

输电铁塔行业的领军企业

报告关键点:

- 国内少数几家能够生产目前最高电压等级1000KV输电线路铁塔的企业之一。
- 预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.76元、1.04元、1.38元。上市首日定价区间26.0元-29.12元。询价区间19.00元-22.80元。

报告摘要:

- 公司业务:** 风范股份是国内少数几家能够生产目前最高电压等级1000KV输电线路铁塔的企业之一,也是国内少数几家拥有自主知识产权并生产复合材料绝缘杆塔的企业,曾分别为国内第一条交流500KV同塔四回、第一条交流750KV和第一条交流1000KV输电线路提供铁塔产品;2009 年公司以10.34万吨的中标量跃居行业首位。
- 行业分析:** “十二五”电网投资持续增长,输电铁塔行业的需求量仍将持续旺盛;特高压交直流建设即将进入高峰期,是推动铁塔行业发展的强劲动力;随着电网对输电线路铁塔安全可靠要求出更高要求,钢管塔和复合材料杆塔逐渐得到推广和应用。
- 公司竞争优势:** 风范股份产品结构丰富,是国内少数拥有1000kV最高电压等级铁塔生产许可资质的企业,拥有多项专利和新技术,放样技术、焊接技术、防腐技术三项关键技术全国同行业领先。同时公司拥有包括国网、南网在内的丰富的客户资源。
- 募集项目资金分析:** 风范股份本次拟公开发行5,490万股,拟募集资金5.58亿元,全部用于公司主营业务相关项目和运营资金。募集资金项目主要包括2个:(1)年产8 万吨钢管杆塔生产线项目;(2)复合材料绝缘杆塔研发中心项目。募投资金将进一步增强公司现有业务的竞争力。
- 风险提示:** 我们认为公司主要的风险来自于原材料价格大幅波动的风险、国家缩减电网建设投资规模的风险、市场竞争加剧的风险和毛利率大幅下降的风险。
- 盈利预测与公司估值:** 预测公司2010-2012 年EPS 分别为0.76元、1.04元、1.38元。我们建议给予公司2011年EPS25-28倍的市盈率,得出上市公司上市首日定价区间26.0元-29.12元。
- 询价建议:** 按照2010年EPS25-30倍的市盈率询价,询价区间19.00元-22.80元。

建议询价区间:

19.00 - 22.80 元

上市首日定价区间:

26.00 - 29.12 元

报告日期: 2010-12-31

发行数据

总股本(万股)	16,470
发行数量(万股)	5,490
网下发行(万股)	1,000
网上发行(万股)	4,490
保荐机构	申银万国证券股份有限公司
发行日期	2011-01-06
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

范建刚	40.23%
范立义	29.26%
范岳英	8.36%
钱维玉	4.92%
王德乐	3.39%
其他自然人股东	2.64%
钟水根	1.97%
浙江维科创业投资有限公司	1.64%
沈晓红	1.64%
夏海舟	1.56%

研究员

黄守宏

010-66581627
证书编号

首席行业分析师

huangsh@essence.com.cn
S1450210030003

联系人

汲亚飞

010-66581629 jiyf@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	882.5	1,138.2	1,249.5	1,605.3	1,985.7
Growth(%)	20.4%	29.0%	9.8%	28.5%	23.7%
净利润	79.3	131.9	166.8	229.2	303.0
Growth(%)	248.6%	66.3%	26.5%	37.4%	32.2%
毛利率(%)	20.6%	28.9%	29.1%	27.9%	28.4%
净利润率(%)	9.0%	11.6%	13.4%	14.3%	15.3%
每股收益(元)	0.36	0.60	0.76	1.04	1.38
每股净资产(元)	1.06	1.94	8.79	9.63	10.73
市盈率	69.2	41.6	32.9	24.0	18.1
市净率	23.5	12.9	2.8	2.6	2.3
净资产收益率(%)	34.0%	31.0%	8.6%	10.8%	12.9%
ROIC(%)	43.4%	49.8%	30.0%	31.7%	29.6%
EV/EBITDA	17.6	20.4	16.7	13.6	10.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.1%

