

围海股份 (002586)

细分工程领域龙头，受益水利规划

建议询价区间

16.2 ~ 18.9 RMB

预计上市定价

18.0 ~ 21.0 RMB

主要数据

行业	建筑施工
公司网址	www.zjwh.com.cn/
大股东/持股	浙江围海控股集团/66.25%
实际控制人/持股	冯全宏、张子和、罗全民、邱春方和王掌权 /49.48%
总股本(百万股)	80
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	0.00
每股净资产(元)	-
资产负债率(%)	67.9

行情走势图



相关研究报告

《利源铝业深度报告:苹果和高铁主要供应商,三年内利润或翻两番》(强烈推荐) 2011-05-06

《中化岩土:深耕细作带来垄断优势》(推荐) 2011-02-22

《嘉寓股份重大工程中标点评》(推荐) 2011-01-11

证券分析师

窦泽云 S1060210090001
0755-22627752
xuwei850@pingan.com.cn

投资要点

■ 建议询价区间 16.2~18.9 元:

综合PE相对估值和DCF绝对估值两种方法,我们认为,公司的合理价值区间为18.0~21.0元,对应2010年的动态PE为21.4~25.0倍。根据近期中小板公司上市首日涨幅,给予10%的折价,建议询价区间为16.2~18.9元,对应2011年的动态PE为19.3~22.5倍。

■ 公司是海堤工程建设领先企业:

根据中国水利企业协会数据测算,2007、2008、2009年公司在国内海堤工程行业市场的占有率分别达到6.8%、6.9%、6.7%,为全国水利系统海堤工程建设的领先企业。

■ 预计未来三年行业复合增速 17%:

海洋经济时代离不开海堤建设,防护性海堤、围海海堤和填海造地海堤、交通海堤、渔港防坡堤等将会迎来巨大的发展空间。随着经济规模的增长,海堤建设标准将会大幅度提升,预计全国性海堤的建设标准将从目前基本的20年一遇提高到50年一遇,投资规模将会大幅提高。预计未来3年,全国海堤建设投资规模将保持17%以上年均增速。

■ 募集资金投向 BT 项目:

募投项目之一为沥港渔港I标段工程防波堤东堤,全长2,180米。项目的主要建设内容为堤身填筑、外海侧护坡、港区侧护面、堤顶工程。该项目采取BT方式运作,目前工程进度正按照建设计划推进,按合同要求预计2011年12月底完工。项目公司(网新围海)目前的注册资本5,000万元,根据项目资金需求,网新围海最终的注册资本将达到1.8亿元左右,按照回购协议的约定,回购基数暂定为20,259万元,回购期3年,从2011年起,连续3年至2013年支付完最后一笔回购款为止,预计该项目的税前内部收益率为20.17%。

■ 风险提示:

行业景气度受地方政府财政支出政策影响较大;BT项目资金需求大,公司BT、EPC订单增速可能低于预期。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	921	1017	1359	1846
YoY(%)	34%	10%	34%	36%
净利润(百万元)	43	57	90	130
YoY(%)	46%	31%	59%	45%
毛利率(%)	12.7%	15.4%	15.4%	15.6%
净利率(%)	4.7%	5.6%	6.6%	7.1%
ROE(%)	22.3%	23.6%	11.4%	14.4%
EPS(摊薄/元)	0.40	0.53	0.84	1.22

正文目录

一、建议询价区间 18~21 元	4
二、公司为海堤工程施工领军企业	4
三、海堤工程行业：受益于“十二五”水利规划	5
3.1 预计未来三年行业复合增速 17%	5
3.2 行业分析	6
四、发行概况及募集资金投向	6
4.1 发行概括	6
4.2 募投项目	7
五、盈利预测和关键假设	7
六、风险提示	8
6.1 行业景气度受地方政府财政支出制约	8
6.2 业务风险	8

