

新筑股份(002480)

公司研究/新股报告

合理估值: 39.00—43.50 元

桥梁功能部件行业龙头腾飞在即

—新股投资价值分析报告

民生精品---新股报告/机械行业

2010 年 09 月 10 日

报告摘要:

● 桥梁功能部件行业龙头占据高铁制高点

公司是桥梁功能部件行业龙头,主要生产桥梁支座、以及桥梁伸缩装置和预应力锚具三类产品。公司具有技术、成本优势、准入优势、以及较高的市场占有率,充分把握高铁快速发展带来的行业机遇。

● 桥梁支座迅速扩张, 功能部件前景广阔

未来高铁、客运专线、以及公路将得到快速发展,但就铁路、公路桥梁支座以及现有的特殊减震支座需求的增加,目前整个市场产能不能满足需求。根据目前的市场份额,公司未来 10 年将有 94.2 亿元以上的桥梁支座市场份额,整个桥梁功能部件市场份额在 188 亿元以上,未来成长性良好。

● 募投项目扩张产能、提高公司整体实力

此次公开发行业募投项目达产后,公司将拥有全国最大的桥梁功能部件生产线,扩大阻尼器、减隔震、减隔振支座等产品,进一步丰富公司的产品系列,有效提高公司的市场竞争实力,保障公司主营业务的盈利能力,保持并提升公司在桥梁功能部件的市场领先地位。

● 盈利预测及估值

结合相对估值及绝对估值,我们认为公司的合理估值在 39.00 ~43.50 元,价格中枢为 41.25 元。结合近三个月机械行业新股首日涨幅情况,我们认为公司首日涨幅在 30%至 40%之间,对应价值为 49.40 ~53.20 元。

● 风险提示

原材料价格上涨; CRCC 准入厂商扩大加剧市场竞争; 目前 15%所得税率未来的不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1023	1345	1730	2240
增长率(%)	44.18	31.50	28.62	29.48
归属母公司股东净利润(百万元)	109	148	209	327
增长率(%)	27.52	39.22	41.29	56.31
每股收益(元)	1.03	1.06	1.50	2.34
毛利率(%)	32.3	34.0	34.5	36.4
净资产收益率 ROE(%)	27.3	12.8	10.6	14.6
每股净资产(元)	4.26	13.67	15.20	17.58
PE	-	37.39	26.39	20.93
PB	-	3.66	3.30	2.86
EV/EBITDA	-	19.91	15.77	10.51

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 滕越

执业证书编号: S0100109070818

电话: (8610)8512 7669

Email: tengyue@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

公司基本数据

发行前总股本(百万股)	105.00
首次发行(百万股)	35.00
发行后总股本(百万股)	140.00
大股东持股比例%	41.49
发行占总股本比例%	25.00

财务数据 (2010-06-30)

股东权益(亿元)	5.03
每股净资产(元)	4.79
净资产收益率(%)	11.43
净利润(亿元)	0.55
基本每股收益(元)	0.53

目 录

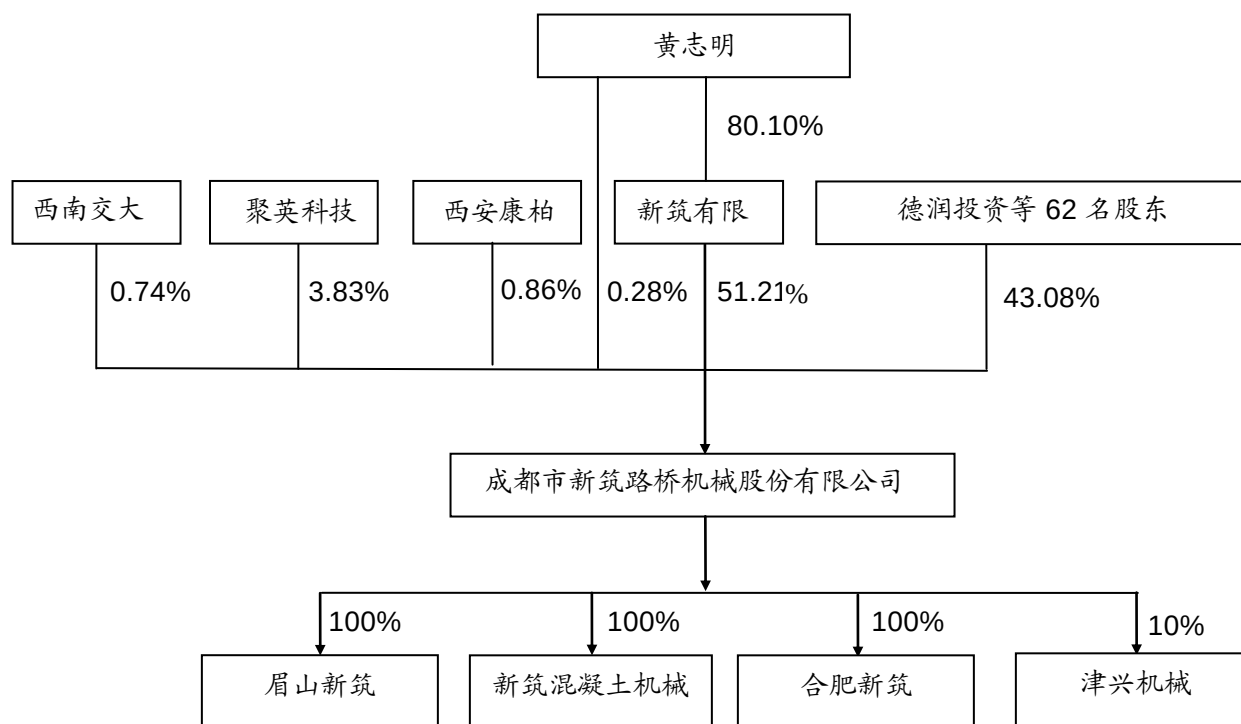
一、桥梁功能部件行业龙头	3
二、高铁发展为公司带来巨大发展空间	4
(一) 未来铁路规划表明我国铁路建设仍将保持高速增长	4
(二) 城际铁路快速发展带来更广阔市场	6
(三) 高速公路总里程三年内世界第一	6
三、需求升级，抗震减震类功能性部件或带来业绩增长点	7
(一) 轨道交通快速发展、减震需求不断增加	7
(二) 桥梁、建筑抗震规范调整增加减震部件需求	8
四、公司竞争优势明显	8
(一) 技术、成本优势显著	8
(二) 行业壁垒较高、具有准入优势	9
(三) 市场占有率行业领先	9
五、募投项目解决产能瓶颈	9
六、盈利预测与估值	10
(一) 盈利预测	10
(二) 绝对估值法： 39.03~42.81 元/股	11
(三) 相对估值法： 39.00 元~43.50 元/股	12
(三) 投资建议	13
七、股价催化剂	13
八、风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

