济发展的热点区域进行重点业务开拓,提升在现有桥梁钢结构工程领域的市场竞争力和市场份额,保持在我国桥梁钢结构工程行业的市场领先地位。

在目前国际经济逐渐恢复、各国政府加大对交通基础设施建设支持的大背景下,公司在保证国内桥梁钢结构工程行业市场地位的基础上,积极开拓海外桥梁建设需求大国的钢结构工程业务,稳步推进国际化发展战略,同时公司将持续加强对国外公路、铁路钢结构桥梁工程招标信息的收集筛选,并与国有大型工程承包企业展开合作。目前公司拥有承担国际业务所必须的美国钢结构协会质量认证(AISC)证书,且已经参与建设了澳大利亚铁矿石码头栈桥等多个海外钢结构工程项目,并中标了印度德里娅穆纳河大桥,未来将继续开拓印度、印度尼西亚、美国等海外市场,积极承揽海外桥梁钢结构工程项目,扩大公司桥梁钢结构工程的海外影响力。拓展海外市场作为公司未来确保持续盈利的三个关键要素之一,已被公司管理层提到了相当的高度,就公司目前的技术水平、市场口碑、以及在国内外的工程业绩来看,继续承接海外市场项目不成问题。并且,公司也在积极拓展其海外业务,我们相信未来公司将在海外市场大展拳脚。

2、募投项目投产,公司产能翻番

公司此次公开发行募集资金主要用于年产8万吨桥梁钢结构产能项目和技术研发中心项目。此次募集资金投资项目的实施将使公司在现有主营业务基础上工程能力得到提升,项目实施后将会大幅提升公司主营业务收入和公司自主研发能力,提高公司工程业务的市场占有率,增强持续盈利能力和整体竞争实力。

表 4 公司此次募集资金投资进度安排

序号	项目名称	募集资金投资进度安排(万元)			
		第一年投资	第二年投资	第三年投资	投资总额
1	年产8万吨桥梁钢结构生产项目	15,559.77	13,729.06	2,233.93	31,522.76
2	技术研发中心项目	4,054.90	-	-	4,054.90
	合计	19,614.67	13,729.06	2,233.93	35,577.66

数据来源:东海证券研究所;公司招股说明书

公司目前已经拥有桥梁钢结构工程领域完整的产业链体系,拥有各个类型桥梁钢结构的工程业务能力,但受制于产能规模,公司过去几年的工程项目仍然以主梁钢结构(钢箱梁)为主。新项目投产后,公司将更为适应未来市场发展的需要,在保持目前钢箱梁工程承接优势的基础上,不断提高在钢桁梁、钢塔柱、钢套筒等其他桥梁钢结构工程类型的工程承接能力。截至2011年12月31日,公司已中标未完工项目合同工程量为17.40万吨。未来公司不仅需要完成已中标项目,还要应对新项目的投标工作。按照目前公司的行业地位和市场占有率,公司将有望获取更多的工程合同,而如果企业的产能不能保持跟进,将面临着不能承接部分工程业务的风险。

公司多年来参与桥梁钢结构工程竞争的发展经验表明,企业的产能扩张是与合同工程量的增加相适应的;而在企业实力相当的情况下,企业的产能在很大程度上影响到工程项目的承接能力。由于桥梁建设工程一般均为国家或省级重点工程项目,其对于工期进度有着较高的要求,业主在进行项目招标时,通常对投标企业的总体产能规模及在该项目施工期间的产能保障程度较为关注,如果企业没有足够的产能保证,则较难承接到大型项目的桥梁钢结构工程。近年来,公司曾由于产能瓶颈的限制,被迫放弃了包括重庆粉房湾大桥等在

