

风范股份（601700）：超/特高压输电线路铁塔龙头企业之一

电气设备/输变电铁塔

合理价：24.75-29.70 元

报告日期：2011 年 1 月 11 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	113822	125204	156505	187806
(+/-)	29.0%	10.0%	25.0%	20.0%
营业利润	17382	19506	29069	36054
(+/-)	15.3%	15.6%	18.6%	19.2%
归属于母公司 的净利润	13192	15530	21802	27041
(+/-)	66.3%	17.7%	40.4%	24.0%
每股收益（元）	0.60	0.71	0.99	1.23

公司发行新股基本情况

发行日期	2011. 01. 06
发行后总股本（万股）	21960
发行股数（万股）	5490
发行价格（元）	35.00
发行市盈率（倍）	59.22
发行动态市盈率（倍）	35.35
行业滚动市盈率（倍）	46.8
第一大股东	范建刚
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	40.23%/30.17%
发行前每股净资产（元）	3.18
发行前资产负债率	65.03%

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；

证券分析师：于善辉

执业证书编号：A0140510120001

010-66045582 anwj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 5490 万股，发行后总股本为 21960 万股。公司第一大股东范建刚持股 6625.8 万股，发行前持股比例为 40.23%，实际控制人为范建刚先生。
- 公司主营业务为输变电用铁塔（主要包括角钢塔和钢管塔）。近三年一期，角钢塔收入占比在 9 成以上，500KV 及以上铁塔收入占比均值为 68.98%。
- 铁塔行业将保持稳定增长。随着国家电源建设的继续推进以及国家电网大规模投资建设的实施，国内输变电铁塔行业将迎来发展的机遇。
- 产品多样化优势和技术优势。公司产品结构丰富，综合竞争能力位居行业前列：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；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；研发了拥有自主知识产权的复合材料绝缘杆塔产品。公司具有多项专利技术和行业领先的放样技术。
- 募股资金投向分析。本次 IPO 募集资金拟建设年产 8 万吨钢管塔生产线项目和复合材料绝缘杆塔研发中心项目。钢管塔项目达产后钢管塔产能由 1.5 万吨增至 9.5 吨，预计新增收入 6 亿左右，利润 8 千万；研发中心的建设有助于确保公司在该领域的领先地位，提升公司核心竞争力。
- 公司面临的主要风险：原材料价格波动风险、客户延期收货风险。
- 盈利预测及估值。预计公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.71 元、0.99 元和 1.23 元；我们认为公司的 2011 年合理市盈率水平应在 25-30 倍之间。按预测的 2011 年业绩计算，股票上市后的合理价值区间应在 24.75~29.70 元之间。

正文目录

1. 具有 1000KV 输电线路铁塔生产能力的龙头企业之一	4
1.1 铁塔行业龙头企业之一	4
1.2 股本结构—实际控制人范建刚家族	5
1.3 主营业务—角钢塔占公司收入的 9 成左右	5
2. 行业概况—铁塔行业将保持稳定增长	6
2.1 未来 5 年国内输电线铁塔复合增长率 6.70%	6
2.2 2015 年国际输电线路铁塔市场容量将达 2000 万吨	7
2.3 未来 5 年全球通讯铁塔需求量将保持在 410 万吨左右	8
3. 主营超/特高压铁塔、产能利用率较高	8
3.1 500KV 铁塔占比最高，750KV 及以上铁塔增长最快	8
3.2 主要产品产能利用率在 8 成以上	8
4. 成本构成状况—钢材、锌锭占原料成本 85%左右	9
5. 竞争优势—产品多样化优势加技术优势	10
5.1 产品多样化优势	10
5.2 技术优势	10
6. 募集资金项目分析—新增钢管塔产能逾 5 倍	11
6.1 年产 8 万吨钢杆塔生产线项目	11
6.2 复合材料绝缘杆塔研发中心项目	12
7. 盈利预测与估值分析—合理价值区间 24.75-29.70 元	12
7.1 盈利预测	12
7.2 估值—合理价位 24.75-29.70 元	14
8. 风险揭示—原材料价格波动风险和客户延期收货风险	14

