

## 投资评级

中性

## 发行基本情况

发行后总股本	17350 万股
发行数量	4350 万股
网下发行	870 万股
网上发行	3480 万股
发行价	39.49 元
第一大股东	韩汇如
发行后持股比例	52.45%

## 研发部

 邵明慧<sup>1</sup>

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

## 公司业务热点颇多，产能扩张画龙点睛

### ——东方铁塔（002545）新股分析报告

## 摘要：

- **火电发展动力绵长，公司产品占领技术制高点：**“多煤少油”是我国的能源特点，这也决定了我国电力行业“煤炭立国”的格局，这一格局难以根本改变。未来火电发展将以大容量、高参数机组、大型空冷机组以及正在示范工程阶段的 IGCC 机组为主。火电站用钢结构年市场容量将超过 80 亿元。在 1000MW 超超临界火电机组钢结构、空冷平台钢结构方面，公司独揽过半招标，在 IGCC 电站钢结构方面公司成功参与国内首台 IGCC 电站钢结构供货，随着火电发展公司主营钢结构业务的长足发展无忧。
- **特高压电网进入全面建设，输电铁塔前进看好：**按照国网公司智能电网发展规划，“十二五”期间将是特高压电网的全面建设阶段，公司目前在国网输电塔架集中招标中名列前茅，且公司产品质量过硬，产品研发能力出众，在国内是 1000KV 交流特高压示范工程以及±800KV 直流特高压输电工程中公司产品均有中标。伴随特高压电网开始全面建设，公司角钢塔和钢管塔业务在“十二五”期间也将迅猛发展。
- **涉足新能源，核电、风电可称亮点：**核电和风电是目前我国新能源发展中的主力，公司多次中标核电站用钢结构项目，依托公司在钢结构方面的技术实力，公司目前正致力风机塔架生产业务。受益上述两个行业的发展，公司凭借其技术实力，上述两项业务有望成为公司业绩增长的新亮点。
- **产能大扩张，“再造一个”东方铁塔：**从行业需求来看，公司产品均将进入需求旺盛的阶段，但公司目前产能合计仅有 22.4 万吨（钢结构 10.8 万吨，角钢塔 8 万吨，钢管塔 3.6 万吨）。公司募集资金绝大多数均投向产能扩张项目，公司项目投产后年产能将达到 50.4 万吨，基本等于再造了一个东方铁塔的产能。公司产品与市场热点契合较好，新增产能基本不存在过多消化问题，新增产能达产后将有利支撑公司业绩的增长。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的摊薄每股收益为 1.192、1.558 和 2.017 元，目前公司股价对应动态市盈率分别为 35.88、27.44 和 21.20 倍。建议给予 2011 年 25-27 倍的市盈率，合理股价应在 38.95-42.07 元。给予公司中性的投资评级。
- **风险提示：**1、募投项目建设进度缓慢；2、国家电力发展政策变动；3、钢材价格大幅波动。

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1476.47	1684.90	2169.13	2794.93
(yoy)	13.52%	14.12%	28.74%	28.85%
归属母公司股东净利润	230.64	273.73	332.79	392.09
(yoy)	274.83%	18.68%	21.58%	17.82%
每股收益(EPS)	0.824	1.192	1.558	2.017
市盈率(P/E)	51.93	35.88	27.44	21.20

<sup>1</sup> 报告贡献人 陈鹏

## 目 录

一、公司基本情况 .....	4
(一) 公司简介及股权结构介绍 .....	4
(二) 公司主要业务及产品 .....	5
(三) 公司经营状况 .....	6
二、行业分析 .....	8
(一) “十二五” 将是核电建设的高峰期 .....	8
(二) 常规火电增量仍可观，IGCC 技术方兴未艾 .....	9
(三) 特高压建设为输变电塔架行业带来重大利好 .....	11
三、公司分析 .....	12
(一) 钢结构产品丰富，电力钢结构优势显著 .....	12
(二) 特高压示范工程供应商，市场份额稳步提升 .....	13
(三) 海外市场仅占迅猛，或将成为公司业绩新的增长极 .....	14
四、公司此次募投项目分析 .....	15
五、预测与估值 .....	16
六、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司上市前股权结构 .....	4
图表 2：公司公开发行前后股东及比例 .....	4
图表 3：公司主要产品系列 .....	5
图表 4：公司主要产品应用实例 .....	6
图表 5：近年公司营业情况 .....	7
图表 6：近年公司利润情况 .....	7
图表 7：营业收入中各项主营业务占比 .....	7
图表 8：各主营业务毛利率 .....	7
图表 9：公司主要财务数据 .....	8
图表 10：我国核电发展规划 .....	8
图表 11：处于各阶段的核电项目占比 .....	8
图表 12：国内核电站用钢结构主要供应商 .....	9
图表 13：我国火电装机容量及同比增速 .....	9
图表 14：截止 2010 年底我国各类装机容量占比 .....	9
图表 15：我国近年供电煤耗率 .....	10
图表 16：单机容量 60 万千瓦以上火电站占比 .....	10
图表 17：目前国际上主要的 IGCC 电站 .....	11
图表 18：我国在运的 CCS 项目 .....	11
图表 19：公司电厂用钢结构主要产品 .....	12

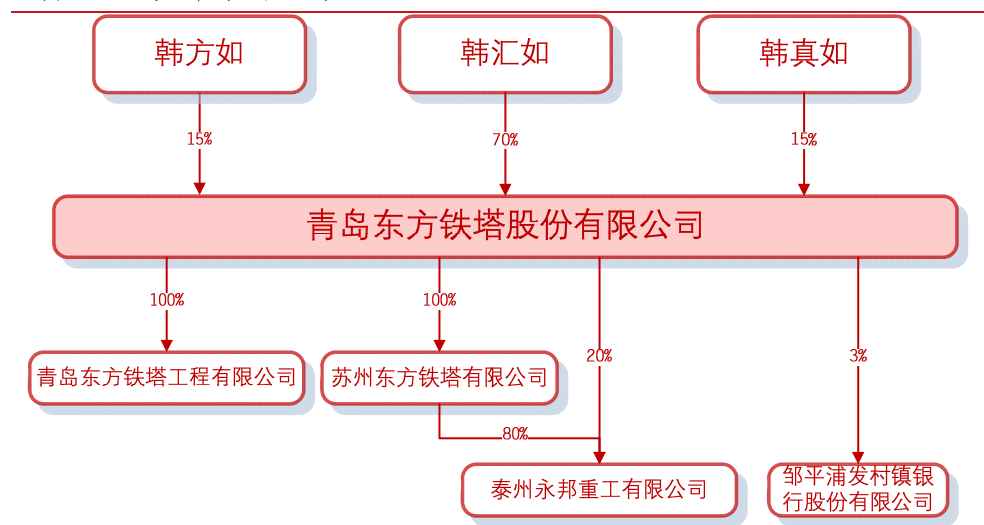
图表 20: 细分行业中的主要公司 .....	12
图表 21: 2009 输电铁塔国网集中招标中中标情况 .....	14
图表 22: 公司今年国网招标中标情况 .....	14
图表 23: 近年公司角钢塔产销率及产能利用率.....	14
图表 24: 近年公司钢管塔产销率及产能利用率.....	14
图表 25: 公司近年国外收入及占比.....	15
图表 26: 公司募投项目 .....	15
图表 31: 公司盈利预测明细.....	16
图表 32: 公司盈利预测.....	17
图表 33: 类似公司相关信息.....	17

