

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

技术领先，产能扩大带来高增长

事件描述

发行基本情况：本次发行前公司股本为 13,000 万股，本次拟发行 4,350 万股普通股，发行后总股本为 17,350 万股。

募集资金用途：胶州湾产业基地能源钢结构项目；输变电角钢塔、单管杆扩产项目；钢管塔生产线技术改造项目；技术研发中心项目。

发行价格：39.49 元/股。

事件评论

第一，本次公开发行 4350 万股，拟募集资金扩大产能

2001 年 1 月 6 日，青岛东方铁塔集团有限公司整体变更为青岛东方铁塔股份有限公司，2 月 22 日，发行人办理了工商变更手续，各发起人持股数量及持股比例如下：

表 1：2001 年 2 月 22 日，发起人持股数量及持股比例统计

类别	发起人	持股数量（万股）	持股比例
法人股	青岛中正投资有限公司	9,821.20	86.00%
	上海三川实业有限公司	440.81	3.86%
个人股	韩方如	456.80	4.00%
	韩真如	358.59	3.14%
	韩每如	342.60	3.00%
	合计	11,420	100%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

2007 年 11 月 30 日，经股东大会决议，中正投资与三川实业将其持有的所有股份全部转让，此次股份转让完成后，公司股本结构变更为：

表 2：股权转让后股本结构的统计

股东名称	持股数量（万股）	持股比例
韩汇如	7,994	70%
韩方如	1,713	15%
韩真如	1,713	15%
合计	11,420	100%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

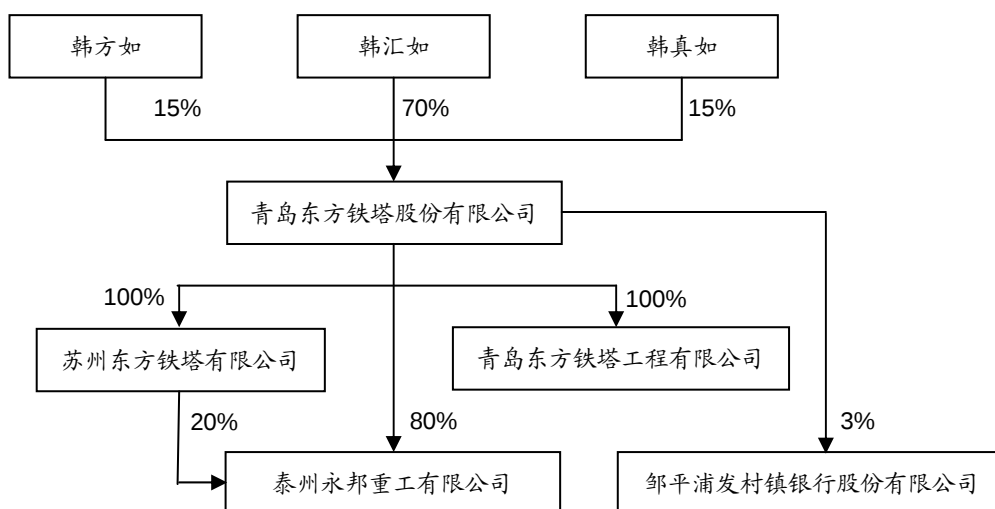
本次公开发行，公司拟发行 4350 万股，占发行后总股本的比例为 25.07%。

表 3：发行前后公司股本结构对比

股东类别	发行前		发行后	
	数量（万股）	比例	数量（万股）	比例
韩汇如	9,100	70%	9,100	52.45%
韩方如	1,950	15%	1,950	11.24%
韩真如	1,950	15%	1,950	11.24%
本次发行流通股			4,350	25.07%
合计	13,000	100%	17,350	100.00%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 1：公司主要股权结构及拥有的子公司情况统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，公司主要产品为钢结构与铁塔类产品，目前产能为 22.4 万吨

