

齐星铁塔 (002359)

扩张！扩张！扩张！

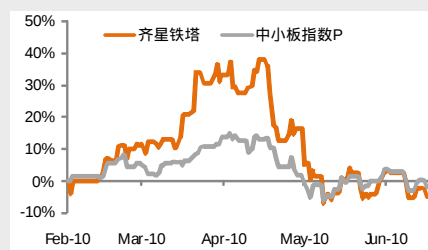
推荐（维持）

现价：17.2 元

主要数据

行业	金属制品
公司网址	www.qxzt.cn
大股东/持股	齐星铁塔集团 /32.2%
实际控制人/持股	赵长水/43.5%
总股本(百万股)	109.0
流通 A 股(百万股)	27.5
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	18.7
流通 A 股市值(亿元)	4.7
每股净资产(元)	5.7
资产负债率(%)	24.4

行情走势图



相关研究报告

齐星铁塔 (002359) 调研简报——铁塔行业中的新星
(2010.6.2)

研究员

聂秀欣

S1060208050096
010-59734912
Niexiuxin001@pingan.com.cn

吴培文

021-33830357
Wupeiwenn643@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司是行业中的后起之秀：

公司铁塔业务 03 年起步，之后迅速崛起。依靠角钢塔业务的扩张，公司 09 年铁塔产量 5.5 万吨，较 06 年增加 2.1 倍，收入增加 2.2 倍，净利润增加 1.2 倍。目前公司铁塔国内市场占有率 2%，规模全国前十，列属铁塔企业第一梯队。

■ 我国铁塔行业处于初级发展阶段：

目前国内每年铁塔需求约 300 万吨，生产企业 560 多家，前 20 家市场占有率 65%，处于无序竞争阶段。铁塔资金回收特点和加工工艺决定，行业进入壁垒主要体现在资金和技术方面。未来，随着产业升级的需要，市场将趋于向规模大、设备先进、设计能力强、品种多的具有竞争优势的企业聚集。在此过程中，企业的有序扩张，将奠定未来行业版图中的位置。

■ 未来看点仍在于产能扩张：

一方面，铁塔产能增长可期，公司拟在本部增产 10 万吨铁塔项目，以满足国内需求，同时瞄准广阔的海外市场，拟在胶州新建 20 万吨铁塔项目，我们预计未来三年，铁塔产能复合增长超过 60%；另一方面，为减少单一产品结构的风险，公司涉足市场广阔的立体车库市场，在目前小批量生产的基础上，未来将视订单增加情况扩产。

■ 盈利预测与估值：

我们预计铁塔产量随着产能扩张逐步释放，但产量释放速度低于产能增加速度，在扩产初期争夺市场过程中，铁塔毛利率略有下滑。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元，对应 PE 分别为 33.3 倍、24.8 倍，和中小板估值几乎相当，估值较为合理，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：

在扩张过程中市场需求及管理步伐能否跟上，将影响公司盈利能力。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	414.8	428.3	620.0	937.4	1167.4
YoY(%)	24.7	3.3	44.8	51.2	24.5
净利润(百万)	34.1	43.6	56.9	75.8	94.9
YoY(%)	14.0	27.7	30.6	33.2	25.2
毛利率(%)	18.8	22.4	19.2	17.9	18.6
净利率(%)	8.2	10.2	9.2	8.1	8.1
ROE(%)	24.3	25.3	9.0	11.6	14.0
EPS(摊薄/元)	0.42	0.53	0.52	0.70	0.87
P/E(倍)	41.0	32.5	32.9	24.7	19.8
P/B(倍)	9.9	8.2	3.0	2.9	2.8

正文目录

一、铁塔行业处于发展初级阶段	4
1.1 行业现状：集中度低	4
1.2 市场容量：主要由电网建设决定	4
1.3 行业壁垒：主要体现在资金和技术方面	6
二、齐星铁塔是铁塔行业中的新星	6
2.1 齐星铁塔：铁塔行业中的后起之秀	7
2.2 过往轨迹：角钢塔业务迅速扩张	7
2.3 盈利波动：较为稳定	9
三、未来看点在于产能扩张	10
3.1 增长点：在于产能扩张	10
3.2 盈利预测和投资建议	11
3.2 风险提示	12

