

天桥起重（002523）：冶金起重龙头，有力开拓新市场

机械

合理价格区间：19.3-20.6元

报告日期：2010年11月30日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	560	660	862	1,109
(+/-)	1.19%	17.81%	30.64%	28.70%
营业利润	62	81	106	130
(+/-)	8.21%	30.91%	30.27%	23.22%
归属于母公司 的净利润	55	67	88	109
(+/-)	15.98%	23.59%	30.80%	23.13%
每股收益（元）	0.45	0.42	0.55	0.68

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	12月01日/--
发行后总股本（万股）	16,000
发行股数（万股）	4,000
发行价格（元）	19.50
发行市盈率（倍）	59.09
发行动态市盈率（倍）	46.43
行业滚动市盈率（倍）	--
第一大股东	株洲国投
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	27.42%/20.57%
发行前每股净资产（元）	2.20
发行前资产负债率	59.22%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后EPS；

联系人：天相机械组

010-66045496 songxc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 本次公司拟公开发行4,000万股，发行后总股本16,000万股，其中新发股票占发行后总股本的比例为25.00%。公司实际控制人为株洲市国资委。株洲市国资委通过其全资子公司株洲国投持有发行人27.42%的股份，发行后这一比例将降至20.57%。
- 公司是我国南方地区最大的桥、门式起重设备制造商，是钢铁行业专用起重设备重要提供商，同时也是国内电解铝专用起重设备两大制造商之一。公司致力于成为国内一流大型成套专用起重设备供应商。
- 钢铁投资仍有较大增长潜力，有利钢铁冶炼起重装备市场。借鉴日本经验，我国钢铁装备行业仍处于增长期。钢铁大国向钢铁强国的升级将是拉动钢铁冶金装备快速增长的主动力。钢铁行业这一转变主要给冶金装备行业带来了五方面的机会：低碳钢铁带来的机会、产品升级带来的机会、生产地域重新布局带来的机会、生产组织重新布局带来的机会、钢铁企业向海外拓展带来的机会。
- 城镇化和工业化推进有利于电解铝行业长期稳定发展。宏观调控促使技改投资加大，拉动电解铝行业投资增长。
- 公司具有快速复制成功模式的能力，有助于公司开拓新市场，公司发展空间广阔。公司具有较高的市场地位及显著的品牌优势。公司拥有强大的研发能力。
- 募集资金投向。本次募集资金投向大型成套物料搬运设备年产120台套建设项目、桥门式起重设备年产1.5万吨改扩建项目、起重机核心零部件加工项目以及补充营运资金。IPO募投项目将使公司未来2-3年产能增长2.6倍。预计项目全部达产后，为公司贡献的税后利润超过6,000万元。
- 盈利预测及估值。参照可比上市公司的市盈率以及公司2011年业绩增长情况，我们给予公司46-49倍的市盈率水平，最终确定公司的合理价格区间为19.3-20.6元。
- 风险提示。宏观经济波动风险、下游行业调控风险、市场竞争风险。

正文目录

1.	公司概况——门、桥式起重龙头	4
1.1	公司基本情况	4
1.2	公司股本结构	4
2.	行业概况——冶炼起重市场将持续增长	6
2.1	钢铁投资有较大增长潜力，有利钢铁冶炼起重装备市场	6
2.1.1	我国钢铁产量仍有增长空间	7
2.1.2	借鉴日本的经验，我国钢铁装备行业仍处于增长期	7
2.1.3	拉动冶金装备快速增长的主动动力：钢铁大国向钢铁强国的升级	7
2.2	电解铝行业将长期稳定发展，拉动行业投资持续增长	8
2.2.1	城镇化和工业化推进有利于电解铝行业长期稳定发展	8
2.2.2	宏观调控促使技改投资加大，拉动电解铝行业投资增长	9
3.	公司竞争优势——龙头地位稳固，有力拓展新市场	10
3.1	具有快速复制成功模式的能力，市场空间广阔	10
3.2	市场地位及品牌优势	10
3.3	研发能力强大	11
4.	募集资金项目分析	12
5.	盈利预测与估值	13
5.1	盈利预测	13
5.2	估值分析	13
6.	财务分析	14
7.	风险提示	15

图表目录

图表 1: 2010 年上半年营业收入与毛利构成	4
图表 2: 本次发行前股权结构及控制关系	5
图表 3: 发行前后股本结构对比	5
图表 4: 发行前公司董事、高管、监事持股情况	6
图表 5: 桥、门式起重机下游行业以冶金、电力、铁路和造船为主	6
图表 6: 中国目前人均钢铁消费量尚未达到美、欧、日峰值水平	7
图表 7: 日本钢铁投资的持续增长期延续到 1976 年	7
图表 8: 过去 20 年我国铝产量经历了快速增长	9
图表 9: 2007 年各国城市化率水平	9
图表 10: 2002 年以来国家对电解铝行业出台的调控政策	10
图表 11: 起重机行业市场结构	11
图表 12: 公司研发支出情况	11
图表 13: 公司募集资金项目	12
图表 14: 公司主营产品销售收入预测	13
图表 15: 公司主要盈利指标预测	13
图表 16: 公司主要盈利指标预测	14
图表 17: 公司主要财务指标及预测	14
图表 18: 利润表预测	16
图表 19: 现金流量表预测	16
图表 20: 资产负债表预测	16
图表 21: 主要财务指标预测	16

