

方正证券研究所

机械行业资深分析师：李俭俭

电邮:lijianjian@foundersc.com

SAC 证书编号：S1220208100112

机械行业分析师：彭 民

电话：(8610) 68584886

电邮:pengmin@foundersc.com

助理分析师：周娅

联系人：傅敏

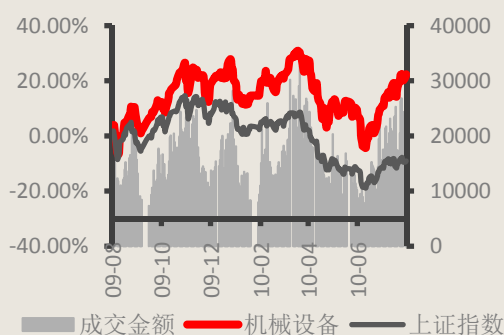
电话：(86731) 85832274

电邮:fumin@foundersc.com

发行上市资料

发行价格（元）	——
A 股发行股数（万股）	3500
发行前总股本（万股）	10500
发行后总股本（万股）	14000
发行日期	2010/9/8
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	广发证券
上市日期	2010/—/—

机械行业相对上证指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

国内领先的桥梁功能部件供应商

新筑股份（002480）新股投资价值分析

新股投资价值分析
2010.09.6

投资要点

※国内产品链最完整的桥梁功能部件制造商

公司是我国桥梁功能部件行业中拥有 CRCC 认证产品品种最齐全、产品链最完整的企业之一，主要从事桥梁支座、桥梁伸缩装置、预应力锚具等铁路、公路桥梁功能部件的生产与销售。

通过多年的积淀与发展，公司已成为国内桥梁功能部件行业综合实力最强的企业之一，大部分产品技术处于国内一流水平，部分产品技术达到世界先进水平。在铁路桥梁支座市场，公司的市场占有率 2007 年居行业第一、2008 年和 2009 年居行业第二。其中，公司在成长最快、增长潜力巨大、市场进入门槛最高、毛利率较高的高速铁路客运专线桥梁支座细分市场的占有率，2007 年和 2008 年居行业第一、2009 年居行业第二。

※强大的技术研发实力，凸显成本优势

公司凭借强大的研发团队和领先的技术优势，在多个国家重点工程项目中打破了国外企业在大跨度桥梁支座、伸缩装置方面的垄断。公司与铁二院共同开发的城市轨道交通桥梁盆式橡胶支座填补了国内产品的空白；同时也是国内最早研制开发模数式型钢桥梁伸缩装置并投入生产的企业之一；募集资金投资项目“研发试验检验中心”建成后，将拥有包括世界上最大、国内唯一的 150,000kN 压力试验机在内的最齐备、最先进的桥梁功能部件检测试验设备，成为国内外规模最大、设施最先进、检测试验项目最齐备的，具有世界一流水平的桥梁功能部件试验检验中心。

公司拥有一支由 100 多名中、高级技术人员组成的强大技术研发团队，不仅包括技术核心人员、技术带头人及技术骨干组成的多层次研发梯队，还云集了行业内诸多知名专家，如特聘西南交大专家胡基士先生担任设计研究院院长，特聘原铁科院高级研究员、我国桥梁支座技术的学科带头人、著名桥梁功能部件专家庄军生，原西南交大党委书记、校长胡正民，获 1996 年欧洲优秀青年科学家称号的瑞典路桥施工设备专家曾华洋等担任公司顾问等。强大的研发团队不仅将大力推动公司产品技术水平的不断推陈出新，同时，也将为公司的市场开拓和维护提供有利条件。

在成本方面，公司具有明显优势。通常占支座生产成本的 50% 以上，钢材利用率是控制支座生产成本的关键因素之一。传统的桥梁支座毛坯大多采用铸钢或热轧钢板整体加工，其钢材综合利用率通常低于 60%。而公司募投项目“桥梁功能部件精密坯件制造基地技术改造项目”建成投产后，应用自主创新的“桥梁功能部件无（少）切削制造技术”及相关设备开发的摆辗工艺，桥梁支座等产品主要部件的材料综合利用率将超过 75%，产品成本将具有十分明显的优势。

※受益高铁快速发展和桥线率提高，市场前景广阔

公司 60%以上的营业收入来自于毛利率较高的铁路桥梁功能部件产品。根据铁道部的规划，未来 3-5 年，铁路建设将经历一个黄金发展阶段，年均投资额有望保持在 5,500-6,500 亿左右。据相关统计，每年投入的 6,000 亿元中，将有约 4,000 亿元投资于铁路、桥梁、隧道及车站的建设。而近几年，高铁的占比也逐年提高，目前已批准建设的高速铁路客运专线超过 1.1 万公里，占铁路项目总开工里程的 47%。未来 2 年将会有超过 6,000 公里的高速铁路陆续竣工，占同期我国新竣工铁路里程的 50%左右。