图表目录

图表 1	我国铁塔企业较为分散	4
图表 2	近年电网输电线路总长度统计	5
图表 3	金融危机前我国铁塔出口量快速增长	5
图表 4	近年来电网投资在电力投资中比例不断提高	6
图表 5	铁塔企业进入壁垒	6
图表 6	国内主要铁塔生产企业产能情况 单位：万吨、kv	7
图表 7	公司研发投入占收入比例不断提升 单位：%	7
图表 8	近年公司铁塔产量快速增加 单位：万吨	8
图表 9	角钢塔业务是过去几年的业绩增长点 单位：%	8
图表 10	角钢塔和钢管塔毛利率变化比较 单位：%	9
图表 11	公司铁塔的成本构成 单位：%	9
图表 12	主要原材料角钢和锌价的变化 单位：元/吨	10
图表 13	角钢塔吨塔毛利较为稳定 单位：元/吨	10
图表 14	未来产能扩张路线	11
图表 15	立体停车位和平面停车位的利弊比较	11
图表 16	盈利预测主要假设 单位：万吨、%	12
图表 17	齐星铁塔预测利润表 单位：百万元、元、%	12

推荐理由：次新股推荐，公司是铁塔行业中的后起之秀，未来大步流星的扩张步伐吸引眼球。由于公司是第一家上市的铁塔企业，本文对铁塔行业的市场容量进行分析，指出公司在行业中的位置：虽然目前规模不大，但位列第一梯队，未来有望成为铁塔细分行业龙头。在对公司过往几年成长轨迹分析的基础上，指出铁塔的定价模式决定吨塔毛利波动不大，因此有效产能的增加可以带来企业效益的增长。

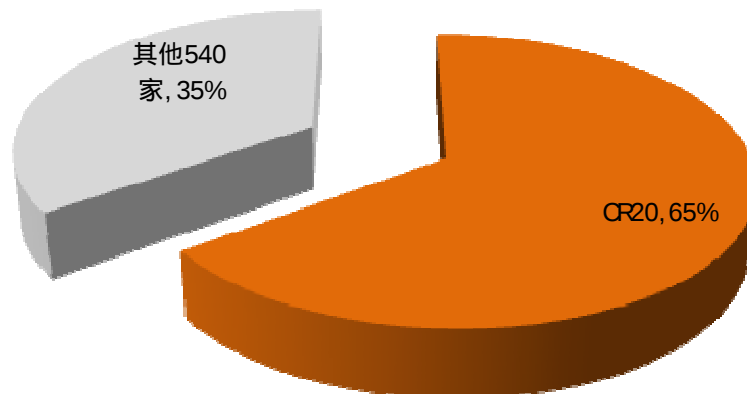
一、铁塔行业处于发展初级阶段

1.1 行业现状：集中度低

铁塔以铁、钢、锌等金属为主要材料，用于发电、通信、运输和建筑装饰等领域，产品主要包括输电塔、通讯塔、电视塔、风电塔等，其中，输电塔占比约 90%。

目前国内铁塔行业发展不成熟，取得铁塔生产资质的共 560 多家，其中年产量 2 万吨以上的企业约 20 家，控制着全国 65% 左右的市场份额。随着国民经济发展及产业升级的需要，未来，市场份额将趋于向规模大、设备先进、设计能力强、品种多的具有竞争优势的企业聚集。