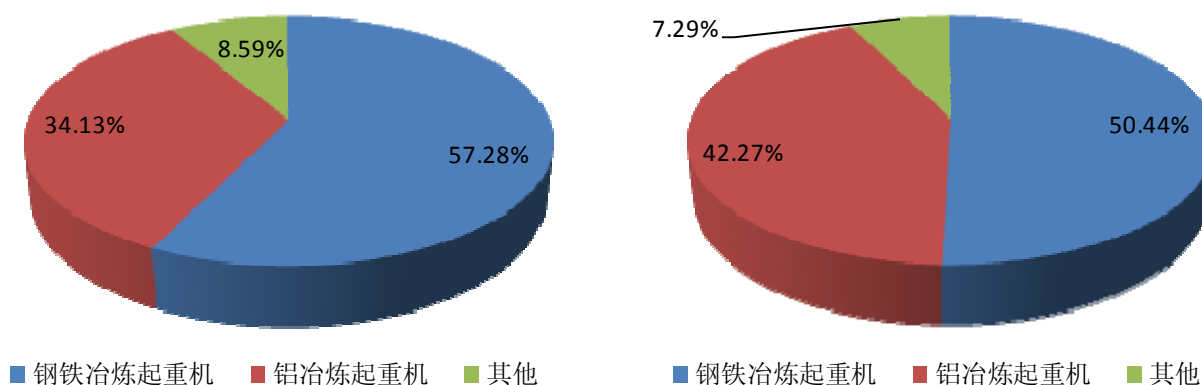
1. 公司概况——冶金专用起重装备龙头

1.1 公司基本情况

株洲天桥起重机股份有限公司（以下简称“发行人”、“公司”）成立于1999年。公司是我国南方地区最大的桥、门式起重设备制造商和钢铁行业专用起重设备重要提供商，同时也是国内电解铝专用起重设备两大制造商之一。公司致力于成为国内一流大型成套专用起重设备供应商。

公司主营业务为各种起重设备的研发、制造和销售业务，公司主要产品包括钢铁冶炼起重机、铝冶炼起重机和其他起重机，铝冶炼和钢铁冶炼专用起重设备的产品销售收入占公司销售总额的比例超过90%。公司2009年市场份额为2.41%（公司销售额占桥、门式起重机市场销售额之比），排名第10。

图表 1：2010 年上半年营业收入（左图）与毛利（右图）构成



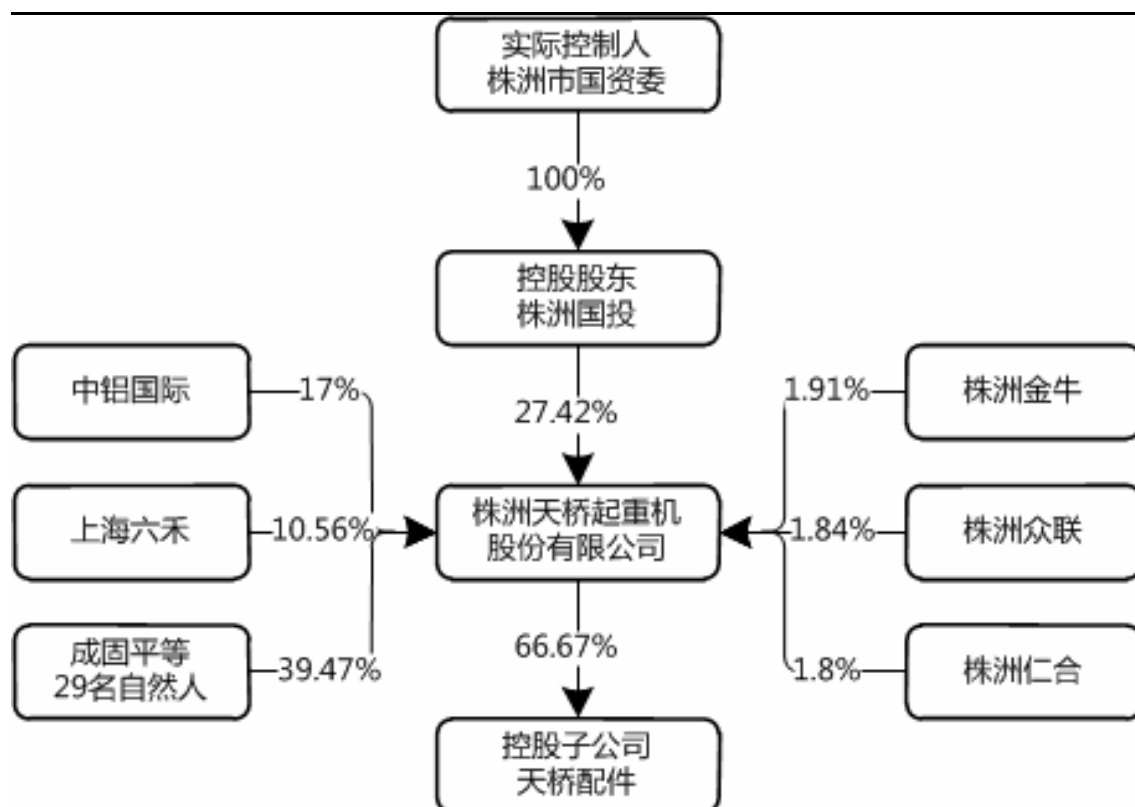
资料来源：公司招股说明书、天相投顾

公司为高新技术企业，享受15%的所得税优惠税率。

1.2 公司股本结构

截止此次发行前，公司总股本共计 12,000 万股，共有 6 名法人股东和 29 名自然人股东。本次公司拟公开发行 4,000 万股，发行后总股本 16,000 万股，其中新发股票占发行后总股本的比例为 25.00%。公司实际控制人为株洲市国资委。株洲市国资委通过其全资子公司株洲市国有资产投资公司（株洲国投）持有发行人 27.42%的股份，发行后这一比例将降至 20.57%。