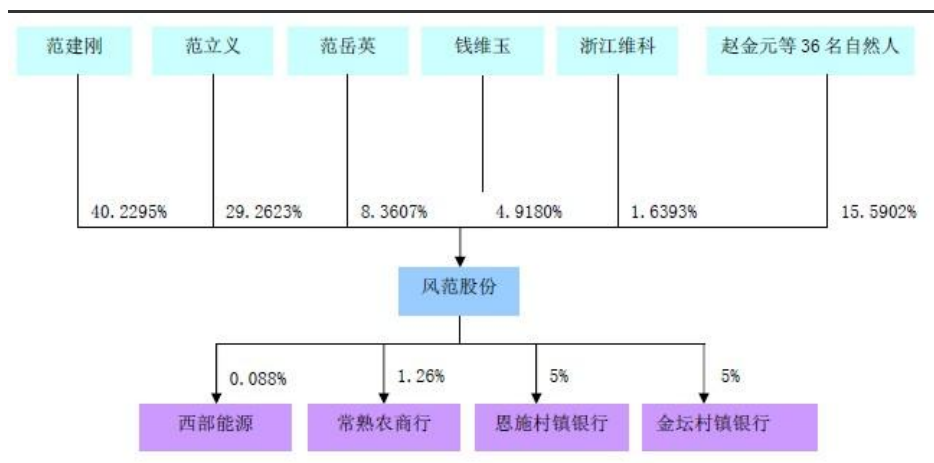
1. 输电铁塔行业的领军企业

常熟风范电力设备股份有限公司是一家专门从事输电线路铁塔和复合材料绝缘杆塔的研发、设计、生产和销售的企业，是国内少数几个能生产目前最高电压等级 1000KV 输电线路铁塔的企业之一，也是国内少数几家拥有自主知识产权并生产复合材料绝缘杆塔的企业，曾分别为国内第一条交流 500KV 同塔四回、第一条交流 750KV 和第一条交流 1000KV 输电线路提供铁塔产品；在国家电网公司铁塔产品招标中公司是唯一连续五年居行业前三位的企业，2009 年公司以 10.34 万吨的中标量跃居行业首位。

1.1. 股权结构

风范股份前身是常熟市铁塔有限公司，于 2009 年 7 月整体变更为股份有限公司，公司的发起人为范建刚、范立义、范岳英、钱维玉、谢佐鹏等 40 名自然人股东和法人股东浙江维科。其中范建刚、范立义和范岳英是公司的实际控制人，分别持有公司发行前股份 40.23%、29.26%和 8.36%。

图 1 风范股份的股权结构图



数据来源：招股说明书

本次发行前公司总股本为 16,470 万股，本次拟向社会公众公开发行 5,490 万股人民币普通股，发行后公司股本总额为 21,960 万股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 25%。

表 1 风范股份发行前后股权比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		股份数 (万股)	持股比例	股份数 (万股)	持股比例
一、有限售条件的股份	范建刚	6,626	40.23%	6,626	30.17%
	范立义	4,820	29.26%	4,820	21.95%
	范岳英	1,377	8.36%	1,377	6.27%
	钱维玉	810	4.92%	810	3.69%
	王德乐	558	3.39%	558	2.54%
	其他自然人股东	435	2.64%	435	1.98%
	钟水根	324	1.97%	324	1.48%
	浙江维科创业投资有限公司	270	1.64%	270	1.23%
	沈晓红	270	1.64%	270	1.23%
	夏海舟	257	1.56%	257	1.17%

谢佐鹏	138	0.84%	138	0.63%
王美英	108	0.66%	108	0.49%
陈金娣	108	0.66%	108	0.49%
杨玉兰	81	0.49%	81	0.37%
赵金元	58	0.35%	58	0.26%
谢锦玉	54	0.33%	54	0.25%
赵煜敏	49	0.30%	49	0.22%
赵月华	49	0.30%	49	0.22%
吴建军	47	0.29%	47	0.22%
顾小蕾	34	0.20%	34	0.15%
二、本次发行流通股	-	-	5,490.00	25.00%
总股本	16,470.00	100.00%	21,960.00	100.00%

数据来源：招股说明书

1.2. 主要业务简介

主要产品：风范股份的主要产品有输电线路铁塔、变电构支架，输电线路铁塔主要包括 1000KV、750KV 和 500KV 及以下等电压等级产品，其中 500KV 和 750KV 输电线路铁塔产品占据主导地位。公司主要产品是由角钢、槽钢、钢管、圆钢、螺栓等原材料经过加工并经热浸镀锌等防腐处理后组合而成。此外，公司还研发了复合材料绝缘杆塔，首批已挂网运行。

产品用途：公司产品主要用于电力传输领域，另有部分产品用于通信传输领域。输电线路铁塔如架空高压输电线路的支撑等主要应用于电力传输领域，通讯铁塔主要应用于无线通信信号传输领域，如各类微波通讯天线、移动通讯天线接收信号设施等的支撑；变电构支架主柱采用钢管结构、横梁采用钢管或型钢组成，主要应用于变电站、开关站输入、输出导线电缆的支撑和电气、开关设备的固定。