图表1 我国铁塔企业较为分散

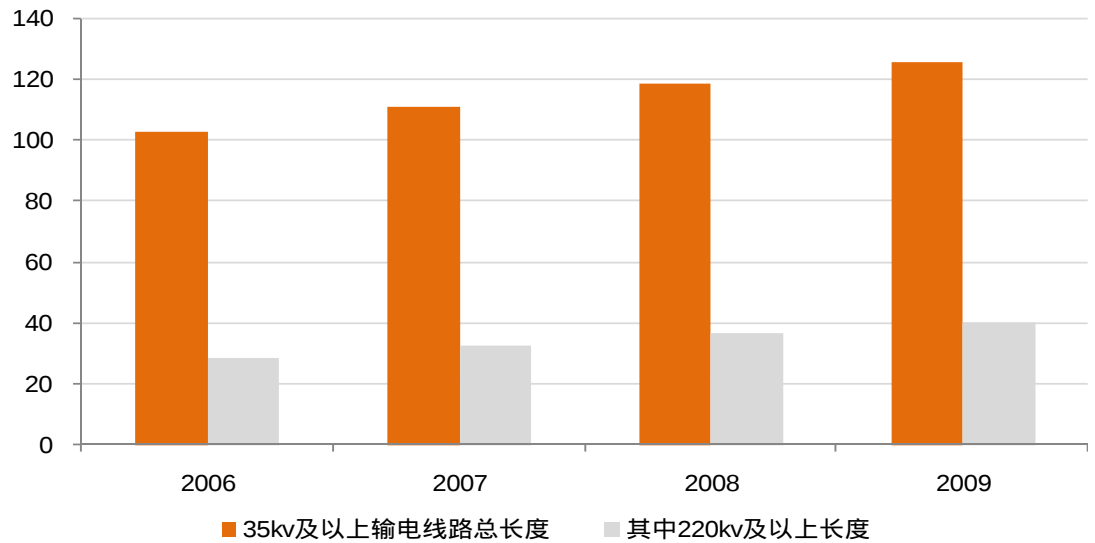


资料来源：平安证券研究所

1.2 市场容量：主要由电网建设决定

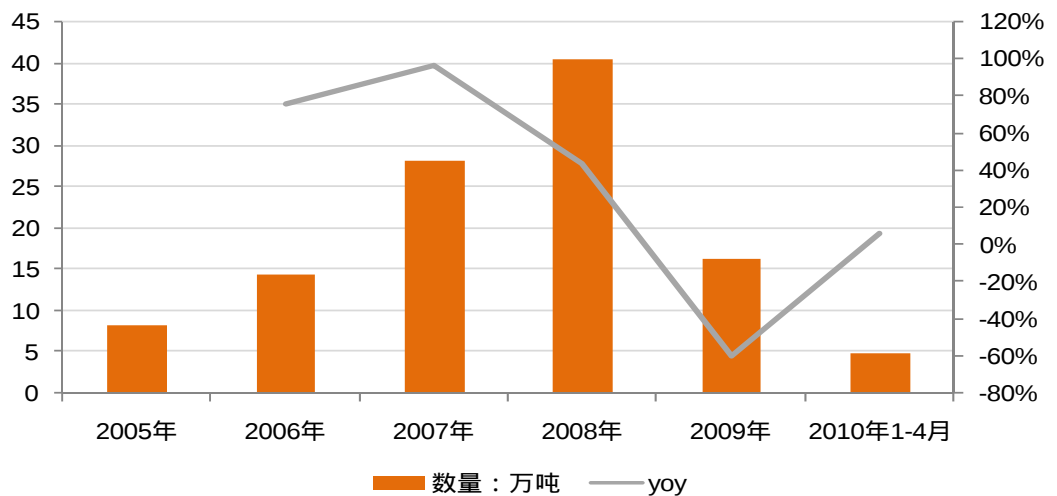
铁塔行业是金属结构制造业下的细分行业，行业统计数据不全，我们根据下游需求估算市场容量。电力是铁塔最主要的下游行业，电力系统的输电线路建设决定铁塔需求。35kv 以上的输电线路需要用到铁塔，按照国家电网公司总经理刘振亚的经验：110kv 输电线路每公里铁塔需求量为 24.34 吨，220kv 单位公里需求量为 33.12 吨，500kv 单位公里需求量为 81.45 吨。按此计算，我国 2009 年新增 110kv、220kv、500kv 输电线路用塔量为 270 万吨。若考虑 110kv 以下及 500kv 以上的铁塔用量，我们估计电力行业用塔量约为 300 万吨。

