

柘中建设（002346）：募资扩产，打造行业龙头地位

建材

合理价：14.8-17.1 元

报告日期：2010 年 1 月 15 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	326	326	477	636
(+/-)	4.1%	0.0%	46.5%	33.3%
营业利润	62	71	106	136
(+/-)	-17.4%	15.1%	48.9%	27.9%
归属于母公司 的净利润	47	54	80	102
(+/-)	-6.2%	13.0%	48.9%	27.9%
每股收益（元）	0.35	0.40	0.59	0.76
净资产收益率	17.41%	19.9%	7.97%	9.27%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	-
发行后总股本（万股）	13,500
发行股数（万股）	3,500
发行价格（元）	-
发行市盈率（倍）	-
发行动态市盈率（倍）	-
行业滚动市盈率（倍）	-
第一大股东	上海柘中有限公司
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	95.10%/70.44%
发行前每股净资产（元）	2.01
发行前资产负债率	41.76%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人：天相建材组

010-66045584 zhangmin@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 3500 万股，发行后总股本为 13500 万股。公司第一大股东持股 70.44%，实际控制人为陆仁军和蒋陆峰。
- 公司主要从事预应力高强度混凝土管桩（PHC 管桩）的生产、销售，产品包括 PHC 管桩、钢管桩。公司目前是国内 PHC 管桩行业产品品种最全、规格最齐的生产企业之一，也是国内大直径 PHC 管桩的重要生产基地。
- 行业前景良好。目前国内大直径 PHC 管桩只有少数几家企业生产，市场竞争程度较低，产品毛利率较高；大直径 PHC 管桩因其技术要求水平较高，且主要用于水上工程，需要通过水路运输，限制了其他企业进入；东部沿海地区港口、码头建设拉动了对大直径 PHC 管桩的需求，目前大直径 PHC 管桩基本处于供不应求状态。
- 竞争优势明显。公司位于长三角地区，该地区是国内港口、码头以及跨海大桥建设的重要区域，PHC 管桩需求旺盛；由于生产地紧邻黄浦江，借助水路运输优势，降低了公司原材料、产品运输成本；公司优化混凝土设计配比技术在保障 PHC 管桩质量的前提下，利用优质石英粉等量替代高标号水泥，降低了管桩成本。
- 募投项目分析：公司募投项目包括改扩建现有大直径 PHC 管桩生产线及配套码头，购置运桩船，建立研发中心。募投项目完工后，将直接扩大大直径 PHC 管桩产能约 80 万米/年，同时因运输问题生产受到限制的钢管桩产能也将获得释放，预计 2010 年后公司收入和利润较 2008 年将较大幅度提高。
- 盈利预测及估值。按公司发行后总股本 1.35 亿股计算，预计 2009 年至 2011 年 EPS 分别为 0.40 元、0.59 元、0.76 元。参考可比公司及中小板 2010 年的动态市盈率，我们认为可给予公司 2010 年 25-29 倍市盈率。按 2010 年 EPS 0.59 元计算，合理估值区间为 14.8-17.1 元。
- 公司面临的主要风险：原材料价格波动风险；海外市场开拓风险；运桩船经营风险。

目 录

1. 公司概况	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	4
2. 行业概况	4
2.1 PHC 管桩需求	5
2.2 PHC 管桩供给	7
3. 公司竞争力分析	8
3.1 产品优势	8
3.2 成本优势	9
3.3 区域优势	9
3.4 技术优势	10
4. 公司业务分析	11
4.1 收入分析	11
4.2 成本分析	12
4.3 盈利分析	13
5. 募集资金项目分析	13
5.1 大直径 PHC 管桩生产线改扩建	14
5.2 出桩码头建设	14
5.3 购建专用运桩船	14
5.4 新建研发中心	15
6. 盈利预测与估值分析	15
6.1 盈利预测	15
6.2 合理价格区间	16
6.3 风险提示	16

图表目录

图表 1: 发行后股权结构图	4
图表 2: 发行前后股本结构变化	4
图表 3: 管桩应用示意图	5
图表 4: 小直径 PHC 管桩（左）和大直径 PHC 管桩（右）	5
图表 5: 各直径管桩应用领域	5
图表 6: 全国沿海泊位（单位：个）	6
图表 7: “十一五”水路建设目标	6
图表 8: 全国民用钢质船舶产量数据	7
图表 9: 全国预应力混凝土桩产量及增速	8
图表 10: 国内大直径 PHC 管桩生产商及产能	8
图表 11: 长三角港口、码头建设规划	10
图表 12: 截至 2009 年 6 月 30 日公司正在履行的重大工程项目	10
图表 13: 公司营业收入（左）及各产品收入占比（右）	11
图表 14: 公司地区收入结构	12
图表 15: 混凝土管桩成本构成	12
图表 16: 公司产品收入结构（左）和公司毛利率（右）	13

图表 17: 公司募投项目情况	13
图表 18: 公司大直径 PHC 管桩产能利用状况	14
图表 19: 主要盈利预测假设	15
图表 20: 盈利预测表	15
图表 21: 可比公司估值指标	16

