

建筑业

推荐 (首次)

窦泽云

S1060210090001
0755-22627752
Douzeyun001@pingan.com.cn

中化岩土 (002542)

深耕细作带来垄断优势

■ 垄断高能级强夯市场

公司是我国强夯地基处理行业技术革新的引领者、行业标准的制定者和高能级强夯市场的开拓者，在行业中处于领先地位。目前公司主要参与中高能级强夯业务的市场竞争，并重点在高能级强夯市场开展业务，高能级强夯业务市场主要集中于石油石化建设领域。

公司在高能级强夯市场具有垄断优势。2008年，公司占有国内石油、石化建设行业高能级强夯市场（10,000kN.m以上）大约60%的份额，其中在15,000kN.m以上高能级强夯市场的份额为100%。

■ “大行业，小公司”，成长空间广阔

2009年强夯行业市场容量约42亿，公司以1.9亿的营业收入占据约4.5%的市场份额，是行业内的龙头企业。其中，强夯法占整个地基处理行业工程量的约20%、工程造价的约7%。

我们认为，强夯市场有望在2015年达到100亿，年均增速20%。地基处理行业作为建筑业的子行业，未来5年有望保持年均15~18%的增速，同时，强夯法具有造价低、工期短、环境友好等多种优势，在地基处理中的应用将更加广泛、占比提高。

■ 竞争优势来自于长期深耕细作

我们认为，公司主要的竞争优势是施工技术领先和施工机械设备先进。

公司是国内最早开展强夯施工的专业公司之一，是行业技术标准的制定者，公司起草的《10,000kN.m~18,000kN.m高能级强夯施工工法》，于2009年被建设部批准为“国家一级工法”，是我国第一套高能级强夯施工工法。公司起草的《履带式强夯机技术标准》于2009年于北京市技术监督局备案，是我国第一部强夯机技术标准。

公司成功研制的CGE1800B型强夯机（自动平衡式强夯机），将国内强夯施工能级提高到18,000kN.m，是目前国内最高强夯能级，将过去最大有效处理深度从10m提高到18m。同时，显著提高了强夯机械的安全可靠性，实现了操作自动化，降低了劳动强度，改善了作业环境。

■ 施工设备优势已形成“护城河”

我们认为，公司的施工设备优势已经形成了“护城河”，竞争对手无法在设备上与公司竞争。原因一是公司自设立以来坚持对施工技术和设备的研发投入，花费数年时间才研制出适合强夯施工的机械设备，其他企业很难在短时间内实现；二是公司本身是强夯专业施工企业，对设备、特别是在高能级施工设备的研发过程中，解决了很多公司在实际工程中遇到的技术难点，有不断的实践、研发、再实践的过程，因此，专业的机械公司如果依靠完全仿制，无法将设备综合性能和控制系统提高到最大限度适应工程实际需求

的程度。而其他强夯企业即使有一定量高能级工程项目需求，也必须考虑人员、技术、资金等情况，不会贸然去研制客观上存有一定技术风险的此类设备。

■ 上市后费用率有望下降

公司的三项费用中管理费用率较高，09年达到8.5%。我们认为，随着产能的扩张，公司收入规模扩大，但管理人员人数无需线性增长，在规模效应下费用率有望下降，预计2011年管理费用率有望控制在8%左右。项目部作为公司的派出机构，一般配备管理人员3~5人。目前公司有技术人员30多人。

■ 募投产能打开成长空间

募投项目投产后，将使公司产能增加228万平方米，较2009年产能增长160%。我们认为，募投项目短期内解决了公司发展瓶颈，设备投入使用后将使公司收入实现快速增长。

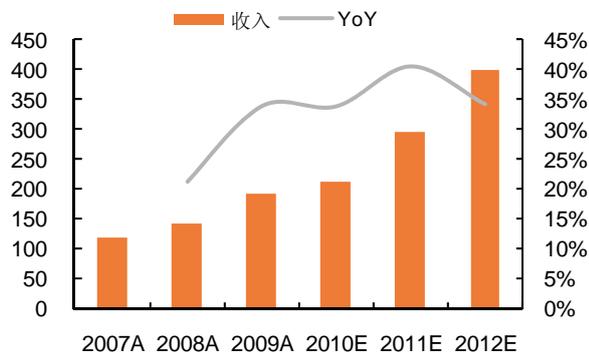
公司拟使用募集资金购置专用强夯机25台，其中：CGE1800A型强夯机5台，CGE1800B型强夯机10台，CGE800C型强夯机10台，按照CGE1800A型强夯机和CGE1800B型强夯机每台每月作业面积10,000kN.m及以上能级10,000 m²计算，达产年新增设备新增生产能力为144万m²（生产能力利用率按80%计算）；CGE800C型强夯机每台每月作业面积10,000kN.m以下的10,000 m²，达产年新增设备新增生产能力为84万m²（生产能力利用率按70%计算）。

公司IPO超募资金约4亿元，我们认为，在妥善利用超募资金的假设下，公司2011年~2012年的产能增长有望超预期。

■ 首次给予“推荐”评级

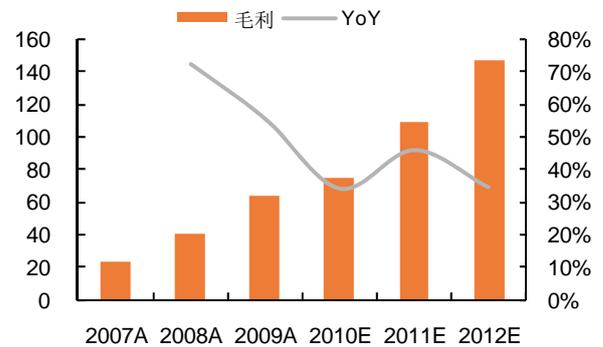
我们根据募投项目规划，预测2011年、2012年公司强夯施工量可达到301、405万平方米，EPS分别为1.01元、1.38元，对应当前股价的动态PE分别为42倍、31倍，2010年至2012年的净利润复合增长率为41.6%。我们认为，强夯技术在地基处理中的占比有望提高、预计行业增速超过20%，强夯行业属于“大行业、小公司”、公司成长空间广阔，公司具备施工技术和设备双重优势、已形成护城河，给予公司2011年动态PE为40倍的估值，目前股价已经基本反映了我们的预期，首次给予“推荐”评级。

图表 1：营业收入及增速预测



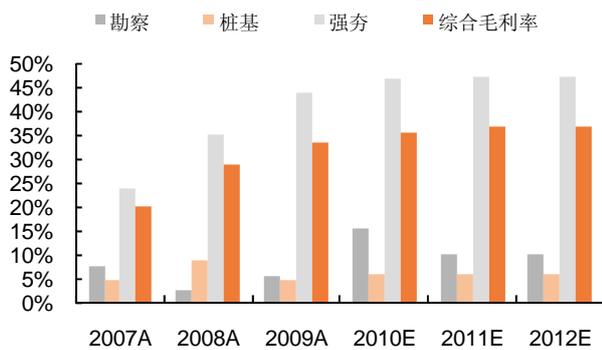
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 2：营业利润及增速预测



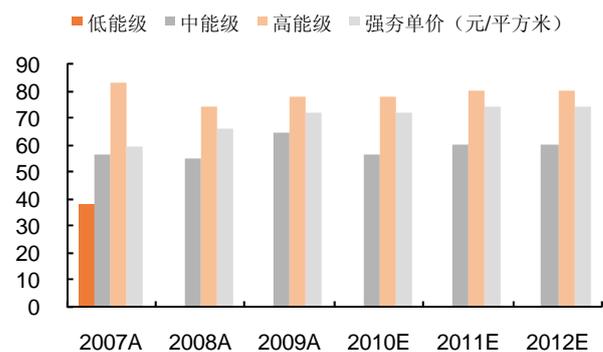
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 3：毛利率及假设



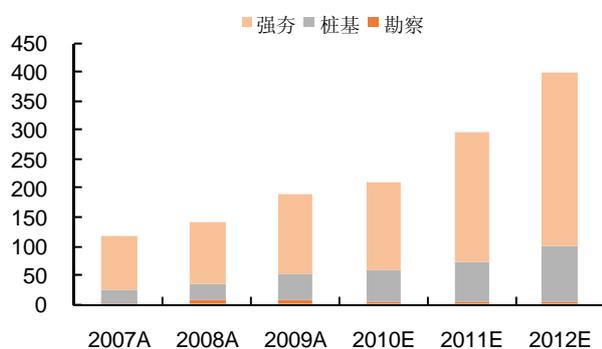
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 4：强夯单价及假设



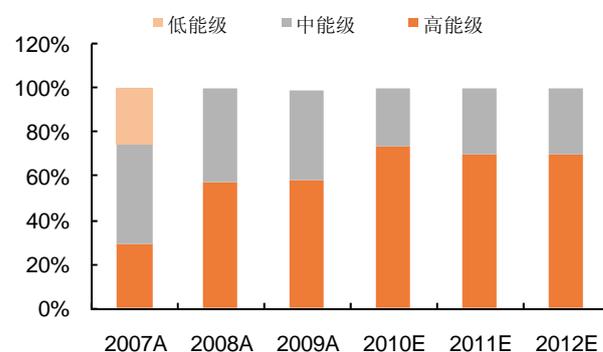
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 5：收入结构及预测



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 6：强夯工程量构成及预测



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) 82449257