

受益于基建需求提升的管桩龙头

三和管桩（003037.SZ）

谨慎推荐（首次评级）

核心观点：

- **三和管桩：管桩行业龙头。**三和管桩是一家从事多种型号预应力高强度混凝土管桩生产及销售的企业。其产品广泛应用于工业和民用建筑、公路与铁路、桥梁、港口码头等各类基建工程。公司在广东、江苏、浙江、福建、湖南、湖北、辽宁、山东、山西、安徽等省份共有 15 个生产基地，并配套相应的运输子公司负责配送管桩产品，现已成为国内领先的混凝土管桩生产企业之一。
- **混凝土管桩行业：稳增长基调下管桩市场需求有望提升。**在稳增长基调下，基建投资大力推进，加上专项债的快速发放，基建项目有望快速落地执行。2022 年全国各省份在基础设施建设方面均有较大布局规划，预计预制混凝土管桩在基建市场的需求将大幅提升。此外，稳增长背景下，今年地产端政策持续发力，地产开工情况有望好于去年，进一步增加了预制混凝土管桩的市场需求。
- **公司竞争优势明显。**公司在混凝土管桩行业排名第二，仅次于行业龙头公司建华建材，其“三和”品牌在业内有较高的知名度和良好口碑。依靠多年的技术积累，公司已逐步树立在细分领域主要产品的标准制订的重要地位。截至 2021 年 6 月，公司共拥有专利 111 项，其中发明专利 25 项，实用新型专利 85 项，外观设计专利 1 项。
- **投资建议：**在基建投资以及地产投资需求向好的情况下，预计公司 2021-2023 年营收为 81.50 亿/91.74 亿/101.25 亿，同比增长 13.96%/12.56%/10.37%。归母净利为 0.83 亿/1.13 亿/1.52 亿，同比 -74.92%/35.95%/34.60%。对应 EPS 分别为 0.16 元/0.22 元/0.30 元。基于其下游需求景气度较高，且公司符合绿色低碳发展新趋势，我们认为该公司值得关注，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。
- **盈利预测**

时间	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	71.52	81.50	91.74	101.25
同比(%)	17.44	13.96	12.56	10.37
归母净利(亿元)	3.31	0.83	1.13	1.52
同比(%)	114.58	(74.92)	35.95	34.60
EPS(元)	0.76	0.16	0.22	0.30
PE	16.97	78.33	57.62	42.81

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

- **风险提示：**下游需求不及预期的风险；原材料成本上涨超预期的风险；行业产能扩张超预期的风险。

分析师

王婷

☎：(8610) 80927672

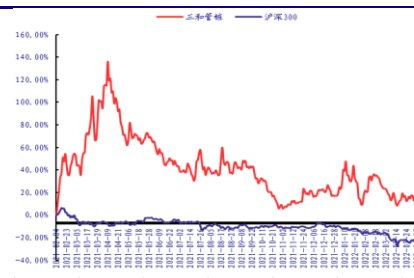
✉：wangting@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060002

特此鸣谢：贾亚萌

实习生：高玉鹏

市场表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目 录

一、三和管桩：混凝土管桩龙头企业	1
（一）三和管桩基本情况	1
（二）三和管桩股权结构	1
二、预制混凝土管桩：稳增长基调下管桩市场需求有望提升	2
（一）行业当前现状	2
（二）行业所处宏观环境分析	4
三、三和管桩竞争情况分析	8
（一）三和管桩竞争优势	8
（二）三和管桩竞争对手	10
四、三和管桩经营情况分析	11
（一）主营业务产销情况	11
（二）主营业务利润成本情况	12
五、投资建议	12
（一）盈利预测	12
（二）估值及投资建议	13
六、风险提示	13
图 表 目 录	14

一、三和管桩：混凝土管桩龙头企业

(一) 三和管桩基本情况

三和管桩成立于 2003 年 11 月，2021 年在深圳主板上市交易，总部位于广东省中山市，2020 年总营收为 71.52 亿元人民币，其中桩类产品收入占比 98.8%，员工总数 5501 人，法定代表人为韦泽林，实际控制人为韦洪文，韦智文，韦植林，韦婷雯，韦泽林，韦佩雯，韦润林，韦倩文，韦绮雯。

三和管桩是一家从事多种型号预应力高强度混凝土管桩、预应力实心方桩、空心方桩、支护桩、超高强管桩、变径桩、薄壁钢管混凝土桩、耐腐蚀管桩、地基处理薄壁管桩、抗拔桩、预制构件等产品研发、生产、销售的企业，其产品广泛应用于工业和民用建筑、公路与铁路、桥梁、港口码头等各类建设工程。公司在广东、江苏、浙江、福建、湖南、湖北、辽宁、山东、山西、安徽等省份共有 15 个生产基地，并配套相应的运输子公司负责配送管桩产品，现已成为国内领先的混凝土管桩生产企业之一。随着国家一带一路战略的推进，公司的海外项目也不断扩展。

三和管桩是首批获得广东省建设委员会工程建设标准化合格认证、广东省建设工业产品准用证以及 ISO9002 质量体系认证的管桩生产企业。通过 Intertek ISO9001 质量管理体系认证及澳门土木工程实验室 LECM 认证，公司参照 ISO9002 标准建立起整套质量管理体系，严格执行现场管理和精益生产。未来公司将执行“沿江西进，沿海北上”的发展战略，进一步增强规模优势，扩大市场占有率。