一、桥梁功能部件行业龙头

新筑股份是我国桥梁功能部件行业的龙头企业，2001 年由新筑有限、新津国投、西安康柏、交大青城、朗明电力、西南交大及自然人赵衡平等 7 位股东发起成立。

公司实际控制人为黄志明先生，此次股票发行后，黄志明先生直接和间接控制公司 41.49% 的股份，为公司第一大股东。此外，目前公司核心高管均持有股份，良好的股权结构和激励机制有利于公司管理团队稳定，激发各方人员的积极性，为公司长远发展奠定基础。公司的股权结构如下图所示：

图 1：公司股权结构图



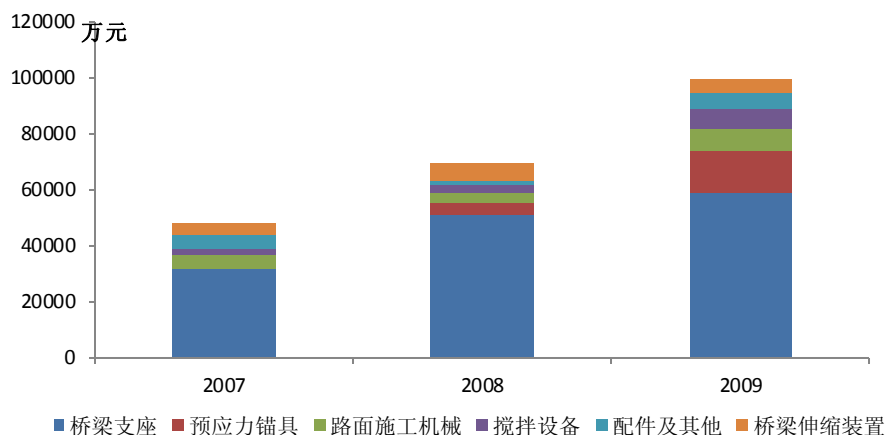
资料来源：招股说明书，民生证券研究所

公司主要从事桥梁支座、桥梁伸缩装置、预应力锚具等公路、铁路桥梁功能部件的研发、设计、生产、销售和服务。公司还从事路面施工和养护设备(包括摊铺机、挖掘机等)、混凝土机械等产品的研发、生产、销售和服务。公司主要产品为桥梁支座、桥梁伸缩装置和预应力锚具三类产品，其属于桥梁标准功能部件，是桥梁及其它类似建筑建设中所必需的用于重要承力与传力部位，并能满足桥梁运动与运营功能，其性能符合行业标准的功能部件。

公司是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能够为客户提供从产品研发、设计、生产到现场售后服务整体解决方案。公司主营产品桥梁支座，包括 CKPZ（铁路支座）、KTPZ（铁路支座）、球型支座、其他铁路桥梁支

