

## 中化岩土 (002542) 设备、技术优势明显， 看好公司强夯业务中长期发展前景

中化岩土  
002542

### 事件

近日我们实地调研了中化岩土，主要针对公司技术、设备的优势；公司所在行业的发展趋势、公司的经营情况以及未来发展的战略等问题与公司高管进行了沟通交流。

### 评述

#### 高能级强夯领军企业，技术、设备优势明显

公司是我国强夯地基处理行业技术革新的引领者、行业标准的制定者和高能级强夯市场的开拓者，在行业中处于领先地位。目前，公司在石油、石化行业10,000kN.m以上高能级强夯市场占有大约60%的份额，其中公司占有15,000kN.m以上能级强夯市场100%的份额。2010年地基处理类型中，强夯法工程造价共50亿元以上，公司2010年强夯业务收入1.5亿元，公司占整个强夯市场份额的3%左右，未来随着公司产能逐年释放及新业务领域的开拓，公司市场占有率有望得到进一步提升。

公司原有设备15台左右，基本上是由杭重生产或由50t及以下履带式起重机改装而成，其中高能级设备有5台，均为公司自主研发的CGE系列专用强夯机，中低能级设备有10台。按照募投计划公司将再做25台设备，去年完成15台设备（中、高能级设备各5台）。加上之前公司有的15台的设备，目前公司共有设备30台，按照一台设备一个月一万平米计算，公司目前现有产能300万平方米。公司原有设备大多是传统的脱钩设备，需要人工挂钩，效率要比较低。目前公司研发的免挂钩设备已经开始使用，工作效率是挂钩设备的3~4倍，免脱钩设备将进一步提高公司的生产效率。另外，公司今年仍将有10台设备投产，其中高、中能级设备各有5台，公司今年产能仍将有一定幅度的提高。

#### 2011年桩基业务增长较快，但强夯业务今后仍将是公司主要利润点

公司去年桩基业务实现收入1.45亿元，同比增长120%以上，桩基业务收入五年来首次超过强夯业务收入（往年桩基业务收入仅为强夯业务收入的3~4成）。2011年公司强夯业务收入下滑，主要是受全球经济增长放缓、国内经济发展增速减小及国际原油市场波动等因素的影响，国内炼油、石化行业及相关建设项目调整了建设进度，使公司对主要客户的业务受到一定的影响。对此公司及时调整经营思路，分析研究相关行业市场变化，采取了对重点客户深层次营销、开拓新的客户市场、稳定核心业务、开发地基工程新业务的措施，减小了对主营业务的影响，增加桩基业务的收入规模，保证了公司总体营业收入和利润的稳定。由于桩基市场竞争比强夯市场更加充分，致使桩基行业毛利率一直维持在较

首次

中性

分析师：陈柏儒

投资咨询执业证书编号：

S0630511020004

联系信息：010-59707101

[cbr@longone.com.cn](mailto:cbr@longone.com.cn)

分析师：高震

投资咨询执业证书编号：

S0630511090001

联系信息：010-59707103

[gaozhen@longone.com.cn](mailto:gaozhen@longone.com.cn)

### 日期

发布：2012年05月28日

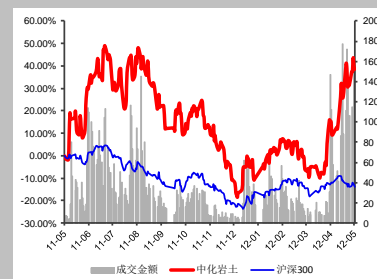
分析：2012年05月20日

调研：2012年05月18日

### 价格

当前市价：13.19元

### 股价表现



### 公司估值

	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.25	0.36	0.44	0.51
PE	52.76	36.64	29.98	25.86

低的水平，公司该业务毛利率水平历年来在6%~7%。公司为了提高该业务的毛利率水平，在客户选择上做足了文章，主要与老客户以及强夯业主进行合作，桩基业务的开拓在较大程度上弥补了强夯业务去年经营不理想的情况，同时公司2011年也将桩基业务的毛利率提高到了12%左右，使经营业绩得以保障。

通过此次调研我们了解到，虽然2011年公司桩基业务与强夯业务已达到平起平坐的地位，但是未来公司仍会将工作重点放在强夯业务上。从盈利能力角度考虑：公司在高能级强夯领域在国内基本上没有竞争对手，具有较高的议价权，公司强夯业务历年来毛利率均在50%左右，净利率维持在20%左右水平，是公司盈利能力最强的业务板块；从行业未来发展角度考虑：就目前我国对石油的依赖情况来看，未来大型石油石化基地的建设将为公司提供较大的发展空间，另外，公司也在开拓石油、石化外的业务领域，如电力、港口、机场等领域，上述领域业务的开拓将减少公司对大客户的依赖，避免业绩有过大波动。总之，我们认为公司将继续保持在高能级强夯业务上的优势，未来强夯业务仍将是公司盈利的主要来源。