(二) 三和管桩股权结构

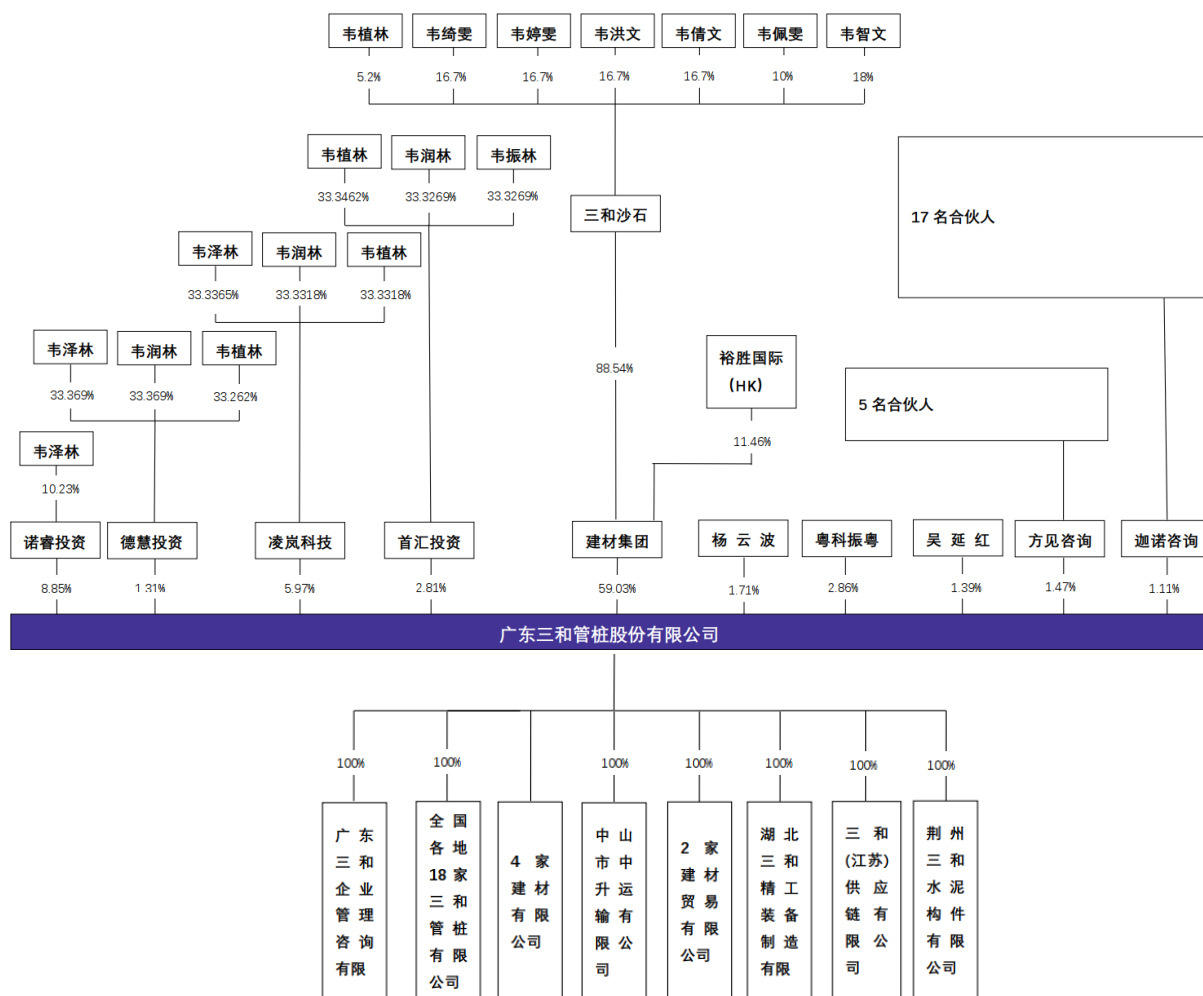
公司第一大股东为广东三和建材集团有限公司，成立于 1993 年 5 月，公司类型为有限责任公司(台港澳与境内合资)，其最大股东为中山市三和沙石土方工程有限公司。经营范围包括：生产混凝土；经济信息、技术、投资咨询服务。

图表 1 三和管桩前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	广东三和建材集团有限公司	297,411,800	59.0300
2	中山诺睿投资有限公司	44,570,350	8.8500
3	中山市凌岚科技资讯有限公司	30,067,750	5.9700
4	广东粤科振粤一号股权投资合伙企业(有限合伙)	14,388,489	2.8600
5	中山市首汇蓝天投资有限公司	14,151,320	2.8100
6	杨云波	8,633,094	1.7100
7	广东省方见管理咨询中心(有限合伙)	7,400,000	1.4700
8	吴延红	7,000,000	1.3900
9	中山市德慧投资咨询有限公司	6,613,780	1.3100
10	广东迦诺信息咨询中心(有限合伙)	5,600,000	1.1100
	合 计	435,836,583	86.5100

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图表 2 三和管桩股权结构图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、预制混凝土管桩：稳增长基调下管桩市场需求有望提升

(一) 行业当前现状

1. PHC 管桩基本介绍

桩是指在工程中使用，能够承受一定荷载，并具有一定刚度和抗弯能力的传力构件。建筑基础用桩按施工方法可分为灌注桩和预制桩，其中预制桩是指在工厂或施工现场预制成桩，然后用沉桩设备将桩打入、压入或振入土中。预制混凝土桩是预制桩的一种，其一般可分为预应力混凝土管桩（简称管桩）和方桩，其中管桩应用最为广泛，其主流产品为 PHC 管桩（桩身混凝土强度等级不低于 C80 的高强度混凝土管桩）。PHC 管桩主要优点：单桩承载力高、应用范围广、成桩质量可靠、成本相对更低、施工便捷、污染小。管桩主要应用于地质结构为软土地区的建筑工程，目前广泛分布于珠三角、长三角、环渤海湾地区以及环各大内陆湖地区。

图表 3 PHC 管桩主要优点

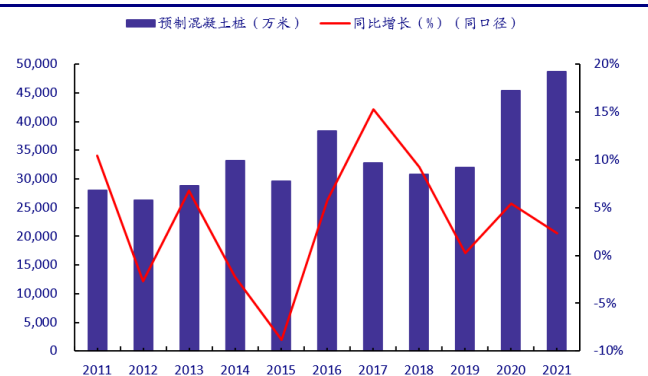
优点	具体内容
单桩承载力高	由于预应力高强混凝土管桩桩身混凝土强度高，可打入密实的砂层和强风化岩层，同时由于挤土作用，桩端承载力可比原状土质提高 70% ~ 80%，桩侧摩阻力提高 20%~40%。因此，预应力高强混凝土管桩承载力设计值要比同样直径的沉管灌注桩、钻孔灌注桩和人工挖孔桩高。
应用范围广	预应力高强混凝土管桩是由侧阻力和端阻力共同承受上部荷载，可选择强风化岩层，全风化岩层，坚硬的粘土层或密实的砂层(或卵石层)等多种土质作为持力层，且对持力层起伏变化大的地质条件适应性强。因此适应地域广，建筑类型多，可广泛应用于多种高层建筑以及工业与民用建筑低承台桩基础，铁路、公路与桥梁、港口、码头、水利、市政、构筑物，及大型设备等工程基础。
成桩质量可靠	预应力高强混凝土管桩是工厂化、专业化、标准化生产，桩身质量可靠；运输吊装方便，接桩快捷；机械化施工程度高，操作简单，易控制；在承载力、抗弯性能、抗拔性能上均易得到保证。
成本相对更低	和其他桩类相比价格更低；同时施工速度快、工效高、工期短，可使工程提前竣工投产，将产生巨大的经济价值和社会效益。

