

齐星铁塔(002359)定价报告

定价区间
13.25—15.60 元

投资品 / 设备制造

2010 年 2 月 9 日

投资要点:

- 铁塔产品在高压和超高压输电线路建设以及微波通讯网络建设中具有不可替代的作用。今后几年,随着电网建设的不断升级和通信行业的快速发展,铁塔行业仍有一定的发展空间。
- 公司一直致力于输电塔和通讯塔等各类铁塔产品的研发、设计、生产和销售。作为国内最早拥有省级企业技术中心的铁塔生产企业,公司一直保持着铁塔放样和下料技术的领先优势。
- 公司已经成为国家电网公司、南方电网公司和印度 Reliance 公司等三家世界 500 强公司的指定产品供应商之一。根据 2007 年海关出口统计数据,公司已成为国内铁塔出口排名第二的企业,在国际市场开拓方面成果显著。
- 公司向社会公开发行人民币普通股 2,750 万股,预计募集资金总额 1.8 亿元,扣除发行费用后的净额约 16,400 万元。募集资金用于投资扩建年产 10 万吨铁塔项目。
- 由于公司对募投项目已经先期投入建设,项目产能在 2010 年就能有部分释放。因此今明两年,公司的业绩有望实现快速增长。
- 公司的电力铁塔主要应用于电网,属于电力设备-输变电一次设备行业。因此我们选取行业内的特变电工、天威保变、思源电气、置信电气、平高电气、荣信股份等几家上市公司作为可比公司。
- 同类公司 2010 年的平均动态市盈率为 26.96 倍,结合公司的实际情况,我们认为公司的合理定价区间在 13.25-15.60 元之间,对应 2010 年的动态市盈率在 25-30 倍之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	41,295	24.70	3,413	14.00	0.31			
2009E	42,946	4.00	4,263	24.89	0.39			
2010E	60,125	40.00	5,763	35.21	0.52			
2011E	81,169	35.00	7,564	31.24	0.69			

发行数据

2008 年

发行前股本(万股)	8,150
发行数量(万股)	2,750
发行价格(元)	16.98
发行前 EPS(元)	0.42
发行后 EPS(元)	0.31
发行每股净资产(元)	1.82
发行日期	2010-2-1
上市日期	2010-2-10
主承销商	东海证券

分析师: 潘喜峰

TEL: (8621)6337 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司基本情况

公司一直致力于输电塔和通讯塔为主的各类铁塔产品的研发、设计、生产和销售。作为国内最早拥有省级企业技术中心的铁塔生产企业，公司一直保持着铁塔放样和下料技术在国内的领先优势。依靠优良的技术和可靠的质量，公司已经成为中国国家电网公司、南方电网公司和印度Reliance公司三家世界500强公司的指定产品供应商之一。根据2007年海关出口统计数据，公司已成为国内铁塔出口排名第二的企业，在国际市场占据较强的竞争地位。

图1 公司产品展示



500KV 六分裂直线塔

220KV 线路耐张角钢塔

220KV 四回线路塔

资料来源：公司网站、东北证券金融与产业研究所

二、行业分析

1、铁塔制造行业简介

铁塔制造业是金属结构制造业的一个分支。铁塔制造是指以铁、钢等金属为主要材料，制造用于发电、通信、运输和建筑装饰等领域产品的生产活动，主要包括以下几类产品：输电线路塔、微波通讯塔、电视塔装饰塔、风电塔和电气化铁路支柱等。由于铁塔产品主要使用领域是高压和超高压输电线路建设以及微波通讯网络建设，铁塔产品主要包括输电塔和通讯塔两类，其中最主要的输电铁塔约占铁塔产量的90%。随着电网建设的不断升级和通信行业的快速发展，铁塔行业仍有一定的发展空间。