座、大吨位公路盆式支座、中小吨位公路盆式支座、板式橡胶支座等，产品系列齐全。

图 2：桥梁支座收入占比突出，其他功能部件发展迅速



资料来源：公司资料，民生证券研究所

二、高铁发展为公司带来巨大发展空间

（一）我国铁路建设仍将保持高速增长

根据我国铁路中长期规划，到 2020 年，我国将建设 1.6 万公里以上客运专线，形成“四纵四横”等客运专线以及经济发达和人口稠密地区城际铁路系统。截止到今年 7 月初，我国新建高速铁路运营里程已达 4044 公里，已投入运营的高速铁路（包括新建高速铁路和既有线提速达到时速 200—250 公里的线路）6920 公里。根据目前的建设进度，未列入我国铁路中长期规划的兰新二线已经开工，超过运营里程 2000 公里，预计到 2020 年高铁运营里程将有望达到 2 万公里以上，目前在建和未来在建高铁里程将达到 1.4 万公里以上。

图 3：未来高铁运营里程有望达到 2 万公里以上



资料来源：铁道部，民生证券研究所

图 4: 列车行驶在武广高速铁路清远北江特大桥上

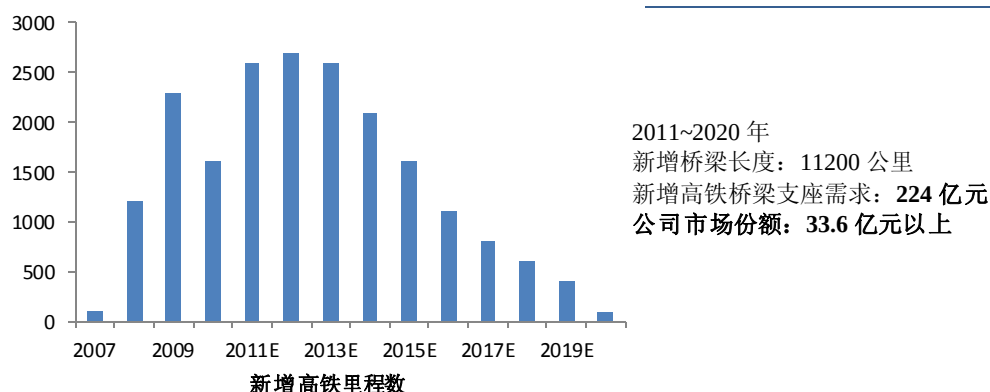


资料来源: 人民铁道报, 民生证券研究所

高铁由于设计参数限制严格, 曲线半径大、坡度小, 并需要全封闭行车, 利用铁路桥梁的运用有利于节约利用土地, 避免破坏路面生态, 因此高铁设计中桥梁比例大, 高架长桥多。日本近 2000 公里的高速铁路中, 桥梁占线路总长, 即桥线率为 47%, 我国京沪高速铁路桥线率为 86.5%, 武广客运专线桥线率为 42.14%, 目前平均桥线率为大约在 60% 以上, 未来仍有较大提升空间。高比例铁路桥梁的设计及建造, 也为铁路桥梁功能部件行业的发展带来了广阔的市场空间。

以 2011 年以后高铁建设总里程计算, 2011~2020 年预计有 1.4 万公里高铁, 由于今后发展的高铁桥线率不断提升, 按 80% 桥线率来计算, 共有 11200 公里桥梁长度, 每百公里桥梁需花费 2 亿元用于购买桥梁支座, 未来中国未来 10 年高铁桥梁市场保守估计共有 224 亿元的桥梁支座需求。以公司的 2008、2009 年平均市场份额 15% 计算, 未来公司高铁桥梁市场份额为 33.6 亿元。

图 5: 高桥线率未来高铁建设带来巨大桥梁支座需求



资料来源: 民生证券研究所

（二）城际铁路快速为公司带来更为广阔市场

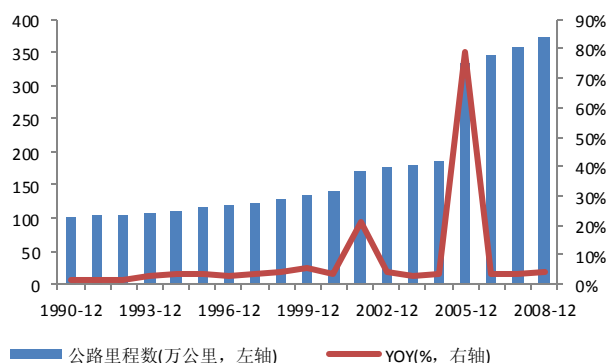
除了高铁建设以外，城际铁路建设也会用到大量的桥梁功能部件，铁道部中长期计划中仅对珠三角、长三角和环渤海湾的城市群间的城际轨道交通进行了规划，部分已投入建设。除此之外，京津城际已经通车，各省市地方政府也都在积极规划省内城市间的快速轨道交通的发展。广东、辽宁、湖南等省市都制定了适合本地区发展的快速城际铁路规划。城际铁路将会成为铁路投资的第三次浪潮，为桥梁功能部件行业带来了比干线铁路建设更广阔、更持久的市场。

