



2010 年 01 月 12 日 星期二

柘中建设
(002346.SZ)

新股定价

建议询价区间:
14.04-17.16 元

发行上市资料

发行价格(元)

发行后总股本(万股)

13500

发行前财务数据

每股净资产(元)

2.01

净资产收益率(%)

15.17

资产负债率(%)

41.76

网上发行日期

2010.01.18

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师

丁晨、涂力磊

Tel: (8621) 68766624

(8621) 58306749

Fax: (8621) 58318543

Email:

dingcher@qlzq.com.cn

tull@qlzq.com.cn

柘中建设(002346.SZ)新股询价报告:

核心优势难复制, 产能扩张正当时

投资要点:

- 公司是国内预应力混凝土管桩行业龙头。主要从事预应力高强度混凝土管桩(PHC管桩)的生产与销售。目前公司为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管桩重要生产企业之一,同时为国内Φ600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管桩经上海市科技情报所进行水平检索,被认定为国际先进水平,并持有英国UKAS认证的ISO9001:2000质量体系认证证书。
- 产品结构以大直径PHC管桩为主,综合毛利率较高。大直径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,目前市场呈现供不应求的局面,产品的价格相对较高,利润空间相对较大,为目前国内预应力混凝土管桩企业的主要发展方向。公司已经形成了以Φ600以上大直径PHC管桩为主,Φ600(含)以下小直径PHC管桩为辅的生产经营格局,因此公司主营业务保持了较高的综合毛利率。
- 公司具有核心技术优势、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,使公司能够充分依靠并利用黄浦江及长江流域的黄金水道,产品水运极为方便。同时公司经过多年的探索和积累,已经研究出一套优化混凝土设计配合比的特有技术,通过了ISO9001:2000质量体系认证,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。
- 募集资金解决大直径PHC管桩的产能瓶颈,以适应市场和公司发展的需求。本次募集资金到位后,公司将对现有部分大直径PHC管桩车间的改扩建,解决产能瓶颈;同时增强配套的水运能力;新建企业产品研发中心以满足业务发展的需要。公司将进入快速发展期。
- 估值和投资建议:按发行后13500万股计算,我们预计公司09、10和11年EPS分别为0.39、0.57、0.80元,公司属于建筑建材行业中的细分行业——水泥制造业,因此我们选取建材行业在中小板上市的比较有代表性的公司作为可比公司,参考可比公司市盈率的算术平均值,我们取45-55倍的PE,二级市场合理价位区间是17.55-21.45元,假设发行价格较二级市场价格折让20%,建议询价区间为14.04-17.16元。



财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	213.83	313.09	325.76	301.10	468.72	653.39
增长率	-	46.42%	4.05%	-7.57%	55.67%	39.40%
归属母公司股东净利润	26.70	50.57	47.41	52.54	77.24	108.57
增长率	-	89.39%	-6.24%	10.82%	47.00%	40.56%
每股收益 (EPS)	0.31	0.47	0.51	0.39	0.57	0.80
销售毛利率	26.57%	30.63%	28.06%	29.80%	27.30%	27.40%
销售净利率	12.49%	16.15%	14.56%	17.45%	16.48%	16.62%

数据来源: 齐鲁证券研究所



正文目录

一、公司简介	- 4 -
1、国内预应力混凝土管桩行业龙头	- 4 -
2、主业分析：以大直径 PHC 管桩为主，保持较高的综合毛利率	- 4 -
3、股权结构	- 5 -
二、预应力混凝土管桩行业分析	- 7 -
1、行业概况	- 7 -
2、PHC 管桩是我国最主要的桩基材料	- 7 -
2、大直径 PHC 管桩市场前景广阔	- 8 -
3、大直径 PHC 管桩进入壁垒高，供不应求	- 9 -
三、公司主要竞争优势分析	- 9 -
1、区域及水运优势	- 9 -
2、核心技术优势	- 9 -
四、募集资金项目分析	- 10 -
五、公司财务状况分析	- 11 -
1、短期偿债风险较大	- 11 -
2、持续盈利能力较强	- 11 -
六、盈利预测与投资建议	- 12 -
1、盈利预测	- 12 -
2、投资建议	- 13 -
七、风险提示	- 14 -

