

风范股份 (601700.SH) 输配电及控制行业

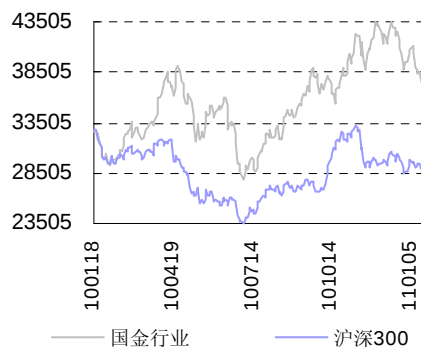
新股研究

目标价格(人民币): 24.20-29.04 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	35.00
发行 A 股数量(百万股)	54.90
总股本(百万股)	219.60
国金输配电及控制指数	37685.36
沪深 300 指数	2974.35
上证指数	2706.66



受益特高压电网全面建设的铁塔龙头

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.934	0.801	0.731	0.968	1.207
每股净资产(元)	2.75	2.58	3.43	11.88	12.96
每股经营性现金流(元)	0.69	-0.30	1.54	0.78	1.12
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	38.24	61.71	61.71	61.71	61.71
净利润增长率(%)	248.58%	66.26%	21.70%	32.38%	24.68%
净资产收益率(%)	33.97%	31.01%	28.44%	8.15%	9.31%
总股本(百万股)	85.00	164.70	219.60	219.60	219.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主营输电线路铁塔和复合材料绝缘杆塔, 主要产品包括: 角钢塔、钢管塔、变电构支架和复合材料绝缘杆塔。
 - 公司 500KV 和 750KV 输电线路铁塔产品占据主导地位, 超/特高压输电线路铁塔处于行业领先地位, 2009 年公司在国家电网公司的铁塔中标量居行业第一。
 - 公司目前拥有产能约 20 万吨。募投项目将扩大钢管塔产能 8 万吨, 扩建产能预计在 2011~2013 年逐步释放; 复合材料绝缘杆塔研发将为公司长期可持续发展提供新产品和盈利增长点。
- 公司将充分受益特高压电网建设的全面展开, 凭借技术及品牌优势, 面临广阔发展空间; 同时, 国际市场进一步开发亦值得期待。
 - 2011~2015 年特高压电网建设将全面展开, 将形成年均 100 万吨以上的铁塔需求。
 - 公司是国内少数几家能生产目前最高电压等级 1000KV 输电线路铁塔的企业之一, 曾为国内第一条交流 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; 同时也是国内少数拥有自主知识产权并生产复合材料绝缘杆塔的企业之一。
 - 国际电力市场需求旺盛, 澳大利亚、俄罗斯等国家电网建设与改造将为公司海外市场开拓提供机会。
- 我们预测公司 2010~2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.731, 0.968 和 1.207 元, 三年内净利润复合增速 26.2%, 给予 2011 年 25~30x PE, 对应合理股价区间 24.20~29.04 元。
- 风险因素: 原材料价格大幅波动、国家缩减电网投资规模、市场竞争加剧

张帅

 分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn
内容目录

公司概况：产品系列丰富的铁塔行业龙头	4
公司主营输电线路铁塔，2009 年铁塔产品中标量行业第一	4
公司股权结构	4
特高压建设为输电线路铁塔行业打开新的发展空间	5
特高压网架建设即将全面开始	5
国际市场需求前景广阔	6
铁塔产品趋于多样化和高端化	7
丰富的产品结构、成本控制能力、技术及品牌构成公司竞争优势	8
公司产品结构丰富，综合竞争能力位居行业前列。	8
产品盈利水平和技术能力处于行业领先水平	9
钢管塔和复合材料绝缘杆塔是公司未来增长点，海外市场扩张亦值得期待	10
募投项目分析	12
募投项目概况	12
盈利预测与估值	13
盈利预测：2010~2012 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.731, 0.968 和 1.207 元	13
相对估值	13
风险提示	14
原材料价格大幅波动的风险	14
国家缩减电网建设投资规模的风险	14
市场竞争加剧的风险	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：公司主营收入构成（万元）	4
图表 2：公司铁塔产品结构（按电压等级）	4
图表 3：公司股权结构	4
图表 4：2006~2009 年电网建设投资及其占比	5
图表 5：新增 110kV 及以上输电线路长度（万千米）	5
图表 6：两网公司特高压电网长期发展规划	5
图表 7：“十二五”建成特高压“三纵三横一环网”	6
图表 8：2020 年全国电网联网示意图	6
图表 9：特高压电网建设中铁塔需求	6
图表 10：世界电力需求预测	6
图表 11：世界主要国家电网建设概况	7
图表 12：角钢塔与钢管塔在输电线路铁塔应用中的区别	7
图表 13：2009 年国网公司铁塔集中招标中标量	8

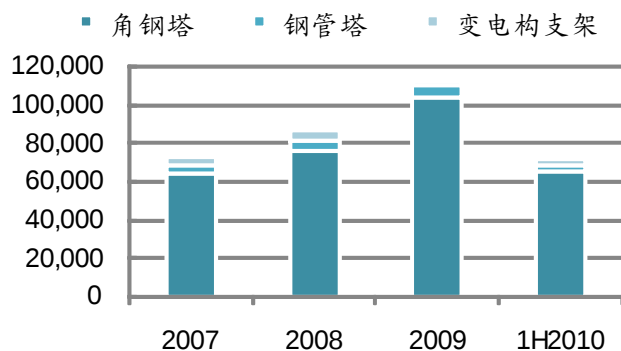
图表 14: 公司经典工程	9
图表 15: 1000KV 晋-南-荆特高压交流试验示范工程	9
图表 16: ± 800 KV 钢管组合塔, 220KV 复合材料绝缘杆塔	9
图表 17: 公司与同行业公司毛利率比较	10
图表 18: 公司部分技术合作伙伴	10
图表 19: 公司产品毛利率对比	11
图表 20: 公司原产能与新增产能对比 (万吨)	11
图表 21: 复合材料绝缘杆塔技术特点与生产难度	11
图表 22: 复合材料绝缘杆塔国外主要生产企业	11
图表 23: 公司全球销售网络	12
图表 24: 公司出口销售情况	12
图表 25: 募投项目概况	12
图表 26: 分项目销售预测	13
图表 27: 可比公司估值 (2011 年 1 月 14 日收盘价)	13

