

潘杭钧

执业证书编号: S0730511010009

021-50588666-8043

panhj@ccnew.com

产品全面的钢结构和铁塔制造商

——东方铁塔（002545）新股定价报告

研究报告—新股点评

发布日期: 2011年01月20日

报告关键要素:

中小板新股东方铁塔（002545）主营产品为钢结构和铁塔，产品全面，应用广泛，在输电线路铁塔、电厂钢结构、广播电视塔等方面优势较大，公司合理价值区间为40.75-52.16元。

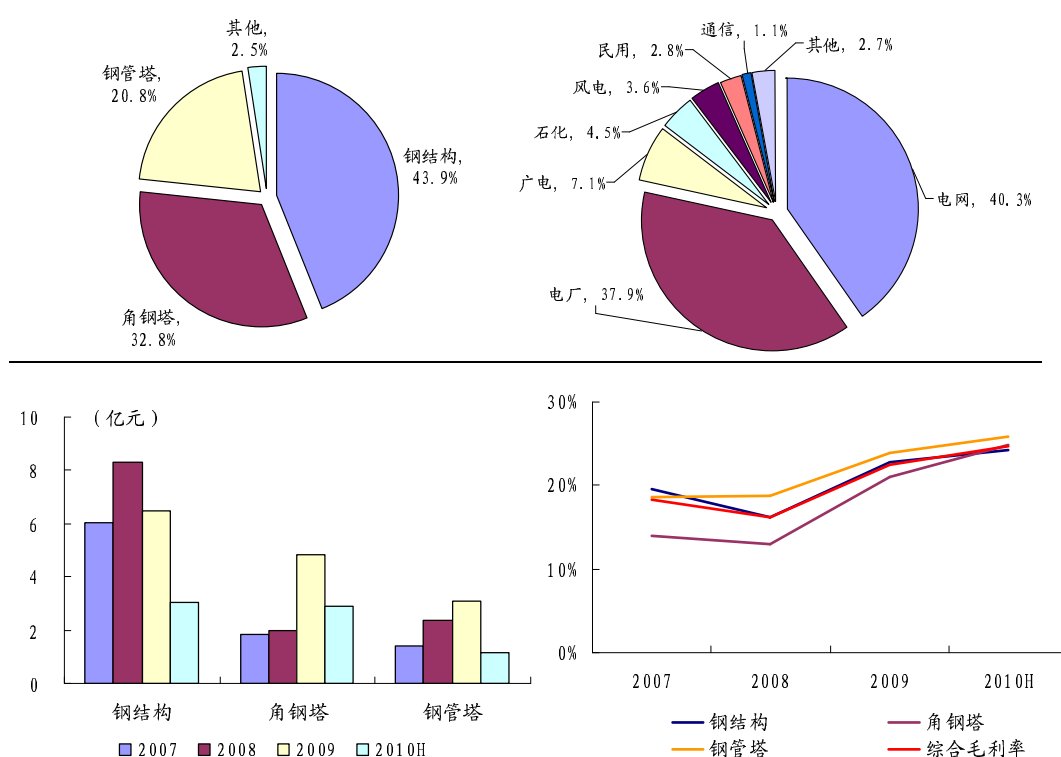
事件:

- **东方铁塔（002545）将在中小板发行上市。**东方铁塔拟于2011年01月25日在A股主板发行4350万股，发行后总股本为17350万股。募集资金将主要用于钢结构、角钢塔、钢管塔各产品线的产能扩张和技术研发中心建设。

点评:

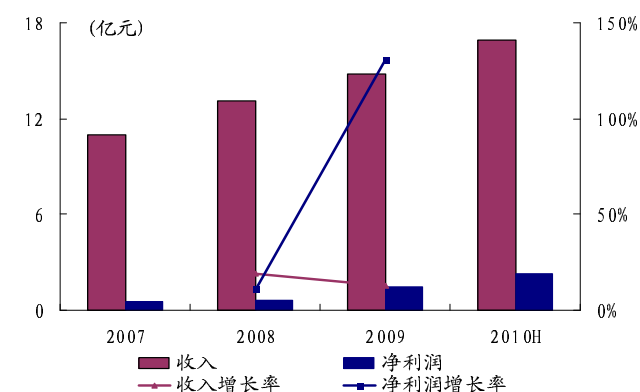
- **产品全面、应用广泛。**东方铁塔主营产品为钢结构、角钢塔、钢管塔，产品全面。钢结构产品主要用于电厂、石化、民用建筑等；角钢塔和钢管塔主要有输电线路铁塔、广播电视塔、通信塔等。其中电厂钢结构、广播电视塔居行业龙头地位，输电线路塔市场份额位居行业前列。其中角钢塔和钢管塔收入稳步上升，钢管塔产品较为高端，盈利能力较强，带动公司综合毛利率自2008年后逐年上升，公司净利润亦成增长之势。