图目录

图 1：公司主营收入构成（按产品）	- 5 -
图 2：公司主营收入构成（按地区）	- 5 -
图 3：产品毛利率水平变化	- 5 -
图 4：公司发行前股权结构	- 6 -
图 5：产品毛利率水平变化	- 12 -

表目录

表 1：本次发行前后的股本结构	- 6 -
表 2：“十一五”我国水路交通需求预测	- 8 -
表 3：募集资金项目	- 11 -
表 4：公司偿债能力指标	- 11 -
表 5：盈利预测	- 13 -
表 6：可比公司市盈率	- 13 -



一、公司简介

1、国内预应力混凝土管桩行业龙头

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。

PHC 管桩体现了我国当代混凝土的技术进步和混凝土制品高新工艺水平，早在 1993 年就被国家建设部列为在全国重点推广产品，其生产工艺被列入国家《建设事业“十一五”重点推广技术领域》。PHC 管桩因其单桩承载力高、设计选用范围广、沉桩质量可靠等综合优势明显，目前已取代传统混凝土方桩及其他现场灌注桩型成为国内建筑项目工程中最主要的桩基础材料。而高端的大直径 PHC 管桩产品由于单位造价优势明显且无需高额的日常维护费用，已逐步取代钢管桩，成为目前国内沿海沿江港口、码头、大跨度桥梁、船坞船台等大型水上工程采用的主要桩基础材料之一。

目前公司为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 管桩重要生产企业之一，同时为国内 $\Phi 600$ 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 管桩经上海市科技情报所进行水平检索，被认定为国际先进水平，并持有英国 UKAS 认证的 ISO9001:2000 质量体系认证证书。

公司管桩产品先后运用于宝钢股份、大连 STX 造船厂、马来西亚槟城港集装箱码头 A3 工程、沪杭高速铁路、国家战略储备油库白沙湾基地、外高桥三海集装箱码头、南通黄海大桥、长江隧桥工程码头、同盛物流园区、外高桥国家储备粮基地（良友集团）、振华港机长兴岛基地、上海燃气集团液化天然气（LNG）专用码头等诸多重大工程，并广受用户好评。

2、主业分析：以大直径 PHC 管桩为主，保持较高的综合毛利率

公司建有 $\Phi 600$ （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，已形成了 $\Phi 600$ （含）以下小直径 PHC 管桩年产 120 万平方米、 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩年产 80 万平方米的生产能力。

公司 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩产品的生产与销售比重逐年上升，2008 年大直径 PHC 管桩的销售收入占公司营业收入的比重已达到 80%，2009 年上半年公司大直径 PHC 管桩销售收入占公司营业收入的比重已经达到了 95% 以上，同时毛利率水平也在不断提高，而 $\Phi 600$ （含）以下小直径 PHC 管桩毛利率却骤降。目前，公司已经形成了以 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩为主， $\Phi 600$ （含）以下小直径 PHC 管桩为辅的生产经营格局，因此公司主营业务保持了较高的综合毛利率。随着本次募集资金项目的建设投产，公司将进一步扩展大直径 PHC 管桩的生产能力，从而进一步巩固公司在国内大直径 PHC 管桩领域的龙头地位。



图 1: 公司主营收入构成 (按产品)