公司概况：产品系列丰富的铁塔行业龙头

公司主营输电线路铁塔，2009 年铁塔产品中标量行业第一

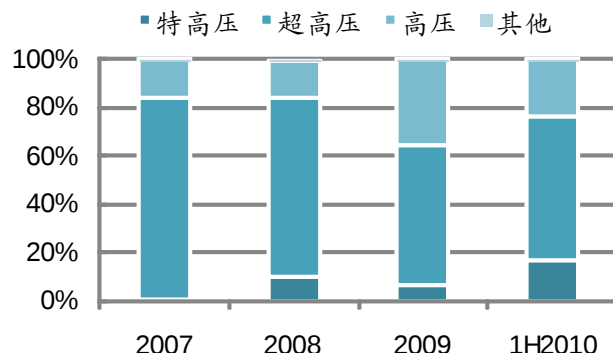
- 公司主要产品有输电线路铁塔、变电构支架和复合材料绝缘杆塔，输电线路铁塔主要包括 1000KV、750KV 和 500KV 及以下电压等级产品，2009 年生产铁塔产品 16.2 万吨。
- 公司是国内少数几家能生产目前最高电压等级 1000KV 输电线路铁塔的企业之一；是国内少数拥有自主知识产权并生产复合材料绝缘杆塔的企业之一。
- 在国家电网公司铁塔产品招标中公司是唯一连续五年居行业前三位的企业，2009 年公司以 10.34 万吨的中标量跃居行业第一。

图表1：公司主营收入构成（万元）



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表2：公司铁塔产品结构（按电压等级）

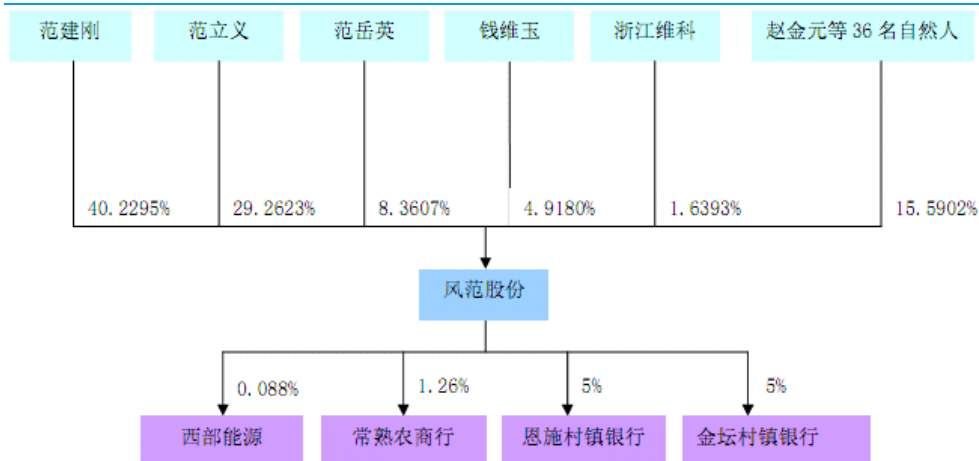


- 公司产品主要用于电力、通讯等行业，为上述行业提供重要的运营设备，其中，输电线路铁塔是输送电力的关键产品。
- 随着国家对电网建设的投资力度不断加大，超/特高压输电线路规模将不断扩大。公司凭借在超/特高压输电线路铁塔方面的成本优势、技术优势及品牌优势，将迎来良好的发展机遇。

公司股权结构

- 公司为家族控股企业，股东中，范建刚先生与范立义先生、范岳英女士分别为父子、父女关系。公司本次发行完成后，三人合计持股比例降至 58.39%，仍处于绝对控股地位，其中第一大股东范建刚先生持股比例从 40.23%降至 30.17%。