产品类别：公司输电线路铁塔主要分为用于高压、超高压和特高压输电线路的角钢塔、钢管塔等，输电线路铁塔电压等级可以分为 1000KV、800KV、750KV、660KV、500KV、400KV、330KV、230KV、220KV、138KV、132KV、110KV、66KV、35KV、33KV、10KV 等；其中 400KV、230KV、138KV、132KV 的输电线路铁塔一般在国际输电线路中使用。通讯铁塔根据不同的基站要求，形式多样，可以是角钢塔、钢管塔也可以是角钢和钢管的组合塔。变电构支架按电压等级可以分为 1000KV、800KV、750KV、500KV、220KV、110KV 和 10KV 等。

图 2 500KV 江阴长江大跨越角钢塔



数据来源：招股说明书

图 3 750KV 双回路直线角钢塔



数据来源：招股说明书

图 4 220KV 杯型单柱钢管塔



数据来源：招股说明书

图 5 微波通讯塔



数据来源：招股说明书

1.3. 财务分析

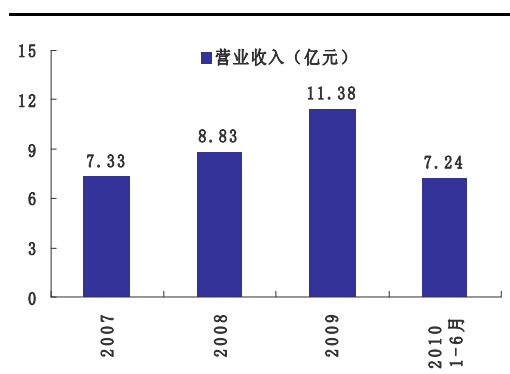
风范股份 2008、2009 年收入增速分别为 20.4%和 29%，净利润增速分别为 248.6%和 66.3%，净利润增速远高于收入增速的原因是公司毛利率水平的不断提高，2007-2009 年公司产品综合毛利率分别为 16.3%、20.6%和 28.9%，反映公司对成本控制能力较强。产品结构方面，角钢塔收入占比 90%左右，未来钢管塔和其他产品收入占比将有望提高，钢管塔毛利率大约角钢塔，使公司毛利率未来能够保持在较高的水平。

表 2 公司近三年的盈利情况

	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入（百万元）	1,138.2	882.5	733.3
净利润（百万元）	131.9	79.3	22.8
净资产收益率（%）	31.0	34.0	13.7
综合毛利率（%）	28.9	20.6	16.3
期间费用率（%）	12.7	9.6	9.2
销售净利率（%）	11.6	9.0	3.1

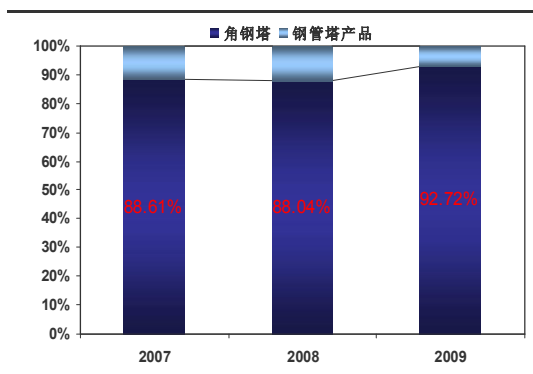
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 6 公司近三年来的营业收入变化情况



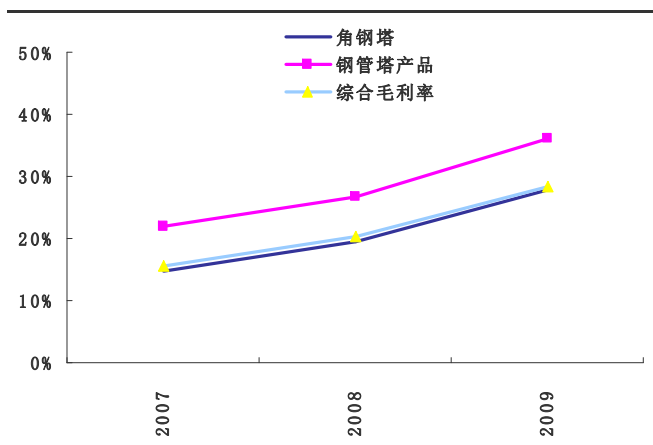
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 7 公司营业收入占比变化情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 8 公司近三年来的主营业务毛利率变化



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2. 行业及公司竞争优势分析

2.1. “十二五”输电铁塔需求仍将旺盛

2010 年 10 月 30 日，国家电网公司副总经理舒印彪在国网能源研究院主办的 2010 “能源·经济·发展”论坛上表示，“十二五”期间，国家电网将新增 110(66)千伏及以上线路 33.7 万公里，变电/换流容量 19.2 亿千伏安，满足新增 3.8 亿千瓦装机的接入和送出，跨区输送 2.5 亿千瓦电力和 1.15 万亿千瓦时电量。电网发展速度与电力需求和装机规模相匹配，能够满足经济社会发展的要求。