内的多座大型桥梁钢结构工程项目和其他中小型跨河桥梁改造工程项目的投标，在一定程度上影响到公司市场占有率的进一步扩大。此外，受资金规模限制，公司只能将有限的资金投入重点市场领域，而被迫放弃了多个中西部地区的桥梁钢结构工程，中西部地区的桥梁建设业主往往要求先垫付大部分工程款，例如江西赣州新世纪大桥，业主要求垫付 50% 工程款并分 5 年支付，对公司资金的流动性有较大影响。募投项目投产后，公司将实现产能翻番，在很大程度上缓解公司目前的产能瓶颈问题，并且将有效提升公司的投标项目数量和规模，解决产能和资金瓶颈，提高市场竞争力和市场占有率水平。

3、上游钢材原材料产能充裕，下游市场需求增长旺盛

公司上游行业为钢铁行业，我国作为世界第一大钢铁生产和消费大国，钢材产量已连续十余年位居全球第一，生产原材料供应充足。2009 年、2010 年钢铁产量分别为 69,244 万吨和 79,776 万吨，充足的钢铁产量为钢结构行业的发展提供了坚实的基础，在“量”上可以满足国内桥梁钢结构工程的需求。

在桥梁用钢材领域，过去十年里，我国钢铁企业通过不断的技术改进和攻关创新，使得桥梁用钢从 16Mnq 钢发展到 14MnNbq 型钢，到目前已经开始应用的高强度耐候桥梁钢（Q420q 型钢），桥梁用钢在化学成分、机械性能、表面质量、公差及平直度等诸多方面已经可以满足大跨径桥梁的要求，从而结束了上个世纪桥梁主桥钢结构所用钢材以国外进口为主的历史。目前，我国桥梁用钢已经实现了国产化，我国钢铁企业能够为桥梁钢结构工程提供在“质”上满足设计要求的桥梁用钢。主要原材料保质保量的供应为本行业的发展奠定了良好的材料物质基础。

随着近年来交通运输业的快速发展和钢结构在桥梁建设的应用领域的扩展，桥梁钢结构工程行业成为钢结构工程行业发展较快的领域之一，市场容量不断扩大。2010 年度我国桥梁钢结构工程完工量约为 254 万吨，产值（折合为含材料产值）约 250 亿元。预计到 2013 年，我国桥梁钢结构产量将达到 342 万吨，而公司募集资金投资项目达产后，公司产能规模将达到 16 万吨，占比仅不到 5%。未来我国将要建设的跨越渤海湾、长江口、杭州湾、珠江口、琼州海峡等多座大型跨海工程以及其他跨江河桥梁、市政桥梁工程，将使得我国的桥梁工程建设又进入一个较快发展期，面临着下游广阔的市场空间，公司产能扩张符合宏观经济增长对我国桥梁钢结构工程行业需求增长的趋势，具有较强的市场适应性。

四、行业同类上市公司财务数据比较

1、公司技术门槛更高毛利水平更高

公司主要从事桥梁钢结构工程业务，而同行业可比公司精工钢构、杭萧钢构、东南网架、光正钢构主要从事建筑钢结构业务，2009 年度、2010 年度四家公司平均毛利率分别为 12.57%、13.29%、12.49% 和 15.03%，平均毛利率水平相对稳定，较桥梁钢结构产品略低，主要原因为建筑钢结构市场门槛较低，安装难度相对较小，行业集中度较低，市场竞争相对激烈，建筑钢结构产品的毛利空间较低。

同行业可比公司中，鸿路钢构桥梁钢结构产品占比约 10%，主要为铁路高架桥钢结构产品的制作，一般为中小型钢结构产品，发行人主要从事大中型跨江、跨海桥梁钢结构工程业务，包含制作、运输和安装，毛利率水平较鸿路钢构的桥梁钢结构产品毛利率高；2010 年以来，武桥重工桥梁钢结构工程业务占比约 55%，与发行人的毛利率水平基本相同，并保持基本稳定的趋势。

