

投资品 - 建材

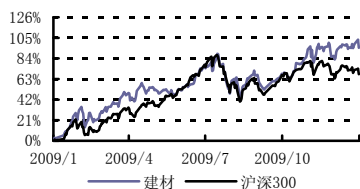
2010 年 1 月 21 日

重要资料

总股本 (百万股)	135.00
流通股 (百万股)	35.00
募集资金总额	4725
行业 PE (X)	34.2
定价区间 PE (X)	22-26.4
第一大股东	上海柘中集团
公司网址	http://www.ch-zzcc.com

财务数据	200x	200x	200x
营业收入 (百万)	213.83	213.83	213.83
增长率%	-	87.13	-15.29
净利润 (百万)	26.70	50.57	47.41
增长率%	-	89.39	-6.24%
毛利率%	26.57	30.63	28.06
净利率%	12.49	16.15	14.56
ROE%	22.12	34.11	27.78
ROA%	8.86	14.56	14.68
资产负债率%	59.96	57.32	47.14

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
建材	5.01%	15.66%	95.23%
沪深 300	0.08%	0.50%	67.61%

世纪证券建材研究小组

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

建材小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

国内基建混凝土管桩的重要供应商

—柘中建设 (002346) 新股定价分析

询价区间: 19.9

定价区间: 22-26.4

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	326	319	517	667
净利润 (百万元)	47	59	81	110
每股收益 (元)	0.35	0.43	0.60	0.81
净利润增长率%	-6.24%	23.69%	37.33%	36.18%
每股净资产 (元)	0.42	0.76	1.24	1.89
市盈率	68.90	55.71	40.56	29.79
市净率	58.13	31.68	19.50	12.80
PEG	-11.04	2.35	1.09	0.82

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司是国内预应力混凝土管桩行业内品种最全、综合实力最强的 PHC 管桩重要生产企业。国内Φ600 以上大直径 PHC 管桩领域最主要的生产基地, 大直径管桩市场占有率 25%, 居全国第二。
- 基建投资高速增长为预应力混凝土管桩行业尤其是大直径 PHC 管桩带来巨大的市场机会。根据我国的“十一五规划”, 我国交通基建未来几年投资规模仍将保持高速增长, 特别的港口、码头等水路建设投资将呈现爆发式增长。
- 三年的复合增长率为 23%。2006 年度、2007 年营业收入同比增长 38.46%和 46.42%。2008 年下半年受金融危机影响, 公司的管桩销量明显下降, 全年收入同比增长 4.05%。2009 年上半年, 随着经济复苏以及国外市场的开拓, 销量稳步稳步回升。
- 募投项目。本次募集资金投向大直径 PHC 管桩车间的改扩建并配套新建 4,000 吨级挖入式港池板桩码头及购置 5 条运桩船。预计新增产能将在 2011 年实现, 盈利能力提高。
- 估计与投资评级。预计公司 2009 年-2010 年分别实现每股收益 0.43 元、0.60 元和 0.81 元。合理估值区间为 22 元-26.4 元, 对应 10 年的 PE 水平为 36.7-44.0 倍。估值水平接近刚刚上市的西部建设, 但高于同样为中小板的国统股份。
- 风险提示。港口码头等水运投资低于预期, 钢材等原材料价格波动风险。

公司概况

柘中建设是由原上海柘中大型管桩有限公司在 2007 年 8 月整体变更设立的股份有限公司。主要发起人为上海康峰投资管理有限公司和上海柘中集团有限公司。截止 2009 年 6 月 30 日，公司的总资产为 3.45 亿元，净资产为 2.01 亿元，资产负债率为 41.7%。