## 一、公司基本情况

### （一）公司简介及股权结构介绍

公司是一家以钢结构为主要产品的生产企业，产品主要应用于电力、广播电视、通信、石化、建筑等行业。公司目前具备中国钢结构制造企业资质证书（特级）、输电线路铁塔生产许可证（750KV 等级）、广播通信铁塔及桅杆生产许可证（全系列）、钢结构工程专业承包（一级）等生产资质。公司产品在五大电力集团、中广核、中国移动、中国联通等行业龙头企业中应用广泛，具备良好的客户基础。其中电厂钢结构、广播电视塔和输电线路铁塔是公司的优势产品。

图表 1：公司上市前股权结构



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

发行前公司控股股东韩汇如先生，其持有公司股份 70%。韩方如女士和韩真如女士分别持有公司 15% 的股份。韩方如女士、韩真如女士与公司控股股东韩汇如先生为兄妹关系，韩方如女士与韩真如女士为姐妹关系。公司为家族控制企业。

图表 2：公司公开发行前后股东及比例

股东	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
韩汇如	9100	70%	9100	52.45%
韩真如	1950	15%	1950	11.24%
韩方如	1950	15%	1950	11.24%
社会公众股东	0	0%	4350	25.07%
合计	13000	100%	17350	100%

数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

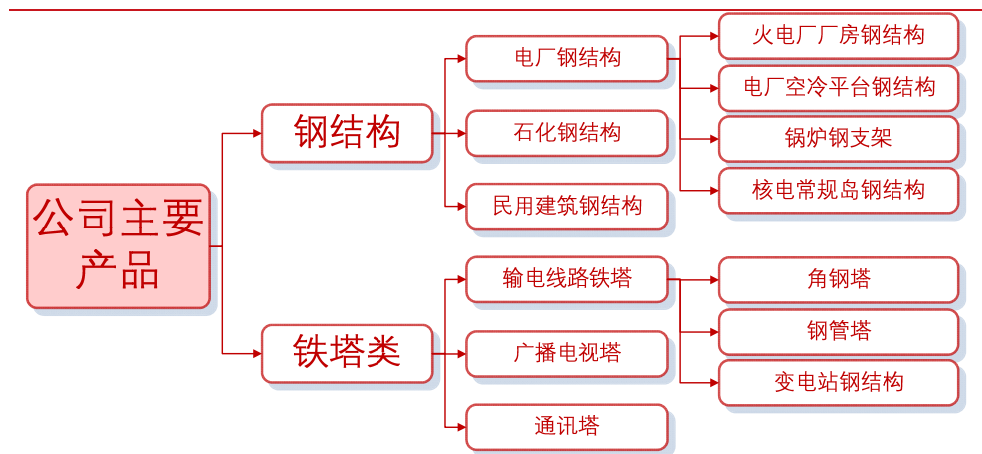
公司目前拥有 3 家全资子公司和 1 参股公司。公司此次公开发行前总股本为 13000 万股，本次计划发行 4350 万股，占发行后总股本的 25.07%，发行后公司控股股东仍为韩汇

如先生，持股比例由发行前的 70% 降为 52.45%。

## （二）公司主要业务及产品

公司目前业务主要集中于大型钢结构和铁塔类产品。在钢结构产品方面，电厂钢结构是公司的主要产品系列，包括火电厂相关钢结构以及核电站常规岛用钢结构，公司产品在许多大型火电和核电项目上均有应用。在铁塔类产品方面，输电线路铁塔是公司主要产品系列，公司具备 750KV 等级输电线路用钢结构生产资质，并成功参与我国首条晋东南-荆门 1000KV 特高压交流输电工程。

图表 3：公司主要产品系列



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

公司近年来参与的重大项目：

- 国电北仑电厂三期
- 华能绿色煤电天津 IGCC 电站示范工程
- 宁德核电站常规岛 1、2 号机组 BOP 厂房与泵房钢结构
- 三门核电站常规岛 1、2 号机组泵房钢结构
- 晋东南-荆门 1000KV 特高压交流试验示范工程
- 云南-广东±800KV 特高压直流线路工程
- 向家坝-上海±800KV 特高压直流输电工程
- 750KV 官亭变电站工程
- 北京首都机场扩建（三期）T3A 航站楼钢管柱工程
- 国家游泳中心钢结构工程
- 伊朗国家石油公司 ARAK 项目