图表2 近年电网输电线路总长度统计



资料来源：平安证券研究所

图表3 金融危机前我国铁塔出口量快速增长



资料来源：平安证券研究所

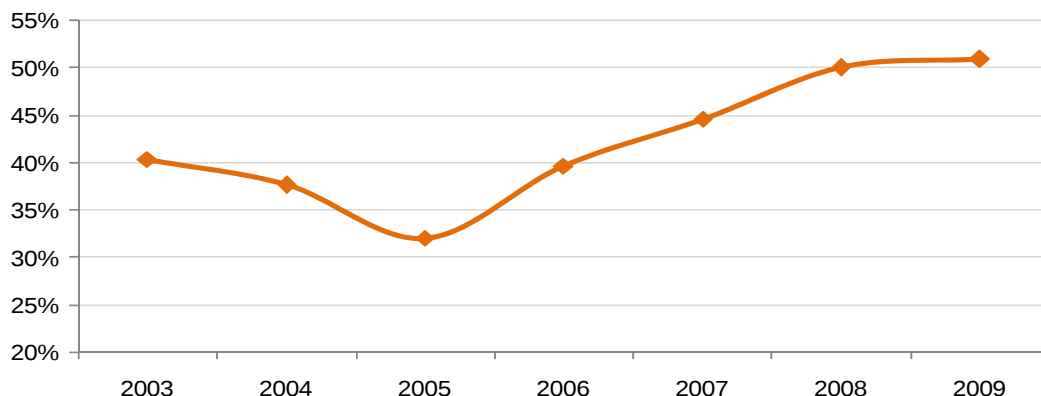
未来，铁塔需求增量主要来自于三方面：

- 第一，电网基建投资的加大。**目前我国电网建设相对滞后于电源建设，发达国家电网和电源资产的比例一般为 6：4，而我国为 4：6，加大输配电投资是我国电力投资政策的重点。从近年的新增投资来看，电网投资占比在不断提升，08 年电网投资已超过电源投资，作为电网建设的一部分，铁塔产业将从中受益；
- 第二，特高压输电线路投资增大。**09 年初晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程的投运标志我国在远距离、大容量、低损耗的特高压核心技术和设备国产化上取得重大突破。2010 年初国家电网公司发布《关于加强推进坚强智能电网建设的意见》强调“建设以特高压电压

为骨干网架”，显示特高压是未来电网投资重点之一。由于越高电压等级的输电线路，单位长度需要的铁塔重量越多，特高压线路投资的加大对铁塔的需求量也将增多；

第三，电网改造。未来对现有发、输、配、用电等环节进行大规模的技术升级和改造也必不可少，大容量输电线改造、城网改造等都给铁塔制造行业带来增长空间。

图表4 近年来电网投资在电力投资中比例不断提高



资料来源：平安证券研究所

1.3 行业壁垒：主要体现在资金和技术方面

铁塔行业资金周转速度较慢，客户付款方式一般是 3：6：1，也就是预付款占全部货款的 30%，交货后一段时间内付 60%，质量保证金 10%，这一付款特点决定了铁塔企业必须保证充足的经营流动资金。同时，工艺加工技术也是体现铁塔生产企业竞争力的重要方面，其优劣对企业的成本控制有重要影响。除此之外，铁塔行业还具有资质壁垒、营销网络、市场认同等方面的准入限制。

图表5 铁塔企业进入壁垒



资料来源：平安证券研究所

二、齐星铁塔是铁塔行业中的新星

2.1 齐星铁塔：铁塔行业中的后起之秀

目前公司铁塔产量占国内市场的 2%，规模在业内排名前十，属于新生力量。由于特塔行业尚处于发展初期，国内铁塔企业纷纷谋求扩张，在此过程中谁能够先行一步，将在未来铁塔行业版图中占据重要位置。因此，公司积极上市融资，打破资金发展瓶颈，抢占国内市场并积极开拓国际市场。

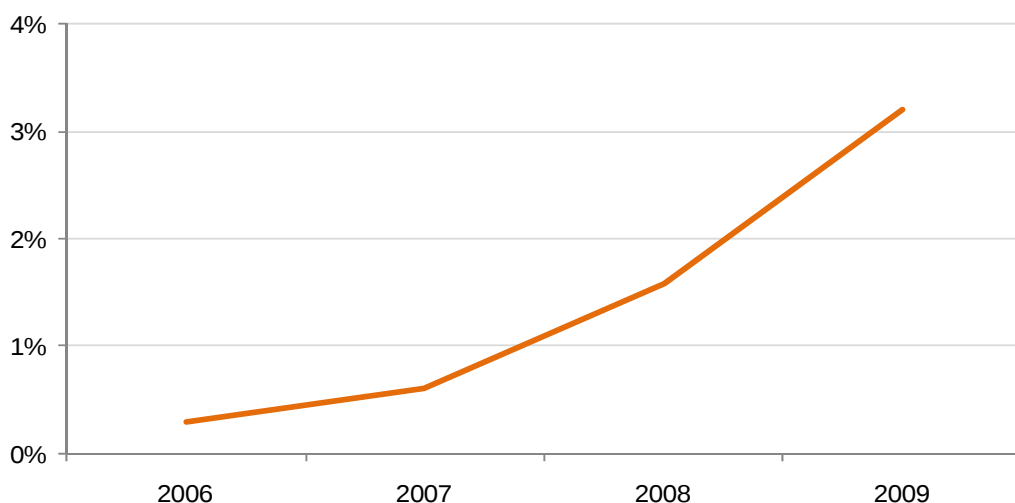
铁塔一般由电力设计院或电网公司根据输电线路要求现场勘查并设计，铁塔制造企业按照图纸放样加工。为了更好的服务客户，公司走自主设计研发路线，03 年成立技术研发中心，08 年成为山东省重点企业技术中心，是铁塔行业中第一家拥有省级研发中心的企业，目前正在上报国家级研发中心，目前公司能够生产 750kv 以上的输电线路铁塔。09 年末公司研发投入占营业收入的 3.2%，技术人员占员工总数的 18.6%。从规模和技术方面看，公司位列铁塔生产的第一梯队。