公司是主营钢结构（电厂钢结构、石化钢结构、民用建筑钢结构）和铁塔类产品（输电线路铁塔、广播电视塔、通信塔）研发、设计、生产、销售与安装的高新技术企业。

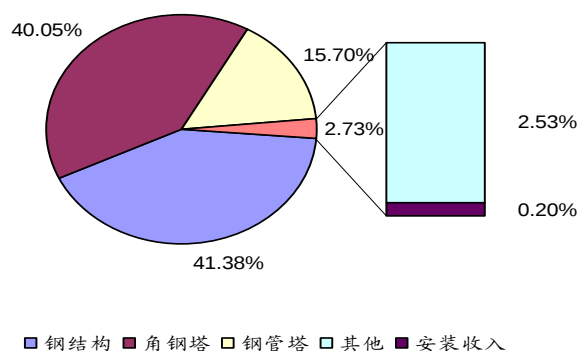
表 4：公司分产品产能产量统计

年度	产品	青岛产能	苏州产能	总产能	产量	销量	产销量	产能利用率
2010 年 1-6 月	钢结构	30,000	24,000	54,000	36,632	42,329	115.55%	67.84%
	角钢塔	25,000	15,000	40,000	32,290	41,499	128.52%	80.72%
	钢管塔	12,000	6,000	18,000	11,767	13,074	111.11%	65.37%
2009 年	钢结构	60,000	48,000	108,000	83,579	78,584	94.02%	77.39%
	角钢塔	50,000	30,000	80,000	64,132	63,554	99.10%	80.17%
	钢管塔	24,000	12,000	36,000	30,494	32,766	107.45%	84.71%
2008 年	钢结构	60,000	48,000	108,000	99,330	107,730	108.46%	91.97%
	角钢塔	36,000	20,000	56,000	25,007	26,414	105.63%	44.66%
	钢管塔	24,000	12,000	36,000	27,148	27,796	102.39%	75.41%
2007 年	钢结构	50,000	48,000	98,000	87,298	89,875	102.95%	89.08%
	角钢塔	36,000	20,000	56,000	31,935	27,562	86.31%	57.03%
	钢管塔	24,000	-	24,000	21,353	18,043	84.50%	88.97%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

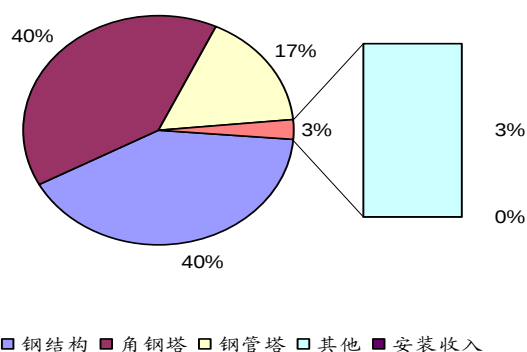
从 2010 年中期的数据来看，钢结构、角钢塔与钢管塔收入占比超过 95%，对毛利的贡献也超过 85%以上。

图 2：钢结构、角钢塔与钢管塔提供绝大部分收入构成



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 3：2010 年中报中，分产品毛利贡献统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司虽是民营企业出身，但公司从战略的高度制定了“大行业、大客户、大项目”的发展战略，将公司下游客户定位于电力、广电、石化等国家战略性行业内的龙头企业，将公司产品定位于国家、地方重点建设项目的配套设备。

近年来，公司凭借在钢结构制造领域的经验、优势和知名度，积极进入核电、风电等新能源行业和大炼油、LNG 等石化行业，随着下游行业的迅速发展，新能源和石化行业钢结构产品正逐步成为公司新的利润增长点。

表 5：产品销售收入分行业分布

项目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
电厂	32,394	44.37	56,001	37.88	80,020	60.83	54,880	49.81
电网	31,224	42.77	59,519	40.26	22,543	17.14	17,825	16.18
广电	1,375	1.88	10,553	7.14	16,629	12.64	9,397	8.53
石化	187	0.26	6,643	4.49	0	0.00	1,701	1.54
风电	5,323	7.29	5,378	3.64	959	0.73	2,077	1.88
民用钢结	335	0.46	4,154	2.81	5,058	3.85	3,309	3.00

