

天桥起重(002523)

公司研究/点评报告

行业整合提高盈利能力

民生精品---简评报告|机械行业

2014年9月26日

一、事件概述

天桥起重于9月25日晚发布公告：拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购华新机电100%股权，同时向配套融资投资者非公开发行股份募集资金。此次并购为公司产业整合提高整体竞争力的同时，进一步完善产品链，拓展行业应用范围。假设明年全年并表，适当调整2014年-2016年EPS分别为0.06元、0.23和0.30元，维持“谨慎推荐”投资评级。

二、分析与判断

➤ 收购华新机电 显著提高公司整体盈利能力

公司拟以发行股份及支付现金的方式收购杭州华新机电100%股权（包括华电科院25%，张奇星、刘建胜等30名自然人），收购作价5.72亿：其中股权支付4.69亿，发行股份7418万股，发行价格6.33元/股；现金支付1.02亿；同时向特定投资者配套融资不超过1.9亿，在扣除发行费用后用来支付本次交易现金对价及收购完成后增资。华新机电承诺14-16年净利润不低于5980万元、6500万元、6760万元，若本次交易未能与2014年实施完毕，则顺延至2017年业绩承诺为7120万。

➤ 与现有业务优势互补，成就龙头地位

华新机电是国内领先的物料搬运系统整体解决方案提供商，为客户提供“定制化”的物料搬运设备，主要包括港口装卸设备、电力搬运设备，广泛应用于电力、港口、冶金等行业，QDWHX系列新型桥式起重机、ZQX系列等均处于国内领先水平。为天桥打造“同心多元化，投资集团化”的战略目标卖出第一步。2012年我国物料搬运设备市场规模达到5546亿元，此次通过并购华新，天桥起重将直接切入对国内电力、港口、重工等行业，与原来冶金行业固有优势相结合，完善产品链，成就行业龙头地位。

➤ 打造投资控股平台 未来仍有外延扩张预期

公司产品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。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思路，判断未来外延式扩张仍将是公司重要战略。

三、股价催化剂及风险提示

风险提示：并购整合管理风险

四、盈利预测与投资建议

我们仍看好公司背靠资本市场打造产业投资平台的战略思路。假设2015年全年并表，适当调整14-16年EPS分别为0.06元、0.23和0.30元，维持“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 | 539 | 1,344 | 1,536 |
| 增长率（%） | | 16.93% | 149.53% | 14.26% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 27.61 | 23 | 93 | 122 |
| 增长率（%） | 88.13% | -16.46% | 301.99% | 31.53% |
| 每股收益（摊薄后，元） | 0.08 | 0.06 | 0.23 | 0.30 |

谨慎推荐

维持

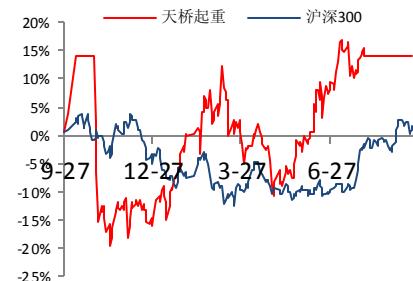
估值区间：

8-9元

交易数据 (2014-9-25)

| | |
|------------|-----------|
| 收盘价 | 6.33 |
| 近12个月最高/最低 | 6.63/4.42 |
| 总股本（百万股） | 332.80 |
| 流通股本（百万股） | 236.70 |
| 流通股比例 | 71.12% |
| 总市值（亿元） | 21.07 |
| 流通市值（亿元） | 14.98 |

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：朱旭光

执业证号：S0100514090001

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

1《天桥起重(002523)调研报告：主业应用拓展外延扩张可期》2014.5.28

| | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 (%) | 27.26% | 24.74% | 25.39% | 25.76% |
|---------|--------|--------|--------|--------|

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 |
|---------------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 铝冶炼起重机 | | | | | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 245.62 | 248.36 | 362.48 | 339.03 | 252.73 | 290.64 | 342.95 | 394.40 |
| 营收同比 (%) | | 1.12% | 45.95% | -6.47% | -25.45% | 15.00% | 18.00% | 15.00% |
| 营收占比 (%) | 44.81% | 42.20% | 58.90% | 56.53% | 55.79% | 53.96% | 25.52% | 25.68% |
| 毛利率 (%) | 30.14% | 32.69% | 24.56% | 23.81% | 28.67% | 25.00% | 26.00% | 27.00% |
| 营业利润占比 (%) | 54.01% | 49.72% | 63.78% | 59.89% | 59.48% | 54.53% | 26.13% | 26.92% |
| 钢冶炼起重机 | | | | | | | | |
| 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% | 21.65% | 10.41% | 10.94% |
| 毛利率 (%) | 20.55% | 24.76% | 17.93% | 11.75% | 12.48% | 12.00% | 14.00% | 15.00% |
| 营业利润占比 (%) | 40.54% | 44.65% | 24.15% | 13.88% | 9.96% | 10.50% | 5.74% | 6.37% |
| 选煤设备 | | | | | | | | |
| 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% | 12.76% | 6.39% |
| 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% | 23.22% | 11.33% |
| 其他 | | | | | | | | |
| 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% | 11.62% | 5.59% | 5.87% |
| 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% | 11.74% | 5.50% | 5.70% |
| 华新机电 | | | | | | | | |
| 营业收入 (百万元) | | | | | | 0.00 | 700.00 | 780.00 |
| 营收同比 (%) | | | | | | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 营收占比 (%) | | | | | | 0.00% | 52.09% | 50.79% |
| 毛利率 (%) | | | | | | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 营业利润占比 (%) | | | | | | 0.00% | 51.29% | 49.29% |
| 合计 | | | | | | | | |
| 营业收入 (百万元) | 548.11 | 588.60 | 615.38 | 599.69 | 453.00 | 538.60 | 1343.95 | 1535.59 |
| 营收同比 (%) | | 7.39% | 4.55% | -2.55% | -24.46% | 18.90% | 149.53% | 14.26% |
| 毛利率 (%) | 25.01% | 27.74% | 22.68% | 22.48% | 26.89% | 24.74% | 25.39% | 25.76% |
| 营业利润 (百万元) | 137.06 | 163.29 | 139.58 | 134.78 | 121.82 | 133.24 | 341.21 | 395.61 |
| 营业成本 (百万元) | 411.05 | 425.31 | 475.80 | 464.91 | 331.18 | 405.36 | 1002.74 | 1139.97 |