根据已有的规划方案，未来我们预计城际快速铁路的建造将更多的桥梁功能部件需求。假定广东、辽宁、湖南等地省均 1500 公里的铁路长度，其他大中城市 300 公里的铁路长度，预计未来 5 至 10 年内城际铁路线路总长度将达到 1.2 万公里，由于城际铁路均处在人口稠密经济发达的城市，桥线率大都在 85% 以上，高于高铁的平均水平，根据测算，城际铁路桥梁支座将有 204 亿元市场需求，为公司带来 30.6 亿元收入的收入。

（三）高速公路总里程三年内世界第一

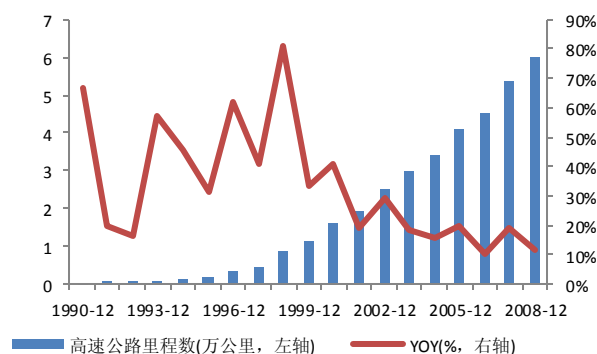
我国公路建设从 90 年代开始大规模发展，目前仍将有望保持快速增长的势头。预计未来公里建设将保持快速发展，截至目前，我国公路总里程已达 370 万公里，其中高速公路总里程 6.5 万公里，居世界第二位。交通运输部部长李盛霖 3 月曾表示，中国的高速公路总里程将在两到三年内超过高速公路里程第一的美国，预计三年内超过 9 万公里。

图 6：公里里程跨越式增长



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

图 7：高速增长成倍增长，带来更多部件需求



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

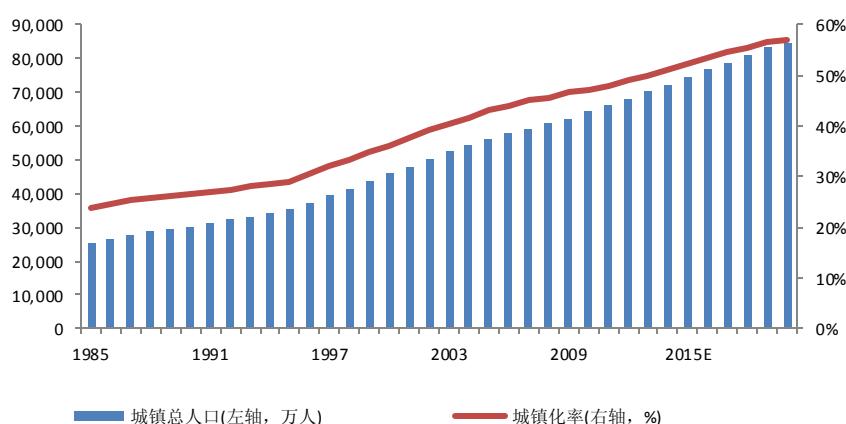
伴随公路的发展，我国公路桥梁建设也得到了极大发展。2007 年末，我国公路桥梁 57 万座、2319.18 万延米，比上年末增加 3.64 万座、279.27 万延米。为适应公路建设的需要，我国道路桥梁建设将进入持续、稳定的发展时期。至 2020 年，我国将兴建大中小桥梁约 20 万座，总长度超过 1 万公里，其中大跨径桥梁也将超过百座，这将为公里桥梁功能部件带来大约 400 亿元的需求。按照公司 3% 的市场占有率，将带来 12 亿元的市场份额。

三、需求升级，抗震减震类功能性部件或带来业绩增长点

（一）轨道交通快速发展、减震需求不断增加

从需求层次来看，随着路桥建设的深入，对环境保护类功能部件需求和运营检测维护服务类需求将逐步增长。伴随着城市的快速发展，城镇化率不断提高，城镇人口不断增加，对于公路交通建设、以及城市本身对于轨道交通的需求日益增加。由于中国城市化进程将是一个持久的过程，如果按发达国家 30 万人口以上的城市都要具备地铁及轻轨的标准，其市场的容量和持久性将远远超过城际轨道交通的市场规模。