图表 2：本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：公司招股说明书

图表 3：发行前后股本结构对比

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
1	株洲国投（SLS）	3,290.71	27.42%	3,290.71	20.57%
2	中铝国际（SLS）	2,040.00	17.00%	2,040.00	12.75%
3	上海六禾	1,267.59	10.56%	1,267.59	7.92%
4	株洲金牛	228.68	1.91%	228.68	1.43%
5	株洲众联	219.75	1.83%	219.75	1.37%
6	株洲仁合	216.44	1.80%	216.44	1.35%
7	成固平	507.32	4.23%	507.32	3.17%
8	蔡跃新	440.72	3.67%	440.72	2.75%
9	晏建秋	367.27	3.06%	367.27	2.30%
10	范洪泉	324.98	2.71%	324.98	2.03%
11	老学嘉	324.98	2.71%	324.98	2.03%
12	邓乐安	287.45	2.40%	287.45	1.80%
16	其他 20 名自然人	2,484.13	20.70%	2,484.13	15.53%
19	本次发行股份	—	—	4,000.00	25.00%
合计		12,000.00	100.00%	16,000.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书

图表 4: 发行前公司董事、高管、监事持股情况

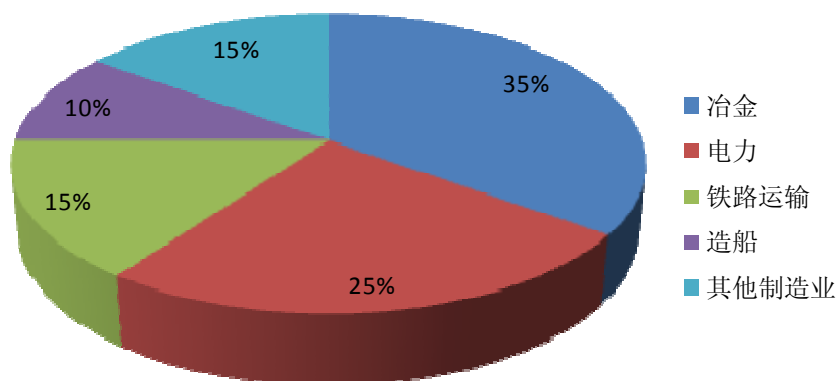
序号	姓名	职务	直接持股数量 (万股)	发行前持股 比例
1	成固平	董事长	507.32	4.23%
2	邓乐安	董事、总经理	287.45	2.40%
3	老学嘉	董事、财务总监	324.98	2.71%
4	范洪泉	副总经理、董事会秘书	324.98	2.71%
5	郑正国	副总经理、总工程师	122.18	1.02%
6	徐乐平	副总经理	78.35	0.65%
7	楚星群	生产部部长、监事	83.49	0.69%
合计			1,728.73	14.40%

资料来源: 公司招股说明书

2. 行业概况——冶金起重市场将持续增长

桥、门式起重机是现代工业生产和起重运输中,实现机械化、自动化的重要工具和设备,其下游应用的行业分布状况如下:

图表 5: 桥、门式起重机下游行业以冶金、电力、铁路和造船为主



资料来源: 公司招股说明书

公司产品下游用户主要集中在冶金行业,如钢铁、电解铝行业等。我们将重点对这两个行业进行分析。

2.1 钢铁投资有较大增长潜力, 有利钢铁冶炼起重装备市场

2010年上半年,公司57.28%的销售收入和50.44%的毛利都来自于钢铁冶金起重装备。在钢铁行业投资中,近50%的比例为设备工器具投资;通常情况下,设备工器具投资中,约有3.8%用于采购起重机。可见,钢铁冶金起重装备市场与钢铁行业投资紧密相关。

2.1.1 我国钢铁产量仍有增长空间

图表 6：中国目前人均钢铁消费量尚未达到美、欧、日峰值水平

	美国	日本	德国	意大利	法国	中国
达到峰值时间	1973	1973	1970	1974	1973	2009
人均消费量（千克/人）	711	802	660	427	485	404