资料来源：三和管桩招股说明书，中国银河证券研究院

2. 2021 年混凝土与水泥构件行业情况回顾

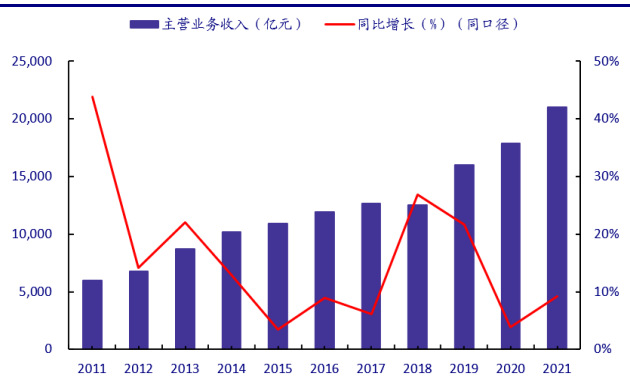
2021 年规模以上企业预制混凝土桩产量为 48628 万米，同口径同比增长 2.30%，增速较上年下降 3.14 个百分点；规模以上混凝土与水泥制品工业企业实现主营业务收入 20996.85 亿元，同口径同比增长 9.20%，行业经济总量再创新高；实现利润总额 853.58 亿元，同口径同比下降 6.42%，首次出现年度负增长，其主要因为 2021 年水泥、钢材等原辅材料价格大幅上涨所致，同期对应销售利润率为 4.07%，较上年减少 0.68 个百分点。与此同时，由于 21 年地产端资金紧张等原因，行业应收账款占比有所上涨，周转率次数减少，2021 年行业期末应收账款净额占比超 40%（20 年占比 38%），但在各细分行业中，预制混凝土桩行业应收账款占比最低，仅为 10.9%，管桩类企业回款情况较好，企业经营风险基本稳定。

图表 4 规模以上企业预制混凝土桩历年产量走势



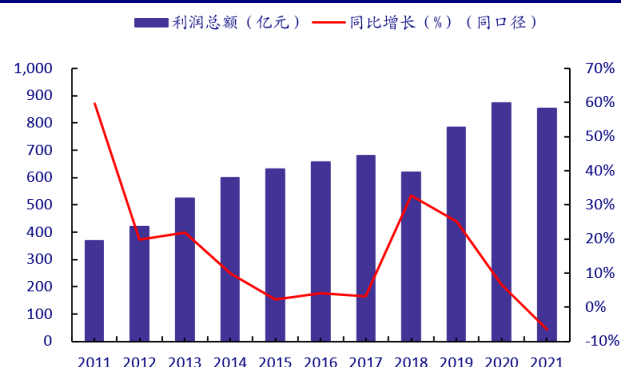
资料来源：中国混凝土与水泥制品协会，中国银河证券研究院

图表 5 规模以上企业历年主营业务收入走势



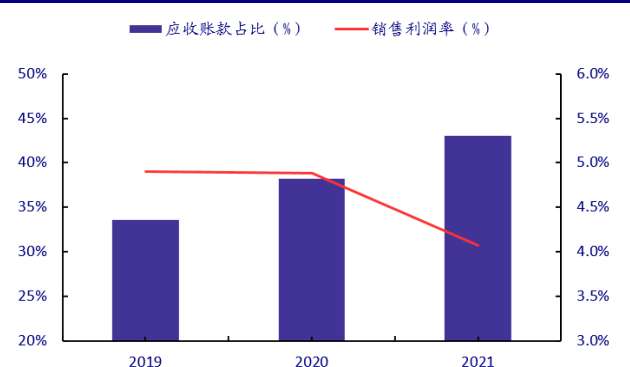
资料来源：中国混凝土与水泥制品协会，中国银河证券研究院

图表 6 规模以上企业历年利润总额走势



资料来源：中国混凝土与水泥制品协会，中国银河证券研究院

图表 7 历年应收账款占比及规模以上企业销售利润率



资料来源：中国混凝土与水泥制品协会，中国银河证券研究院

(二) 行业所处宏观环境分析

长期来看，预制混凝土桩行业的市场供需格局、经济收入及利润增长趋势与国家宏观经济发展高度相关。我们采用 PESTEL 模型 (P:政治、E:经济、S:社会、T:技术、E:环境、L:法律) 对影响预制混凝土桩行业发展的不同宏观因素进行分析。

1. 政治 (P): 稳增长背景下，基建投资为预制混凝土管桩行业提供需求增量。

2022 年中央经济工作会议明确提出“稳字当头、稳中求进”，稳增长成为贯穿 2022 年的政策主线。会议提到，要适度超前开展基础设施投资，建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施；加强县城基础设施建设；推进保障性住房建设。于此同时，国家发改委在 2022 年首场新闻发布会上表示，要适度超前开展基础设施投资，继续推进交通、能源、水利、农业、环保、物流等传统基础设施建设，扎实推动“十四五”规划 102 项重大工程项目实施、着力扩大制造业有效投资。此外，2022 年政府工作报告提到，推进保障性住房建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。稳增长预期下，基建投资形成实物工作量、地产政策边际放松，预制混凝土行业需求有望持续增长。