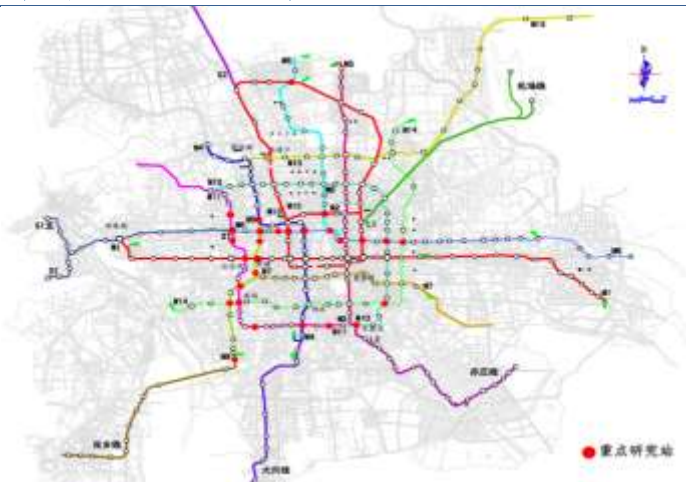
图 8：城镇化率提高，城镇人口逐步增加



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

1995 年至 2008 年 12 年间，我国建有轨道交通的城市，从 2 个增加到 10 个，投资以每年 100 多亿元的速度在推进。目前已有北京、天津、上海、南京、武汉、重庆、大连、长春、广州、深圳等 10 个城市开通了 31 条城市轨道交通线，运营里程达到 835.5 公里。截至目前，有约 27 个城市正在筹备建设城市轨道交通，其中 22 个城市的轨道交通建设规划已获国务院批复，总投资达 8820.03 亿元，将在 2015 年以前完成其中 79 条线路的建设。

图 9：地铁已成城市发展的必选之路（以北京地铁规划图为例）



资料来源：北京地铁，民生证券研究所

地铁车辆在高速通过时,对路轨两侧的建筑物会产生一定的振动;所以,在通过一些对振动敏感的地区需要在线路中加设减隔振装置。例如,在北京西直门交通枢纽区域内为了防止振动对周围敏感部门的影响,就在线路桥梁上加装了价值数百万的隔振装置。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,未来地铁的快速发展将为减震部件提供广阔需求空间。

（二）桥梁、建筑抗震规范调整增加减震部件需求

此外由于地壳活动频繁,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。新建桥梁与建筑需要按 8 度烈度设防,同时现存的大量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有效保护生命和财产安全的方法。

在铁路建设方面,正在修建、即将开工和正在设计的穿越我国 8 度地震烈度区域的铁路已超过 1.5 万公里,各条线路在重点设防区域已开始部分采用各种抗震型桥梁功能部件,将会在今后 3~5 年内带来数十万座减隔震支座的需求。在公路建设方面,随着新的抗震规范的推行,新设计的线路已开始大量使用抗震型功能部件,这将为抗震功能部件带来巨大的市场需求。以中交第一设计院为例,已在设计的珠海机场高速公路和山西邢汾高速公路全线采用了与公司共同研发的隔震橡胶支座,仅这两条线路的需求就超过 10000 座。按照单价 1.2 万元计算,减隔震支座市场需求保守预计在 18 亿元以上。

四、公司竞争优势明显

（一）技术、成本优势显著

在技术与研发方面,公司拥有专业齐全的制造工艺研发团队,在行业内率先对桥梁支座的加工工艺进行变革,改变了过去桥梁支座单件加工的生产模式,实现了桥梁支座主要生产工艺流水化作业,大大提高了桥梁支座的生产效率;拥有 31 项专利技术、11 项正在申请的专利及 10 项非专利技术,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,在行业中具有领先的技术优势;拥有国内比较完善的检测设备,检测能力处于行业先进水平。公司与中国中铁、中国铁建所属的二十五个工程集团,中交、中水、中建所属各公司都有数年良好的业务合作关系。

2006 年,公司在业内率先对桥梁支座的加工工艺进行了变革,实现了桥梁支座主要生产过程的流水化作业,大大提高了支座的安全性和使用寿命,以及桥梁支座的生产效率,减少了综合能耗,材料消耗量比传统工艺减少 30%以上,提高了占整个生产成本 50%以上的钢材的利用率,大大降低了公司产品生产成本,公司毛利率远高于竞争对手时代新材 11 个百分点,成本控制能力凸显。

在铁路桥梁支座方面,公司是桥梁功能部件行业内首批通过客运专线铁路桥梁支座 CRCC 认证的企业之一,是首批掌握高速铁路客运专线桥梁支座全系列产品生产技术的企业之一,是我国铁路客运专线桥梁支座第一标的获得企业;在公路桥梁支座方面,公司是

国内最大的公路桥梁球型支座的提供者，是世界最大公铁两用斜拉桥功能部件的供应商；在桥梁伸缩装置方面，公司是国内最早研制开发出模数式型钢桥梁伸缩装置并投入生产的企业之一，是国内少数能够承制最大位移量超过 1000mm 桥梁伸缩装置的企业之一，自主研发的位移量为 1120mm 的桥梁伸缩装置达到国内领先水平。

（二）行业壁垒较高、具有准入优势

截至 2010 年 6 月，全国共 16 家桥梁支座生产企业获得部分或全部铁路桥梁支座 CRCC 认证，共 19 家预应力锚具生产企业获得部分或全部铁路桥梁锚具 CRCC 认证，共 9 家伸缩装置生产企业获得部分或全部铁路桥梁伸缩装置 CRCC 认证。

桥梁功能部件行业与下游公路、铁路建设密切相关，两大领域进入均需认证，形成一定壁垒，此外这一市场属于资金密集型企业，对资金实力要求高；由于安全性要求非常高，需要企业具备技术开发能力和试验检验能力，也形成了一定的壁垒。

高速铁路客运专线对安全的严格要求，铁道部对参与竞争的企业实行 CRCC 认证管理方式，设立了较高的技术门槛。截至 2010 年 6 月，共有 16 家企业通过了铁路桥梁支座认证资格。