图表 4: 公司主要产品应用实例



邹县电厂 4 期超超临界机组主厂房



大唐宁夏大坝空冷机组空冷岛钢结构



特高压输电铁塔



750KV 输电铁塔



国家游泳中心



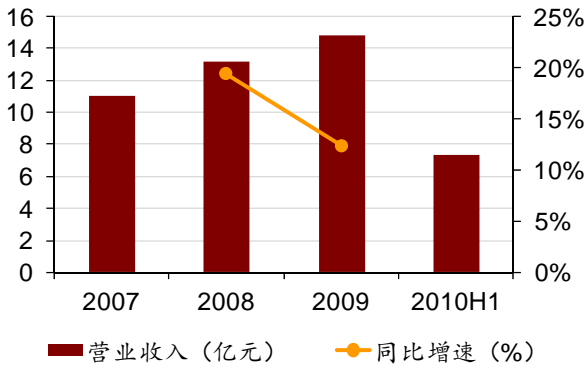
北京国际机场 T3 航站楼

数据来源: 中邮证券研发部 公司网站

### (三) 公司经营状况

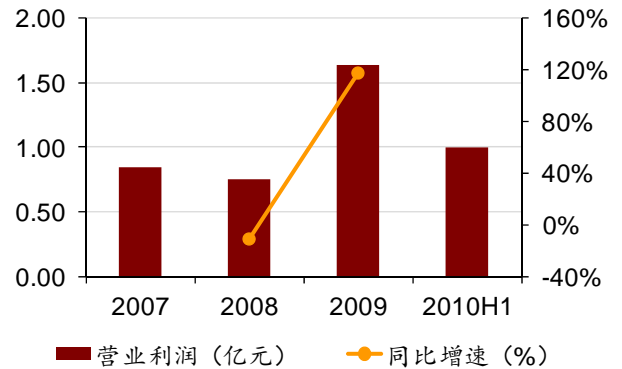
2009 年公司实现营业收入 14.78 亿元, 较 2008 年同比增长 12.4%, 同比增长速度较 2008 年 19.33% 的同比增速水平有所回落。受益 2009 年国内钢材价格下降较多, 2009 年公司综合毛利率 22.46%, 较 2008 年 16.27% 大幅提升, 受益公司毛利率大幅提高, 2009 年实现净利润 1.63 亿元, 较 2008 年同比大幅增长 117.33%。2010 年上半年, 公司实现营业收入 7.3 亿元, 毛利率继续稳步提升至 24.79%, 实现净利润 9900 万元。2010 年全年仍能维持 20% 左右的净利润同比增速。

图表 5: 近年公司营业情况



数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

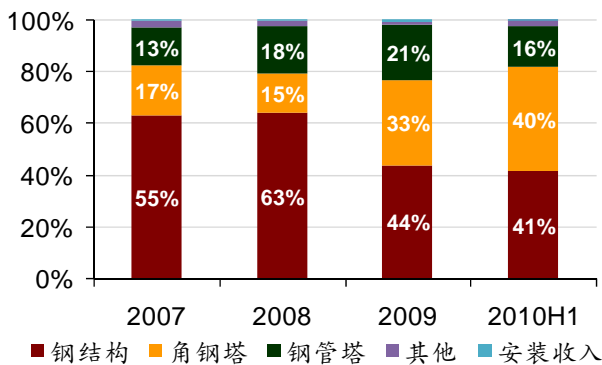
图表 6: 近年公司利润情况



目前, 公司业务以工业钢结构、塔架等方面为主, 其中工业钢结构和角钢塔是目前公司业务的主要贡献者, 2009 年两者合计在公司总营业收入中占比 77%, 2010 年上半年两者合计在公司总营业收入中占比 81%, 其中主要应用在输电系统方面的角钢塔产品在总营业收入中占比上升非常明显。

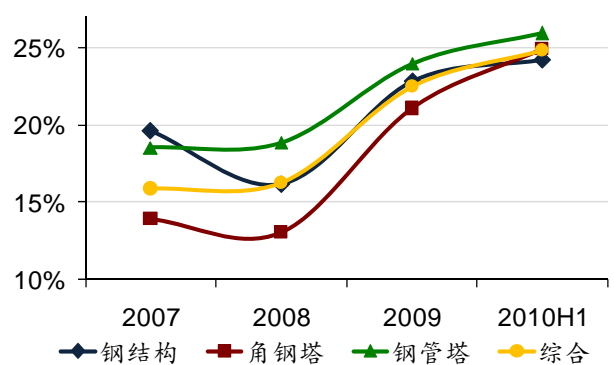
在毛利率方面, 受益于钢材价格下降, 2008 年以来公司各项业务毛利率以及综合毛利率总体呈上升趋势。公司毛利率水平在国内同行业公司中属于中上游水平。由于钢材是公司最主要的原材料, 所以钢材价格的变动对公司毛利率的影响非常明显, 其中又以用量最大的板材和 H 型钢价格变动的的影响最为明显。

图表 7: 营业收入中各项主营业务占比



数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 8: 各主营业务毛利率



图表 9：公司主要财务数据

主要指标	2007	2008	2009	2010H1
应收帐款周转率(次)	5.5	6.95	5.48	2.06
存货周转率(次)	1.28	1.5	1.7	0.88
净资产收益率 ROE(加权)(%)	35.49	28.97	41.27	18.25
净资产收益率 ROE(平均)(%)	30.6	26.96	41.27	18.25
流动比率(倍)	1.01	1.06	1.18	1.23
速动比率(倍)	0.41	0.37	0.62	0.58
资产负债率(%)	87.07	79.63	72.02	66.79
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	-0.04	0.38	0.8	-0.27
每股收益 EPS-基本(元)	0.4867	0.4733	1.0992	0.6451

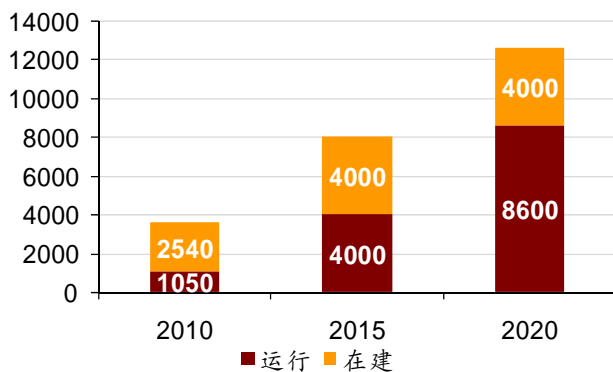
数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

## 二、行业分析

### (一) “十二五”将是核电建设的高峰期

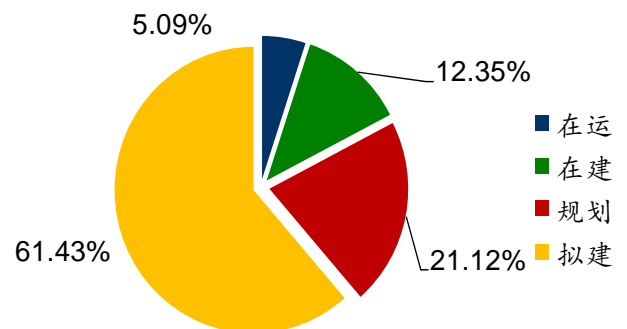
自 20 世纪 90 年代前后，前苏联切尔诺贝利核电站和美国三里岛核电站相继出现严重事故后，国际核电发展经历了一段长达十多年的低迷期。近年来，随着传统化石能源面临枯竭以及温室气体排放对环境产生的潜在影响，世界主要和技术国家重新将目光集中于具备技术成熟、出力稳定、无温室气体排放等优点的核能发电。由于核电对电站的安全性要求较高，而且核电站主要设备均长期在强辐射条件下运行，核电站的建造以及主要生产设备的生产制造均对相关技术要求较高，可以说核电技术水平已经成为一个国家工业技术实力的“缩影”。

