

柘中建设 002346.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

柘中建设：募资助公司加固竞争优势

投资要点：

- 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，是国内预应力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。
- 相对于其它主要桩基材料，PHC 管桩的优势主要体现在以下几点：1、单桩承载力高，桩端承载力可比原状土质提高 70%~80%，桩侧摩阻力提高 20%~40%；2、设计选用范围广，适应多种土质和建筑类型；3、沉桩质量可靠，桩身结构定型化、标准化；4、单位造价远远低于钢管桩且比钢管桩更具防海水侵蚀能力，生产周期短。
- 大直径 PHC 管桩行业未来市场空间较为广阔。港口、码头、以及船舶制造业等下游行业建设需求巨大，而随着大直径 PHC 管桩产品在高速铁路建设工程中的成功应用，未来 10 年我国对高速铁路的大规模密集的投资推进，将为大直径 PHC 管桩行业带来巨大的市场需求。目前大直径 PHC 管桩行业供需存在缺口，供给小于市场需求根据我国港口、码头以及船舶制造业的发展规划进行测算，上述行业目前对大直径 PHC 管桩的市场需求约为每年 700 万平方米以上。目前具有规模大直径 PHC 管桩的企业仅有七家，该等企业的年总产能仅为 320 万平方米左右。
- 公司的竞争优势主要体现在：产品结构优势、成本优势，以及区域、水运优势。
- 公司此次拟向社会公开发行人 3500 万股，募集资金将主要用于三大项目：1、大直径 PHC 管桩的改扩建及配套码头；2、购建运桩船；3、新建研发中心。
- 预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益约为 0.42 元、0.47 元、0.76 元。参考建材行业相关上市公司的估值水平及公司的发行价格，结合近期中小板新股发行首日的涨幅情况，我们预测上市首日价格区间可能为 25.87~29.85 元。
- 风险提示：原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险，募投项目实施风险。

财务摘要	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	325.76	333.96	386.76	640.60
收入同比	4.05%	2.52%	15.81%	65.63%
净利润(百万元)	47.41	56.88	63.22	103.03
净利同比	-6.25%	19.87%	11.15%	62.97%
EPS(元)	0.35	0.42	0.47	0.76
EPS 同比	-5.41%	20.00%	11.90%	61.70%
PE(倍)	-	-	-	-

注：每股收益发行后总股本摊薄后计算

数据来源：公司公告

建筑建材

评级：无评级

上市首日价格区间预测：25.87 - 29.85

发行价格：19.90

2010.1.15

基础数据

总市值(百万元)	-
发行后总股本/发行规模(百万股)	135/35
资产负债率(%)	41.76
净资产收益率(%)	15.17
每股净资产(元)	2.01

解文杰

电话
邮箱

行业研究员

021-32229888*3506
xiewenjie@ajzq.com

相关报告

一、公司概况

1.1、公司基本情况

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。公司具备制造生产 $\Phi 400 \sim \Phi 1400$ ，型号 A、AB、B、C，最大长度 39 米的各类 PHC 管桩生产能力，同时已形成了 $\Phi 600$ （含）以下小直径 PHC 管桩年产 120 万公里左右， $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩年产 80 万公里左右的产能，是国内预应力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，同时是国内 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩领域最主要的生产基地之一，大直径 PHC 管桩生产能力仅次于中交第三航务工程局有限公司（大直径年产能 120 万米）。2008 年，公司共生产 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩 58.91 万米，实现营业收入 2.57 亿元，根据协会统计数据及公司测算，占据当年全行业大直径 PHC 管桩约 20% 以上的市场份额。

1.2、发行前后股权结构变化

本公司本次发行前的总股本为 10000 万股，本次拟发行 3500 万股，占发行后总股本的 25.93%。

表 1：发行前后股本变化情况

公司股东	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
一、未流通股份	10000.00	100.00	-	-
上海柘中（集团）有限公司	9510.00	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	-	-	10000.00	74.07
上海柘中（集团）有限公司	-	-	9510.00	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	-	-	3500.00	25.93
合计	10000.00	100.00	13500.00	100.00

资料来源：公司招股意向书

二、行业概况

2.1、PHC 管桩基本概况

桩基础是建筑工程项目中的基础材料之一，尤其是地基土质不良或水工项目施工难度较大时，对桩基础的要求会更加高。预应力高强度混凝土管桩（PHC 管桩）是桩基础材料的一种，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。

相对于其它主要桩基材料，PHC 管桩的优势主要体现在以下几点：1、单桩承载力高，桩端承载力可比

原状土质提高 70%~80%，桩侧摩阻力提高 20%~40%；2、设计选用范围广，适应多种土质和建筑类型；3、沉桩质量可靠，桩身结构定型化、标准化；4、单位造价远远低于钢管桩且比钢管桩更具防海水侵蚀能力，生产周期短。

PHC 管桩产品按照管桩外径大小、管桩的抗弯性及有效预应力的强弱、单节管桩的长度的不同和相互之间的不同组合，可以分为多种不同型号及规格的各类产品。

表 2：我国 PHC 管桩的主要规格及型号

指标	规格和型号
管桩直径	Φ300~Φ1400
管桩的抗弯性及有效预应力	A 型、B 型、AB 型、C 型
单节长度	7~39 米

资料来源：公司招股意向书

在行业内，一般将直径 Φ600（含）以下的品种称为小直径 PHC 管桩，直径 Φ600 以上的品种称为大直径 PHC 管桩。小直径 PHC 管桩主要用于 30 层以下多、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 30 层以上超高层建筑基础、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。

表 3：公司主要产品 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
Φ600（含）以下 小直径 PHC 管桩	Φ400~Φ600（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、房产开放商、建筑项目建设单位
Φ600（含）以上 大直径 PHC 管桩	Φ600~Φ800	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
	Φ800~Φ1400	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、建筑设计、施工总承包单位

资料来源：公司招股意向书

2.2、大直径 PHC 行业未来市场空间较为广阔

跟 PHC 行业紧密关联的下游细分行业主要包括：Φ600 以上的大直径 PHC 管桩品种（主要为 PHC 管桩）主要为基础设施建设中的港口、码头以及船舶制造业等涉及水工建筑项目施工的行业；Φ600（含）以下的小直径 PHC 管桩品种则主要为房地产等陆上建筑工程施工的行业。小直径 PHC 管桩行业生产厂家众多、竞争相对激烈，而大直径 PHC 管桩行业则由于有较高的技术要求和进入壁垒，目前只有少数厂商能够制造生

产，并且市场需求供不应求，未来大直径 PHC 管桩行业的发展空间非常广阔，是国内预应力混凝土管桩行业的主要发展方向。

2.2.1、港口、码头、以及船舶制造业等下游行业建设需求巨大

根据交通部《公路水路交通“十一五”发展规划》，我国交通基建领域总计划投资 3.8 万亿元，比“十五”期间的实际投资额增长 72%左右，其中水路（港口、码头）投资是“十五”期间的 3 倍。

根据国防科学技术工业委员会《国防科技工业“十一五”发展规划纲要》，“十一五”期间，我国将大力发展民用船舶，做大做强船舶工业。建设环渤海、长江口及珠江口三大造船基地，提高产业集群度，“十一五”末造船产量占世界市场份额达到 25%左右。

而根据国家发展和改革委员会、国防科学技术工业委员会联合发布的《船舶工业中长期发展规划（2006-2015）》，我国船舶工业发展目标为：2010 年，自主开发、建造的主力船舶达到国际先进水平，年造船能力达到 2300 万载重吨，年产量 1700 万载重吨；2015 年，形成开发、建造技术、高附加值船舶的能力，年造船能力达到 2800 万载重吨，年产量 2200 万载重吨，使我国成为世界造船强国。并重点新建、扩建以 30 万吨级以上船坞为代表的大型造船设施和船用低、中速柴油机生产项目。重点建设以大连、葫芦岛、青岛为主的环渤海湾地区，以上海、南通为主的长江口地区和以广州为主的珠江口地区的大型造船基地。

2.2.2、下游应用领域不断拓展，高速铁路建设需求成为另一大看点

根据《中国铁路中长期发展规划》，到 2020 年，为满足快速增长的旅客运输需求，建立省会城市及大中型城市间的快速客运通道，规划建成“四纵四横”铁路快速客运通道并建立长江三角洲、珠江三角洲、环渤海（京津冀）三个区域城际轨道交通客运系统，覆盖区域内主要城镇。预计到 2020 年，我国 200 公里及以上时速的高速铁路建设里程将超过 1.2 万公里。

随着大直径 PHC 管桩产品在高速铁路建设工程中的成功应用，未来 10 年我国对高速铁路的大规模密集的投资推进，将为大直径 PHC 管桩行业带来巨大的市场需求。

2.3、目前大直径 PHC 管桩行业供需存在缺口，供给小于市场需求

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，其中中山建华管桩有限公司、中山三和集团、宁波浙东建材集团有限公司三家企业的管桩产量占全行业总产量的 35%。

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能力的企业仅 7 家左右。根据我国港口、码头以及船舶制造业的发展规划进行测算，上述行业目前对大直径 PHC 管桩的市场需求约为每年 700 万米以上。而由于大直径 PHC 管桩其属于混凝土管桩行业的高端产品，相对于小直径 PHC 管桩而言，大直径 PHC 管桩投入多、生产难度大、技术要求高、加之主要借助水路进行运输，使得大直径 PHC 管桩领域的进入壁垒较高。由于上述原因，在目前整个混凝土管桩行业中，具有规模大直径 PHC 管桩的企业仅有七家，该等企业的年总产能仅为 320 万米左右，因此大直径 PHC 行业供需存在较大的缺口，未来具有较大的发展潜力。

表 4：规模大直径 PHC 管桩企业概况

企业名称	企业性质	生产基地位置	产能（万米/米）
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			326

资料来源：公司招股意向书

三、公司竞争优势

3.1、产品结构优势

本公司已经形成完整和齐全的产品结构系列，公司生产的 PHC 管桩直径从 $\Phi 400 \sim \Phi 1400$ 、单节长度从 7 米至 39 米，这在全国同类企业中处于领先水平的。齐全的产品品种能够从广度和深度上有效满足市场需求的。

3.2、成本优势

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，利用高压蒸养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，而石英粉采购价格在 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 378 万吨。

3.3、区域及水运优势

大直径 PHC 管桩由于主要针对水工建筑市场且产品自身体积大、长度长、重量重，其主要运输方式是通过大吨位运输船直接通过水路运往工程现场，这就要求相关生产企业必须拥有大吨位级港口码头设施进行管桩的水上装运，这也是限制目前国内大部分管桩企业进入大直径 PHC 管桩领域的主要障碍之一。公司自身拥有 318 米水岸线，并建有 4000T 级挖入式港池板桩出桩码头，使本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。

四、募集资金投向项目

本次募集资金投资项目及核准情况如下：

表 5：公司发行募集资金投入项目及投入时间进度表

序	项目名称	投资总额	项目资金投资计划	项目审批
---	------	------	----------	------

号			第一年	第二年	沪发改产（2008）018号
1	大直径 PHC 管桩技术改造项目	30615	21430	9185	-
	其中：（1）大直径 PHC 管桩的改扩建及配套码头	19382	16732	2650	
	（2）购建运桩船	9966	3431	6535	
	（3）新建研发中心	1267	1267	-	
	合计	30615	21430	9185	

注：第一年指从本次发行完成日起至其后第 12 个月的期间，以后类推。

资料来源：公司招股意向书

此次募投项目有效提升产能，扩大市场份额。目前，公司大直径 PHC 管桩生产线基本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，而未来大型 PHC 管桩行业整体前景看好。本次将新增Φ600 以上大直径 PHC 管桩产能约 80 万米（按Φ800 管桩折算）并配套新建 4000 吨级挖入式港池板桩码头新增 50 万米的管桩码头年装卸能力，购置 5 条 4200 吨级运桩船，新增管桩水上运输能力约 80 万米。目前公司拥有 2 条Φ600 以上大直径 PHC 管桩生产线，生产能力约为 80 万米左右，如果募集投资项目投产，产能将增加一倍。将迅速填补市场的供需缺口，扩大市场份额，有效巩固公司在大直径 PHC 管桩行业的竞争地位。

五、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

表 6：栢中建设盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	313.09	325.76	333.96	386.76	640.60
减：营业成本	217.20	234.35	239.05	282.14	467.32
营业税金及附加	0.96	1.15	1.18	1.37	2.27
营业费用	1.66	2.53	2.59	3.00	4.98
管理费用	12.80	18.23	18.69	21.64	35.84
财务费用	4.97	7.53	1.61	-0.69	2.17
资产减值损失	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
公允价值变动损益	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
营业利润	75.15	62.05	70.84	79.30	132.37
加：其他非经营损益	0.13	1.72	5.00	5.00	5.00
利润总额	75.27	63.77	75.84	84.30	137.37
减：所得税	24.70	16.35	18.96	21.08	34.34
净利润	50.57	47.41	56.88	63.22	103.03

减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	50.57	47.41	56.88	63.22	103.03

资料来源：爱建证券研究总部

5.2、估值

根据上面盈利预测给出的业绩预测，公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益（按此次发行后总股本摊薄计算）约为 0.42 元、0.47 元、0.76 元。由于公司是 PHC 管桩行业国内第一家上市公司，属于相对特殊的建材类型，因此并没有业务上完全类似的公司可以作为参考。根据公司的业务特点和股本规模，我们选取建材行业中的其他建材类型的上市公司以及中小规模的塔牌水泥作为参考依据，目前股价对应相关上市公司 09 年、10 年每股收益的平均市盈率分别为 44.70 倍、32.04 倍，根据公司每股收益情况，我们认为相应合理的市场价格为 13.45 元~18.77 元，而新股首日通常价格运行区间会较高，结合 19.90 元的发行价以及近期中小板上市首日价格涨幅，我们预计当天公司的股价变动为 25.87 - 29.85 元，相对于发行价格上涨幅度为 30% - 50%左右。

表 7：类似企业盈利及估值

证券代码	证券名称	股价	2008A	2009E	2010E	2008PE	2009PE	2010PE
000619	海螺型材	13.22	0.20	0.65	0.77	66.10	20.34	17.17
000786	北新建材	14.81	0.42	0.52	0.72	35.26	28.48	20.57
002082	栋梁新材	17.68	0.32	0.46	0.62	55.25	38.43	28.52
002163	中航三鑫	17.13	0.21	0.29	0.50	81.57	59.07	34.26
002205	国统股份	20.78	0.67	0.58	0.72	31.01	35.83	28.86
002225	濮耐股份	13.17	0.28	0.25	0.40	47.04	52.68	32.93
002271	东方雨虹	63.88	1.03	0.89	1.53	62.02	71.78	41.75
002302	西部建设	34.18	0.62	0.57	0.61	55.13	59.96	56.03
002314	雅致股份	26.92	0.71	0.51	0.64	37.92	52.78	42.06
002233	塔牌集团	15.18	0.54	0.55	0.83	28.11	27.60	18.29
平均						49.84	44.70	32.04

资料来源：爱建证券研究总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。