

**增持 维持**
**风范股份 (601700)**
**2014 年 11 月 28 日**

## 非公开发行增资海外油气项目，未来市值具有较大提升空间

**2014 年 11 月 12 日收盘价：17.58 元（筹划重大事项，11 月 13 日起停牌）**
**6 个月目标价：20.73 元**

 电力设备及新能源行业高级分析师：牛品  
 SAC 执业证书编号：S0850511060001  
 np6307@htsec.com  
 021-23219390

 电力设备及新能源行业分析师：房青  
 SAC 执业证书编号：S0850512050003  
 fangq@htsec.com  
 021-23219692

**事件：**

公司公告，拟非公开发行股票不超过 20283.97 万股，募投资金主要用于阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体项目的建设。预计项目投产后，将为公司新增归属母公司净利润 9.62 亿元以上，是公司 2013 年度净利润 2.15 亿元的 4.47 倍。

我们预计该项目利润预测保守，未来盈利能力仍有继续提升的可能，公司市值具有较大提升空间。

**点评：**

### 1. 非公开募集 30 亿元增资梦兰星河，大股东认购 10%

本次非公开发行股票的数量不超过 20283.97 万股，发行价格不低于 14.79 元/股，拟募集资金总额不超过 30 亿元（含 30 亿元）。发行对象为包括公司控股股东范建刚先生在内的不超过 10 名特定投资者，其中，控股股东范建刚先生承诺拟以现金方式认购不低于本次非公开发行 A 股股票数量的 10%。

扣除发行费用后计划用于：（1）增资梦兰星河 26.5 亿元，用于阿穆尔-黑河边境油品储运与炼化综合体项目的建设，增资完成后，公司将成为梦兰星河的控股股东；（2）补充流动资金不超过 2.9 亿元。

**表 1 本次增资前后梦兰星河股权结构图**

	增资前		增资股数（万股）	增资金额（万元）	增资后	
	持股数量（万股）	持股比例			持股数量（万股）	持股比例
梦兰集团	21450.00	39.00%	-	-	21450.00	24.34%
星河实业	21450.00	39.00%	-	-	21450.00	24.34%
风范股份	9166.72	16.67%	33125.00	265000	42291.72	47.99%
梦星投资	2933.28	5.33%	-	-	2933.28	3.33%
<b>合计</b>	<b>55000.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>33125.00</b>	<b>265000</b>	<b>88125.00</b>	<b>100.00%</b>