图表6 国内主要铁塔生产企业产能情况 单位：万吨、kv

	产能	最高生产等级
江苏常熟铁塔	54	500kv
南京大吉铁塔	20	1000kv
潍坊长安铁塔	20	
浙江盛达铁塔	15	750kv
青岛武晓铁塔	15	
齐星铁塔	13	750kv以上
成都铁塔	10	750kv
吉林梨树铁塔	10	500kv
鞍山铁塔	8	
武汉铁塔	5	

资料来源：平安证券研究所

图表7 公司研发投入占收入比例不断提升 单位：%



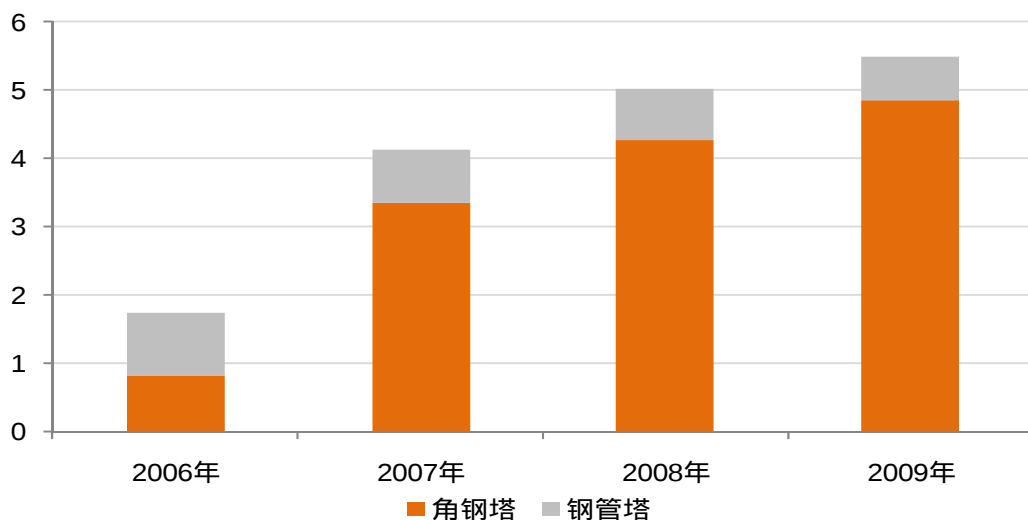
资料来源：平安证券研究所

2.2 过往轨迹：角钢塔业务迅速扩张

公司自 02 年成立以来，一直从事铁塔生产业务，短短几年，业务规模迅速扩大。2009 年，公司铁塔产量 5.5 万吨，较 06 年增加 2.1 倍，主营收入增加 2.2 倍，净利润增加 1.2 倍。

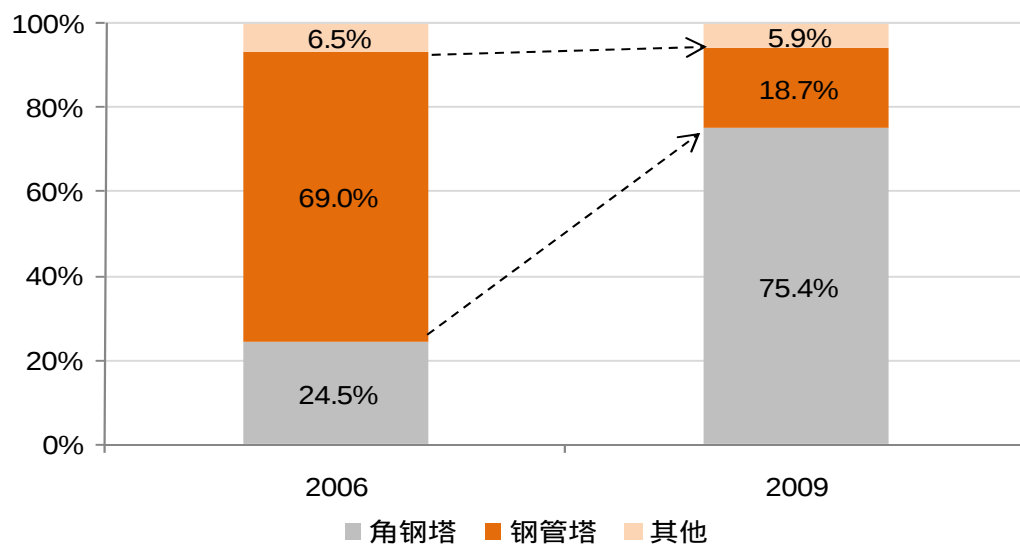
分产品看，钢管塔的附加值较高，毛利率较为稳定，在 35%~40%之间波动，但市场空间不大；角钢塔市场空间大，更容易形成规模效应，但附加值较低，近年来毛利率在 15%~20%之间。对公司而言，角钢塔是过往几年业绩增加的主要来源，而角钢塔毛利率低于钢管塔，造成了业绩增加低于产量和收入增加的局面。