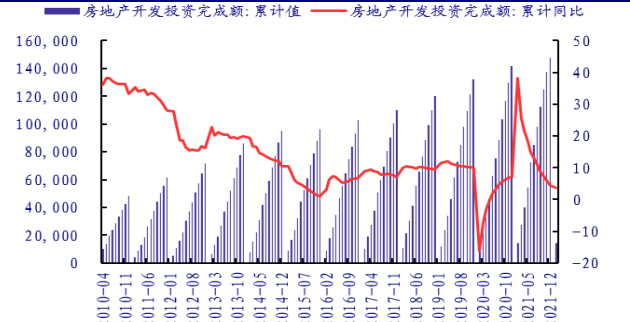
从全国整体表现来看，稳增长基调下，2022 年初基建投资与地产开发投资均有明显改善。1-2 月基础设施建设投资 (不含电力) 同比增长 8.10%；1-2 月房地产开发投资同比增长 3.4%，较上年 12 月单月同比增速 (-13.91%) 有大幅提升。基建和地产投资增速均超过市场预期。地产政策边际放松使预制混凝土管桩行业需求逐步回暖；基建投资的加速将加快推动国家重大工程项目的落地与实施，拉动 2022 年管桩行业市场整体需求。

图表 8 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比 (%)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图表 9 房地产开发投资完成额 (亿元) 及累计同比 (%)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

从各省份来看，为响应稳增长发展目标，全国各省市地区密集发布重点行业发展规划，如《“十四五”水安全保障规划》、《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》、《“十四五”建筑业发展规划》等。水利、交通、建筑等行业是基础设施建设的重要领域，其规划的发布为“十四五”时期基础建设提供具体发展方向及目标、为预制混凝土管桩行业提供发展空间。目前，预制混凝土管桩的主要销售省份（长三角、珠三角、环渤海湾地区以及环各大内陆湖地区）已发布 2022 重点项目规划。根据规划来看，“适度超前开展基础设施建设”成为各省份 22 年布局重点，基建项目的落地将为预制混凝土管桩行业带来较大需求增量，我们预计 2022 年管桩在基建领域的市场需求将有大幅提升。

图表 10 2022 年管桩主要销售省份重点项目规划

区域	省份	重点项目规划
珠三角	广东	广东省重点项目 1570 个项目，总投资 7.67 万亿元，年度计划投资 9000 亿元，安排开展前期工作的省重点建设前期预备项目 1152 个，估算总投资 5.88 万亿元。其中，安排了 基础设施重点项目 554 个，占全部项目年度计划投资的 50%以上。
	上海	计划安排正式项目 173 项，计划完成投资 2000 亿元以上，其中科技产业类 67 项，社会民生类 24 项，生态文明建设类 17 项， 城市基础设施类 56 项 ，城乡融合与乡村振兴类 9 项；另计划安排预备项目 43 项。
	江苏	共安排实施项目 220 个、储备项目 27 个，年度投资 5590 亿元，较上年增加 60 亿元。其中， 基础设施项目 28 个，年度投资 2162 亿元。
长三角	浙江	浙江省“4+1”重大建设项目 843 个，年度计划投资 10972 亿元。其中， 交通重大项目 121 个，计划投资 2267 亿元；生态环保、城市更新和水利设施重大项目 154 个，计划投资 5018 亿元； 高新技术与产业重大项目 568 个，计划投资 3687 亿元。
	安徽	2022 年安排省重点项目 8897 个，年度计划投资 16572.4 亿元。《安徽省 2022 年重点项目投资计划》提到：加大交通等项目建设，适度超前开展基础设施投资， 交通项目年度计划投资 1493.71 亿元，同比增长 25.4%； 能源项目年度计划投资 499.07 亿元，同比增长 57.5%。
环渤海湾	山东	山东省发改委发布 2022 年省重点项目名单。2022 年山东省重点项目共 1400 个，总投资 1 万亿元，年度计划投资 2857 亿元。加上此前山东省政府下达的 600 个山东省重大项目，山东省共确定 2022 年省级重点项目 2000 个，总投资 3.1 万亿元。
	北京	2022 年“3 个 100”重点工程项目总投资约 1.2 万亿元，年内计划完成投资 2802 亿元，其中包括 100 个基础设施项目。
	河北	重点建设项目共安排 695 项，总投资 1.12 万亿元，年内预计完成投资 2500 亿元以上。
	天津	重点建设项目 452 个，总投资 1.17 万亿元，年度投资 2158 亿元。

资料来源：各省份发改委及政府网站，中国银河证券研究院

2.经济(E)：专项债的发放将有效推动基建项目落地执行，带动管桩市场需求

地方政府专项债券是指为了筹集资金建设某专项具体工程而发放的债券，一般用于交通、通讯、住宅、教育、亿元和污水处理系统等地方性公共设施的建设。地方政府专项债的发行将直接推动各省市地方的重大基础设施建设工程的落地与实施。《2022 年政府工作报告》提到，

今年拟安排发放地方政府专项债券 3.65 万亿元（与去年持平），财政部已于 2021 年底提前下达了 2022 年部分新增专项债券额度 1.46 万亿元；此外，今年专项债券要坚持“资金、要素跟着项目走”，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。今年 1、2 月全国发行地方政府专项债券分别为 5765 亿元、3954 亿元，较去年同期有大幅增加（2021 年 1、2 月全国发行地方政府专项债券为 1496 亿元、262 亿元）。今年专项债券的快速发放将加快各地区重点项目的落地，管桩市场需求有望增加。

此外，2021 年专项债的发行呈现“前慢后快”的趋势。去年一季度经济恢复较好，全国债券发行速度缓慢，下半年面对经济下行压力，地方债券发放速度加快，2021 年 8-11 月地方政府专项债单月发行均超过 6000 亿元，去年四季度共发行 1.2 万亿元地方政府专项债券。由于从债券发放到资金落实到具体项目需要一定时间，因此去年四季度发行的地方政府专项债券将在 2022 年形成实物工作量，进一步增加了今年预制混凝土管桩的需求。

3.环境（E）：“碳达峰、碳中和”加速行业集中度提升

长期以来，我国高度重视气候变化问题，应对气候变化、减少二氧化碳为主的温室气体排放是我国经济社会发展的重大战略。国家主席习近平提出中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取到 2060 年前实现碳中和。“双碳”目标提出以来，各部委、行业协会积极行动，制定政策、发布标准，“碳达峰、碳中和”成为“十四五”时期的一项重要工作。

