

国海股份 (002586.SZ) 建筑施工行业

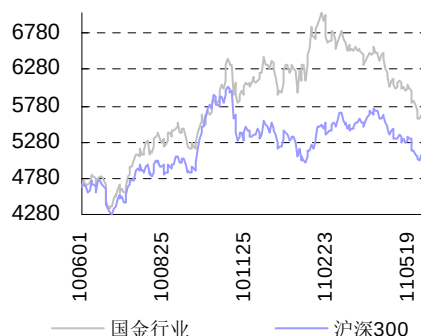
新股研究

上市定价(人民币): 19.00 元
 目标价格(人民币): 19.15-22.98 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	19.00
发行 A 股数量(百万股)	27.00
总股本(百万股)	107.00
国金建筑施工指数	5648.95
沪深 300 指数	3001.56
中小板指数	6195.71



海堤建设的龙头企业

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.539	0.709	0.766	0.993	1.243
每股净资产(元)	2.42	3.01	7.72	8.71	9.95
每股经营性现金流(元)	0.56	0.71	0.68	1.04	1.25
市盈率(倍)					
行业优化市盈率(倍)	46.45	40.83	38.77	38.77	38.77
净利润增长 (%)	46.08%	31.48%	44.37%	29.66%	25.26%
净资产收益率(%)	22.34%	23.59%	9.92%	11.40%	12.49%
总股本(百万股)	80.00	80.00	107.00	107.00	107.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司是国内海堤建设领导者, 累计建设海堤长度超过 600 公里, 约占全国现有海堤建设总长度的 4.4%, 此外, 公司还专注于河道、水库、城市防洪等工程施工服务。
- “十二五”期间, 国家加大海洋领域和水利建设方面投资力度, 水利工程建筑业将迎来大发展。
 - 海洋经济未来的快速发展必然会带动海堤建设投资的快速增长。预计在未来五年, 国家海堤建设投资增速会保持在 15% 以上, 2013 年投资总额将超过 200 亿元。其中作为风暴潮侵袭较为严重的浙江省, 海堤建设投资额将达到 47 亿元。
 - 今年中央一号文件直指水利建设, 文件中明确指出: 力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。并从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设, 保障水利建设目标的实现。
- 根据中国水利企业协会数据测算, 2007-2009 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%, 公司凭借以下多项优势在未来快速发展中有望进一步拓展市场, 提升公司盈利能力。
 - 技术优势构筑行业壁垒: 公司逐年提高研发投入, 目前获得了 10 余项发明专利及科技成果, 并有 2 项成功入选浙江省省级工法名单。此外, 公司建造的经典工程曾获得鲁班奖、詹天佑奖、新中国成立 60 周年 100 大经典工程等国家级重大奖项。
 - 人员优势奠定公司发展基础: 公司人员素质较高, 95% 以上是管理人员、技术人员和财务人员, 且在近年来快速增长, 这为公司未来快速发展奠定了基础。
 - 模式转变提升盈利能力: 公司由传统施工总承包积极向 EPC、BT 模式转换, 目前公司已有两个项目正在建设中, 成功上市融资有助于加快公司转变步伐, 提高未来的盈利能力。

唐笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
 (8621)61038229
 tangx@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130511030012
 (8621)61038234
 hegww@gjzq.com.cn

募投项目

- 公司本次拟公开发行 2,700 万股 A 股，计划融资 50671 万元，分别投在沥港渔港投资建设项目、专用设备购置项目、建设工程技术研究创新基地项目和补充工程施工业务运营资金。
- 公司本次四个具体募投项目均是有的放矢，力求解决公司发展过程中的若干瓶颈问题，随着募投项目的具体施行，公司也将步入快速发展期。

投资建议

- 我们看好围海股份依靠自身优势，借助“十二五”海洋、水利大发展而快速增长。预计 2011-2013 年，公司归属母公司净利润为 0.82、1.06、1.33 亿元，分别增长 44.37%、29.66%、25.26%，每股收益为 0.766、0.993、1.243 元。
- 公司询价结果为 19.00 元/股，估值水平为 2011-2013 年 25、19、15 倍 PE，国金证券建筑板块重点关注公司目前 2011 年 PE 平均值为 18 倍，考虑公司未来快速增长，给予公司 2011 年 25-30 倍 PE，预计围海股份首日上市价格区间为 19.15-22.98 元。

风险提示

- BT 项目对资金占用较大，短期内影响公司经营性现金流。
- 非海堤工程建设项目竞争激烈，降低公司综合毛利率。

内容目录

围海股份——海堤工程建设领先者	5
公司主营业务	5
公司股权结构	5
行业市场空间广阔，“十二五”将迎来大发展	6
海洋经济推动海堤建设	6
水利建设大发展推动公司其他业务快速增长	10
公司核心竞争力	11
技术优势构筑行业壁垒	11
人员优势奠定公司发展基础	13
经营模式转变提升盈利能力	15
募投项目	16
本次发行募集资金规模	16
募投项目分析	16
投资建议	17
风险提示	18
附录：三张报表预测摘要	20

图表目录

图表 1：公司主营收入结构	5
图表 2：公司毛利结构	5
图表 3：海堤工程建设展示图——东海大桥海堤	5
图表 4：海堤工程建设展示图——舟山东港海堤	5
图表 5：围海股份股权结构图	6
图表 6：围海股份组织机构图	6
图表 7：海堤工程分类	6
图表 8：2006-2009 年风暴潮所带来的损失（亿元）	7
图表 9：全国围垦面积总量统计（万亩）	7
图表 10：国家海洋发展部分政策	8
图表 11：东南沿海地方性的围垦发展规划及政策	8
图表 12：全国海堤工程建设投资额	9
图表 13：浙江省海堤工程建设投资额	9
图表 14：公司市场占有率	10
图表 15：2011-2013 公司海堤建设收入预测	10
图表 16：“十二五”期间国家水利固定资产投资额大幅提高	10

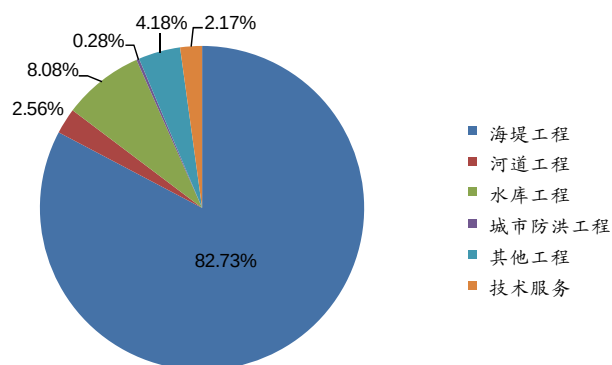
图表 17: 河道工程、水库工程、城市防洪工程等业务占比逐步提高.....	11
图表 18: 公司毛利水平要高于普通工程建筑企业	11
图表 19: 公司核心技术.....	12
图表 20: 公司专利及所获奖项统计	13
图表 21: 公司研发投入迅速增长	13
图表 22: 公司人员增长较快.....	14
图表 23: 管理、技术、财务人员占据公司人员主要部分.....	14
图表 24: 公司单位人员收入较高（万元）	15
图表 25: 公司与劳务分包公司具有长期稳定合作关系	15
图表 26: 公司报告期毛利率水平大幅提高	16
图表 27: BT、EPC 项目毛利率远高于公司整体毛利率	16
图表 28: 公司募投项目介绍.....	16
图表 29: 募集资金前后资产负债率变化.....	17
图表 30: 国金证券建筑板块重点公司估值水平	18
图表 31: 公司销售预测.....	19