图表8 近年公司铁塔产量快速增加 单位：万吨



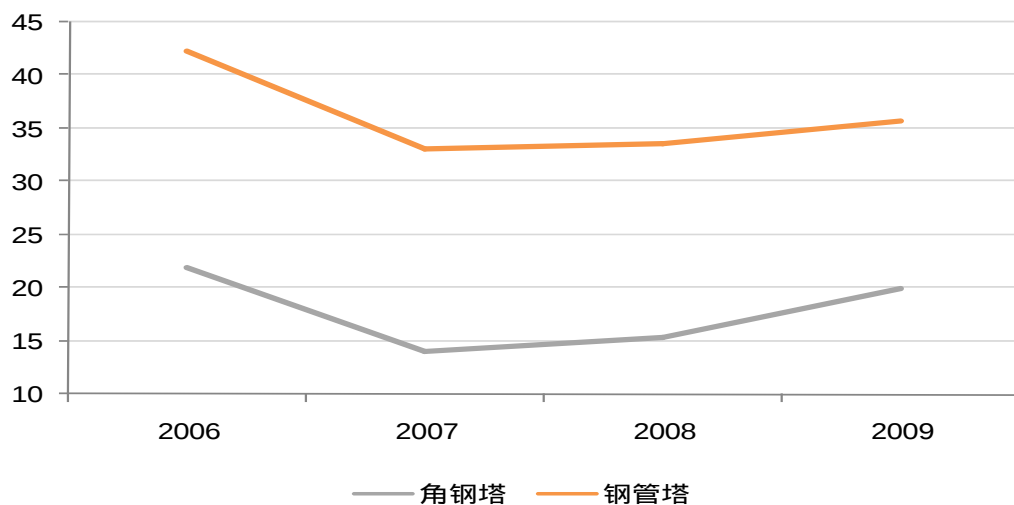
资料来源：平安证券研究所

图表9 角钢塔业务是过去几年的业绩增长点 单位：%



资料来源：平安证券研究所

图表10 角钢塔和钢管塔毛利率变化比较 单位：%

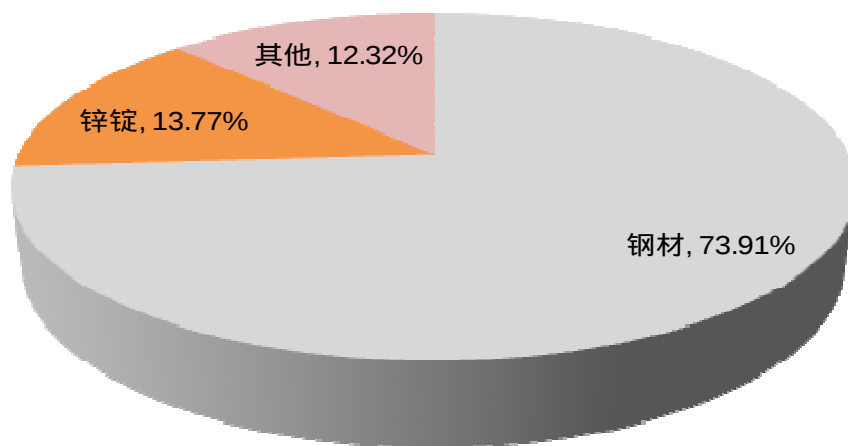


资料来源：平安证券研究所

2.3 盈利波动：较为稳定

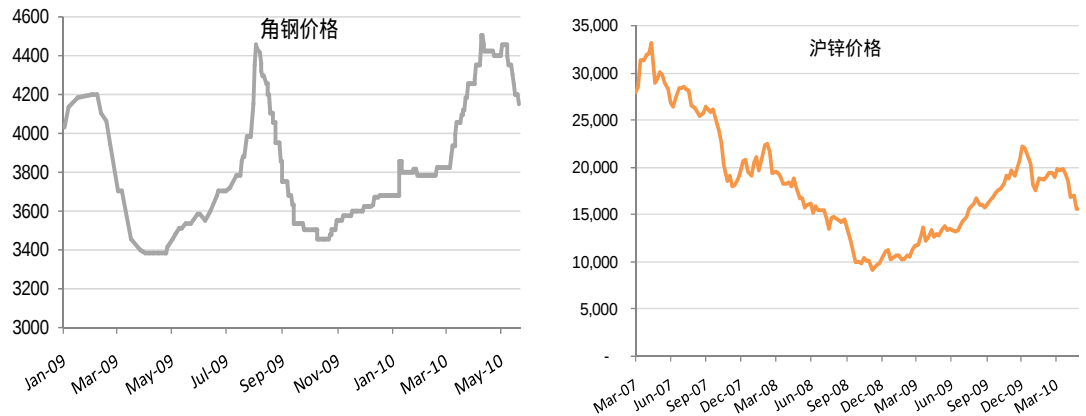
公司的产品定价原则是成本加一定比例的利润率，由于国内订单多以招投标的形式获得，实际价格会在一定程度上反映原材料价格市场的变动情况。影响铁塔成本的主要因素是钢材和锌锭，06年以来，两种材料的价格波动剧烈。而从过往几年吨塔的毛利变化看，盈利波动并不像钢材一样明显，这意味这产量增加可以为业绩增加奠定基础。当然对于加工制造类企业来说，较为稳定的角钢和锌锭价格有利于公司的盈利稳定。