图表 11 2021 年至今国家层面有关碳达峰、碳中和重大决策部署

时间	名称	主要内容
2021.1	《碳排放权交易管理办法（试行）》	落实党中央、国务院关于建设全国碳排放权交易市场的决策部署，在应对气候变化和促进绿色低碳发展中充分发挥市场机制作用，推动温室气体减排，规范全国碳排放权交易及相关活动。
2021.2	《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	统筹推进高质量发展和高水平保护，建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，确保实现碳达峰、碳中和目标，推动我国绿色发展迈上新台阶。
2021.3	《2021 年政府工作报告》	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电等。
2021.3	《中国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	在建设现代化基础设施体系、深入实施制造强国战略等多个方面提出绿色发展，产业布局优化和结构调整，力争实现碳达峰、碳中和目标。
2021.4	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	煤炭等化石能源清洁利用等高碳排放项目不再纳入支持范围，增加了二氧化碳捕集、利用与封存的绿色项目、农村地区清洁供暖绿色项目。
2021.4	《2021 年能源工作指导意见》	2021 年主要预期目标是，在能源结构方面，煤炭消费比重下降到 56% 以下。新增电能替代电量 2000 亿千瓦时左右，电能占终端能源消费比重力争达到 28% 左右。
2021.7	《“十四五”循环经济发展规划》	大力发展循环经济，推进资源节约集约利用，构建资源循环型产业体系和废旧物资循环利用体系，对保障国家资源安全，推动实现碳达峰、碳中和，促进生态文明建设具有重大意义。
2021.8	各省能耗“双控”目标完成情况晴雨表	将进一步完善和强化能耗“双控”制度，制定出台三年工作方案，指导各地扎实有力有序做好工作，坚决遏制“两高”项目盲目发展，

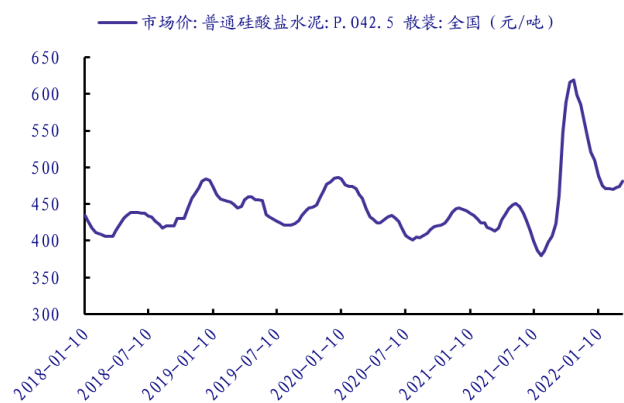
加快推动经济社会发展全面绿色转型。

2021.1	《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》	2025 年，非化石能源消费比重达到 20% 左右，单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%。
2021.12	中央经济工作会议	正确认识和把握碳达峰碳中和。实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，但不可能毕其功于一役。
2022.3	2022 年政府工作报告	有序推进碳达峰碳中和工作。落实碳达峰行动方案。推动能源革命，确保能源供应，立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划，推进能源绿色低碳转型。推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能降碳。

资料来源：北极星环保网，中国银河证券研究院

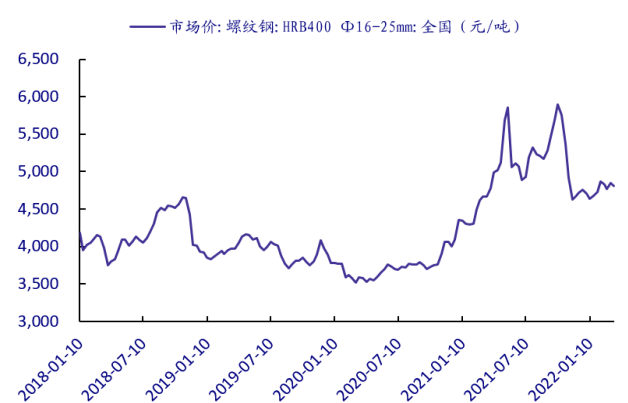
2021 年 12 月，混凝土与水泥制品协会发布了《混凝土与水泥制品行业“十四五”发展指南》，其中提到打造行业绿色环保低碳底色，发展高性能通用型部品化预制构件，加快开发低碳固碳混凝土材料与制品技术，大力发展生态功能混凝土材料与制品等绿色低碳环保的工作规划。在当前碳减排双控背景下，预制混凝土管桩行业生产供给受到较大程度影响。成本方面，受绿色减碳、煤价上涨等因素影响，水泥、钢材等原材料价格处于高位。截至 2022 年 3 月 20 日，P.O42.5 全国水泥散装价格为 480.9 元/吨，同比增长 16.3%，较 2020 年同期上涨 8.46%；全国螺纹钢价格为 4809.8 元/吨，同比增长 3.09%，较 2020 年同期上涨 34.2%。预制混凝土管桩企业面临较大生产成本压力，压缩了企业利润空间。供给方面，随着碳减排及产业结构的不断升级，以及环保节能政策的持续制约，部分预制混凝土管桩企业将停产整顿甚至关停退出市场，管桩行业整体供给收缩，行业头部企业市占率有望逐步提升，行业集中度提升，利好管桩行业龙头企业。

图表 12 P.O42.5 散装水泥全国市场价（元/吨）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图表 13 HRB400 Φ16-25mm 螺纹钢全国市场价（元/吨）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

总体来看，预制混凝土管桩行业的供需将呈现“需求增长、供给缩减”的局面。

需求端，在稳增长基调下，基建投资大力推进，加上专项债的快速发放，基建项目有望快速落地执行。2022 年全国各省份在基础设施建设方面均有较大布局规划，预计预制混凝土管桩在基建市场的需求将大幅提升。此外，稳增长背景下，今年地产端政策持续发力，地产开工情况有望好于去年，进一步增加了预制混凝土管桩的市场需求。

供给端，在双碳目标下，预制混凝土管桩绿色生产是行业发展的必然趋势，随着碳减排双

控的不断趋严，部分中小企业将停产整顿甚至退出市场，预计行业整体供给量将缩减，但具有规模、技术优势的头部企业在绿色生产、节能减排方面优势凸显，市占率有望提升。此外，供给侧改革、产业结构升级将加速预制混凝土管桩行业集中度的提升，有利于行业龙头企业的发展。

三、三和管桩竞争情况分析

（一）三和管桩竞争优势

1. 品牌优势

公司在混凝土管桩行业排名第二，仅次于行业龙头公司建华建材，其“三和”品牌在业内有较高的知名度和良好口碑。

公司为中国中铁、中国核建、中国电建、中国建筑、宝山钢铁、武汉钢铁、中国恒大、万科股份、碧桂园控股、绿地控股、保利房产、万达商业、华夏幸福、雅居乐集团、中冶武勘、中交一航局、中南建设、葛洲坝集团、山东高速、山东建勘、浙江石化、安徽水利水电、上海宝冶、上海建工集团、沙钢集团等国内众多知名企业提供产品和服务，产品受到肯定。