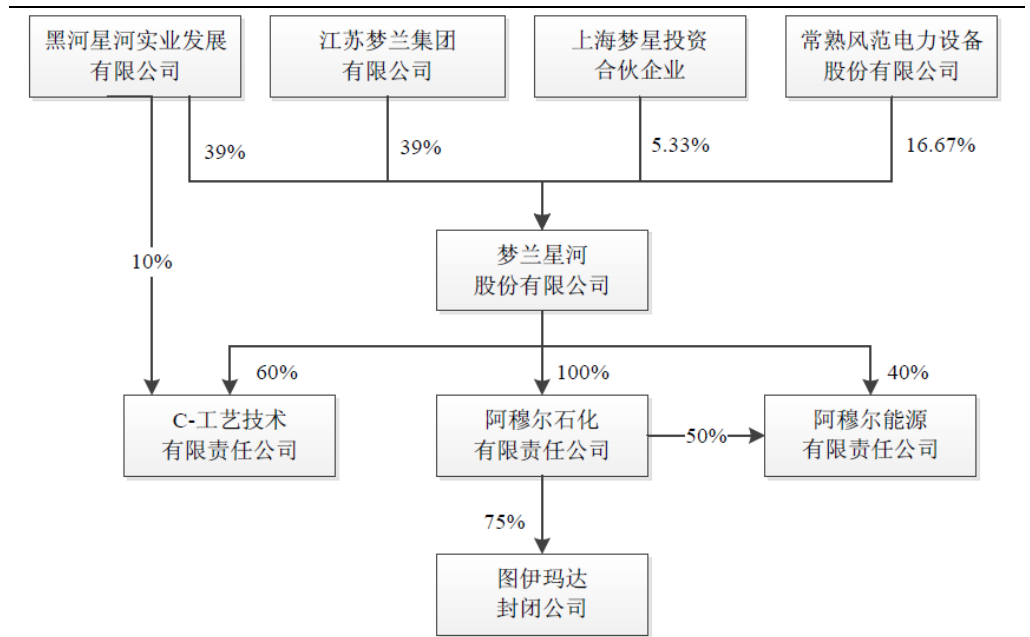
资料来源：风范股份非公开发行 A 股说明书，海通证券研究所

### 2. 梦兰星河将在俄罗斯投资 600 万吨石油炼化厂

综合体项目由梦兰星河及其所控制的境外公司阿穆尔能源拟共同建设和运营。综合体项目拟在俄罗斯阿穆尔州新建 1 座原油加工规模为 600 万吨的石油炼化厂，配套建设阿穆尔-黑河跨境输油管道 3 条和 1 座输油末站。

项目总投资 79.13 亿元，其中 600 万吨/年的石油炼化厂和俄罗斯境内输油管道由阿穆尔能源负责建设和运营，中国境内输油管道和输油末站由梦兰星河负责建设和运营。

图 1 梦兰星河股权结构图（增资前）



资料来源：风范股份非公开发行 A 股说明书，海通证券研究所

### 3. 项目建成后销售无忧

项目投产后，石油炼化厂所产产品包括液化气、石脑油、汽油、柴油、石油焦等。其中，100 万吨精制柴油在俄罗斯境内销售；500 万吨油品将通过输油管道、铁路和公路运往黑河，在中国境内销售。

目前，俄罗斯阿穆尔州每年对柴油的需求量超过 40 万吨，其周边地区，包括雅库特、犹太自治州、赤塔州的柴油年需求量也在 120-150 万吨。随着上述地区生产的发展，货物运输流的增加等因素，柴油在该地区 2015 年的需求量将达到 300 万吨左右。

销往中国境内的液化气、石脑油、汽油和石油焦等是东北地区各个石油加工企业所急需的油品，将就近销售给东北的石化企业。梦兰星河为确保本项目市场的落实，已与有关企业签订了购销意向。

### 4. 预计项目将年均净利润 21 亿元以上，有望达到 40 亿元

综合体项目建设周期为 3 年，计划 2014 年内完成阿穆尔石油炼化厂建设用地的清表场平工作，2015 年正式开工，2018 年投产试运营。预计项目建成投产后，生产经营期平均营业收入和净利润将分别达到 388.06 亿元和 21.03 亿元。其中，俄罗斯境内 9.90 亿元，中国境内 11.13 亿元。我们认为，公司对于项目预测较为保守，主要原因在于公司并没有把俄罗斯的关税优惠考虑在内。

近年来，俄罗斯政府通过降低石油产品出口关税来鼓励油品出口。其中，原油出口税率为 45%，而成品油出口税率仅为 27%。对比风范股份与中石油，假设二者都从俄罗斯进口 500 万吨油气，进口价格 50 美元/桶，其中中石油进口原油、国内加工成成品油，需向俄罗斯缴纳 45% 税收，对应 22.5 美元/桶；风范股份直接进口成品油，需向俄罗斯缴纳 27% 税收，对应 13.5 美元/桶。如果国内成品油售价相同的话，预计 500 万吨油气进口将为公司节约 20 亿元的进口关税。考虑到油气冶炼本身的利润，预计该项目总利润有望达到 40 亿元。

以年均净利润 21.03 亿元计算，公司新增 9.62 亿元的归属母公司的净利润，是公司 2013 年度净利润 2.15 亿元的 4.47 倍。若以本次发行股数上限测算，每股收益则由 2013 年的 0.49 元增加为 1.79 元，增幅为 266.02%，盈利能力将获得大幅提升。

以年均净利润 40 亿元计算，公司新增 18.30 亿元的归属母公司的净利润，是公司 2013 年度净利润 2.15 亿元的 8.51 倍。若以本次发行股数上限测算，每股收益则由 2013 年的 0.49 元增加为 3.12 元，增幅为 536.73%。

## 5. 铁塔行业龙头，特高压受益公司之一

公司是国内铁塔行业龙头之一，已成为具备年产输电线铁塔产品超过 20 万吨能力，每年在国网集中采购中市占率前三。铁塔分为角钢塔与钢管塔两种，其中钢管塔主要用于特高压线路，角钢塔用于其他线路。预计未来几年角钢塔未来需求稳定，钢管塔需求快速增长。