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 | 539 | 1,344 | 1,536 |
| 减：营业成本 | 335 | 405 | 1,003 | 1,140 |
| 营业税金及附加 | 3 | 3 | 8 | 9 |
| 销售费用 | 32 | 38 | 85 | 92 |
| 管理费用 | 55 | 59 | 132 | 138 |
| 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 | 25 | 104 | 138 |
| 加：营业外收支净额 | 3 | 2 | 5 | 5 |
| 三、利润总额 | 35 | 27 | 109 | 143 |
| 减：所得税费用 | 4 | 4 | 14 | 19 |
| 四、净利润 | 30 | 24 | 95 | 124 |
| 归属于母公司的利润 | 28 | 23 | 93 | 122 |
| 五、基本每股收益(元) | 0.08 | 0.06 | 0.23 | 0.30 |

主要财务指标

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| EV/EBITDA | 415.58 | 202.02 | 87.26 | 65.82 |
| 成长能力: | | | | |
| 营业收入同比 | -24.92% | 16.93% | 149.53% | 14.26% |
| 营业利润同比 | -32.0% | -21.6% | 314.1% | 33.0% |
| 净利润同比 | 79.06% | -22.29% | 301.99% | 31.5% |
| 营运能力: | | | | |
| 应收账款周转率 | 0.93 | 1.05 | 1.54 | 1.26 |
| 存货周转率 | 2.97 | 2.96 | 3.82 | 2.87 |
| 总资产周转率 | 0.31 | 0.30 | 0.59 | 0.59 |
| 盈利能力与收益质量: | | | | |
| 毛利率 | 27.3% | 24.7% | 25.4% | 25.8% |
| 净利率 | 6.0% | 4.3% | 6.9% | 7.9% |
| 总资产净利率 ROA | 2.1% | 1.3% | 4.2% | 4.8% |
| 净资产收益率 ROE | 2.7% | 1.8% | 6.1% | 7.5% |
| 资本结构与偿债能力: | | | | |
| 流动比率 | 3.43 | 6.97 | 3.35 | 3.15 |
| 资产负债率 | 23.2% | 10.2% | 22.0% | 23.6% |
| 长期借款/总负债 | 0.7% | 1.1% | 0.4% | 0.4% |
| 每股指标: | | | | |
| 每股收益 | 0.08 | 0.06 | 0.23 | 0.30 |
| 每股经营现金流量 | (0.13) | (0.15) | (1.50) | 0.30 |
| 每股净资产 | 3.42 | 4.51 | 3.92 | 4.23 |

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 | 312 | (350) | (289) |
| 应收票据 | 121 | 11 | 27 | 31 |
| 应收账款 | 486 | 539 | 1,210 | 1,228 |
| 预付账款 | 6 | 5 | 20 | 31 |
| 其他应收款 | 0 | 43 | 108 | 123 |
| 存货 | 161 | 203 | 501 | 570 |
| 其他流动资产 | 309 | 300 | 300 | 300 |
| 流动资产合计 | 1,154 | 1,412 | 1,816 | 1,993 |
| 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 |
| 非流动资产合计 | 327 | 647 | 680 | 720 |
| 资产总计 | 1,481 | 2,060 | 2,496 | 2,713 |
| 短期借款 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 应付票据 | 98 | 41 | 100 | 114 |
| 应付账款 | 153 | 162 | 401 | 456 |
| 预收账款 | 40 | 20 | 50 | 57 |
| 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 |
| 流动负债合计 | 336 | 203 | 541 | 632 |
| 长期借款 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动负债 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动负债合计 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 负债合计 | 343 | 210 | 548 | 639 |
| 股本 | 333 | 333 | 407 | 407 |
| 资本公积 | 523 | 864 | 790 | 790 |
| 留存收益 | 225 | 248 | 340 | 462 |
| 少数股东权益 | 57 | 57 | 59 | 62 |
| 所有者权益合计 | 1,137 | 1,502 | 1,597 | 1,721 |
| 负债和股东权益合计 | 1,481 | 1,711 | 2,145 | 2,360 |

现金流量表

| 项目 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量 | (42) | (49) | (608) | 124 |
| 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) | 252 | (661) | 61 |

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 | 投资评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------|
| 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資目标、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。本公司的一位或多为董事、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。