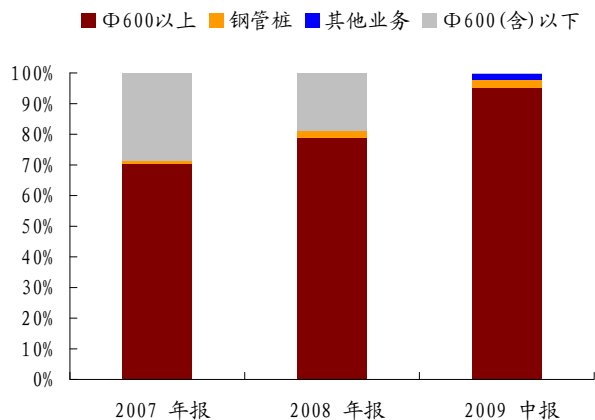
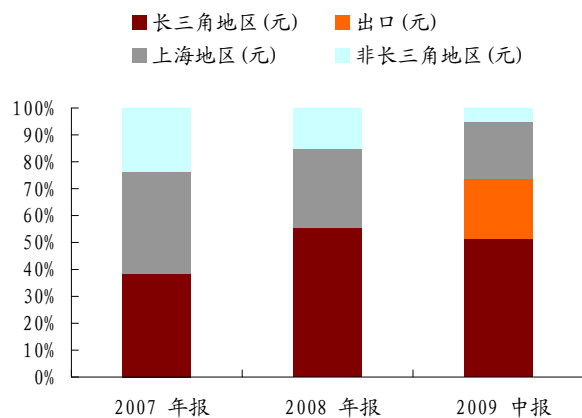


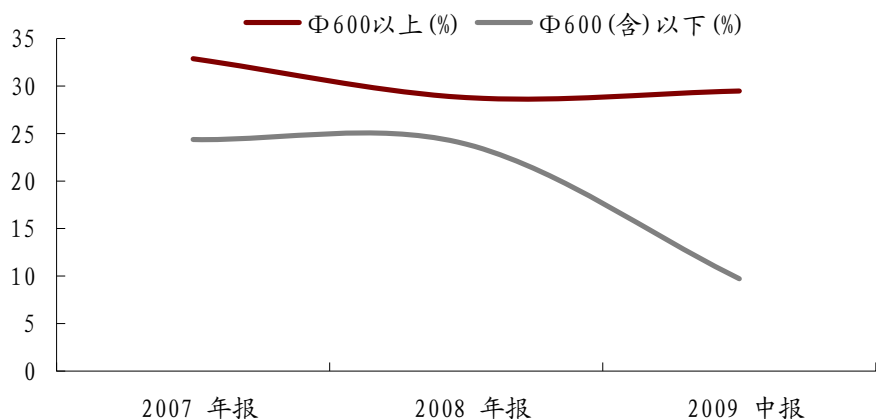
图 2: 公司主营收入构成 (按地区)



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图 3: 产品毛利率水平变化



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

3、股权结构

公司控股股东为上海柘中(集团)有限公司,持有公司 9,510 万股股份,占本次发行前总股本的 95.1%。柘中集团成立于 1996 年 2 月 14 日,注册资本 6,666 万元,实收资本 6,666 万元,法定代表人陆仁军,主要从事实业投资、国内贸易(除专项规定),高低压电器开关成套设备、变压器、电线电缆、电工绝缘产品、电子产品的生产与销售。

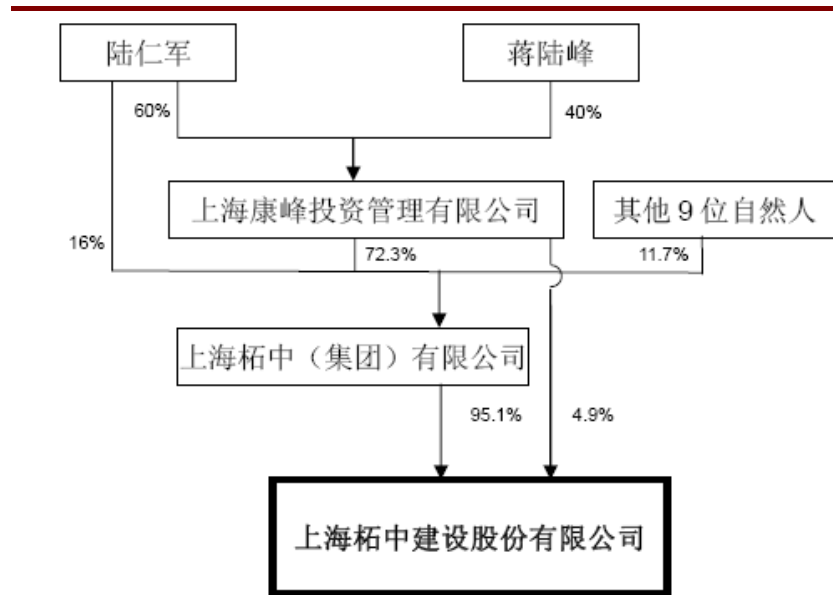
公司实际控制人为陆仁军、蒋陆峰父子,两人通过控制康峰投资和柘中集团为公





司实际控制人并合计间接享有公司 88.87% 的权益，对公司经营决策具有重大影响。本次股票发行成功后，上述实际控制人间接享有公司的权益比例将不低于 65.83%。

图 4：公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

表 1：本次发行前后的股本结构

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，齐鲁证券研究所



二、预应力混凝土管桩行业分析

1、行业概况

预应力混凝土管桩作为建筑物的重要桩基材料之一，其行业发展过程与我国整体国民经济发展具有紧密的正相关性。上世纪后期至今，我国国内经济的整体持续高速发展，城市化进程的日益加快、国家大力度的基础建设投资、房地产行业的整体复苏乃至繁荣以及近几年来国家加大港口建设、电力设施所带来的巨大的市场需求，直接导致了目前我国预应力混凝土管桩行业快速发展阶段的形成。

目前全国管桩生产企业已将近 350 家，广泛分布于广东、浙江、上海、江苏、福建、安徽、山东、湖北、北京、天津、广西、云南等省市，其中，仍以广东、江浙一带以及上海最为密集。同时，随着生产企业的不断增加，分布区域的不断拓展，全国混凝土管桩产量近几年也连创新高，2007 年全国总产量超过 2.5 亿米，再创历史新高。

目前我国的预应力混凝土管桩品种主要有：预应力混凝土管桩（PC 管桩，强度 $\geq C60$ ）、预应力高强度混凝土管桩（PHC 管桩，强度 $\geq C80$ ）以及预应力混凝土薄壁管桩（PTC），其中，PHC 管桩为最主要的管桩品种，占据了所有混凝土管桩产量中 80% 以上的比重。

近几年来，随着预应力混凝土管桩生产技术的日益成熟、产品质量的日益提高，尤其是 PHC 管桩的迅速发展以及新规格产品的不断推出，预应力混凝土管桩已被广泛地应用于多、高层民用建筑、工业厂房、大型设备基础、城市高架道路基础、公路、桥梁、港口码头、机场、城市轻轨、电力、冶金等工程中，基本涵盖了我国所有的建筑工程的基础施工中，成为我国最重要的建筑桩基础材料。

2、PHC 管桩是我国最主要的桩基材料

预应力高强度混凝土管桩，代号为 PHC（简称 PHC 管桩），是以预应力钢筋和高强度混凝土为主要材料，采用先张预应力离心成型工艺，并经过 10 个大气压、180℃ 左右蒸汽养护，制成的一种空心圆筒型混凝土预制构件。目前不但是我国最主要的混凝土管桩品种，同时也是我国最重要的桩基材料之一。

小直径 PCH 管桩主要用于多、高层建筑、高速公路、高架道路、电厂等一般工业或民用建筑等陆上建筑工程基础，大直径 PHC 管桩则主要用于港口、码头、大跨度桥梁、船台船坞、取排水系统等水上建筑工程基础。

PHC 管桩为目前所有的桩基材料中综合竞争力最强的品种，而目前国内外尚无全方位或者在综合实力上超越 PHC 管桩的新型替代产品出现，在较长的一段时期内，PHC 管桩仍将是建筑工程的基础施工市场上最重要的桩基材料。

而大直径 PHC 管桩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，市场需求则应港口、造船业的快速发展而迅猛增加，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，为目前国内预应力混凝土管桩企业的主要发展方向。

2、大直径 PHC 管桩市场前景广阔

公司主要产品 PHC 管桩自 20 世纪 80 年代开始在我国建筑工程领域应用，其中大直径 PHC 管桩由于成桩工艺先进，其混凝土的强度、容重和抗渗性能较普通混凝土管桩得到大幅提升，单桩承载力、耐锤击性及抗弯性完全达到大型深水桩基式码头的建设要求，成为理想的港口码头等水上建筑的桩基材料之一。目前，大直径 PHC 管桩与钢管桩为我国港口码头建设中主要采用的两种桩基材料。由于相较钢管桩具有使用年限长、维护简便、费用低等更好的性价比，在我国内河及沿海的普通港口码头建设施工中，已呈现逐步替代钢管桩的趋势。

从主要下游行业来看，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，从而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。另外，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。

表 2：“十一五”我国水路交通需求预测

指标	单位	2005年	2010年	年均增长率(%)
客运量	亿人	2	2.5	4.6
主要港口旅客吞吐量	万人次	7,754	12,200	9.5
货运量	亿吨	22	29	5.7
货物周转量	亿吨公里	49,672	66,000	5.9
沿海港口货物吞吐量	亿吨	33.8	45~50	5.9~8.1
其中：外贸货物	亿吨	13.2	23	11.7
集装箱	万 TEU	7,193	13,000	12.6

资料来源：交通部《公路水路交通“十一五”发展规划》，齐鲁证券研究所



3、大直径 PHC 管桩进入壁垒高，供不应求

目前全行业近 350 家生产企业中，形成规模化量产的企业家数不多，且绝大部分集中在 $\Phi 600$ （含）以下的小直径 PHC 管桩领域，而目前行业内供不应求的 $\Phi 600$ 以上的大直径 PHC 管桩特别是大直径超长 PHC 管桩整体产量在整个预应力混凝土管桩行业中所占比例极小。目前全行业近 350 家生产企业中，具有生产销售大直径混凝土管桩及 PHC 管桩能力的企业仅 7 家左右，其中最主要的生产企业除公司外，还有中交第三航务工程局有限公司。而大直径 PHC 管桩主要针对施工难度大、对产品质量要求较高的水工项目建设市场，属于混凝土管桩行业的高端产品，对生产企业的技术要求较高。同时，由于大直径 PHC 管桩单位重量较重、单节长度较长且多用于水工项目，这使用该产品必须主要采用水路方式运输，从而要求大直径 PHC 管桩生产企业必须拥有自身的水岸线及具备能让 2 千吨以上驳船进出的出桩码头，这一条件极大地限制了目前行业内的大部分管桩企业进入这一高端生产领域，导致大直径 PHC 管桩的产量在短期内难以得到有效突破。

从细分市场来看，由于主要针对的下游房地产市场的投资增长速度短期内难以出现较大反弹，小直径 PHC 管桩产品的市场需求增幅未来几年将有所回落，而其本身又占据了整个行业的绝大部分生产企业和产能，可以预见，小直径 PHC 管桩的市场竞争将日益加剧，产品利润率将进一步下滑，出现供大于求的局面。与此相对应的是，大直径 PHC 管桩一方面由于进入门槛较高，短期内生产企业和产量均难以有大幅的增长，另一方面其针对的下游港口、码头等水路基建领域及船舶制造业的投资规模将继续保持高速增长，其产品的市场需求巨大，预计未来几年大直径 PHC 管桩市场将长期处于供不应求的局面。

三、公司主要竞争优势分析

1、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，使公司能够充分依靠并利用黄浦江及长江流域的黄金水道，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。同时，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。

2、核心技术优势

公司经过多年的探索和积累，已经研究出一套优化混凝土设计配合比的特有技术。在保障 PHC 管桩质量的前提下，以优质石英粉等量替代 30% 高标号水泥，利用高



压蒸工艺既保证了混凝土强度，又明显降低了材料成本，比如公司水泥采购价格在 290 元/吨左右，而石英粉采购价格 170 元/吨，每使用一吨石英粉替代水泥能降低成本 120 元左右，按公司 2008 年石英粉的用量在 3.15 万吨左右计算，降低生产成本近 378 万元。

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《先张法预应力混凝土管桩》GB13476-1999 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。

四、募集资金项目分析

海外市场以及产品运用领域的进一步拓展，为公司带来更大的发展前景和机遇；另一方面，公司大直径 PHC 管桩生产线已处于满负荷运作状态，在现有产能下，产量继续提升的空间有限，公司大直径 PHC 管桩产品的生产能力及运输能力不足的问题仍然存在，并将成为影响公司把握市场机遇做大做强的最主要瓶颈。

同时，公司目前拥有一座 4000 吨级挖入式港池板桩出桩码头，具有年出桩 50 万米的装运能力，专门为现有大直径 PHC 管桩业务配套。而从目前的运营情况来看，该码头已处于超负荷运作状态但仍仅能基本满足公司现有大直径 PHC 管桩的装运需求，主要是一方面公司大直径 PHC 管桩的近年来业务规模扩张较快，装运任务日益加重，码头另一方面则是因为目前国内很大一部分用于管桩运输的船只系非标准的改装船，规格与型号差异很大，进港船只运输能力参差不齐，直接导致码头的出桩效率下降。

另外，目前，公司尚未形成自有的水上运输能力，产品的水路运输通过以下两种方式进行，其一，是由客户（业主或施工方）自行组织船只到公司接运即客户（业主或施工方）直接与船运公司签订运输合同，自行负责运输的方式；其二，是由客户（业主或施工方）将供桩与运输一并总包给公司，再由公司将运输业务分包给其他运输公司即公司转包运输方式。若公司不能拥有一定的自有水上运输能力，产品运输完全依赖他人，必将成为影响公司长远可持续发展，实现经营战略目标的主要瓶颈之一。

除此之外，未来几年将是 大直径 PHC 管桩迅速发展的时期，公司面对的客户也会向多样化发展，各类客户和项目对 PHC 管桩的规格、强度、抗裂能力及弯矩等技术指标都会有不同的要求。公司目前的技术研发能力和现有实验室的硬件条件已经无法满足业务发展的需要。

本次募集资金到位后，公司将对现有部分大直径 PHC 管桩车间的改扩建，从而新增 $\Phi 600$ 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。

表 3：募集资金项目

项目名称	投资总额	项目资金投资计划	
		第一年	第二年
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，齐鲁证券研究所

五、公司财务状况分析

1、短期偿债风险较大

报告期内，公司负债全为流动负债，无非流动负债，其中短期银行借款规模较大，2008 年末占总负债的 59.78%，2009 年中期末占总负债的 55.45%，使公司面临一定的短期还款资金压力。而同时近三年，流动比率和速动比率较低，流动资产未能完全覆盖流动负债，具有一定的短期偿债压力，而利息保障倍数有上升的趋势，在一定程度上减缓了偿债压力，但总体来说，公司短期偿债风险依然较大。通过直接融资补充权益性资金优化资产负债结构、降低经营风险是公司切实合理的选择。

表 4：公司偿债能力指标

财务指标	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
流动比率	1.12	0.86	0.73	0.45
速动比率	0.71	0.34	0.36	0.22
资产负债率	41.76%	47.14%	57.32%	59.96%
利息保障倍数	17.33	9.28	16.15	14.94

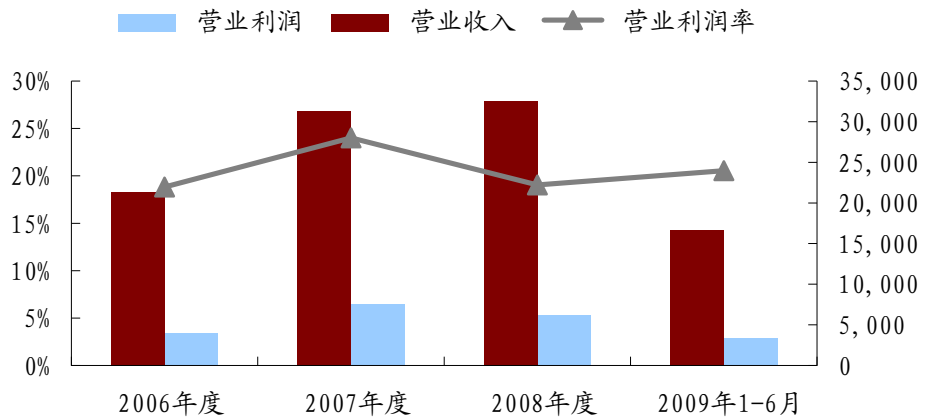
资料来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