2、铁塔行业的市场需求状况分析

2.1 电力铁塔的需求分析

2.1.1 国内电力铁塔市场需求

根据《国家电网公司关于加强技术改造和加快电网发展的意见》，“十一五”期间，全国新增220KV及以上输电线路至少为19.33万公里，平均每年新增3.87万公里。按照电网建设的特点，建设高压（220KV及以上）输电线路的同时需要建设配套的低压110KV输电线路，通常情况下两者之间比例为1.04: 1。另据中国能源网披露的信息，从2003年至2007年电网和电源累计投资情况来看，我国电网与电源投资的比重约为33: 67，而世界主要发达国家约为60: 40，我国电网建设严重滞后于电源建设，后期具有一定的增长潜力。

根据《全国电力行业“十一五”规划及2020年远景目标》，到2020年，我国将建成“四横六纵多受端”的特高压输电网络，中国对特高压电网的投入也将达到4,060亿元，其中交流输

电线路为2,560亿元，直流输电线路为1,500亿元。在国家持续加大电网投资的政策背景下，输变电设备的升级换代、大容量输电线路建设及改造、城网改造和农网完善等都将给铁塔制造行业带来巨大的增长空间。

表1 2009年-2013年全国新增输电线路长度

单位：万公里

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
新增 500KV 输电线路长度	1.57	1.57	1.68	1.68	1.68
新增 220KV 输电线路长度	2.30	2.30	2.45	2.45	2.45
新增 110KV 输电线路长度	3.74	3.74	3.99	3.99	3.99
全国新增总输电线路长度	7.61	7.61	8.12	8.12	8.12

资料来源：公司招股说明书

表2 2009年-2013年全国新增输电塔需求量预测

单位：万吨

项 目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
新增 500KV 输电塔需求量	127.88	127.88	136.84	136.84	136.84
新增 220KV 输电塔需求量	76.18	76.18	81.14	81.14	81.14
新增 110KV 输电塔需求量	91.03	91.03	97.12	97.12	97.12
全国新增输电塔需求量	295.09	295.09	315.10	315.10	315.10

资料来源：公司招股说明书

2.1.2 国际电力铁塔市场需求

根据美国能源部2006年发布的《国际能源展望》预计，2015年全世界的用电量将达到216,990亿千瓦时，到2030年将进一步增加到301,160千瓦时；2030年全世界发电装机容量将增加到63.49亿千瓦。因此，在电力能源建设中扮演“高速公路”角色的高压、超高压输电线路的建设必然成为重点发展的基础设施项目。而输电铁塔是输电线路最大的投资部分，预计未来10到30年，国际输电铁塔市场必将呈现出旺盛的需求趋势。预计从2008年到2018年，国际输电铁塔市场年均需求将从目前的1,500万吨逐渐增加到2,000万吨左右。

2.2 通信铁塔需求分析

2.2.1 国内通信铁塔市场需求

根据信息产业部资料显示，截至2007年11月，我国移动电话用户已达5.4亿户，中国已经成为全球移动电话用户最多的国家，同时也是GSM和CDMA网络容量全球最大的国家。通信行业的发展带动了相关固定资产投资与通讯设备需求的增长，有力地带动了上下游产业的发展。

据统计，2008年中国移动和中国联通2G资本支出分别为715亿元和200亿元，中国电信为240亿元，中国移动3G资本支出为300亿元。预计2009年各运营商2G投资将与2008年大致持平，对3G的投资将大幅增加，中国移动、中国联通和中国电信分别投入558亿元、500亿元和100亿元。3G网络全面建设和2G网络容量扩充，将带动无线网络设备领域投资，预计

2009年无线网全网投资达到1,652亿元，同比增速29%，其中基站设备投资约占30%至35%。铁塔产品作为基站建设的必要部件，将随着3G网络的全面建设面临较大的增长空间。