1. 公司概况

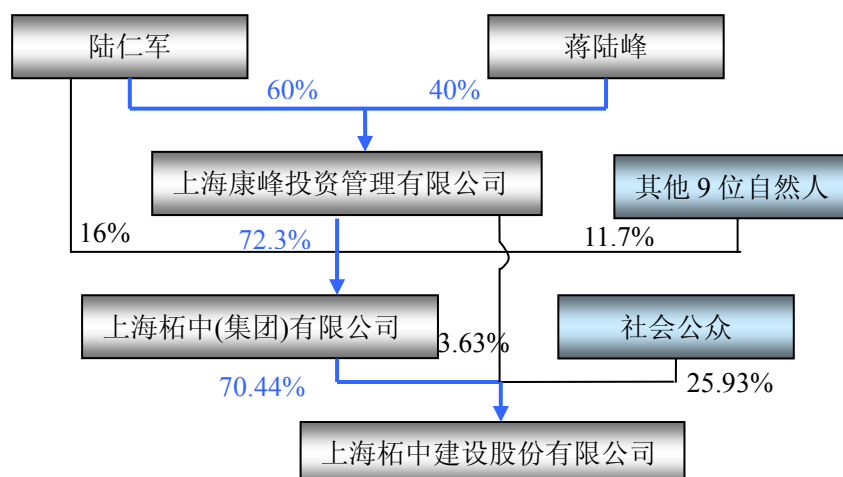
1.1 公司基本情况

上海柘中建设股份有限公司是由原上海柘中大型管桩有限公司整体变更设立，主要从事预应力高强度混凝土管桩（PHC 管桩）的生产和销售。公司目前是国内 PHC 管桩行业中产品品种最全、综合实力最强的生产企业之一，也是国内 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩重要生产基地。公司生产的 PHC 管桩先后在大连 STX 造船厂、沪杭高速铁路、马来西亚槟城港集装箱码头 A3 工程等工程中得到应用，并获得好评。

1.2 公司股本结构

公司本次计划发行 A 股 3500 万股，占公司发行后总股本的 25.93%。发行后，公司第一大股东为上海柘中（集团）有限公司，持股比例为 70.44%，公司实际控制人为陆仁军和蒋陆峰。

图表 1：发行后股权结构图



资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

图表 2：发行前后股本结构变化

公司股东	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
上海柘中（集团）有限公司	9510	95.1	9510	70.44
上海康峰投资管理有限公司	490	4.9	490	3.63
社会公众股			3500	25.93
合计	10000		13500	100

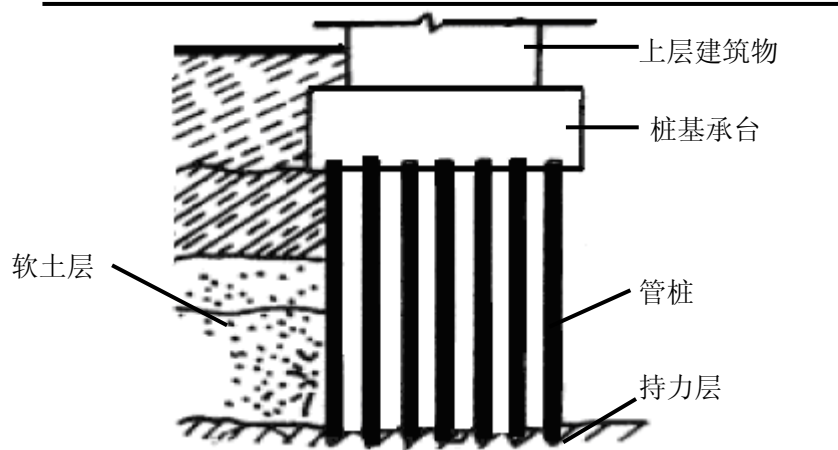
资料来源：公司招股意向书 天相投顾整理

2. 行业概况

PHC 管桩主要用于天然地基土质不良，不能满足建筑物对地基变形和强度要求的

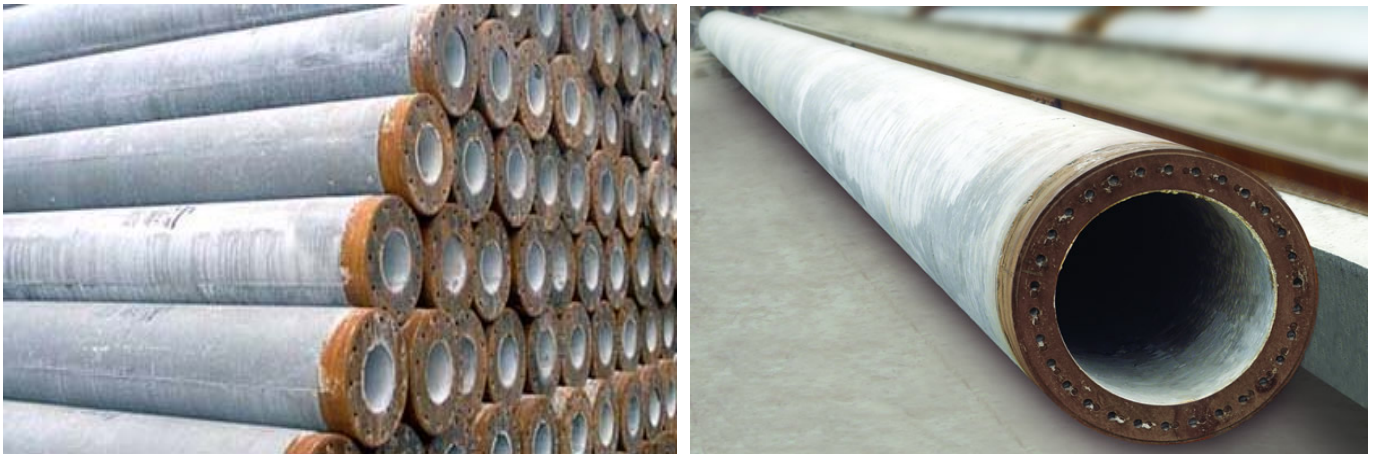
工程项目，利用管桩可将上部建筑物的荷载传递到深处承载力较大的土层上，以保证建筑物的稳定。在项目施工过程中，采用 PHC 管桩施工可省去大量土方、支撑和排水设施，一般均能获得良好的经济效益。因此 PHC 管桩在我国建筑工程中尤其是沿海浅层土质不良地区以及施工难度较大的水上工程项目中得到广泛应用。