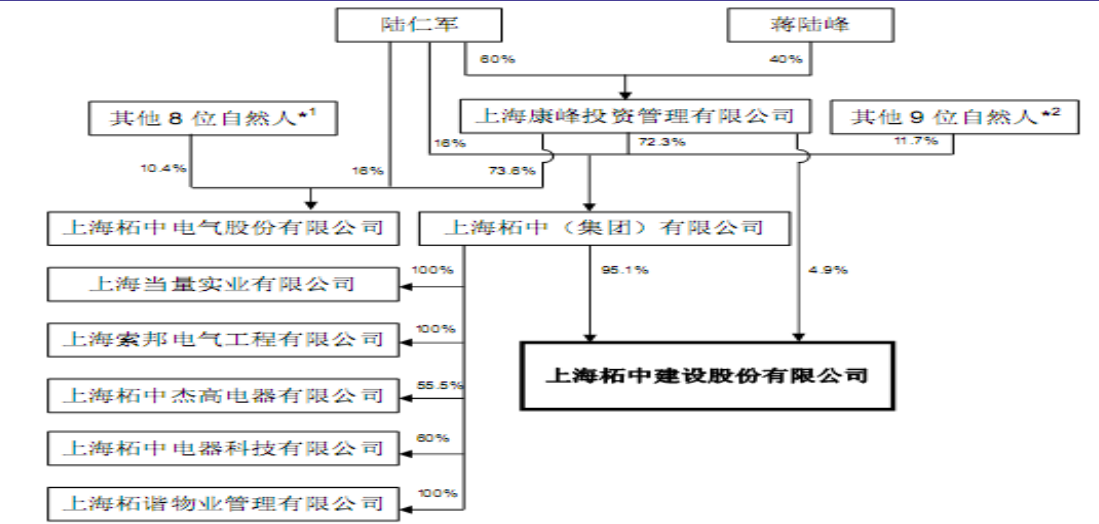
公司发行前总股本为 10,000 万股，本次拟公开发行人民币普通股 3,500 万股，占发行后总股本 25.23%。发行后，实际控制人陆仁军和蒋陆峰通过控制康峰投资和柘中集团合计间接享有公司的权益比例将不低于 65.83%。

Figure 1 公司发行前后的股本情况

股东及股份类型	本次发行前		本次发行后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
一、未流通股份	10,000.00	100.00	-	-
上海柘中（集团）有限公司	9,510.00	95.10	-	-
上海康峰投资管理有限公司	490.00	4.90	-	-
二、有限售条件流通股份	-	-	10,000.00	74.07
上海柘中（集团）有限公司	-	-	9,510.00	70.44
上海康峰投资管理有限公司	-	-	490.00	3.63
三、本次发行的股份	-	-	3,500.00	25.93
合 计	10,000.00	100.00	13,500.00	100.00

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 2 本次发行前后股权结构



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司主要从事预应力高强度混凝土管桩 (PHC 管桩) 的生产与销售, 现建有 $\Phi 600$ (含) 以下小直径 PHC 管桩及 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩生产线各 2 条、 $\Phi 500 \sim \Phi 3,700$ 螺旋焊管生产线 1 条, 是国内预应力混凝土管桩行业内品种最全、综合实力最强的 PHC 管桩重要生产企业, 国内 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩领域最主要的生产基地, 大直径管桩市场占有率 25% 居全国第二。

Figure 3 国内主要大直径 PHC 管桩生产企业

企业名称	企业性质	生产基地位置	产能 (万米/年)
柘中建设	民营	上海奉贤	80
中交三航	国有	上海浦东、江苏南京、浙江镇海	120
三航奔腾工程建设	民营	江苏靖江、浙江舟山	50
广东裕大管桩	外商投资	广东新会	30
宁波海港工程	民营	浙江镇海	25
江苏国鼎管桩	民营	江苏启东	20
合 计			325

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

公司所处行业背景

PHC 管桩因其沉桩质量可靠、工程造价相对较低等优点, 被广泛运用于高层建筑、高速公路、高架道路、大型电厂等陆上建筑工程及港口、码头、船台船坞、大跨度桥梁等水上建筑工程的基础施工中。