构								
通信	414	0.57	1,685	1.14	3,515	2.67	7,730	7.02
其他	1,751	2.40	3,912	2.65	2,820	2.14	132,636	12.04
合计	73,002	100.00	147,844	100.00	131,544	100.00	110,182	100.00

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 6：公司钢结构产品主要应用领域及经典应用工程

应用行业	产品名称	经典应用工程及说明
电力行业	火电厂厂房钢结构	花店国际邹县发电厂四期 国内首批百万千瓦超超临界火电机组之一，国家“十一五”重点建设项目
		国电泰州电厂一期 国家“十一五”重点建设项目
		国电北仑电厂三期 国内在役最大火电厂
		华电国际灵武发电厂一期 华电在中国西部的重点工程，宁东重能源化工基地“十一五”规划的重点项目
		白音华金山坑口电厂 国家“十一五”初期建设规划项目
		国电谏壁电厂 江苏省“十一五”发展规划项目
		莆田燃气电厂 中海油集团及福建省重点项目，福建 LNG 总体工程项目的配套项目
		上都电厂空冷 国家重点技术装备研制项目 600MW 空冷机组国产依托工程，空冷系统示范性工程
		漳山电厂 漳山电厂是国家“十五”期间“西电东送”北通道一揽子计划工程
		山西漳山电厂空冷 世界首个百万千瓦空冷机组项目
	锅炉钢支架	华电国际灵武发电厂二期 国内第一台全钢结构空冷机组
		大坝电厂空冷 太原热电厂是山西省“十一五”规划重点项目
		太原热电厂空冷 太原热电厂是山西省“十一五”规划重点项目
		扬州二电厂锅炉架 扬州二电厂是江苏规模最大的火电发电厂之一
	IGCC 电站钢结构	开远电厂锅炉架 开远电厂是云南省“西电东送”首批火电建设项目之一
		我国首座自主设计、制造并建设的整体煤气化联合循环（IGCC）电站，“绿色煤电”计划第一阶段的依托项目，国家“十一五”863 计划重大项目
	核电常规岛钢结构	华能绿色煤电天津 IGCC 电站示范工程
		宁德核电站常规岛 1、2#机组 BOP 厂房与泵房钢结构
	风电塔筒	三门核电站常规岛 1、2#机组泵房钢结构
		辉腾锡勒 49.5MW 风电项目
石化行业	管廊支架、设备支架、火炬塔架	锡林浩特灰腾梁 49.5MW 风电项目
		青岛大炼油反-再装置设备框架
		神华宁煤工程烯烃项目 MTP 装置反应器框架
		宁波镇海炼化火炬工程灌顶
		伊朗国家石油公司 ARAK 项目
民用建筑	高层建筑 体育场馆	北京首都机场扩建（三期）T3A 航站楼钢管柱工程
		北京奥运会自行车馆
		国家游泳中心钢结构工程
		中国平安金融大厦钢结构工程