图表 3：管桩应用示意图



资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

图表 4：小直径 PHC 管桩（左）和大直径 PHC 管桩（右）



资料来源：天相投顾整理

2.1 PHC 管桩需求

按行业惯例，一般将直径 $\Phi 600$ (含) 以下的品种称为小直径 PHC 管桩，直径 $\Phi 600$ 以上的品种称为大直径 PHC 管桩。两种管桩在工程施工中应用领域有所不同，一般小直径 PHC 管桩主要用于高层建筑、高速公路等陆上工程，大直径 PHC 管桩则主要用于港口、码头、船台船坞等水上建设工程。近年来随着国家固定资产投资的增长，沿海和内河港口码头建设的推动，PHC 管桩需求量逐年提高。

图表 5：各直径管桩应用领域

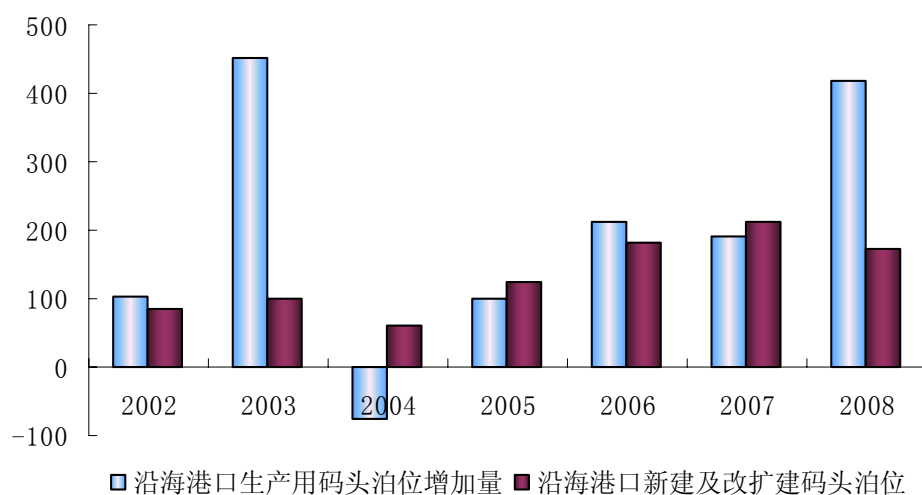
管桩类型	用途
$\Phi 600$ 以下小直径 PHC 管桩	高层建筑、高速公路、高架道路、电厂等一般工业或民用建筑

	等陆上建筑工程基础
Φ600以上大直径PHC管桩	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

资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

公司的主要产品大直径 PHC 管桩目前主要用于港口、码头、船台船坞等建设工程。先前国内港口码头建设主要采用钢管桩，但 PHC 管桩由于其具有成本低、维护简单等优势，开始逐步替代部分钢管桩在港口、码头建设中得到应用。近几年，我国港口、码头建设和船舶制造业发展拉动了对大直径 PHC 管桩的需求。根据对我国港口、码头以及船舶制造业的发展规划进行测算，目前对大直径 PHC 管桩的市场需求约为 700 万米/年。