图表目录

图表 1	可比上市公司平均 2011 年动态市盈率 21 倍	4
图表 2	DCF 估值区间 16~23 元	4
图表 3	公司主要业务	5
图表 4	未来 3 年海堤建设投资 CAGR 有望达到 17%	5
图表 5	公司发行前股权结构	6
图表 6	收入成本预测	7
图表 7	关键假设	8
图表 8	营业收入及增速	9
图表 9	收入结构及预测	9
图表 10	营业成本及增速	9
图表 11	成本结构及预测	9
图表 12	营业利润及增速	9
图表 13	利润贡献率	9

一、建议询价区间 16~19 元

我们预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.22 元，综合 PE 相对估值和 DCF 绝对估值两种方法，我们认为，公司的合理价值区间为 18.0~21.0 元，对应 2010 年的动态 PE 为 21.4~25.0 倍。根据近期中小板公司上市首日涨幅，给予 10%的折价，建议询价区间为 16.2~18.9 元，对应 2011 年的动态 PE 为 19.3~22.5 倍。

我们预测公司未来三年的净利润复合增长率为 40%，目前可比上市公司 2011 年、2012 年的动态 PE 分别为 21.4 倍、17.2 倍，据此按相对估值方法，公司股价合理区间为 18.0~21.0 元；以 DCF 模型测算公司的每股价值为 16.3~23.3 元。取两种方法估值结果之交集，公司合理价值区间为 18.0~21.0 元。

图表 1 可比上市公司平均2011年动态市盈率21倍

代码	简称	2011/5/20	EPS			PE		
		股价（元）	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002060.SZ	粤水电	11.43	0.27	0.51	0.60	41.9	22.4	19.1
600068.SH	葛洲坝	11.13	0.39	0.59	0.74	28.2	18.9	15.0
600502.SH	安徽水利	17.08	0.91	0.75	0.98	18.8	22.9	17.5
平均值						29.6	21.4	17.2

资料来源：Wind资讯，平安证券研究所

图表 2 DCF估值区间16~23元

WACC(%)/g	1.00%	2.00%	3.00%
8.39%	25.30	28.46	32.78
9.39%	21.05	23.26	26.17
10.39%	17.75	19.36	21.40
11.39%	15.13	16.33	17.80
12.39%	13.00	13.91	15.02

资料来源：平安证券研究所

二、公司为海堤工程施工领军企业

公司目前以建筑施工及其相关的技术服务（勘测、设计等）为主营业务，最近三年主营业务收入占公司营业收入的比例均高于 99%，建筑施工业务主要包括海堤工程、河道工程、水库工程、城市防洪工程等，其中海堤工程施工业务收入占公司营业收入的比例最大，最近三年均超过 80%，是公司的核心业务。

海堤工程主要包括防护性海堤、围海海堤、填海造地海堤、促淤堤、港口海堤、渔港防波堤、交通海堤等。其中，围海海堤、防护性海堤是公司目前海堤建设的主要方向。

图表 3 公司主要业务

业务类别	主要用途
海堤工程	一方面抵御风暴潮灾害，保护沿海人民生命财产安全，保障沿海经济稳定发展；另一方面科学开发并保护滩涂湿地资源，为围区内渔业、农业、工业、旅游业等奠定良好的基础，缓解沿海人多地少的矛盾。
河道工程	防洪、排涝，跨流域引水供水、改善河床泥沙淤积，改善航道、改善水质、改善区域环境和生态平衡
水库工程	防洪、排涝、灌溉、发电、淡水养殖、旅游开发
城市防洪工程	防止城市遭受洪水侵袭，保障城市人民生命财产安全

资料来源：公司资料，平安证券研究所

截至 2009 年末，公司海堤建设累计总量超过 600 公里，约占全国现有海堤建设累计量的 4.4%。2009 年公司海堤工程建设收入 7.65 亿元，占浙江海堤建设施工投资市场份额 29.3%，2010 年公司海堤工程建设收入达 8.39 亿元。根据中国水利企业协会数据测算，2007、2008、2009 年公司在国内海堤工程行业市场的占有率分别达到 6.8%、6.9%、6.7%，为全国水利系统海堤工程建设的领先企业。