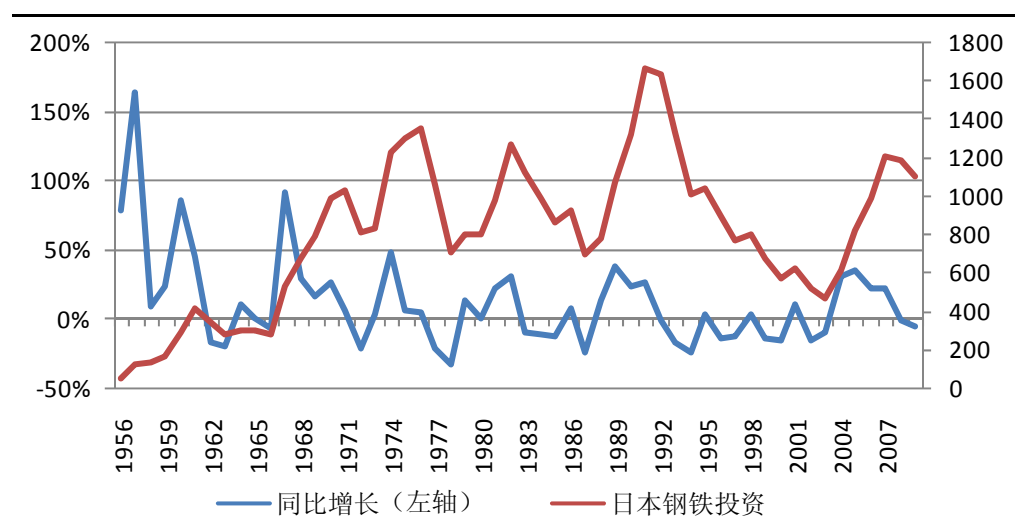
资料来源：国外钢铁行业统计（1949-1979），国家发改委，天相投顾整理

借鉴美、日、欧等发达国家的经验，这些国家均是在20世纪70年代上半期达到了钢铁消费的峰值，其中美、日、德三国峰值水平较高，人均消费水平在650千克-800千克区间；意大利和法国钢铁消费峰值较低，人均消费水平在处于400-500千克区间。中国2009年人均钢铁消费量达到404千克，略低于意大利和法国的水平，远低于美、日、德的水平。

从目前的产业政策和资源禀赋情况来看，中国未来将向制造业强国发展，而美、日、德当时都是制造业强国。因此中国人均钢铁消费峰值比照美、日、德更有意义，因此我们认为我国钢铁消费峰值至少会达到人均650-750千克这一水平，即总量消费量9.1-10.5亿吨（按14亿人口计算）。2009年，我国粗钢表观消费量达到4.53亿吨，人均约在404千克，较650-750千克/人的水平仍有较大差距。

2.1.2 借鉴日本的经验，我国钢铁装备行业仍处于增长期

图表 7：日本钢铁投资的持续增长期延续到 1976 年



资料来源：彭博

日本钢铁投资在1976年之前一直处于快速成长期，持续增长期在钢铁消费达到峰值的1973年之后才结束。在1956年到1976年的20年时间里，日本钢铁投资平均复合增速是18.6%；而在1966年到1976年10年的时间里，这一增速为17.3%。我国目前很可能是处于日本1966年到1976年这一阶段。这意味着在未来10年左右的时间里，我国钢铁行业的投资仍将保持快速的增长，而这必将带动我国冶金装备行业持续快速增长。

2.1.3 拉动冶金装备快速增长的主动力：钢铁大国向钢铁强国的升级

未来5年我国钢铁行业发展的重点在于提升产业竞争力。对于冶金装备行业来讲，机会更多是在由钢铁大国向钢铁强国转变过程中出现的。这一转变主要给冶金装备行



业带来了五方面的机会：

- **低碳钢铁带来的机会：**低碳钢铁体现在钢铁生产由高碳、高污染向低碳、无污染的转变。这直接带来了对节能环保装备的需求，如余热发电装备、TRT发电装备、干熄焦成套设备、脱硫除尘装备等。随着400立方米及以下炼铁高炉和30吨及以下炼钢转炉、电炉的淘汰，炼铁炼钢大型装备的需求将显著增加，如大型制氧机、大型高炉风机、余热回收装置等。
- **产品升级带来的机会：**产品结构升级在于能够提供更多差异化、高附加值的产品，从而使行业走出低水平竞争的不利局面。而产品的升级需要企业拥有更先进的设备、更高效的工艺和更强大的研发。这将增加对高精度热连轧、高精度冷连轧和彩色涂层钢板等成套生产设备的需求。此外，产品结构的升级也将带来精品钢基地的建设高潮，如在建和规划中的首钢曹妃甸基地、宝钢湛江基地、武钢防城港基地、山钢日照基地等，随着这些精品钢基地的开工建设，将对我国高端冶金装备形成巨大需求。
- **生产地域重新布局带来的机会：**目前我国大部分钢铁企业分布在内陆地区的大中型城市，产业布局不合理。在未来几年里，我国钢铁行业面临着规模浩大的钢铁生产重新布局，这体现在建设沿海钢铁基地、城市钢厂搬迁等方面。建设沿海钢铁基地包括首钢曹妃甸基地、宝钢湛江基地、武钢防城港基地、山钢日照基地以及宁波钢铁项目等；城市钢厂搬迁方面，涉及的城市包括北京、广州、杭州、合肥、抚顺、青岛、重庆、石家庄等。
- **生产组织重新布局带来的机会：**目前我国钢铁行业集中度较低，2009年排名前5位的企业钢产量仅占全国总量的28.5%，较低的集中度导致我国钢铁行业市场产能盲目扩张情况严重。通过并购重组不断提高产业集中度，是我国钢铁行业未来的主要发展方向，而兼并重组将带来被并购企业装备的升级改造。
- **钢铁企业向海外拓展带来的机会：**中央政府一直大力支持鼓励支持有资金和技术优势的企业“走出去”投资钢铁生产企业。目前部分国内大型钢铁公司已经开始了海外投资之路，如武钢在巴西的500万吨钢铁项目。从海外情况看，印度和俄罗斯正处于钢铁投资的快速增长期，其中安赛乐米塔尔和浦项制铁均计划在印度有大规模投资，这对我国的钢铁企业海外投资提供了良好的机遇。钢铁企业海外投资的增长将大大增加对冶金装备的需求。