同时，高速铁路设计综合考虑了建筑物、地基变形、少占良田、环境保护以及维修养护等多种因素，具有“以桥代路”的突出特点，桥线率呈现不断上升的趋势。目前已建成运营的武广高速铁路桥线率为 48.1%，在建的京沪高速铁路、广珠城际铁路和哈大客运专线桥线率分别为 80%、94%、73.5%。

铁路建设的提速、高铁占比及桥线率的不断提高，将为桥梁功能部件行业的发展带来广阔的市场空间。预计 2010-2012 年间，桥梁功能部件整体市场规模将继续保持强劲增长，年增长率有望达到 30%以上。随着上百条铁路线陆续开工建设，未来 3-5 年，铁路桥梁支座、预应力锚具、伸缩装置的需求量分别将达到 266.17 万座、30,428 万孔、328.30 万延米，市场空间巨大。

※抗震型功能部件成未来新增长点

在抗震功能部件这一新兴市场领域，公司具有较强的自主研发能力和技术实力。2008 年与中交第一公路设计院合作承担了我国当年最大的对外工程承包合同项目——阿尔及利亚东西高速公路建设中符合欧洲抗震规范和制造标准的全线桥梁支座的设计，采用了高阻尼叠层橡胶结构方案。公司与铁二院合作研发的抗震型盆式橡胶支座，采用保险丝锚固结构，能在特大地震袭来时，剪断锚固在设定范围内活动，消耗地震能量，防止梁、墩等重要结构破坏，震后能迅速复位、复交通，已成功应用于四川灾后重建重大工程项目——成灌客运专线。公司与四川省公路设计院合作研发的防落梁缓冲装置能在强烈地震发生时防止桥梁主体从桥墩上跳落，从而保护梁体不受重大损坏，震后迅速恢复交通，该产品已在四川灾后重建工程都汶高速和雅泸高速的桥梁工程中得到成功应用。

由于国土面积大，建设项目众多，桥线率不断提高，将为抗震型桥梁功能部件带来巨大的市场需求。已投入运营的高铁重载铁路及地铁，在车辆高速通过时，对路轨两侧的建筑物会产生一定的振动。在线路通过一些对振动敏感的地区时，如医院、学校等，需要在线路中加设减隔振装置。目前我国正在建造和将要建造的高铁及地铁线路穿越了数百个这样的敏感区域，都需要设置大量的减隔振功能件，减隔振功能件市场也将会是一个快速上升的市场。

同时，5.12 汶川大地震给震区带来了巨大的生产和财产损失，使得我国各级政府充分认识到了地震灾害的巨大危害，相关部门已经开始重视地震设防，对桥梁和建筑的抗震设计规范作出了相应的调整。我国是一个地震多发国家，国土面积的近一半处于 7 度地震烈度区域内；按照新的规范，大量的新建桥梁与建筑需要按 8 度烈度设防；同时，大量既有的桥梁与建筑需要按新的设防规范来加固，而采用减隔震技术来提高桥梁和建筑的设防能力是最经济和最

效保护生命和财产安全的方法。因此，随着这一方法的推广并被普遍采用，将为抗震功能部件带来巨大的市场需求。

目前，我国的抗震型功能部件的市场已完成起步阶段，正处于快速上升的势头。抗震功能部件有望成为公司未来新的增长点。

※募投项目突破产能瓶颈、抢占高端市场

目前，公司桥梁功能部件的产量已超过现有装备的设计产能。由于四川灾后重建已拉开序幕，多条四川境内的高速铁路、高速公路已陆续开建，同时国家为刺激经济加大了对铁路建设的投资。公司目前的生产能力已不能满足市场日益扩大的需求。在生产能力不足时，被迫采用一定的外协委托加工，公司在2009年度25,000kN以上大吨位支座的中标量大幅增加，其中至少一半以上靠外协加工生产。

而募投项目达产后，公司的产能将得到大幅扩张，将新增各类抗震及减隔振盆式橡胶支座6,000座、高阻尼橡胶支座及铅芯橡胶隔震支座600立方米、200t以下油缸式阻尼器600座、9000t以下摩擦式阻尼器100座、25,000-180,000kN大吨位支座1,000座，桥梁盆式橡胶支座产能将扩大至7万座，板式橡胶支座产能将扩大至2,000立方米，预应力锚具产能将扩大至1,500万孔。大力促进公司产能瓶颈的突破，为公司抢占市场份额奠定基础。