2、持续盈利能力较强



近几年的财务指标显示,公司具有较强的持续盈利能力,2006 年度及 2007 年度,公司营业收入和净利润均保持连续高速增长的状态。2008 年虽然受特殊的外部经济环境影响,营业收入增长放缓,利润出现小幅下降,但公司主营业务总体上保持了平稳健康的发展态势。由于国家刺激经济措施效果的显现及公司开拓新兴市场的成功,2008 年下半年销售增长减缓和利润下降的局面已在 2009 年得到扭转。

图 5: 产品毛利率水平变化



数据来源: Wind, 齐鲁证券研究所

六、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

我们假设:

- 1) 假设行业政策不会有大的变动;
- 2) 募集项目产生的利润总额参考公司招股意向书,到 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。
- 3) 公司 09 年大直径 PHC 管桩收入占了 97%的比重,毛利率水平较高,10 年、11 年小直径 PHC 管桩和钢管桩的收入比例将有所提高,公司综合毛利率水平稍有下降。
- 4) 09 年开始总股本按照 13500 万股计算;
- 5) 公司三大费用率水平基本维持在目前的水平;
- 6) 公司所得税率按照优惠所得税率考虑;

预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.39、0.57、0.80 元。




表 5：盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	213.83	313.09	325.76	301.10	468.72	653.39
减：营业成本	157.01	217.20	234.35	211.37	340.76	474.36
营业税金及附加	1.68	0.96	1.15	1.05	1.64	2.29
营业费用	1.75	1.66	2.53	1.96	2.81	3.92
管理费用	10.18	12.80	18.23	13.55	21.09	26.14
财务费用	2.89	4.97	7.53	3.11	-0.57	1.93
资产减值损失	0.06	0.36	-0.08	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	40.25	75.15	62.05	70.06	102.99	144.76
加：其他非经营损益	-0.03	0.13	1.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.23	75.27	63.77	70.06	102.99	144.76
减：所得税	13.52	24.70	16.35	17.51	25.75	36.19
净利润	26.70	50.57	47.41	52.54	77.24	108.57
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	26.70	50.57	47.41	52.54	77.24	108.57
每股收益	0.31	0.47	0.51	0.39	0.57	0.80

数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

2、投资建议

公司属于建筑建材行业中的细分行业——水泥制造业，因此我们选取建材行业在中小板上市的可比公司有代表性的公司作为可比公司，参考可比公司市盈率的算术平均值，我们取 45-55 倍的 PE，二级市场合理价位区间是 17.55-21.45 元，假设发行价格较二级市场价格折让 20%，建议询价区间为 14.04-17.16 元。

表 6：可比公司市盈率

证券代码	证券简称	对应 2010 年 1 月 11 日 PE	上市首日 PE	2009 年预测 PE
002082.SZ	栋梁新材	47.36	40.78	39.93
002163.SZ	中航三鑫	62.70	84.28	50.96
002205.SZ	国统股份	35.27	84.41	36.43
002225.SZ	濮耐股份	49.19	70.60	45.43
002233.SZ	塔牌集团	34.60	45.41	24.80
002271.SZ	东方雨虹	74.84	29.35	70.74
002302.SZ	西部建设	60.99	66.47	57.99
002314.SZ	雅致股份	65.79	60.11	51.06
	平均值	53.84	60.18	47.17

数据来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所



七、风险提示

公司的招股意向书中提示了 7 项风险，包括实际控制人控制风险、原材料价格大幅波动风险、外部经济环境变动的风险、财务风险、行业竞争加剧风险、募集资金投资项目实施风险、其他风险。

通过分析我们认为目前需要重点关注的风险包括原材料价格大幅波动风险、财务风险（主要是短期偿债风险）及行业竞争加剧风险。


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司及其我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：（8621）5820-8334

传真：（8621）5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：（86531）8128-3789

传真：（86531）8128-3791