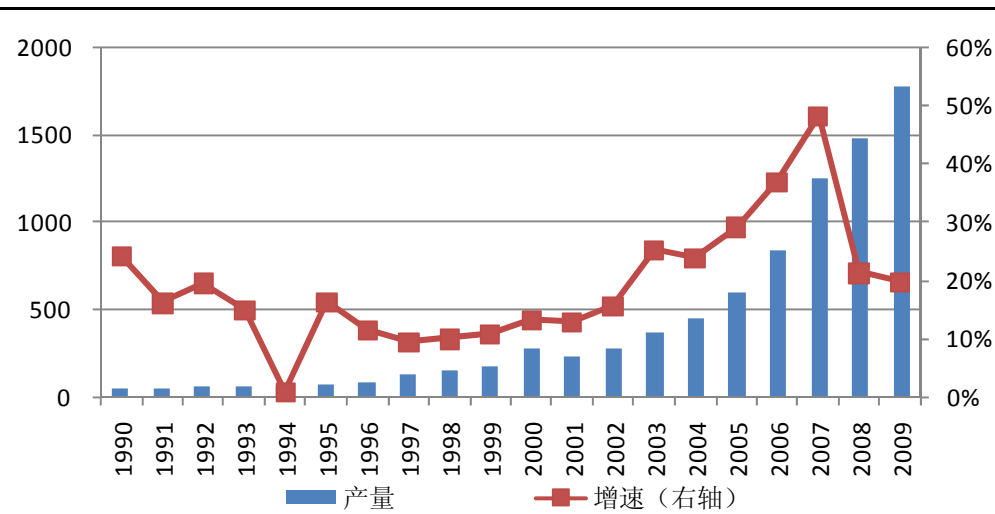
2.2 电解铝行业将长期稳定发展，拉动行业投资持续增长

2010年上半年，公司34.13%的销售收入和42.27%的毛利来自于铝冶金起重装备。因此电解铝行业设备投资需求的走势直接影响了公司的销售情况。

2.2.1 城镇化和工业化推进有利于电解铝行业长期稳定发展

在过去20年里我国铝产量经历了快速的增长，这与中国大力推进城镇化、工业化建设密切相关。发达国家经济发展的经验表明，推动铝消费增长的动力主要来自于三个方面：城市化、工业化和国内消费。我国在过去十年里，上述三个方面都有了长足的发展，拉动了铝消费快速增长。目前美国人均铝消费为24公斤，远高于我国人均9.7公斤的水平，考虑到庞大的人口基数，我国的铝消费水平还有很大的提高空间。

图表 8: 过去 20 年我国铝产量经历了快速增长

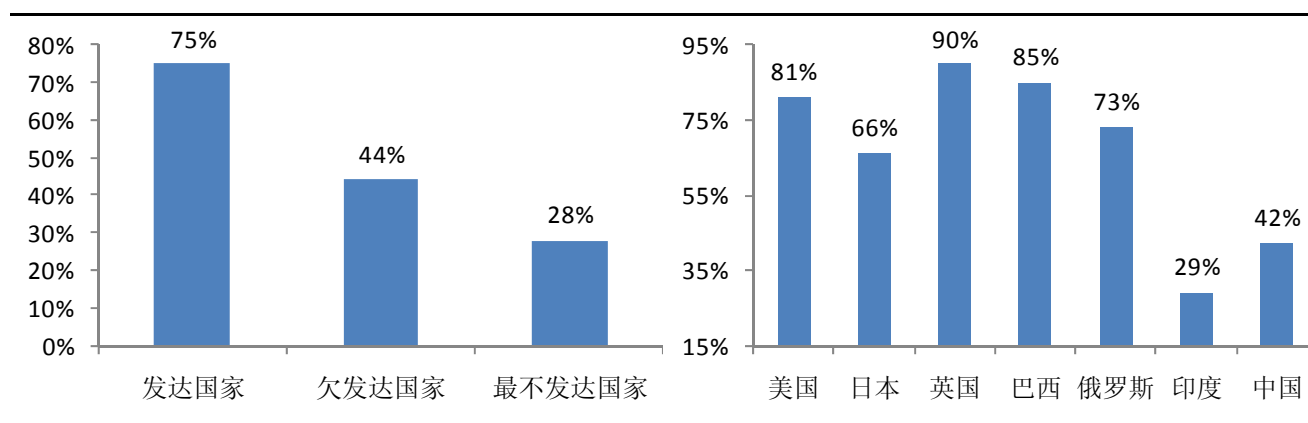


资料来源: 天相投资分析系统

我国目前城市化率（2009年为46.6%）仍处于欠发达国家水平，较发达国家75%的平均水平仍有较大距离。从历史经验看，主要发达国家基本在城市化率达到70%以上以后，城市化进程才基本结束。因此，我国城市化仍有较大空间。

从中长期看，随着城镇化和工业化继续推进及世界经济逐步复苏，我国电解铝行业将逐渐从供过于求演变到供需平衡，乃至供不应求，供需形势将朝着有利于供应方演进，从而带动对铝冶炼专用起重设备的需求。

图表9: 2007年各国城市化率水平



资料来源: 联合国《世界城市发展展望 2007》

2.2.2 宏观调控促使技改投资加大，拉动电解铝行业投资增长

随着我国电解铝行业结构调整、节能减排力度加大，相关企业实施技术改造的投资加大，将对铝冶炼专用起重设备产生较为稳定的需求。

2010-2012年，我国电解铝行业迫于成本与环保压力，将进一步加快淘汰落后产能、技术更新换代、产业迁移（向氧化铝和能源资源丰富地区迁移）、兼并重组的进程，根据目前电解铝行业项目开展情况，中国重型机械工业协会预测，现有产能的1/4将于三年内进行改造，这将带来约20亿元的铝电解多功能机组市场需求。