2006-2009 年国网公司投产 110kV 及以上交流输电线路 21.2 万公里，变电容量 9.36 亿千伏安，2010 年国网计划投产 110kV 及以上交流输电线路 4.7 万公里、变电容量 2.2 亿千伏安，直流输电线路 4118 千米、换流容量 2580 万千瓦，合计“十一五”期间预计投产 110kV 及以上交流输电线路 25.9 万公里，变电/换流容量 11.82 亿千瓦，按照国网上述“十二五”规划，意味着“十二五”期间 110kV 及以上线路和容量比“十一五”将分别增长 30%和 62%。

随着“十二五”新增输电线路投资持续增加，预计“十二五”期间全国电力铁塔需求量将稳定增长。

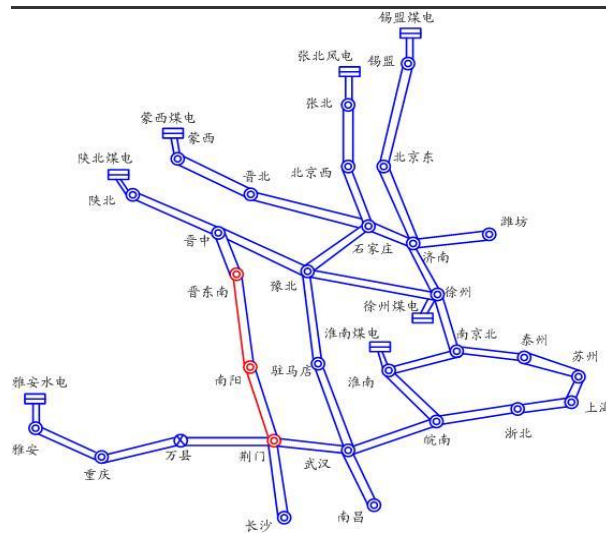
图 9 角钢塔和钢管塔需求增长预测

数据来源：招股说明书

2.2. 特高压建设为输电铁塔行业发展提供强劲动力

特高压交流“十二五”形成“三纵三横一环网”：“十二五”将是特高压建设的高峰期，预计国家电网到 2015 年将建成华北、华东、华中（“三华”）特高压电网，形成“三纵三横一环网”，我国特高压电网建设的大幕正式拉开。预计特高压交流计划投资 2700 亿元。

图 10 特高压交流“三纵三横一环网”规划示意图



数据来源：国网公司，安信证券研究中心绘制

直流工程投资超 300 亿：根据国网公司的“十二五”直流工程规划，有 1 条 $\pm 400\text{kV}$ 、7 条 $\pm 660\text{kV}$ 、9 条 $\pm 800\text{kV}$ 直流线路计划在“十二五”期间投运，还有另外 2 条 $\pm 800\text{kV}$ 直流线路计划在“十二五”期间开工，2016 年竣工。南网规划有糯扎渡送广东 $\pm 800\text{kV}$ 和溪洛渡送广东 $\pm 500\text{kV}$ 双回直流线路。国网直流投资接近 2700 亿元，南网直流投资接近 400 亿元，两网合计直流投资超过 3000 亿。

西北 750kV 线路规模在“十一五”基础上翻番：2010 年底西北电网预计将建成 750 千伏“26 站 61 线”，总容量 5320 万千伏安，线路总长度 10152 公里。“十二五”期间，国家政策大力支持西部开发建设，西北电网有望实现快速发展。根据西北电网“十二五”期间的规划，西北“十二五”750kV 电网规模将达到“46 站 148 线”，变电容量 12590 万千伏安，线路长度超过 21000 公里，线路规模和变电规模将在“十一五”计划基础上实现翻番。预计 750kV 电网投资 350 亿元。

特高压交直流工程以及西北 750kV 的开工建设将带动输电铁塔的市场需求，成为未来输电铁塔市场发展的动力。

2.3. 钢管塔和复合材料绝缘杆塔有望逐渐得到推广和应用

2008 年我国南方大部分地区遭遇罕见的低温冰雪灾害，电力系统运行受到影响，电力系统抗灾能力建设引起广泛关注。随着电网建设的推进，线路负荷和机械荷载不断增加，对输电线路铁塔安全性、可靠性和经济性提出更高要求。钢管塔和复合材料杆塔逐渐得到推广和应用。

钢管塔尤其适合 500kV 以上线路：钢管塔具有构件风压小、刚度大，结构简洁、受力合理、传力清晰等特点。钢管塔可以分为独立钢管塔（钢管杆）和钢管组合塔。独立钢管塔主要应用于 500kV 以下的输电线路，钢管组合塔主要应用于 500kV 以上的输电线路以及多回路尤其是较高电压等级的多回路输电线路。大型高塔尤其是特高压同