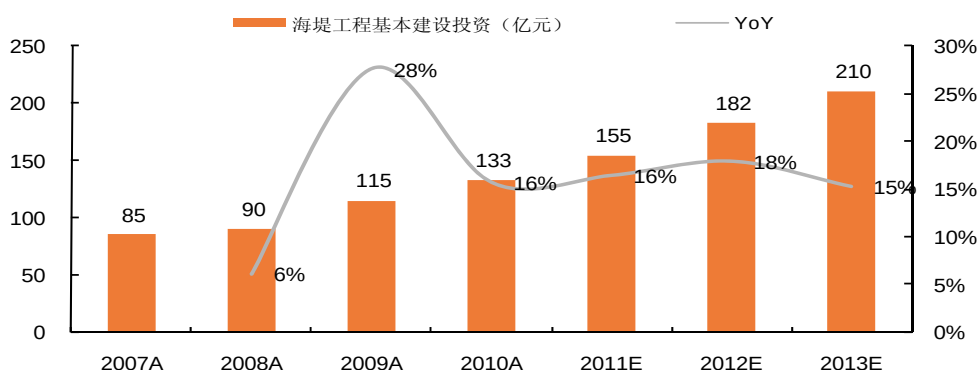
三、海堤工程行业：受益于“十二五”水利规划

3.1 预计未来三年行业复合增速 17%

我国“十二五”规划中明确提出发展海洋经济，提高海洋开发、控制、综合管理能力，发展海洋油气、运输、渔业等产业，合理开发利用海洋资源，加强渔港建设，保护海岛、海岸带和海洋生态环境。海洋经济已经成为未来我国经济发展的重要领域，即将出台的海洋经济发展“十二五”规划将进一步明确发展的方向。

海洋经济时代离不开海堤建设，防护性海堤、围海海堤和填海造地海堤、交通海堤、渔港防坡堤等将会迎来巨大的发展空间。随着经济规模的增长，海堤建设标准将会大幅度提升，预计全国性海堤的建设标准将从目前基本的 20 年一遇提高到 50 年一遇，投资规模将会大幅提高。预计未来 3 年，全国海堤建设投资规模将保持 17%以上年均增速。

图表 4 未来3年海堤建设投资CAGR有望达到17%



资料来源：中国水利企业协会，公司资料，平安证券研究所

3.2 行业分析

➤ 资金门槛较高

海堤工程施工较一般建筑施工环境特殊，需要专用设备并配备专业人员才能完成，专用设备的自主研发及制造都需要足够的资金支持。例如单艘石方平抛专用驳船造价也高达数千万元。工程承揽过程中还会涉及大量的投标保证金、履约保证金、工程款垫付等资金需求。资金实力是行业新进入者的主要障碍。

➤ 完全竞争市场

海堤建设市场已处于完全竞争状态。海堤建设项目承接主要通过公开招投标活动实现，行业内无垄断现象，市场化程度较高，市场集中度偏低。水利系统内从事海堤工程施工的重点企业包括围海股份、中国水利水电第十二工程局有限公司、浙江省正邦水电建设有限公司、浙江省第一水电建设集团有限公司、浙江省水电建筑安装有限公司、中国葛洲坝集团公司等。

➤ 议价能力偏弱

海堤工程上游行业主要是土石方等基础建筑材料及施工船只、机械等设备供应商，下游为工程业主方，通常是地方政府。从过往公司毛利率和成本结构的变化情况来看，对上下游的议价能力均不强。