图表 10：2002 年以来国家对电解铝行业出台的调控政策

时间	政策名称	主要内容
2002年	《关于制止电解铝行业重复建设势头的意见》	要求制止自焙槽建设
2003年	《关于制止钢铁、电解铝、水泥行业盲目投资若干意见的通知》	再次强调制止自焙槽建设
2004年	《关于钢铁、电解铝、水泥行业项目清理意见通知》	要求对不符合铝行业发展政策、市场准入条件和未经国家审批的电解铝和氧化铝项目停止建设
2005年	《促进产业结构调整暂行规定》	对高耗能产业进行调控
2006年	《关于加快铝工业结构调整指导意见的通知》	要求制止电解铝行业投资反弹现象，提高产业集中度，采用新技术
2007年	《铝行业准入条件》	对电解铝行业提出了严格准入条件
2009年	《有色金属产业调整振兴规划》	强调支持企业重组、推动技术进步和严格控制总量
2010年	国务院下发《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》（国发〔2010〕7号）明确要求：	2011 年底前，淘汰100kA 及以下电解铝小预焙槽

资料来源：公司招股说明书。

3. 公司竞争优势——龙头地位稳固，有力拓展新市场

3.1 具有快速复制成功模式的能力，市场空间广阔

公司所在的门、桥式起重机行业下游分布广阔，冶金、电力、铁路、造船等行业均对该产品有需求。公司在传统的国内钢铁和电解铝领域取得了成功，这一成功模式可以迅速复制到铜、铅、锌等行业冶炼中。

铜、铅、锌作为我国产量仅次于铝的有色金属，对专用多功能起重设备有着极大的市场需求，这一市场的容量与电解铝相当，大致在每年10亿左右。目前该行业设备几乎全部依赖进口，且价格非常昂贵。公司已成功研制出电解铝阳极转运系统以及电解铅吊运机构。公司将凭借在钢铁冶炼和铝冶炼领域的成功经验，较快完成铜、铅、锌冶炼起重装备市场的进口替代，这将成公司新的业务增长点。

此外，公司已经成功进入到核电、水电、铁路、公路建设等领域，未来公司有望在这些领域继续取得成功，以支持公司持续快速增长。

3.2 市场地位及品牌优势

公司凭借领先的生产技术、较好的质量和成本控制能力以及良好的售后服务等竞争优势，在中等吨位起重量的起重机市场的综合竞争能力位居前列。目前公司处于起重机市场中较高的竞争层次中，这使公司很大程度上能免受无序竞争的困扰，因而产品能够保持稳定的盈利水平。

公司拥有高质量的国内客户资源，与一批大型钢铁冶炼及铝冶炼企业形成良好合

作关系，使公司在市场竞争中处于较为有利的地位。公司主要客户有：武汉钢铁股份有限公司、北京首钢股份有限公司、宝山钢铁股份有限公司、太原钢铁集团公司、柳州钢铁股份有限公司、湖南华菱钢铁集团有限责任公司、广东韶钢松山股份有限公司、河南神火集团有限公司、中国铝业股份有限公司、中电投宁夏青铜峡能源铝业集团有限公司、河南中孚实业股份有限公司、山东魏桥铝电有限公司、焦作万方铝业股份有限公司、东方希望包头稀土铝业有限责任公司等

公司利用市场影响力和客户优势，正逐步进入国际市场。比如，公司与中国重型机械总公司签订协议，为其提供4台阳极焙烧炉用多功能机组，出口塔吉克斯坦；2007~2009年，公司与中色国际贸易有限公司先后签订三份合同，为其提供电动桥式双梁吊钩冶金铸造起重机6台，出口赞比亚。

图表 11：起重机行业市场结构

竞争层次	企业数量	优势领域	代表企业
第一层次	2家龙头公司	各种特大吨位、大吨位起重设备	太原重型机械集团有限公司、大连重工·起重集团有限公司
第二层次	6~8 家重点骨干企业	中大吨位起重机、专用起重机	卫华集团有限公司、株洲天桥起重机股份有限公司、上海起重运输机械股份有限公司、河南省新乡矿山起重机有限公司、山东起重机厂有限公司等
第三层次	10~15 家骨干企业	中小吨位起重机	天津起重设备有限公司、重庆起重机有限公司、宁夏天地奔牛银起设备有限公司等
第四层次	众多小企业	小吨位起重机	河南新乡众多小型起重机制造企业及其他地区起重机厂商等

资料来源：公司招股说明书。

3.3 研发能力强大

公司开发的产品主要是高科技的机、电、液、气及计算机技术一体化装备，并且公司主要客户是大中型钢铁、电解铝、核电、铁路等企业，对产品可靠性要求极高。此外，公司主要产品为非标准大型特种设备，需要根据客户的具体要求做个性化定制。因此该行业对技术研发能力有较高的要求。

图表 12：公司研发支出情况 单位：万元

	2007	2008	2009	2010H1
研发支出	1527	2208	1840	663
收入占比	3.94%	3.99%	3.29%	2.42%

资料来源：公司招股说明书。

公司近年来在研发支出投入力度一直较大，通过多年的技术积累，公司取得了显著成绩。公司已经研发成功的产品包括：新型铝电解多功能机组、三梁铝电解多功能机组、电解槽集中大修转运系统、电解阳极转运系统、铁路铺架提梁机等。目前公司正在开发核电起重机、新型阳极焙烧炉用多功能机组、电解铜、铅、锌多功能机组、电解铝地面设备等。