塔双回路采用钢管塔，结构设计清晰可靠，有利于增强极端条件下抵抗自然灾害的能力。且与传统的角钢塔相比，钢管塔塔重和基础作用力明显降低。基于钢管塔作为输电线路铁塔尤其是超高压和特高压输电线路铁塔具有角钢塔所不具有的优势，因此近年来国家电网公司致力于钢管塔应用与推广。

复合材料杆塔适合于 220kV 线路：为了节约输电线路工程投资成本、节约土地资源、最大程度减少电能损耗和消除多种闪络造成对电网安全运行的影响，国外很多电力公司都在用复合材料绝缘杆塔代替钢制杆塔，以大幅度提高输电线路的整体绝缘水平，确保输电线路的安全运行。2009 年 6 月 1 日至 7 月 23 日期间，国家电网公司先后三次组织了“复合材料杆塔应用研究工作启动会”，研究复合材料绝缘杆塔的应用和推广事宜。2009 年 12 月，公司生产并用于国家电网公司“两型三新”示范工程——连云港供电公司 220KV 茅蒿线改造工程的复合材料绝缘杆塔顺利竣工投运，该线路是国内首条采用绝缘复合材料的高压杆塔线路，开创了电力材料应用新的里程碑。2010 年 3 月 12 日，华北电网有限公司在北京组织了“华北电网架空输电线路杆塔绝缘横担应用启动会”，会议选定张家口上花园——张家口南 220KV 输电线路作为绝缘横担的依托应用项目。

2.4. 公司连续三年入围国网集中招标前三

目前我国铁塔制造企业有约 600 家，其中有资格参加国家电网公司招投标的企业约 80 家。在这些企业中，公司具有领先的市场地位。根据国家电网集中招标统计数据显示，2007 年至 2009 年，公司是唯一一家每年均位于中标数量前三名的铁塔生产企业，2006 年和 2009 年位居第一；2007 年和 2008 年均位居第二。并且公司角钢塔和钢管塔招标数量均位于领先地位，2009 年公司角钢塔位列第一，钢管塔位列第二。2007 年至 2009 年，公司是唯一一家角钢塔和钢管塔招标数量均位于前五名的铁塔生产企业。

表 3 2007-2009 年国网集中招标排名靠前中标企业统计

	2007		2008		2009	
	占比	排名	占比	排名	占比	排名
常熟风范电力设备股份有限公司	5.02%	2	6.77%	2	5.63%	1
成都铁塔厂	5.12%	1	7.40%	1	4.52%	4
南京大吉铁塔制造有限公司	-	-	6.47%	3	4.53%	3
浙江盛达铁塔有限公司	-	-	5.21%	5	4.68%	2
重庆顺泰铁塔制造有限公司	4.63%	3	5.57%	4	-	-

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

表 4 2009 年国网集中招标中标企业情况

类别	企业名称	中标数量（吨）	占比
角钢塔	常熟风范电力设备股份有限公司	97,203.85	5.51%
	浙江盛达铁塔有限公司	86,019.59	4.88%
	南京大吉铁塔制造有限公司	83,227.07	4.72%
	成都铁塔厂	83,081.18	4.71%
	青岛东方铁塔股份有限公司	65,724.16	3.73%
	中标前五名企业合计	415,255.85	23.55%
钢管塔	青岛武晓集团有限公司	14,380.61	42.70%
	常熟风范电力设备股份有限公司	6,203.71	18.42%
	潍坊长安铁塔股份有限公司	4,027.30	11.96%
	青岛东方铁塔股份有限公司	2,880.53	8.55%

安徽宏源铁塔有限公司	2,415.02	7.17%
中标前五名企业合计	29,907.17	88.80%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2.5. 公司拥有 1000kV 最高电压等级铁塔生产许可资质

风范股份产品结构丰富，综合竞争能力位居行业前列。公司生产 1000KV 及以下输电线路铁塔、变电构支架，拥有国家质检总局颁发的 750KV 输电线路铁塔全国工业产品生产许可证，为目前国内最高电压等级输电线路铁塔生产许可证。公司生产的 1000KV 输电线路铁塔和 1000KV 钢管塔已经电能（北京）产品认证中心有限公司认证，是国内为数不多能够同时生产 1000KV 输电线路铁塔和 1000KV 变电构支架的铁塔生产企业之一。

在国际市场，公司根据客户的需求，设计、生产符合要求的国外市场铁塔产品，目前公司铁塔产品远销澳大利亚、东南亚、非洲和中南美洲等国家和地区，电压等级包括 500KV、400KV、230KV、138KV、132KV 等。公司自行研究开发复合材料绝缘杆塔产品，并拥有自主知识产权。