图表 10：我国核电发展规划



数据来源：中邮证券研发部

图表 11：处于各阶段的核电项目占比



作为世界上的人口大国以及能源消费大国，在“可持续发展”的政策指引下，近年来我国在非化石能源利用方面态度非常积极，对发展核电青睐有加。按照规划，至 2020 年我国核电将达到装机容量超过 8000 万千瓦，在建容量 4000 万千瓦的水平。截止 2010 年底我国在运核电装机容量为 1050 万千瓦，仅占 2020 年在运装机容量的 13.13%。现阶段我国已经进入核电高速发展时期，“十二五”期间更是我国核电发展的黄金时间，



近年来我国共新开工建设核电站 8 座，在建规模 2067 万千瓦，是目前国际上在建核电站最多的国家。

按照每 1000MW 核电装机容量中钢结构使用 7000 吨计算，至 2020 年我国核电站用钢结构需求量将超过 49 万吨，按照每吨钢结构平均售价 7000 元计算，市场容量超过 34 亿元。

核电站用钢结构中常规岛钢结构和 BOP 厂房钢结构与传统火电站用钢结构性能需求类似。虽然，按照我国核能利用监管规定，仅有中核集团、中广核集团和中电投三家公司具备核电站运行牌照，但就目前情况来看，五大电力集团均以参股的形式或多或少的参与进核电站投资中。所以，目前向传统火电站供货的电站钢结构供应商，完全具备进军核电站用钢结构的市場。目前，国内为核电站提供钢结构供货的公司主要有鞍山东方钢铁结构有限公司、浙江大地钢结构有限公司、浙江省火电建设公司、青岛东方铁塔股份有限公司。

图表 12：国内核电站用钢结构主要供应商

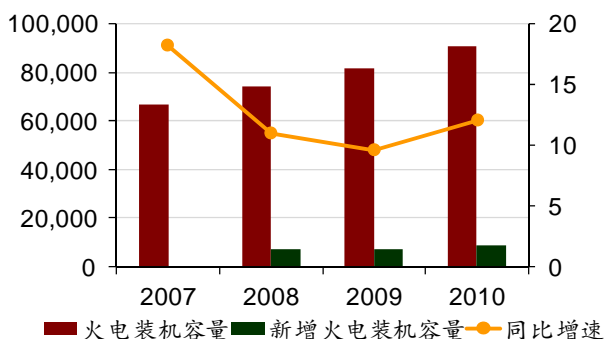
企业	项目
鞍山东方钢铁结构有限公司	红沿河核电站常规岛 1、2 号机组钢结构
浙江大地钢结构有限公司	宁德核电站常规岛 1、2 号机组主厂房钢结构
浙江省火电建设公司	三门核电站常规岛 1、2 号机组主厂房钢结构
青岛东方铁塔股份有限公司	宁德核电站 1、2 号机组 BOP 厂房与泵房钢结构
	三门核电站 1、2 号机组泵房钢结构

数据来源：中邮证券研发部 招股说明书

## （二）常规火电增量仍可观，IGCC 技术方兴未艾

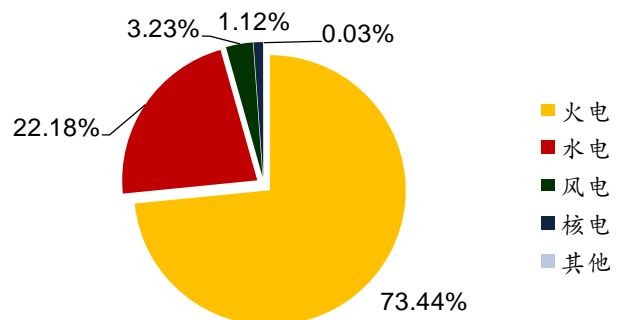
受我国电力技术和天然资源的限制，火电在我国电源中一直以来占据优势地位。近年来，由于对全球气候变暖的担忧，火电的发展受到了一定的限制。从火电装机容量同比增速上来看，持续一路走低，但新增装机容量上来看，随着国家火电上大压小、关停小火电政策的实施，以及老旧机组逐步退出运行，每年仍将维持着相对稳定的新增火电装机容量。

图表 13：我国火电装机容量及同比增速



数据来源：中邮证券研发部

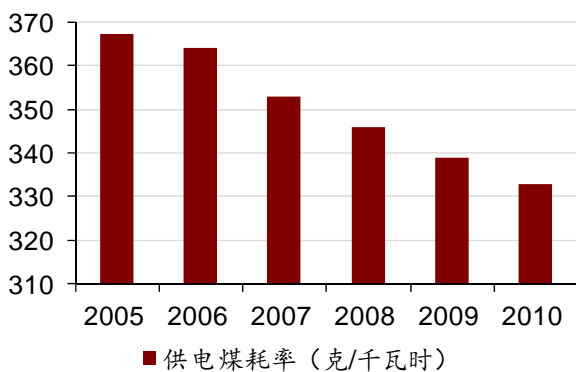
图表 14：截止 2010 年底我国各类装机容量占比



从 2010 年底我国电力装机结构来看，火电仍为主要的电力供应来源，虽然目前我国正在大力发展以核电、风电、水电等为主的非化石类能源，但考虑到我国是一个煤炭储量大国，从能源安全角度考虑，在相当长的一段时间内火电仍然将是我国的主要电力来源，这一格局很难出现明显改变。

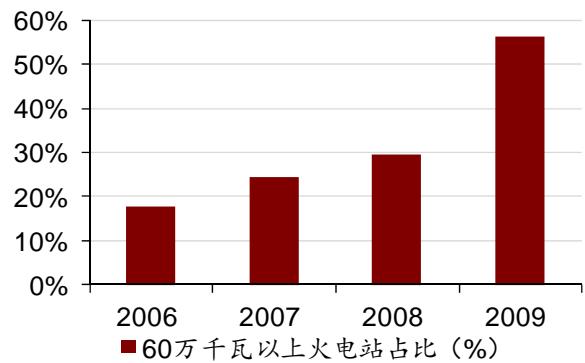
火电站主要以煤炭或天然气作为燃料，所以电站运行过程中以二氧化碳为主的温室气体排放是不可避免的。目前，解决火电二氧化碳排放问题主要有“一种半”的方法。其中一种方法，主要指添加气化装置将传统火电燃料由煤炭变成可燃气体，然后通过二氧化碳捕捉技术（CCS）对产生的二氧化碳进行收集、封存，该方法理论上能够实现二氧化碳的零排放。另外“半种技术”指以效率较高的高参数、大容量的超临界或者超超临界火电机组来替代效率较低的火电站，相对降低火电站运行过程中的二氧化碳排放。