➤ 不可替代但有潜在竞争对手

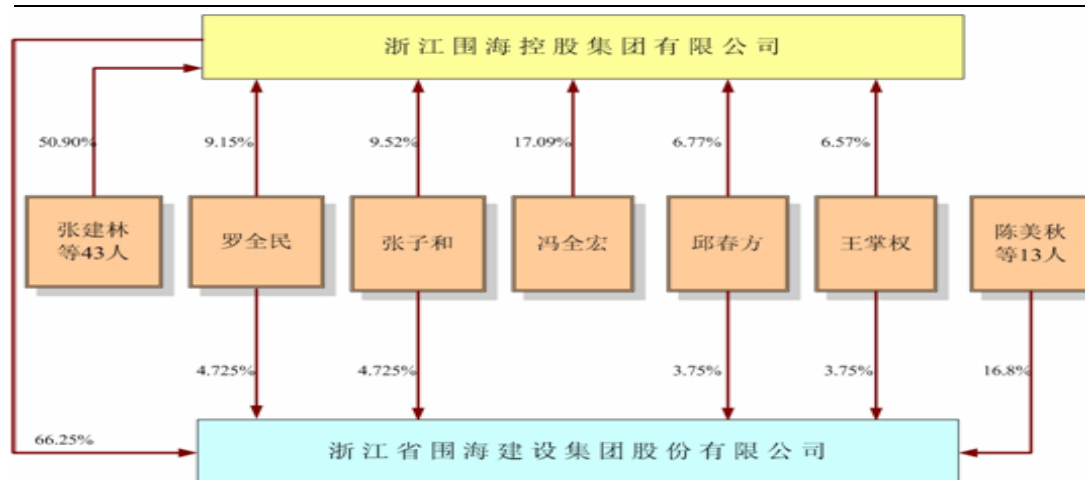
我们认为，目前海堤工程的合同金额普遍较小、毛利率不高，资金门槛对于中小企业来说较难逾越。但通过 BT 或 EPC 方式承揽工程时可获得较高的毛利，可能会吸引大型施工企业进入海堤工程领域。

四、发行概况及募集资金投向

4.1 发行概括

公司实际控制人为冯全宏、张子和、罗全民、邱春方和王掌权。本次发行前，五人通过持有围海控股 49.1% 的股权形成对围海控股股东表决权的相对控制，进而对公司形成相对控制。公司计划发行 2700 万股，发行后总股本为 10700 万股，围海控股对公司的控股权下降到 49.53%。

图表 5 公司发行前股权结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

4.2 募投项目

➤ 沥港渔港投资建设项目

沥港渔港建设工程位于舟山市定海区金塘镇西北部，金塘岛紧连甬江和钱塘江入海口处，东邻册子岛，间隔册子水道，为舟山至宁波的主要水道；北邻灰鳖洋，为北上上海、青岛，南下温台、闽粤等沿海城市，东至滨海渔场的必经之道。本项目为沥港渔港 I 标段工程防波堤东堤，全长 2,180 米。项目的主要建设内容为堤身填筑、外海侧护坡、港区侧护面、堤顶工程。该项目采取 BT 方式运作，目前进展良好，工程进度正按照建设计划推进，按合同要求预计 2011 年 12 月底完工。

项目公司（网新围海）目前的注册资本 5,000 万元，根据项目资金需求，网新围海最终的注册资本将达到 1.8 亿元左右，按照回购协议的约定，回购基数暂定为 20,259 万元，回购期 3 年，从 2011 年起，连续 3 年至 2013 年支付完最后一笔回购款为止，预计该项目的税前内部收益率为 20.17%。

➤ 专用设备购置项目

海堤工程行业一般具有施工工程量大、施工时间长的特点。大型化、专业化设备尤其显得重要，企业在投标时需要具备相对应的施工技术和专业化设备才有资格参与竞标。随着我国海堤建设的发展，特别是近年来许多国家战略性项目立项和开工建设，工程项目逐渐表现出规模大、运距远、深度大等特点。因此与其配套的工程专用施工设备也要求更大型、更先进，市场对大型设备需求量在明显增加。公司目前拥有液压开体驳船 11 条、插板船 7 条，现有设备目前虽在专业领域具有技术先进性，但船只吨位较小。面对工程建设项目大型化和石方远距离采购运输的发展趋势，公司迫切需要增加一些大型工程船舶设备，来保证承接业务的船舶设备要求。2010 年 12 月末，公司专用设备的成新率仅为 40.36%，成新率较低。公司拟通过该项目投资 28,660 万元，购置 1 艘 3800 m³/h 土方远距离输送船、2 艘 1000 m³ 液压开体驳船和 2 艘 98m 石方平抛专用驳船、3 艘水下塑料排水板加固软基专用插板船。该项目的实施将大幅提高公司的产能，预计税前内部收益率将达到 28.22%。

➤ 建设工程技术研究创新基地项目和补充流动资金

该项目拟投资 2,011 万元，由围海建设全资子公司宁波高新区围海工程技术有限公司组织实施。创新基地的建立有利于推动公司工程施工技术的整体提升，改善施工条件，提高施工质量，降低施工成本，提高公司的项目承揽能力，为公司未来可持续发展提供技术支持。

公司拟将本次募集资金中 7,000 万元用于补充工程施工业务运营资金，以增强公司的短期偿债能力。

五、盈利预测和关键假设

我们预测公司 2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.22 元，未来三年净利润复合增速超过 40%。

图表 6 收入成本预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	686	918	1015	1359	1846	2554
YoY (%)		34%	10%	34%	36%	38%
营业成本(百万元)	595	804	861	1150	1557	2146
YoY (%)		35%	7%	34%	35%	38%
营业利润(百万元)	91	115	154	209	289	408
YoY (%)		26%	34%	36%	38%	41%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 7 关键假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入增速						
城市防洪工程		-27%	-35%	20%	20%	20%
技术服务		79%	83%	80%	80%	80%
其他工程		53%	269%	100%	100%	100%
水库工程		289%	30%	30%	30%	30%
河道工程		150%	-58%	30%	30%	30%
海堤工程		23%	10%	30%	30%	30%
毛利率						
城市防洪工程	9%	8%	8%	8%	8%	8%
技术服务	54%	51%	40%	40%	40%	40%
其他工程	8%	14%	16%	16%	16%	16%
水库工程	14%	12%	10%	10%	10%	10%
河道工程	7%	7%	9%	9%	9%	9%
海堤工程	13%	12%	15%	15%	15%	15%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