其中，新型三梁铝电解多功能机组于2009年被中国机械工业联合会、中国机械工程学联合授予“中国机械工业科学技术奖”，被湖南省政府授予湖南省科学技术进

步奖；电解槽集中大修转运系统、新型焙烧炉用多功能机组系湖南省企业创新项目指导计划项目。

公司还构筑了良好的技术研发平台，有助于公司不断走在技术发展的行业前列。公司通过与北京起重运输机械研究院、北京钢铁设计研究院、武汉钢铁设计研究院、贵阳铝镁设计研究院、沈阳铝镁设计研究院、长沙有色设计研究院、中铁武汉工程机械研究设计院、中南大学、湖南大学、中南林业科技大学等科研院所开展广泛合作，使得公司不仅在产品设计、技术研发和新技术运用等方面始终走在行业前列，同时还为公司的技术创新和人才培养奠定了良好基础。

另外，公司还与ABB、Siemens、AB、SEW、Schneider等国际著名企业达成了良好的战略合作关系，并作为其在中国地区的重点终端客户而给予优先技术支持。积极与各方展开合作，有效提高了公司产品开发效率，提升了公司产品质量和技术水平。

4. 募集资金项目分析

图表 13：公司募集资金项目

	募集资金投 资额(万元)	建设期 (年)	公司现有 产能(吨)	募投项目新增产 能(吨)	募投项目建成后 产能(吨)
大型成套物料搬运设备 年产120 台套建设项目	7,046	2	4,000	17,060	21,060
桥、门式起重设备年产 1.5 万吨改、扩建项目	5,318	1.5	6,000	9,000	15,000
起重机核心零部件加工 项目	5,060	1.5	2,000	6,550	8,550
补充营运资金	3,000				
合计	20,424		12,000	32,610	44,610

资料来源：公司招股说明书。 注：建设期以募集资金到位时间为起始点。

IPO募投项目将使公司未来2-3年产能增长2.6倍，在旺盛的需求和产能大幅扩张驱动下，公司业绩将在2011-2013年保持高速增长。预计项目投产时间会较公司预计有所提前。

大型成套物料搬运设备年产120台套建设项目的投产将优化调整产品结构，有助于公司产品向大型化、成套化方向发展，将进一步提升公司盈利能力。目前项目基建已经完成，设备已经签订了采购订单。预计该项目达产后将实现销售收入44,660万元，净利润3,856万元。

桥、门式起重设备年产1.5万吨改、扩建项目的投产将有利于公司继续专注于桥、门式起重机的生产制造，提高公司产品的核心竞争力。目前该项目的前期准备工作已经完成。预计项目达产后将新增销售收入13,760万元，净利润1,361万元。

起重机核心零部件加工项目建设完成进入稳定期后，预计实现年销售收入10,000万元，净利润947万元。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

盈利预测假设：

- 公司产能按募投计划扩张；
- 销售费用率及管理费用率基本保持稳定，财务费用率有所下降。
- 营业外收支、实际所得税率等影响利润表的其它事项基本保持稳定；

图表 14：公司主营产品销售收入预测

单位：万元

细分业务	主要指标	2009A	2010E	2011E	2012E
钢铁冶炼起重机	收入	27,037	32,444	45,422	61,319
	同比增速	21.33%	20.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	20.55%	21.00%	21.00%	20.50%
铝冶炼起重机	收入	24,562	28,246	33,895	40,674
	同比增速	-14.99%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	30.15%	30.50%	30.50%	30.50%
其他	收入	4,416	5,299	6,889	8,956
	同比增速	5.60%	20.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	25.25%	30.00%	30.00%	30.00%
营业总收入	收入	56,015	65,990	86,206	110,950
	同比增速	1.19%	17.81%	30.64%	28.70%
	综合毛利率	25.13%	25.79%	25.45%	24.93%

资料来源：天相预测。

图表 15：公司主要盈利指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
归属母公司净利润（万元）	5,458	6,745	8,823	10,863
同比增速	15.98%	23.59%	30.80%	23.13%
每股收益（元/股）	0.45	0.42	0.55	0.68

资料来源：天相预测。

5.2 估值分析

公司属于冶金装备行业，我们从该行业选出相应的可比上市公司，对公司估值水平进行比较。综合考虑可比公司估值情况，以及公司在 2011 年的业绩增长情况，我们认为给予公司 46-49 倍的动态市盈率较为合理，对应公司 2010 年 0.42 元的 EPS，公司合理价格区间为 19.3-20.6 元。

图表 16：公司主要盈利指标预测

股票代码	公司简称	最新股价	总股本(亿股)	PE2010	PE2011
601106	中国一重	5.98	20.00	33.22	22.15
601268	二重重装	13.00	3.00	72.22	52.00
002347	泰尔重工	23.72	0.26	38.26	28.24
300035	中科电气	25.39	0.23	54.02	31.74
002164	东力传动	18.44	1.60	39.23	26.34
平均				47.39	32.09

资料来源：天相整理。

6. 财务分析

从公司主要财务指标不同时期的变化情况来看：

- 公司有较强的盈利能力，但大量融资将产生过量资本，如果不能充分利用，将降低公司的回报率。2009 年，公司毛利率和净利率均有所上升，预计未来 3 年公司毛利率将分别保持在 25%和 10%左右的较高水平。但 IPO 使得公司净资产大幅增加，这将导致公司的 ROA、ROE 以及投资资本回报率有较大幅度下滑。过量的资本要求公司投资更多的好项目，以对股东产生足够高的回报。
- IPO 将使公司未来几年偿债能力大幅提升，这极大解决了公司跨越式增长过程中的资金瓶颈。IPO 之后，公司资产负债率将显著下降，流动比率也将明显提升，公司偿债能力将大大增强。这使得公司拥有足够使用财务杠杆的空间，极大解决了公司在发展过程中的资金瓶颈问题。
- 资产规模的大幅增长将使公司总体营运能力有所下降。IPO 之后，由于公司帐面上将拥有较大规模的超募资金，故资产周转率会明显下降。如何将这部分暂时闲置的资金利用好，提升公司的运营效率，为股东创造最大的价值，是公司未来面临的一大挑战。