图表 15：我国近年供电煤耗率



数据来源：中邮证券研发部 WIND

图表 16：单机容量 60 万千瓦以上火电站占比



数据来源：中邮证券研发部

就目前上述技术在我国的发展来看，高参数、大容量火电机组已经初具规模，而且后期传统火电项目仍然要以高参数、大容量的超临界或者超超临界机组为主。在 1000MW 超超临界机组方面，我国目前在运机组数位居世界第一。由于火电机组单机容量的提高能够降低火电单位发电的煤耗，所以我国火电单位发电煤耗数据持续下降能够从一个侧面反映出大容量、高参数火电站在我国电力发展中的优势地位。

总体来看，“十二五”期间我国火电装机容量仍将以年同比增速在 10% 左右的幅度保持平稳增长，而且火电作为我国电力供应的主要来源的这一现状在“十二五”期间很难发生明显的改变。但是在火电装机结构上，随着传统产煤大省由传统的电煤外运转变为煤电外送，大量的坑口电站建设，未来大容量、高参数的火电机组占比将进一步提高。

按照火电装机容量年新增 9000 万千瓦，单机容量 60 万千瓦以上的电站占比 70% 计算，每年将新建 60 万千瓦以上电站约 80 座，按照每座电站（主厂房+锅炉）需要钢结构 15000 吨计算，每年新建电站供需钢结构 120 万吨，按照钢结构 7000 元/吨计算，年市场容量约为 84 亿元。

虽然我国目前正致力于改善我国火电装机容量的结构，通过提高大容量、高参数机组在整体火电装机容量中的占比，但大容量、高参数机组只能通过效率的提高来间接降

低二氧化碳的排放，目前超超临界机组的机组效率最高能达到约 45%，但是通过提高机组工作压力、工作问题来提高机组整体效率的技术路线未来发展空间有限。而煤气化联合循环发电技术（IGCC）的电站整体效率能够达到 50%-52%，而且其脱硫率能够达到 99%，NO<sub>x</sub> 排放量只有常规电站的 15%-30%，耗水量也仅为常规电站的 1/3-1/2。所以，在对环境影响方面 IGCC 相比传统火电的利用方式具备明显的技术优势。

图表 17：目前国际上主要的 IGCC 电站

	坦帕	沃巴什河	德母克勤	普尔托努
燃料	烟煤	烟煤	烟煤	煤+石油焦
气化炉技术	GE-Texaco 水煤浆加压气化	Destec 水煤浆加压气化	Shell 干煤粉加压喷流床气化	普尔托努干煤粉加压喷流床气化
燃机	GE	GE	SIEMENS	SIEMENS
净功率 (MW)	250	265	253	300
全场净效率 (%)	42	40	43	45
建设地点 (时间)	美国 (1996)	美国 (1995)	荷兰 (1994)	西班牙 (1997)

数据来源：中邮证券研发部 《能源蓝皮书》

另外，由于 IGCC 电站的技术特点，能够与二氧化碳捕集及封存技术（CCS）较好的配合，从而理论上具备了煤炭“零”排放利用的可行性。作为一个煤炭大国以及火电大国，我国正大力发展 IGCC 技术以及 CCS 技术。其中 CCS 技术目前国内有三个工程已经投入运行，在 IGCC 技术方面目前在建的项目仅有天津华能绿色煤电 IGCC 项目，目前项目分为两期，首期建设 250MW IGCC 机组，投资 21 亿元，将于 2011 年投产，二期建设两台 400MW IGCC 机组，投资 52 亿元。

图表 18：我国在运的 CCS 项目

项目	承建企业	碳捕集特点	碳封存方式	投资规模
华能北京高碑店热电厂碳捕集示范项目	华能集团北京热电厂	3000 吨/年，碳捕集率超过 85%	精制为制品及 CO <sub>2</sub> 销售	2400 万元（碳捕集设备）
华能石洞口第二电厂碳捕集示范项目	华能集团上海第二电厂	1-10 万吨/年，碳捕集率 90%	生产高纯度 CO <sub>2</sub> 销售	1.5 亿元（总投资）
重庆市合川双槐电厂碳捕集示范项目	中国电力投资集团远达环保公司	1 万吨/年	生产高纯度 CO <sub>2</sub> 销售	1235 万元（碳捕集设备）

数据来源：中邮证券研发部 《能源蓝皮书》

### （三）特高压建设为输变电塔架行业带来重大利好

由于我国能源分布不均衡，煤炭、风能主要分布于西北地区，水电主要集中于西南地区，而且未来我国电力发展主要以接近能源产地的大型电力基地建设为主，所以我国对大容量跨区域送电需求尤其迫切。国家电网公司提出了“智能电网”发展规划，其中特高压交直流输电线路建设是“智能电网”建设中的重头戏。与特高压电网相配套的 750KV 网络建设也将随之展开。

按照国家电网公司“智能电网”发展的三步规划，2011-2015 年是智能电网进行全面建设的阶段，随着 2010 年晋东南-荆门 1000KV 特高压交流输电工程通过验收，其扩建工程开工建设，以及数条±800KV 直流特高压输电线路陆续投运，我国已经具备进行大规模特高压输电线路建设的条件。

按照国家电网公司规划，至 2020 年在“三横三纵一环网”的特高压骨干交流输电网方面

将新建线路 4.45 万公里，在 11 条特高压直流输电线路方面将新建线路 5.23 万公里。未来 10 年间仅在特高压线路方面将有接近 10 万公里的线路有待建设。按照国网规划未来 10 年特高压输电网络建设将投入 5500 亿元，按照输电铁塔在总成本中占比 5% 计算，市场容量约为 275 亿元，平均每年超过 27 亿元。

### 三、公司分析

#### (一) 钢结构产品丰富，电力钢结构优势显著

钢结构是公司的营业收入中的主要来源之一，2010 年上半年在公司总营业收入中占比 41%。公司钢结构产品系列丰富，覆盖电厂钢结构、石化钢结构以及大跨度体育场馆、超高层建筑等民用建筑钢结构。