六、风险提示

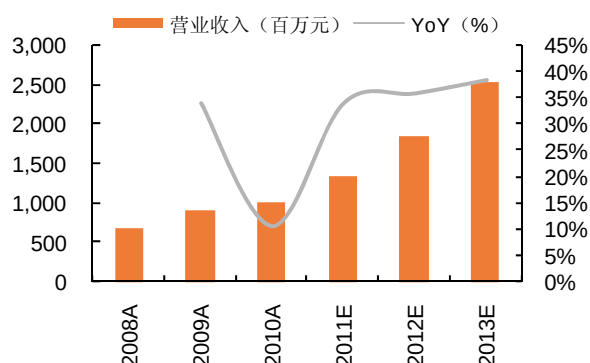
6.1 行业景气度受地方政府财政支出制约

海堤工程的业主方一般为地方政府，行业景气度受政府投资的影响较大，如果宏观经济出现较大变化，地方政府削减对海堤工程的投入，可能使公司订单增速下滑。

6.2 业务风险

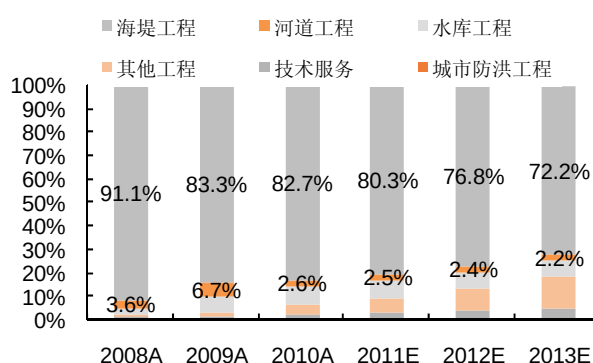
公司目前在手订单中，有近三分之一是 2010 年新签的 BT 项目订单，在海堤工程中 BT 项目属于新型业务模式，其执行情况有待观察，且订单毛利率可能波动性较大。同时，BT 或 EPC 业务对公司流动资金要求较高，公司存在不能持续该业务模式的风险。

图表 8 营业收入及增速



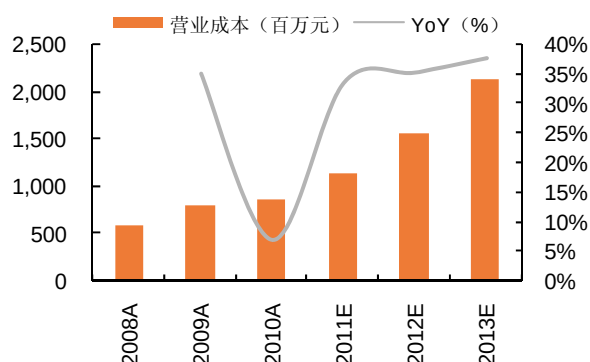
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 9 收入结构及预测



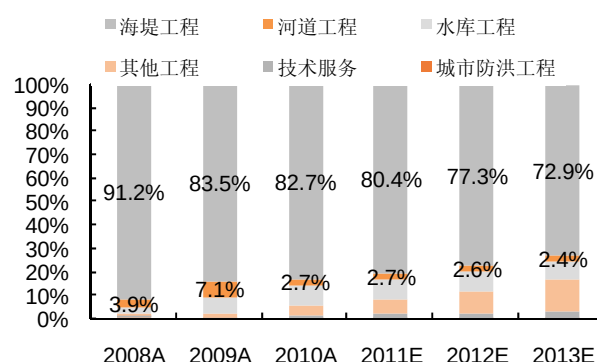
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 10 营业成本及增速



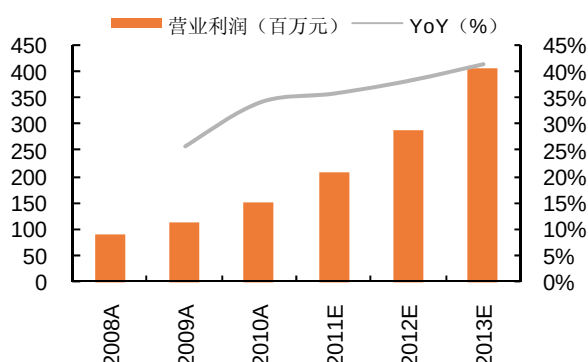
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 11 成本结构及预测



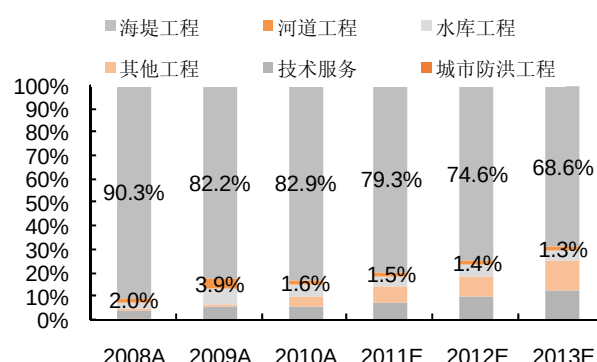
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 12 营业利润及增速

