

# 中化岩土 (002542.SZ) 建筑施工行业

新股研究

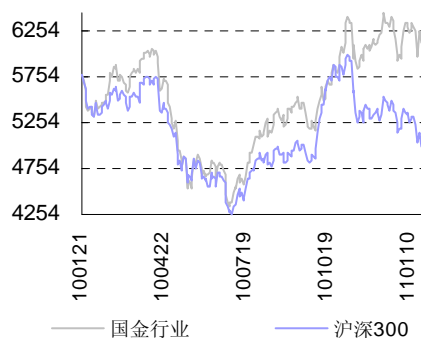
上市定价(人民币): 37.00元

## 高能级强夯领域的龙头企业

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

发行价(元)	37.00
发行A股数量(百万股)	16.80
总股本(百万股)	50.00
国金建筑施工指数	6129.83
沪深300指数	2944.71
中小板指数	6681.85



### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.382	0.659	0.859	1.133	1.480
每股净资产(元)	2.97	1.55	2.28	11.76	13.11
每股经营性现金流(元)	1.38	0.33	0.95	1.11	1.49
市盈率(倍)					
行业优化市盈率(倍)	28.46	48.03	48.03	48.03	48.03
净利润增长率(%)	204.20%	58.94%	30.25%	76.37%	30.59%
净资产收益率(%)	46.61%	42.56%	37.70%	9.64%	11.29%
总股本(百万股)	15.00	50.00	50.00	66.80	66.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论、价值评估与投资建议

- 强夯法在地基处理方面有显著优势, 未来发展空间广阔: 强夯法强夯地基处理技术具有显著的绿色环保、节能、节材、节地、成本较低、工期较短等特点。该种处理方法不使用钢材、水泥等建材原料, 不仅有助于节能环保, 更能降低业主的地基处理成本, 在 2009 年, 强夯法处理面积占地基处理总面积的 19.90%, 但工程造价却只占 7.02%。
- 公司是高能级强夯领域的龙头: 中化岩土目前业务分为强夯业务、桩基业务和勘察业务。预计 2010 年我国强夯市场容量为 50 亿元左右, 其中高能级强夯(10,000kN.m 以上)市场容量在 5 亿元左右, 公司是该细分市场当之无愧的龙头企业。
- 可观的研发投入和技术水平巩固公司的高能级强夯市场的竞争优势:
  - 公司共有研发人员 43 人, 占员工总数的 20.87%, 其中近半数研发人员具有高级工程师及以上职称。公司核心技术人员 6 人, 均持有公司股份。
  - 公司人才储备带动科研实力的提升, 到目前为止, 公司已获得的专利权共有 6 项。已申请发明专利 4 项、实用新型专利 2 项。
  - 公司近年来科研投入保持在营业收入 3% 左右且逐年提高, 本次募投资金中的一部分也将用于研发中心的投资, 对科研的重视以及投入加大保证了公司在技术上的领先地位, 增强了公司未来市场竞争力。
- 高端市场占有率高、盈利性好:
  - 目前我国中低能级强夯业务市场竞争较为充分(10,000kN.m 以下)。由于中化岩土在强夯高能级领域具有核心竞争优势, 在 2008 年, 10,000kN.m 以上高能级强夯市场中化岩土占有大约 60% 的份额, 其中 15,000kN.m 以上能级强夯市场占有 100% 的份额。
  - 高能级业务的较高市场占有率, 带给公司较高的毛利率, 在 2010 年前三季度, 高能级毛利率达到 52.37%, 这也促使公司在产能受限的情况下, 着重发展高能级业务, 提高收入水平。
- 募投项目缓解公司资金和产能瓶颈:
  - 募集资金主要用于强夯专用设备的购造项目和强夯技术研发中心投资项目。募投项目达产后, 将新增公司的地基处理能力 228 万平米/年, 可以有效的缓解公司产能不足的情况。进一步提高公司拿单能力, 扩大市场份额。

### 价值评估

- 预计 2010-2012 年, 公司归属母公司净利润分别为: 0.43 亿元、0.76 亿元、0.99 亿元, 分别增长 30.25%、76.37%、30.59%, 复合增速为 51.73%; 按总股本计算, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.86 元、1.13 元、1.48 元。高速增长应予以高倍估值, 给予公司 2011 年 30-35 倍 PE, 对应股价区间 33.9-39.55 元。

### 风险因素

- 公司向中低能级强夯市场延伸, 毛利率随之有所降低。

唐笑 分析师 SAC 执业编号: S1130210090001  
(8621)61038229  
tangx@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内强夯地基工程领导者——中化岩土 .....	4
公司主营业务介绍 .....	4
强夯地基处理的历史发展 .....	5
强夯地基处理技术特点 .....	5
公司核心竞争力 .....	6
技术与研发优势 .....	6
品牌优势 .....	8
高端市场优势 .....	9
依托石化行业发展，借力国家政策 .....	10
强夯地基处理工程上下游 .....	10
石油化工行业快速发展 .....	11
下游行业发展，为公司提供广阔发展空间 .....	12
募投项目情况 .....	12
盈利预测与说明 .....	13
股票估值与定价 .....	13

## 图表目录

图表 1: 中化岩土主营业务所处的细分行业 .....	4
图表 2: 中化岩土主营业务所处的细分行业 .....	4
图表 3: 强夯地基处理技术发展阶段 .....	5
图表 4: 强夯地基处理技术能级分类 .....	5
图表 5: 强夯地基处理技术特点 .....	6
图表 6: 2009 年各种地基处理技术在工业和基础设施建设领域市场占比 .....	6
图表 7: 我国主要地基处理方法单位面积造价、工期对比 .....	6
图表 8: 公司员工专业构成 .....	7
图表 9: 公司研发人员的职称情况 .....	7
图表 10: 中化岩土拥有的专利权 .....	7
图表 11: 中化岩土申请的发明专利 .....	7
图表 12: 中化岩土参编的国家和行业标准 .....	7
图表 13: 中化岩土研发经费情况 .....	8
图表 14: 中化岩土与大企业部密切合作 .....	9
图表 15: 中化岩土高能级强夯地基处理业务市场占有率 .....	10
图表 16: 公司不同能级业务毛利率 (%) .....	10
图表 17: 公司高能级业务量占比 (%) .....	10
图表 18: 强夯法上下游 .....	11

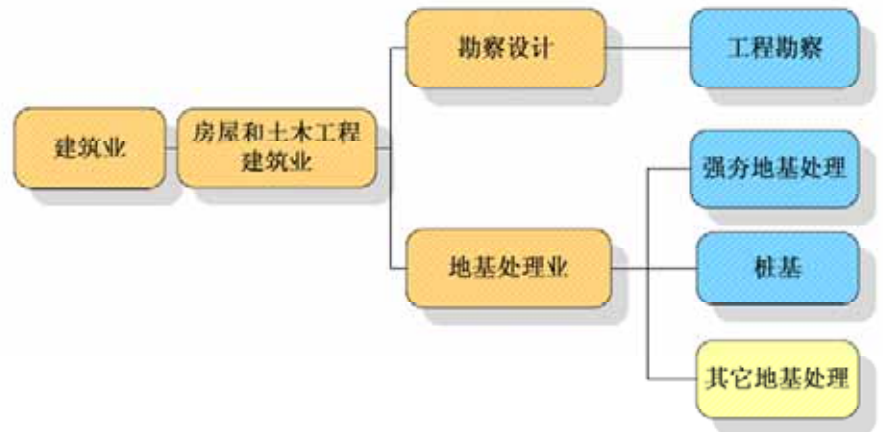
图表 19: 2009 强夯法在工业与基础设施建设主要应用领域市场情况 .....	11
图表 20: 石油化工行业固定资产投资 (亿元) .....	11
图表 21: 2001-2010 原油价格波动 .....	12
图表 22: 各国石油储备天数比较 .....	12
图表 23: 募集资金投资项目新增产能与市场新增产能对比情况测算 .....	12
图表 24: 本次发行募集资金使用 (万元) .....	12
图表 25: 近年来公司产能利用率一直在 100%以上 .....	13
图表 26: 公司收入快速增长 (百万元) .....	13
图表 27: 公司销售及盈利预测 .....	14
图表 28: 三张表摘要 .....	15

## 国内强夯地基工程领导者——中化岩土

### 公司主营业务介绍

- 公司所处行业为房屋和土木工程建筑业中的重要组成部分地基处理行业，主营业务的细分行业为强夯地基处理，为国内石油石化建设项目、国家石油战略储备基地、港口、机场等大型建设项目提供强夯地基处理服务，包括方案设计、技术咨询、工程施工等，是一家具有强夯工艺自主创新和专用设备研发能力的高新技术企业。

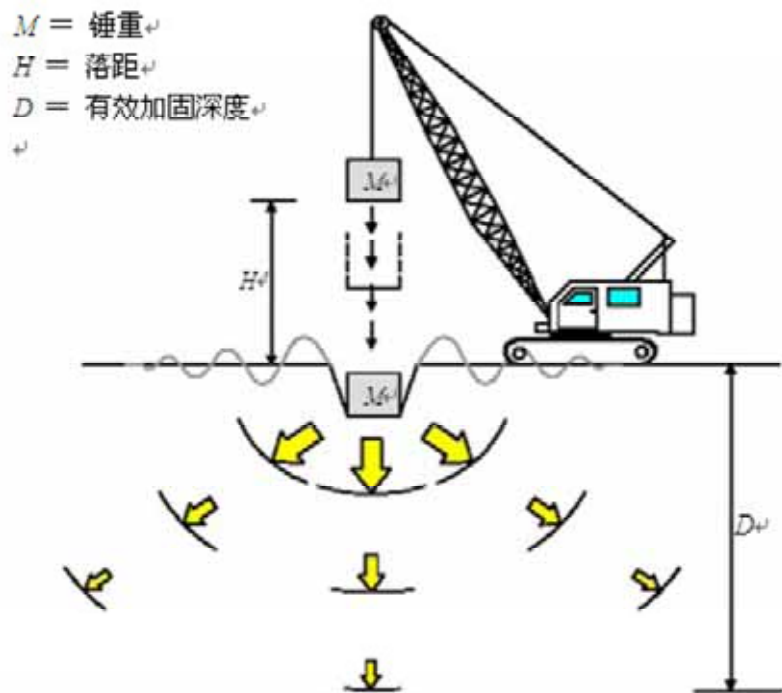
图表1：中化岩土主营业务所处的细分行业



来源：招股说明书 国金证券研究所

- 强夯法是以天然地基作为处理对象，在没有其它材料介入的情况下，通过动力冲击，在地基土中产生冲击波能量，波在传播过程中，使一定深度内的地基土层受到压缩，密实度提高，从而满足承受建筑基础传来的荷载要求，夯击能的大小决定有效处理深度和应用范围。

图表2：强夯法工作示意图

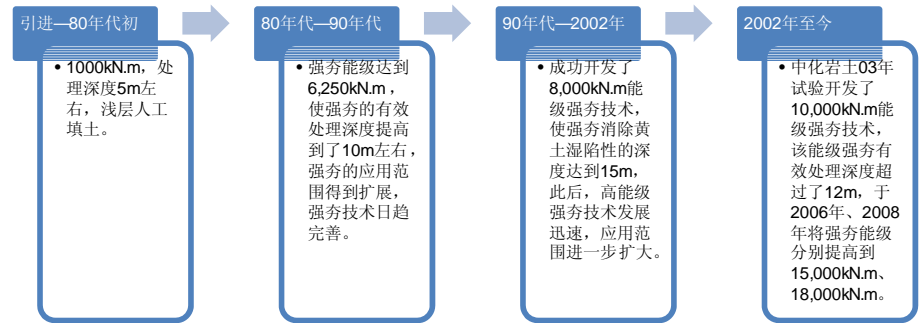


来源：招股说明书 国金证券研究所

### 强夯地基处理的历史发展

- 我国于 1975 年开始引进强夯地基处理技术，1978 年首次在天津新港等工程中试用，此后，该项技术经历了四个阶段发展过程，截至目前，强夯处理技术能级已经达到 18000kN.m，处理深度达 18m。值得一提的是，第四阶段强夯地基处理技术的提升主要是依靠中化岩土技术发展，能级的提高。

图表3：强夯地基处理技术发展阶段



来源：招股说明书 国金证券研究所

- 随着强夯地基处理技术的发展，该技术依据能级水平的高低被划分成 3 个不同级别，不同级别所适用的领域也有所区别，其中高能级强夯技术主要应用于石化工程施工中的生产装置和大型储罐基地。

图表4：强夯地基处理技术能级分类

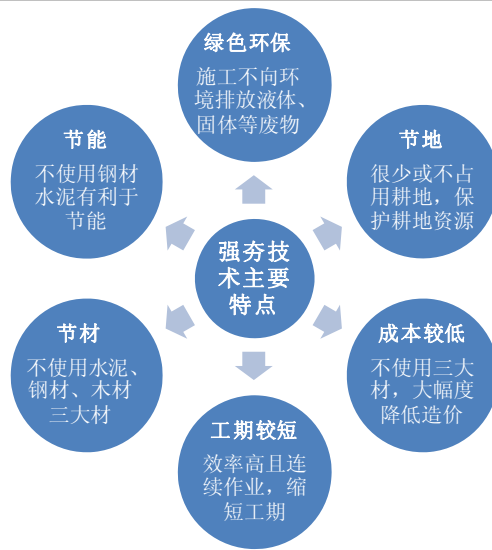
能级名称	强夯能级范围	应用领域
高能级强夯	10,000kN.m以上	石油化工存储与建设等
中能级强夯	4,000kN.m-10,000kN.m	机场、港口、高速公路、电力、钢铁等行业
低能级强夯	4,000kN.m以下	

来源：招股说明书 国金证券研究所

### 强夯地基处理技术特点

- 强夯地基处理技术具有显著的绿色环保、节能、节材、节地、成本较低、工期较短等特点。

图表5：强夯地基处理技术特点



来源：招股说明书 国金证券研究所

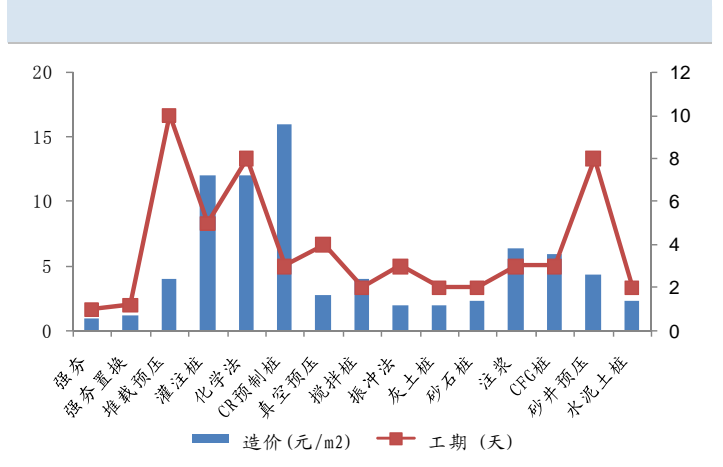
- 强夯地基处理技术的诸多特点均与不使用钢材、水泥等建材原料有关，这不仅有助于节能环保，更能帮助业主在做好地基处理的基础上，大幅度降低成本，在 2009 年，强夯法处理面积占地基处理总面积的 19.90%，但工程造价却只占 7.02%，该优势有助于强夯法在适用领域迅速拓展，抢占业务。此外，强夯法还具有工期短的特点。

图表6：2009 年各种地基处理技术在工业和基础设施建设领域市场占比

地基处理（基础）类型	工程量		工程造价	
	数量(万m <sup>2</sup> )	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
强夯法	7,600	19.9	42	7.02
预压法（包含堆载预压、砂井预压、真空预压3种技术）	2,550	6.68	20	3.34
复合地基（包含挤密碎石桩、灰土桩、振冲桩法、水泥土桩、搅拌桩、柱锤冲扩桩、CFG 桩7种技术）	11,050	28.93	73	12.21
桩基（包含预制桩、灌注桩2种技术）	17,000	44.5	463	77.42
合计	38,200	100	598	100

来源：招股说明书 国金证券研究所

图表7：我国主要地基处理方法单位面积造价、工期对比

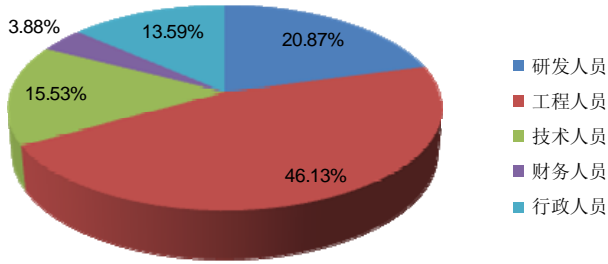


## 公司核心竞争力

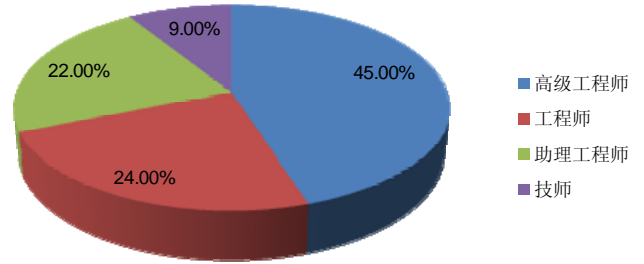
### 技术与研发优势

- 人才是公司发展的基石，中化岩土之所以能垄断高能级业务领域，与他们人才战略息息相关，公司共有研发人员 43 人，占员工总数的 20.87%，其中近半数研发人员具有高级工程师及以上职称，研究生及以上学历 8 人。公司核心技术人员 6 人，均持有公司股份，合适的激励政策避免核心技术人员流失，保持技术上的领先。

图表8: 公司员工专业构成



图表9: 公司研发人员的职称情况



来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 公司人才储备带动科研实力的提升, 到目前为止, 公司已获得的专利权共有 6 项。已申请发明专利 4 项、实用新型专利 2 项。

图表10: 中化岩土拥有的专利权

序号	专利名称	专利权人	专利号	授权公告日	专利类型	取得方式
1	自动平衡式强夯机	中化岩土工程股份有限公	ZL2005102001870.0	2007.12.12	发明专利	受让
2	履带式专用强夯机	中化岩土工程股份有限公司; 大连工程机械研究所	ZL03249130.1	2004.9.5	实用新型专利	申请
3	强夯作业参数自动测量记录分析装置	中化岩土工程股份有限公司; 大连工程机械研究所	ZL200420000453.6	2005.2.9	实用新型专利	申请
4	履带式强夯机 (CGE-1800B)	中化岩土工程股份有限公	ZL200630007919.X	2007.2.21	外观设计专利	申请
5	履带式强夯机 (CGE-1800A)	中化岩土工程股份有限公	ZL200630008143.3	2007.4.4	外观设计专利	申请
6	半履带铰接式强夯机	中化岩土工程股份有限公	ZL201030037590.8	2010.9.1	外观设计专利	申请

来源: 招股说明书 国金证券研究所

图表11: 中化岩土申请的发明专利

序号	专利名称	专利申请人	专利申请号	受理日	专利类型
1	柱锤联合平锤高能级复合强夯置换墩方法及其应用	中化岩土工程有限公司; 上海申元岩土工程有限公司	200810042220.5	2008.9.1	发明专利
2	长桩短墩复合地基处理方法	中化岩土工程有限公司; 上海现代建筑设计(集团)有限公司; 上海申元岩土工程有限公司	200910053457.8	2009.6.23	发明专利
3	一种带锤自由下落式强夯机的起升	中化岩土工程股份有限公司	200910265419.9	2009.12.28	发明专利
4	一种带锤自由下落式强夯机的起升	中化岩土工程股份有限公司	200920350059.8	2009.12.28	实用新型
5	自由下落式卷扬机的速度控制方法及实施该方法的装置	中化岩土工程股份有限公司	201010002213.X	2010.1.6	发明专利
6	自由下落式卷扬机的速度控制装置	中化岩土工程股份有限公司	201020002108.1	2010.1.6	实用新型

来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 参加国家标准和行业标准的制定工作彰显了公司的实力和行业内地位, 这既有助于梳理公司业务标准, 又树立了公司品牌, 得到业主以及同行们的认可。

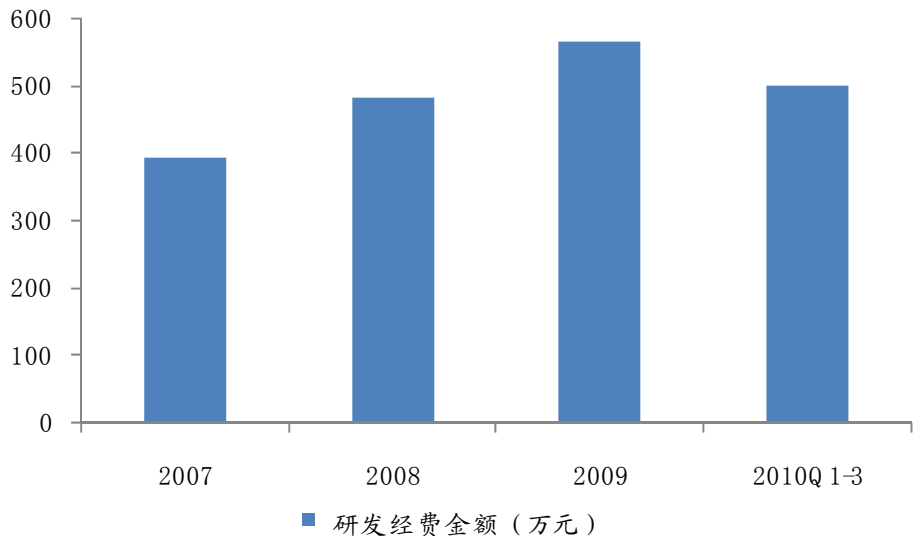
图表12: 中化岩土参编的国家和行业标准

序号	标准名称	起草参与	级别	标准编号	备注
1	《高能级强夯施工工法》	起草	国家一级工法	GJYJGF100-2008	已完成
2	《石油化工钢储罐地基处理技术规范》	参与	国家标准	SH/T3083-	报批中
3	《建筑地基处理技术规范》(修订版)	参与	国家行业标准	JGJ79-	编制中
4	《履带式强夯机技术标准》	起草	省级标准	Q/DXYTG001-2009	已完成

来源：招股说明书 国金证券研究所

- 公司在高能级地基处理技术上优势为中低能级技术的研发奠定了基础，当前公司已经生产出不脱钩自由下落式强夯施工设备样机，待试用成功后，便可以应用于 8000kN.m 以下的中低能级地基处理业务，该项技术应用效率是传统技术的 4 倍，未来必将增强公司在中低能级领域的竞争实力，抢占更多的市场份额。
- 公司近年来研发投入保持在营业收入 3%左右且逐年提高，本次募投资金中的一部分也将用于研发中心的投资，对科研的重视以及投入加大保证了公司在技术上的领先地位，增强了公司未来市场竞争力。

图表13：中化岩土研发经费情况



来源：招股说明书 国金证券研究所

### 品牌优势

- 技术优势帮助公司垄断了高能级业务市场，为公司树立了行业品牌，进而吸引大型公司与其合作，大型项目的合作有助于提高公司的技术，增强作业经验，进一步强化公司品牌，这种正向循环累计作用的不断强化，为公司带来越来越多的客户和订单。
- 公司当前的主要客户为中国石油、中国石化、中国海油、中船重工、大唐电力、大连港、壳牌润滑油、中国港湾工程有限公司等大型企业集团。彼此良好关系的确立，有助于公司未来承接更多的项目，达到双赢多赢的局面，此外，大型企业集团信誉较好，虽然公司应收账款占比较高，但财务风险相对较小。

图表14: 中化岩土与大企业部密切合作

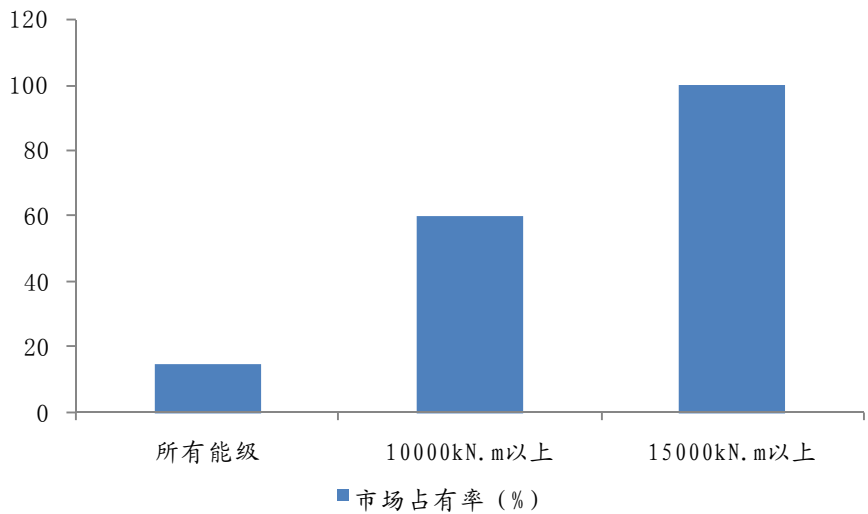
业主	项目	工程能级
中石油	中石油安庆含硫原油加工适应性改造及油品质量升级工程炼油新区地基处理工程	12000kN.m能级强夯
	中石油管道日照首站地基处理工程	15000kN.m能级强夯
	中石油商业储备大连石化油库项目新港北库库区总图工程地基处理工程	15000kN.m能级强夯
	中石油珠海物流仓储强夯工程	18000kN.m能级强夯
	中石油抚顺石化100万吨/年乙烯改扩建工程	8000kN.m能级强夯(置换)
	中石油铁岭地区原油商业储备库地基强夯工程	8000kN.m能级强夯(置换)
	中石油广西石化1000万吨/年炼油项目地基工程	15000kN.m能级强夯(置换)
	中石油广西石化附属建筑地基加固处理施工	8000kN.m能级强夯
	中石油锦州石化10万立方米原油储罐地基工程	强夯
	中石化	中石化普光气田净化厂西区三通一平地基工程
中石化普光气田天然气净化厂地基处理工程		8000kN.m能级强夯
中海油	中海油大亚湾石化区原有灌区扩容工程强夯(原油罐区三标段)	12000kN.m能级强夯
	中海油南海深水项目地基处理工程	15000kN.m能级强夯
	中海油惠州炼油项目强夯地基处理工程	12000kN.m能级强夯
	中海油惠州炼油项目马鞭州强夯施工	12000kN.m能级强夯
中化集团	中化泉州石化项目青兰山原料油罐区地基强夯处理施工承包工程(第I标段)	15000kN.m能级强夯
	中化泉州石化主厂区装置区强夯工程	8000kN.m能级强夯
	中化格力南迳湾化工品仓储项目地基强夯工程	10000kN.m能级强夯
壳牌	壳牌中国珠海润滑脂新建项目强夯工程	6000kN.m能级强夯
	壳牌(珠海)润滑油有限公司PRD2项目	6000kN.m能级强夯

来源: 招股说明书 国金证券研究所

### 高端市场优势

- 目前我国参与中低能级强夯业务的企业较多, 市场竞争较为充分。而中化岩土主要从事高能级强夯地基处理业务, 与其竞争的只有中国石油工程建设公司、山西省机械施工公司和中石化北京东方新星石化工程股份有限公司三家公司。除中化岩土以外的三家企业实际从事的主要还是中低能级强夯业务, 较少参与高能级强夯业务的市场竞争。国际上能进行高能级工程施工的企业主要为梅纳公司。但目前其业务还没有进入中国, 由于有政策标准等壁垒存在, 梅纳公司近两年内不会对公司拿单、收入产生任何影响。
- 中化岩土目前业务分为强夯业务、桩基业务和勘察业务。由于中化岩土在强夯高能级领域具有核心竞争优势, 在2008年, 10,000kN.m以上高能级强夯市场中化岩土占有大约60%的份额, 其中15,000kN.m以上能级强夯市场占有100%的份额。

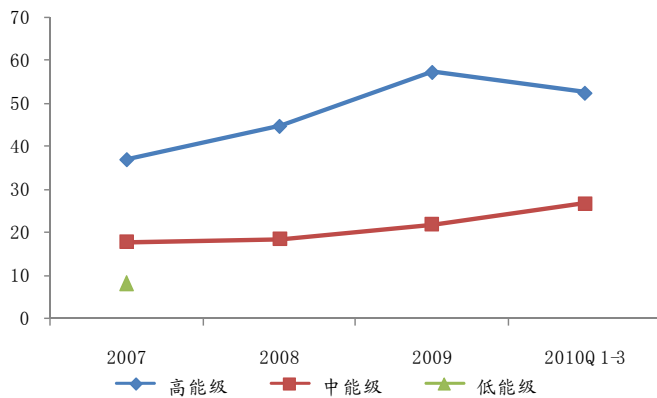
图表15: 中化岩土高能级强夯地基处理业务市场占有率



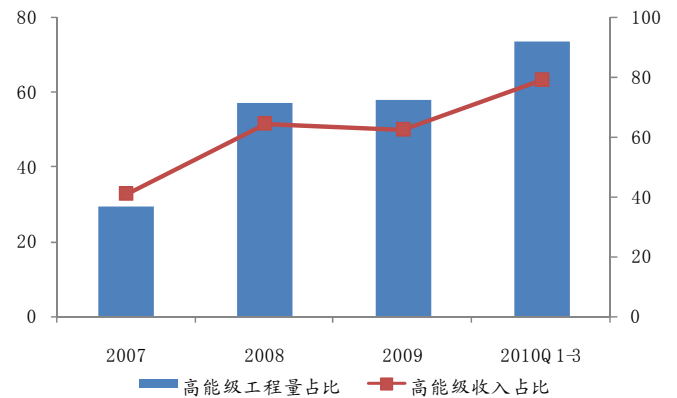
来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 高能级业务的较高市场占有率, 带给公司较高的毛利率, 在 2010 年前三季度, 高能级毛利率达到 52.37%, 这也促使公司在产能受限的情况下, 着重发展高能级业务, 提高收入水平。

图表16: 公司不同能级业务毛利率 (%)



图表17: 公司高能级业务量占比 (%)



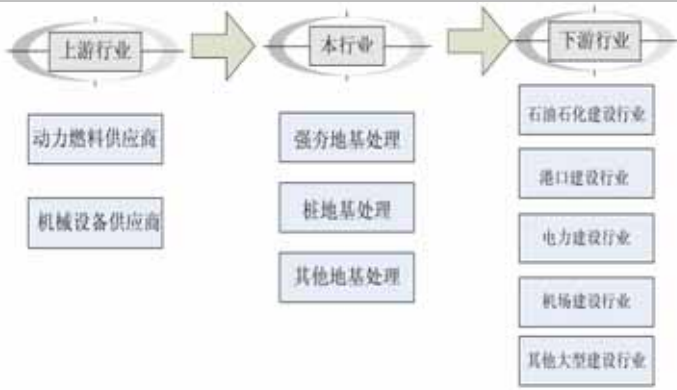
来源: 招股说明书 国金证券研究所

## 依托石化行业发展, 借力国家政策

### 强夯地基处理工程上下游

- 中化岩土的上游行业主要为工程机械供应商、油料供应商、辅助材料供应商、设备租赁商等。上游产业集中度较低, 市场化程度较高、市场供应充足, 对公司所处行业影响不大。
- 公司的下游企业主要为石油储备、石油化工、港口、机场等大型项目的投资企业或业主。下游行业的快速发展将为强夯地基处理行业提供有力的市场支撑, 其景气程度为建筑地基处理行业的发展提供了机遇。
- 2009 年强夯法工程处理量为 7600 万平米, 工程造价 42 亿元, 其中涉及石油化工领域面积为 2760 万平米, 造价为 21 亿元, 占工程总造价的 50%。可以说石油化工是强夯法最重要的施工领域, 该领域的发展速度, 直接影响着公司未来的收益。

图表18: 强夯法上下游



来源: 招股说明书 国金证券研究所

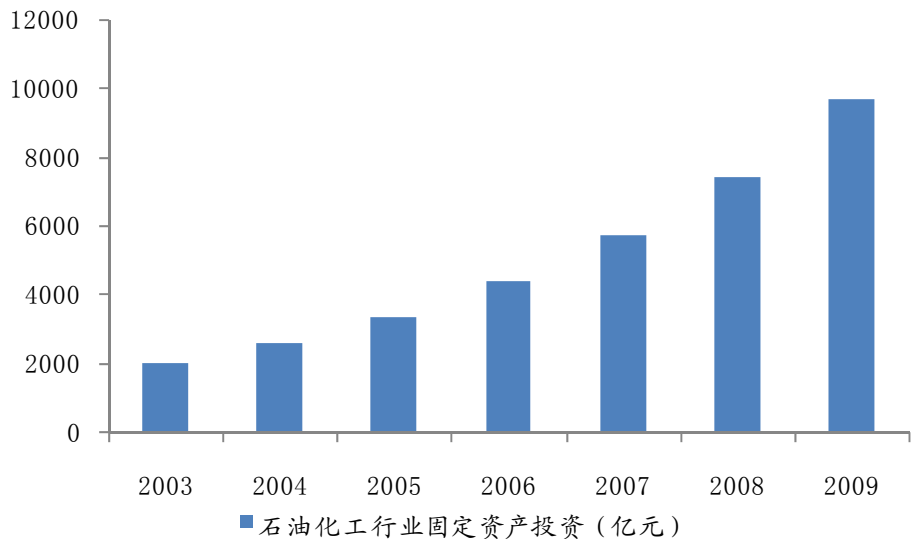
图表19: 2009 强夯法在工业与基础设施建设主要应用领域市场情况

应用领域	工程量 (万m <sup>2</sup> )	工程造价 (亿元)
机场	1,800	8
港口	2,040	9
石油储备	620	5
天然气储备	290	2
炼油	1,000	8
化工	850	6
高速公路	750	3
电厂	250	1
合计	7,600	42

### 石油化工行业快速发展

- 国民经济的发展增加了对石油石化产品的需求, 推动了石油石化建设行业的高速发展。2003~2009 年石油石化行业固定资产投资平均年增长率为 30%以上, 一直保持高比例增长态势。

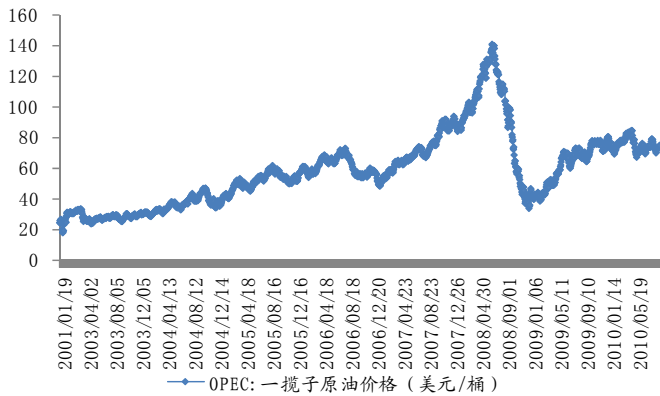
图表20: 石油化工行业固定资产投资 (亿元)



来源: 国金证券研究所

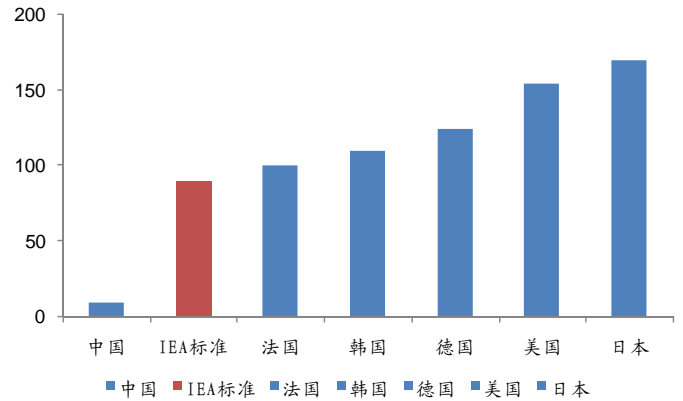
- 我国石油消费量从 2004 年的 3.2 亿吨增长到 2009 年的 4.08 亿吨, 增长幅度达 28%, 由此导致我国石油加工量和进口量不断增加, 原油加工量已由 2003 年的 24,255 万吨增加至 2008 年的 34,207 万吨, 增幅达 41.03%, 而石油进口量自 2001 年的 6,036 万吨迅速增长到 2009 年的 2.038 亿吨, 共增加了 237.61%。目前, 我国已经成为继美国之后的第二大石油进口国, 对外依存度达 51.18%。加快石油炼化能力和实现炼化一体化成为我国石油石化建设的当务之急。
- 国际油价的大幅波动, 世界上主要石油消费国都建立了大量的储备, 以稳定供求关系、平抑市场价格、应对突发事件。国际能源机构 (IEA) 规定 90 天净进口量为一个国家石油储备量标准。当前发达国家储备天数都在百天以上, 而我国石油储备远远低于此标准。2009 年出台的《石化产业调整和振兴规划》, 目标是建立国家、地方和商业储备的三级储备体系, 未来 10 年争取建成相当于 90 天原油进口量的国家战略储备能力。为此, 国家计划 2010 年进行总计 600 万吨、2011 年 1000 万吨储备库的建设。

图表21: 2001-2010 原油价格波动 ( )



来源: 国金证券研究所

图表22: 各国石油储备天数比较



下游行业发展, 为公司提供广阔发展空间

- 2009 年强夯地基处理面积为 7600 万平方米, 产值 42 亿元, 预计 2010 年处理面积将达到 1 亿平方米, 产值 50 亿元, 在 2011-2012 年间, 应用强夯法处理的土地面积增速将会进一步加快, 预计这两年间处理的土地面积将达到 3 亿平方米, 产值将达到 170 亿元。如果以高能级强夯业务产值占总产值 10% 比例来算, 那么在 2011-2012 年间, 将会有 17 亿元业务量属于高能级强夯处理技术。当前, 公司垄断了高能级市场 60% 的业务量, 但 09 年全年总收入仅 1.9 亿元, 因此未来高能级市场对公司来说是非常广阔的。
- 在考虑公司募投项目新增产能的情况下, 仅以石油化工市场未来增长来看, 自 2012 年, 石油化工行业新增业务量大于募投项目达产后新增的地基处理量。而且当前, 石油石化建设行业的强夯处理量仅占全国强夯总处理量的 20% 左右, 因此未来市场对于公司来说足够广阔。

图表23: 募集资金投资项目新增产能与市场新增产能对比情况测算

项目	建设期			达产期	
	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
国内石油、化工行业市场总容量	1,437.50	1,796.88	2,246.09	2,807.62	3,509.52
新增市场容量 (注1)	287.5	646.88	1,096.09	1,657.62	2,359.52
按公司市场占有率计算的公司新增业务量 (注2)	43.13	97.03	164.41	248.64	353.93
本项目新增产能	-	134	228	228	228

来源: 招股说明书 国金证券研究所

注 1: 新增市场容量=测算期市场容量-基期市场容量 (2008 年市场容量: 1,150 万平米/年)。

注 2: 按公司目前 15% 市场占有率计算的公司预计新增业务量=行业新增容量 × 15%。

募投项目情况

- 本次拟向社会公众公开发行 1680 万股人民币普通股, 募集资金主要用于强夯专用设备的购造项目和强夯技术研发中心投资项目。

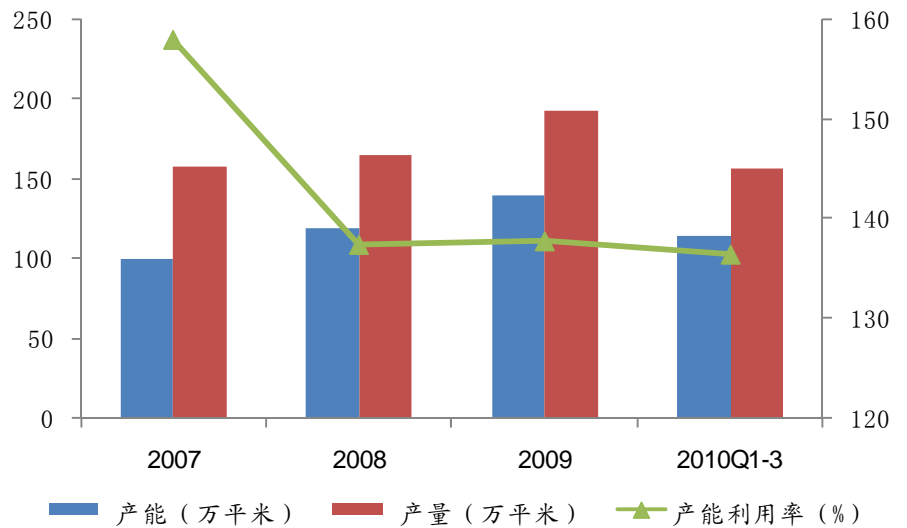
图表24: 本次发行募集资金使用 (万元)

序号	项目名称	总投资额 (万元)	募集资金使用额 (万元)
1	强夯专用设备购造项目	15,578.92	15,578.92
2	强夯技术研发中心投资项目	1,320.00	1,320.00
合计		16,898.92	16,898.92

来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 公司募集资金投资项目达产后, 将新增公司的地基处理能力 228 万平米/年, 可以有效的缓解公司产能不足的情况。进一步提高公司拿单能力, 扩大市场份额。

图表25: 近年来公司产能利用率一直在 100% 以上

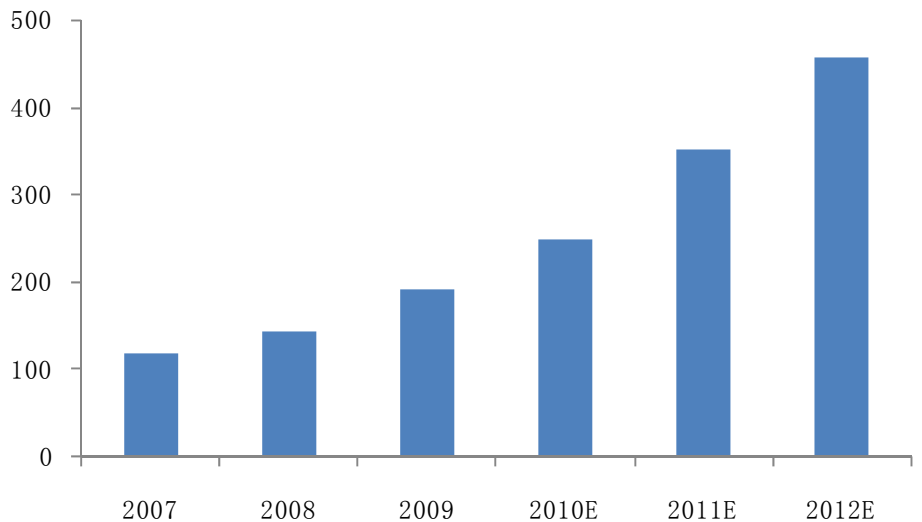


来源: 招股说明书 国金证券研究所

### 盈利预测与说明

- 如前所述, 预计 2010 年全国强夯市场容量在 50 亿元左右, 高能级 (10000Kn.m) 市场容量 5 亿元左右, 公司的强夯收入为 1.8 亿元左右, 市场占有率 3.6% 左右, 高能级市场占有率 36%。
- 公司成功上市之后, 解决短期内的资金和产能瓶颈; 纵向来看, 有助于公司巩固高能级强夯的竞争优势, 向中低能级强夯市场延伸; 横向来看, 有助于公司在实现地域上的快速扩张。借助于资本市场, 中化岩土将持续快速增长。

图表26: 公司收入快速增长 (百万元)



来源: 招股书 国金证券研究所

### 股票估值与定价

- 预计 2010-2012 年, 公司归属母公司净利润分别为: 0.43 亿元、0.76 亿元、0.99 亿元, 分别增长 30.25%、76.37%、30.59%, 复合增速为 51.73%; 按总股本计算, 全面摊薄后 EPS 分别为 0.86 元、1.13 元、1.48

元。高速增长应予以高倍估值，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，对应股价区间 33.9-39.55 元。

图表27：公司销售及盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>强夯业务</b>						
销售收入（百万元）	94.49	108.88	139.87	181.83	263.65	342.74
增长率（YOY）		15.24%	28.46%	30.00%	45.00%	30.00%
毛利率	24.00%	35.28%	43.93%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本（百万元）	71.81	70.47	78.42	103.64	150.28	195.36
增长率（YOY）		-1.87%	11.29%	32.16%	45.00%	30.00%
毛利（百万元）	22.68	38.41	61.44	78.19	113.37	147.38
增长率（YOY）		69.40%	59.95%	27.25%	45.00%	30.00%
占总销售额比重	80.42%	76.51%	73.34%	73.53%	75.06%	75.22%
占主营业务利润比重	95.32%	93.71%	96.37%	95.53%	95.89%	95.95%
<b>桩基业务</b>						
销售收入（百万元）	21.90	27.01	44.44	57.78	78.00	101.40
增长率（YOY）		23.35%	64.56%	30.00%	35.00%	30.00%
毛利率	4.70%	8.89%	4.44%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本（百万元）	20.87	24.61	42.47	54.89	74.10	96.33
增长率（YOY）		17.93%	72.60%	29.24%	35.00%	30.00%
毛利（百万元）	1.03	2.40	1.97	2.89	3.90	5.07
增长率（YOY）		133.32%	-17.81%	46.40%	35.00%	30.00%
占总销售额比重	18.63%	18.98%	23.31%	23.37%	22.21%	22.25%
占主营业务利润比重	4.33%	5.86%	3.10%	3.53%	3.30%	3.30%
<b>勘察业务</b>						
销售收入（百万元）	1.11	6.43	6.39	7.67	9.58	11.50
增长率（YOY）		477.06%	-0.59%	20.00%	25.00%	20.00%
毛利率	7.55%	2.76%	5.29%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本（百万元）	1.03	6.25	6.05	6.90	8.63	10.35
增长率（YOY）		506.96%	-3.18%	14.03%	25.00%	20.00%
毛利（百万元）	0.08	0.18	0.34	0.77	0.96	1.15
增长率（YOY）		110.95%	90.53%	126.84%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	0.95%	4.52%	3.35%	3.10%	2.73%	2.52%
占主营业务利润比重	0.35%	0.43%	0.53%	0.94%	0.81%	0.75%
销售总收入（百万元）	117.49	142.32	190.70	247.27	351.23	455.64
销售总成本（百万元）	93.71	101.33	126.95	165.43	233.01	302.05
毛利（百万元）	23.79	40.99	63.75	81.84	118.23	153.60
平均毛利率	20.25%	28.80%	33.43%	33.10%	33.66%	33.71%

来源：国金证券研究所

图表28: 三张表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>117</b>	<b>142</b>	<b>191</b>	<b>247</b>	<b>351</b>	<b>456</b>	货币资金	13	9	19	70	611	645
增长率		21.1%	34.0%	29.7%	42.0%	29.7%	应收款项	42	46	83	75	107	138
<b>主营业务成本</b>	<b>-94</b>	<b>-101</b>	<b>-127</b>	<b>-165</b>	<b>-233</b>	<b>-302</b>	存货	8	20	10	23	32	41
%销售收入	<b>79.8%</b>	<b>71.2%</b>	<b>66.6%</b>	<b>66.9%</b>	<b>66.3%</b>	<b>66.3%</b>	其他流动资产	4	12	3	5	7	8
<b>毛利</b>	<b>24</b>	<b>41</b>	<b>64</b>	<b>82</b>	<b>118</b>	<b>154</b>	流动资产	67	87	115	173	757	833
%销售收入	<b>20.2%</b>	<b>28.8%</b>	<b>33.4%</b>	<b>33.1%</b>	<b>33.7%</b>	<b>33.7%</b>	%总资产	<b>86.5%</b>	<b>76.5%</b>	<b>77.2%</b>	<b>70.9%</b>	<b>84.4%</b>	<b>81.8%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	长期投资	1	1	2	3	2	2
%销售收入	<b>3.3%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	固定资产	9	25	28	53	113	149
<b>营业费用</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	%总资产	<b>11.2%</b>	<b>21.7%</b>	<b>19.0%</b>	<b>21.8%</b>	<b>12.7%</b>	<b>14.6%</b>
%销售收入	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	无形资产	0	0	3	13	23	33
<b>管理费用</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	非流动资产	11	27	34	71	140	185
%销售收入	<b>7.5%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.0%</b>	%总资产	<b>13.5%</b>	<b>23.5%</b>	<b>22.8%</b>	<b>29.1%</b>	<b>15.6%</b>	<b>18.2%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>10</b>	<b>24</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>101</b>	<b>资产总计</b>	<b>78</b>	<b>113</b>	<b>148</b>	<b>244</b>	<b>897</b>	<b>1,018</b>
%销售收入	<b>8.7%</b>	<b>16.7%</b>	<b>21.4%</b>	<b>20.6%</b>	<b>21.7%</b>	<b>22.2%</b>	短期借款	0	0	3	51	0	0
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	应付款项	46	63	60	62	87	113
%销售收入	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-2.8%</b>	其他流动负债	8	6	8	17	24	28
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	54	69	71	130	111	142
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	<b>3.5%</b>	<b>1.3%</b>	<i>n.a</i>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>负债</b>	<b>54</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>130</b>	<b>111</b>	<b>143</b>
<b>营业利润</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>89</b>	<b>116</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>24</b>	<b>44</b>	<b>77</b>	<b>114</b>	<b>785</b>	<b>876</b>
营业利润率	<b>7.8%</b>	<b>17.0%</b>	<b>19.8%</b>	<b>20.3%</b>	<b>25.3%</b>	<b>25.4%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>78</b>	<b>113</b>	<b>148</b>	<b>244</b>	<b>897</b>	<b>1,018</b>
<b>税前利润</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>89</b>	<b>116</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	<b>7.8%</b>	<b>17.0%</b>	<b>20.1%</b>	<b>20.4%</b>	<b>25.4%</b>	<b>25.5%</b>		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>所得税</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	<b>26.1%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	每股收益	0.454	1.382	0.659	0.859	1.514	1.977
<b>净利润</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>76</b>	<b>99</b>	每股净资产	1.583	2.966	1.549	2.277	11.758	13.108
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	1.249	1.385	0.333	0.947	1.113	1.489
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>76</b>	<b>99</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	<b>5.8%</b>	<b>14.6%</b>	<b>17.3%</b>	<b>17.4%</b>	<b>21.6%</b>	<b>21.7%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	28.70%	46.61%	42.56%	37.70%	9.64%	11.29%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	8.74%	18.31%	22.21%	17.58%	8.44%	9.71%
<b>净利润</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>76</b>	<b>99</b>	投入资本收益率	31.81%	45.72%	43.50%	26.22%	8.23%	9.81%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	主营业务收入增长率	N/A	21.13%	34.00%	29.66%	42.04%	29.73%
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	EBIT增长率	N/A	132.24%	71.76%	24.93%	49.37%	33.02%
<b>营运资金变动</b>	<b>7</b>	<b>-3</b>	<b>-23</b>	<b>-3</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	净利润增长率	N/A	204.20%	58.94%	30.25%	76.37%	30.59%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>47</b>	<b>74</b>	<b>99</b>	总资产增长率	N/A	45.25%	31.01%	64.53%	267.25%	13.56%
<b>资本开支</b>	<b>-5</b>	<b>-25</b>	<b>-12</b>	<b>-43</b>	<b>-79</b>	<b>-60</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	58.6	100.8	113.2	100.0	100.0	100.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	存货周转天数	16.2	50.8	42.8	50.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5</b>	<b>-26</b>	<b>-9</b>	<b>-43</b>	<b>-77</b>	<b>-58</b>	应付账款周转天数	81.0	156.9	127.3	102.0	102.0	102.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>605</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	27.1	55.2	53.4	62.0	95.8	94.0
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>48</b>	<b>-51</b>	<b>1</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	净负债/股东权益	-57.58%	-20.33%	-20.78%	-16.49%	-77.83%	-73.60%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>46</b>	<b>544</b>	<b>-8</b>	EBIT利息保障倍数	-1,894.3	-527.5	149.3	59.3	-6.7	-7.8
<b>现金净流量</b>	<b>10</b>	<b>-5</b>	<b>10</b>	<b>51</b>	<b>541</b>	<b>34</b>	资产负债率	69.54%	60.72%	47.81%	53.36%	12.40%	14.00%

来源: 国金证券研究所

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;  
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;  
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;  
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;  
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室