图表3：公司股权结构



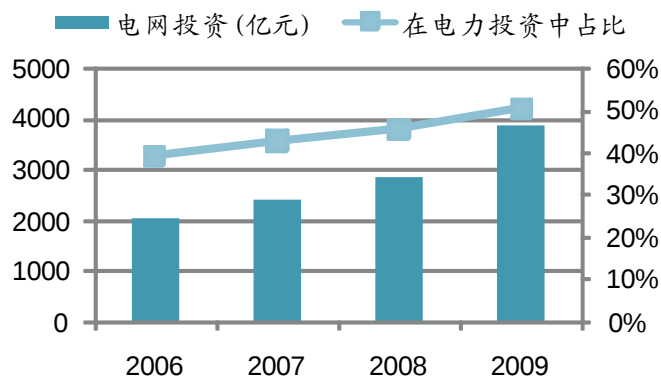
来源：公司招股书，国金证券研究所

特高压建设为输电线路铁塔行业打开新的发展空间

特高压网架建设即将全面开始

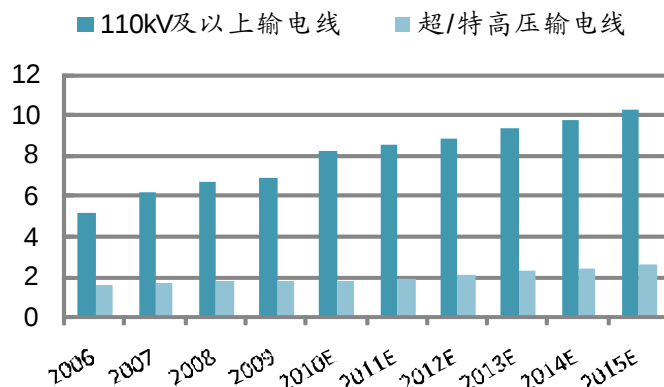
- **电网投资力度逐步加大，输电线路铁塔空间广阔。**目前我国城乡电网结构薄弱、容量不足、老化现象异常严重等问题突出，加大输配电投资是我国电力投资政策的重点。输电线路铁塔作为输变电设备的核心部件，面临着广阔的发展空间。
- 2009 年，电网投资达到 3,898.31 亿元，在电力投资总额中占比首次超过电源，达 50.62%，预计 2010 年全国电网投资达 3300 亿元，“十一五”、“十二五”和“十三五”期间电网投资预计将分别完成 14,637 亿元，25,500 亿元和 28,500 亿元。
- 2009 年全国 110kV 及以上输电线路长度达到 82 万千米，变电容量达到 28.9 亿千伏。“十一五”前四年输电线路长度和变电容量年均增长分别达到 8.6%和 16.1%。预计 2010 年底，全国 110kV 及以上输电线路长度将达到 87 万千米；2015 年达到 133 万千米；2020 年达到 176 万千米。

图表4：2006~2009 年电网建设投资及其占比



来源：中电联，国金证券研究所

图表5：新增 110kV 及以上输电线路长度（万千米）



- **坚强智能电网进入全面建设阶段。**2009 年 4 月，国家电网公司进一步宣布，分三个阶段建设以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强智能电网，计划到 2020 年全面建成“统一的坚强智能电网”。其中，2011~2015 年是坚强智能电网的全面建设阶段，将加快特高压电网和城乡配电网建设，基本建成坚强智能电网。

图表6：两网公司特高压电网长期发展规划

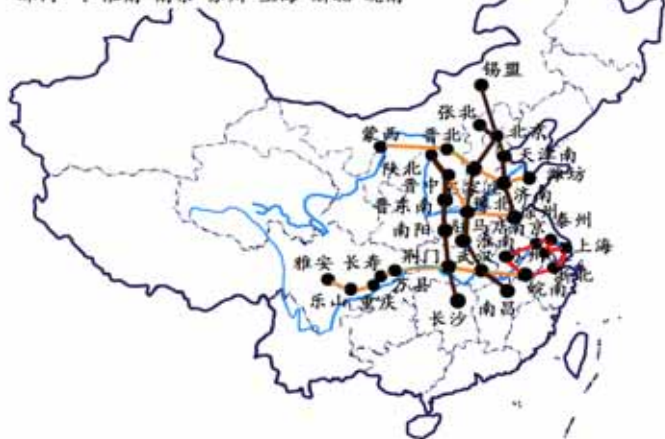
特高压电网长期发展规划	
国家电网公司	2020 年前后，国家电网公司在其管辖范围内，将形成特高压“四横六纵”多受端的网架。形成以华北、华东、华中为核心，联结各大区域电网、大煤电基地、大水电基地和主要负荷中心的坚强电网结构。 2020 年以前：特高压交流变电站 53 座，变电容量 3.36 亿千伏安，线路长度 4.45 万千米；建成直流输电工程 38 项，输电容量 1.91 亿千瓦，线路长度 5.23 万千米。特高压及跨区、跨国电网输送容量达到 3.73 亿千瓦。
南方电网公司	“十一五”末建成云南至广东第一回 ±800KV 直流输电通道； “十二五”末建成糯扎渡至广东 ±800KV 直流输电通道，输电距离约 1,500 千米，规划输电容量 500 万~600 万千瓦。此外，还将在广东电网围绕珠三角地区形成 1,000KV 双回半环网网络，并结合大型电厂的建设，向粤东、粤西延伸。2030 年前，从云南丽江经贵州、广西，建设两回 1,000KV 交流输电通道通向广东；从云南永平经广西建设三回 1,000KV 交流输电通道向广东。

来源：国家电网，南方电网，国金证券研究所

- 特高压电网是指 1000kV 交流和 ± 800 kV 直流输电网络，是坚强智能电网的骨干网络基础，具有远距离、大规模的电力输送能力。
- 2011~2015 年，发展特高压是电网发展的重中之重，投资将超过 5000 亿，建成“三纵三横”特高压交流骨干网架和 11 项特高压直流输电工程，线路总长达 4 万千米，形成交直流协调发展的坚强电网网架。

图表7：“十二五”建成特高压“三纵三横一环网”

“三纵”：锡盟-南京、张北-南昌、陕西-长沙
“三横”：蒙西-潍坊、晋中-徐州、雅安-皖南
“一环网”：淮南-南京-苏州-上海-浙北-皖南



来源：国金证券研究所

图表8：2020 年全国电网联网示意图



- 到 2020 年，国网公司计划建成特高压交流变电站 53 座，变电容量 33,600 万 kVA，线路长度 4.45 万千米；建成直流输电工程 38 项，输电容量 1.91 亿千瓦，线路长度 5.23 万千米。
- 特高压输电线路建设中，线路架线工程投资一般占工程本体投资的 30%左右，其中铁塔投资占总投资的 20%左右。根据国家电网公布的数据，可以预测输电塔需求量在 2011~2015 年达 545 万吨。