图表 17：公司主要财务指标及预测

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净资产收益率	23.78%	21.48%	6.35%	7.85%	9.05%
总资产报酬率	7.58%	8.56%	4.50%	5.24%	5.69%
投资资本回报率	28.90%	24.62%	6.49%	8.06%	9.32%
净利率	8.50%	9.74%	10.22%	10.23%	9.79%
毛利率	24.12%	25.13%	25.79%	25.45%	24.93%
资产负债率	68.11%	60.17%	28.08%	32.15%	36.06%
流动比率(x)	1.12	1.23	3.00	2.50	2.27
总资产周转率(x)	1.02	0.89	0.62	0.54	0.62
存货周转率(x)	2.22	2.06	2.43	2.41	2.49
收款周期(天)	109.46	133.95	122.15	115.99	116.75
付款周期(天)	100.70	134.10	124.23	121.02	120.96
固定资产周转率(x)	9.42	6.94	4.51	3.57	3.87

资料来源：天相投顾预测。

7. 风险提示

- 1) **宏观经济波动风险。**公司下游冶金行业受宏观经济波动影响较大。宏观经济景气度的下行将使冶金行业投资下降，对公司产品需求出现下降。
- 2) **下游行业调控风险。**钢铁及电解铝行业是国家重点调控的行业，在行业政策趋紧的情况下，行业投资可能会显著下降，从而对公司经营形成冲击。
- 3) **市场竞争风险。**公司所在行业竞争较为充分，如果不能保持现有竞争优势，持续提高市场占有率，将有可能在未来的市场竞争中处于不利地位。

图表 18: 利润表预测

单位: 百万元

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	554	560	660	862	1,109
减: 营业成本	420	419	490	643	833
毛利率	24.12%	25.13%	25.79%	25.45%	24.93%
营业税金及附加	1	4	3	4	6
资产减值损失	3	4	4	5	7
营业毛利	129	133	163	210	264
减: 销售费用	34	30	35	52	67
销售费用率	6.17%	5.31%	5.30%	6.00%	6.00%
管理费用	37	37	43	57	73
管理费用率	6.68%	6.55%	6.50%	6.60%	6.60%
财务费用	1	4	4	-4	-6
财务费用率	0.19%	0.75%	0.60%	-0.50%	-0.50%
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	57	62	81	106	130
营业利润率	10.34%	11.06%	12.29%	12.25%	11.73%
加: 营业外收入	0	3	0	1	1
减: 营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	56	65	81	106	131
减: 所得税	8	8	12	16	20
少数股东损益	1	2	2	2	3
归属于母公司所有者 的净利润	47	55	67	88	109
EPS (元)	0.39	0.45	0.42	0.55	0.68

资料来源: 天相预测

图表 19: 现金流量表预测

单位: 百万元

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	47	55	67	88	109
折旧	4	4	12	17	17
运营资本变动	-27	-48	-21	-38	-25
经营现金流	24	11	59	67	101
固定资产	-51	-25	-76	-104	-21
长期投资	0	0	0	0	0
其他资产	-2	-1	-3	-8	-8
投资现金流	-53	-26	-79	-111	-29
有息负债	15	43	-39	0	0
股本变化	0	0	755	-26	-33
其他	5	2	2	2	3
筹资现金流	20	44	718	-24	-30
现金及其等价物净增加	-9	30	697	-69	42

资料来源: 天相预测

图表 20: 资产负债表预测

单位: 百万元

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	15	47	744	675	717
应收及预付款项	217	243	280	366	472
存货	236	172	231	302	366
其它流动资产	4	6	7	9	11
流动资产合计	472	468	1,262	1,352	1,566
固定资产	114	134	198	284	288
长期投资净额	0	0	0	0	0
无形资产	30	30	33	39	44
其他非流动资产	5	7	7	9	11
非流动资产合计	149	170	238	332	344
资产总计	621	638	1,499	1,683	1,909
短期借款	25	64	28	28	28
应付及预收项	359	269	337	440	566
其他流动负债	39	47	56	73	94
流动负债合计	423	380	421	541	688
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	4	0	0	0
负债合计	423	384	421	541	688
少数股东权益	13	14	16	18	21
股本	120	120	160	160	160
资本公积及留存					
收益	65	120	902	964	1,040
所有者权益合计	198	254	1,062	1,124	1,200
负债和股东权益	621	638	1,499	1,683	1,909

资料来源: 天相预测

图表 21: 主要财务指标预测

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
增长率					
营业收入	42.96%	1.19%	17.81%	30.64%	28.70%
净利润	14.03%	15.98%	23.59%	30.80%	23.13%
利润率					
毛利率	24.12%	25.13%	25.79%	25.45%	24.93%
净利率	8.50%	9.74%	10.22%	10.23%	9.79%
回报率					
净资产收益率	23.78%	21.48%	6.35%	7.85%	9.05%
总资产报酬率	7.58%	8.56%	4.50%	5.24%	5.69%
负债率					
资产负债率	68.11%	60.17%	28.08%	32.15%	36.06%

资料来源: 天相预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041