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 7：铁塔类产品应用行业及经典工程

应用行业	产品名称	经典工程
输电行业	角钢塔	1000KV 晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程输电线路铁塔
		± 800KV 云广直流线路工程（特高压线路）
		750KV 兰州-平凉乾县输电线路工程平乾 2 标段
		220KV 水黑/220KV 黑牵送电线路新建工程
		± 800KV 向家坝——上海长江大跨越
	钢管塔	± 800KV 锦屏——苏南长江大跨越
		± 500KV 龙政线芜湖大跨越
		500KV 滁马线马鞍山大跨越
		500KV 杨行——杨高吴淞口线大跨越及线路
		220KV 厦门嵩屿电厂跨越
广电行业	变电站	750KV 官亭变电站工程
		500KV 北京顺义变电站工程
		三峡-上海± 500KV 直流输电工程宜都换流站工程
		220KV 横沥变电站工程
		河南广播电视发射塔，388 米
	广播电视塔	山东临沂广播电视发射塔，326 米
		黑龙江广播电视塔（龙塔），336 米
		株洲广播电视塔，293 米
		石家庄广播电视塔，280 米
		洛阳电视塔，278 米
通信行业	中波塔	深圳电视发射塔，205 米
		江苏省人民广播电台
		陕西人民广播电台
		安徽人民广播电台
		山东省人民广播电台
	通信塔	广东移动佛山分公司 GSM 九期扩容工程
		联通新时空东莞分公司 CDMA 三期铁塔工程
		广西移动北海分公司海面覆盖项目铁塔工程
		新疆维吾尔自治区移动通信公司 GSM 网络优化铁塔工程

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，募集资金扩大产能，项目前景广阔

公司拟使用资金 7.93 亿元投入以下四个项目。

表 8：募投项目进一步扩大产能

项目名称	总投资（万元）	建设期
胶州湾产业基地能源钢结构项目	62937.89	24 个月
输变电角钢塔、单管杆扩产项目	24865.8	18 个月
钢管塔生产线技术改造项目	7603.8	6 个月
技术研发中心项目	3564.21	16 个月

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 9：募集资金项目的进展情况

项目名称	项目总投资	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年
胶州湾产业基地能源钢结构	62,937.89	11,138.69	43,863.56	5,951.73	1,983.91
输变电角钢塔、单管杆扩产项目	24,865.80	5,854.65	13,804.85	3,904.72	1,301.58
钢管塔生产线技术改造项目	7,603.80	5,359.90	1,795.12	448.78	
技术研发中心项目	3,564.21	2,673.16	891.05		
合计	98,971.70	25,026.40	60,354.58	10,305.23	3,285.49

资料来源：公司资料，长江证券研究部

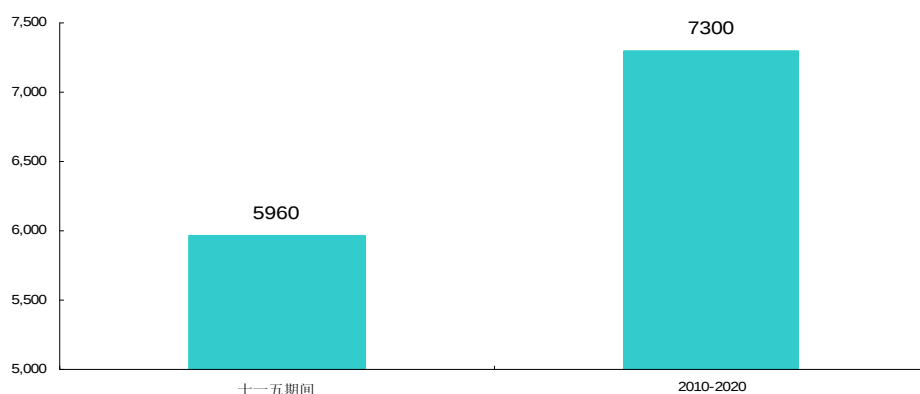
✓ **胶州湾产业基地能源钢结构项目，设计产能 15 万吨，电厂钢结构 7 万吨，石化钢结构 3 万吨，民用钢结构 2 万吨；**

与钢筋混凝土结构相比，钢结构具有在高、大、轻三个方面发展的独特优势，还满足节能环保基本国策，符合发展循环经济和可持续发展的要求，在建筑行业得到了广泛的应用。随着我国建筑行业的持续增长，钢结构市场也进入了蓬勃发展期。

1、电厂钢结构受益于我国电力投资规模的持续增长

2002 年以来，中国经济进入高速发展期，国家对电力行业一直加大投入并促进其发展。《2005-2030 年电力需求预测及发展战略研究》预测，到 2010 年我国发电装机容量预计达到或超过 92,000 万千瓦，2020 年达到 165,000 万千瓦。则“十一五”期间，发电设备装机容量每年平均新增 5960 万千瓦，2010-2020 年期间，年平均新增将达到 7300 万千瓦。