### **强夯业务尚有较大发展空间，未来工艺创新+设备创新将推动公司进一步扩张产业链**

《国民经济和社会发展第十二个五年（2011-2015年）规划纲要》提出，“十二五”是全面建设小康社会的关键时期，国内外经济形势将继续发生深刻变化。我国经济将继续保持平稳较快发展，工业化和城镇化不断深入，石化化工产品内需市场潜力巨大。

2012年2月国务院正式批复《西部大开发十二五规划》，明确提出将加强西部地区基础设施建设、新型工业化、中小城市和小城镇协调发展等工业与民用建设的重点任务及重大工程。一些城市新区将采用向山区要土地的模式开发建设用地，为地基处理和“强夯造地”提供很大市场机遇。

2012年2月发布的《石化和化学工业“十二五”发展规划》提出，坚持基地化、一体化、园区化、集约化发展模式，立足现有企业，严格控制项目新布点。炼油布局要贴近市场、靠近资源、方便运输，缓解区域油品产销不平衡的矛盾，鼓励原油、成品油管道建设，改善“北油南运”状况；长三角、珠三角、环渤海地区三大石化产业区集聚度进一步提高，形成3~4个2,000万吨级炼油及3个200万吨级乙烯生产基地；配合国家油气战略通道建设，完善东北、西北、西南石化产业布局。因此，石化工业及相关储备设施工程项目的新建、扩建为工程建设企业提供广阔的工程承包市场空间。

公司产业链相对完善，由设备研发到项目设计，再到最后的项目施工，强夯业务上下游行业均有涉及。目前与公司经营模式相类似的企业基本上没有，单一做设备的企业没有施工资质；单一做施工的企业虽然数量上较多，但是做不了设计和勘察，公司在设计和勘察上的优势是一般企业无法比拟的。未来公司在做大做强强夯业务的同时，也会涉足与强夯相关的工艺，如碎石桩、降水等复合工艺。总结公司过去成功的发展经验，公司未来主要的发展方向是：1、工艺创新、设备创新，主要通过工艺创新带动设备创新，进一步提高公司设备的工作效率；2、继续向上游产业链延伸，在勘察和施工的基础上做工艺设计，未来公司若能在工艺设计上有突破，对公司综合毛利率以及承揽项目的能力均会有较大提升。

### **估值与盈利预测**

预计公司2012、13、14年能够实现基本每股收益0.36元、0.44元、0.51元/股，对应5月25日收盘价13.19元计算，2012、13、14年动态PE为36.64X、29.98X、25.86X，我们首次给予公司“中性”评级。

<b>强夯业务</b>	<b>2010年</b>	<b>2011年</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
产量(万平方米)	207	157	310	390	470
增长率	7.00%	-23.89%	97.23%	25.81%	20.51%
单价(平方米/元)	73.18	72.82	72.00	74.00	75.00
增长率	0.98%	-0.48%	-1.13%	2.78%	1.35%
营业收入(万元)	15,112.33	11,446.18	22,320.00	28,860.00	35,250.00
增长率	8.05%	-24.26%	95.00%	29.30%	22.14%
单位成本(平方米/元)	38.39	37.84	38.54	38.26	38.22
增长率	-5.53%	-1.42%	1.85%	-0.74%	-0.11%
营业成本(万元)	7,927.71	5,948.15	11,948.52	14,920.70	17,961.10
增长率	1.08%	-24.97%	100.88%	24.87%	20.38%
毛利率	47.54%	48.03%	46.47%	48.30%	49.05%
<b>桩基业务</b>	<b>2010年</b>	<b>2011年</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
营业收入(万元)	6,555.06	14,459.10	8,290.29	12,020.91	16,829.28
增长率	47.49%	120.58%	-42.66%	45.00%	40.00%
营业成本(万元)	6,146.50	12,606.60	7,212.55	10,698.61	15,146.35
增长率	44.72%	105.10%	-42.79%	48.33%	41.57%
毛利率	6.23%	12.81%	13%	11%	10%
<b>勘察业务</b>	<b>2010年</b>	<b>2011年</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
营业收入(万元)	848.21	503.82	1,275.43	1,594.29	1,881.26
增长率	32.75%	-40.60%	153.15%	25.00%	18.00%
营业成本(万元)	767.09	431.99	1,084.11	1,355.14	1,599.07
增长率	26.76%	-43.68%	150.96%	25.00%	18.00%
毛利率	9.56%	14.26%	15%	15%	15%