2.2.2 国际通信铁塔市场需求

近几年来，通信科技的进步推动了各国无线移动通信网络的发展。根据咨询机构Infonetics预测2009年全球移动运营商在骨干通信网络基础设施上的投资将达到约25,600亿元。就市场需求而言，2005年全球移动通信设备市场总金额约5,400亿元，基站系统占移动通信设备的份额约为40%。相应，全球移动基站的数量也快速增长，据高科技咨询机构In-Sat的研究报告预测，2009年全球移动基站数量将增长到350万个。强大的需求带动了移动通信设备制造行业的发展，同时也增加了对通讯塔的需求。预计2008年到2018年，国际通讯塔市场年均需求总量将从目前的350万吨增加到500万吨左右。

表3 2009年-2013年全国新增输电塔需求量预测

单位：万吨

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
国内输电塔	295.09	295.09	315.10	315.10	315.10
国内通讯塔	60	60	60	60	60
国内合计	355.09	355.09	375.10	375.10	375.10
国际输电塔	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
国际通讯塔	350	350	350	350	350
国际合计	1,850	1,850	1,850	1,850	1,850
总 计	2,205.09	2,205.09	2,225.10	2,225.10	2,225.10

资料来源：公司招股说明书

3、行业竞争状况

3.1 国内市场的竞争情况

根据国家质检总局工业产品生产许可证管理办公室2007年网上公布数据，目前全国已经获得铁塔类产品生产许可证的工厂约560家，主要产品多为各类输电塔和角钢塔。其中年产量在2万吨以上的有20多家，这些企业生产技术成熟，市场竞争力强，以生产高压、超高压线路的输电塔和通讯塔为主，控制着全国65%左右的铁塔市场份额；其余35%的市场份额为年生产能力在1万吨以下的铁塔厂，以生产中低压线路的输电塔和通讯塔为主。

由于我国长期以来的“重发电轻供电”的现象，造成国内电网建设严重滞后，为了解决这一矛盾，国家产业政策和电力规划提出建设高压、超高压电网的要求。对于以生产中低压线路铁塔产品的企业来说，由于不具有相应的竞争优势，将面临被淘汰的命运。而对于以生产高压和超高压线路为主的铁塔生产企业，在国家政策的鼓励下，利用自身的技术、质量、管理优势等，将进一步扩大市场份额。

3.2 国际市场的竞争情况

世界铁塔行业已经形成区域性竞争的格局，全球铁塔生产企业主要集中在：以土耳其、西班牙为代表的欧洲；以中国为代表的亚洲；以美国为代表的美洲；以埃及为代表的非洲。发达国家生产的铁塔虽然在产品设计方面相对优于发展中国家的同类产品，但由于劳动力

成本高等因素，其产品价格高于发展中国家生产的同类产品，并且欧洲等发达国家的铁塔生产规模普遍偏小，而发展中国家生产的同类产品的质量上与发达国家相比并无差异。因此，随着各国电力和通信行业的迅猛发展，铁塔产业逐渐从发达国家向以中国为代表的发展中国家转移。

4、公司的行业地位

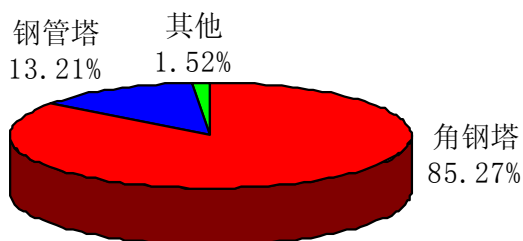
公司的产能已经达到8万吨/年，据此估算公司在国内的市场占有率因该在3%左右。根据海关统计，2007 年度中国铁塔产品出口总额约为22,480.99 万美元，其中同期本公司出口额为1,451.1 万美元，约占出口总额的6.45%，自营出口排名行业第二，仅次于浙江盛达铁塔有限公司。近三年及一期，本公司产销量逐渐增长，市场占有率稳步提升。未来两年内，随着“扩建年产10 万吨铁塔项目”的投产并达产，本公司的产销量将进一步扩大，成为国内铁塔制造业规模领先、综合实力强的企业之一。