围海股份——海堤工程建设领先者

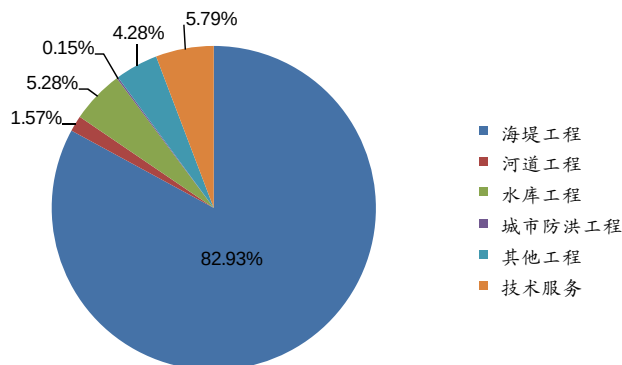
公司主营业务

- 公司经营业务所处的行业为建筑业大类下的水利和港口工程建筑业，公司目前专注于**海堤、河道、水库、城市防洪**等工程施工服务，收入占到总收入的 99%，其中**海堤建设**又是公司的核心业务，收入占到 80%以上。公司经过多年行业中的历练，目前已成为国内现代海堤工程施工专业化水平位居前列的企业之一。

图表1：公司主营收入结构



图表2：公司毛利结构



来源：招股书 国金证券研究所

- 公司成立以来共承揽并建造了 300 余项工程，工程合格率达 100%，工程优良率 85%以上。截至 2009 年末，公司累计建设海堤长度超过 600 公里，约占全国现有海堤建设总长度的 4.4%。
- 2009 年公司海堤工程建设收入 7.65 亿元，占浙江省海堤建设施工投资市场份额的 29.3%。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。**在全国水利系统海堤工程建设领域的市场占有率（按海堤工程施工收入口径计算）排名第一。**
- 公司具有水利水电工程施工总承包壹级、港口与航道工程施工总承包贰级、房屋建筑工程施工总承包贰级、市政公用工程施工总承包叁级以及土石方工程专业承包、爆破与拆除工程专业承包等十余项建筑业资质及承包境外水利水电工程和境内国际招标工程的资格。

图表3：海堤工程建设展示图——东海大桥海堤



来源：公司网站 国金证券研究所

图表4：海堤工程建设展示图——舟山东港海堤



公司股权结构

- 公司的控股股东为浙江围海控股集团有限公司，持有发行人 5,300 万股股份，占本次发行前总股本的 66.25%。

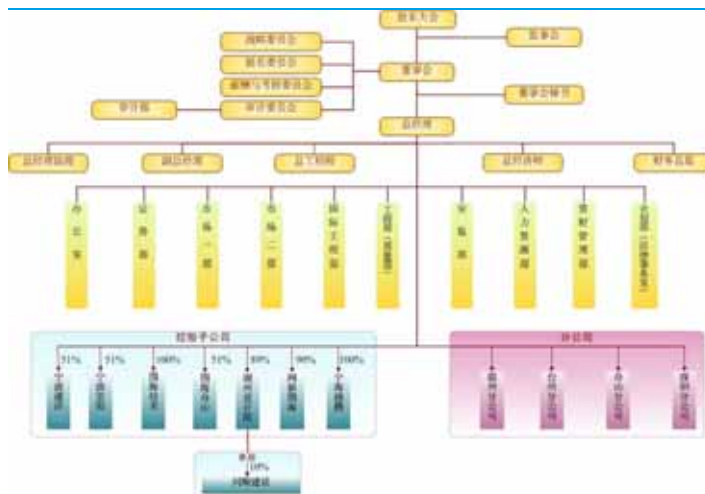
- 本公司实际控制人为冯全宏、张子和、罗全民、邱春方和王掌权，五人合计持有本公司控股股东围海控股 49.10%的股权。同时，张子和、罗全民、邱春方和王掌权还直接持有本公司合计 16.95%的股权。上述五人通过直接和间接方式合计享有本公司 49.48%的权益。

图表5: 围海股份股权结构图



来源：招股书 国金证券研究所

图表6: 围海股份组织机构图



行业市场空间广阔，“十二五”将迎来大发展

海洋经济推动海堤建设

- 海堤工程建设依照建设目的和功能进行划分, 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。

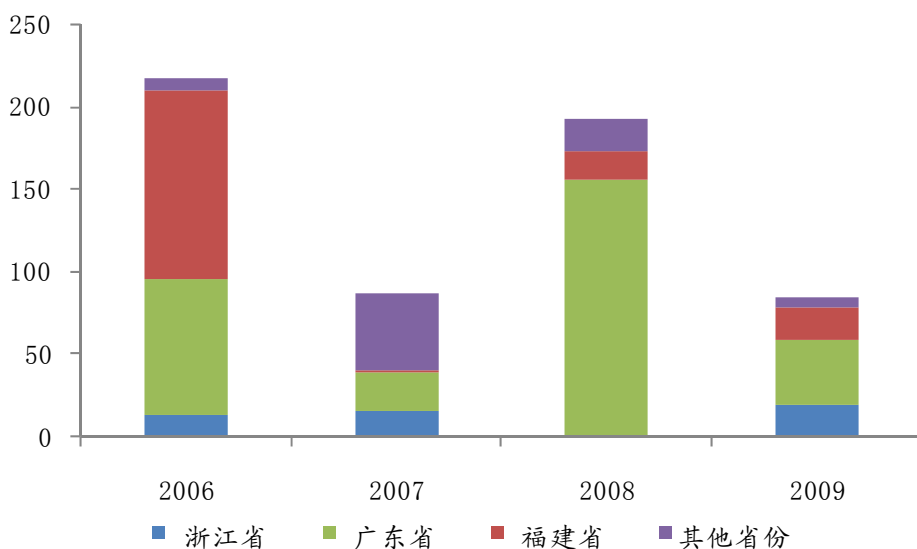
图表7：海堤工程分类

类别	介绍	功能
防护性海堤	单纯以防护为目标，建设重点是维护加固及提升防潮（洪）标准。	防护功能
围海海堤 填海造地海堤	基于水产养殖、建设、农业、工业等发展需要所特别修筑的一类海堤，是滩涂、近海资源利用和围填海建设前期最为重要和必要的工程准备活动。	经济性占主导地位、兼具防护功能
促淤堤	滩涂保护和利用相结合的一种手段。促淤是采用生物手段和工程手段促进泥沙沉积，促进滩涂淤涨的过程。	生态保护功能
港口海堤是与港口配套建设的海堤	保护港口、港池、航运或沿岸区域免受波浪侵袭。	防护功能、经济功能
渔港防波堤	防御波浪的侵袭，维护渔港内水域的平稳，保证船舶在港内安全停泊和进行装卸作业，建在渔港外侧海域中。	防护功能
交通海堤	为满足海上交通的需要所建设的海堤。	经济功能、防护功能

来源：招股书 国金证券研究所

- 海堤建设目标凝聚了“民生”、“经济”、“生态”等重要特征。
 - 民生：海堤作为防风暴雨潮安保体系的第一道屏障，对保卫人民的生命财产安全、减少城市经济发展的不稳定性具有重大意义。

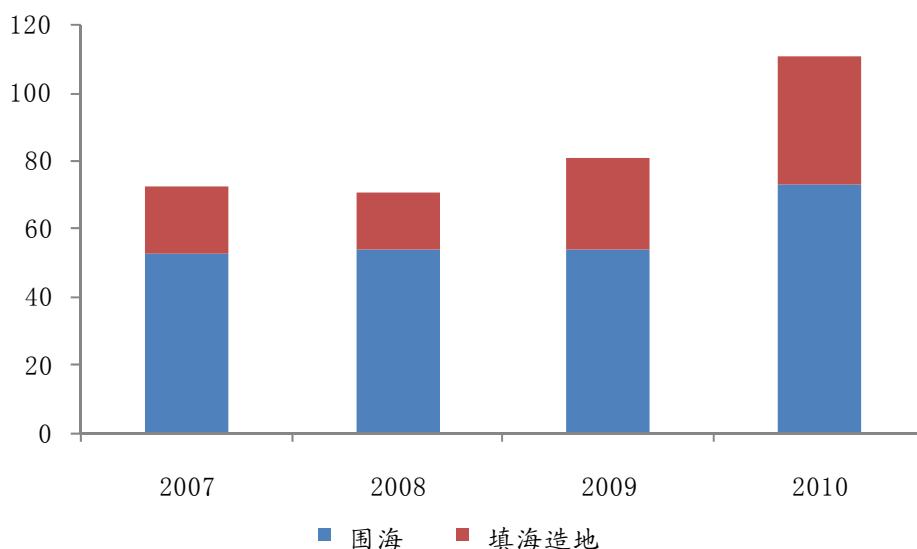
图表8: 2006-2009 年风暴潮所带来的损失 (亿元)