（三）市场占有率行业领先

公司主要产品的市场占有率如下：在铁路桥梁支座市场，占公司收入 60% 左右的铁路桥梁支座产品市场占有率 2007 年居行业第一、2008 年和 2009 年居行业第二，2008 年、2009 年的市场占有率为 16.65%、12.07%；在铁路桥梁伸缩装置市场，公司 2008 年市场占有率为 4.16%，位居行业第四；在公路桥梁支座市场，公司 2008 年市场占有率为 3.22%，位居行业第四；在桥梁预应力锚具市场，公司 2008 年市场占有率达到 1.88%；在公路桥梁伸缩装置市场，公司 2008 年市场占有率为 6.82%，位居行业第三。

五、募投项目解决产能瓶颈

公司此次拟募集资金 6.6 亿元，用于建设“桥梁建筑抗震型功能部件系列产品技术改造项目”、“实施桥梁功能部件精密坯件制造基地技术改造项目”以及“研发试验检验中心技术改造项目”。

表 1：募投项目

项目名称	项目投资 总额 (万元)	拟用募集资金 投入金额 (万元)	第一年 (万元)	第二年 (万元)	第三年 (万元)
桥梁建筑抗震型功能部件系列产品技术改造项目	47,370	39,500	14,322	9,548	15,630
设立子公司实施桥梁功能部件精密坯件制造基地技术改造项目	21,000	18,000	9,000	6,000	3,000
研发试验检验中心技术改造项目	8,500	8,500	5,500	3,000	-
合 计	76,870	66,000	28,822	18,548	18,630

数据来源：公司公告，民生证券研究所

通过三个项目的实施,将有助于公司解决产能瓶颈、扩大抗震功能部件、大吨位支座等高毛利产品生产能力;提高材料成型率,降低成本;设立试验检验中心,有效提高公司的试验检验能力。

公司目前通过外协方式弥补产量不足,其中盆式支座、板式橡胶支座及预应力锚具大量依靠外协厂商完成粗加工及半精加工,外协厂商由 2007 年度的十多家增加到 2009 年度的近百家,增加了公司的成本及管理难度,降低了对质量风险的控制能力。

通过改造募投项目的实施,将扩大产能。项目达产后,公司将新增各类抗震及减隔振盆式橡胶支座 6000 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、25000-180000kN 大吨位支座 1000 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 2000 立方米,预应力锚具产能将扩大至 1500 万孔。

公司此次募投项目“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,将充分利用公司自行研发的“厚壁薄底盆类零件的辗压制备方法”专利和中温热挤、低温精整等支座和锚具坯件生产工艺技术,原材料成本预计降低 15%左右,盈利能力提升。“研发试验检验中心技术改造项目”的建成,将进一步提高公司的研发、检测水平,为公司产品质量提供更可靠的保障。

募投项目完成后,公司将拥有全国最大的桥梁功能部件生产线,拥有开发、设计、生产高技术含量的阻尼器、减隔震、减隔振支座等产品,进一步丰富公司的产品系列。同时 will 直接降低产品成本,可有效提高公司的市场竞争实力,保障公司主营业务的盈利能力,保持并提升公司在桥梁功能部件的市场领先地位。

六、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

通过以上的分析,我们预计未来公里、铁路交通建设的快速发展将为公司带来快速发展的机会。作为桥梁功能部件公司在铁路公路领域龙头,公里能享受到交通建设行业快速发展带来的机会。预计 2010~2012 年, EPS 分别为 1.06、1.50、2.34 元。

表 2: 盈利预测,公司业务未来高速发展

	2009	2010E	2011E	2012E
产品一: 桥梁支座				
销售收入(万元)	58849.90	69000	84000	105000
增速(%)		17.25%	21.74%	25.00%
毛利率(%)	8.40%	40.00%	40.00%	43.00%
产品二: 预应力锚具				
销售收入(万元)	15050.56	17500	22000	29000
增速(%)		16.27%	25.71%	31.82%
毛利率(%)	7.35%	19.00%	19.00%	19.00%
产品三: 路面施工机械				
销售收入(万元)	7828.90	11000	15000	19000
增速(%)		40.51%	36.36%	26.67%
毛利率(%)	-6.11%	26.00%	27.00%	28.00%

产品四：搅拌设备				
销售收入（万元）	7166.49	13000	18000	22000
增速（%）		81.40%	38.46%	22.22%
毛利率（%）	16.67%	32.00%	33.00%	34.00%
产品五：桥梁伸缩装置				
销售收入（万元）	4928.47	12000	15000	18000
增速（%）			25.00%	20.00%
毛利率（%）		39.00%	40.00%	42.00%
产品六：声屏障				
销售收入（万元）	539.05	9000	15000	25000
增速（%）			66.67%	66.67%
毛利率（%）		29.00%	35.00%	38.00%
产品七：配件及其他				
销售收入（万元）	5298.10	3000	4000	6000
增速（%）			33.33%	50.00%
毛利率（%）		13.00%	15.00%	18.00%
销售收入（万元）	99661.46	134500	173000	224000
销售成本（万元）		88825	113380	142400

数据来源：民生证券研究所

表 3：预测利润表

项目（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1023	1345	1730	2240
减：营业成本	692	888	1134	1424
营业税金及附加	6	9	12	16
销售费用	75	112	144	179
管理费用	95	135	173	213
财务费用	29	14	3	6
资产减值损失	13	25	25	20
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	113	163	239	383
加：营业外收支净额	16	15	15	15
三、利润总额	129	178	254	398
减：所得税费用	21	26	41	64
四、净利润	109	151	214	334
归属于母公司的利润	109	148	209	327
五、基本每股收益（元）	1.03	1.06	1.50	2.34

数据来源：民生证券研究所

（二）绝对估值法：39.03~42.81 元/股

我们采用 DCF 模型，对公司未来的收入、利润、各项成本、费用进行估计，希望对公司合理价值作出较为准确的判断。预计公司在未来 6 年内将有较高的发展速度。出于谨慎的目的，我们假设在最后几年增长率逐步下降，最终达到永续增长率 2.0%，据此得到新筑股份绝对估值的合理区间在 39.03~42.81 元之间，价值中枢为 40.81 元。

表 4: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日： 12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售收入增长率	47.08%	44.18%	31.50%	28.62%	29.48%	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%	8.00%	5.00%	3.00%
销货成本 / 销售收入	63.25%	67.67%	66.04%	65.54%	63.57%	63.57%	63.57%	63.57%	63.57%	63.57%	63.57%	63.57%
管理费用率	10.28%	9.28%	10.00%	10.00%	9.50%	9.50%	9.50%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
销售费用率	8.39%	7.36%	8.30%	8.30%	8.00%	7.50%	7.50%	7.20%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：民生证券研究所

表 5: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	3.28%	Ke	13.45%
行业平均 Beta	1.07	风险溢价	9.50%
公司市值 (E, 百万元)	3465	实际 E/(D+E)	87.00%
债务总额(D, 百万元)	517.95	目标 E/(D+E)	65.00%
Kd	5.31%	WACC	10.32%

资料来源：民生证券研究所

表 6: 估值敏感性分析

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
12.82%	28.79	29.93	31.20	32.61	34.21	36.03	38.12
12.32%	30.11	31.30	32.62	34.11	35.78	37.68	39.86
11.82%	31.49	32.73	34.12	35.67	37.42	39.40	41.68
11.32%	32.93	34.23	35.68	37.30	39.13	41.21	43.59
10.82%	34.45	35.81	37.32	39.01	40.93	43.10	45.59
10.32%	36.03	37.45	39.03	40.81	42.81	45.08	47.69
9.82%	37.69	39.17	40.83	42.69	44.78	47.16	49.89
9.32%	39.42	40.98	42.72	44.66	46.85	49.34	52.20
8.82%	41.24	42.87	44.69	46.72	49.02	51.63	54.62
8.32%	43.15	44.86	46.76	48.89	51.29	54.02	57.16
7.82%	45.15	46.94	48.93	51.16	53.68	56.54	59.82

资料来源：民生证券研究所

(三) 相对估值法: 39.00 元~43.50 元/股

考虑公司主要产品为高铁相关部件, 可比上市公司为时代新材以及晋亿实业, 分别生产高铁支座以及高铁扣件, 同时考虑高铁相关制造业天业通联, 2011 年平均市盈率水平为 26~29, 结合 2011 年每股收益 1.50 元, 公司合理估值在 39.00 元~43.50 元, 价格中枢为 41.25 元。

表 7: 相对估值

公司名称	股价 0906	EPS				PE				PB	
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E
晋亿实业	8.46	0.00	0.27	0.35	0.44	-	31.12	24.02	19.35	3.62	2.64
时代新材	35.95	0.47	0.88	1.34	1.92	45.80	40.90	26.77	18.73	8.42	6.50
天业通联	31.31	0.63	0.78	1.10	1.27	0.00	40.14	28.37	24.71	0.00	6.03
平均							37.39	26.39	20.93		
新筑股份	0.00	1.03	1.37	1.84	2.31	-	37.00	28.00	20.00	4.26	13.68

数据来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

(三) 投资建议

考虑整个机械相关新股近三个月首日表现, 由于公司桥梁支座产品发展空间广阔, 考虑到公司中小板以及首日存在一定溢价, 我们认为公司首日涨幅在 30%~40%左右, 首日合理估值为 49.40~53.20 元。

表 8: 近 3 月机械类上市个股首日涨幅达 42.07%

证券简称	发行价 (元)	发行后每 股收益	发行后 市盈率	上市日期	首日收盘价(元)	上市首日 涨幅(%)
万讯自控	17.43	0.37	48.42	2010-08-27	25.10	44.00
天业通联	22.46	0.47	49.91	2010-08-10	36.50	62.51
尤洛卡	48.65	1.17	49.44	2010-08-06	77.90	60.12
双林股份	20.91	0.55	40.21	2010-08-06	37.15	77.67
郑煤机	20.00	0.90	22.56	2010-08-03	31.44	57.20
智云股份	19.38	0.48	45.07	2010-07-28	29.55	52.48
中原内配	21.80	0.72	31.14	2010-07-16	40.00	83.49
巨星科技	29.00	0.85	34.75	2010-07-13	27.45	-5.34
中南重工	18.80	0.55	34.18	2010-07-13	20.15	7.18
科新机电	16.00	0.41	48.48	2010-07-08	19.29	20.56
盛运股份	17.00	0.38	49.56	2010-06-25	22.60	32.94
金通灵	28.20	0.65	48.62	2010-06-25	32.75	16.13
江苏神通	22.00	0.39	59.46	2010-06-23	30.37	38.05
平均			43.22			42.08
新筑股份	38.00		55.95		-	30-40

数据来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

七、股价催化剂

未来公里、铁路规划增加新的公路、铁路线路将增加桥梁支座的市场需求, 减震功能部件未来需求的增加将拓展。

八、风险提示

原材料价格上涨; CRCC 准入厂商扩大加剧市场竞争; 目前 15%所得税率未来的不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1023	1345	1730	2240
减：营业成本	692	888	1134	1424
营业税金及附加	6	9	12	16
销售费用	75	112	144	179
管理费用	95	135	173	213
财务费用	29	14	3	6
资产减值损失	13	25	25	20
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	113	163	239	383
加：营业外收支净额	16	15	15	15
三、利润总额	129	178	254	398
减：所得税费用	21	26	41	64
四、净利润	109	151	214	334
归属于母公司的利润	109	148	209	327
五、基本每股收益(元)	1.03	1.06	1.50	2.34
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	20.25	15.83	10.09
成长能力:				
营业收入同比	44.2%	31.5%	28.6%	29.5%
营业利润同比	16.3%	43.5%	47.1%	59.8%
净利润同比	27.5%	39.2%	41.3%	56.3%
营运能力:				
应收账款周转率	3.62	3.45	3.41	3.42
存货周转率	5.04	4.70	4.75	4.87
总资产周转率	0.94	0.74	0.67	0.73
盈利能力与收益质量:				
毛利率	32.3%	34.0%	34.5%	36.4%
净利率	10.6%	11.0%	12.1%	14.6%
总资产净利率 ROA	10.0%	8.3%	8.2%	10.9%
净资产收益率 ROE	27.3%	12.8%	10.6%	14.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.14	4.65	3.70	3.93
资产负债率	64.2%	19.2%	21.8%	23.5%
长期借款/总负债	5.0%	17.3%	19.7%	21.8%
每股指标(元)				
每股收益	1.03	1.06	1.50	2.34
每股经营现金流量	-0.43	0.71	1.00	1.52
每股净资产	4.26	13.67	15.20	17.58

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	184	878	655	911
应收票据	1	1	2	2
应收账款	337	444	571	739
预付账款	77	94	121	157
其他应收款	23	40	52	67
存货	252	320	408	513
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	874	1778	1809	2389
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	262	439	701	853
在建工程	13	113	213	13
无形资产	83	75	66	58
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	377	629	982	926
资产总计	1251	2406	2791	3315
短期借款	447	0	0	0
应付票据	102	133	170	214
应付账款	161	213	272	342
预收账款	7	9	17	21
其他应付款	9	9	10	12
应交税费	16	18	19	20
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	764	382	488	609
长期借款	40	80	120	170
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	40	80	120	170
负债合计	804	462	608	779
股本	105	140	140	140
资本公积	124	1434	1449	1469
留存收益	219	367	587	914
少数股东权益	0	3	7	14
所有者权益合计	448	1944	2183	2536
负债和股东权益合计	1251	2406	2791	3315

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	-45	99	140	212
投资活动现金流量	-105	-300	-400	0
筹资活动现金流量	180	895	37	44
现金及等价物净增加	30	694	-223	257

插图目录

图 1: 公司股权结构图	3
图 2: 桥梁支座收入占比突出, 其他功能部件发展迅速	4
图 3: 未来高铁运营里程有望达到 2 万公里以上	4
图 4: 列车行驶在武广高速铁路清远北江特大桥上	5
图 5: 未来新增高铁建设带来巨大桥梁需求	5
图 6: 公里里程跨越式增长	6
图 7: 高速增长成倍增长, 带来更多部件需求	6
图 8: 城镇化率提高, 城镇人口逐步增加	7
图 9: 地铁已成城市发展的必选之路 (以北京地铁规划图为例)	7

表格目录

表 1: 募投项目	9
表 2: 盈利预测, 公司业务未来高速发展	10
表 3: 预测利润表	11
表 4: 三阶段模型的主要假设	12
表 5: 绝对估值的基本假设条件	12
表 6: 估值敏感性分析	12
表 7: 相对估值	13
表 8: 近 3 月机械类上市个股首日涨幅	13

分析师简介

滕越，机械行业分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，2009年加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com