

2010年3月29日

柘中建设

长期扩张受限

A
未有评级

002346.SZ- 人民币 21.04

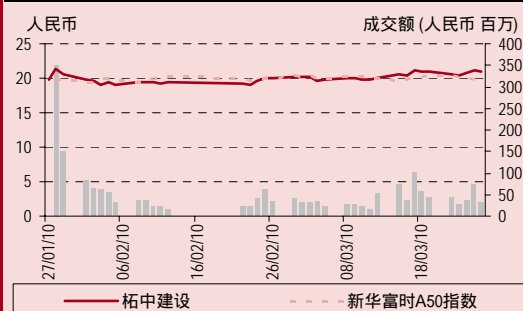
李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	N.a	5.5	N.a	N.a
相对新华富时A50指数(%)	N.a	4.9	N.a	N.a

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	135
流通股(%)	20.7
流通股市值(人民币 百万)	585
3个月日均交易额(人民币 百万)	51
净负债比率(%)	49
主要股东(%)	
上海柘中集团有限公司	70.4

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

柘中建设是一家从事预应力高强度混凝土管桩(PHC管桩)的生产与销售的企业,是国内 600 以上大直径 PHC 管桩领域最主要的生产基地之一。所生产的大直径 PHC 管桩被认定为国际先进水平,技术领先于同业竞争者,但公司产能扩张受到岸线、材料、地域的限制,规模化扩张并不容易,产能增长空间有限。

主要发现

- **技术领先。**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,大直径 PHC 管桩国际先进水平,技术领先于同业竞争者,并且占据着上海的岸线资源。
- **产品扩张。**公司所生产的大口径管桩受到岸线、材料、地域的限制,在广东和北方等地尚未得到广泛应用。大口径的管桩难以规模化扩张,产能增长空间有限。目前只能依赖上海的岸线条件。
- **新业务增长。**未来企业也考虑包括施工在内的向上下游的延伸,此外公司尝试与铁路设计院合作,进入更多铁路项目。如上海杭州磁悬浮项目获得批复,可能对于公司业绩增长构成重大利好。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2005	2006	2007	2008	2009年1-9月
主营业务收入(百万元)	-	213.83	313.09	325.76	223.10
增长率(%)	-	-	46.42	4.05	(11.78)
净利润(百万元)	-	26.70	50.57	47.41	37.39
增长率(%)	-	-	89.40	(6.25)	(8.18)
每股收益(元)	-	0.33	0.51	0.47	0.37
市盈率(倍)	-	63.18	41.70	44.48	-
每股现金流量(元)	-	0.17	0.22	0.58	0.34

资料来源：公司数据及万得资讯

柘中建设是一家 PHC 大直径管桩制品为主的生产企业，公司的核心优势在于上海的岸线资源以及多年积累的 PHC 大直径管桩品质。公司的劣势是产品受到运输的限制，陆路运输以小直径管桩为主，只能服务上海周边市场；800mm 以上的只能船运，航道运输则受到较小局限，目前产品可抵天津、广东、甚至远到马来西亚。

PHC 管桩：低成本高品质但是受限多

柘中建设的主要产品是大直径管桩制品。但是目前国内大多数管桩工艺为钻孔灌装，可以理解为在施工现场打孔浇灌混凝土的实体桩法。钻孔灌装法目前仍然为城市建筑的流行打桩工艺，该项打桩工艺虽然导致施工现场杂乱，但是并不产生很多城市噪音。PHC 管桩技术 93 年左右从日本引入中国，PHC 管桩是空心的圆筒桩，整体强度和寿命（100 年）优于实体桩，且可以大大减少成本。但是 PHC 管桩需要通过打桩技术打入地下，每根桩涉及几千锤，会造成较严重的城市噪音；现在有用液压机的方式将桩打入地下，但是在城市中仍然不流行。城市里边的高楼，30 层以上的较多，PHC 直径要求 800mm 以上，陆路运输不便，也是城市实施并不适合的原因。

PHC 管桩对水泥、沙石料相对挑剔，例如柘中建设的大直径管桩，水泥只用海螺水泥安徽的产品，沙石料也讲究。PHC 管桩受到北方天气的影响，目前在北方也不流行，北方码头仍然更加流行钢管桩和方桩（钢管桩和方桩的成本大大高于 PHC 桩的成本）。柘中建设的产品曾经用于 06 年大连造船基地，抗冻实验过关，但是目前北方市场仍然较难进入，未来大直径管桩在北方扩张遇到限制的一个原因在于北方原料不行，公司暂时没有在北方建立大直径厂的计划。不过公司仍然有志于拓展渤海湾众多的港口码头项目。

广东地区 PC 桩技术比较流行，存在一个叫裕大的企业。PHC 技术是大大好于 PC 技术的。但是广东缺少黄沙、石子。因此，公司没有在广东建大直径厂的计划。公司小口径能力可以考虑全国布点；大口径只能依赖目前上海的岸线条件。

公司经营情况和竞争优势：

柘中建设生产的主要是大直径的管桩，而大多数工民建项目，以小直径管桩的使用为主。电厂项目也是短桩。柘中建设在大直径管桩生产方面具有一定的技术优势，从竞争态势来看，目前大直径管桩企业也如雨后春笋般增加，由于大直径管桩技术要求高，技术方面柘中可能保持 1-2 年的领先优势。管桩是个建筑的重要环节，打断一根不可拔出，必须补打。柘中建设做大直径管桩早期在一些项目出现过问题，但是目前柘中建设的技术已经成熟。大管桩企业的核心壁垒是岸线，上海地区除了现有中交下一家公司，不可能出现第三家大口径管桩的生产基地。

公司尝试与铁路设计院合作，例如上海到枫泾段铁路，使用了 PHC 产品，杭甬高铁也采用了 PHC 管桩。上海磁悬浮的管桩用的是公司 PHC 桩，如果上海杭州磁悬浮项目获得证实批复，对于公司销售业绩将是重大利好。初步测算，如果沪杭磁悬浮施工，需要管桩 400-500 万米。铁路上用的 PHC 桩也是 800mm 为主。公司也致力于提升铁路市场 PHC 管桩的份额，进入铁路市场，很关键的一点是得到铁路项目设计单位的认可。

管桩也是马来西亚支柱产业，以前 PC 桩为主，现在考察柘中建设后很多从该公司进口，价格比当地的要低。

近几个月情况来看，由于今年天气冷，很多项目无法开工。公司一季度受到的影响较大。公司订单一般需要跨年，企业目前没有遭遇“用工荒”，工人基本来自于本地，薪水是上海奉贤地区最高的。

业务展望

从投资来看，大直径管桩一条生产线，土地、厂房至少需要一个多亿，一年生产 40 万米。公司大直径管桩目前产能 40 万，募集资金后达到 80 万。另外，技改项目将管桩长度从 39 米延伸至 48 米，进一步节省了成本。

未来企业也考虑上下游的延伸，比如向施工的延伸，考虑到自身定位和与中交的关系，并无实质行动。短期内公司考虑加强物流运输配套。

图表 2.业绩摘要

人民币 百万	08 年 1-9 月	09 年 1-9 月	同比变动%
营业收入	253	223	(12)
营业成本	178	160	(10)
营业税金及附加	1	1	(5)
销售费用	2	1	(48)
管理费用	13	16	27
财务费用	6	4	(38)
资产减值损失	(0)	0	N.M
营业利润	54	42	(23)
营业外收入	1	6	N.M
营业外支出	0		N.M
利润总额	55	48	(13)
所得税费用	14	10	(25)
净利润	41	37	(8)
少数股东损益	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	41	37	(8)

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371