

中国平安  
PINGAN

平安证券公司

专业25年  
专业 让生活更简单

## 公司调研简报

2013年9月17日

证券研究报告

平安建筑

**推荐 (首次)**

证券分析师

周雅婷

投资咨询资格编号  
S1060513070001  
0755-22622736  
ZHOUYATING113@pingan.com.cn

研究助理

杜市伟

一般证券从业资格编号  
S1060112040036  
021-38639691  
DUSHIWEI395@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 中化岩土 (002542)

### 纵向延伸破瓶颈, 下游开拓保增长

平安观点:

- **国内强夯地基处理引领者:** 中化岩土主要从事强夯地基处理、岩土工程勘察设计、桩基、施工专用机械设备研发等业务, 承接并完成包括国家石油储备项目在内的数百项重点工程。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, 垄断了 15,000KN.m 以上能级的强夯市场。公司下游主要有石油石化、港口码头、化工、机场、电力等, 其中石油石化行业贡献公司 12 年营收 63%。分产品看, 2012 年公司强夯、桩基、勘察业务收入占比分别为 60.9%、38.6%、0.5%。
- **强夯领域工艺技术与装备是其核心优势, 但市场空间有限:** 高能级强夯工艺及装备是公司核心优势所在, 一方面因为公司地基技术处理能力强, 另外公司自主研发的设备稳定性以及效率处于业内领先水平。2012 年全国地基处理工程规模约 900 亿元, 其中桩基、强夯、预压、复合地基四种方式分别占 77%、7%、3%、12%, 即强夯法市场规模约为 63 亿元。高能级强夯空间相对有限的一个重要原因是行业具备强夯技术的企业以及设备数量较少。我们预计未来五年地基处理行业复合增速为 17%-20%。
- **业务链延伸打破成长瓶颈:** 2007-2012 年间, 公司强夯业务贡献收入比重从 80.4% 下降到 43.3%, 而桩基业务从 18.6% 提高至 54.8%, 由于桩基市场容量约为强夯的 11 倍, 因此公司业务链从强夯向桩基业务的进一步延伸打破了公司的成长瓶颈。另外公司强夯工程内容近年来也发生了很大变化, 碎石土施工材料、土石方施工等业务不断增加。由于各专项工程毛利率差异较大, 加之项目制结算特点, 公司年度毛利率也出现较大波动。
- **新领域开拓、产能释放、业务多元化驱动公司快速成长:** 2007-2012 年间, 公司营收和归属母公司股东净利润年均复合增长率分别为 30.9% 和 56.4%, 保持了快速增长态势。未来公司成长的主要驱动力来自: 1) 新应用领域的不断深入, 例如码头、机场、能源、新能源领域及削山填谷、填海工程等; 2) 产能释放, 上半年公司强夯专用设备购置项目已经完成, 14 年一季度强夯机施工机械购置项目也将完成, 届时公司强夯产能得到进一步释放, 高毛利业务发展有望加快; 3) 以强夯业务为核心, 积极拓展业务多元化, 比如桩基、土石方、勘察等其他地基处理工程, 未来有望将成为集工程勘察、设计、施工为一体的承包商。
- **预计未来三年净利润复合增速 28%, 首次覆盖给予“推荐”评级:** 我们预计公司 2013-2015 年实现归属母公司股东净利润分别为 8069 万元、1.10 亿元、1.32 亿元, 复合增速为 28%, 对应 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元、0.66 元, 目前股价对应 13、14 年 PE 分别为 29.7 倍和 21.7 倍, 公司作为 A 股地基处理行业唯一上市企业, 具有稀缺性, 且成长性较好, 我们首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。
- **风险提示: 工程进度慢于预期、应收款回款风险**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |               |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |               |              |              |              |
| 会计年度           | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 会计年度            | 2012A         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
| <b>流动资产</b>    | 700   | 565   | 701   | 881   | <b>营业收入</b>     | 451           | 581          | 744          | 926          |
| 现金             | 349   | 145   | 186   | 271   | 营业成本            | 332           | 425          | 533          | 678          |
| 应收账款           | 249   | 310   | 376   | 435   | 营业税金及附加         | 14            | 17           | 22           | 27           |
| 其他应收款          | 24    | 16    | 20    | 25    | 营业费用            | 2             | 3            | 4            | 4            |
| 预付账款           | 9     | 13    | 16    | 20    | 管理费用            | 32            | 41           | 51           | 62           |
| 存货             | 62    | 76    | 97    | 123   | 财务费用            | -14           | -8           | -5           | -7           |
| 其他流动资产         | 7     | 6     | 5     | 5     | 资产减值损失          | 11            | 11           | 13           | 10           |
| <b>非流动资产</b>   | 231   | 483   | 486   | 445   | 公允价值变动收益        | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 2     | 2     | 2     | 2     | 投资净收益           | 1             | 1            | 1            | 1            |
| 固定资产           | 156   | 443   | 450   | 409   | <b>营业利润</b>     | 74            | 93           | 127          | 153          |
| 无形资产           | 11    | 14    | 19    | 23    | 营业外收入           | 0             | 1            | 1            | 1            |
| 其他非流动资产        | 62    | 24    | 15    | 11    | 营业外支出           | 0             | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 931   | 1048  | 1187  | 1326  | <b>利润总额</b>     | 74            | 94           | 128          | 154          |
| <b>流动负债</b>    | 139   | 189   | 234   | 263   | 所得税             | 10            | 13           | 18           | 21           |
| 短期借款           | 0     | 13    | 15    | 0     | <b>净利润</b>      | 64            | 81           | 110          | 132          |
| 应付账款           | 95    | 119   | 149   | 190   | 少数股东损益          | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债         | 45    | 57    | 70    | 73    | <b>归属母公司净利润</b> | 64            | 81           | 110          | 132          |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 74            | 118          | 175          | 202          |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.32          | 0.40         | 0.55         | 0.66         |