由于钢管塔占地面积小、抗风能力强，国家电网计划特高压项目全部采用钢管塔，一条线路需求钢管塔 20-30 万吨，假设 2015-2017 年年均建成 3 条线路，预计钢管塔年需求 60-90 万吨。目前国内钢管塔产能约 45 万吨左右，产品供不应求、盈利能力较高。公司钢管塔产能 8 万吨，是国内产能最大的钢管塔企业之一，钢管塔业务将随特高压投资增加而快速增长。

## 6. 盈利预测及投资建议。

预计公司 2014-2016 年净利润分别同比增长-5.61%、20.26%、19.92%，每股收益分别达到 0.45 元、0.54 元、0.65 元，目前对应 2014 年动态市盈率为 39.07 倍。我们认为，公司从一个铁塔制造类企业转型为油气开采、冶炼类企业，不能单从市盈率角度对公司做估值。我们对公司市值做如下估算：

公司铁塔业务预计稳定在 2 亿元以上，每年增长 10%-20%，给予 20 倍估值，对应 40 亿元市值。梦兰星河项目 2017 年底投产、2018 年有产出，假设公司油气项目获取的投资收益 9.62-18.30 亿元，给予 10 倍估值，对应 96-183 亿元市值。综合考虑以上，预计公司合理市值 136-223 亿元。目前公司总市值 80 亿元，我们认为公司市值未来提升空间较大。

从保守角度预测公司合理市值为 136 亿元，对应股价为 20.73 元（按增发后股本计算），维持“增持”的投资评级。

表 2 A 股参与海外油气收购企业盈利预测

	全面摊薄 EPS (元)			PE (2014-11-27)		
	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
通源石油	0.09	0.15	0.36	134.35	75.66	32.33
准油股份	0.04	0.13	0.68	421.80	137.77	26.15
正和股份	0.04	0.23	0.57	291.42	48.25	19.24
广汇能源	0.14	0.36	0.53	56.19	22.27	15.31
美都控股	0.06	0.29	0.48	99.48	20.17	12.10
合计				200.65	60.82	21.03

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 7. 主要不确定因素。铁塔行业毛利率下降的风险，海外油气项目建设速度不达预期的风险。

**表 3 风范股份盈利预测假设条件 (万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营收入</b>						
角钢塔	104144.48	122366.87	82812.95	141470.60	155617.66	171179.43
钢管塔及支架结构	20149.24	38923.62	49106.41	34002.05	51003.07	76504.61
钢坯贸易	-	-	47048.07	42261.22	44374.28	46593.00
其他	9.23	3915.33	4060.69	4263.72	4476.91	4700.76
<b>合计</b>	<b>124302.95</b>	<b>165205.82</b>	<b>183028.12</b>	<b>221997.60</b>	<b>255471.93</b>	<b>298977.79</b>
<b>YOY</b>						
角钢塔	-4.59%	17.50%	-32.32%	70.83%	10.00%	10.00%
钢管塔及支架结构	12.11%	93.18%	26.16%	-30.76%	50.00%	50.00%
钢坯贸易	-	-	0.00%	-10.17%	5.00%	5.00%
其他	4.41%	42319.61%	3.71%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>合计</b>	<b>-2.22%</b>	<b>32.91%</b>	<b>10.79%</b>	<b>21.29%</b>	<b>15.08%</b>	<b>17.03%</b>
<b>毛利率</b>						
角钢塔	16.04%	19.03%	23.38%	24.50%	24.50%	24.50%
钢管塔及支架结构	10.27%	21.98%	22.13%	17.50%	18.00%	18.00%
钢坯贸易	-	-	2.15%	2.50%	2.50%	2.50%
其他	-	48.18%	48.85%	48.00%	48.00%	48.00%
<b>合计</b>	<b>15.11%</b>	<b>20.42%</b>	<b>18.15%</b>	<b>19.69%</b>	<b>19.79%</b>	<b>19.78%</b>
<b>主营成本</b>						
角钢塔	87435.25	99075.78	63448.99	106810.31	117491.34	129240.47
钢管塔及支架结构	18079.38	30367.79	38240.20	28051.69	41822.52	62733.78
钢坯贸易	-	-	46035.03	41204.69	43264.93	45428.17
其他	-	-	46035.03	41204.69	43264.93	45428.17
<b>合计</b>	<b>105514.63</b>	<b>131472.58</b>	<b>149801.31</b>	<b>178283.82</b>	<b>204906.78</b>	<b>239846.81</b>

资料来源: 公司 2011-2013 年年报, 2014 年三季报, 海通证券研究所

**表 4 风范股份损益表预测 (万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	128052.65	165205.82	183028.12	221997.59	255471.92	298977.78
增长率 (%)	-0.79	29.01	10.79	21.29	15.08	17.03
营业成本	106560.47	131472.58	149801.31	178283.82	204906.77	239846.81
毛利率 (%)	16.78	20.42	18.15	19.69	19.79	19.78
营业税金及附加	293.58	620.43	523.95	665.99	766.42	896.93
销售费用	4365.85	8569.82	8337.57	9545.90	10602.08	11959.11
销售费用率 (%)	3.41	5.19	4.56	4.30	4.15	4.00
管理费用	6533.73	7480.86	8076.77	11099.88	11496.24	11959.11
管理费用率 (%)	5.10	4.53	4.41	5.00	4.50	4.00
财务费用	-2245.77	-2721.18	-2623.08	-2880.23	-2721.43	-2218.38
资产减值损失	-658.89	2043.15	-841.02	2219.98	2554.72	2989.78
期间费用	8653.81	13329.50	13791.25	17765.54	19376.89	21699.84
期间费用率 (%)	6.76	8.07	7.54	8.00	7.58	7.26
投资净收益	186.33	0.00	541.38	600.00	600.00	600.00
营业利润	13390.01	17740.15	20294.01	23662.26	28467.13	34144.43
EBIT	11591.21	15134.01	22692.15	21004.03	26001.17	32225.02
增长率 (%)	0.00	30.56	49.94	-7.44	23.79	23.94
营业外收入净额	446.97	115.04	5021.23	222.00	255.47	298.98
利润总额	13836.98	17855.19	25315.24	23884.26	28722.60	34443.40
增长率 (%)		29.04	41.78	-5.65	20.26	19.92
所得税	2942.90	2833.39	3807.81	3582.64	4308.39	5166.51
有效所得税率 (%)	21.27	15.87	15.04	15.00	15.00	15.00
净利润	10894.08	15021.80	21507.42	20301.62	24414.21	29276.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者净利润</b>	<b>10894.08</b>	<b>15021.80</b>	<b>21507.42</b>	<b>20301.62</b>	<b>24414.21</b>	<b>29276.89</b>
<b>增长率 (%)</b>		<b>37.89</b>	<b>43.17</b>	<b>-5.61</b>	<b>20.26</b>	<b>19.92</b>
<b>稀释 EPS (元)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>	<b>0.45</b>	<b>0.54</b>	<b>0.65</b>

注: 每股收益按最新总股本 45335 万股

资料来源: 公司 2011-2013 年年报, 2014 年三季报, 海通证券研究所

**相关报告:**

风范股份(601700) 2014 半年报点评-利润负增长源于营业外收入大幅减少-增持, 维持

风范股份(601700) 2014 年一季报点评: 绿色建筑投产收入同比大增, 资产减值损失计提加大导致利润稳定增长-增持, 维持

风范股份(601700) 2013 年报点评: 铁塔主业稳定增长, 参股能源项目带来新空间-增持, 维持

风范股份(601700) 2013 年三季报点评: 土地补偿款带动净利润高增长-增持, 维持

风范股份(601700) 2013 年半年报点评: 土地补偿款入账致使净利润增速较快-增持, 维持

风范股份(601700) 2013 年一季报点评: 国网结算方式改变影响一季度利润增速-增持, 维持

风范股份(601700) 2012 年年报点评: 价升量涨 公司利润回升明显-增持, 首次

## 信息披露

### 分析师声明

牛 品：电力设备和新能源行业高级分析师  
房 青：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：置信电气、国电南瑞、国电南自、四方股份、积成电子、荣信股份、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、特变电工、合康变频、信质电机、新天科技、万马股份、泰豪科技、天壕节能、易世达、金卡股份、海陆重工、新时达、广电电气。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其它服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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它人，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。