图表 14 全国十大混凝土管桩企业（2020 年）

排名	企业名称	产量（万米）	占比
1	建华建材（中国）有限公司	18,362	40%
2	广东三和管桩股份有限公司	3,738	8%
3	宁波中淳高科股份有限公司	1,577	3%
4	江西抚州中恒管桩有限公司	918	2%
5	天津宝丰建材有限公司	901	2%
6	广东宏基管桩有限公司	844	2%
7	海通能源集团有限公司	780	2%
8	广州羊城管桩有限公司	690	2%
9	天津建城基业集团有限公司	642	1%
10	福建省大地管桩有限公司	585	1%
合 计		29,037	64%

资料来源：中国混凝土与水泥制品协会、中国银河证券研究院

2. 技术与研发优势

公司大力构建以企业技术中心为主要形式的企业技术创新体系，2008 年 2 月，广东省科学技术厅、广东省发改委及广东省经贸委同意公司组建广东省“工程技术研究开发中心”。2009 年 5 月，广东省经贸委、广东省财政厅等单位确认公司为广东省省级“企业技术中心”。经过多年的建设，公司在管理架构和运行机制上对技术研发资源进行整合、规划、统一协调和规范管理，实现了技术研发的制度化、流程化、规范化、标准化的运作管理机制。截至 2021 年 6 月，公司共拥有专利 111 项，其中发明专利 25 项，实用新型专利 85 项，外观设计专利 1 项。

依靠多年的技术积累，公司已逐步树立在细分领域主要产品的标准制订的重要地位。公司负责起草了《预应力高强混凝土管桩免压蒸生产技术要求》（T/CBMF64-2019 T/CCPA9-2019）、《先张法预应力高强混凝土耐腐蚀管桩》（T/CBMF 65—2019 T/CCPA 10—2019）等中国建筑材料协会标准，参与起草了《先张法预应力混凝土管桩》（GB13476-2009）、《先张法预应力离心混凝土异型桩》（GB31039-2014）、《工业建筑防腐蚀设计规范》（GB/T 50046-2018）、《水

泥制品单位产品能源消耗限额》(GB38263-2019)、《用于耐腐蚀水泥制品的碱矿渣粉煤灰混凝土》(GB/T 29423-2012)、《预防混凝土碱骨料反应技术规范》(GB/T50733-2011)、《钻芯检测离心高强混凝土抗压强度试验方法》(GB/T19496-2004)等国家标准。

公司注重对产品研发、工艺流程优化的投入,以此来提高预应力高强混凝土管桩产品的质量和生产工艺的自动化水平。同时公司也非常重视并积极响应国家节能减排的政策,提高能源利用率和废弃物利用率,在创造企业的经济利益同时也注重创造社会效益。

图表 15 公司核心技术

序号	核心技术	技术来源	技术优势
1	预应力高强混凝土管桩耐久性的研究	自主开发	管桩产品具有较高的耐久性
2	节能养护技术	自主开发	管桩养护能耗降低
3	余浆循环利用技术	自主开发	节约水泥用量
4	废渣利用技术	自主开发	节约磨细砂
5	热电联产项目	自主开发	节约用电
6	管桩生产过程效能优化控制系统	自主开发	实现主要设备自动化控制及信息采集、生产线信息化管理
7	管桩免蒸压技术的应用	自主开发	降低能耗
8	PHC 管桩低压养护用掺合料	自主开发	管桩养护能耗降低
9	基坑临时排水沟	自主开发	实用新型专利

资料来源: 公司招股说明书、中国银河证券研究院

图表 16 公司获得的省级以上主要奖项

获奖时间	荣誉	获奖项目	认证单位
2020.12	工程建设科学技术进步奖	钢筋混凝土结构绿色高效腐蚀防护关键技术及应用	中国施工企业管理协会
2020.12	混凝土科学技术奖	预应力混凝土管桩安全生产研究及行业标准制定	中国混凝土与水泥制品协会
2018.11	标准科技创新奖	连锁混凝土预制桩墙支护技术规范	中国工程建设标准化协会
2018.03	产品质量奖	先张法预应力混凝土管桩	广东省水泥制品工业协会
2015.08	2015 年建材行业标准创新奖	用于耐腐蚀水泥制品的碱矿渣粉煤灰混凝土	中国建筑材料联合会
2014.01	技术发明一等奖	高性能混凝土内禀性调控与适应性设计关键技术及应用	教育部
2012.11	混凝土与水泥制品行业技术革新奖	免压蒸高耐久性 PHC 管桩的研制	中国混凝土与水泥制品协会
2012.03	广东省科学技术奖励证书	免压蒸高耐久性 PHC 管桩的研制	广东省人民政府

资料来源: 公司招股说明书、中国银河证券研究院

3. 规模优势

公司目前已实现全国性布局，在珠三角、长三角、福建、湖南、湖北、山东、山西、辽宁等重点市场区域均设有生产基地，保障产品的经济运输半径覆盖重点区域客户。各生产基地自主拥有完善的生产及配套辅助工艺系统，交通运输便利，可保证各类生产材料随时补充库存。目前公司已建成 15 个管桩生产基地，国内产能规模第二，具有较强的规模优势。

图表 17 公司管桩生产基地分布

序号	生产基地	地址
1	中山基地	广东省中山市东升镇
2	苏州基地	江苏省苏州市太仓市陆渡镇
3	江苏基地	江苏省南京市江北新区
4	漳州基地	漳州市台商投资区角美镇
5	湖北基地	湖北省鄂州市华容三江港区
6	荆门基地	湖北省荆门市京山市
7	宿迁基地	江苏省宿迁市泗阳县
8	盐城基地	江苏省盐城市阜宁县
9	长沙基地	长沙市岳麓区含浦街道
10	辽宁基地	辽宁省铁岭市铁岭县
11	德州基地	山东省德州市平原县
12	合肥基地	安徽省合肥市肥西县
13	山西基地	山西省晋中市开发区
14	江门基地	江门市新会区沙堆镇
15	浙江基地	浙江省舟山市定海区