图表 6：全国沿海泊位（单位：个）



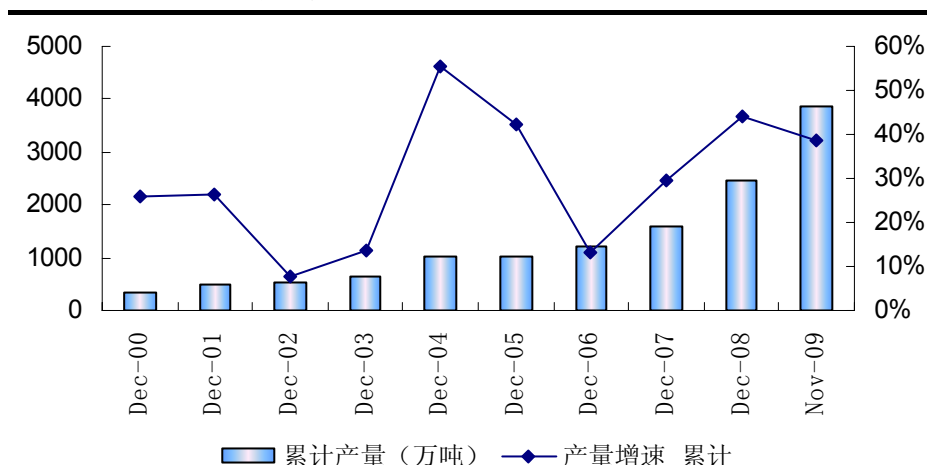
资料来源：交通部、天相投顾整理

图表 7：“十一五”水路建设目标

指标	单位	2010 年	“十一五”期间增加量
沿海港口			
深水泊位	个	1752	639
总通过能力	亿吨	46	21
内河水运			
三级及以上航道	公里	—	2000
四级航道	公里	—	1800
港口泊位	个	—	340
吞吐能力	万吨	—	6400

资料来源：交通部、天相投顾整理

图表 8：全国民用钢质船舶产量数据



资料来源：国家统计局、天相投顾整理

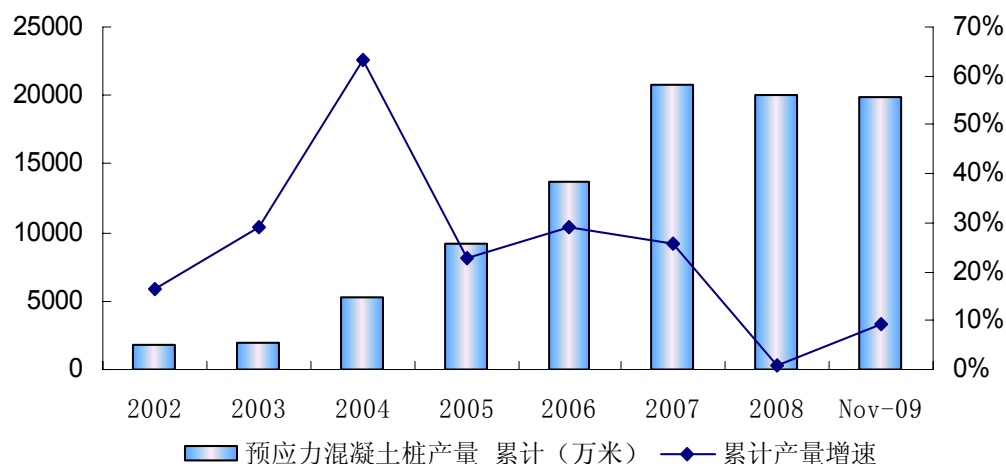
目前大直径 PHC 管桩应用已经扩展到路上交通建设领域。2009 年的沪杭高铁建设中就采用大直径 PHC 管桩，项目建设中，大直径 PHC 管桩在缩短工程施工期、环保等方面相对传统的方桩表现出明显的优势。国家高速铁路建设的快速发展，预计也将扩大大直径 PHC 管桩的市场空间。

2.2 PHC 管桩供给

目前 PHC 管桩行业约有 350 家生产企业，其中绝大部分集中在 $\Phi 600$ （含）以下的小直径 PHC 管桩领域，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%。

$\Phi 600$ 以上的大直径 PHC 管桩特别是大直径超长 PHC 管桩整体产量虽然在整个 PHC 管桩行业中所占比例极小，但大直径 PHC 管桩主要针对施工难度大、对产品质量要求较高的水上建筑项目，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，目前全行业近 350 家生产企业中仅有 7 家生产，因此大直径 PHC 管桩基本处于供不应求的局面，产品毛利率高于小直径 PHC 管桩。而且大直径 PHC 管桩单位重量较重、单节长度较长且多用于水上工程项目，使用 PHC 管桩主要采用水路方式运输，这些条件极大地限制了大部分管桩生产企业进入大直径 PHC 管桩生产领域，导致大直径 PHC 管桩的产量在短期内难以得到有效突破。

图表 9：全国预应力混凝土桩产量及增速



资料来源：CEI、天相投顾整理

图表 10：国内大直径 PHC 管桩生产商及产能

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

资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

3. 公司竞争力分析

3.1 产品优势

大直径 PHC 管桩主要用于港口、码头、船台船坞等水上工程项目。在深水码头等深水建筑工程中得到广泛应用的大直径超长 PHC 管桩代表着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，产品的运输条件等限制因素，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。

公司自成立以来专注于各类 PHC 管桩特别是大直径、超长度的大型 PHC 管桩的开发与生产，率先研制开发出 $\Phi 1300$ 、 $\Phi 1400$ ，L39 米的特大型 PHC 管桩，填补了国内生产空白。目前公司已具备 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩年产 80 万米左右的生产能力，在生产规模、产品质量、品种系列、地理位置等方面在业内均处于领先地位。2007 年，公司承接大连 STX 造船基地项目，单一项目金额超过 2.7 亿元，创下国内大直径 PHC 管桩单一工程项目之最。公司已成为国内大直径 PHC 管桩领域的主要龙头企业之一。



3.2 成本优势

公司因其具有的区位优势以及多年的技术积累,使其在成本方面较同类公司具有明显的优势。

(1) 原材料运输成本优势。公司位于黄浦江畔,建有 5000 吨级栈桥式砂石料码头,配备 6500 吨散装水泥储备库二座,300t/h 水泥卸船机一台,250t/h 砂石料卸船机两台,借助水上运输有利条件,选用大型的散装水泥船、石砂、石子运输船,大大降低原材料运输成本。

(2) 螺纹钢筋成本优势。螺纹钢筋约占 PHC 管桩总成本的 35.08%,对 PHC 管桩总成本影响较大。而且常规的螺纹钢筋因强度等原因不能直接应用到 PHC 管桩生产,须经过深加工提高钢筋强度。公司拥有 PHC 管桩专用高强度螺纹钢筋生产线三条和冷拔生产线二条,使得公司具备对螺纹钢筋的深加工能力,和行业的其他企业普遍采用直接采购价格较高的螺纹钢筋相比较,公司能够有效降低钢筋材料的采购成本。

(3) 优化混凝土设计配比技术。该技术可以在保障 PHC 管桩质量的前提下,以优质石英粉等量替代高标号水泥,利用高压蒸养工艺在保证混凝土强度前提下,降低材料成本。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。

3.3 区域优势

公司地处上海市奉贤区,紧邻黄浦江,自身拥有 318 米水岸线,并建有 4000 吨级挖入式港池板桩出桩码头,使公司能够充分利用黄浦江及长江流域的黄金水道,产品水运极为方便,这一点是国内绝大部分管桩企业所缺乏的也是无法比拟的资源。公司码头等级大、水深条件好,能够接受最大吨位达 4000 吨的大型运输船进出,大大降低了原材料、产品的单位运输成本。同时,公司本次发行后,拟利用募集资金新建一座 4000 吨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。

产品需求方面,长江三角地区也是近年来我国港口等建设的重要区域。该地区包括上海、镇江、扬州、南通、无锡、苏州、杭州、宁波、舟山等 16 个城市,大陆海岸线、岛屿海岸线分别占全国的 21%和 39%。按照《长江三角洲、珠江三角洲、渤海湾三区域沿海港口建设规划(2004 年~2010 年)》计划,长三角地区将重点建设集装箱、进口铁矿石、进口原油中转运输系统和煤炭卸船运输系统,据统计 2010 年前长江三角地区需新增港口吞吐能力 7 亿吨以上,其中:集装箱码头能力 3000 万标准箱,进口铁矿石接卸能力 9000 万吨,进口原油接卸能力 2500 万吨。长三角地区港口、码头建设项目将拉动对大直径 PHC 管桩的需求,目前公司正在履行的供货项目也主要集中于长三角地区。

图 11：长三角港口、码头建设规划

重点地区	建设目标
上海、宁波港口	由苏州港等长江下游沿江地区港口共同组成上海国际航运中心集装箱运输系统
宁波、舟山为主	发展上海、南通、苏州、镇江等港口的进口矿石中转运输系统
宁波、舟山为主	发展南京等港口的进口原油中转运输系统
上海、舟山和电力企业自用码头为主	煤炭卸船中转运输系统

资料来源：交通部、天相投顾整理

图 12：截至 2009 年 6 月 30 日公司正在履行的重大工程项目（单位：万米）

工程名称	规格	订单量	已供数量	供货期限
马来西亚槟城港集装箱码头 A3 工程	Φ800B	170200	104650	2009.1.5 ~
南通港洋口港区陆岛通道管线桥工程	Φ1000C	60700	22462	2009.4.1 ~ 2009.11.1
上海临港海洋工程及高科技船舶配套项目	Φ800B Φ1000B、AB Φ1200B、AB	60270	26567	2009.1.1 ~
靖江新港作业区粮食物流中心码头	Φ1000B、 Φ1000C	37247	15395	2009.4.5 ~
嘉兴港独山港区平湖玻璃港务码头工程	Φ1200B、 Φ800B	29718	8454	——
沪杭铁路横潦泾特大桥预应力 PHC 管桩工程	Φ1000B	25000	10057	2009.5.25 ~ 2009.7.25
上海外高桥港区六期工程	Φ800AB	18800	33453	2009.2.1 ~ 2009.7.30

资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

3.4 技术优势

大直径 PHC 管桩在港口、码头建设中应用时，其强度以及防止海水对内部钢材的侵蚀成为重要的质量评价指标。公司在 PHC 管桩生产中采用特殊的硅粉技术，使公司管桩强度高于同行业其他企业，同时也解决了海水对内部钢材侵蚀的问题。

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，特别是在桩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，所有产品的桩强度达到 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 Φ1300、Φ1400，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。

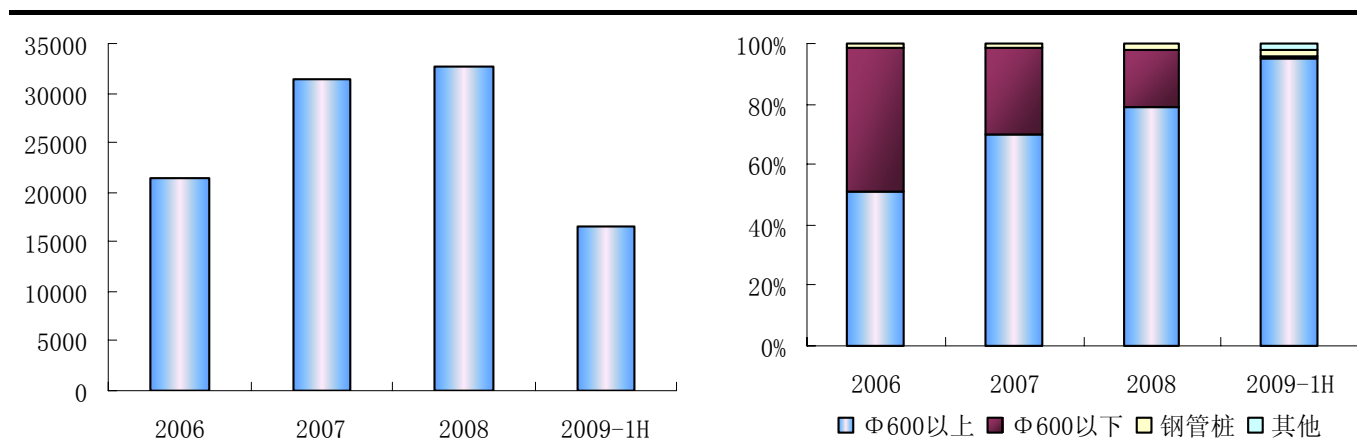
4. 公司业务分析

4.1 收入分析

2006 年以来，公司产品销售收入中， $\Phi 600$ 以上的大直径 PHC 管桩销售收入所占比重逐渐提高。2009 年上半年 $\Phi 600$ 以上大直径 PHC 管桩销售收入占比达到 95.3%。同期公司小直径 PHC 管桩收入出现大幅下降，主要原因是公司对小直径管桩生产线进行了改造，生产大直径短长度的 PHC 管桩，影响了小直径管桩的生产。

公司拥有钢管桩生产线，但由于钢管桩的毛利率低于大直径 PHC 管桩，且目前公司码头装运能力有限，限制了公司钢管桩的产能释放。募投项目完工后，公司预计将新增约 80 万米/年的管桩装运能力，在满足公司大直径管桩运输需求的情况下，公司的钢管桩运送能力将得到显著提升，进而拉动钢管桩产能的释放。

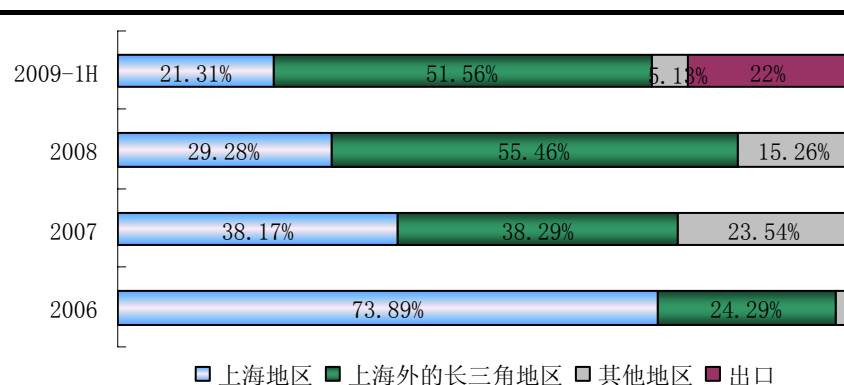
图表 13：公司营业收入（左）及各产品收入占比（右）



资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

从各地区销售收入来看，上海地区的收入占比呈现逐年下降趋势，公司方面介绍主要由于上海地区的水上工程项目减少所致。而同期上海以外的长三角地区港口、码头、跨海大桥的建设快速发展，拉动了对 PHC 管桩的需求，长三角地区的销售收入占比逐步提高。公司目前海外销售收入主要是马来西亚槟城港集装箱码头项目，据了解，目前在国际市场上，公司的大直径 PHC 管桩价格要远低于竞争对手的，即使考虑运费，公司产品仍具有明显的价格优势，后期来看公司海外业务可能成为公司重要的利润增长点。