| 其他非流动负债        | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |               |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 139   | 189   | 234   | 263   | <b>主要财务比率</b>   |               |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>会计年度</b>     | <b>2012 A</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> |
| 股本             | 200   | 200   | 200   | 200   | <b>成长能力</b>     |               |              |              |              |
| 资本公积           | 460   | 460   | 460   | 460   | 营业收入(%)         | 70.8          | 28.7         | 28.1         | 24.5         |
| 留存收益           | 131   | 198   | 292   | 402   | 营业利润(%)         | 52.4          | 25.3         | 36.9         | 20.3         |
| 归属母公司股东权益      | 792   | 859   | 953   | 1063  | 归属于母公司净利润(%)    | 26.9          | 26.4         | 36.5         | 20.2         |
| <b>负债和股东权益</b> | 931   | 1048  | 1187  | 1326  | <b>获利能力</b>     |               |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 26.4          | 26.8         | 28.4         | 26.8         |
|                |       |       |       |       | 净利率(%)          | 14.2          | 13.9         | 14.8         | 14.3         |
|                |       |       |       |       | ROE(%)          | 8.1           | 9.4          | 11.6         | 12.5         |
|                |       |       |       |       | ROIC(%)         | 12.6          | 10.1         | 13.6         | 16.0         |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |               |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 15.0          | 18.1         | 19.7         | 19.8         |
|                |       |       |       |       | 净负债比率(%)        | 0.00          | 6.92         | 6.52         | 0.00         |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 5.02          | 2.98         | 2.99         | 3.35         |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 4.58          | 2.58         | 2.58         | 2.88         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |               |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.52          | 0.59         | 0.67         | 0.74         |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 2             | 2            | 2            | 2            |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.58          | 3.98         | 3.98         | 4.00         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |               |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.32          | 0.40         | 0.55         | 0.66         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.24         | 0.44         | 0.51         | 0.64         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.95          | 4.29         | 4.76         | 5.30         |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |               |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 37.27         | 29.68        | 21.74        | 18.09        |
|                |       |       |       |       | P/B             | 3.00          | 2.79         | 2.51         | 2.25         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 27            | 17           | 12           | 10           |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| <b>经营活动现金流</b> | -49   | 88    | 103   | 129   |
| 净利润            | 64    | 81    | 110   | 132   |
| 折旧摊销           | 14    | 33    | 53    | 57    |
| 财务费用           | -14   | -8    | -5    | -7    |
| 投资损失           | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -135  | -42   | -60   | -46   |
| 其他经营现金流        | 23    | 25    | 5     | -5    |
| <b>投资活动现金流</b> | -136  | -299  | -53   | -13   |
| 资本支出           | 137   | 300   | 50    | 10    |
| 长期投资           | 1     | -0    | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 2     | 1     | -3    | -3    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -10   | 7     | -9    | -30   |
| 短期借款           | 0     | 13    | 2     | -15   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 100   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -100  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -10   | -6    | -11   | -15   |
| <b>现金净增加额</b>  | -195  | -204  | 41    | 85    |

## 平安证券综合研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

地址:深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编: 518048

电话: 4008866338

传真: (0755) 8244 9257