2.6. 公司的技术优势明显

与多家校企研究院所长期合作：公司成立了研发中心，并与昆明理工大学、江南大学、中国电力科学研究院等科研院所建立了长期科研合作关系，通过技术交流、技术合作等方式，不断提高研发技术水平。

拥有多项专利和新技术：公司已拥有 1 项发明专利、5 项实用新型专利和 2 项外观设计专利，另有多项发明专利、实用新型专利和外观设计专利申请已获国家知识产权局受理。另外，公司还在积极研发防腐冰涂料和水泥基复合材料等新材料和新技术，并已取得一定进展。

放样技术国内领先：放样技术在节约成本、提高产品质量方面对本行业企业至关重要，公司充分认识到放样技术的重要性，早在 1996 年，公司在行业内率先引进了当时并不完善的第一代放样软件“TT”，后来随着公司的发展，又引进 RootTower、AutoCAD 等放样软件。公司在铁塔结构计算放样领域始终保持着国内领先水平。

焊接技术优势：公司通过反复进行焊接工艺试验，不断改进焊接方法，找到了高强度钢材焊接出现裂缝等焊接缺陷的主要原因，制定了一套高强度钢材的全新焊接工艺和方法，并在 500KV 练塘-泗泾线路工程中予以应用。

防腐技术优势：公司从成立以来就非常重视防腐技术的发展，2008 年 11 月公司委托昆明理工大学研究开发“无氯、氮排放热浸镀锌工艺及助镀剂开发”项目，以降低镀锌过程中产生的污染，改善生产环境。该项目于 2009 年 6 月获教育部“蓝火计划”立项，现已批量使用。

2.7. 公司拥有丰富的客户资源

公司自成立以来，坚持以可靠的产品质量以及不断完善的售后服务，赢得了客户的信任。公司主要客户有国家电网公司、南方电网公司及两大电网公司下属的各省网、地区电网，此外，公司还与 ABB 集团、NEC 公司、富士公司、POWERLINK 公司等世界著名公司的输电部门及设计科研部门保持良好关系，为进一步开拓国际市场奠定了基础。

3. 募集资金项目分析

公司本次拟公开发行 5,490 万股，拟募集资金 5.58 亿元，全部用于公司主营业务相关项目和运营资金。募集资金项目主要包括 2 个：（1）年产 8 万吨钢杆管塔生产线项目；（2）复合材料绝缘杆塔研发中心项目。募投资金将进一步增强公司现有业务的竞争力，拓展公司的产品线、完善产品结构、大幅增加公司的营业收入、利润总额也将相应提高，业绩的稳定性将进一步加强。

表 5 公司募集资金项目投资情况

项目名称	总投资（万元）	募集资金投资额（万元）	预计建设周期
年产 8 万吨钢杆管塔生产线项目	53,529.00	34,990.00	2 年
复合材料绝缘杆塔研发中心项目	2,229.20	2,229.20	1 年
合计	55,758.20	37,219.20	

数据来源：招股说明书

年产 8 万吨钢杆管塔生产线项目：计划投资 34,990 万元，其中建设投资为 27,044.70 万元，铺底流动资金 7,945.30 万元。项目实施前，公司钢管塔 2009 年现有产能为 15,000 吨，产量为 11,893 吨，产能利用率达 79.29%；项目建成达产后，公司钢管塔产能将增加至 95,000 吨。预计每年新增营业收入 60,608.00 万元，新增利润 7,897.00 万元。

复合材料绝缘杆塔研发中心项目：主要进行复合材料绝缘杆塔科学配方和关键技术的研究与开发，涉及材料特性、绝缘特性、耐天候老化特性、结构特性等的研究与试验。项目共需资本金 2,229.20 万元，全部为建设投资。建成后，预计每年试制产品可实现销售收入 3,016.80 万元。

4. 公司风险分析

4.1. 原材料价格大幅波动的风险

角钢、镀锌是公司生产所需的主要原材料，占营业成本比重较高。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，这两种原材料耗用成本占当期营业成本的比重分别为 66.40%、61.74%、61.70%和 63.84%。钢材、镀锌的价格变动幅度较大。公司角钢的平均采购单价分别为 3,417.45 元/吨、3,442.81 元/吨、4,416.94 元/吨和 3,356.03 元/吨，2009 年比 2008 年下降 22.05%，2008 年比 2007 年上升 31.61%。公司密切关注原料价格走势合理计算成本，并采取锁价方式采购。不过这也不能保证施工按进度完成成本控制难度较高，此外锁价方式会加大对流动资金占用，增加财务成本。

4.2. 国家缩减电网建设投资规模的风险

输电线路铁塔的用户主要是国家电网公司和南方电网公司，2009 年、2008 年和 2007 年对国家电网公司及其关联企业的销售收入占发行人主营业务收入比例分别达到 70.86%、58.76%、72.84%， “十二五”期间我国电网建设投资为输电线路铁塔企业带来了巨大的市场机会。公司受益于电网建设投资规模的扩大，但是如果未来国家宏观经济变化导致我国电力工业发展出现波动，国家缩减对电网建设的投资将直接影响发行人国内业务的发展和经营业绩。

4.3. 市场竞争加剧的风险

目前我国铁塔制造企业有约 600 家，其中有资格参加国家电网公司招投标的企业约 80 家。虽然风范股份目前竞争优势显著，已连续五年在国网公司的中标量居前三位，拥有较高的行业地位，但由于公司所处行业的进入门槛相对较低，同时由于近年国家对电网建设的投资规模巨大，将吸引越来越多的企业进入该行业。公司必须加大技术创新和管理创新，持续优化产品结构，巩固发展自己的市场地位，否则越来越激烈的市场竞争可能导致公司在国网公司、南网公司等重要客户招标会上的中标数量下降、中标价格下降，从而导致公司市场占有率降低，盈利能力下降。

4.4. 毛利率大幅下降的风险

公司 2007 年-2010 年销售收入持续增长，毛利率分别为 15.44%、20.25%、28.46% 和 27.92% 毛利率逐渐提高主要在于公司对原材料价格变动的准确判断和对生产成本的有效控制，也与近年来国家对电网建设投资规模的迅速增长紧密相关。但市场竞争日益激烈，中标价格可能发生较大幅度的下降，对原材料价格变动趋势的判断也存在较大的不确定性，如果中标价格不高，在原材料价格上涨幅度较大的情况下，产品的毛利率可能大幅下降；公司产品的毛利率有下降的趋势，公司存在毛利率大幅下降的风险。

5. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型，按照发行后股本摊薄，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.76 元、1.04 元、1.38 元。我们建议给予公司 2011 年 EPS25-28 倍的市盈率，得出上市公司上市首日定价区间 26.0 元-29.12 元。询价建议：按照 2010 年 EPS25-30 倍的市盈率询价，询价区间 19.00 元-22.80 元。

表 6 风范股份收入预测

项目	2007A	2010E	2011E	2012E
角钢塔				
收入（万元）	64316	112312	124846	139534
成本（万元）	54922	80303	91138	101860
毛利率	14.61%	28.50%	27.00%	27.00%
增长率		7.69%	11.16%	11.76%
销量（吨）	103137	152932	170000	190000
销售单价（元/吨）	6236	7344	7344	7344
钢管塔和变电构支架（钢管塔产品）				
收入（万元）	8264	10632	33670	54000
成本（万元）	6452	7243	23569	37800
毛利率	21.93%	31.88%	30.00%	30.00%
增长率		29.87%	216.67%	60.38%
销量（吨）	10860	11557	37000	60000
销售单价（元）	7610	9200	9100	9000
复合材料绝缘杆塔				
收入（万元）				3017
成本（万元）				1346
毛利率				55.39%
增长率				
其他产品				
收入（万元）	1	8	11	17
成本（万元）	0	0	0	0

毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
增长率		50.00%	50.00%	50.00%
合计				
收入（万元）	72581	122952	158528	196568
成本（万元）	61374	87546	114707	141006
毛利率	15.44%	28.80%	27.64%	28.27%
增长率		9.30%	28.93%	24.00%

数据来源：招股说明书

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-31

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	882.5	1,138.2	1,249.5	1,605.3	1,985.7	成长性					
减: 营业成本	700.5	809.5	886.5	1,158.1	1,421.1	营业收入增长率	20.4%	29.0%	9.8%	28.5%	23.7%
营业税费	0.9	7.2	2.9	3.7	4.6	营业利润增长率	216.5%	70.4%	22.0%	40.3%	33.2%
销售费用	43.8	70.7	50.0	72.2	89.4	净利润增长率	248.6%	66.3%	26.5%	37.4%	32.2%
管理费用	22.9	46.5	41.2	57.8	71.5	EBITDA 增长率	106.9%	68.6%	21.6%	25.2%	31.3%
财务费用	18.0	27.3	31.6	7.6	2.5	EBIT 增长率	118.5%	67.5%	21.1%	25.2%	30.7%
资产减值损失	-4.2	5.0	30.4	11.5	3.7	NOPLAT 增长率	114.1%	63.5%	19.6%	23.3%	29.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.5%	98.7%	16.7%	39.0%	37.9%
投资和汇兑收益	1.5	1.8	5.0	3.0	3.0	净资产增长率	40.8%	82.1%	354.0%	9.5%	11.5%
营业利润	102.0	173.8	212.0	297.4	396.0	利润率					
加: 营业外净收支	7.3	2.8	11.0	9.0	9.0	毛利率	20.6%	28.9%	29.1%	27.9%	28.4%
利润总额	109.3	176.6	223.0	306.4	405.0	营业利润率	11.6%	15.3%	17.0%	18.5%	19.9%
减: 所得税	30.0	44.7	56.2	77.2	102.1	净利率	9.0%	11.6%	13.4%	14.3%	15.3%
净利润	79.3	131.9	166.8	229.2	303.0	EBITDA/营业收入	14.3%	18.7%	20.7%	20.1%	21.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	13.6%	17.7%	19.5%	19.0%	20.1%
货币资金	243.2	250.7	1,866.4	1,584.9	1,363.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	26	34	41	42	49
应收帐款	168.0	250.2	260.2	334.2	413.5	流动营业资本周转天数	60	82	114	120	135
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	328	351	595	638	521
预付帐款	73.3	129.0	146.8	169.9	198.4	应收帐款周转天数	62	63	72	66	67
存货	459.2	648.7	576.8	753.5	934.4	存货周转天数	135	175	181	157	160
其他流动资产	-	0.0	0.0	-	-0.0	总资产周转天数	380	422	677	713	605
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	111	151	198	199	222
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	ROE	34.0%	31.0%	8.6%	10.8%	12.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	8.5%	5.3%	7.1%	8.8%
固定资产	89.4	122.8	162.8	214.6	322.9	ROIC	43.4%	49.8%	30.0%	31.7%	29.6%
在建工程	12.3	32.4	33.0	66.5	133.2	费用率					
无形资产	35.2	91.5	85.4	79.7	74.4	销售费用率	5.0%	6.2%	4.0%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	18.0	22.4	4.1	4.1	4.1	管理费用率	2.6%	4.1%	3.3%	3.6%	3.6%
资产总额	1,108.4	1,557.7	3,145.2	3,217.4	3,454.4	财务费用率	2.0%	2.4%	2.5%	0.5%	0.1%
短期债务	329.5	364.0	480.0	276.2	172.8	三费/营业收入	9.6%	12.7%	9.8%	8.6%	8.2%
应付帐款	150.8	190.4	196.7	257.0	315.4	偿债能力					
应付票据	192.0	7.0	7.3	9.5	11.7	资产负债率	78.9%	72.7%	39.0%	34.7%	32.3%
其他流动负债	200.5	469.0	498.4	535.5	580.7	负债权益比	374.5%	266.2%	64.0%	53.3%	47.7%
长期借款	-	100.0	100.0	100.0	100.0	流动比率	1.08	1.24	2.51	2.77	2.85
其他非流动负债	1.4	1.3	1.4	1.6	1.7	速动比率	0.55	0.61	1.98	2.00	1.90
负债总额	874.8	1,132.3	1,235.2	1,126.1	1,123.1	利息保障倍数	6.65	7.37	7.71	39.88	160.58
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	85.0	164.7	219.6	219.6	219.6	DPS(元)	-	-	0.15	0.21	0.28
留存收益	148.6	260.7	1,711.7	1,895.1	2,137.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	233.6	425.4	1,931.3	2,114.7	2,357.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.8%	1.1%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	79.3	131.9	166.8	229.2	303.0	EPS(元)	0.36	0.60	0.76	1.04	1.38
加: 折旧和摊销	6.3	12.3	14.6	18.2	25.8	BVPS(元)	1.06	1.94	8.79	9.63	10.73
资产减值准备	-4.2	5.0	30.4	11.5	3.7	PE(X)	69.2	41.6	32.9	24.0	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	23.5	12.9	2.8	2.6	2.3
财务费用	25.2	23.2	32.0	31.6	7.6	P/FCF	48.0	-111.5	27.7	-21.0	-29.1
投资收益	-1.5	-1.8	-5.0	-3.0	-3.0	P/S	6.2	4.8	4.4	3.4	2.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	17.6	20.4	16.7	13.6	10.7
营运资金的变动	-49.6	-232.1	69.5	-183.6	-181.9	CAGR(%)	42.4%	31.9%	29.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	59.0	-49.2	307.9	79.9	150.0	PEG	1.6	1.3	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-92.8	-101.8	-45.0	-97.0	-197.0	ROIC/WACC	4.6	5.3	3.2	3.4	3.1
融资活动产生现金流量	45.6	159.4	1,423.5	-257.3	-166.4	REP	1.5	1.3	1.8	1.3	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编: 100034