同时，募投项目侧重于生产技术含量更高、盈利能力更强的高端桥梁功能部件，如抗震支座、减隔震支座、高阻尼支座、大吨位支座等，将有利于公司合理配置产能、抢占高端市场、提高产品盈利能力和公司的综合竞争力，保持公司在桥梁功能部件行业中的领先地位。

※盈利预测与估值：建议询价区间29.87-32.96元

我们预计公司2010—2012年摊薄后每股收益分别为1.03元、1.42元和1.65元。当前可比上市公司对应2010年动态PE为33倍左右，我们认为给予公司2010年29-32倍动态PE比较合适，对应合理价值区间为29.87-32.96元。

图表 1 同类公司估值水平比较

代码	简称	股价	PE			
			09A	10E	11E	PB
600458.SH	时代新材	36.72	45.80	41.78	27.34	15.38
601002.SH	晋亿实业	8.53		31.38	24.22	3.85
000887.SZ	中鼎股份	18.69	32.25	24.93	19.77	8.73
002046.SZ	轴研科技	27.22	42.75	51.49	40.59	5.79
002164.SZ	东力传动	16.34	39.56	34.37	23.91	6.13
002122.SZ	天马股份	10.17	31.36	18.82	15.79	3.10
平均			38.34	33.80	30.32	8.59

数据来源：wind 方正证券研究所

※风险提示：

宏观经济政策调整风险；财务及资金风险；原材料价格波动风险；

利润表：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,023	1,302	1,732	2,219	净利润	109	144	199	231
营业成本	692	874	1,180	1,528	折旧与摊销	37	51	61	79
营业税金及附加	6	7	10	13	财务费用	29	25	22	26
销售费用	75	96	125	163	投资损失	0	0	0	0
管理费用	95	122	150	200	净营运资本变动	-221	-77	-209	-228
财务费用	29	25	22	26	经营活动现金流	-45	143	73	108
资产减值损失	13	15	17	25	资本支出	-105	-141	-161	-103
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	113	163	228	264	投资活动现金流	-105	-141	-161	-103
利润总额	129	172	239	276	股权融资	0	61	0	0
减 所得税	21	28	40	45	债券融资	525	21	136	210
净利润	109	144	199	231	股利分配及其它	-36	-25	-22	-26
减 少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流	489	57	114	184
归母公司净利润	109	144	199	231	货币资金净变动	339	59	27	188
资产负债表：	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务比率：	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	184	243	270	458	成长能力 (YOY)				
应收账款	337	424	564	723	营业收入	44.18%	27.32%	33.01%	28.11%
预付账款	77	91	123	160	营业利润	16.26%	43.64%	40.31%	15.62%
存货	252	309	418	541	归母公司净利润	27.60%	32.42%	38.07%	16.16%
其它	24	38	50	63	盈利能力				
流动资产合计	874	1,106	1,425	1,945	销售毛利率	32.33%	32.90%	31.90%	31.14%
长期股权投资	2	0	0	0	销售净利率	10.62%	11.05%	11.47%	10.40%
固定资产合计	262	320	400	430	ROE	24.27%	22.04%	23.33%	21.32%
长期待摊费用	1	0	0	0	ROIC	14.68%	14.58%	14.76%	13.25%
其它	112	147	167	162	偿债能力				
非流动资产合计	377	467	567	592	资产负债率	64.23%	58.50%	57.25%	57.34%
资产总计	1,251	1,573	1,992	2,536	流动比率	1.14	1.25	1.31	1.41
短期借款	447	469	589	777	速动比率	0.81	0.90	0.93	1.02
应付账款	161	234	299	384	营运能力				
预收款项	7	16	18	22	资产周转率	0.94	0.92	0.97	0.98
其它	149	162	179	194	存货周转率	3.41	3.11	3.25	3.19
流动负债合计	764	881	1,085	1,377	应收账款周转率	3.62	3.42	3.50	3.45
长期借款	40	39	55	78	每股指标				
其它	-40	1	-16	-22	每股收益	1.03	1.03	1.42	1.65
非流动负债合计	0	40	39	55	每股经营现金流	-0.43	1.02	0.52	0.77
负债合计	804	920	1,140	1,454	每股净资产	4.26	4.66	6.08	7.73
实收资本	105	140	140	140	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
资本公积	124	150	150	150	估值指标				
留存收益及其它	219	363	561	792	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	448	653	851	1,082	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	1,251	1,573	1,992	2,536	EV/EBITDA	1.55	1.22	0.94	0.79

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究中心（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦（310006）
电话：	（86731）85832274	（86571）87782600
传真：	（86731）85832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com