四、公司经营分析

1、主营业务清晰

公司主业非常清晰，铁塔产品的营收占比高达98.48%。具体来说，角钢塔的营收占比为85.27%，是营收的绝对主力。钢管塔的营收占比为13.21%，近些年在公司营收中的地位有所弱化。公司募投项目的10万吨产能主要是角钢塔，届时角钢塔在公司营收中的主导地位将进一步强化。

图 2 公司营收结构示意图



资料来源：公司招股说明书

2、受出口情况影响，销售收入增速暂时放缓

公司近三年及一期分别实现主营业务收入12,592.43万元、32,874.52万元、41,295.53万元和21,868.03万元，2008年较2006年增长了227.94%；分别实现净利润1,973.35万元、2,992.96万元、3,413.29万元和1982.26万元，2008年较2006年增长了72.97%。2009年上半年，受出口业务下滑和产品销量下降的影响，公司的营收增速将有所放缓。

表4 公司近3年及一期主要财务数据表

单位：元

项 目	2009年1-6月	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	219,081,573.86	414,758,856.91	332,542,168.90	133,149,829.55
营业利润	26,249,570.25	40,850,532.65	33,363,796.70	23,734,644.90
利润总额	26,450,570.25	41,970,299.44	33,596,378.91	23,673,902.00
净利润	19,822,589.42	34,132,879.89	29,929,642.18	19,733,515.71

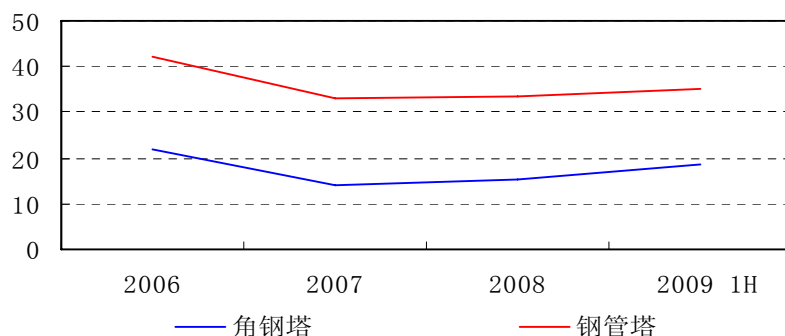
资料来源：公司招股说明书

3、主营业务盈利能力趋于稳定

近年来电力行业和通讯行业对铁塔产品的需求由钢管塔逐步转向以角钢塔为主。钢管塔产品由钢管和辅材构成，综合成本低，附加值比较高。角钢塔主要由角钢材料构成，综合成本较高，角钢塔的毛利率较钢管塔低。从2007年开始，公司根据客户所属行业的发展趋势调整了产品结构，角钢塔产品在主营业务收入中的比重从2006年的38.92%上升到2008年的80.46%，同时，钢管塔的销售收入在主营业务收入中的比重从2006年的56.84%下降到2008年的17.12%，从而使公司综合毛利率水平降低。预计将来钢管塔收入的比重会逐年下降，因此对公司未来的综合毛利率影响逐渐趋弱，公司的盈利能力将趋于稳定。

图3 公司各类型产品的毛利率情况

单位：%



资料来源：公司招股说明书

表5 公司近三年及一期主要产品的毛利及毛利占比

单位：元、%

项 目	2009年1-6月		2008年度		2007年度		2006年度	
	毛利 (万元)	比例 (%)	毛利 (万元)	比例 (%)	毛利 (万元)	比例 (%)	毛利 (万元)	比例 (%)
角钢塔	3,441.85	75.45	5,071.99	65.08	3,247.77	50.97	1,074.30	24.49
钢管塔	1,019.40	22.35	2,373.08	30.45	2,436.64	38.24	3,025.77	68.99
钢结构件材料			16.61	0.21	23.21	0.36	68.55	1.56
立体停车设备	60.06	1.32	102.42	1.31	191.24	3.00		
安装劳务	0.39	0.01	56.98	0.73	219.19	3.44	68.00	1.55
其他	40.12	0.87	173.19	2.22	253.81	3.99	149.47	3.41
合 计	4,561.82	100.00	7,794.27	100.00	6,371.86	100.00	4,386.09	100.00