图表9：特高压电网建设中铁塔需求

项目	2009-2010	2011-2015	2016-2020
总投资额（亿元）	830	3,000	2,500
输电塔投资额（亿元）	166	600	500
输电塔需求量（万吨）	151	545	455
年均输电塔需求量（万吨）	76	109	91

来源：国金证券研究所

图表10：世界电力需求预测

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	3.60	2.50
OECD国家	10.18	11.84	1.50	1.10
非OECD国家	10.58	16.30	7.10	3.80

国际市场需求前景广阔

- 根据国际能源机构（IEA）相关预测，2015 年世界电力需求量将超过 20 万亿千瓦时，2030 年世界电力需求将达到 28.14 万亿千瓦时。电力需求量增加带动输电线路需求，输电线路铁塔作为输配电的关键产品，国际市场需求前景十分广阔。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。

图表11：世界主要国家电网建设概况

	项目概况
美国	在2003年财政年度，田纳西州电力公司(TVA)对输电系统的投资达到2亿美元，并计划在未来的几年中继续大量的投资。大部分的投资都被用于改善电网对负荷增长的承受能力，吸引新客户，维持健全的大型输电网络。每年TVA新建的输电线路长达161-225km，并计划每年至少新建一座500kV的变电站。
加拿大	2004-2008年，魁北克水电公司(Transe Energie)投资6.5亿加元(大约5亿美元)，计划维持系统可靠性，增加系统中的无功功率。
澳大利亚	由EnergyAustralia公司开展的主要配电计划，包括2个室内132kV GIS变电站、1个管路和132kV电缆。Murraylink输电系统是世界上最长的高压直流(HVDC)轻型地下电缆互联输电线路，连接南澳的Riverland地区和维多利亚的Sunraysia地区，项目耗资6800万美元。
日本	东京电力公司(TEPCO)在维持电网可靠性上加强了投资，主要工程项目是高压交流(HVAC)和高压直流(HVDC)技术，包括1000kV输电线路的设计。
韩国	随着电力需求的不断增加，韩国电力公司对输电系统基础设施和变电站设备的投资将分别增加33%和66%。韩国电力公司(KEPCO)已参与了一项投资为25亿美元的输配电系统设备项目。
印度	2000年春，印度国家电网公司与西门子公司签署了一项重要合同，即在东-南高压直流输电线路的两端各建设一个换流器，转换能力达2000MW。
泰国	泰国拥有世界上第1条气体绝缘输电线路(GIL)，该线路使用氮气和六氟化硫的混合气体，以550 kV电压运行，目前已在首都曼谷投入使用。目前正规划建设第2条GIL，以氮气和六氟化硫的混合气体绝缘。根据IEC 61640标准设计和测试，适用于长距离能源传输。
俄罗斯	2010年7月，俄罗斯最大的电网公司—俄罗斯电网股份公司与中国光彩事业集团7月9日晚签署经贸合作备忘录，共同对中国电力设备企业发出邀请，参与改造俄罗斯电网。俄罗斯电网改造工程将持续10年，涉及金额高达近千亿美元。

来源：国际电力，CCTV，国金证券研究所

铁塔产品趋于多样化和高端化

- 随着电网建设的发展，高电压、大电流输电线路铁塔越来越多，输电线路铁塔导线挂线处的结构也越来越复杂，对铁塔制造企业的放样技术、加工工艺及加工精度提出了更高的要求，铁塔产品向多样化和高端化方向发展。
- **超/特高压输电线路产品需求占比逐渐提高。**由于我国能源供需格局等原因，电力发展矛盾突出，需要彻底转变电力发展方式，发展超/特高压输电已经成为我国电力大规模远程输送的必然要求。
 - 国家电网公司集中规模招标采购中，2009 年超高压输电线路铁塔采购数量达 121.49 万吨，占铁塔采购总数的 66.10%；特高压输电线路铁塔采购数量亦已有一定规模。
- **钢管塔在超/特高压输电线路铁塔中优势明显。**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。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。
 - 2008 年 10 月，国网公司组织召开了输电线路推广应用钢管塔工作启动会议。会议指出，推广应用钢管塔体现了电网建设创新，是基建标准化建设和全寿命周期管理工作的重要组成部分，是全面建设“两型三新”输电线路的具体举措，对转变电网发展方式具有重要意义。

图表12：角钢塔与钢管塔在输电线路铁塔应用中的区别

区别	角钢塔	钢管塔
技术含量	产品技术含量较低，生产技术成熟，安全性较低	技术要求高，生产周期长，安全性较高
特点	构件风压较大、刚度较低、结构较为复杂，塔身较重	构件风压小、刚度大、结构简洁、受力合理、传力清晰、塔身较轻
价格	价格较低	价格较高
应用情况	在输电线路工程中普遍使用，需求量大	主要应用于在 500KV以上输电线路中，目前需求量逐渐增大
竞争格局	国内加工厂家较多，竞争激烈	国内具有生产资质的厂家较少，竞争不如角钢塔激烈
利润率	利润较低，属于铁塔产品中的普通产品	利润较高，属于铁塔产品中的高端产品