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	726.28	828.86	924.28	1055.05	<b>营业收入</b>	264.09	318.86	424.75	539.61
现金	543.40	680.09	647.27	780.56	营业成本	189.87	202.45	269.74	347.07
应收账款	98.95	126.99	187.60	206.26	营业税金及附加	7.52	9.20	12.20	15.50
其它应收款	4.09	8.81	7.07	12.71	营业费用	1.66	1.85	2.51	3.21
预付账款	31.13	0.00	25.67	17.18	管理费用	25.64	28.15	37.95	49.42
存货	35.67	12.29	51.84	36.13	财务费用	-12.63	-12.99	-7.20	-2.86
其他	13.04	0.68	4.84	2.20	资产减值损失	4.29	4.38	5.34	7.66
<b>非流动资产</b>	87.48	85.90	94.24	102.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2.57	2.57	2.57	2.57	投资净收益	0.83	0.00	0.00	0.00
固定资产	63.99	78.56	85.57	92.80	<b>营业利润</b>	48.56	85.81	104.21	119.62
无形资产	3.02	3.64	4.83	6.04	营业外收入	9.98	0.00	0.00	0.00
其他	17.91	1.13	1.27	1.35	营业外支出	0.04	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	813.76	914.75	1018.52	1157.80	<b>利润总额</b>	58.51	85.81	104.21	119.62
<b>流动负债</b>	75.52	103.56	118.75	156.36	所得税	8.22	12.87	15.63	17.94
短期借款	0.00	2.00	1.67	1.22	<b>净利润</b>	50.29	72.94	88.58	101.67
应付账款	50.22	68.45	80.76	107.77	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.30	33.12	36.32	47.37	<b>归属母公司净利润</b>	50.29	72.94	88.58	101.67
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	62.49	94.89	116.00	134.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.25	0.36	0.44	0.51
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>负债合计</b>	100.20	103.56	118.75	156.36	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
归属母公司股东权益	738.25	811.19	899.77	1001.44	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	813.76	914.75	1018.52	1157.80	营业收入	17.29%	20.74%	33.21%	27.04%
					营业利润	-0.71%	76.71%	21.44%	14.79%
					归属于母公司净利润	14.84%	45.04%	21.44%	14.79%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	28.11%	36.51%	36.49%	35.68%
					净利率	19.04%	22.88%	20.85%	18.84%
					ROE	6.81%	8.99%	9.84%	10.15%
					ROIC	6.50%	8.66%	9.52%	9.85%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	812.14%	883.27%	857.69%	740.47%
					净负债比率	0.00%	1.93%	1.40%	0.78%
					流动比率	9.62	8.00	7.78	6.75
					速动比率	9.15	7.88	7.35	6.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.53	0.37	0.44	0.50

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-5.01	132.75	-16.49	157.72
净利润	50.29	72.94	88.58	101.67
折旧摊销	6.71	12.07	14.99	18.39
财务费用	-12.63	-12.99	-7.20	-2.86
投资损失	-0.83	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-47.90	60.16	-112.73	40.59
其它	-0.64	0.57	-0.14	-0.08
<b>投资活动现金流</b>	-47.96	-11.06	-23.19	-26.84
资本支出	41.26	-1.01	8.20	8.44
长期投资	-0.83	0.00	0.00	0.00
其他	-7.54	-12.07	-14.99	-18.39

筹资活动现金流	576.36	14.99	6.86	2.41
短期借款	-3.00	2.00	-0.33	-0.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	579.36	12.99	7.20	2.86
<b>现金净增加额</b>	<b>523.39</b>	<b>136.69</b>	<b>-32.82</b>	<b>133.30</b>

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	264.09	318.86	424.75	539.61
同比(%)	17.29%	20.74%	33.21%	27.04%
归属母公司净利润	50.29	72.94	88.58	101.67
同比(%)	14.84%	45.04%	21.44%	14.79%
毛利率(%)	28.11%	36.51%	36.49%	35.68%
ROE(%)	6.81%	8.99%	9.84%	10.15%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.44	0.51
P/E	42.73	35.91	29.57	25.76
P/B	2.91	3.23	2.91	2.62
EV/EBITDA	25.69	20.46	17.01	13.68

应收账款周转率	2.70	2.82	2.70	2.74
应付账款周转率	4.05	3.41	3.62	3.68

**每股指标 (元)**

每股收益(最新摊薄)	0.25	0.36	0.44	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.66	-0.08	0.79
每股净资产(最新摊薄)	7.37	4.05	4.49	5.00

**估值比率**

P/E	42.73	35.91	29.57	25.76
P/B	2.91	3.23	2.91	2.62
EV/EBITDA	25.69	20.46	17.01	13.68

永续增长率	3.00%	WACC	8.69%
终值	2101.56	Ke	8.70%
企业价值	2332.94	Kd	6.56%
非核心资产价值	682.65	t	14.07%
债务价值	2.00	Rf	3.50%
股权价值	3013.60	Rm	10.00%
股本	200.40	Rm-Rf	6.50%
每股价值	15.04	Beta	0.80



**作者简介**

**陈柏儒:** 水泥建材行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万一级行业建材行业所属上市公司

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立

**免责声明**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897