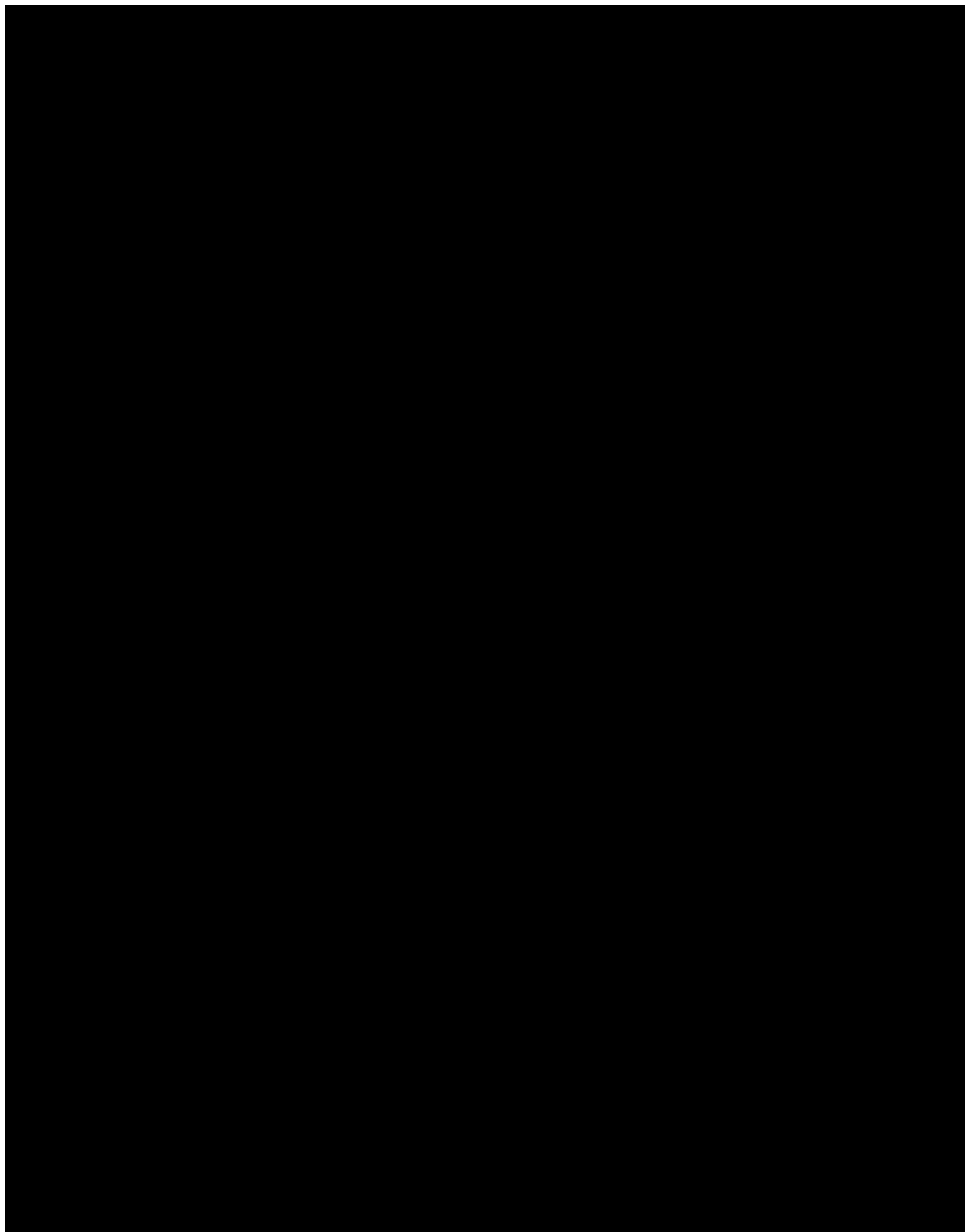


资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 13 利润贡献率



资料来源：公司资料，平安证券研究所



平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257