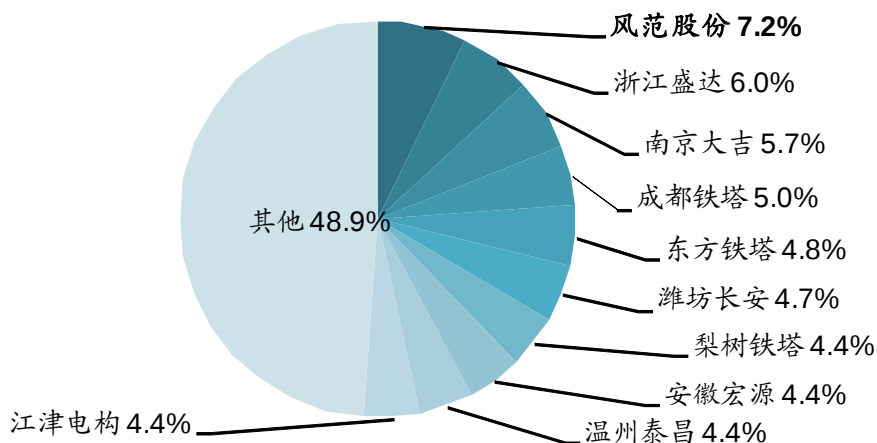
来源：国金证券研究所

丰富的产品结构、成本控制能力、技术及品牌构成公司竞争优势

公司产品结构丰富，综合竞争能力位居行业前列。

- 公司产品涵盖 1000KV、750KV 和 500KV 及以下各电压等级的输电线路铁塔及变电构支架，其中，超/特高压输电线路铁塔产品占主导地位。2009 年，公司在国家电网铁塔产品招标中中标量跃居行业第一。

图表13：2009 年国网公司铁塔集中招标中标量



来源：国家电网，国金证券研究所

- 公司拥有目前国内最高电压等级 750KV 的输电线路铁塔生产许可证，司曾为国内第一条交流 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；研发试制了国内第一条复合材料绝缘杆塔，并成功挂网运行。

图表14：公司经典工程

2000年	500KV江阴大跨越工程铁塔，为世界上塔身最高的输电线路铁塔。
2003年	西藏那安线工程铁塔，为目前世界上海拔最高的输电线路铁塔。
2005年3月	国内首条750KV官兰线示范工程铁塔。
2005年12月	国内第一条500KV同塔四回路利锡线示范工程铁塔。
2007年	国家电网公司第一条1000KV晋南荆特高压交流试验示范工程铁塔；1000KV晋东南变电站提供变电构支架，被评为“新中国成立六十周年百项经典暨精品工程”。
2008年	参加国网电力建设研究院组织的1000KV淮南至上海特高压钢管组合塔调研工作，成功生产出SZT2钢管组合塔，填补了国内空白。
2009年12月	自行研发、生产的绝缘复合材料的高压杆塔在国家电网公司“两型三新”示范工程——江苏连云港供电公司220KV茅蒿线改造工程竣工投运。该线路是国内首条采用绝缘复合材料的高压杆塔线路。

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表15：1000KV 晋-南-荆特高压交流试验示范工程



来源：国金证券研究所

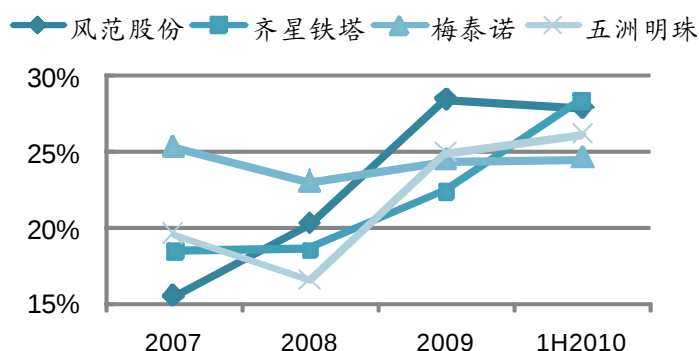
图表16：±800KV 钢管组合塔, 220KV 复合材料绝缘杆塔



产品盈利水平和技术能力处于行业领先水平

- 公司成本控制措施主要包括精细化管理、原材料成本控制、生产环节成本控制。
 - 公司采用比价采购模式和锁价采购模式严格控制采购成本，努力降低原材料价格波动给公司带来的风险。
 - 利用先进的计算机三维放样软件和自行开发的软件优化放样，确保了公司生产过程的成材率达到 95%以上，远高于成材率 85%的行业平均水平。
- 近年来，公司综合毛利率总体呈上升的趋势。一方面，公司通过锁价采购模式控制原材料成本；另一方面，公司凭借多年来在客户中的良好信誉和产品的优良品质，拥有一定的议价能力，可根据原材料上涨适当上调销售价格，保证了公司利润率；此外，公司产品结构发生变化，销售价格较高的特高压铁塔产品在销售收入中占比逐年提高，2010 年上半年已达 16.97%。

图表17：公司与同行业公司毛利率比较



来源：公司招股书，公司公告，国金证券研究所

图表18：公司部分技术合作伙伴

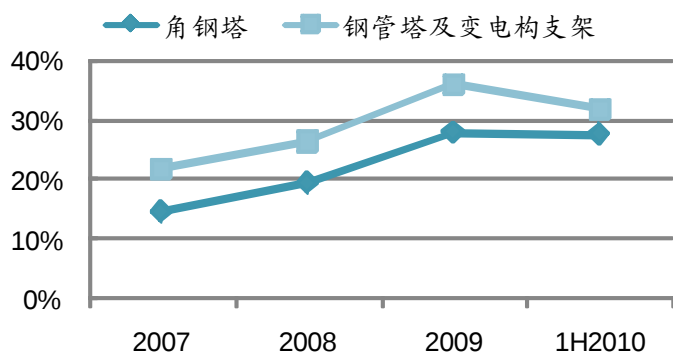


- 公司已拥有 1 项发明专利、5 项实用新型专利和 2 项外观设计专利，另有多项发明专利、实用新型专利和外观设计专利申请已获国家知识产权局受理。公司积极研发防腐冰涂料和水泥基复合材料等新材料和新技术，并已取得一定进展。
- 公司与昆明理工大学、江南大学、中国电力科学研究院等科研院所建立了长期科研合作关系，通过技术交流、技术合作等方式，不断提高研发技术水平。