据此预计，我国电厂钢结构的年需求约在 140 万吨左右。

图 4：“十一五”期间与 2010-2020 年期间发电设备装机容量每年平均新增值


资料来源：公司资料，长江证券研究部

2、石化钢结构市场容量短期有保障，长期空间也巨大

我国是石化产品生产和消费大国。进入 21 世纪以来，石化产业快速增长，产业规模不断扩大，综合实力逐步提高，工业增加值年均增长 20% 左右，相继建成了 14 个千万吨级炼油、3 个百万吨级乙烯生产基地，云南、贵州、湖北三大磷肥产区，青海、新疆百万吨钾肥工程。

短期需求有保障：2009 年 5 月国务院发布的《石化产业调整和振兴规划细则》对 2009-2011 年的石化发展指明了方向。根据上述规划，我国将抓紧实施好“十一五”规划内在建的 6 套炼油、8 套乙烯装置重大项目，以形成 20 个千万吨级炼油基地、11 个百万吨级乙烯基地。随着我国大型炼油和乙烯装置重大项目建设的稳步推进实施，石化钢结构的需求将会显著增大。

长期需求空间大：长期内，我国大炼油和大乙烯基地将继续扩大产能规模，向园区化、集约化、规模化方向发展，持续对钢结构形成需求；石化行业的清洁能源及低碳减排项目也将有极为广阔的发展空间。

从我国石化行业的发展趋势判断，石化钢结构的市场需求将保持稳定且较快的增长态势。考虑到石化行业的总体经济规模远大于电力行业，石化钢结构市场空间巨大。

3、民用建筑钢结构随经济发展，前景广阔

我国城市经济的快速发展，加快了高层重型钢结构、大跨度空间钢结构、轻钢结构、钢混凝土组合结构、钢结构住宅等建筑钢结构的应用和发展。公司在建筑钢结构市场中将以高层重型钢结构、大跨度空间钢结构、钢结构住宅等细分市场为主。

高层钢结构建筑是一个国家经济实力和科技水平的反映，其发展前景十分广阔。估计全国每年有 200~300 万平方米高层钢结构建筑施工，用钢量约 45 万吨。

✓ **输变电角钢塔、单管杆扩产项目（角钢塔5万吨，单管杆3万吨）及钢管塔生产线技术改造项目（形成年产5.4万吨钢管塔制造能力，相对原年产量提高3万吨）**

1、电网建设的蓬勃发展为输电线路铁塔制造企业提供发展机遇

“十一五”期间，国网公司的电网投资将累计达到 12,150 亿元，到 2010 年国网公司 220kV 及以上交直流线路将达到 38.9 万公里。此外，国网公司计划在“十二五”、“十三五”期间，全面发展特高压电网，形成以华北、华中、华东为核心，联结各大区电网、大煤电基地、大水电基地和主要负荷中心的坚强网架。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 万公里；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 万公里。

根据《南方电网“十一五”电力工业发展规划》，“十一五”期间，南网公司规划建成投产 220kV 及以上输电线路 42,442 公里，其中 500kV 交流线路 15,651 公里；建成投产 500kV 直流线路 1,225 公里，500kV 直流输电规模 300 万千瓦；建成投产 800kV 直流线路 1,438 公里，800kV 直流输电规模 500 万千瓦。“十一五”期间电网工程建设投资 2,341 亿元，其中西电东送及跨省联网工程项目投资 299 亿元，各省（区）500kV 输配电工程项目投资 387 亿元，220kV 输配电工程项目投资 531 亿元，110kV 及以下电网工程项目投资 1,124 亿元（“十一五”开工规模及总投资规模未包括“十一五”开工结转“十二五”投产的项目）。

