

湘财证券研究所

机械研究小组

刘金铤

Tel: 021-68634510-8370

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

仇华

Tel: 021-68634510-8227

E-mail: qh3062@xcsc.com

事件

近日，我们调研了齐星铁塔（002359），与公司高管进行深入交流，并参观了公司生产现场。

调研要点：

- **公司铁塔主业增长稳定。**公司主营输电塔、通讯塔等各类铁塔产品，公司最主要客户是国家电网公司。公司目前主要通过参与国家电网公司集中规模招标采购获得订单。截止 2010 年 9 月，公司 2010 年已中标四批项目，预期 2010 年全年中标总量与 2009 年相当。

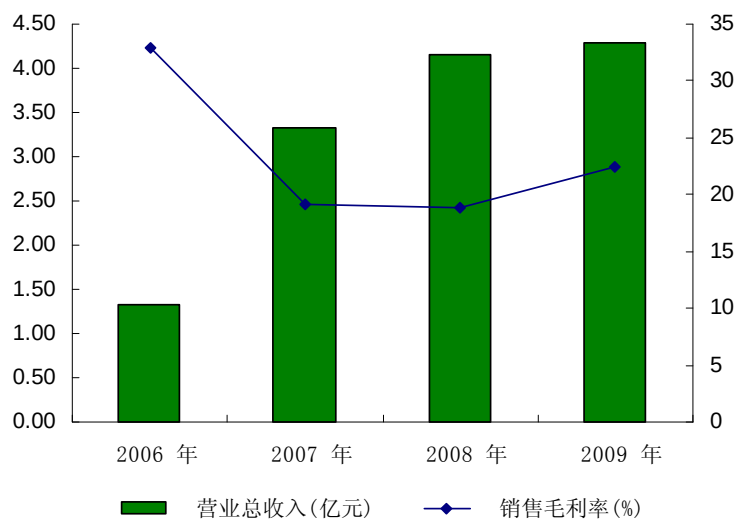
齐星铁塔 2010 年招标情况

中标次数	中标时间	金额（万元）	占 2009 年中标比例
第一次	2 月 12 日	4,442.74	13.59%
第二次	5 月 7 日	7,648.23	23.39%
第三次	7 月 9 日	6,700.00	20.49%
第四次	9 月 10 日	3,035.13	9.28%
合计		21,826.1	66.74%

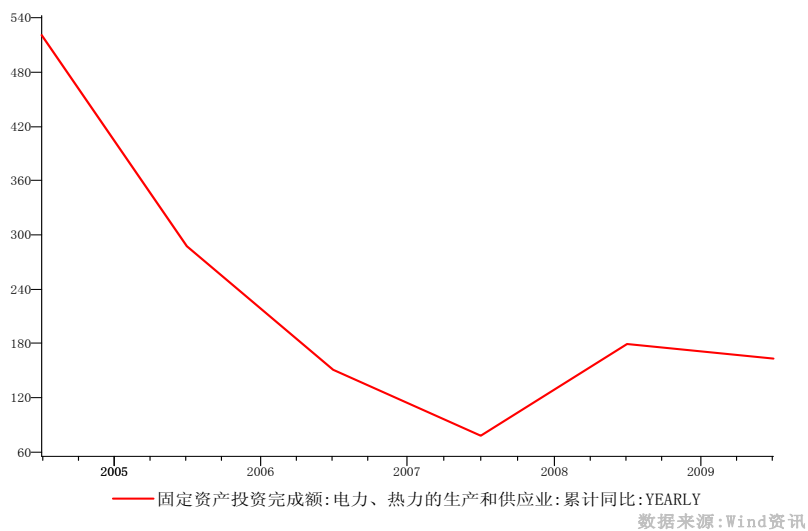
注：通常国家电网公司每年进行 6 次招标，公司 2009 年中了 1、2、3、5、6 次招标。

由于国家电网公司近年投资增幅趋于稳定，而公司 2010 年铁塔生产能力并没有显著提升，预期公司输电塔销量相对稳定。

齐星铁塔近年收益状况



我国近年电力、热力领域固定资产投资额比较



- **立体停车设备是公司新的利润增长点。**高速发展的汽车工业给停车设备行业带来了巨大商机，2008 年机械式停车行业实现销售收入 25.7 亿元。公司立体停车设备上半年营业收入 601.61 万元，同比增长了 106.27%。公司目前决定将立体停车设备业务从公司主营业务中剥离出来，组建山东齐星铁塔科技股份有限公司停车设备分公司，对停车库业务独立运作，便于该业务的快速发展。