钢管塔和复合材料绝缘杆塔是公司未来增长点，海外市场扩张亦值得期待

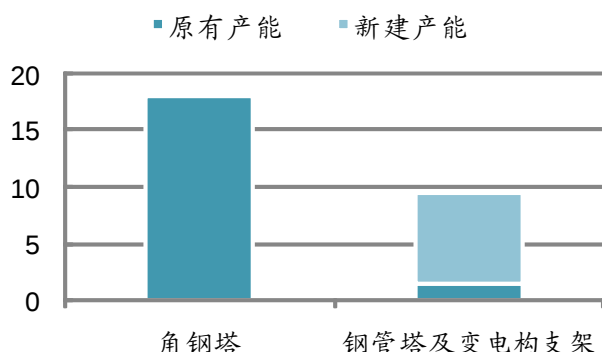
- **钢管塔产能扩张有望大幅提高公司盈利水平。**和角钢塔相比，钢管塔对生产技术要求较高，国内具有生产资质的厂家较少，在招标时竞价压力较小，因此价格较高，毛利率相对也较高。
- 截至 2010 上半年，公司的盈利主要还来自于角钢塔产品，钢管塔及变电构支架利润贡献较小主要是因为钢管塔及变电构支架的产能远小于角钢塔的产能和产量。
- 目前，公司钢管塔及变电构支架产能为 15,000 吨。公司募投项目达产后钢管塔及变电构支架产能将增至 95,000 吨。钢管塔及变电构支架的产能、产量迅速提升，钢管塔及变电构支架将成为公司重要的利润增长点。
- 2009 年公司在国网钢管塔集中招标中中标量为 6203.71 吨，占总量 18.42%，在中标企业中排行第二。未来五年特高压电网建设将全面展开，对铁塔需求，特别是钢管塔需求将大幅增长，公司钢管塔产能达产后，将明显改善公司盈利水平。

图表19：公司产品毛利率对比



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表20：公司原产能与新增产能对比（万吨）



- **复合材料绝缘杆塔有望成为公司未来新的增长点。**复合材料绝缘杆塔代替钢杆塔，可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，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，是输电线路塔架未来的一大发展趋势。目前复合材料绝缘杆塔在北美地区电网应用较广泛，在我国应用尚处于起步阶段。
 - 公司 2006 年开始进行复合材料绝缘杆塔的研究工作，2009 年 12 月，参与加工的国内首条采用绝缘复合材料的高压杆塔线路——连云港供电公司 220KV 茅蒿线改造工程已顺利竣工投运，目前运行情况良好。
 - 公司被国家电网公司选择为我国 3 家复合材料绝缘杆塔生产研发单位之一，并拟与中国电科院共同组建“中国复合材料绝缘杆塔研究应用试验中心”。
 - 在铁塔产品多样化和高端化的大趋势下，公司在技术研发方面的前瞻性和持续性，使公司在输电线路铁塔领域成为将有国际一流水平的研发和生产基地。

图表21：复合材料绝缘杆塔技术特点与生产难度

技术特点	重量轻、强度高、耐腐蚀、温度适应性强 电绝缘性能好、可设计性好、易于成型 安装维护成本低、维护性好、环境性能好
生产难度	材料刚度/杆体挠度问题、回收/环境问题 热稳定性问题/自然老化问题、成本问题 节点连接问题/防雷接地与疲劳、可靠性

来源：国网电科院，CNFRP，国金证券研究所

图表22：复合材料绝缘杆塔国外主要生产企业

美国 Ebert 复合材料公司：该公司采用拉压技术生产玻璃纤维增强复合材料产品，重量轻，强度高，易安装，吸水量小、抗腐蚀；能耐极高和极低温度；具有一定的抗冲击能力；有很低的寿命周期成本；而且不导电，不易燃。

加拿大 RS 新型材料技术公司：该公司的专利产品 Version TM 树脂材料，具有强度高，重量轻，防火防腐无环境污染等优点。RS 公司已开始生产绝缘电杆以替代钢材、木材、水泥等电线杆。

- **海外市场进一步开发值得期待。**到 2015 年，国际输电线路铁塔市场需求预计达 2,000 万吨左右。与国外企业相比，中国具有原材料、人工成本等优势，因此发达国家已逐渐转向中国寻找铁塔采购资源，国际买家越来越多地到中国来寻求合作。
 - 公司出口产品主要销往澳大利亚、东南亚、非洲和中美洲等国家和地区，主要客户为国外大型电力和通信行业企业。其中，在澳大利亚、俄罗斯市场，公司是目前唯一的国内供应商。
 - 公司将进一步加强与澳大利亚三大电力公司和四家主要输变电线路承包商、印度 Reliance Telecom Infrastructure Ltd. & GTL Infrastructure