图表 19：公司电厂用钢结构主要产品

产品名称	产品简介
火电厂厂房钢结构	火电厂主要厂房由汽机房、除氧间、煤仓间、集控楼、炉前平台等主要部分组成。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，其跨度可达 34 米，最大标高处高度近 60 米，重量可达 10000 吨。
空冷平台钢结构	用于支撑空冷设备及其运行的重量。以 600MW 火电厂空冷平台为例，其安装位置距地面 40 米，长约 106.5 米，宽约 92.4 米，平台本体桁架跨距超过 25 米，高度超过 7 米。
锅炉钢支架	火电厂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接近 100 米，部分构件单体重量超过 150 吨。

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

电厂用钢结构市场目前可以细分为：660MW 及以下常规火电厂、1000MW 超超临界火电厂、大型空冷火电机组、IGCC 洁净煤技术机组、核电机组等几个细分方面。在公司钢结构产品中，电厂用钢结构是公司的主力产品，涉及火电厂、核电厂以及 IGCC 电厂。目前在公司电厂用钢结构中仍以火电厂用钢结构为主。在电站用钢结构方面，传统市场较为成熟，竞争者也较多。优势企业通过对市场的精耕细作在技术要求较高的细分行业有所建树，往往是维持市场地位以及市场份额的关键所在，在技术上主要体现在整体结构的设计以及钢结构安装、加工方法的革新，以适应电力设备大型化、大重量的发展趋势。

图表 20：细分行业中的主要公司

细分行业	主要公司
660MW 及以下火电厂	东方铁塔、大金重工、上海宝冶、武汉华电钢结构、中冶京唐金属结构、三门峡新华水工机械
1000MW 火电厂	东方铁塔、上海宝冶建设
大型空冷火电机组	东方铁塔、大金重工、武汉华电钢结构、中冶京唐金属结构、三门峡新华水工机械、中国第九冶金建设、长治清华机械厂
核电机组	东方铁塔、浙江大地钢结构、浙江省火电建设公司、鞍山东方钢结构
IGCC 机组	东方铁塔、上海锅炉厂

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

在 660MW 及以下传统火电厂方面，由于行业门槛较低，进入该领域的企业较多，竞争也较为激烈。在竞争相对激烈的市场中公司历年该细分行业中标量在总招标量中占比约为 10%，在市场占有率上仍可排在行业前几位。

在 1000MW 火电厂方面，由于随着机组单机容量的提升，设备重量也随之升高，这也

就对作为设备重要支撑的钢结构提出了更高的技术要求，主要体现在结构设计以及焊接加工工艺方面。由于该细分行业具有一定的技术门槛，所以竞争者相对较少，公司和上海宝冶建设是国内少数该行业生产企业。截止 2009 年底，公司在国内 26 台 1000MW 机组电厂主厂房的钢结构招标中中标 14 台，占比超过 50%。目前我国已经是世界上超超临界机组在运最多的国家之一，而且未来火电机组大型化趋势不变，大型超超临界机组将继续是我国火电发展的主流，公司在超超临界机组用钢结构方面的优势将继续得到充分发挥。

在空冷火电机组方面，由于我国煤炭产地主要集中于西北部地区，但传统火电厂必须使用大量的水作为冷却介质，而我国西北地区却恰恰是比较缺水的。所以，空冷火电机组能够很好的解决我国煤炭资源与水资源分布不均的问题，使煤炭大规模就地利用成为可能。在空冷火电站最重要的空冷平台方面，由于近年来国家重视空冷机组的发展，很多企业进入了这一市场，但很多企业多为仅承担了 1-2 台空冷平台钢结构的设计制造。公司在该领域优势明显，2007-2009 公开招标的 40 台空冷平台中公司中标 21 台，将超过半数的项目揽入怀中，而且在 1000MW 大型空冷平台方面国内仅有 2 台在建设过程中，公司即承建了其中的 1 台。

目前我国正处于核电大发展阶段，核电站用钢结构需求量大增，公司在核电用钢结构方面成绩斐然，中标宁德核电站 1、2 号机组 BOP 厂房和泵房钢结构，以及三门核电站 1、2 号机组泵房钢结构。在 IGCC 机组方面，公司更是为目前国内唯一在建的华能天津 IGCC 一期项目供应钢结构。核电和 IGCC 钢结构市场需求的放大，是公司未来电厂用钢结构业务增长的潜在爆发点。

目前在钢结构方面，公司青岛生产基地产能为 6 万吨/年，苏州生产基地产能为 4.8 万吨/年，合计公司总产能 10.8 万吨/年。2010 年上半年公司钢结构产量为 3.66 万吨，产能利用率为 67.84%。

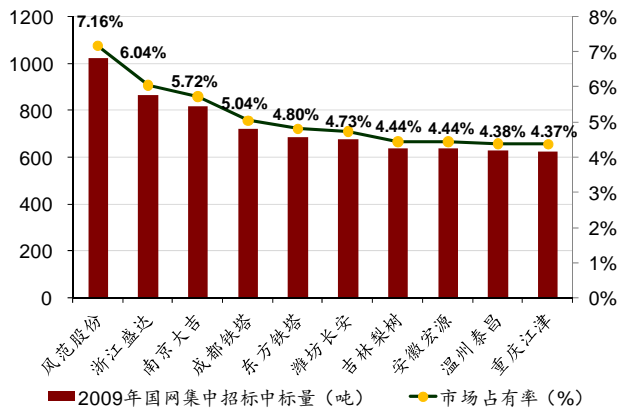
## （二）特高压示范工程供应商，市场份额稳步提升

全国获得“输电线路铁塔”产品生产许可证的企业约有 450 家。在输电线路用塔架方面，按照生产资质目前可以分为 110KV 等级、220KV (330KV) 等级、500KV 等级和 750KV 等级这三个主要等级。随着电压等级升高，对产品质量、设计等方面的要求也随之提高，目前我国输电铁塔市场呈“金字塔”形分布，其中 220KV (330KV) 及以下电压等级技术要求最低，参与企业数量也最多，约为 370 家，500KV 生产企业数量约有 60 家，到 750KV 电压等级铁塔，全国具备生产资质的仅有 20 家。

目前铁塔招标主要以国网公司集中招标为主，由于该行业参与企业较多，所以行业集中度并不高，2009 年中标量排名第一的风范股份在总量中也仅占比 7.16%。近年来公司着力对输电铁塔产品进行开拓，其 2010 年上半年在公司主营收入中占比已经从 2007 年的 16.64% 大幅提升至 40.05%。公司在国网公司集中招标中中标情况更是突飞猛进，2009 年公司在国网集中招标中中标占比 4.8%，较 2007 年的 2.96% 提升超过 62%，市场占有率排名也从 2007 年的第 8 位上升至第 5 位。