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

(二) 三和管桩竞争对手

1. 建华建材（中国）有限公司

建华建材于 1993 年在中国广东省中山市创立，在珠江三角洲地区及长江三角洲地区建立销售网络，并将市场推进至华北、东北、华中及西部地区。经过多年发展，建华建材紧抓“长三角”“珠三角”“环渤海湾”三大区域经济增长点，在国内 19 个省（广东、福建、江苏、安徽、湖北、河南、湖南、山西、山东、辽宁、吉林、河北、四川、黑龙江、江西、浙江、陕西、海南、甘肃）、2 个直辖市（上海、天津）、2 个自治区（广西、内蒙古）成立了 70 多家生产基地、300 多个服务网点，共有员工 30000 余人。

建华建材积极探索国外市场，通过海外生产基地及沿海沿江自建码头，产品销售足迹遍布越南、印度尼西亚、马来西亚、柬埔寨、泰国、文莱、菲律宾、斯里兰卡等多个国家。

2021 年，建华建材位列“中国民营企业 500 强”第 296 位、“中国制造业企业 500 强”第 170 位。根据中国混凝土与水泥制品协会发布的数据，2020 年建华建材预制混凝土桩的总产量达到 18362 万米，占比 40%，市场排名第一。

2. 宁波中淳高科股份有限公司

宁波中淳高科股份有限公司为宁波浙东建材集团有限公司旗下公司（浙东建材），根据中国混凝土与水泥制品协会发布的数据，2020 年宁波中淳高科股份有限公司混凝土桩年产量为

1577 万米，占比 3%，市场排名第三。中淳高科经营范围涵盖预制桩、地铁管片等多个领域，拥有上海、余姚、宁波、台州、温州五大生产基地。

3. 广东宏基管桩有限公司

广东宏基管桩有限公司是一家专业生产各种规格的高强预应力混凝土管桩和建筑商品混凝土的企业。根据中国混凝土与水泥制品协会发布的数据，2020 年广东宏基管桩有限公司年产量为 844 万米，占比 2%。该公司管桩年生产能力为 1200 多万米，是广东省内预应力混凝土管桩市场的竞争者之一。

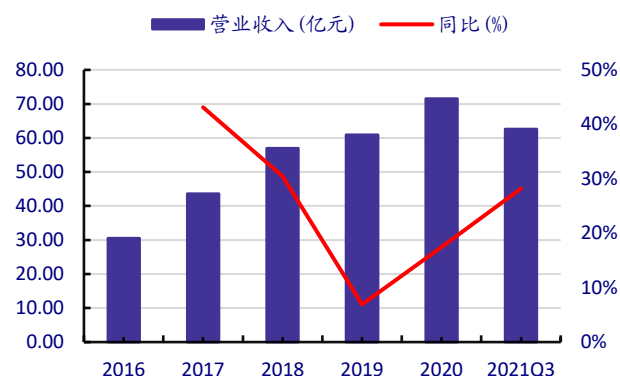
四、三和管桩经营情况分析

(一) 主营业务产销情况

2016-2020 年，公司营业总收入增长较快，2017 年度实现营业收入 43.66 亿元，同比增长 43.12%，2018 年度实现 56.95 亿元，同比增长 30.44%。2016-2020 年的复合增长率为 24%。2021 年受原材料成本上涨的影响，公司 2021 年 1-3 季度实现营收 62.65 亿，同比增长 28.18%，但归母净利为 0.63 亿元，同比下降 73.7%。

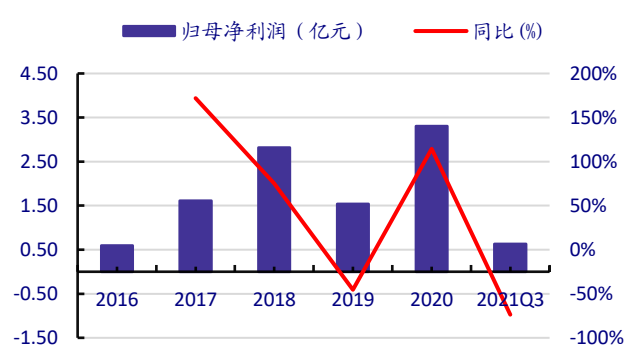
从公司业务构成来看，桩类产品占比较高，占比 98.80%。公司营业收入波动情况与管桩类产品景气度以及原材料成本高低直接相关。

图表 18 历年营收



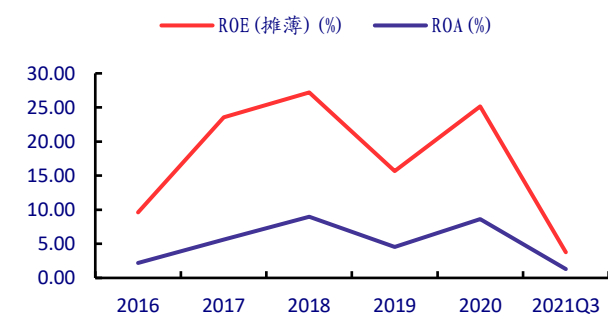
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表 19 历年归母净利



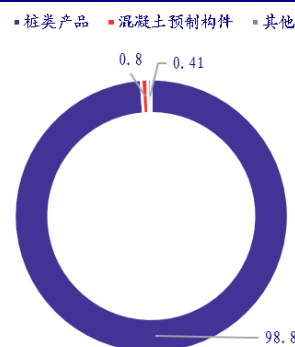
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表 20 历年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表 21 各项主营业务营收占比 (%，2020)



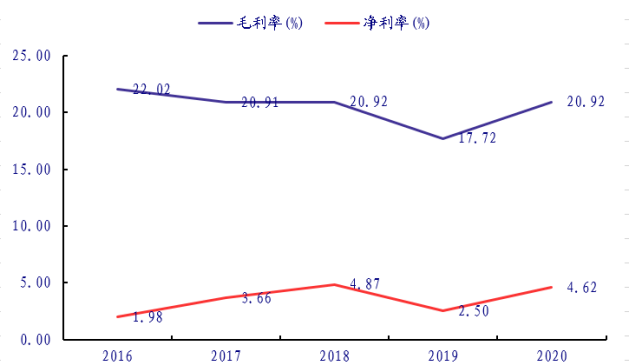
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 主营业务利润成本情况

公司的主要原材料为 PC 钢棒、线材、砂石、水泥等，原材料是主营业务成本的最主要组成部分，桩类产品原材料成本占桩类产品总成本的比例超过 80%。原材料价格变动对桩类产品毛利率以及净利率影响较大。