资料来源：公司招股说明书

五、募集资金的运用

发行人本次向社会公开发行人民币普通股2,750万股，预计募集资金总额1.8亿元，扣除发行费用后的净额约16,400万元。

募集资金用于投资扩建年产10万吨铁塔项目，其中固定资产投资12,471万元，铺底流动资金4,101万元，项目建设期两年。由于公司对募投项目已经先期投入建设，项目产能在2010年就能有部分释放。因此今明两年，公司的业绩有望实现快速增长。

六、风险

1、原材料采购价格波动风险

公司生产用主要原材料为钢材和锌锭。近三年及一期，公司钢材采购金额占原材料总采购金额的比例分别是66.81%、67.58%、74.58%和73.91%。公司另一主要原材料锌锭为有色金属加工产品，最近三年及一期采购金额占公司原材料总采购金额的比例分别为21.41%、17.03%、9.95%和13.77%。因此原材料价格波动将给公司业绩带来重要影响。

2、毛利率下降的风险

随着铁塔行业竞争日益激烈，行业内逐步显示出资源向优势企业集中、弱势企业面临淘汰的趋势，行业竞争加剧、存在利润率下降的风险。另一方面，主要原材料价格的上涨以及产品销售价格下降导致公司综合毛利率有所下滑，近三年及一期，公司综合毛利率分别为32.94%、19.16%、18.79%和20.82%，毛利率有一定幅度下降。

3、产品外销不稳定的风险

公司在2007年一举成为国内铁塔行业第二大自营出口商，是国内铁塔行业的主要出口商之一。受国际金融危机的影响，2008年下半年和2009年上半年的外销收入下降很大，外销业务的大幅波动，可能给公司营业收入的增长带来较大的不确定性风险。

4、出口退税政策变动的风险

2008年至今公司经营的铁塔产品出口退税率为5%，如果国家出口退税政策继续发生变化，将对公司经营业绩产生影响。

七、盈利预测

根据我们的预测，公司2009年、2010年和2011年的EPS分别为0.39元、0.53元和0.69元。

表6 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	41,295	42,947	60,126	81,169
减：主营业务成本	33,682	33,499	47,499	64,936
减：主营业务税金及附加	172	210	295	398

营业费用	1,186	1,288	1,744	2,273
管理费用	1,450	2,319	3,006	3,815
财务费用	777	515	601	649
资产减值损失	125	100	200	200
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益		0	0	0
二、营业利润	4,085	5,015	6,781	8,899
加：营业外收入	124	0	0	0
减：营业外支出	12	0	0	0
三、利润总额	4,197	5,015	6,781	8,899
减：所得税费用	784	752	1,017	1,335
四、净利润	3,413	4,263	5,763	7,564
归属于母公司所有者的净利润	3,413	4,263	5,763	7,564
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益（元）	0.31	0.39	0.53	0.69

资料来源：东北证券金融与产业研究所

八、定价分析

公司的电力铁塔主要应用于电网，属于电力设备-输变电一次设备行业。因此我们选取行业内的特变电工、天威保变、思源电气、置信电气、平高电气、荣信股份等几家上市公司作为可比公司。上述几家公司2010年的平均动态市盈率为26.96倍，结合公司的实际情况，我们认为公司的合理定价区间应在13.25-15.60元之间，对应2010年的动态市盈率在25-30倍之间。

表7 可比公司估值数据

证券代码	证券简称	PE/2008	PE/2009	PE/2010
600089.SH	特变电工	27.07	26.70	21.05
600550.SH	天威保变	38.47	42.09	28.75
002028.SZ	思源电气	21.85	22.26	25.10
600517.SH	置信电气	34.35	33.23	24.59
600312.SH	平高电气	41.20	47.57	30.30
002123.SZ	荣信股份	39.01	46.53	31.99
平均值		33.66	36.40	26.96

资料来源：wind、东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。