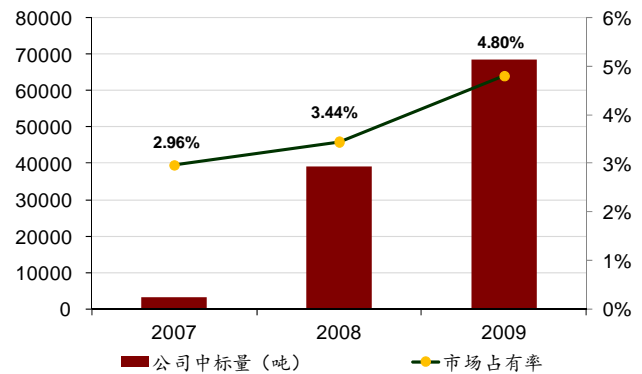


图表 21: 2009 输电铁塔国网集中招标中标情况



数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 22: 公司今年国网招标中标情况

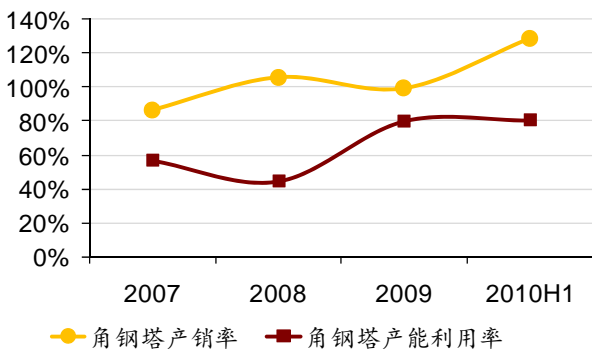


数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

目前公司具备 750KV 输电铁塔生产资质, 并成功参与国内首条晋东南-荆门 1000KV 交流特高压示范工程铁塔的供货。公司在高电压等级领域积极拓展、战绩不俗, 为公司未来该项业务的发展奠定了两大基础: 其一, 更多的从特高压电网建设中受益, 促进公司该项业务的大发展; 其二, 促进公司产品向高电压等级升级, 规避低电压等级铁塔市场的激烈竞争, 保证公司盈利能力。

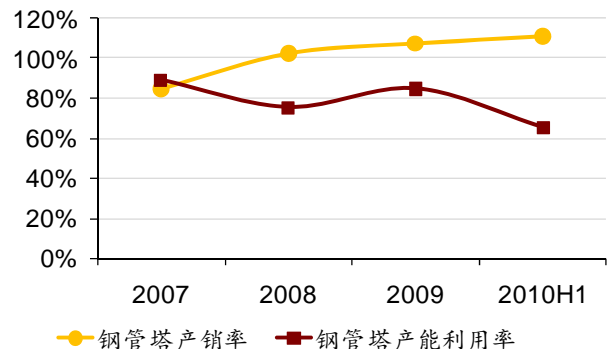
近年来, 公司角钢塔和钢管塔的产销率和产能利用率稳步提升。目前公司角钢塔产能为 80000 吨/年 (青岛产能 50000 吨/年, 苏州产能 30000 吨/年), 钢管塔产能为 36000 吨/年 (青岛产能 24000 吨/年, 苏州产能 12000 吨/年)。

图表 23: 近年公司角钢塔产销率及产能利用率



数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 24: 近年公司钢管塔产销率及产能利用率



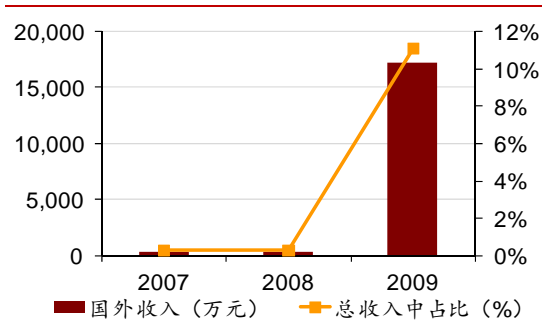
数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

### (三) 海外市场仅占迅猛, 或将成为公司业绩新的增长极

近年来, 随着我国出口战略的调整, 具备技术优势和成本优势的装备制造出口异军突起, 其中国有大型电力设备公司为主体积极推进的电力设备出口更是蒸蒸日上。公司作为国内电力设备钢结构行业的龙头企业, 受益大型电力设备出口以及国外大型电力工程承包, 公司海外业务增长迅速。



图表 25：公司近年国外收入及占比



数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

2009 年公司海外收入共计 17291 万元，较 2008 年大幅提升，在主营收入中的占比也大幅提升至 11.7%。受益我国电力装备技术实力的提升，以及国内产品的成本优势，未来依托海外大型电力工程，公司海外收入也将稳步提升。

#### 四、公司此次募投项目分析

本次公司公开发行人 4350 万股，发行价格 39.49 元，共募集资金约 17.18 亿元。募集资金主要投向公司主要产品新增产能以及公司研发项目。募投项目共 4 个，分别为：胶州湾产业基地能源钢结构项目、输变电角钢塔、单管杆扩产项目、钢管塔生产线技术改造项目以及技术研发中心项目。

图表 26：公司募投项目

项目名称	总投资 (万元)	建设周期 (月)
胶州湾产业基地能源钢结构项目	62937.89	24
输变电角钢塔、单管杆扩产项目	24865.8	18
钢管塔生产线技术改造项目	7603.8	6
技术研发中心项目	3564.21	16
合计	98971.7	

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

胶州湾产业基地能源钢结构项目主要针对电厂用、石化用以及民用建筑用钢结构的产能扩张，项目设计产能 15 万吨/年。项目于 2010 年上半年开始建设，计划建设周期 24 个月，项目建成后公司钢结构业务年产能将提升至 25.8 万吨/年，产能扩张约 150%。考虑到目前公司在 1000MW 火电机组、大型空冷平台、IGCC 机组以及核电站用钢结构方面的市场优势和技术优势，以及我国火电、核电发展前景，公司新增产能消化并不存在大的问题，产能兑现后将对公司业绩大幅提升。

输变电角钢塔、单管杆扩产项目主要针对公司角钢塔和单管杆的产能扩张，项目建设周期 18 个月，项目完成后将新增公司产能 10 万吨/年，目前公司角钢塔和单管杆生产能力约为 8 万吨/年。钢管塔生产线技术改造项目主要针对公司钢管塔产能扩张，项目建设周期为 6 个月，计划钢管塔产能约 3 万吨/年。受益特高压电网进入大规模建设阶段，以及农网改造等需求，公司新增产能并不存在产能消化问题。

