

## 天桥起重(002523)

公司研究/调研报告

# 主业应用拓展 外延转型可期

民生精品---简评报告/机械行业

2014 年 5 月 28 日

### 一、事件概述

我们近期实地调研了天桥起重并与公司管理层就经营状况和未来发展战略进行了深入交流。主业面临压力，公司努力拓展应用行业，公司转型意愿强烈，外延扩张可期。我们看好公司在主业面临困境状况下进行内外兼修的应对策略，在巩固原有行业地位的同时具备主动寻求转型的长远目光。不考虑外延并购，预计 2014 年-2016 年 EPS 分别为 0.13 元、0.16 和 0.20 元，6 个月合理估值在 6-7 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”投资评级。

### 二、分析与判断

#### ► 主业承压 下游投资意愿疲弱

公司主业为专用起重设备，主要应用于铝冶炼和钢冶炼。在电解铝产能不断西迁的大背景下，新产能建设带来公司产品的新增需求。但目前铝行业盈利能力较差，铝锭价格虽有反弹，但距成本价仍有距离，固定资产投资意愿较低，对公司订单收入确认和应收账款带来不利影响。

#### ► 与中南大学合作 拓展铜铅锌冶炼领域

公司与中南大学、五矿铜业签署《战略合作协议》，在冶金装备、自动化控制领域开展紧密合作，有效结合产学研迅速实现科研成果产业化。本次合作将更好整合资源，增强公司在冶金装备及自动化控制技术核心竞争力。五矿铜业为五矿集团在水口山设立的致力于铜精炼业务的大型国企，此次合作将拓展公司在铜冶炼领域应用，未来将进一步在铅锌等有色金属冶炼的应用。

#### ► 转型欲望强烈 外延扩张可期

去年 7 月大股东株洲国投开始从二级市场增持公司股份，累计增持比例为 3.34%，金额为 5076.38 万元，增持完毕后占据公司总股本 22.36%。控股股东的增持显示了对公司未来发展的信心，持股比例的提高也为在资本市场上提供更大运作空间。公司明确提出，要“坚持产业战略为核心，产业投资为指导，...充分利用资本市场融资平台优势，开展产业兼并重组，逐步向同心多元化、投资集团化企业转型发展”。公司具备资金优势，管理层拥有较强的忧患意识，我们看好公司背靠资本市场打造产业投资平台的战略思路。

### 三、股价催化剂及风险提示

股价催化剂：外延式并购进展顺利

风险提示：主业进一步下滑

### 四、盈利预测与投资建议

我们看好公司背靠资本市场打造产业投资平台的战略思路。预计 14-16 年 EPS 分别为 0.13 元、0.16 和 0.20 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”投资评级。

表 1：盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	461	564	674	790
增长率（%）		22.42%	19.49%	17.23%
归属母公司股东净利润（百万元）	27.61	43	53	66
增长率（%）	88.13%	55.27%	23.87%	25.11%
每股收益（摊薄后，元）	0.08	0.13	0.16	0.20
毛利率（%）	27.26%	27.05%	27.13%	27.11%

### 谨慎推荐

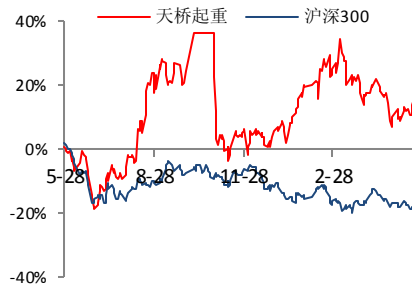
首次

估值区间： 6-7 元

#### 交易数据（2014-5-27）

收盘价	5.48
近 12 个月最高/最低	6.33/3.62
总股本（百万股）	332.80
流通股本（百万股）	237.10
流通股比例	71.24%
总市值（亿元）	18.24
流通市值（亿元）	12.99