Limited、洪都拉斯 AJ Ingenieros EL Salvador 等公司的长期合作伙伴关系，并积极寻求新的长期合作伙伴

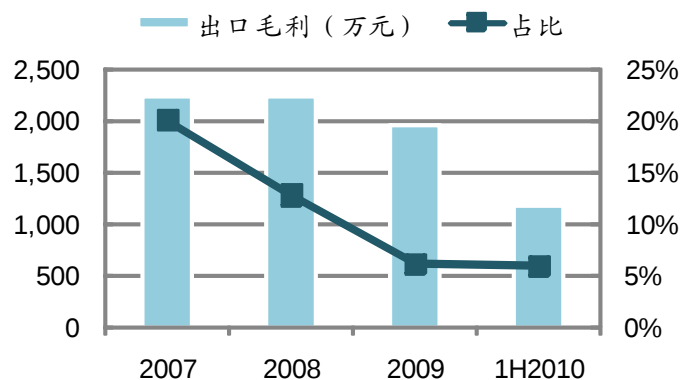
- 2010 年 7 月，俄罗斯电网股份公司与中电集团签署经贸合作备忘录，共同对中国电力设备企业发出邀请，参与改造俄罗斯电网。俄罗斯电网改造工程将持续 10 年，涉及金额高达近千亿美元。
- 2008 年以来，受金融危机影响，公司出口销售收入占比有所下滑。随着世界经济复苏，世界电力需求增加，各国电网新建与改造力度的加大，公司未来国际业务规模具有较大提升空间。

图表23：公司全球销售网络



来源：国金证券研究所

图表24：公司出口销售情况



募投项目分析

募投项目概况

- 公司本次募集资金将用于年产 8 万吨钢杆管塔生产线项目和复合材料绝缘杆塔研发中心项目。
- 近年来国家电网公司致力于应用与推广钢管塔，对钢管塔的需求量大幅提升。公司 2007 年、2008 年和 2009 年钢管塔产销率分别为 96.85%、112.03%和 74.75%，产品处于供不应求状态。本次募投项目建成后，公司钢管塔及变电构支架产能将提高至 95,000 吨，实现完善产品结构、提高综合毛利率，加强业务稳定性的良好效果。
- 研发中心项目的功能定位是研究复合材料绝缘杆塔技术的发展方向，编制开发计划，进行复合材料绝缘杆塔的研发、试生产、检验和测试以及培养核心技术人员和储备企业人才，为公司长期发展打下坚实基础。

图表25：募投项目概况

项目名称	投资内容		
	建设资金	铺底流动资金	合计
年产 8 万吨钢杆管塔生产线项目	27,044.70	7,945.30	34,990.00
复合材料绝缘杆塔研发中心项目	2,229.20	0	2,229.20
合计	29,273.90	7,945.30	37,219.20
	金额		
	比例		
	78.65%	21.35%	100.00%

来源：公司招股书，国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测：2010~2012 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.731, 0.968 和 1.207 元

- 基于我们对输电线路铁塔行业的理解，以及对公司新增产能的释放进度与消化能力的分析，我们预测公司 2010~2012 年发行摊薄后 EPS 分别为 0.731, 0.968 和 1.207 元，三年内净利润复合增速 26.2%。
- 公司募投项目“年产 8 万吨钢杆管塔生产线”于 2010 年上半年即先期开工建设，预计 2011 年将有部分新增产能开始释放，并于 2012~2013 年逐步达产。
- 公司较强的成本控制能力、产品结构的改善、以及冰雪灾害后电网公司对铁塔产品质量标准的提高，将保证公司产品均价和综合毛利率维持在相对较高的水平。

图表26：分项目销售预测

产品	2007	2008	2009	1H2010	2010E	2011E	2012E
角钢塔							
产能 (吨)	100,000	146,667	180,000	90,000	180,000	200,000	200,000
销量 (吨)	103,137	102,313	132,549	89,052	158,400	180,000	190,000
单价 (元/吨)	6,235.95	7,464.72	7,868.32	7,343.90	7,300.00	7,100.00	7,100.00
总收入 (万元)	64,316	76,374	104,294	65,399	115,632	127,800	134,900
毛利率	14.61%	19.39%	27.86%	27.54%	27.50%	26.50%	26.50%
钢管塔及变电构支架							
产能 (吨)	15,000	15,000	15,000	7,500	15,000	35,000	60,000
销量 (吨)	10,860	11,644	8,890	6,585	13,500	29,925	45,900
单价 (元/吨)	7,609.37	8,908.24	9,209.01	9,365.41	9,400.00	9,200.00	9,200.00
总收入 (万元)	8,264	10,373	8,187	6,167	12,690	27,531	42,228
毛利率	21.93%	26.54%	36.02%	31.88%	32.00%	31.00%	31.00%
产量合计 (吨)	99,711	122,352	173,990	65,132	157,500	211,500	241,000
销量合计 (吨)	113,997	113,957	141,439	95,637	171,900	209,925	235,900
收入合计 (万元)	72,579	86,747	112,481	71,566	128,322	155,331	177,128
综合毛利率	15.44%	20.24%	28.45%	27.91%	27.95%	27.30%	27.57%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们选取 A 股上市公司中从事铁塔、电缆、高压开关等输配电设备的企业作为相对估值参考，可比公司 2010~2012 年的 PE 均值为 33x, 25x 和 18x。
- 考虑特高压电网全面建设给输电线路铁塔行业带来的需求高增长，以及公司在行业内的绝对龙头地位，我们给予公司 2011 年 25~30 倍 PE，对应合理股价区间为 24.20~29.04 元。

图表27：可比公司估值 (2011 年 1 月 14 日收盘价)

代码	公司简称	现价	EPS				P/E			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002359.SZ	齐星铁塔	19.90	0.53	0.52	0.71	0.97	37.2	38.5	27.8	20.5
002300.SZ	太阳电缆	20.02	0.81	0.70	0.94	1.40	24.7	28.7	21.3	14.3
002452.SZ	长高集团	28.19	0.99	0.87	1.10	1.40	28.4	32.4	25.7	20.1
均 值							30.1	33.2	25.0	18.3