## 五、预测与估值

公司在国内钢结构与塔架行业具备不俗的技术实力和市场地位，产品质量以及技术均领先于大多数国内同行业公司。公司募投项目顺应国家发展的大事，依托自身技术优势以及良好的市场基础，积极拓展在 1000MW 火电机组、大型火电站空冷钢构、IGCC、核电站用钢结构、特高压输电塔架等方面的业务。伴随“再造一个东方铁塔”这样的产能扩张，公司未来前景看好。

图表 27：公司盈利预测明细

产品	项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢结构	销售收入 (百万元)	829.91	649.05	811.31	1095.27	1445.76
	yoy (%)	37.24%	-21.79%	25%	35%	32%
	销售利润 (百万元)	134.35	147.87	210.94	273.82	361.44
	yoy (%)	13.30%	10.06%	42.65%	29.81%	32.00%
	毛利率 (%)	16.19%	22.78%	26%	25%	25%
	yoy (%)	-17.44%	40.70%	14.14%	-3.85%	0.00%
角钢塔	销售收入 (百万元)	197.93	484.85	543.03	651.64	827.58
	yoy (%)	7.94%	144.96%	12%	20%	27%
	销售利润 (百万元)	172.09	382.71	404.56	488.73	620.69
	yoy (%)	9.01%	122.39%	5.71%	20.81%	27.00%
	毛利率 (%)	13.06%	21.07%	25.50%	25.00%	25.00%
	yoy (%)	-6.11%	61.33%	21.03%	-1.96%	0.00%
钢管塔	销售收入 (百万元)	235.44	308.47	293.05	380.96	476.20
	yoy (%)	69.66%	31.02%	-5%	30%	25%
	销售利润 (百万元)	44.39	73.86	77.66	99.05	126.19
	yoy (%)	72.52%	66.39%	5.14%	27.55%	27.40%
	毛利率 (%)	18.85%	23.95%	26.50%	26.00%	26.50%
	yoy (%)	1.67%	27.06%	10.65%	-1.89%	1.92%
安装收入	销售收入 (百万元)	3.79	13.69	15.06	16.56	18.22
	yoy (%)	-11.45%	261.21%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售利润 (百万元)	1.64	2.49	3.76	4.14	4.56
	yoy (%)	144.78%	51.83%	51.19%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	43.36%	18.21%	25%	25%	25%
	yoy (%)	178.66%	-58.00%	37.29%	0.00%	0.00%
其他	销售收入 (百万元)	33.53	20.41	22.45	24.70	27.17
	yoy (%)	24.65%	-39.13%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售利润 (百万元)	5.12	3.69	4.49	4.94	5.43
	yoy (%)	1796.30%	-27.93%	21.69%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	15.28%	18.06%	20%	20%	20%
	yoy (%)	1412.87%	18.19%	10.74%	0.00%	0.00%
合计	销售收入 (百万元)	1300.6	1476.47	1684.90	2169.13	2794.93
	yoy (%)	35.76%	13.52%	14.12%	28.74%	28.85%
	销售利润 (百万元)	211.34	330.05	435.33	544.86	704.52
	yoy (%)	23.77%	56.17%	31.90%	25.16%	29.30%
	毛利率 (%)	16.25%	22.35%	25.84%	25.12%	25.21%
	yoy (%)	-8.83%	37.57%	15.58%	-2.78%	0.35%

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

图表 28：公司盈利预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1476.47	1684.90	2169.13	2794.93
增速 (%)	13.52%	14.12%	28.74%	28.85%
毛利率 (%)	22.35%	25.84%	25.12%	25.21%
减：营业成本	1146.42	1249.57	1624.27	2090.41
营业税金及附加	8.61	9.82	12.65	16.29
营业费用	113.22	129.20	166.33	214.32
管理费用	34.44	39.30	50.60	65.19
财务费用	13.76	14.25	-2.10	-2.14
利润总额	171.39	243.34	318.11	411.79
增速 (%)	124.40%	41.98%	30.73%	29.45%
所得税	56.27	59.67	72.54	85.47
归属母公司净利润	230.64	273.73	332.79	392.09
增速 (%)	274.83%	18.68%	21.58%	17.82%
摊薄 EPS (元/股)	0.824	1.192	1.558	2.017
增速 (%)	132.24%	44.74%	30.73%	29.45%
PE	51.93	35.88	27.44	21.20

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的摊薄每股收益为 1.192 元、1.558 元和 2.017 元。对应 2010 年动态市盈率分别为 35.88 倍、27.44 倍和 21.20 倍。

图表 29：类似公司相关信息

公司名称	代码	股价 (元)	2011EPS	2011PE	2009 业绩增 速 (%)	2009 毛利率 (%)
大金重工	002487	36.04	1.38	26.03	33.02	34.12
风范股份	601700	29.75	0.98	30.30	28.97	28.88
齐星铁塔	002359	21.16	0.71	29.60	3.27	22.41
东南网架	002135	17.34	0.60	29.02	44.93	13.08
平均		26.07	0.92	28.74	27.55	24.62
东方铁塔	002545	42.77	1.558	27.45	12.39	22.46

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

在目前的 A 股市场中，我们选取大金重工、风范股份、齐星铁塔、东南网架与公司进行对比。2011 年平均市盈率为 28.74 倍。考虑到公司 2011 年与 2012 年 EPS 增速在 30.73%和 29.45%的水平，以及公司在余热锅炉方面的优势，建议给予公司 2011 年 EPS 25-27 倍的市盈率，对应公司合理股价应在 38.95-42.07 元。

## 六、风险提示

**募投项目建设进度缓慢：**目前公司产能能够满足目前公司生产需要，但未来火电需求上升、IGCC 业务进入规模建设、核电与风电快速发展、以及特高压电网陆续进入招标阶段，公司产能必将捉襟见肘。而且可以预见到公司相关业务的市场“十二五”期间将进入快速扩张阶段，如果没有充分的产能保证，将意味着公司市场占有率的损失，以及公司市场地位的动摇。

**国家电力发展政策出现重大变化：**电力行业并不处于传统的周期性行业，其发展的周期主要取决于政府对电力行业发展的投入程度，如果未来国家在电力建设方面的投资明显减少，公司电厂钢结构、输电铁塔等主营业务将受到严重影响。

**钢材价格大幅升高的风险：**公司产品的主要原材料为各种钢管、型钢、镀锌等，且钢材成本在公司产品成本中占比非常高，如果公司所需原材料在交货期间发生较大的价格波动，公司将面临成本上升利润下降的风险。

---

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

---

## 分析师声明

---

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

---

## 免责声明

---

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。