#### 该股与沪深 300 走势比较



#### 分析师

分析师：朱旭光

执业证号：S1230513080002

电话：(8621)60876710

Email: zhuxuguang@mszq.com

研究助理：朱金岩

电话：(8610)8512 7532

Email: zhujinyan@mszq.com

#### 相关研究

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 2：天桥起重分项收入构成**

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>铝冶炼起重机</b>								
营业收入（百万元）	245.62	248.36	362.48	339.03	252.73	315.91	372.78	428.69
营收同比（%）		1.12%	45.95%	-6.47%	-25.45%	25.00%	18.00%	15.00%
营收占比（%）	44.81%	42.20%	58.90%	56.53%	55.79%	56.03%	55.33%	54.27%
毛利率（%）	30.14%	32.69%	24.56%	23.81%	28.67%	28.00%	28.00%	28.00%
营业利润占比（%）	54.01%	49.72%	63.78%	59.89%	59.48%	57.99%	57.09%	56.05%
<b>钢冶炼起重机</b>								
营业收入（百万元）	270.37	294.46	187.96	159.20	97.19	116.63	139.95	167.94
营收同比（%）		8.91%	-36.17%	-15.30%	-38.95%	20.00%	20.00%	20.00%
营收占比（%）	49.33%	50.03%	30.54%	26.55%	21.45%	20.68%	20.77%	21.26%
毛利率（%）	20.55%	24.76%	17.93%	11.75%	12.48%	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润占比（%）	40.54%	44.65%	24.15%	13.88%	9.96%	11.47%	11.48%	11.76%
<b>选煤设备</b>								
营业收入（百万元）			11.99	53.58	50.92	68.74	85.93	103.11
营收同比（%）					-4.96%	35.00%	25.00%	20.00%
营收占比（%）				8.93%	11.24%	12.19%	12.75%	13.05%
毛利率（%）			46.37%	31.84%	47.82%	45.00%	45.00%	45.00%
营业利润占比（%）				12.66%	19.99%	20.28%	21.15%	21.67%
<b>其他</b>								
营业收入（百万元）	32.12	45.78	52.95	47.88	52.16	62.59	75.11	90.13
营收同比（%）		42.53%	15.66%	-9.58%	8.94%	20.00%	20.00%	20.00%
营收占比（%）	5.86%	7.78%	8.60%	7.98%	11.51%	11.10%	11.15%	11.41%
毛利率（%）	23.26%	20.07%	21.32%	38.21%	24.69%	25.00%	25.00%	25.00%
营业利润占比（%）	5.45%	5.63%	8.09%	13.57%	10.57%	10.26%	10.27%	10.52%
<b>合计</b>								
营业收入（百万元）	548.11	588.60	615.38	599.69	453.00	563.87	673.77	789.88
营收同比（%）		7.39%	4.55%	-2.55%	-24.46%	24.48%	19.49%	17.23%
毛利率（%）	25.01%	27.74%	22.68%	22.48%	26.89%	27.05%	27.13%	27.11%
营业利润（百万元）	137.06	163.29	139.58	134.78	121.82	152.53	182.82	214.16
营业成本（百万元）	411.05	425.31	475.80	464.91	331.18	411.34	490.95	575.72

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司财务报表数据预测汇总**
**利润表**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	461	564	674	790
减：营业成本	335	411	491	576
营业税金及附加	3	3	4	5
销售费用	32	37	42	47
管理费用	55	59	66	71
财务费用	(5)	(2)	3	8
资产减值损失	15	10	10	10
加：投资收益	6	0	0	0
二、营业利润	32	45	57	73
加：营业外收支净额	3	5	5	5
三、利润总额	35	50	62	78
减：所得税费用	4	7	8	10
四、净利润	30	44	54	68
归属于母公司的利润	28	43	53	66
五、基本每股收益 (元)	0.08	0.13	0.16	0.20

**主要财务指标**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	415.58	135.10	103.24	80.70
<b>成长能力:</b>				
营业收入同比	-24.92%	22.42%	19.49%	17.23%
营业利润同比	-32.0%	41.7%	26.5%	27.3%
净利润同比	79.06%	44.43%	23.87%	25.1%
<b>营运能力:</b>				
应收账款周转率	0.93	1.07	1.15	1.28
存货周转率	2.97	3.08	2.99	2.96
总资产周转率	0.31	0.32	0.32	0.35
<b>盈利能力与收益质量:</b>				
毛利率	27.3%	27.1%	27.1%	27.1%
净利率	6.0%	7.6%	7.9%	8.4%
总资产净利率 ROA	2.1%	2.5%	2.5%	3.0%
净资产收益率 ROE	2.7%	3.3%	3.5%	4.2%
<b>资本结构与偿债能力:</b>				
流动比率	3.43	6.97	5.82	4.99
资产负债率	23.2%	10.2%	12.2%	14.1%
长期借款/总负债	0.7%	1.1%	0.8%	0.7%
<b>每股指标:</b>				
每股收益	0.08	0.13	0.16	0.20
每股经营现金流量	(0.13)	(0.17)	0.10	0.21
每股净资产	3.42	4.57	4.74	4.94

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**资产负债表**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	60	304	285	292
应收票据	121	11	13	16
应收账款	486	564	606	632
预付账款	6	6	10	16
其他应收款	0	45	54	63
存货	161	206	245	288
其他流动资产	309	300	300	300
<b>流动资产合计</b>	<b>1,154</b>	<b>1,436</b>	<b>1,514</b>	<b>1,606</b>
长期股权投资	0	3	3	3
固定资产	279	284	317	347
在建工程	6	26	26	31
无形资产	27	24	21	19
其他非流动资产	0	310	313	313
<b>非流动资产合计</b>	<b>327</b>	<b>647</b>	<b>680</b>	<b>720</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,481</b>	<b>2,083</b>	<b>2,194</b>	<b>2,326</b>
短期借款	11	11	11	11
应付票据	98	41	49	58
应付账款	153	165	196	230
预收账款	40	21	25	29
其他应付款	17	1	1	1
应交税费	7	4	4	4
其他流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>336</b>	<b>206</b>	<b>260</b>	<b>322</b>
长期借款	2	2	2	2
其他非流动负债	5	5	5	5
<b>非流动负债合计</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>负债合计</b>	<b>343</b>	<b>213</b>	<b>267</b>	<b>329</b>
股本	333	333	333	333
资本公积	523	864	864	864
留存收益	225	267	321	387
少数股东权益	57	58	59	60
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,137</b>	<b>1,522</b>	<b>1,576</b>	<b>1,644</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,481</b>	<b>1,735</b>	<b>1,843</b>	<b>1,973</b>

**现金流量表**

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	(42)	(57)	34	70
投资活动现金流量	(216)	(43)	(50)	(55)
筹资活动现金流量	(4)	344	(3)	(8)
现金及等价物净增加	(262)	244	(19)	7

## 分析师简介

朱旭光，机械行业分析师，复旦大学世界经济学硕士，三年从业经验，2014年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。