Figure 4 PHC 管桩的主要用途及客户类型

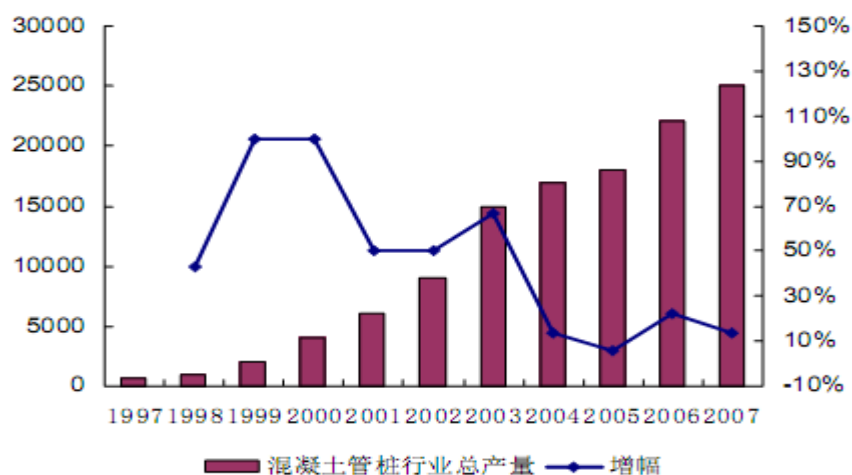
产品类型	具体用途	主要客户
$\Phi 600$ (含) 以下小直径 PHC 管桩	$\Phi 400 \sim \Phi 600$ (含) 30 层以下各类多、高层建筑、中小型厂房、高速公路等一般工业与民用建筑工程的基础	陆上各类建筑施工单位、房产开发商、建筑项目建设单位
$\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩	$\Phi 600 \sim \Phi 800$ 30 层以上超高层建筑基础、钢铁厂、电厂、重型设备厂、造船厂等大型企业厂房、设备基础、船坞基础、高架、高速铁路墩台基础	陆上及水工建筑施工单位、大中型企业建设单位、房地产开发商、市政建设部门
	$\Phi 800 \sim \Phi 1400$ 各类港口、码头、跨海桥梁、大型水上建筑工程、人工岛项目	水工建筑施工单位、港口、码头、桥梁建设单位、建筑单位设计、施工总承包单位

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

我国已成为全球预应力混凝土管桩品种最多、规格最全、应用范围最广的国家之一。1997-2003 年，行业处于超高速发展阶段，年供应量平均增幅在 50%以上。到 2003 年总产量成功突破 1 亿米后，供应增长速度明显放缓，年平均增幅回复到 10%-20%左右，行业进入平稳增长期。

Figure 5 我国预应力混凝土管桩行业总产量

单位：万米



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

大直径 PHC 管桩是国内预应力混凝土管桩企业的主要发展方向。大直径尤其是适用于深水码头等深水建筑的大直径超长 PHC 管桩，体现了目前国内混凝土管桩的最先进生产技术和工艺，因进入门槛相对较高，产品的运输条件限制等因素，目前国内能够提供稳定规模供货的企业家数较少，呈现出供不应求的局面，产品的价格相对较高，利润空间相对较大。

基建投资高速增长为预应力混凝土管桩行业尤其是大直径 PHC 管桩带来巨大的市场机会。根据我国的“十一五规划”，我国交通基建未来几年投资规模仍将保持高速增长，特别的港口、码头等水路建设投资将呈现爆发式增长。按照《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》，到 2010 年和 2015 年，我国造船产能将从 2005 年底的基数分别增长 1,300 万载重吨和 1,800 万载重吨，达到 2,300 万载重吨和 2,800 万载重吨，即前五年年均增长 260 万载重吨，后五年年均增长 100 万载重吨。显然，在“十一五”及以后期间，我国造船基地建设投入将持续增长，因此对大直径 PHC 管桩企业形成长期利好。