来源: 招股书 国金证券研究所

- **经济:** 海洋经济快速发展,使得人们经济活动领域逐渐向海域延伸,海堤工程也就有了经济性。如围海海堤、填海造地海堤在给人们提供防护的同时,更为我们开发海洋资源,拓展经济活动空间奠定了基础。

图表9: 全国围垦面积总量统计 (万亩)



来源: 招股书 国金证券研究所

注: 2010 年为规划指标

- **生态:** 海洋生态建设作为生态系统建设重要内容之一,其重要性越来越受到国家和社会的重视,当前,国家海洋局及地方各级沿海主管部门在生态修复、保淤堤建设等方面开展了一系列行动。
- 向海洋要资源,向海洋要空间,国家及沿海地方政府已经将海洋发展战略作为未来发展的重点。“十二五”规划中已经明确提出发展海洋经济,而在中央一号文件中,更是明确提出“推进海堤建设”。政策支持,固定资产投资增加,这些都有助于推动海洋经济快速发展,而作为保障沿海人民

生命财产安全，扩大海洋经济活动领域的海堤建设，必将在此过程中大为受益。

图表10：国家海洋发展部分政策

时间	规划	内容
2011	“十二五”规划	深化港口岸线资源整合和优化港口布局。制定实施海洋主体功能区规划，优化海洋经济空间布局。推进山东、浙江、广东等海洋经济发展试点。强化海域和海岛管理，推进海岛保护利用，扶持边远海岛发展。统筹海洋环境保护与陆源污染防治，加强海洋生态系统保护和修复。加强围填海管理，完善海洋防灾减灾体系。
2011	中央一号文件	“十二五”期间抓紧建设一批流域防洪控制性水利枢纽工程，不断提高调蓄洪水能力。加强城市防洪排涝工程建设，提高城市排涝标准。推进海堤建设和跨界河流整治。
2008	《国家海洋事业发展规划纲要》	纲要明确规定了依法强化海域使用、海岛保护、矿产资源、港口及海上交通、海洋渔业等管理，加大海洋开发利用的执法监察力度，规范海洋开发秩序，使海洋开发利用的规模、强度与海洋资源、环境承载能力相适应，促进海洋的可持续开发利用。
2008	《全国科技兴海规划纲要》	到2015年，海洋科技促进海洋经济又好又快发展的长效机制初步建立，科技兴海布局合理，海洋产业标准体系较为完善，科技成果转化率达到50%以上，取得一批海洋产业核心技术，培育3-5个新兴产业，培育一批中小型海洋科技企业；以企业为主体的科技创新体系初步形成；海洋公共服务能力显著提高；海洋产业竞争力和可持续发展能力显著增强；海洋开发利用与海洋生态环境保护协调发展；科技进步对海洋经济的贡献率显著提高。

来源：国金证券研究所

图表11：东南沿海地方性的围垦发展规划及政策

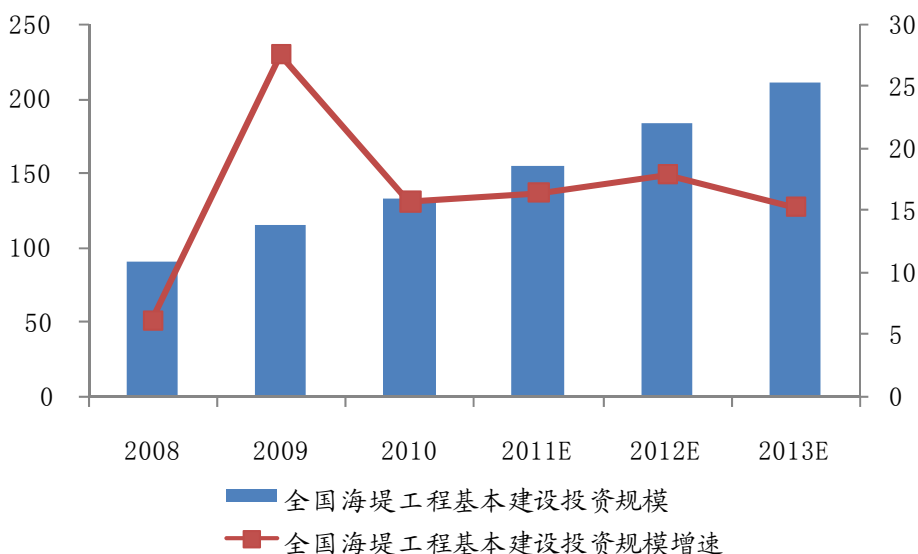
省份	规划
浙江	《滩涂围垦总体规划（2005-2020年）》：动态保护重要湿地，促进滩涂资源的可持续发展，全省至2020年滩涂围垦建设项目117处，总建设规模192万亩
福建	《沿海滩涂围垦规划》（2001-2020年）总体目标为：至2020年，全省共规划围垦82.66万亩滩涂，完成围垦投资约65.84亿元，垦区开发投资约38.04亿元
江苏	《沿海滩涂围垦及总体开发利用规划》（2009-2020年），目标：围垦面积270万亩
广东	《广东省海洋功能区划》（粤府【2008】57号），重点发展本区域内的滩涂利用工作，为30余个重大项目划定了146平方公里的围海造地面积
天津	“加大围海造陆投入”被纳入天津扩大内需促经济增长的十方面重大项目建设计划
澳门	2009年11月，国务院批复澳门特别行政区，同意其填海造地0.54万亩以建设澳门新城区

来源：招股书 国金证券研究所

■ 海堤工程基本建设投资预测：

- “十一五”期间，全国海堤工程基本建设投资增长迅速，自2007至2010年间，海堤工程基本投资复合增速达到了16.16%，根据中国水利企业协会预计，在“十二五”期间，投资增速依然会保持较快增长，平均每年增速仍会超过15%，到2013年，全国海堤工程建设投资将超过200亿元。

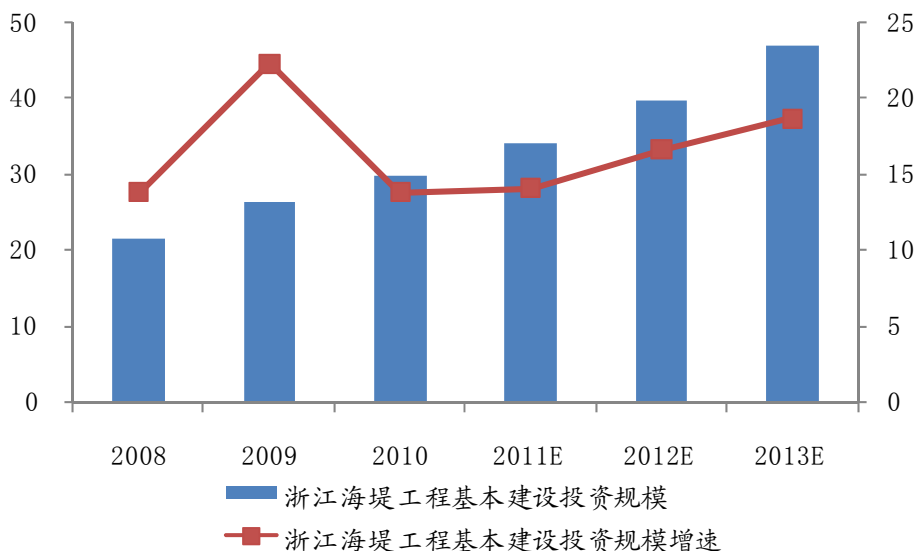
图表12: 全国海堤工程建设投资额



来源: 招股书 国金证券研究所

- 公司所处的浙江省海岸线 6696 公里, 属于台风暴雨频发地带, 且台风强潮位高、破坏力大。海堤建设对于浙江省就显得更为重要, 从 2007 年至 2010 年间, 海堤工程基本投资复合增速 16.54%, 根据中国水利企业协会预测, “十二五”期间浙江省新堤建设投资以及老堤加固投资仍会拉动海堤建设快速发展, 平均增速保持在 15%以上, 至 2013 年, 浙江省海堤工程建设投资将达到 47 亿元。

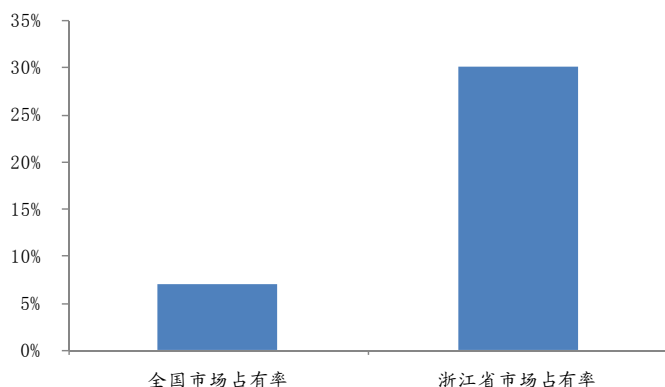
图表13: 浙江省海堤工程建设投资额



来源: 招股书 国金证券研究所

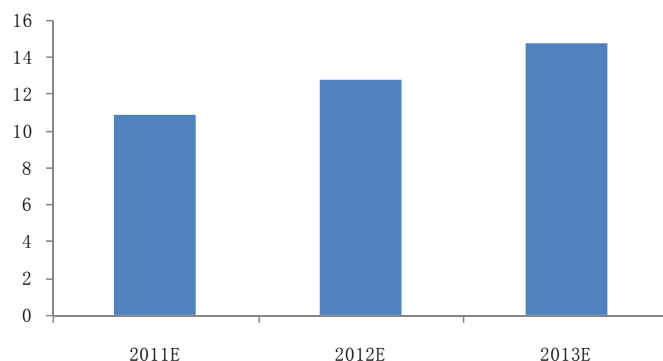
- 公司市场份额预测:** 根据中国水利企业协会数据测算, 2007、2008、2009 年公司在国内海堤工程行业市场的占有率分别达到 6.8%、6.9%、6.7%; 2009 年公司海堤工程建设收入 7.65 亿元, 占浙江省海堤建设施工投资市场份额的 29.3%。如果公司在未来三年保持较为稳定的市场占有率, 那么至 2013 年, 海堤建设方面将为公司贡献 14-15 亿元收入。

图表14：公司市场占有率



来源：招股书 国金证券研究所

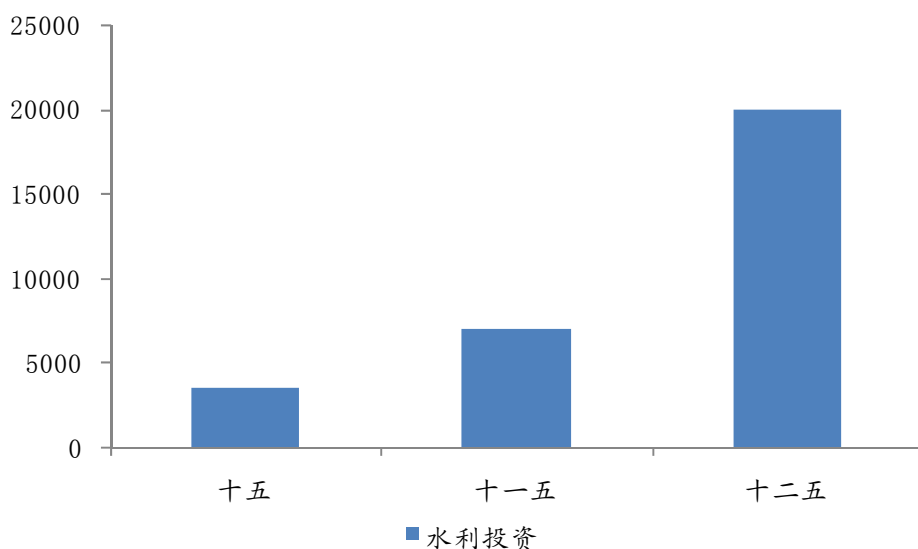
图表15：2011-2013 公司海堤建设市场份额



水利建设大发展推动公司其他业务快速增长

- 2011 年中央一号文件直指水利建设，文件中明确指出：多渠道筹集资金，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。力争通过 5 年到 10 年努力，从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。而从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设，这在一定程度上保证了水利建设投资的规模，保障了政策目标的实现。

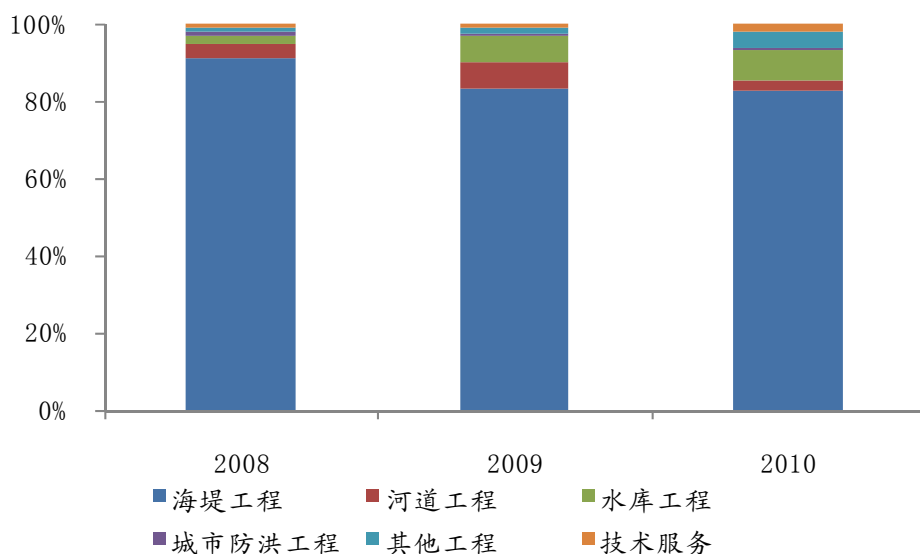
图表16：“十二五”期间国家水利固定资产投资额大幅提高



来源：国金证券研究所

- 河道工程、水库工程、城市防洪工程等也是公司收入重要组成部分，且近年来占比在逐渐加大，随着“十二五”期间全国水利工程大投资的铺开，公司这部分业务必然会大为受益，增速有望高于公司核心业务海堤建设。

图表17：河道工程、水库工程、城市防洪工程等业务占比逐步提高



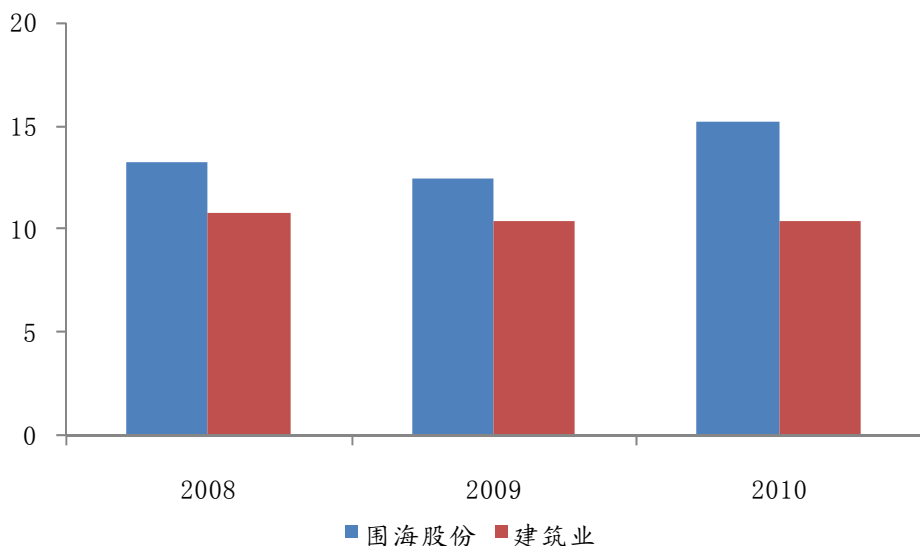
来源：招股书 国金证券研究所

公司核心竞争力

技术优势构筑行业壁垒

- 公司核心业务海堤建设，施工难度要高于普通工程建设，当前全国具有水利水电工程施工总承包壹级资质企业 165 家，但可以参与海堤建设总承包的企业累计不足 20 家。

图表18：公司毛利水平要高于普通工程建筑企业



来源：wind 国金证券研究所

注：建筑业取自 wind 中证监委会分类的建筑业指标

- 公司核心技术是低涂、深水超软地基处理技术。公司施工场地多为软弱地基及超软弱地基，在这上面施工就具有稳定性差、工期长、无法机械化快速大规模施工、堤身土石方堆不上去、堵口合拢困难、投资风险大等问题，公司经过多年研发及经验积累，已经形成了一套以新的堤坝构筑施工方法与设备为基础的筑堤理论。采用塑料排水板、土工织物、爆破挤淤等方法快速处理水下地基方法。

图表19：公司核心技术

核心技术	分类	介绍
深水软土地基处理技术	深水区排水板插设施工技术	采用双船体深水插板船，船上装备高精度GPS实时差分定位系统，依靠四角定位锚机进行深水插板船的精确定位，一次定位后，可以对约350m ² 范围的区域进行布桩作业，极大地提高了施工效率。应用此项施工技术可处理55m厚度以内的软基。
	复杂软基爆破挤淤筑堤技术	解决了复杂软基层（石方、淤泥混合层）、海堤合龙段的爆破挤淤施工问题。
	深水区土工布铺设施工技术	采用专用的土工布铺设船，船上装备有精确的GPS全球定位系统，能够确保每一块土工布的铺设位置都有准确的定位。解决了深水铺设土工布难的瓶颈，减少镇压层的宽度，减少抛石量，节约资源。
堤身施工技术	高效立体施工法筑堤技术	经调查研究、观测分析、模型试验和工程实践形成采用平立结合，土石结合，基坝结合，抢潮候潮，分层加高为特征的高效立体施工法，对堤坝的垂直沉降、侧向位移、空隙水压力、地基强度、固结度的变化进行观察，实现全方位的高效快速的立体施工。
	海上船抛石方技术	利用船驳水下抛填石方，由于浮力的作用，所抛抛的石块对软基的冲击力少，扰动量小，侧向力少，有利于海堤稳定。
	桁架式土方筑堤机施工技术	使用桁架式土方筑堤机上所配的抓斗从海上抓取土料，抓斗通过桁架行走至土方施工位置，然后自动卸料，解决了浮水搁涂等各种环境下进行软粘土的土方筑堤施工的难题。
	活塞式土方输送船筑堤施工技术	此项技术实现了对滩涂的淤泥质粘土长距离输送，设备输送土方含水量低、功效高，解决了淤泥质粘土远距离输送难的问题。
	箱涵式水闸浮运安装施工技术	此项技术不用修建围堰，不用基坑排水，现场施工方便，现场施工时间短，不仅节省费用，还能够减免受到台风影响的可能性。

来源：招股书 国金证券研究所

- 截至目前，公司 2 项核心技术已经获得国家发明专利，6 种海堤施工专用设备获得国家实用新型专利，9 项核心技术成果达到国际先进或国内领先水平。在 2010 年浙江省建筑业管理局下发的《关于公布浙江省 2009 年度省级工法名单的通知》中，公司有 2 项成功入选。此外，公司建造的经典工程曾获得鲁班奖、詹天佑奖、新中国成立 60 周年 100 大经典工程等国家级重大奖项。

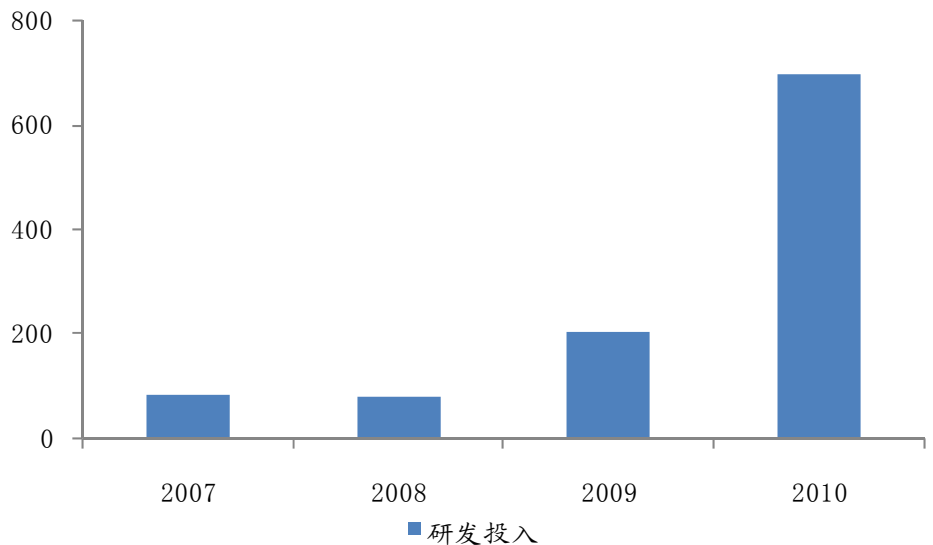
图表20: 公司专利及所获奖项统计

类别	介绍
国家发明专利	水下塑料排水板加固软基专用插板船、一种复杂软基上进行爆破挤淤筑堤方法
国家实用新型专利	活塞式土方输送船、侧抛式石方专用驳船、液压对开驳、桁架式滩涂筑堤机、深水土工布铺设船、泵送淤泥快速脱水系统
获授权通知书专利	连锁护堤块（合作研发）
核心技术成果	深水塑料排水板插设作业船、软基快速筑堤方法与技术、深水区排水板插设施工技术、桁架式土方筑堤机施工技术、活塞式土方输送船筑堤技术、深水区土工布铺设施工技术、箱涵式水闸浮运安装施工技术、复杂软基爆破挤淤筑堤施工技术、海上船抛筑堤施工技术
鲁班奖、詹天佑奖、新中国成立60周年100项经典暨精品工程奖	洋山深水港区一期工程、东海大桥工程

来源：招股书 国金证券研究所

- 公司一直坚持走“人无我有、人有我新、人新我专”的科技创新之路，研发投入不断增加保证了公司技术的领先地位，从 2007 至 2010 年间，公司研发投入增长了 7 倍，复合增长率达到 101.13%。公司此次募投项目之一就是继续加大重点技术研发力度，公司高管在推介会上公开表示，项目当前进展顺利，如若能成功研发，会进一步增进公司技术优势，提高工程施工效率，抢占更大的市场份额。

图表21: 公司研发投入迅速增长

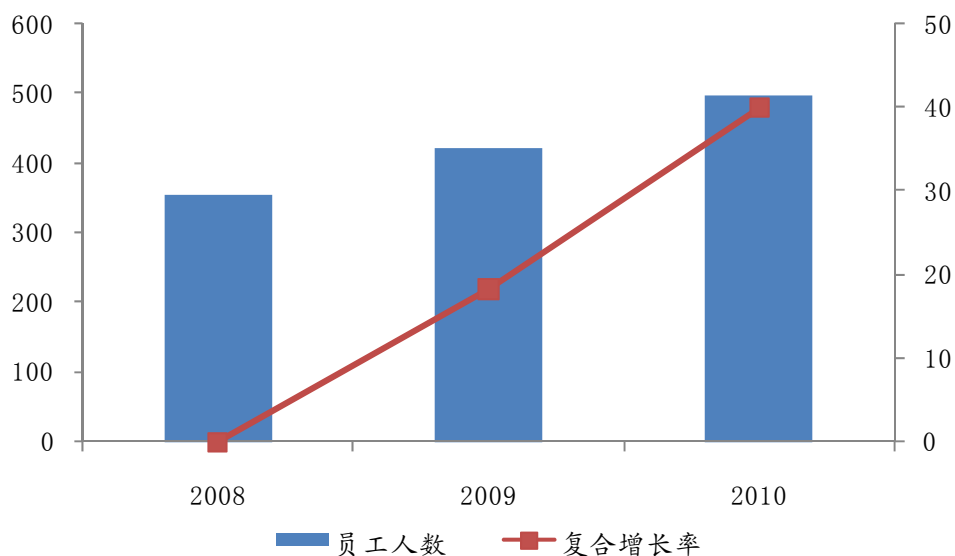


来源：招股书 国金证券研究所

人员优势奠定公司发展基础

- 公司近几年人员增长较快，为公司未来快速扩张，承接业务奠定了人员基础。

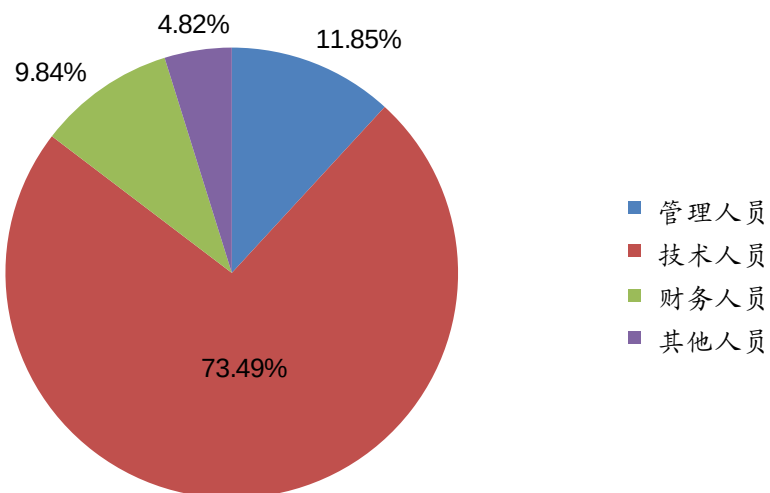
图表22：公司人员增长较快



来源：招股书 国金证券研究所

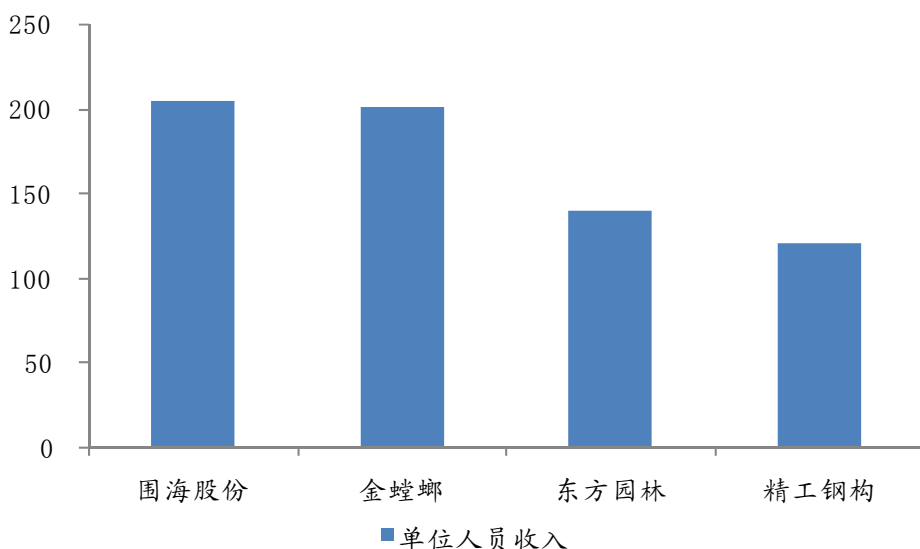
- 公司目前人员组成中，管理人员、技术人员以及财务人员占到总人数的95%以上，其中技术人员，更是占到了73%，这种人员结构在建筑行业还是较为罕见的，也从侧面反映了公司所经营业务对管理和技术要求较高。

图表23：管理、技术、财务人员占据公司人员主要部分



来源：招股书 国金证券研究所

图表24：公司 2010 年单位人员收入较高（万元）



来源：公司年报 国金证券研究所

- 除了自身人员外，公司还通过专业劳务分包公司使用具有专业技能的施工人员约 1800 人，施工人员在公司施工现场管理人员的统一指挥调度下开展工作。公司与劳务分包公司建立了长期稳定良好的合作关系，这既保证了施工质量，又提高了工程效率。

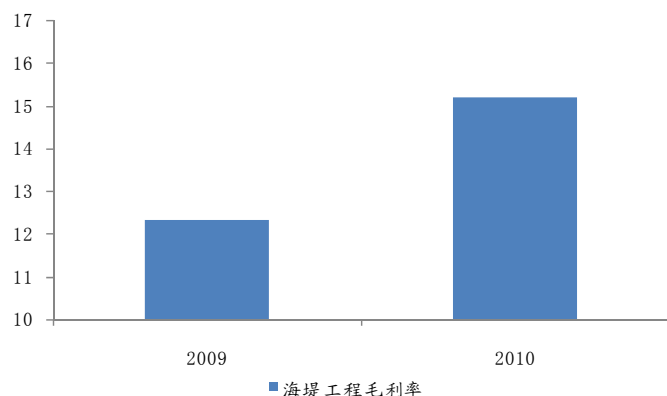
图表25：公司与劳务分包公司具有长期稳定合作关系

2010		2009		2008	
劳务分包	专业分包	劳务分包	专业分包	劳务分包	专业分包
宁波凯赢建筑劳务有限公司	上海爆破技术工程联合有限公司	宁波凯赢建筑劳务有限公司	上海爆破技术工程联合有限公司	宁波凯赢建筑劳务有限公司	北京中科力爆炸技术工程有限公司
杭州新俊建筑劳务有限公司	浙江新宇建设有限公司	杭州新俊建筑劳务有限公司	北京中科力爆炸技术工程有限公司	杭州新俊建筑劳务有限公司	上海爆破技术工程联合有限公司
宁波捷赢建筑劳务有限公司	浙江新纪元爆破工程有限公司		浙江恒荣建设工程有限公司		浙江广天日月金属结构有限公司
富阳市同顺劳务有限公司	浙江省凯磊爆破工程有限公司		浙江新宇建设有限公司		浙江省水电建筑安装有限公司
	金华永泰水电工程机械有限公司		金华永泰水电工程机械有限公司		

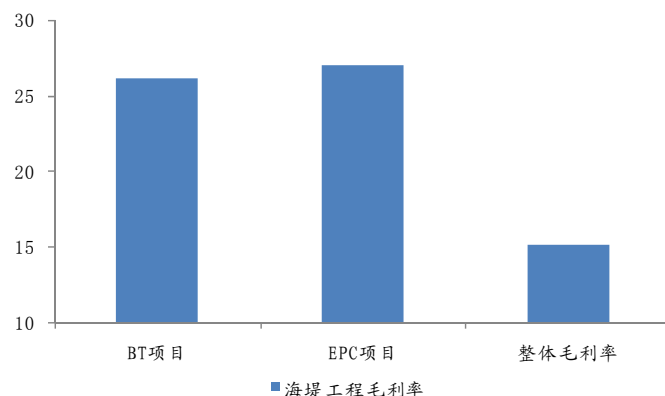
来源：招股书 国金证券研究所

经营模式转变提升盈利能力

- 行业传统经营模式是“工程施工总承包-专业承包-劳务分包”，公司业务模式以施工总承包为主，依据具体项目情况将非主体工程对外进行分包。当前公司积极向工程总承包（EPC）及 BT 模式拓展，为客户提供一体化服务。
- 公司在去年年底承接了舟山市定海区金塘北部沥港渔港建设工程项目（BT），以及在报告期内承接了阳光海湾奉化市象山港区避风锚地工程项目（EPC），BT 项目以及 EPC 项目的承接大幅提升了公司毛利率水平，相比 2009 年，公司报告期内毛利率上涨近 3 个百分点，就具体海堤项目来看，BT 和 EPC 项目相比传统项目毛利率水平要高 10 到 15 个百分点。

图表26：公司报告期毛利率水平大幅提高


来源：招股书 国金证券研究所

图表27：BT、EPC 项目毛利率远高于公司整体毛利率


- 公司当前具备科研、勘探、设计、施工一体化服务能力，可以独自承揽EPC项目，募投项目的施行，营运资金的增加，有助于公司进一步开展BT项目模式，目前公司在浙江省跟踪的BT项目大约为100亿元，未来很有可能成为公司项目的大约在20-30亿元。相信随着业务模式的逐步转化，公司盈利能力将会得到进一步加强。

募投项目

本次发行募集资金规模

- 公司本次拟公开发行2,700万股A股，计划融资50671万元，分别投在沥港渔港投资建设项目、专用设备购置项目、建设工程技术研究创新基地项目和补充工程施工业务运营资金。

图表28：公司募投项目介绍

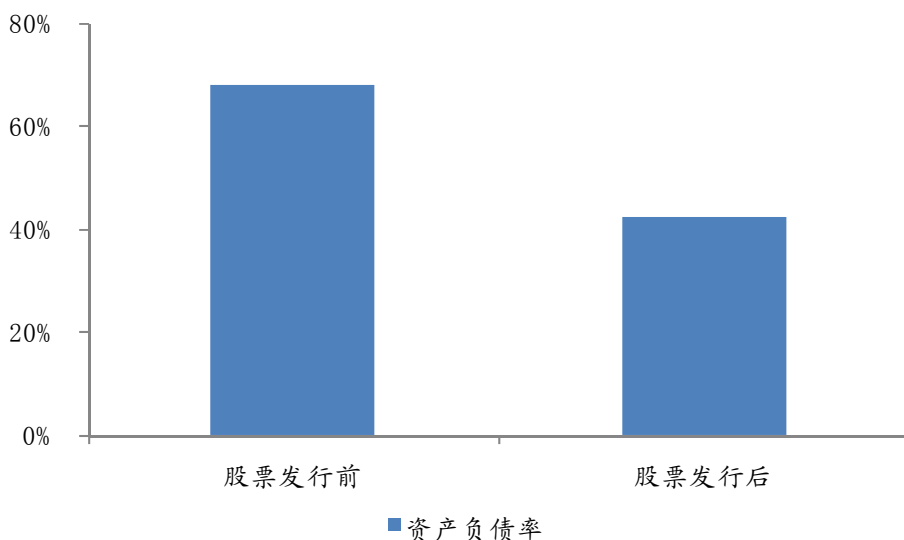
序号	项目名称	投资总额	募集资金投入	预计募集资金投入的时间进度			
				第一年	第二年	第三年	第四年
1	沥港渔港投资建设项目	18,012.10	13,000	10,170	2,830	-	-
2	专用设备购置项目	28,660	28,660	663	7,428	14,961	5,608
3	建设工程技术研究创新基地项目	2,011	2,011	379	1,016	616	-
4	补充工程施工业务运营资金	7,000	7,000	-	7,000	-	-
合计		55,683.10	50,671	11,212	18,274	15,577	5,608

来源：招股书 国金证券研究所

募投项目分析

- 公司当前资产负债率为67.93%，如果本次发行成功募集资金50671万元（不考虑超募等情况），公司资产状况大为改善，资产负债率下降为42.18%。

图表29：募集资金前后资产负债率变化



来源：国金证券研究所

- 公司本次四个具体募投项目均是有的放矢，力求从根本上解决公司发展过程中的瓶颈问题，随着募投项目的具体施行，公司也将步入快速发展期。
 - **沥港渔港投资建设项目：**公司经营模式转变的代表工程，BT项目有着较高的毛利率，但回收期较长，前期会占用大量资金，公司本次募集到的资金将会很好的解决该问题，保证了工程的正常实施。等到工程结束进入回收期后，该工程将会给公司带来稳定的现金流量。
 - **专用设备购置项目：**当前公司的专用设备都在满负荷运行，其规模已经难以满足业务发展的需要，本次公司利用募集资金购买专用设备，可以在短时间内扩大公司自有设备产能，提高设备自给率，也为公司未来进一步扩大规模奠定基础。
 - **建设工程技术研究创新基地项目：**研发以及技术优势是公司树立行业地位，构筑行业壁垒所依仗的最主要优势，公司本次建立研究创新基地主要是进行淤泥固化研究、深水爆破挤淤等项目的研究，公司目前研究进展顺利，如若研发成功或取得阶段性成果，不仅有助于增强公司在海堤工程建设领域的领先地位，而且有望帮助公司打开新的市场。
 - **补充工程施工业务运营资金：**工程建筑行业普遍都存在着工程占款问题，公司本次利用募集资金补充施工业务所需要的运营资金，可以有效地缓解这方面压力，并且运营资金的增加，可以通过杠杆效应撬动更多的工程业务，带动公司业务的快速增长。

投资建议

- 我们看好围海股份依靠自身优势，借助“十二五”海洋、水利大发展而快速增长。预计2011-2013年，公司归属母公司净利润为0.82、1.06、1.33亿元，分别增长44.37%、29.66%、25.26%，每股收益为0.766、0.993、1.243元。
- 公司询价结果为19.00元/股，估值水平为2011-2013年25、19、15倍PE，国金证券建筑板块重点关注公司目前PE平均值为18倍，考虑公司未来快速增长，给予公司2011年25-30倍PE，预计围海股份首日上市价格区间为19.15-22.98元。

图表30：国金证券建筑板块重点公司估值水平

公司	05月30日 股价	EPS			PE		PEG
		2009	2010	2011E	2010	2011	
金螳螂	36.04	0.94	1.22	1.55	29.54	23.30	0.26
亚厦股份	28.50	0.84	1.33	1.44	21.43	19.86	0.17
洪涛股份	30.07	0.58	0.65	1.32	46.26	22.78	0.22
广田股份	28.28	0.85	1.65	1.23	17.14	23.02	0.47
精工钢构	10.69	0.50	0.58	0.64	18.43	16.70	0.25
杭萧钢构	8.49	0.31	0.24	0.41	34.80	20.71	0.30
东南网架	8.80	0.21	0.36	0.45	24.44	19.60	0.23
光正钢构	13.68	0.28	0.33	0.55	41.45	24.75	0.11
鸿路钢构	37.42	0.81	1.61	1.95	23.24	19.19	0.91
东方园林	85.88	1.14	1.72	3.34	49.93	25.71	0.27
棕榈园林	27.00	0.41	1.00	0.99	26.92	27.27	0.28
中材国际	28.43	0.98	1.88	2.14	15.12	13.27	0.36
葛洲坝	10.54	0.67	0.40	0.60	26.62	17.43	0.33
粤水电	10.90	0.26	0.27	0.66	39.91	16.62	0.12
中工国际	24.68	1.11	1.07	1.04	23.07	23.70	0.89
浦东建设	14.74	0.46	0.66	1.30	22.34	11.34	0.12
隧道股份	10.13	0.49	0.75	0.78	13.51	13.05	3.77
中国建筑	3.73	0.25	0.31	0.37	12.03	10.08	0.52
中国中铁	4.11	0.32	0.35	0.48	11.74	8.56	0.23
中国铁建	6.11	0.53	0.34	0.78	17.97	7.83	0.06
中国中冶	3.87	0.29	0.28	0.33	13.82	11.73	0.66
平均值					25.22	17.93	

来源：国金证券研究所

风险提示

- BT 项目对资金占用较大，短期内影响公司经营性现金流。
- 非海堤工程建设项目竞争激烈，降低公司总体毛利率。

图表31: 公司销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海堤工程						
销售收入 (百万元)	624.48	765.38	839.30	1,091.09	1,363.86	1,636.63
增长率 (YOY)		22.56%	9.66%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	13.17%	12.32%	15.19%	15.20%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	542.24	671.09	711.81	925.24	1,159.28	1,391.14
增长率 (YOY)		23.76%	6.07%	29.98%	25.29%	20.00%
毛利 (百万元)	82.24	94.30	127.49	165.85	204.58	245.50
增长率 (YOY)		14.65%	35.20%	30.09%	23.36%	20.00%
占总销售额比重	91.07%	83.34%	82.73%	82.73%	82.16%	80.96%
占主营业务利润比重	90.29%	82.25%	82.92%	82.88%	82.35%	81.15%
水库工程						
销售收入 (百万元)	16.25	63.21	81.95	106.54	138.50	180.05
增长率 (YOY)		288.97%	29.64%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	13.55%	12.29%	9.91%	10.50%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	14.05	55.44	73.83	95.35	124.65	162.04
增长率 (YOY)		294.64%	33.16%	29.15%	30.73%	30.00%
毛利 (百万元)	2.20	7.77	8.12	11.19	13.85	18.00
增长率 (YOY)		252.80%	4.54%	37.74%	23.81%	30.00%
占总销售额比重	2.37%	6.88%	8.08%	8.08%	8.34%	8.91%
占主营业务利润比重	2.42%	6.78%	5.28%	5.59%	5.57%	5.95%
河道工程						
销售收入 (百万元)	24.74	61.83	26.01	33.81	43.95	57.14
增长率 (YOY)		149.97%	-57.94%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	7.49%	7.29%	9.26%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本 (百万元)	22.88	57.33	23.60	30.77	40.00	51.99
增长率 (YOY)		150.51%	-58.84%	30.37%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	1.85	4.51	2.41	3.04	3.96	5.14
增长率 (YOY)		143.29%	-46.58%	26.35%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	3.61%	6.73%	2.56%	2.56%	2.65%	2.83%
占主营业务利润比重	2.03%	3.93%	1.57%	1.52%	1.59%	1.70%
技术服务						
销售收入 (百万元)	6.73	12.03	22.02	28.63	37.22	48.38
增长率 (YOY)		78.88%	83.04%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	54.10%	50.67%	40.46%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	3.09	5.94	13.11	17.18	22.33	29.03
增长率 (YOY)		92.24%	120.92%	31.00%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	3.64	6.10	8.91	11.45	14.89	19.35
增长率 (YOY)		67.54%	46.15%	28.52%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	0.98%	1.31%	2.17%	2.17%	2.24%	2.39%
占主营业务利润比重	3.99%	5.32%	5.80%	5.72%	5.99%	6.40%
城市防洪工程						
销售收入 (百万元)	5.98	4.38	2.84	3.69	4.80	6.24
增长率 (YOY)		-26.68%	-35.15%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	8.72%	8.05%	8.32%	8.50%	8.50%	8.50%
销售成本 (百万元)	5.46	4.03	2.61	3.38	4.39	5.71
增长率 (YOY)		-26.14%	-35.34%	29.74%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	0.52	0.35	0.24	0.31	0.41	0.53
增长率 (YOY)		-32.31%	-32.97%	32.81%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	0.87%	0.48%	0.28%	0.28%	0.29%	0.31%
占主营业务利润比重	0.57%	0.31%	0.15%	0.16%	0.16%	0.18%
其他工程						
销售收入 (百万元)	7.51	11.50	42.42	55.14	71.69	93.19
增长率 (YOY)		53.21%	268.87%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	8.41%	14.08%	15.51%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	6.87	9.88	35.84	46.87	60.93	79.21
增长率 (YOY)		43.72%	262.74%	30.78%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	0.63	1.62	6.58	8.27	10.75	13.98
增长率 (YOY)		156.50%	306.34%	25.73%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	1.09%	1.25%	4.18%	4.18%	4.32%	4.61%
占主营业务利润比重	0.69%	1.41%	4.28%	4.13%	4.33%	4.62%
销售总收入 (百万元)	685.68	918.34	1014.54	1318.90	1660.02	2021.63
销售总成本 (百万元)	594.59	803.70	860.79	1118.79	1411.58	1719.13
毛利 (百万元)	91.09	114.64	153.74	200.11	248.43	302.50
平均毛利率	13.28%	12.48%	15.15%	15.17%	14.97%	14.96%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	688	921	1,017	1,319	1,660	2,022
增长率		33.9%	10.5%	29.6%	25.9%	21.8%
主营业务成本	-595	-804	-861	-1,119	-1,412	-1,719
% 销售收入	86.5%	87.3%	84.6%	84.8%	85.0%	85.0%
毛利	93	117	156	200	248	303
% 销售收入	13.5%	12.7%	15.4%	15.2%	15.0%	15.0%
营业税金及附加	-22	-31	-34	-44	-55	-67
% 销售收入	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-21	-24	-27	-36	-45	-55
% 销售收入	3.1%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润（EBIT）	49	63	96	121	149	181
% 销售收入	7.2%	6.8%	9.4%	9.2%	9.0%	9.0%
财务费用	-9	-10	-14	-7	-6	-2
% 销售收入	1.2%	1.1%	1.4%	0.6%	0.4%	0.1%
资产减值损失	1	0	-2	-4	-1	-1
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	0	2	2	2
% 税前利润	2.7%	3.2%	n.a	1.8%	1.4%	1.1%
营业利润	42	55	80	111	144	179
营业利润率	6.2%	5.9%	7.9%	8.4%	8.7%	8.9%
营业外收支	1	4	0	2	2	2
税前利润	43	58	80	113	146	181
利润率	6.3%	6.3%	7.9%	8.6%	8.8%	9.0%
所得税	-11	-12	-20	-28	-36	-45
所得税率	25.1%	21.3%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	32	46	60	85	109	136
少数股东损益	3	3	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	30	43	57	82	106	133
净利率	4.3%	4.7%	5.6%	6.2%	6.4%	6.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	32	46	60	85	109	136
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	9	11	15	13	14
非经营收益	8	2	13	19	21	18
营运资金变动	-42	-12	-27	-46	-32	-35
经营活动现金净流	6	45	57	73	111	133
资本开支	-13	-9	-15	-13	-24	-24
投资	-1	-26	17	0	0	0
其他	30	38	-39	2	2	2
投资活动现金净流	15	3	-37	-11	-22	-22
股权募资	1	0	4	503	0	0
债权募资	25	-9	57	218	3	-89
其他	-29	-29	-34	-18	-25	-22
筹资活动现金净流	-3	-37	27	703	-22	-111
现金净流量	19	10	46	765	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	91	96	135	900	967	967
应收款项	413	379	454	574	722	880
存货	1	1	1	2	2	2
其他流动资产	75	63	27	34	42	52
流动资产	580	539	617	1,509	1,734	1,900
% 总资产	87.8%	78.3%	74.4%	87.7%	88.4%	88.8%
长期投资	28	48	102	102	102	102
固定资产	39	80	84	90	95	98
% 总资产	5.9%	11.6%	10.1%	5.2%	4.8%	4.6%
无形资产	10	16	21	20	29	39
非流动资产	81	149	213	212	226	240
% 总资产	12.2%	21.7%	25.6%	12.3%	11.6%	11.2%
资产总计	661	688	830	1,721	1,960	2,140
短期借款	117	108	165	383	386	296
应付款项	344	344	362	438	553	674
其他流动负债	24	23	37	45	57	69
流动负债	485	476	564	866	996	1,039
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	485	476	564	866	996	1,040
普通股股东权益	158	193	241	826	932	1,065
少数股东权益	18	19	26	29	32	35
负债股东权益合计	661	688	830	1,721	1,960	2,140

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.369	0.539	0.709	0.766	0.993	1.243
每股净资产	1.980	2.415	3.007	7.717	8.710	9.953
每股经营现金净流	0.080	0.557	0.709	0.683	1.035	1.246
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.65%	22.34%	23.59%	9.92%	11.40%	12.49%
总资产收益率	4.47%	6.27%	6.83%	4.76%	5.42%	6.22%
投入资本收益率	12.63%	15.38%	16.67%	7.33%	8.26%	9.72%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	33.91%	10.46%	29.63%	25.86%	21.78%
EBIT增长率	N/A	26.81%	52.80%	26.26%	23.02%	21.75%
净利润增长率	N/A	46.08%	31.48%	44.37%	29.66%	25.26%
总资产增长率	N/A	4.07%	20.74%	107.24%	13.89%	9.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.9	108.4	112.6	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	70.2	99.4	100.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	19.1	16.8	17.1	12.1	8.4	5.7
偿债能力						
净负债/股东权益	14.76%	4.88%	11.50%	-60.53%	-60.26%	-60.88%
EBIT利息保障倍数	5.8	6.3	6.8	16.6	25.0	74.0
资产负债率	73.39%	69.15%	67.93%	50.34%	50.83%	48.61%

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

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室