图表目录

图表 1 角钢塔、钢管塔、通信铁塔	4
图表 2 变电构支架 复合材料绝缘杆塔	4
图表 3 本次发行前股权结构及控制关系	5
图表 4 发行前后股本结构对比	5
图表 5 2009 年业务收入构成及历年业务收入构成	6
图表 6 电力装机容量与预测	6
图表 7 2009-2015（预计）新增输电线路情况	7
图表 8 我国电力铁塔需求量预测	7
图表 9 世界电力需求情况预测	7
图表 10 以电压等级分类产品收入构成情况	8
图表 11 角钢塔产能产量销量情况	9
图表 12 钢管塔及变电支架产能产量销量情况	9
图表 13 2009 年公司采购各类原材料占比情况	10
图表 14 募集资金投资项目	11
图表 15 募集项目主要经济指标	11
图表 16 公司现有钢管塔产能产量销量情况	12
图表 17 2008A-2012E 营业收入及其增长率	13
图表 18 2008A-2012E 净利润及其增长率	13
图表 19 风范股份盈利预测	13

1. 具有 1000KV 输电线路铁塔生产能力的龙头企业之一

1.1 铁塔行业龙头企业之一

风范股份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，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，是具备年产铁塔产品约20万吨能力的铁塔行业龙头企业之一；公司目前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，主要产品有输电线路铁塔、变电构支架和复合材料绝缘杆塔，输电线路铁塔主要包括1000KV、750KV和500KV及以下输电线路铁塔产品，其中500KV和750KV输电线路铁塔产品占据主导地位。

风范股份系由常熟市铁塔有限公司以截至2009年7月31日经审计的账面净资产3.8亿元为基准，折合股份16,470万股整体变更设立的股份有限公司。公司控股股东为范建刚，发行前持股6625.80万股，占此次发行前股份的40.23%，占发行后股份的30.17%。范建刚之子范立义持股4819.50万股，其女范岳英持股1377万股，三人股份合计占此次发行后比率为58.39%。该次发行5490万股，占发行后总股份的25%。

图表 1 角钢塔、钢管塔、通信铁塔



资料来源：招股说明书

图表 2 变电构支架 复合材料绝缘杆塔

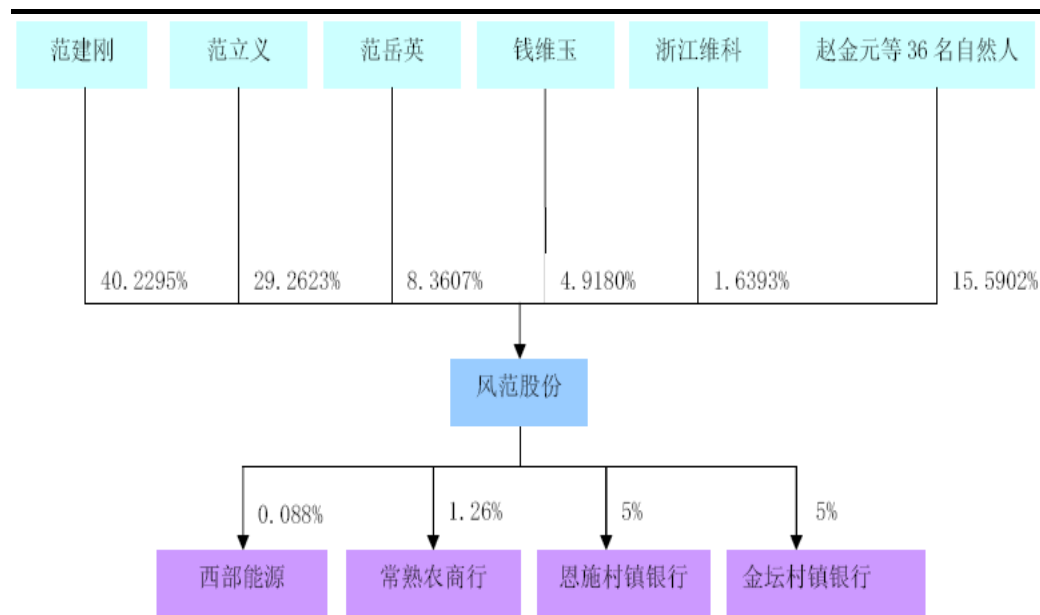


资料来源：招股说明书

1.2 股本结构—实际控制人范建刚家族

本次公司拟发行5490万股A股，发行价格为35元/股，其中网下向配售对象配售数量为1000万股，占本次发行总量的18.21%；网上以资金申购方式发行数量为4490万股，占本次发行总量的81.79%。本次发行后，公司总股本增至21960万股，其中新发股票占发行后总股本的25%，控股股东范建刚持股6625.80万股，占发行后总股本的30.17%。

图表 3 本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书

图表 4 发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后		股权性质	限售期
	股本（万股）	占比	股本（万股）	占比		
范建刚	6,625.80	40.23%	6,625.80	30.17%	限售 A 股	36 个月
范立义	4,819.50	29.26%	4,819.50	21.95%	限售 A 股	36 个月
范岳英	1,377.00	8.36%	1,377.00	6.27%	限售 A 股	36 个月
钱维玉	810	4.92%	810	3.69%	限售 A 股	36 个月
谢佐鹏	137.7	0.84%	137.7	0.63%	限售 A 股	36 个月
浙江维科	270	1.64%	270	1.23%	限售 A 股	12 个月
王德乐等其他 自然人股东	2430	14.75%	2430	11.07%	限售 A 股	12 个月
本次发行股份						
网下发行	—	—	1000	18.21%	限售 A 股	3 个月
网上发行	—	—	4490	81.79%	流通股	—

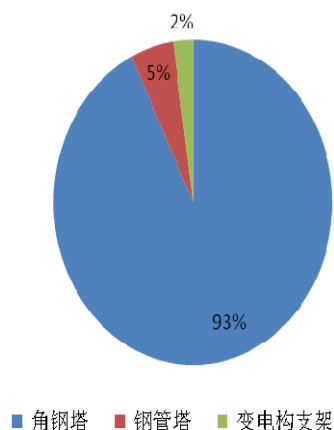
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 主营业务—角钢塔占公司收入的 9 成左右

公司主要从事角钢塔、钢管塔及变电支架的生产和销售，其中，角钢塔近三年

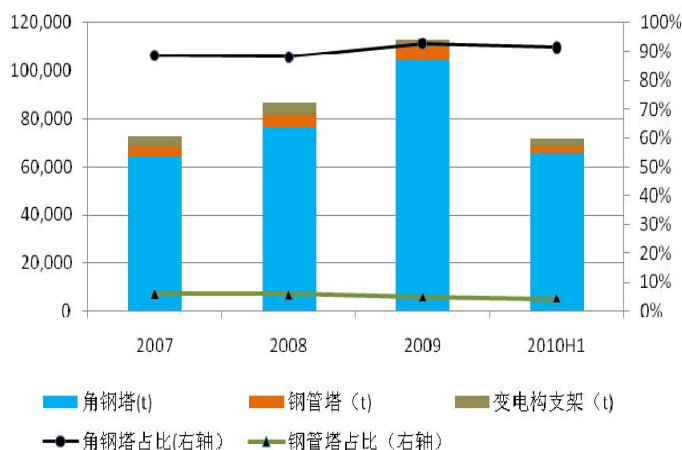
一期的占收入比重的均值为 90.19%；钢管塔近三年一期平均的占比为 5.27%；其余为变电构支架。公司产品主要应用于电力、通信等领域。

图表 5 2009 年业务收入构成



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

历年业务收入构成



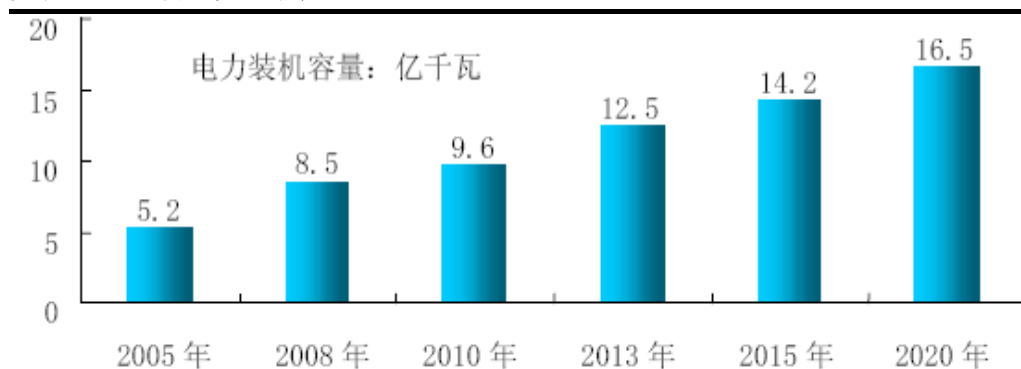
资料来源：招股说明书 天相投顾整理

2. 行业概况—铁塔行业将保持稳定增长

2.1 未来 5 年国内输电线铁塔复合增长率 6.70%

2004-2009 年发电装机容量年均复合增长率达 14.60%。据中国电力企业联合会预计，2010 年末，我国发电装机容量将达 9.5 亿千瓦时；根据中商情报网预测，2020 年我国电力装机容量将达 16.5 亿千瓦时。

图表 6 电力装机容量与预测

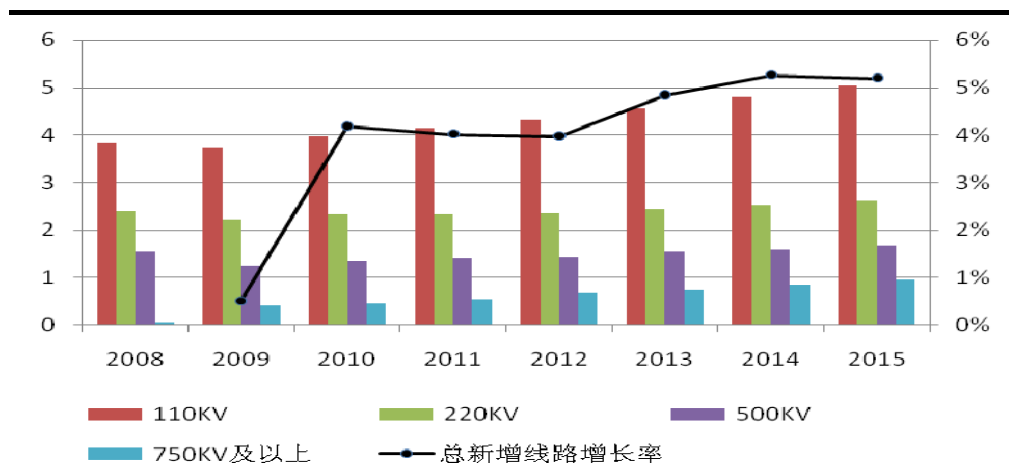


资料来源：招股说明书 中商情报网《中国电力铁塔行业研究专项咨询报告》

我国发电量保持持续增长。2004-2009 年，我国发电量年均复合增长率为 10.87%；到 2009 年，我国全口径发电量为 36,639 亿千瓦时，6,000 千瓦及以上电厂发电量 35,964 亿千瓦时。

重发电轻输配电的状况正在改变。我国电力发展长期存在重发电轻供电的情况，电网结构薄弱、容量不足及老化问题突出，加大输配电的投资是我国电力投资政策的重点。2009 年，电网投资首次超过电源。

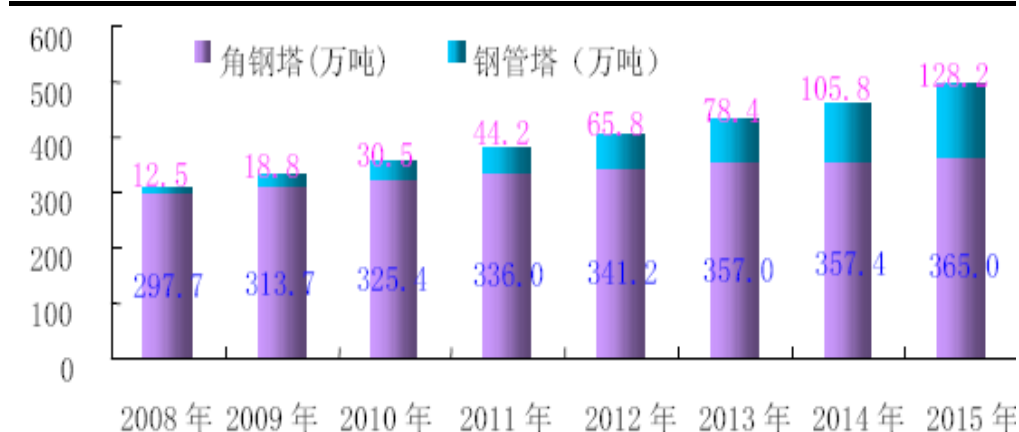
图表 7 2009-2015（预计）新增输电线路情况（单位：万 Km）



资料来源：招股说明书 中商情报网 天相投顾整理

2010年-2015年全国电力铁塔需求年均复合增长率达6.70%。根据2009-2015年全国新增输电线路长度，测算我国电力铁塔需求量在2015年将达到500万吨。

图表 8 我国电力铁塔需求量预测



资料来源：招股说明书 中商情报网 天相投顾整理

2.2 2015 年国际输电线路铁塔市场容量将达 2000 万吨

图表 9 世界电力需求情况预测

地区	预测值（万亿千瓦时）		年均增长率（%）	
	2015 年	2030 年	2007-2015 年	2016-2030 年
世界	20.76	28.14	3.6	2.5
OECD 国家	10.18	11.84	1.5	1.1
非 OECD 国家	10.58	16.3	7.1	3.8

数据来源：招股说明书 IEA WE02008 中商情报网

根据对世界电力需求的预测，输电线路将保持持续增长，铁塔的市场容量也将随之增长。预计国际输电线路铁塔市场年均需求将从2009年的1,500万吨逐渐增加到2015年的2,000万吨左右。

2.3 未来5年全球通讯铁塔需求量将保持在410万吨左右

中国通信业日趋成熟，2000年至2008年，中国移动通信运营商投资规模一直保持在较高水平。2008年投资额2000亿元。2009年随着电信重组的完成和3G网络建设的全面展开，中国电信业投资规模大幅度增加，预计国内通信铁塔未来5年的年需求量在350万吨左右。

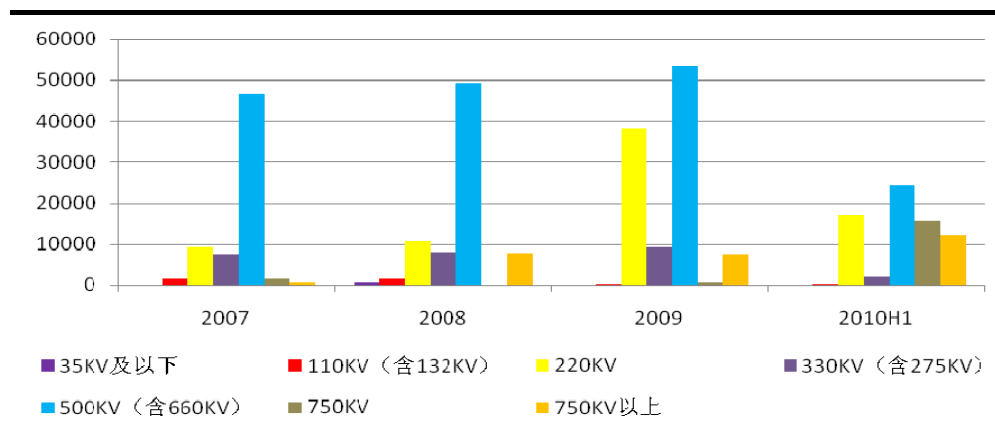
根据高科技咨询机构In-Sat的研究报告预测国际通讯铁塔需求在未来5年将保持在350万吨左右的水平，2018年，将增加到500万吨左右。

3. 主营超/特高压铁塔、产能利用率较高

3.1 500KV铁塔占比最高，750KV及以上铁塔增长最快

2007年、2008年、2009年及2010年上半年500KV（含660KV）铁塔的收入占比分别为69.78%、63.25%、48.99%和34.10%；750KV及以上铁塔收入占比分别为3.13%、10.08%、7.42%和39.17%。

图表 10 以电压等级分类产品收入构成情况



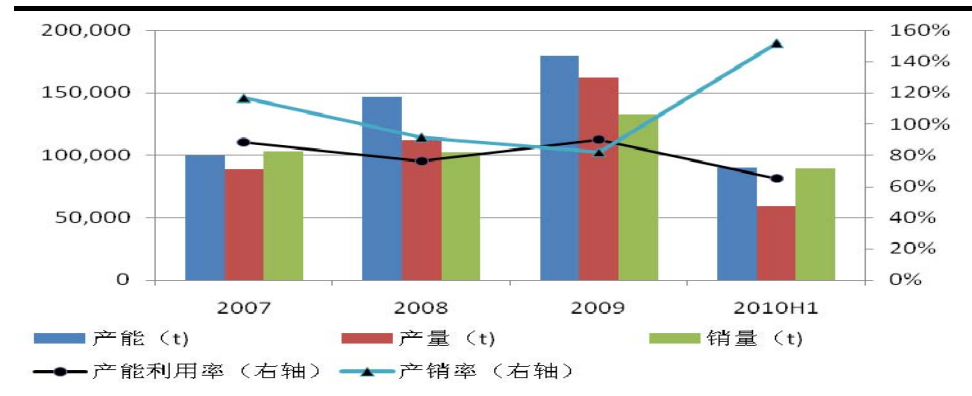
资料来源：招股说明书 天相投顾整理

3.2 主要产品产能利用率在8成以上

角钢塔三年一期的平均产能利用率为80.02%，钢管塔及变电支架三年一期的平均产能利用率为77.44%。铁塔的生产需要根据不同产品型号进行转换，导致产能利用率很难达到100%。

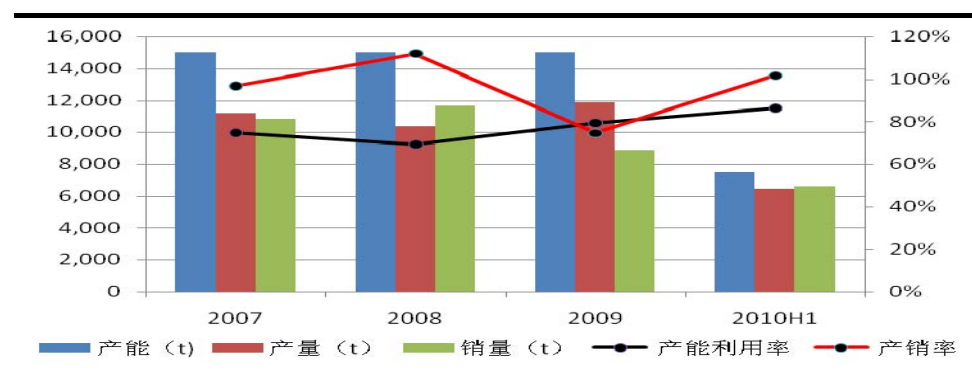


图表 11 角钢塔产能产量销量情况



数据来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 12 钢管塔及变电支架产能产量销量情况



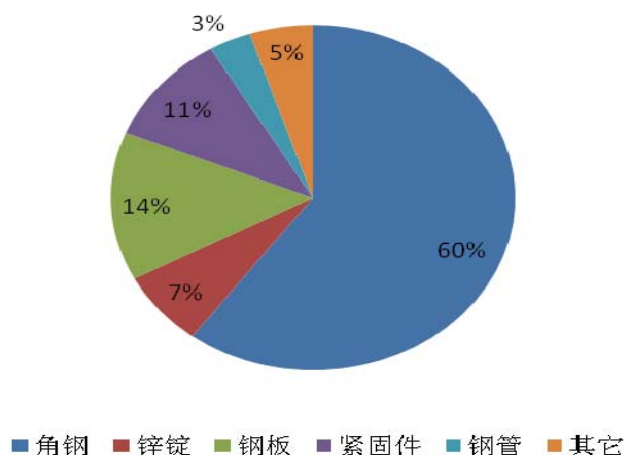
数据来源：招股说明书 天相投顾整理

4. 成本构成状况—钢材、锌锭占原料成本 85%左右

公司产品原材料主要有：角钢、锌锭、钢板、紧固件和钢管。

公司产品所需原材料占比较高的为钢材（包括角钢、钢板和钢管）、锌锭和紧固件。钢材2009年占原材料采购额的77.46%，锌锭占7.03%，紧固件占10.44%。公司主要原材料钢材、锌锭属于大宗工业产品，市场价格受国际、国内经济环境的影响很大。对于钢材、锌锭公司采用采购模式为比价采购模式和锁价采购模式。比价采购模式即在质量相同的情况下，采购价格最低厂家提供的原材料；锁价采购主要适用于角钢的采购，即公司预付给供应商一定的资金后锁定原材料交货时的最高价格，按合同约定到期交货时，如当天原材料价格较合同价格高，则按合同约定的价格执行；如果当天原材料价格低则按当天的价格执行，即“遇涨不涨，遇跌则跌”。

图表 13 2009 年公司采购各类原材料占比情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

5. 竞争优势—产品多样化优势加技术优势

5.1 产品多样化优势

公司产品结构丰富，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，2009 年 12 月，公司生产的复合材料绝缘杆在国家电网公司“两型三新”示范工程——连云港供电公司 220KV 茅蓄线改造工程中顺利竣工投运。

5.2 技术优势

公司设有研发中心，并长期与多家高校科研院所开展技术合作。

公司设研发中心，从事各类输电线路产品、复合材料系列产品和软件等产品的设计和研发。研发中心现拥有技术人员 75 人，大专学历以上人员占研发中心总人数的 86.67%。研发中心拥有主要实验设备 26 台/套，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。

拥有多项专利技术。

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。公司“1000KV特高压交流输电复合绝缘横担”获得“2009年江苏省第一批高新技术产品”荣誉称号；另外，公司还在积极研发防覆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。

放样技术优势。

目前采用先进的三维铁塔设计放样计算机程序，自行开发并引进了先进的铁塔结构尺寸计算与校核程序和材料管理数据系统，对设计图纸进行结构尺寸校核、计算，公司放样从铁塔三维结构分析、数据处理到样杆图、样板图的绘制及加工明细表全过程均通过微机处理，精确计算，实现微机放样数据与数控生产线终端直接联络控制，并完成生产和产品数量的统计，公司在铁塔结构计算放样领域始终保持着国内领先水平。

6. 募集资金项目分析—新增钢管塔产能逾5倍

公司本次IPO募集资金拟投入两大类项目：(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。募投项目达产后预计每年新增营业收入60,608万元，净利润7,897万元。

图表 14 募集资金投资项目（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金投资额	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	—

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 15 募集项目主要经济指标

项目名称	达产后产能	2010 产能	年销售收入	净利润
年产8万吨钢杆管塔生产线项目	8万吨	1.5万吨	6.06亿元	7897万元
复合材料绝缘杆塔研发中心项目				
总计	—	—	6.06亿元	7897万元

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

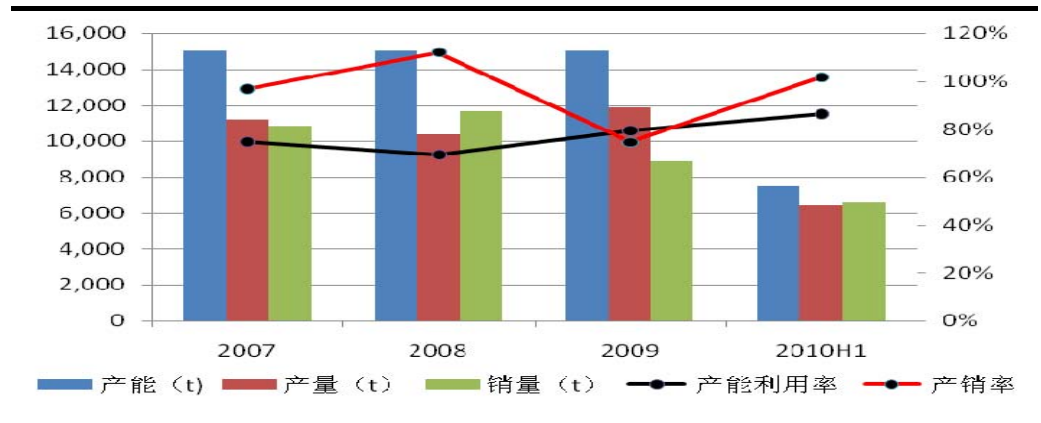
6.1 年产8万吨钢杆塔生产线项目

国家电网致力于发展钢管塔应用。与角钢塔相比，钢管塔构件风压小、刚度大、结构简洁、传力清晰，且塔身较轻，占地面积较小。

公司现有产能情况，2007年-2009年产能利用率的均值为74.44%，2010年上半年的产能利用率为86.29%。铁塔的生产需要根据不同产品型号进行转换，导致产能利用率波动很大。



图表 16 公司现有钢管塔产能产量销量情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

第1年为项目建设期；第2年为建设经营期，预计年产量可达3.20万吨；第3年开始为项目经营期，预计年产量可达6.40万吨；第4年预计可正式达产，公司钢管塔总产能将由2009年的15,000吨增至95,000万吨，预计每年新增营业收入近6亿元，利润近8,000万元。

6.2 复合材料绝缘杆塔研发中心项目

复合材料绝缘杆塔具有质量轻、强度高、耐腐蚀、温度适应性强、电绝缘性好、可设计性好、维护性好以及环境性能好等特性。能够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等优点。基于复合材料绝缘杆塔相对于传统输电杆塔的优势以及国家电网公司推广复合材料绝缘杆塔的相关会议精神，复合材料绝缘杆塔是输电线路铁塔行业发展的趋势之一，市场前景广阔。

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茅蓄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。

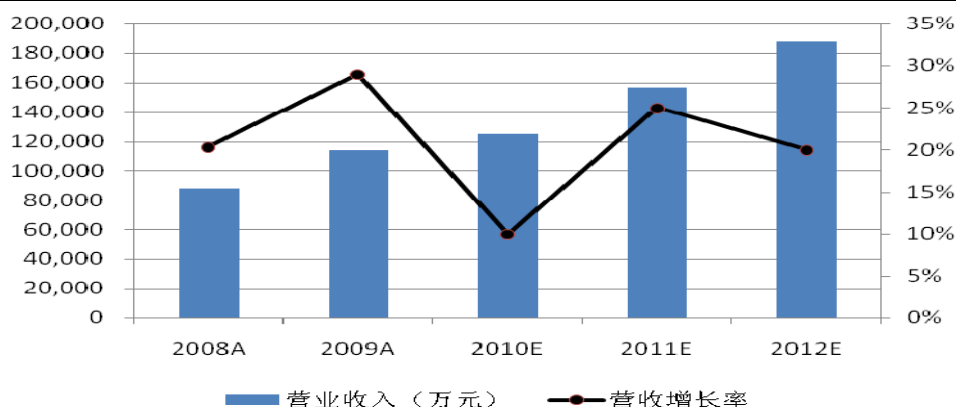
研发中心的设立有利于确保公司在该领域的领先地位，提升公司核心竞争力，是产生利润新增长点的基础。

7. 盈利预测与估值分析—合理价值区间 24.75-29.70 元

7.1 盈利预测

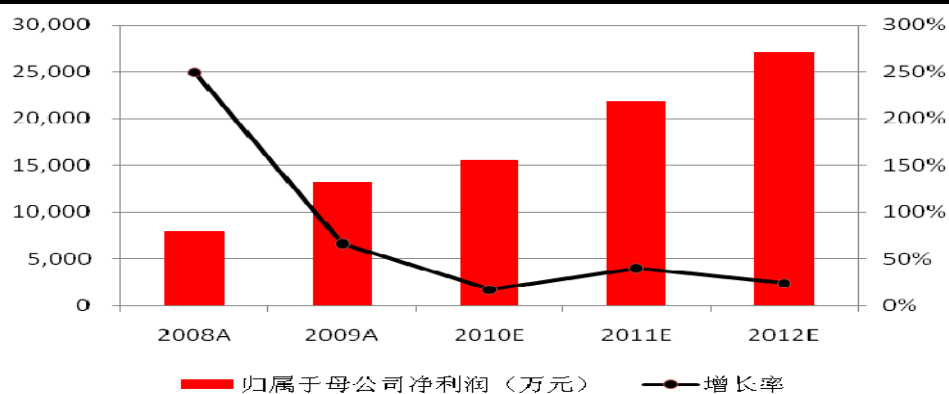
综合上述分析，我们预计公司2010-2012年实现归属母公司净利润分别为1.55亿元、2.18亿元和2.75亿元，同比增长17.7%、40.4%和24.0%；全面摊薄后2010—2012年每股收益分别为0.71元、0.99元和1.23元。

图表 17 2008A-2012E 营业收入及其增长率



资料来源：招股说明书天相投顾整理

图表 18 2008A-2012E 净利润及其增长率



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 19 风范股份盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	88,252	113,822	125,204	156,505	187,806
增长率	20.4%	29.0%	10.0%	25.0%	20.0%
营业成本	70,048	80,947	90,147	112,683	135,220
毛利率	20.6%	28.9%	28.0%	28.0%	28.0%
营业税金及附加	93	723	376	939	1,127
销售费用	4,382	7,073	5,008	6,260	7,512
管理费用	2,289	4,645	4,382	5,478	6,573
财务费用	1,804	2,729	3,005	1,096	939
期间费用率	9.6%	12.7%	9.9%	8.2%	8.0%
资产减值损失	-420	501	2,800	1,000	400
投资净收益	145	179	20	20	20
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,202	17,382	19,506	29,069	36,054
营业利润率	11.6%	15.3%	15.6%	18.6%	19.2%
营业外收入	933	338	1,200	0	0



营业外支出	201	56	0	0	0
利润总额	10,933	17,664	20,706	29,069	36,0054
所得税	2,998	4,472	5,177	7,267	9,014
实际负税比率	27.4%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	7,935	13,192	15,530	21,802	27,041
归属于母公司所有者的净利润	7,935	13,192	15,530	21,802	27,041
增长率	248.6%	66.3%	17.7%	40.4%	24.0%
净利润率	9.0%	11.6%	12.4%	13.9%	14.4%
少数股东损益	0	0	0	0	0
全面摊薄每股收益(元)	0.36	0.60	0.71	0.99	1.23

资料来源：招股说明书 天相投顾

7.2 估值—合理价位 24.75-29.70 元

目前电气设备板块2011年动态市盈率为31.7倍，同行上市公司梅泰诺和齐星铁塔2011年动态市盈率分别为53.51倍和28.72倍。，考虑到整个电气设备行业估值情况、铁塔行业的估值情况以及公司的成长状况，我们给予公司2011年动态市盈率25-30倍，对应合理价格区间为24.75—29.70元。

8. 风险揭示—原材料价格波动风险和客户延期收货风险

原材料价格波动风险：角钢、锌锭是公司生产所需的主要原材料，两种材料占当期营业成本的比重在60%以上；钢材、锌锭价格的波动会引起公司利润的波动。虽然公司采用“以销定产”的策略，但生产期内钢价、锌价的波动仍会影响公司的利润，带来风险。

客户延期收货风险：与客户签订合同后，往往会遇到客户因为种种原因延期下发加工图纸或其他情形导致客户延期收货的情况。在此期间，若原材料波动则给公司盈利带来波动。虽然公司采取了锁价采购等措施来规避风险，但公司仍然存在因客户延期收货带来损失的风险。

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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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: 0755-83234800 邮编: 518040