图1: 公司产品收入构成、行业分布、分产品收入增长、毛利率情况



资料来源: 中原证券、公司招股说明书

图2: 营业总收入、净利润增长情况



资料来源: 中原证券、公司招股说明书

- **电网输电线路钢管塔将受益特高压。**目前我国输电线路铁塔以角钢塔为主，其生产技术成熟，市场竞争激烈，但构件风压较大、刚度较低、塔身较重。钢管塔技术要求和安全性均高于角钢塔，产品高端，价格较高，有生产资质的厂家较少，主要应用于500kV以上特高压输电线路中。根据国家电网建设规划，2011-2015年特高压将进入全面建设阶段，预计2015年之前特高压新修线路将达到5万公里，由此将带来约610万吨钢管塔市场，约合销售收入500亿元，市场前景巨大。公司是为数不多的电网入围企业，2009年国网中标份额4.8%，位列前五，是首条特高压交流线路铁塔合作商之一，未来在特高压市场中具有较大的领先优势。
- **电厂钢结构需求将持续增长。**预计到2020年我国火电装机规模将达11亿千瓦，未来10年我国将新建火电装机规模6亿千瓦，火电厂钢结构需求达100万吨/年。预计到2020年我国核电装机规模将达到8600万千瓦，是目前装机的9倍，核电站钢结构需求约5.4万吨/年。电厂钢结构需求将持续增长。
- **广播电视塔招标首选企业。**目前全国只有极少数城市拥有广播电视塔，其越来越成为城市发展的代表建筑之一，未来市场需求较为稳定。全国具有广播电视塔加工资质的企业有50家左右，公司是广电系统电视塔建设招标的首选企业。根据资料，国内已建、在建300米及以上的全钢结构广播电视塔共7座，公司中标4座；国内已建、在建200-300米高的广播电视塔28座，公司中标21座。公司异型截面加工能力和空间定位能力都很强，在广播电视塔领域具有绝对的竞争优势。
- **募投项目扩张产能。**公司本次募集资金将主要用于各产品线的产能扩张以及技术研发中心项目。公司现有厂区以及物流线路制约了公司发展，募投项目建成后，产能瓶颈将被打破，综合生产能力也有望得到提升。

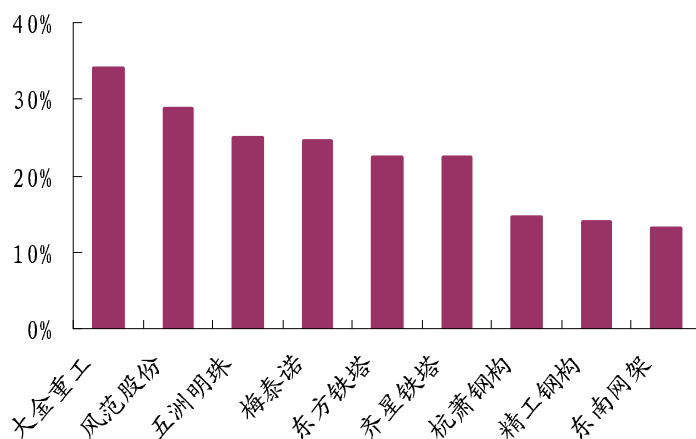
表 1: 募资项目及经济效益

项目名称	项目总投资 (万元)	建设期 (月)	原产能 (万吨)	新建产能 (万吨)	产能 增长率
胶州湾产业基地能源钢结构项目	62937.89	24	10.8	15.0	139%
输电线路角钢塔、单管杆扩产项目	24865.80	18	8.0	10.0	125%
钢管塔生产线技术改造项目	7603.80	6	3.6	3.0	83%
技术研发中心项目	3564.21	16	—	—	—
合 计	98971.70	—	22.4	28.0	125%

资料来源: 中原证券、公司招股说明书

- **盈利预测和定价建议。**我们预计公司2010、2011年基本每股收益分别为1.78、1.63元。比较A股市场可比上市公司风范股份、齐星铁塔、五洲明珠等电力铁塔制造商、梅泰诺等通信铁塔制造商、东南网架、精工钢构、大金重工、杭萧钢构等钢结构制造商，东方铁塔产品毛利率处于平均水平。我们认为公司合理估值范围为2011年25-32倍PE，合理价值区间为40.75-52.16元。

图3：可比公司2009年综合毛利率比较



资料来源：中原证券、WIND

表2 可比上市公司估值比较

证券 代码	公司 简称	基本每股收益（元）			股价（元） （01/19）	市盈率（倍）		
		2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
601700	风范股份	0.86	1.00	0.94	30.09	35	30	32
002359	齐星铁塔	0.53	0.52	0.72	19.46	37	37	27
600873	五洲明珠	0.10	0.16	0.18	33.78	338	211	188
300038	梅泰诺	0.69	0.25	0.35	20.20	29	81	58
002135	东南网架	0.21	0.40	0.60	15.07	72	38	25
600496	精工钢构	0.50	0.63	0.82	16.21	32	26	20
002487	大金重工	1.05	1.08	1.32	34.68	33	32	26
600477	杭萧钢构	0.31	0.24	0.35	8.37	27	35	24
平均				— —		75	61	50
剔除五洲明珠后平均				— —		38	40	30

资料来源：中原证券

- **风险提示：**家族绝对控股的风险；主要原材料钢材价格波动影响盈利能力的风险；市场竞争加剧导致盈利能力下降的风险。

盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	13.15	14.78	16.97	21.72
增长比率 (%)	19	12	15	28
净利润 (亿元)	0.62	1.43	2.32	2.83
增长比率 (%)	11	131	62	22
基本每股收益 (元)	0.54	1.10	1.78	1.63
发行市盈率	—	—	—	—

资料来源：中原证券

发行数据

发行价 (元)	—
发行数量 (万股)	4350
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011/01/25
上市日期	未定

基础数据 (2010年6月30日)

每股净资产 (元)	3.86
每股经营现金流 (元)	-0.27
毛利率 (%)	24.82
净资产收益率 (%)	18.25
资产负债率 (%)	66.79
发行后总股本 (万股)	17350
B 股/H 股 (万股)	/

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。