2、输电线路铁塔市场容量

● 500KV 及以下输电线路铁塔

表 10：国内 500kV 及以下输电线路铁塔市场需求预测

项目	2010E	2011E	2012E	2013E
新增 500kV 输电塔需求量	127.88	136.84	136.84	136.84
新增 220kV 输电塔需求量	76.18	81.14	81.14	81.14
新增 110kV 输电塔需求量	91.03	97.12	97.12	97.12
合计	295.09	315.10	315.10	315.10

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● 750KV 输电线路铁塔

我国 750kV 输电线路铁塔目前主要集中于西北电网建设。随着国家对西部电网建设的投入加大，750kV 电压等级输电线路将取代 330kV 成为我国西部输电线路的主体。根据国网公司 750kV 电网建设规划，“十一五”期间，西北电网将投产 750kV 输电线路 4,914 公里；至 2010 年底，西北电网线路将达到 5,055 公里。

● 特高压输电线路铁塔

在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，其中铁塔占总投资的 20%左右。

表 11：未来中国特高压电网建设输电塔需求预测

项目	2009-2010 年	201-2015 年	2016-2020 年
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

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● 国际输电线路铁塔市场前景

根据美国能源部 2006 年发布的《国际能源展望》预计，2015 年全世界的用电量将达到 216,990 亿千瓦时，到 2030 年将进一步增加到 301,160 亿千瓦时；2030 年全世界发电装机容量将增加到 63.49 亿千瓦。输电线路的建设必然成为重点发展的基础设施项目，国际输电铁塔市场必将呈现出旺盛的需求趋势。预计从 2008 年到 2018 年，国际输电塔市场年均需求将从目前的 1,500 万吨逐渐增加到 2,000 万吨左右。

第四，盈利预测与估值

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 1.29 元和 1.63 元，对应 39.49 元/股的发行价格，相应的 PE 水平为 30.61 倍和 24.23 倍，建议申购。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1478	1711	2345	2967	货币资金	229	171	243	417
营业成本	1146	1261	1765	2236	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	332	450	580	731	应收账款	379	445	610	772
% 营业收入	22.5%	26.3%	24.7%	24.6%	存货	603	665	931	1179
营业税金及附加	9	10	14	17	预付账款	57	63	88	111
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	113	132	181	228	流动资产合计	1273	1349	1878	2488
% 营业收入	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	34	39	54	68	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	14	5	0	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.3%	0.0%	0.0%	固定资产合计	200	238	280	324
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	5	5	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	2	2	2	2
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	163	264	332	419	其他非流动资产	4	4	4	4
% 营业收入	11.0%	15.4%	14.2%	14.1%	资产总计	1493	1598	2169	2823
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	235	31	0	0
利润总额	171	264	332	419	应付款项	304	334	468	593
% 营业收入	11.6%	15.4%	14.2%	14.1%	预收账款	488	565	774	979
所得税费用	28	40	50	63	应付职工薪酬	14	15	21	27
净利润	143	224	282	356	应交税费	28	37	48	61
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	7	10	13
的净利润	142.9	224.4	282.0	355.8	流动负债合计	1075	989	1321	1672
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.82	1.29	1.63	2.05	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	104	242	208	296	负债合计	1075	989	1321	1672
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	418	608	848	1151
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	418	608	848	1151
固定资产投资	-21	-57	-63	-70	负债及股东权益	1493	1598	2169	2823
其他	-21	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-42	-57	-63	-70		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.824	1.293	1.625	2.051
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.21	4.68	6.52	8.85
银行贷款增加（减少）	51	-204	-31	0	PE	47.95	30.53	24.30	19.26
筹资成本	12	-39	-42	-52	PEG	1.35	0.86	0.68	0.54
其他	-25	0	0	0	PB	12.29	8.44	6.05	4.46
筹资活动现金流净额	39	-243	-73	-52	EV/EBITDA	35.38	23.30	18.69	14.53
现金净流量	101	-58	72	174	ROE	34.2%	36.9%	33.2%	30.9%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。