图表11 公司铁塔的成本构成 单位：%



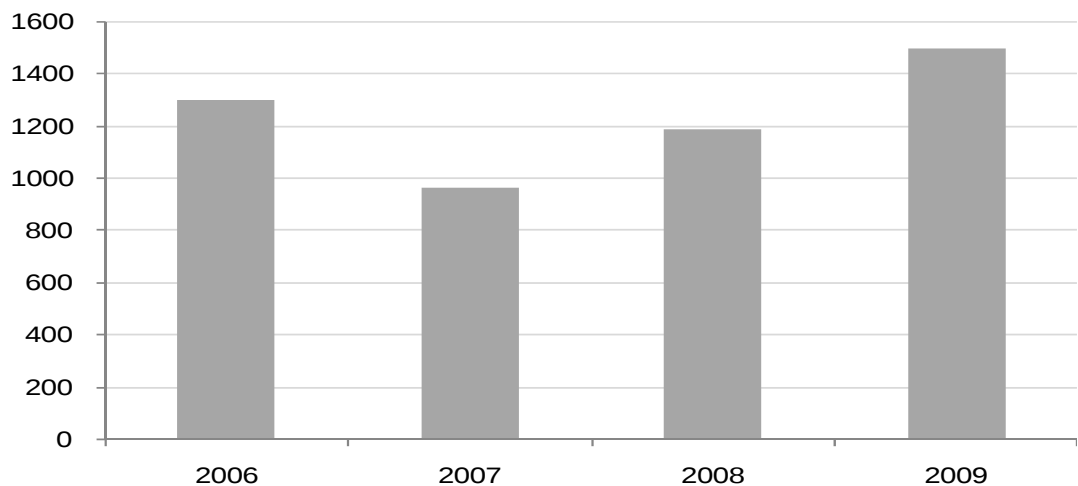
资料来源：平安证券研究所

图表12 主要原材料角钢和锌价的变化 单位：元/吨



资料来源：平安证券研究所

图表13 角钢塔吨塔毛利较为稳定 单位：元/吨



资料来源：平安证券研究所

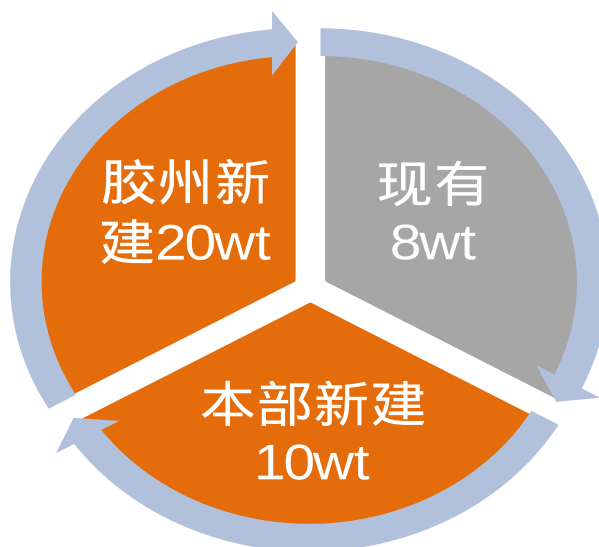
三、未来看点在于产能扩张

3.1 增长点：在于产能扩张

■ 未来三年铁塔产能快速增长

公司在 2010 年 2 月上市时，拟用募集资金投向本部 10 万吨铁塔扩建项目，以满足国内市场需求。由于手头订单充足，公司拟扩大投资规模，在胶东沿海投资建设 20 万吨铁塔项目，胶东项目靠近港口，瞄准海外市场，配套设备达国际先进水平。根据公司发展规划，我们预计未来三年，公司产能复合增长率将超过 60%。

图表14 未来产能扩张路线



资料来源：平安证券研究所

■ 立体车库市场空间广阔

2009 年我国汽车保有量达 6300 万辆，而城市机动车保有量与停车位比例仅为 5 : 1，城市用地紧张而机动车拥有量快速增长催生了立体停车场市场。日本立体停车设备已占据了 70% 的停车市场份额，我国 1992 年第一座立体车库正式投入使用，目前处于行业起步阶段，仍面临产权界定、投资主体等方面的争议。不过，政策的支持已使行业看到发展的曙光，2010 年 5 月，住房和城乡建设部、公安部、发改委联合发布《关于城市停车设备规划建设及管理的指导意见》，文件明确提出要积极推动立体停车和机械式停车设备建设，预计立体停车场行业发展前景广阔。

为了减少单一产品结构的风险，公司依托铁塔业务，瞄准发展空间广阔的立体车库市场。目前已成功开发 13 种库型并申报专利 8 项，技术处于成熟阶段，生产处于小批量阶段。09 年立体停车场的销售收入和利润约占公司总业务的 3%，预计未来公司将依据订单情况，逐步增加立体停车设备的生产。

图表15 立体停车位和平面停车位的利弊比较

	好处	弊端
立体停车位	节约土地，是平面的 1/2~1/25 造价低	用户认可程度不高 政府已出台指导意见，但技术标准与规范仍需规范
平面停车位	符合用户使用习惯	昂贵 城市中增加空间有限