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

原材料价格大幅波动的风险

- 公司生产所需的主要原材料角钢、镀锌的耗用成本占营业成本比例较高。2007 年、2008 年和 2009 年角钢、镀锌的耗用成本占当期营业成本的比重分别为 63.84%、61.70%、61.74%。虽然公司通过合理确定投标价格、锁价采购、签订远期供应合同、再次议价等方式规避原材料价格波动带来的风险，但原材料价格大幅波动仍可能对公司经营产生不利影响。

国家缩减电网建设投资规模的风险

- 公司主要的客户是国家电网公司和南方电网公司，2007 年、2008 年和 2009 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 72.84%、58.76%、70.86%。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公司国内业务的发展和经营业绩。

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。虽然公司目前竞争优势显著，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，但由于本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。因此，公司如不能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，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。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	733	883	1,138	1,283	1,553	1,771
增长率		20.4%	29.0%	12.7%	21.0%	14.0%
主营业务成本	-614	-700	-809	-925	-1,129	-1,283
% 销售收入	83.7%	79.4%	71.1%	72.1%	72.7%	72.4%
毛利	119	182	329	359	424	488
% 销售收入	16.3%	20.6%	28.9%	27.9%	27.3%	27.6%
营业税金及附加	-2	-1	-7	-6	-8	-9
% 销售收入	0.3%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-30	-44	-71	-71	-85	-97
% 销售收入	4.2%	5.0%	6.2%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-14	-23	-46	-51	-62	-71
% 销售收入	2.0%	2.6%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润（EBIT）	72	114	204	230	269	311
% 销售收入	9.9%	13.0%	18.0%	17.9%	17.3%	17.6%
财务费用	-23	-18	-27	-22	7	34
% 销售收入	3.1%	2.0%	2.4%	1.7%	-0.5%	-1.9%
资产减值损失	-17	4	-5	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	2	5	5	5
% 税前利润	0.0%	1.3%	1.0%	2.3%	1.8%	1.4%
营业利润	32	102	174	211	280	350
营业利润率	4.4%	11.6%	15.3%	16.4%	18.1%	19.8%
营业外收支	7	7	3	3	3	3
税前利润	39	109	177	214	283	353
利润率	5.3%	12.4%	15.5%	16.7%	18.2%	19.9%
所得税	-16	-30	-45	-54	-71	-88
所得税率	41.3%	27.4%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	23	79	132	161	213	265
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	23	79	132	161	213	265
净利率	3.1%	9.0%	11.6%	12.5%	13.7%	15.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	23	79	132	161	213	265
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	2	17	17	24	34
非经营收益	21	24	29	37	8	-1
营运资金变动	-74	-46	-228	39	-73	-52
经营活动现金净流	-8	59	-49	253	171	245
资本开支	-7	-91	-104	-82	-126	-27
投资	-7	-3	0	-1	0	0
其他	-3	1	2	5	5	5
投资活动现金净流	-16	-93	-102	-78	-121	-22
股权募资	27	0	76	0	1,860	0
债权募资	14	75	135	-98	-266	1
其他	-21	-29	-51	-28	-37	-36
筹资活动现金净流	20	46	159	-126	1,558	-35
现金净流量	-3	12	8	49	1,607	189

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	141	243	251	300	1,907	2,096
应收款项	255	168	250	257	311	354
存货	201	459	649	583	712	808
其他流动资产	67	73	129	141	171	194
流动资产	663	944	1,279	1,280	3,101	3,453
% 总资产	88.2%	85.1%	82.1%	79.4%	87.6%	88.8%
长期投资	7	10	10	11	10	10
固定资产	49	102	155	213	311	299
% 总资产	6.5%	9.2%	10.0%	13.2%	8.8%	7.7%
无形资产	15	35	95	106	114	123
非流动资产	89	165	279	331	437	434
% 总资产	11.8%	14.9%	17.9%	20.6%	12.4%	11.2%
资产总计	752	1,108	1,558	1,611	3,538	3,887
短期借款	199	330	364	266	0	0
应付款项	362	533	621	616	747	851
其他流动负债	26	11	46	66	82	90
流动负债	586	873	1,031	947	829	941
长期贷款	0	0	100	100	100	101
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
负债	586	875	1,132	1,047	929	1,042
普通股股东权益	166	234	425	565	2,609	2,845
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	752	1,108	1,558	1,611	3,538	3,887

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.268	0.934	0.801	0.731	0.968	1.207
每股净资产	1.952	2.748	2.583	3.428	11.880	12.957
每股经营现金净流	-0.088	0.695	-0.298	1.539	0.777	1.117
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	13.72%	33.97%	31.01%	28.44%	8.15%	9.31%
总资产收益率	3.03%	7.16%	8.47%	9.96%	6.01%	6.82%
投入资本收益率	11.63%	14.71%	17.13%	18.57%	7.44%	7.92%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	20.35%	28.97%	12.74%	21.05%	14.03%
EBIT增长率	N/A	58.29%	78.60%	12.70%	16.68%	15.85%
净利润增长率	N/A	248.58%	66.26%	21.70%	32.38%	24.68%
总资产增长率	N/A	47.32%	40.54%	3.45%	119.56%	9.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.3	63.0	63.7	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	59.6	171.9	249.8	230.0	230.0	230.0
应付账款周转天数	27.1	60.1	74.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	19.5	37.0	39.4	36.8	60.6	56.9
偿债能力						
净负债/股东权益	35.31%	36.95%	50.14%	11.64%	-69.27%	-70.11%
EBIT利息保障倍数	3.2	6.3	7.5	10.5	-37.4	-9.0
资产负债率	77.95%	78.93%	72.69%	64.97%	26.26%	26.80%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室