图表 14：公司地区收入结构

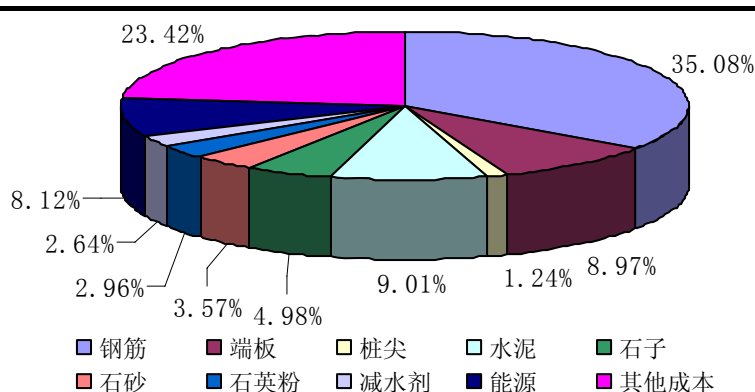


资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

4.2 成本分析

PHC 管桩原材料主要包括钢筋、端板、水泥、石子、石砂，合计占 PHC 管桩总成本的 61.61%。从公司经营现状看，各原材料价格变动对公司成本的影响程度不同。

图表 15：混凝土管桩成本构成



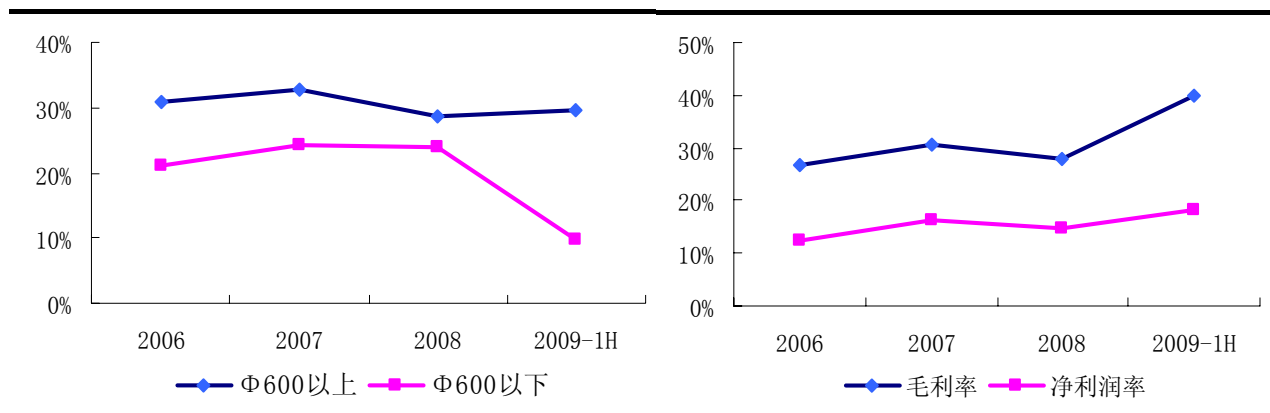
资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

公司目前生产用水泥主要采用海螺水泥生产的高标号 P. II 52.5 水泥，2006-2008 年，公司的水泥采购价格呈小幅上涨趋势，但公司方面表示，海螺水泥的供货价格采取协议方式，在特殊情况下才会调整协议的价格，因此，公司的水泥供货价格短期内基本可以保持稳定。

在各种原材料中，对公司成本影响较大的是钢铁价格。公司的钢筋、端板和桩尖的采购价格基本和国内钢材价格变动相同。比较来看，公司受端板影响相对较小，公司 2009 年上半年端板采购价格为 251 元/只，但端板成本占比与 PHC 管桩的长度相关，对于深水港项目，PHC 管桩长度增加可以减少端板用量，平均计入单位 PHC 管桩的成本也将降低。为了适应深水港码头对桩基的特殊要求，公司已将大直径 PHC 管桩单节长度延伸到 39 米，而国内其他大直径 PHC 管桩生产企业的管桩单节仅为 30 米左右。

4.3 盈利分析

图表 16：公司产品收入结构（左）和公司毛利率（右）



资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

由于Φ600 以上管桩仅有少数几家企业生产，市场竞争相对温和，其毛利率高于Φ600 以下管桩。2009 年上半年，公司产品销售中，Φ600 以上的销售收入占总销售收入的比重大幅提高，达到 95.3%，使得公司 2009 年上半年毛利率较 2008 年提高 11.81 个百分点。

公司募投项目包括对现有大直径 PHC 管桩车间进行改扩建，改扩建完成后预计将新增大直径 PHC 管桩产能 80 万米。后期来看，公司大直径 PHC 管桩收入占比相对 2008 年将有较大提高，公司毛利率维持 20% 以上水平可能性较大。

5. 募集资金项目分析

公司募集资金投资项目包括：对现有部分大直径 PHC 管桩车间的改扩建；新建 4000 吨级（进港驳船最大排水量 4200 吨，最大载重量 3000 吨）挖入式港池板桩码头；购置 5 条 4200 吨级（最大排水量 4200 吨、最大装载量 3000 吨）运桩船；新建企业产品研发中心。

图表 17：公司募投项目情况

项目名称	投资总额	投资计划	
		第一年	第二年
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) 构建运桩船	9966	3431	6535
(3) 新建研发中心	1267	1267	

资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

5.1 大直径 PHC 管桩生产线改扩建

图表 18：公司大直径 PHC 管桩产能利用状况

规格	2009 年 1-6 月		2008		2007	
	产量	产能利用率	产量	产能利用率	产量	产能利用率
Φ600 以上	33.06	83%	58.91	74%	73.86	92%

资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

公司 80 万米的大直径 PHC 管桩产能是以 Φ800 管桩测算，目前在公司大直径管桩产品包括 Φ800、Φ1000、Φ1200，其中 Φ1000 和 Φ1200 管桩的体积及单位重量均显著大于 Φ800，生产效率也要低于 Φ800，因此公司 2009 年上半年 PHC 管桩生产线实际处于满负荷运作状态。2008 年第四季度以来，公司大直径 PHC 管桩产品的市场需求开始复苏，新接订单量大幅上升，2009 年上半年新签的大直径 PHC 管桩订单金额达到 2.37 亿元、供货量约 42.5 万米。公司为进一步满足市场需求，扩大市场份额，必须扩大公司的产能。

公司拟通过对现有部分大直径 PHC 管桩车间进行改建，新增 Φ600 以上大直径 PHC 管桩产能 80 万米（按 Φ800 管桩折算），届时公司大直径 PHC 管桩年生产能力将达到 160 万米。

5.2 出桩码头建设

大直径 PHC 管桩主要针对水上建筑项目，产品自身体积大、长度长、重量重，目前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，因此大直径 PHC 管桩生产企业必须拥有大吨位级港口码头设施以进行大直径 PHC 管桩的水上装运。

公司拥有一座 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，目前该码头仅能基本满足公司现有大直径 PHC 管桩装运需求。如果大直径管桩产能扩大 80 万米，现有码头将不能满足出桩需求。

公司募投项目建成后，将新增码头出桩能力约 50 万米，码头年出桩能力将达到 100 万米以上，基本与公司的改扩建后的大直径 PHC 管桩产能匹配。

5.3 购建专用运桩船

公司目前 PHC 管桩运输是通过第三方船运公司完成，这使得运桩过程中出现了一些问题：首先是运桩船能否按时到港，公司方面无法获得及时的信息，从而影响了公司正常的出桩计划，甚至影响客户的施工计划；其次 PHC 管桩运输宜采用夹板型船只，整个船型布置比较特殊，使得部分船只不适宜运输 PHC 管桩；最后，目前 PHC 管桩运输船规格各异，运量差别较大，影响了出桩码头的使用效率。

公司购建管桩运输船后，可直接为客户提供管桩生产、运输的一揽子服务，从而可以提供公司产品的吸引力。从经济效益来看，购建运桩船总体上也是可行的。以 Φ800PHC 管桩为例，单位运桩成本可以达到管桩价格的 1/3，公司方面的测算数据显示，运桩船购建后，可新增营业收入约 5600 万元，营业利润约为 1400 万元。

5.4 新建研发中心

PHC 管桩较其他桩基材料在单桩承载力、抗弯性能、抗拔性能等方面具有较大优势，目前 PHC 管桩开始在各建筑领域得到了广泛的应用。如公司大直径管桩原主要用于码头、跨海大桥建设，但在 2009 年在沪杭高铁建设获得采用。预期未来几年，公司大直径 PHC 管桩应用领域将逐步扩展，客户对 PHC 管桩的规格、强度、抗裂能力以及弯矩等要求将会出现差异化，因此，公司需要组建研发中心，提高和改善公司 PHC 管桩性能，从而提高产品的技术含量和附加值。

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

图表 19：主要盈利预测假设（单位：万元）

	2009	2010	2011
Φ600 以上管桩			
营业收入	31,720	31,720	47,625
毛利率	29.50%	30%	30%
Φ600 以下管桩			
营业收入	54	6,000	6,000
毛利率	9.72%	22%	22%
钢管桩			
营业收入	800	10,000	10,000
营业成本	419	8,000	8,000

图表 20：盈利预测表（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	31,309	32,576	32,574	47,720	63,625
减：营业成本	21,720	23,435	22,830	34,884	46,018
毛利率	30.63%	28.06%	29.91%	26.90%	27.67%
减：营业税金及附加	96	115	106	120	245
销售费用	166	253	120	176	352
管理费用	1,280	1,823	1,877	1,902	3,000
财务费用	497	753	496	0	400
期间费用率	6.21%	8.68%	7.65%	4.35%	5.90%
资产减值损失	36	-8	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,515	6,205	7,145	10,638	13,611
营业利润率	24%	19.05%	21.93%	22.93%	21.39%
加：营业外收入	19	201	0	0	0
减：营业外支出	7	29	0	0	0
利润总额	7,527	6,377	7,145	10,638	13,611
减：所得税	2,470	1,635	1,786	2,660	3,403

净利润	5,057	4,742	5,358	7,978	10,208
归属母公司所有者的净利润	5,057	4,742	5,358	7,978	10,208
发行后总股本（万股）	13,500	13,500	13,500	13,500	13,500
EPS（按发行后股本摊薄，单位：元）	0.37	0.35	0.40	0.59	0.76

资料来源：公司招股意向书、天相投顾整理

6.2 合理价格区间

我们选取在沪、深两市上市的水泥制品企业及大型钢结构企业作为比较对象，共3家。2010年3家公司的动态市盈率均值为27倍，同期建材行业市盈率为24倍，中小板市盈率为32倍。考虑公司目前有压制产能，募投项目完工后有利于公司产能释放。可给予公司2010年25-29倍市盈率，对应的合理估值区间为14.8-17.1元。

图表 21：可比公司估值指标

公司代码	公司名称	EPS			最新股价 (元)	PE		
		2008	2009E	2010E		2008	2009E	2010E
002205	国统股份	0.52	0.45	0.56	21.35	41	47	38
600496	精工钢构	0.32	0.44	0.69	13.47	42	31	20
600477	杭萧钢构	0.22	0.30	0.38	9.19	42	31	24
平均值							36	27
建材行业							32	24
中小板							43	32

资料来源：天相投资分析系统

6.3 风险提示

提醒投资者注意公司以下风险：

- （1）原材料价格波动风险；
- （2）公司开拓海外市场带来的相关风险；
- （3）公司运桩船舶运行风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100