资料来源：平安证券研究所

3.2 盈利预测和投资建议

总体看，公司是经营灵活的民营企业，所处行业受宏观调控影响不大，未来市场容量将稳步增长，公司的高速成长将带来市场份额的增加，随着规模的不断扩张，公司有望成为铁塔细分行业龙头。

我们预计公司的产量随着产能的增加逐步释放，但产量释放速度低于产能增加速度，在扩产初期争夺市场过程中，铁塔毛利率略有下滑。预计未来三年净利润复合增长率约 30%，公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元，对应 PE 分别为 33.3 倍、24.8 倍，和中小板估值几乎相当，估值较为合理，维持“推荐”评级。

图表16 盈利预测主要假设 单位：万吨、%

	2009A	2010E	2011E	2012E
产能	8	13	18	38
产量	5.5	7.7	13	16
毛利率	21.9%	18.8%	17.5%	18.2%

资料来源：平安证券研究所

3.2 风险提示

公司在铁塔行业中属于年轻企业，伴随未来的产能扩张，市场需求及管理步伐是否能够跟上，将影响公司盈利。

图表17 齐星铁塔预测利润表 单位：百万元、元、%

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	414.8	428.3	620.0	937.4	1267.4
主营成本	336.8	332.3	503.6	849.1	1049.9
毛利率(%)	18.8	22.4	19.2	18.0	18.6
销售费用	11.9	12.8	18.6	28.1	35.0
管理费用	14.5	23.5	24.8	37.5	46.7
财务费用	7.7	5.3	6.8	10.3	12.8
营业利润	40.9	51.3	66.4	88.3	117.5
利润总额	42.0	51.8	67.0	89.2	118.6
所得税	7.8	8.2	10.0	13.4	23.7
净利润	34.1	43.6	56.9	75.8	94.9
每股收益（元）	0.42	0.53	0.52	0.70	0.87

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257