表 5 同行业可比公司毛利率比较

同类可比公司	主营业务毛利率比较			
	2011年1-6月	2010年	2009年	2008年
精工钢构(600496)	14.19%	11.50%	13.64%	11.71%
杭萧钢构(600477)	10.02%	12.12%	14.46%	9.51%
东南网架(002135)	13.51%	12.62%	12.36%	14.43%
光正钢构(002524)	14.44%	13.73%	16.33%	17.31%
鸿路钢构(002541)	12.52%	12.82%	12.94%	13.72%
其中:桥梁钢结构产品	13.06%	15.07%	18.62%	20.50%
武桥重工	21.81%	21.45%	18.38%	18.08%
其中:桥梁钢结构产品	18.36%	19.77%	13.42%	13.06%
中泰桥梁(002659)	16.21%	17.16%	18.68%	18.81%
其中:桥梁钢结构产品	16.16%	17.18%	18.44%	18.61%

数据来源:东海证券研究所;公司招股说明书

2、公司存货周转能力进一步提升

报告期内,公司存货周转率逐年提高,充分说明了公司资产管理能力和市场美誉度的提升,以及公司同业主及总承包方议价结算能力的提高。总体来讲,公司应收账款和存货管理良好,应收账款周转率和存货周转率波动幅度较小,随着公司竞争实力与市场地位的不不断提升,公司的资产周转能力将有望进一步提高。

表 6 同行业可比上市公司资产周转能力比较

同类可比上市公司	应收账款周转天数		存货周转天数	
	2010年	2009年	2010年	2009年
精工钢构(600496)	68	84	115	113
杭萧钢构(600477)	61	76	144	140
东南网架(002135)	150	166	150	111
光正钢构(002524)	109	105	56	66
鸿路钢构(002541)	26	27	111	117
平均值	83	92	115	109
中泰桥梁(002659)	56	52	167	200

数据来源:东海证券研究所;公司招股说明书

五、盈利预测

合理估值区间：10.81元~11.28元

预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.65 元、0.88 元。同类可比上市公司 2011 年平均动态 PE 为 23X，由于公司业务技术门槛高且毛利率高于同类可比公司，故我们认为公司估值区间在 23X~24X 之间较为合理；按照 2011 年每股收益 0.47 元（摊薄后）计算，发行价格在 10.81 元~11.28 元之间。该价格区间按照 2012 年每股收益 0.65 元（摊薄后）计算，对应 PE 为 16.63~17.35X，根据我们的盈利预测比较，低于行业均值 18.21X，故我们认为 10.81 元~11.28 元的价格区间较具安全边际。

表 7 利润表简表（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	45,359.74	69,194.20	91,435.35	117,529.07	159,116.28	218,784.88
营业收入	45,359.74	69,194.20	91,435.35	117,529.07	159,116.28	218,784.88
二、营业总成本	40,317.62	61,744.03	81,627.34	105,437.85	142,767.40	196,336.43
营业成本	36,727.74	57,274.03	76,370.07	98,219.04	133,100.77	183,057.31
营业税金及附加	757.86	828.98	992.58	1,363.34	1,845.75	2,537.90
销售费用	169.39	205.18	231.63	293.82	397.79	546.96
管理费用	2,120.97	2,475.66	2,637.36	3,525.87	4,773.49	6,563.55
财务费用	96.18	490.83	882.57	1,463.54	1,875.25	2,565.97
资产减值损失	445.47	469.36	513.14	572.24	774.36	1,064.74
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	3.35	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.33	4.26	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	5,070.79	7,454.42	9,808.00	12,091.22	16,348.88	22,448.45
加：营业外收入	66.52	8.96	36.49	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.07	15.20	96.41	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	5,137.24	7,448.19	9,748.09	12,091.22	16,348.88	22,448.45
减：所得税	1,296.43	1,816.58	2,369.08	1,813.68	2,452.33	3,367.27
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	3,840.81	5,631.60	7,379.00	10,277.54	13,896.55	19,081.18
减：少数股东损益	71.80	331.72	136.03	170.04	212.55	265.68
归属于母公司所有者的净利润	3,769.02	5,299.89	7,242.98	10,107.50	13,684.00	18,815.50
七、最新摊薄基本每股收益：	0.24	0.34	0.47	0.65	0.88	1.21

作者简介

陈柏儒: 建材行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万一级行业建筑建材行业所属上市公司

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897