Figure 6 “十一五”我国水路建设目标

指 标	单 位	2005 年	2010 年	“十一五”增加
一、沿海港口				
深水泊位	个	1,113	1,752	639
总通过能力	亿吨	25	46	21
二、内河水运				
港口泊位	个	-	-	340
吞吐能力	万吨	-	-	6,400

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

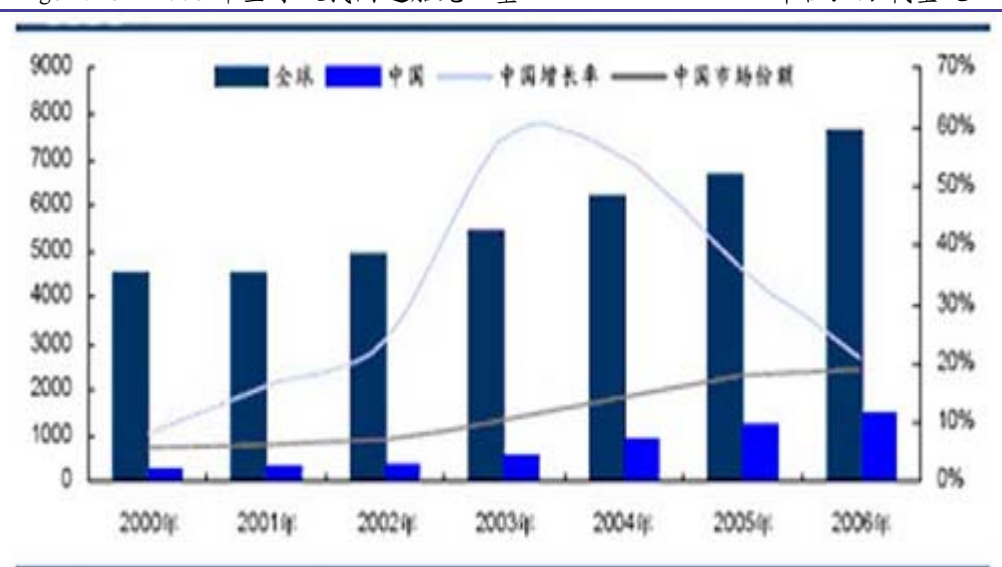
Figure 7 “十一五”我国公路建设目标

指标	单位	2005 年	2010 年	“十一五”增加
公路网总里程	万公里	193	230	37
高速公路里程	万公里	4.1	6.5	2.4
二级以上公路里程	万公里	32.6	45	12.4

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 8 2006 年全球及我国造船完工量

单位：万载重吨

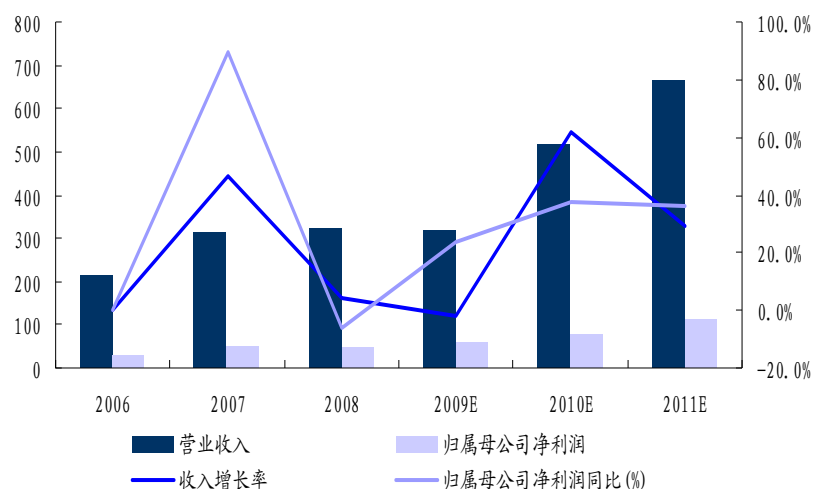


资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司主营业务分析

三年的复合增长率为 23%。2006~2008 年, 公司营业收入规模增长较快, 2006 年度、2007 年营业收入同比增长 38.46%和 46.42%。2008 年下半年受金融危机影响, 公司的管桩销量明显下降, 全年收入同比增长 4.05%。2009 年上半年, 随着经济复苏以及国外市场的开拓, 销量稳步稳步回升。

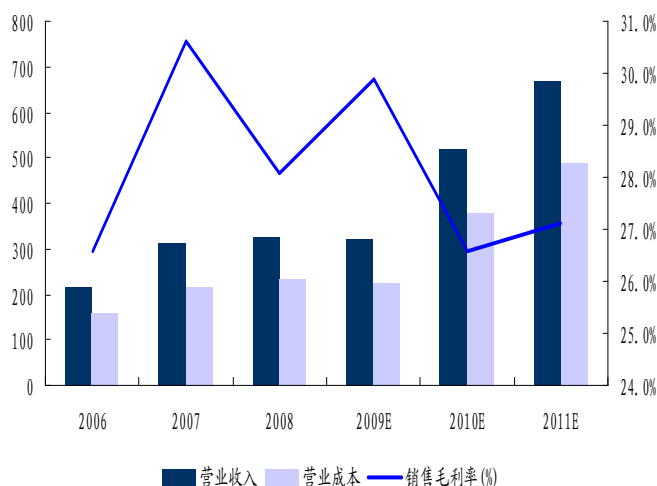
Figure 9 公司收入、利润近年变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

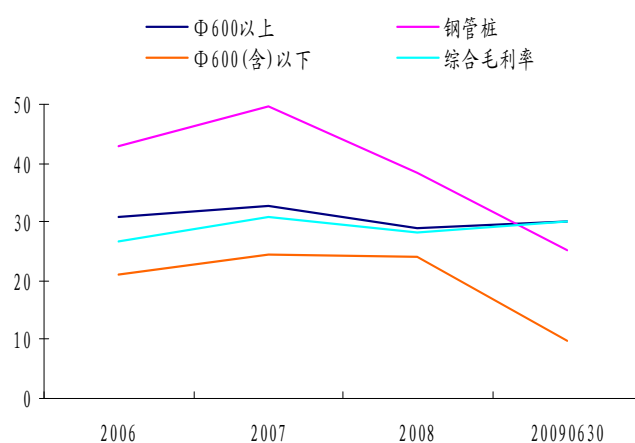
Φ600 以上管桩所占的销售比例已经达到 95.3%。公司致力于提高 Φ600 以上的管桩的销售，Φ600 以下的管桩所占的销售比例逐年大幅下降，到 2009 年上半年，所占的销售比例只有 0.33%。从单价来看，直径的提升对单价的提升有一个加速反应，Φ800 到 Φ1000，价格上涨 57%，从 Φ1000 到 Φ1200，直径增加 20%，价格增加 33%。但总体来看，各品质管桩的价格比较稳定，没有剧烈变动。由于大直径管桩供给厂商少，技术要求高，毛利率水平也比较高。

Figure 10 毛利率变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 11 分产品毛利率变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司的主要销售地点集中在长三角地区，占到其所有销售收入的 73%。今年，公司取得马来西亚檳城北海港集装箱码头项目，所以，出口占了收入的 22%。

公司竞争力分析

区域及水运优势。

公司地处上海市奉贤区，紧邻黄浦江，水陆交通便捷。公司自身拥有 318 米水岸线，并建有 4,000T 级挖入式港池板桩出桩码头，产品水运极为方便。这一点对于发展针对水上工程项目的大直径 PHC 管桩等混凝土管桩高端领域业务来说，是业内绝大部分管桩企业所缺乏的也是无法比拟的优势。并且，由于本公司码头等级大、水深条件好，能够接受最大吨位达 4,000 吨的大型运输船进出，有利于降低产品的单位运输成本，从而增强了产品的竞争能力。

公司本次发行后，拟利用本次募集资金新建一座 4,000T 级挖入式港池板桩出桩码头并新购 5 条专用运桩船，扩大码头装卸及水运能力，进一步提升公司区域及水运优势。

产品质量优势。

公司已经通过了 ISO9001:2000 质量体系认证，所有型号产品动测和静荷试验指标均达到或超过国家标准，特别是在砼强度这一主要指标上，由于采用了公司特有的混凝土配合比，所有产品的砼强度达到 C90 以上，超过国家标准（C80），达到国际先进水平。同时，由于率先研发出 $\Phi 1300$ 、 $\Phi 1400$ ，L39 米等规格的特大型 PHC 管桩，以及业内突出的技术及质量优势，公司目前与苏州混凝土水泥制品研究院等单位合作，共同承担用于代替 GB13476-1999 的新版《先张法预应力混凝土管桩》国家标准的制定工作。

市场优势。

控股股东柘中集团自 1996 年就开始从事 PHC 管桩的生产与营销，经过十多年的市场竞争，通过参与建设了上海市磁悬浮列车线、苏州国际博览中心、上海市外环线道路、上海市水利局奉贤保滩工程、南汇滩涂造田工程、宝钢股份等一大批重大项目和工程，积累了大量的管理、生产经验并形成了一大批专业管理人才和熟练的技术操作工人。

公司在 PHC 管桩特别是大直径 PHC 管桩的产品研发、技术拓新、质量管理等方面得到业内的一致肯定。同时，公司产品在大连 STX 造船厂、上海港罗泾港区二期工程水工码头工程、上海同盛物流中心工程、南通洋口港工程、上海外高桥港区工程、沪杭高铁、马来西亚滨城北海港

工程等大型工程中的成功运用，在下游主要建筑施工企业中形成了良好的市场形象和口碑，培养了稳定的客户群体。

募集资金投向分析

本次募集资金投资项目主要内容为：通过对公司现有部分大直径 PHC 管桩车间的改扩建，新增 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩产能约 80 万米（按 $\Phi 800$ 管桩折算）并配套新建 4,000 吨级（进港驳船最大排水量 4,200 吨，最大载重量 3,000 吨）挖入式港池板桩码头新增 50 万米的管桩码头年装卸能力；通过购置 5 条 4,200 吨级（最大排水量 4,200 吨、最大装载量 3,000 吨）运桩船，新增管桩年水上运输能力约 80 万米；新建企业产品研发中心。

Figure 12 募集资金投向

序号	项目名称	投资总额	项目资金投资计划	
			第一年	第二年
1	大直径 PHC 管桩技术改造项目	30,615	21,430	9,185
	其中：(1) 大直径 PHC 管桩的改扩建及配套码头	19,382	16,732	2,650
	(2) 购建运桩船	9,966	3,431	6,535
	(3) 新建研发中心	1,267	1,267	-
	合 计	30,615	21,430	9,185

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

国内大直径管桩的供需缺口达 430 万米，而公司募投项目可以产生的产能仅为 80 万米/年，大直径管桩的技术含量高，行业壁垒高，并不可能在短期内涌入大量的新进者，所以，该募投项目的产能将在达产后被市场全部消化。

目前，公司的产能基本已全部用尽，现在制约公司的是运输方面。首先，公司只有一座 4000 吨级的挖如式港池板桩出桩码头。另外，由于管桩体积大，长度长，国内目前很多运输船只均为改装船，数量少，价格高，而且在运输途中还会对管桩造成损坏。公司新建配套码头和购置运桩船，有利于留下运输中的利润，促进产品销售，提高盈利能力。

盈利预测

主要假设:

1、公司 2009 年收入主要以大直径的管桩生产为主, 由于公司已接到大批直径为 $\Phi 600$ 的 PHC 管桩和钢管桩的订单, 预计 2010 年小管桩和钢管桩的收入将明显高于 09 年。

2、2011 年募集项目将使公司产能和经营瓶颈得到解决, 大直径 PHC 管桩收入将高速增长。大管桩仍将实现高增长。

Figure 13 分产品销售收入预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
$\Phi 600$ 以上	219.83	257.30	310.00	330.00	480.00
钢管桩	3.62	7.00	5.50	100.00	100.00
其他业务	0.29	0.18	3.26	0.00	0.00
$\Phi 600$ (含) 以下	89.35	61.28	0.54	87.00	87.00
合计	313.09	325.76	319.30	517.00	667.00

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

Figure 14 分产品毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
$\Phi 600$ 以上	32.87	28.78	30.00	29.00	29.00
钢管桩	49.45	38.20	25.09	20.00	20.00
其他业务				0.00	0.00
$\Phi 600$ (含) 以下	24.37	23.89	9.72	25.00	25.00
合计	30.70	28.10	29.89	26.59	27.13

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

Figure 15 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	313	326	319	517	667
减: 营业成本	217	234	224	380	486
减: 营业税金及附加	1	1	2	2	3
减: 营业费用	2	3	2	4	5
减: 管理费用	13	18	18	29	37
减: 财务费用	5	8	0	1	-2
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	75	62	73	101	138
二、利润总额					
加: 营业外收入	0	2	1	1	1

减：营业外支出	0	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0	0
利润总额	75	64	74	102	139
三、净利润					
减：所得税	25	16	16	22	29
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0	0
净利润	51	47	59	81	110
四、归属于母公司所有者净利润					
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	51	47	59	81	110
五、股利分配					
总股本	100	100	135	135	135
EPS (摊薄、元)	0.37	0.35	0.43	0.60	0.81

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

根据预测，公司 2009 年-2010 年分别实现每股收益 0.43 元、0.60 元和 0.81 元。

估值及投资评级

合理估值区间为 22 元-26.4 元，对应 10 年的 PE 水平为 36.7-44.0 倍。同行业可比公司 09 年和 10 年的平均估值水平为 34.2 倍和 27.9 倍。考虑到公司作为上市新股，成长性较好，股本扩张能力较强，其合理估值区间应为 22 元-26.4 元，对应 2010 年 PE 水平为 36.7-44.0 倍。估值水平接近刚刚上市的西部建设，但高于同样为中小板的国统股份。

Figure 16 同行业可比公司比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2009	2010	2009	2010	
002302	西部建设	0.60	0.68	52.30	46.15	31.38
002205	国统股份	0.55	0.67	34.73	28.51	19.10
000786	北新建材	0.58	0.80	26.71	19.36	15.49
600496	精工钢构	0.50	0.66	23.12	17.52	11.56
平均		0.56	0.70	34.21	27.88	
002346	柘中建设	0.43	0.60			

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

风险因素分析

1、**港口码头等水运投资低于预期。**虽然目前来看，由于新批很多沿海区域规划，未来港口码头建设需求仍将保持强劲势头，但如果投资未达预期甚至萎缩的话，需求的下滑将给公司业绩带来一定影响。

2、**核心技术流失的风险。**公司最核心的混凝土配方是公司最核心的竞争优势，虽然这一配方技术是通过上百次试验获得，并掌握在公司高层手中，其他企业很难模仿，但仍存在核心技术流失从而造成公司竞争优势丧失的风险。

3、**原材料价格大幅波动风险。**公司产品生产的主要原材料为钢材（含钢筋、端板和桩尖等）、水泥、砂石料、减水剂等，其中 08 年和 09 年上半年钢材成本的占比为 49%。钢材价格的大幅波动将为公司的成本控制带来了压力。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.