从立体停车设备行业来看，2002 年到 2008 年停车设备主机生产厂家由六七十家发展到一百二十家，行业形态初见规模。2008 年末，行业销售前 10 名的企业，年销售额均超过亿元，排在前几名的企业销售额已达到 3、4 亿元。就公司立体停车设备业务来看，虽然增长快速，但规模不大，成长空间广阔。且公司原先的铁塔业务与立体停车设备在生产上有相通之处，公司进入立体停车设备市场有一定先天优势。

- **公司整体产能快速上升。**公司 2010 年初上市的募投项目是扩建年产 10 万吨铁塔项目。该项目目前已有 5 万吨产能项目在建，预期 2010 年底建成并投产。另 5 万吨产能将在 2011 年开始投建。此外，公司还在胶州市设立青岛齐星铁塔有限公司，建设年产 20 万吨铁塔项目。而青岛基地产品将以出口为主。

通信设备等固定资产投资变化



上图通信设备固定资产投资变化来看，2010 年增幅显著，具体到齐星铁塔公司，预期将体现在通讯塔业务量的上升。

□ 公司控股股东另有大量优质资产，为公司稳健发展提供坚实后盾。

公司大股东齐星集团有限公司是一家以铝产业深加工、热电联产为主导产业、经营领域多元化的大型民营骨干企业。集团 09 年主营收入在 80 亿元左右。而齐星铁塔 09 年主营收入 4 亿多元，只有集团收入的 5%左右。目前集团在新能源方面也有一定投资，如集团投资的锂电池产品，目前年收入规模已达 2-3 亿元。

□ 公司大幅调高职工企业年金，将保障公司管理层的稳定，增强公司的凝聚力和吸引力。公司将《企业年金方案》中企业缴费中的按年缴费改为按月缴费，导致全年缴费总额由年薪的十二分之一上调到年薪的 50%。而个人缴费按照企业为其缴纳金额的 15%缴纳。

□ 盈利预测。我们认为，公司输电塔产品主要客户过于集中，而公司获得订单的决定性因素相对复杂，导致公司铁塔业务将处于稳步攀升状况。而公司产能的快速上升，有望加快公司总业务量的

提升速度。我们预测公司 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.63 元、0.99 元。以 10 月 8 日 20.95 元价格计算，对应 PE 分别为 44X/30 X /19 X，我们首次给予“增持”评级，目标价 23.5 元。

□ **投资风险。**钢铁价格大幅波动。

附：齐星科技财务预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	332.54	414.76	428.30	471.14	706.70	1130.72
增长率(%)	149.75%	24.72%	3.27%	10.00%	50.00%	60.00%
归属母公司股东净利润	29.93	34.13	43.59	51.45	73.83	116.62
增长率(%)	51.67%	14.04%	27.72%	18.02%	43.50%	57.95%
每股收益(EPS)	0.275	0.313	0.400	0.472	0.677	1.070
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.112	0.044	0.063	0.100
每股经营现金流	0.478	0.328	0.366	0.165	0.523	0.352
销售毛利率	19.16%	18.79%	22.41%	22.41%	22.41%	22.41%
销售净利率	9.00%	8.23%	10.18%	10.92%	10.45%	10.31%
净资产收益率(ROE)	28.09%	24.26%	25.34%	23.53%	25.85%	29.80%
投入资本回报率(ROIC)	43.86%	36.13%	36.54%	43.56%	27.81%	24.95%
市盈率(P/E)	76.30	66.90	52.38	44.38	30.93	19.58
市净率(P/B)	21.43	16.23	13.27	10.44	8.00	5.84
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.005	0.002	0.003	0.005

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	332.54	414.76	428.30	471.14	706.70	1130.72
减: 营业成本	268.82	336.82	332.31	365.54	548.31	877.29
营业税金及附加	1.41	1.72	2.15	2.36	3.54	5.67
营业费用	9.65	11.86	12.80	14.08	21.13	33.80
管理费用	9.46	14.50	23.52	25.88	38.81	62.10
财务费用	8.84	7.77	5.28	2.75	8.05	14.66
资产减值损失	1.00	1.25	0.93	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.36	40.85	51.32	60.53	86.86	137.20

加: 其他非经营损益	0.23	1.12	0.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	33.60	41.97	51.80	60.53	86.86	137.20
减: 所得税	3.67	7.84	8.21	9.08	13.03	20.58
净利润	29.93	34.13	43.59	51.45	73.83	116.62
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	29.93	34.13	43.59	51.45	73.83	116.62
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	29.85	73.58	89.87	4.71	7.07	11.31
应收和预付款项	93.08	92.98	120.06	102.58	231.38	302.95
存货	78.38	66.03	82.16	81.56	164.02	228.91
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	52.57	57.82	60.98	153.07	345.16	427.25
无形资产和开发支出	31.48	30.79	30.13	26.92	23.71	20.49
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	285.36	321.20	383.20	368.84	771.33	990.91
短期借款	25.60	58.50	37.00	41.40	201.73	293.13
应付和预收款项	153.22	122.04	144.16	78.76	253.99	276.46
长期借款	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00	30.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	178.82	180.54	211.16	150.16	485.72	599.58
股本	81.50	81.50	81.50	81.50	81.50	81.50
资本公积	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
留存收益	24.99	59.12	90.49	137.13	204.06	309.77
归属母公司股东权益	106.54	140.67	172.04	218.68	285.61	391.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	106.54	140.67	172.04	218.68	285.61	391.32
负债和股东权益合计	285.36	321.20	383.20	368.84	771.33	990.91
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	52.05	35.78	39.89	18.00	56.97	38.41
投资性现金净流量	-26.14	-16.51	-9.26	-100.00	-200.00	-100.00
筹资性现金净流量	6.57	-9.33	-9.78	-3.16	145.38	65.83
现金流量净额	32.48	9.94	20.84	-85.15	2.36	4.24

财务分析和估值指标汇总						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	19.16%	18.79%	22.41%	22.41%	22.41%	22.41%
三费/销售收入	8.40%	8.23%	9.71%	9.06%	9.62%	9.78%
EBIT/销售收入	12.00%	11.14%	13.03%	13.43%	13.43%	13.43%
EBITDA/销售收入	13.10%	12.47%	14.52%	15.79%	15.00%	15.30%
销售净利率	9.00%	8.23%	10.18%	10.92%	10.45%	10.31%
资产获利率						
ROE	28.09%	24.26%	25.34%	23.53%	25.85%	29.80%
ROA	13.99%	14.39%	14.56%	17.15%	12.30%	15.32%
ROIC	43.86%	36.13%	36.54%	43.56%	27.81%	24.95%
增长率						
销售收入增长率	149.75%	24.72%	3.27%	10.00%	50.00%	60.00%
EBIT 增长率	50.42%	15.79%	20.76%	13.38%	50.00%	60.00%
EBITDA 增长率	51.87%	18.71%	20.21%	19.65%	42.52%	63.14%
净利润增长率	51.67%	14.04%	27.72%	18.02%	43.50%	57.95%
总资产增长率	66.18%	12.56%	19.30%	-3.75%	109.12%	28.47%
股东权益增长率	156.06%	32.04%	22.30%	27.11%	30.61%	37.01%
经营营运资本增长率	-35.42%	90.79%	51.58%	76.58%	34.87%	79.63%
资本结构						
资产负债率	62.67%	56.21%	55.10%	40.71%	62.97%	60.51%
投资资本/总资产	37.01%	40.39%	32.22%	78.65%	67.07%	72.10%
带息债务/总负债	14.32%	32.40%	17.52%	47.55%	47.71%	53.89%
流动比率	1.13	1.29	1.61	1.57	0.88	0.95
速动比率	0.69	0.92	1.16	0.89	0.52	0.55
股利支付率	0.00%	0.00%	28.04%	9.35%	9.35%	9.35%
收益留存率	100.00%	100.00%	71.96%	90.65%	90.65%	90.65%
资产管理效率						
总资产周转率	1.17	1.29	1.12	1.28	0.92	1.14
固定资产周转率	6.33	7.17	7.85	8.88	15.65	8.89
应收账款周转率	3.79	4.95	4.55	4.64	3.68	4.07
存货周转率	3.43	5.10	4.04	4.48	3.34	3.83
业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	39.91	46.21	55.81	63.27	94.91	151.86
EBITDA	43.57	51.72	62.18	74.40	106.03	172.98
NOPLAT	35.01	36.47	46.58	53.78	80.67	129.08

净利润	29.93	34.13	43.59	51.45	73.83	116.62
EPS	0.275	0.313	0.400	0.472	0.677	1.070
BPS	0.977	1.291	1.578	2.006	2.620	3.590
PE	76.30	66.90	52.38	44.38	30.93	19.58
PEG	3.86	2.28	1.35	N/A	N/A	N/A
PB	21.43	16.23	13.27	10.44	8.00	5.84
PS	6.87	5.51	5.33	4.85	3.23	2.02
PCF	43.87	63.81	57.25	126.84	40.08	59.46
EV/EBIT	42.76	36.71	29.73	28.11	20.43	13.37
EV/EBITDA	39.16	32.80	26.68	23.91	18.29	11.74
EV/NOPLAT	48.75	46.51	35.61	33.07	24.04	15.73
EV/IC	16.16	13.08	13.44	6.13	3.75	2.84
ROIC-WACC	43.86%	36.13%	36.54%	41.97%	26.46%	22.55%
股息率	0.000	0.000	0.005	0.002	0.003	0.005

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。