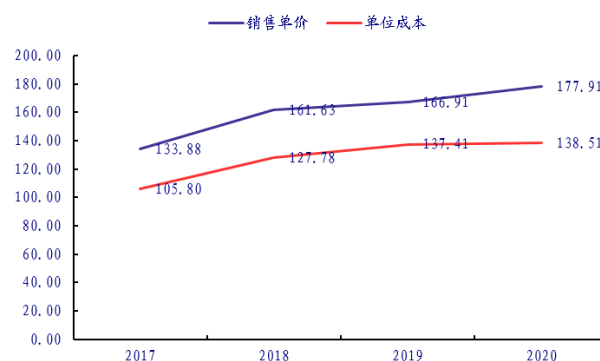
同时，公司毛利率还受桩类产品平均销售单价以及桩类产品销售结构的影响。从历年毛利率情况来看，除 2019 年外，公司毛利率水平能够维持在 20% 以上。

图表 22 历年毛利率、净利率情况



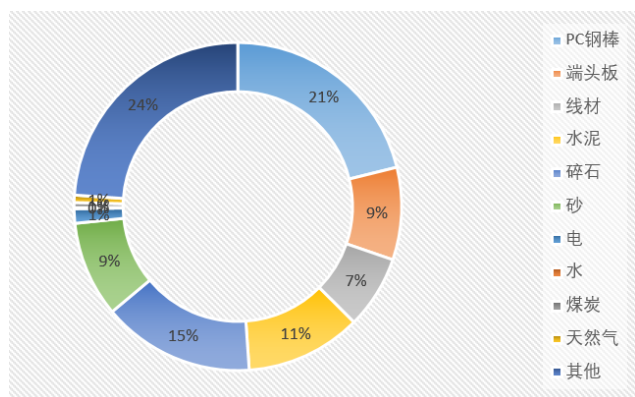
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表 23 桩类产品单价及成本 (元/米)



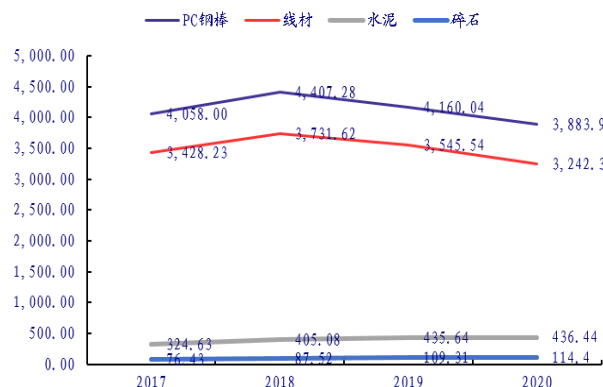
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表 24 产品成本构成 (2020)



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

图表 25 主要原材料价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议

(一) 盈利预测

根据公司目前的产能情况以及预计产品销售情况,在基建投资以及地产投资需求向好的情况下,预计公司 2021-2023 年营收为 81.50 亿/91.74 亿/101.25 亿,同比增长 13.96%/12.56%/10.37%。

因原材料价格变动对公司毛利率以及净利率影响较大,我们预计 21 年、22 年公司仍将受到原材料价格高位的影响,预计公司 2021-2023 年归母净利润为 0.83 亿/1.13 亿/1.52 亿,同比 -74.92%/35.95%/34.60%。

图表 26 盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(单位:亿元)	71.52	81.50	91.74	101.25
同比 (%)	17.44	13.96	12.56	10.37
归母净利润(单位:亿元)	3.31	0.83	1.13	1.52
同比 (%)	114.58	(74.92)	35.95	34.60
EPS(单位:元)	0.76	0.16	0.22	0.30
P/E	16.97	78.33	57.62	42.81

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

(二) 估值及投资建议

三和管桩是国内生产管桩的建材类上市公司, 同类产品可比上市公司较少。我们选取了建材中其他建材类别中的相关上市公司进行了比较, 包括水泥、消费建材等部分公司。从可比公司平均市盈率水平来看, 三和管桩并不具备估值优势, 基于其下游需求景气度较高, 且公司符合绿色低碳发展新趋势, 我们认为该公司仍值得关注, 首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

图表 27 可比上市公司估值

代码	简称	股价	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600585.SH	海螺水泥	40.92	6.28	6.52	6.84	6.52	6.28	5.98
603737.SH	三棵树	88.48	0.28	2.95	4.27	316.00	29.99	20.72
002791.SZ	坚朗五金	109.00	2.80	4.43	6.03	38.93	24.60	18.08
003037.SZ	三和管桩	12.90	0.16	0.22	0.30	78.33	57.62	42.81
平均值(剔除公司)						120.48	20.29	14.93

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

六、风险提示

下游需求不及预期的风险; 原材料成本上涨超预期的风险; 行业产能扩张超预期的风险。

图表目录

图表 1 三和管桩前十大股东	1
图表 2 三和管桩股权结构图	2
图表 3 PHC 管桩主要优点	3
图表 4 规模以上企业预制混凝土桩历年产量走势	3
图表 5 规模以上企业历年主营业务收入走势	3
图表 6 规模以上企业历年利润总额走势	4
图表 7 历年应收账款占比及规模以上企业销售利润率	4
图表 8 基础设施建设投资（不含电力）累计同比（%）	4
图表 9 房地产开发投资完成额（亿元）及累计同比（%）	4
图表 10 2022 年管桩主要销售省份重点项目规划	5
图表 11 2021 年至今国家层面有关碳达峰、碳中和重大决策部署	6
图表 12 P.O42.5 散装水泥全国市场价（元/吨）	7
图表 13 HRB400 Φ16-25mm 螺纹钢全国市场价（元/吨）	7
图表 14 全国十大混凝土管桩企业（2020 年）	8
图表 15 公司核心技术	9
图表 16 公司获得的省级以上主要奖项	9
图表 17 公司管桩生产基地分布	10
图表 18 历年营收	11
图表 19 历年归母净利	11
图表 20 历年 ROE	11
图表 21 各项主营业务营收占比（%，2020）	11
图表 22 历年毛利率、净利率情况	12
图表 23 桩类产品单价及成本（元/米）	12
图表 24 产品成本构成（2020）	12
图表 25 主要原材料价格走势（元/吨）	12
图表 26 盈利预测	13
图表 27 可比上市公司估值	13

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王婷 建材行业首席分析师

武汉大学经济学硕士。2019 年开始从事建材行业研究，擅长行业分析以及自下而上优选个股。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn