

上市公司动态报告

钢结构

# 钢构龙头，领跑行业

**钢构行业两年 CAGR 高达 50%。**根据中国钢结构协会的数据统计及预测，到 2010 年钢结构年产量占全国钢产量目标将达到 10%，建筑钢结构达到 6%。我们预计到 2009-2010 年钢产量分别为 4.8 亿和 5 亿吨，则如果要完成目标要求，到 2010 年钢结构产量将达到 5000 万吨，09-10 年钢结构的产量复合增速将达到 50%。

**增长远超行业平均水平。**钢结构行业集中度较低，公司作为行业内的优势企业在过去三年综合排名一直位居第一，在全国钢结构企业施工产值、年用钢量和工程建筑总面积中排名居前。从近两年公司经营情况来看，收入增长都远高于行业平均增速，显示出在整个产业并购整合过程中，公司具有较强的接单能力和竞争实力，有利于未来业务的开拓、特别是对品牌和实力有较高要求的亿元以上大工程的承接。

**加快整合核心业务资产。**公司近年来加速整合核心业务资产，剥离了一些与主业关联不大的业务，意图专注做实钢构主业。在产能扩张布局方面，除依靠自身布点建设生产线，还积极通过并购整合合同行业其他公司（上海美建、湖北楚天等）迅速提高产能。目前已形成浙江、上海、安徽、湖北、广东、北京六大生产基地，具备年产各类钢构件 50 万吨的生产能力。

**重型钢和空间跨度钢业务占比将会提高。**轻钢业务受工业投资放缓影响将会有所下降，但是公司重钢产能进一步的释放将会有效弥补这一回落，对于 09 年我们认为相对于轻型钢结构业务受政府大规模基础建设投资拉动的重钢和空间钢业务会有较好表现，占比将会提高。

**钢价回落，毛利反弹。**对于公司 09 年的业绩判断，我们认为公司管理层有实力完成年度的计划目标，在公司给定收入和三费目标的情况下，影响业绩最大的不确定因素是毛利率。公司主要原材料为中、厚板为主的钢材，成本占到公司总成本的 60%以上，而大部分工程项目都是闭口合同，此轮开始于 08 年中期的钢价大幅回落作用到公司钢结构毛利率的显著提升可能会在 09 年中期左右反应出来，且这种上升能保持较长一段时间。全年利润增长会有明显提高。

**盈利预测与估值。**考虑公司的地位和签订合同额时间，我们预计在钢材价格大幅下跌的情况下，公司的毛利水平上涨并逐步恢复至原来水平。公司 09 年收入水平由于原材料价格下跌而有所下降，但整个业务量依然保持 20%以上的增幅，2010 年以后正常增长。经计算，预测公司 09~11 年各年收入分别增长-4.88%、25.20%、20.21%，分别实现净利润 1.58 亿元、2.23 亿元、2.80 亿元，每股收益 0.46 元、0.65 元、0.81 元。以绝对估值和相对估值分别计算，公司合理股价在 10 元，目前仍有 25%的提升空间，首次给与“买入”评级。

## 精工钢构（600496）

首次评级

买入

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

当前股价：7.96 元

目标价格 6 个月：10.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月     | 12 个月    |
|----------------|----------|----------|
| 15.5/0.7       | 40.2/9.0 | 5.5/35.5 |
| 12 月最高/最低价 (元) |          | 12.99/0  |
| 总股本 (万股)       |          | 34,500   |
| 流通 A 股 (万股)    |          | 34,500   |
| 总市值 (亿元)       |          | 27.63    |
| 流通市值 (亿元)      |          | 27.63    |
| 近 3 月日均成交量 (万) |          | 988      |

主要股东

浙江精工建设产业集团有限公司 35.62%

股价表现



## 行业概况

### 新兴行业，前景广阔

公司所处行业为建筑钢结构行业，在我国还属于新兴产业。一方面钢结构建筑作为一种新型的节能环保的建筑体系，符合发展省地节能建筑和经济持续健康发展的要求，另一方面该行业发展与钢铁产业密切相关，钢铁行业产能严重过剩的局面将为钢结构建筑市场提供发展机遇，因此，未来有较为广阔的市场空间。

与发达国家钢结构行业发展水平相比，我国钢结构行业存在着较大的发展空间。目前我国钢结构年产量占粗钢总产量约 4%，建筑钢结构占建筑总用钢量约 8%，而目前发达国家钢结构行业产量占粗钢总产量比例均已达到 10% 以上，建筑钢结构占建筑总用钢量比例达到 30% 以上，如日本、美国建筑钢结构占建筑总用钢量比例分别达到 50%、65%。根据中国钢结构协会的数据统计及预测，到 2010 年钢结构年产量占全国钢产量目标将达到 10%，建筑钢结构达到 6%。我们预计到 2009-2010 年钢产量分别为 4.8 亿和 5 亿吨，**则如果要完成目标要求，到 2010 年钢结构产量将达到 5000 万吨，09-10 年钢结构的产量复合增速将达到 50%。**

表 1：钢结构总量及预测表

| 年份        | 2006     | 2007    | 2008    | 2010E |
|-----------|----------|---------|---------|-------|
| 粗钢产量（万吨）  | 41914.85 | 48928.8 | 50091.5 | 50000 |
| 钢结构占比（%）  | 4.15     | 4.09    | 4.35    | 10    |
| 钢结构产量（万吨） | 1738     | 2000    | 2180    | 5000  |

资料来源：中经网，中信建投证券研究发展部

图 1：钢结构行业产量及增速

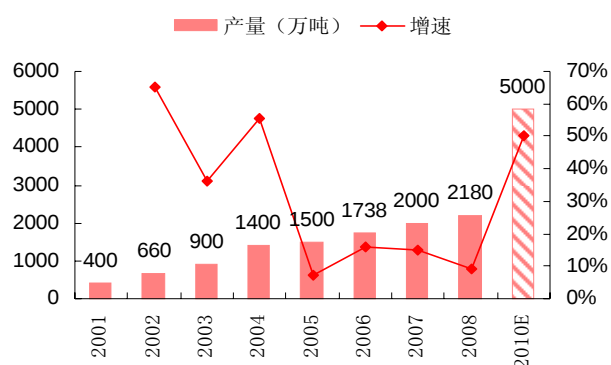
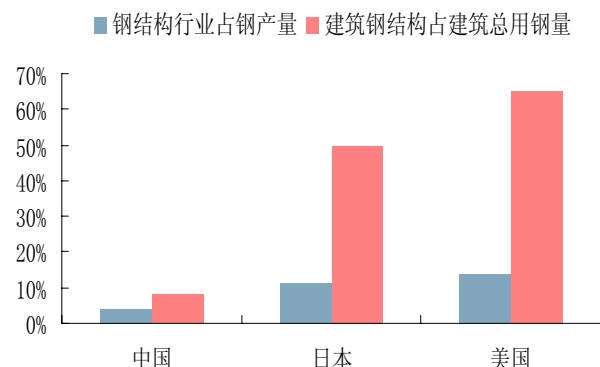


图 2：钢结构产量与发达国家对比



资料来源：中国钢结构协会，中信建投证券研究发展部

## 钢构行业进入“二次整合”，集中度将进一步提高

目前，国内轻钢市场集中度很低，市场竞争激烈；而多高层钢结构和空间大跨度钢结构等高端市场则只有大约 10 家行业内领先的同行企业，集中度较高。未来轻钢低端市场竞争依然激烈，而高端市场将面临整合需要，同时多高层钢结构和空间大跨度钢结构等高端市场有望进一步集中，整个钢构行业将进入到“二次整合”的局面。

**表 2：各类型钢结构的应用领域和行业特征**

| 类型  | 应用领域                         | 特点             |
|-----|------------------------------|----------------|
| 轻钢  | 厂房、仓库、超市、活动房及社区建筑（层高低，承重小）   | 进入门槛较低，行业竞争激烈  |
| 重型钢 | 高层建筑，桥梁，电力电网建设，通讯建设          | 门槛高，集中度高       |
| 空间钢 | 大型公共场馆（体育馆、会场设施、剧院、候机楼、铁路站台） | 门槛高，集中度高，毛利率较高 |

资料来源：中信建投证券研究发展部

现阶段，行业内以钢结构业务为主综合实力较强的国内公司包括精工钢构、沪宁钢机、东南网架、杭萧钢构、上海宝冶、冠达尔等，外资企业包括巴特勒、美建（公司所控制企业）等。精工钢构 06-08 年在行业内综合排名第一，在全国钢结构企业施工产值、年用钢量和工程建筑总面积中排名居前。近几年公司收入增速都远高于行业平均增速，显示出在整个行业并购整合过程中，公司作为行业内的优势企业，具有较强的竞争实力。

**表 3：2007 年建筑钢结构行业产值前二十名企业**

| 序号 | 单位                | 工程总结算（万元） | 年用钢量（吨）  | 工程建筑总面积（万 m <sup>2</sup> ） |
|----|-------------------|-----------|----------|----------------------------|
| 1  | 长江精工钢结构（集团）股份有限公司 | 312088    | 396300   | 928.22                     |
| 2  | 浙江杭萧钢构股份有限公司      | 283487    | 270000   |                            |
| 3  | 浙江东南网架股份有限公司      | 274287.2  | 312527.8 | 480.25                     |
| 4  | 上海宝冶建设有限公司        | 256530    | 323388   | 402                        |
| 5  | 江苏沪宁钢机股份有限公司      | 227000    | 230000   |                            |
| 6  | 巴特勒（中国）           | 202000    | 188000   | 383                        |
| 7  | 杭州恒达钢结构实业有限公司     | 165000    | 172600   | 337                        |
| 8  | 安徽富煌钢构股份有限公司      | 151100    | 111125   | 309.885                    |
| 9  | 河南天丰集团            | 141538    | 129200   |                            |
| 10 | 上海冠达尔钢结构有限公司      | 140737    | 183000   |                            |
| 11 | 北京首钢建设集团有限公司      | 140000    | 200000   | 25                         |
| 12 | 宏丰实业集团有限公司        | 138530    | 121300   | 180                        |
| 13 | 山东莱钢建设有限公司        | 131659    | 114000   | 91.23                      |
| 14 | 潮峰钢构集团有限公司        | 108582.6  | 135849.7 | 102.2                      |
| 15 | 江苏天地钢结构工程集团有限公司   | 81005     | 64900    | 171                        |
| 16 | 上海美建钢结构有限公司       | 76650     | 71489    |                            |
| 17 | 中冶京唐建设有限公司        | 73853     | 410650   | 590                        |
| 18 | 徐州通域空间结构有限公司      | 61084.36  | 37500    | 132.38                     |
| 19 | 陕西省机械施工公司         | 54315     | 46087    | 78.26                      |
| 20 | 山东精典建筑工程有限公司      | 50000     | 50000    | 600                        |

资料来源：中国建筑金属结构协会钢结构委员会，中信建投证券研究发展部

## 公司分析

### 加快整合核心业务资产

公司近年来加速整合核心业务资产，剥离了一些与主业关联不大的资产（转让绿筑住宅 100%股权和长江精工投资 100%股权），意图专注做实钢构主业。在产能扩张布局方面，公司除依靠自身布点建设生产线，还积极通过并购整合行业其他公司（上海美建、湖北楚天等）迅速提高产能。截至 08 年，公司已形成浙江、上海、安徽、湖北、广东、北京六大生产基地，具备年产各类钢构件 50 万吨的生产能力，全年实际产量 33.91 万吨。

此外，公司还积极打造产业链上下游，在收购浙江墙煌建材这一知名品牌后进一步扩大在彩铝行业的市场份额和竞争力，随着 2009 年安徽长江彩铝科技有限公司 4 万吨彩涂铝板项目的建设和投产，公司将有可能领跑彩铝行业，使建材作为公司主业的有力补充。

表 4：公司产能分布情况

单位：万吨

| 生产基地 | 子公司                           | 轻钢 | 重钢 |
|------|-------------------------------|----|----|
| 浙江   | 浙江精工钢结构、浙江精工轻钢建筑工程、浙江精工空间特钢结构 | 10 | 10 |
| 上海   | 上海美建（浙江精工钢构子公司）               | 7  |    |
| 安徽   | 安徽六安长江精工钢构                    | 5  | 3  |
| 湖北   | 湖北楚天钢结构                       |    | 5  |
| 广东   | 广东精工钢结构                       |    | 5  |
| 北京   | 北京三杰国际钢结构                     |    | 5  |
| 合计   |                               | 22 | 28 |

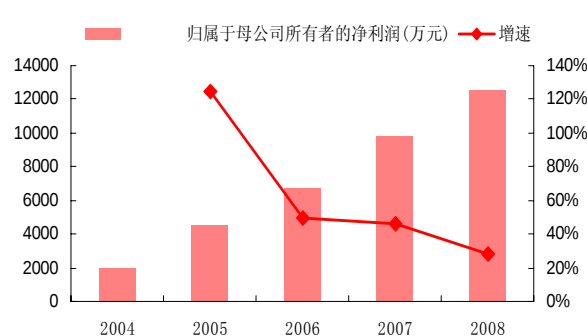
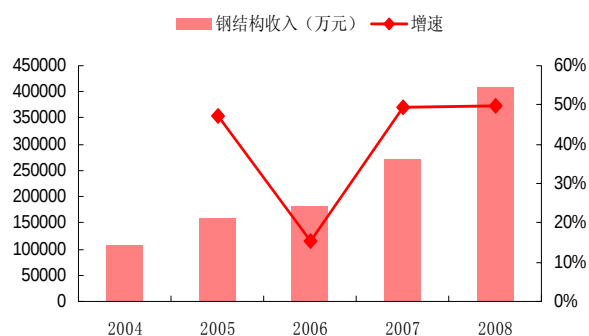
资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

### 经营稳健，成长可期

从近几年公司经营情况来看，收入增速都远高于行业平均增速，显示出在整个行业并购整合过程中，公司作为行业内的优势企业，具有较强的竞争实力。公司管理层经营稳健，步履踏实，基本每年都能完成年初既定目标，公司对 08 年计划的目标是实现销售收入 40 亿元，三费控制在 3.87 亿元，从实现情况来看，08 年公司共实现营业收入 45.88 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.25 亿元，分别比去年同期增长 46.55%和 28.01%。三项费用 3.825 亿元，达到了年初制定的目标和计划。

图 3：公司钢结构收入及增速

图 4：公司归属于母公司的利润及增速



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展

此外，公司依然保持强劲的接单能力，08 年全年累计实现钢结构业务承接额 55.62 亿元，比去年增长 43.72%，完工 131 项钢结构工程，其中亿元以上工程达十余项，其承接额约占总业务额的 40%。

对 09 年公司目标实现销售收入 43.7 亿元，三费控制在 3.5 亿元，销售目标之所以比 08 年降低 4.8 个百分点是考虑到了钢价快速回落的因素，剔除该因素，全年产量仍将有 20% 以上的增长。

### 重型钢业务占比将会上升

从业务结构上看，轻型钢结构产品自 06 年以来占比逐渐提高，到 08 年已经实现轻钢营业收入 21.74 亿元，同比增长 68.41%，占比达到 47%，但是我们认为轻钢收入的快速上升并不具有持久性。如果进一步比较 08 年中期数据可以发现，上半年轻钢收入增速一度达到 209.48%，占比达到 56.26%（并购重组以轻钢业务为主的上海美建钢结构有限公司），而下半年轻钢业务 10.6 个亿的收入相对于 07 年下半年 9.31 亿元的增速仅为 14%，环比上半年增速出现明显回落。这主要是受经济放缓工业投资下降带来的负面影响。对于 09 年我们认为相对于轻型钢结构业务受政府大规模基础建设投资拉动的重钢业务会有较好表现，占比将会上升。

图 5：公司 08 年产品收入结构

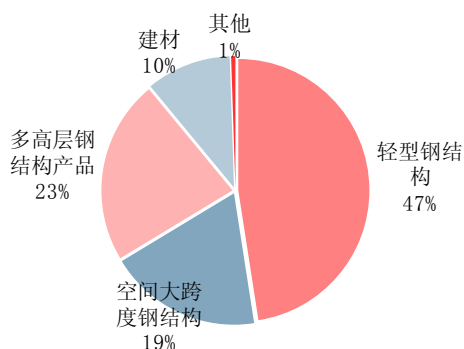
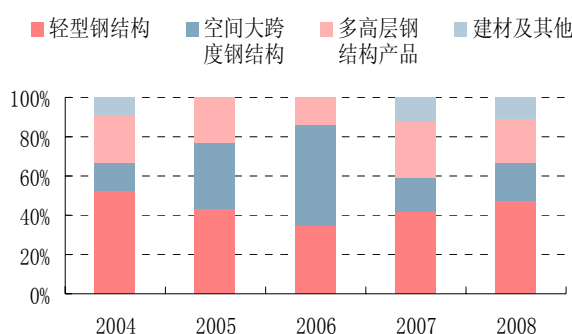


图 6：公司产品收入结构变化



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

这种判断也来源于对目前产能结构的考虑，公司产能结构中重钢比重高于轻钢，但收入结构中来自于轻钢的收入占比却最高，除去一部分价格因素以外这说明未来重钢产能还有更多的释放空间，而这些新投产的生产线（华南基地，安徽基地的重钢产能）如果在 09 年发挥效能，其产量的提升会有效弥补轻型钢产量的回落。而大跨度空间钢、多高层钢结构业务由于结构复杂、施工难度大，竞争相对缓和，利润空间较大。这种收入结构的调整将会有效改善公司利润。

图 7：公司钢构产品产能结构

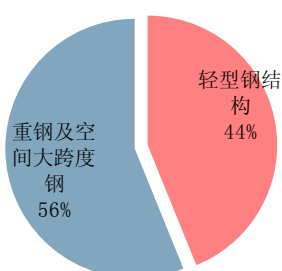
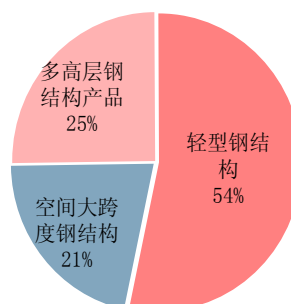


图 8：公司钢构产品收入结构



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

## 拓展华东以外地区

从地区上来看,公司积极开辟华东以外市场,全国多点布局已显见成效。华东市场仍然是公司业务主要来源地区,但是占比已经从 07 年的 50.88% 下降到 08 年的 41%,华北、东北和西南地区业务占比有所提高。

图 9: 公司 08 年产品收入结构

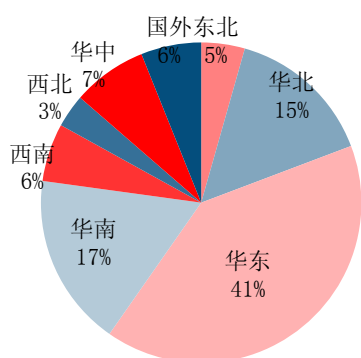
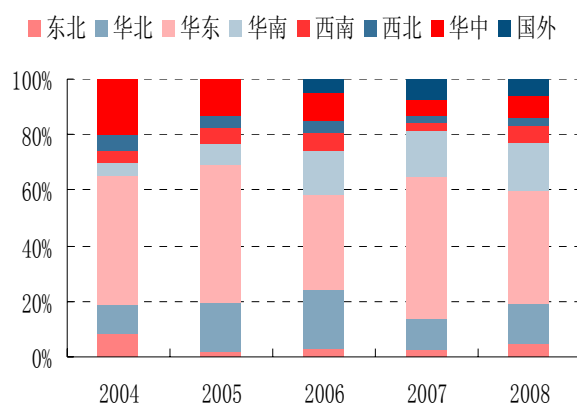


图 10: 公司产品收入结构变化



资料来源: 公司 08 年年报, 中信建投证券研究发展部

## 钢价先高后低, 毛利将出现反弹

公司主要原材料为中、厚板为主的钢材, 成本占到公司总成本的 60% 以上, 而大部分工程项目都是闭口合同, 一般轻钢项目周期在 3-5 个月, 重钢和空间钢建设周期相对较长在半年到一年时间, 因此钢材价格短期内大幅波动将会影响到公司正常生产经营。08 年钢价上涨使公司原材料成本上升, 迫使钢结构产品的毛利率下滑, 这是利润增速低于收入增长的主要原因。

图 11: 中厚板钢材价格变化

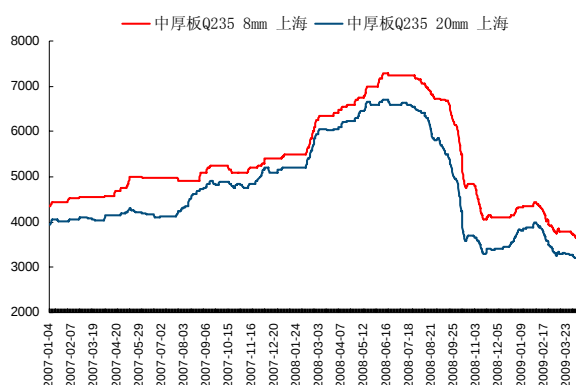
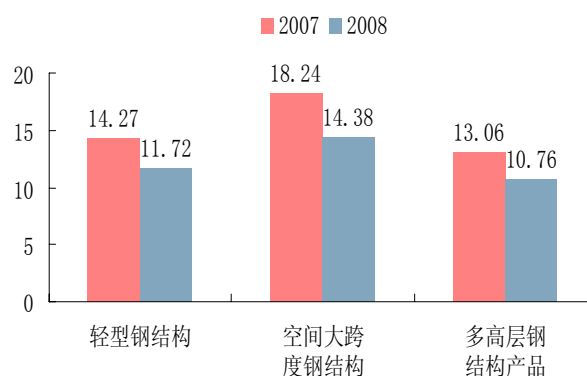


图 12: 公司 08 年钢结构产品毛利率有所下滑

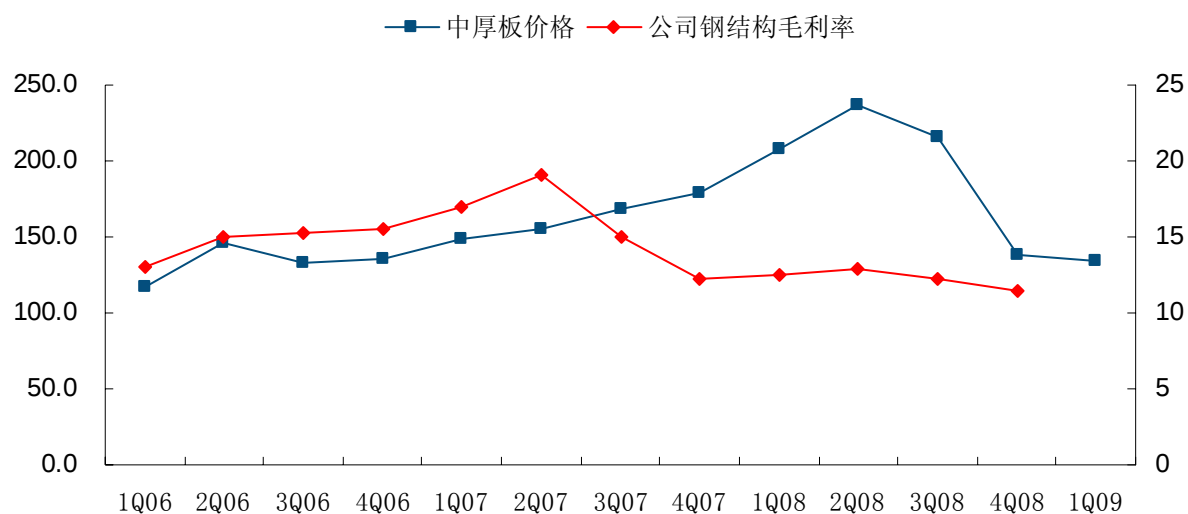


资料来源: 公司 08 年年报, 中信建投证券研究发展部

对于公司 09 年的业绩走势, 我们判断, 公司管理层有实力完成年度的计划目标, 那么在公司给定收入和三费目标的情况下, 影响业绩最大的不确定就来源于毛利率。在此我们将钢价的变化和公司的毛利变化作了一个对比图以帮助预测。通过该图可以看出, 2006 年三季度开始钢价出现攀升, 而公司钢结构毛利率做出反应则相对滞后, 到 07 年中期才开始出现明显回落, 距离钢价开始上涨已经有大半年的时间了, 也就是说滞后期在 3 个季度到一年时间。以此推算, 此轮开始于 08 年中期的钢价大幅回落作用到公司钢结构毛利率的上升可能会在

09 年中期左右反应出来，且这种上升能保持较长一段时间。

图 13：中厚板钢材价格与公司毛利率变化关系



资料来源：公司 08 年年报，中信建投证券研发部

## 盈利预测

### 收入和毛利率假设

考虑公司的地位和签订合同额签订时间，我们预计在钢材价格大幅下跌的情况下，公司的毛利水平上涨并逐步恢复原来水平。公司 09 年收入水平由于原材料价格下跌而有所下降，但整个业务量依然保持 20% 以上的增幅，2010 年以后正常增长。具体公司收入和毛利率估算见下表：

表 5：收入和毛利率预测假设

|     | 类别       | 2007A     | 2008A     | 2009E     | 2010E     | 2011E     | 2012E     | 2013E     |
|-----|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入  | 轻型钢结构    | 129061.55 | 217352.24 | 195617.02 | 226915.74 | 260953.10 | 300096.07 | 345110.48 |
|     | 空间大跨度钢结构 | 55092.95  | 87370.58  | 84749.47  | 114411.78 | 143014.73 | 164466.93 | 189136.97 |
|     | 多高层钢结构产品 | 88366.17  | 103276.89 | 100178.59 | 135241.09 | 169051.36 | 194409.07 | 223570.43 |
|     | 建材及其他    | 39533.66  | 50771.79  | 55848.97  | 69811.22  | 83773.46  | 96339.48  | 110790.40 |
|     | 合计       | 312054.33 | 458771.51 | 436394.04 | 546379.83 | 656792.65 | 755311.55 | 868608.28 |
| 毛利率 | 轻型钢结构    | 14.28%    | 11.73%    | 12.90%    | 13.41%    | 13.41%    | 13.41%    | 13.41%    |
|     | 空间大跨度钢结构 | 18.25%    | 14.39%    | 15.83%    | 16.46%    | 16.46%    | 16.46%    | 16.46%    |
|     | 多高层钢结构产品 | 13.06%    | 10.77%    | 11.84%    | 12.32%    | 12.32%    | 12.32%    | 12.32%    |
|     | 建材及其他    | 8.04%     | 9.43%     | 9.00%     | 9.00%     | 9.00%     | 9.00%     | 9.00%     |
|     | 合计       | 13.84%    | 11.76%    | 12.73%    | 13.22%    | 13.23%    | 13.23%    | 13.23%    |

资料来源：中信建投证券研究发展部

我们预测 09 年、10 年、11 年公司的综合业务收入达到 43.64 亿元、54.64 亿元、65.68 亿元，增长率分别为 -4.88%、25.20%、20.21%；综合毛利率分别为 12.73%、13.22%、13.23%。

经计算，预测公司 09~11 年各年分别实现净利润 157.69 百万元、223.32 百万元、280.29 百万元，每股收益 0.46 元、0.65 元、0.81 元。

## 估值

### 绝对估值

我们分别采用 FCFF、FCFE、DDM、APV、AE、EVA 等方法对公司进行估值。

#### 基本条件：

无风险利率  $R_f$ : 5.00%; 平均风险股票必要报酬率  $R_m$ : 11.00%;  $\beta$  值: 1.274 (根据彭博数据)。

#### 现金流估算：

现金流量第二阶段增长率为 10.00%; 年数为 5 年, (即 2014-2018 年); 长期增长率为 0。

超额收益 AE 第二阶段增长率为 20.00%; 年数为 5 年, (即 2014-2018 年); 长期增长率为 0。

股利第二阶段增长率为 20.00%; 股利第二阶段的年数为 5 年, (即 2014-2018 年); 长期增长率为 0。

### 估值结果

采用 FCFF、FCFE、DDM、APV、AE、EVA 等方法分别估值的结果为 13.85 元、9.87 元、9.05 元、12.67 元、9.65 元、14.42 元。

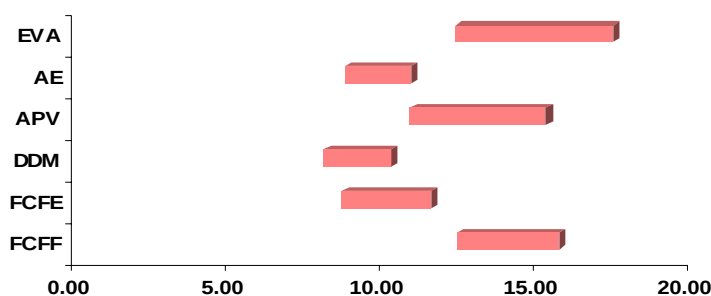
对上述方法进行敏感性分析, 在贴现率 $\pm 1\%$ 和长期增长率 $\pm 1\%$ 的情况下, 估值结果如下表。

表 6: 估值状况和敏感性预测值

| 估值方法 | 估值结果  | 估 值 区 间 |   |       | 敏感度分析区间                         |
|------|-------|---------|---|-------|---------------------------------|
| FCFF | 13.85 | 12.36   | — | 15.68 | 贴现率 $\pm 1\%$ , 长期增长率 $\pm 1\%$ |
| FCFE | 9.87  | 8.63    | — | 11.54 | 贴现率 $\pm 1\%$ , 长期增长率 $\pm 1\%$ |
| DDM  | 9.05  | 8.06    | — | 10.25 | 贴现率 $\pm 1\%$ , 长期增长率 $\pm 1\%$ |
| APV  | 12.67 | 10.84   | — | 15.26 | 贴现率 $\pm 1\%$ , 长期增长率 $\pm 1\%$ |
| AE   | 9.65  | 8.76    | — | 10.89 | 贴现率 $\pm 1\%$ , 长期增长率 $\pm 1\%$ |
| EVA  | 14.42 | 12.33   | — | 17.43 | 贴现率 $\pm 1\%$ , 长期增长率 $\pm 1\%$ |

资料来源: 中信建投研发部

图 14: 估值结果情况



资料来源: 中信建投研发部

## 相对估值

上市公司中主营钢结构业务的还包括杭萧钢构和东南网架，从产能上看，这两家公司分别为 35 万吨和 32 万吨，低于公司 50 万吨水平；从盈利能力来看，东南网架业务结构中毛利较高的空间钢占比较高，相对而言盈利能力更强，杭萧钢构毛利最低，精工钢构居中；从估值上来看，以 09 年 EPS 计算，这三家公司的预测市盈率中精工钢构要明显低于其他两家公司，我们认为公司作为行业中的优势企业，未来具有较强的成长性，目前股价相对于同类企业而言被明显低估。

表 7：同类上市公司比较（收入和毛利以 08 年前三季度数据）

| 股票名称 | 总市值（亿元） | 产能（万吨） | 收入(亿元) | 毛利率(%) | 09 年 EPS（元） | 最新收盘价(元) | 预测 PE(2009) |
|------|---------|--------|--------|--------|-------------|----------|-------------|
| 精工钢构 | 27.63   | 50     | 31.27  | 11.76  | 0.46        | 7.96     | 17          |
| 杭萧钢构 | 22.88   | 35     | 26.92  | 9.78   | 0.31        | 9.21     | 30          |
| 东南网架 | 19.02   | 32     | 13.06  | 15.50  | 0.38        | 9.73     | 26          |

资料来源：聚源数据，中信建投证券研究发展部，市盈率按 4 月 15 日收盘价计算

## 投资评价及建议

我们认为，从绝对估值角度来看，公司合理股价在 10-12 元，从相对估值角度而言，股价对应 09 年动态市盈率在 20 倍左右较为合理，以 0.46 元 EPS 计算对应合理股价在 9.2 元，综合来看，公司合理股价应该在 10 元，当前股价 7.96 元，还有 25%以上的上升空间，首次给与“买入”评级。

## 风险分析

- 宏观经济增速放缓，工业企业投资下滑对公司轻型钢结构业务的冲击
- 房地产投资下滑对重钢业务的冲击
- 钢材价格短期变动对毛利率的影响

## 报表预测

|                   | 2007A    | 2008A    | 2009F    | 增长率     | 2010F    | 增长率      | 2011F    | 增长率    |
|-------------------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|--------|
| <b>利润表（百万元）</b>   |          |          |          |         |          |          |          |        |
| 营业收入              | 3,130.41 | 4,587.72 | 4,363.94 | -4.88%  | 5,639.85 | 29.24%   | 6,892.65 | 22.21% |
| 营业成本              | 2,695.80 | 4,048.07 | 3,785.60 | -6.48%  | 4,894.08 | 29.28%   | 5,979.98 | 22.19% |
| 营业费用              | 75.67    | 121.41   | 120.11   | -1.07%  | 152.12   | 26.65%   | 185.57   | 21.99% |
| 管理费用              | 123.24   | 187.69   | 185.68   | -1.07%  | 235.17   | 26.65%   | 286.72   | 21.92% |
| 财务费用              | 44.72    | 73.40    | 66.59    | -9.28%  | 54.82    | -17.68%  | 58.64    | 6.97%  |
| 投资收益              | 0.23     | 20.90    | 10.45    | -50.00% | 1.05     | -90.00%  | 1.15     | 10.00% |
| 营业利润              | 106.77   | 147.16   | 186.95   | 27.04%  | 267.16   | 42.90%   | 337.40   | 26.29% |
| 利润总额              | 132.74   | 156.26   | 195.84   | 25.32%  | 277.34   | 41.62%   | 348.08   | 25.51% |
| 所得税               | 2.05     | 26.28    | 32.31    | 22.94%  | 45.76    | 41.62%   | 57.43    | 25.51% |
| 归属母公司的净利润         | 97.92    | 125.34   | 157.69   | 25.81%  | 223.32   | 41.62%   | 280.29   | 25.51% |
| NOPLAT            | 149.15   | 183.46   | 211.71   | 15.40%  | 268.85   | 26.99%   | 330.69   | 23.00% |
| <b>资产负债表（百万元）</b> |          |          |          |         |          |          |          |        |
| 货币资金              | 582.16   | 542.12   | 523.67   | -3.40%  | 676.78   | 29.24%   | 827.12   | 22.21% |
| 交易性金融资产           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A      | 0.00     | N/A    |
| 应收帐款              | 1,101.66 | 876.38   | 836.92   | -4.50%  | 1,081.62 | 29.24%   | 1,321.88 | 22.21% |
| 预付款项              | 139.34   | 138.74   | 138.17   | -0.41%  | 137.44   | -0.53%   | 136.55   | -0.65% |
| 存货                | 795.59   | 1,132.56 | 1,059.12 | -6.48%  | 1,369.25 | 29.28%   | 1,673.06 | 22.19% |
| 流动资产合计            | 2,747.31 | 2,822.08 | 2,698.67 | -4.37%  | 3,447.03 | 27.73%   | 4,180.96 | 21.29% |
| 非流动资产             | 911.08   | 1,095.81 | 1,024.70 | -6.49%  | 952.13   | -7.08%   | 878.95   | -7.69% |
| 资产总计              | 3,658.39 | 3,917.89 | 3,723.37 | -4.96%  | 4,399.16 | 18.15%   | 5,059.91 | 15.02% |
| 短期借款              | 886.86   | 959.90   | 657.08   | -31.55% | 671.25   | 2.16%    | 672.27   | 0.15%  |
| 应付帐款              | 791.26   | 874.71   | 829.72   | -5.14%  | 1,072.68 | 29.28%   | 1,310.68 | 22.19% |
| 预收款项              | 372.02   | 611.46   | 654.59   | 7.05%   | 845.98   | 29.24%   | 1,033.90 | 22.21% |
| 流动负债合计            | 2,617.51 | 2,998.08 | 2,687.34 | -10.36% | 3,220.89 | 19.85%   | 3,731.13 | 15.84% |
| 非流动负债             | 121.16   | 48.16    | 48.16    | 0.00%   | 48.16    | 0.00%    | 48.16    | 0.00%  |
| 少数股东权益            | 153.38   | 33.36    | 39.20    | 17.48%  | 47.45    | 21.07%   | 57.82    | 21.84% |
| 母公司股东权益           | 766.34   | 838.29   | 948.67   | 13.17%  | 1,082.66 | 14.12%   | 1,222.80 | 12.94% |
| 净营运资本             | 129.79   | (176.00) | 11.33    | N/A     | 226.14   | 1896.74% | 449.83   | 98.91% |
| 投入资本 IC           | 1,355.20 | 1,333.96 | 1,165.80 | -12.61% | 1,169.11 | 0.28%    | 1,170.30 | 0.10%  |
| <b>现金流量表（百万元）</b> |          |          |          |         |          |          |          |        |
| 净利润               | 130.69   | 129.98   | 163.52   | 25.81%  | 231.58   | 41.62%   | 290.65   | 25.51% |
| 折旧摊销              | 49.54    | 61.48    | 0.00     | N/A     | 72.57    | N/A      | 73.18    | 0.84%  |
| 净营运资金增加           | (188.29) | (305.79) | 187.33   | N/A     | 214.82   | 14.68%   | 223.68   | 4.13%  |
| 经营活动产生现金流         | 510.38   | 538.21   | 389.60   | -27.61% | 283.81   | -27.15%  | 348.72   | 22.87% |
| 投资活动产生现金流         | (153.07) | (283.70) | 8.68     | N/A     | (0.73)   | N/A      | (0.62)   | N/A    |
| 融资活动产生现金流         | (233.28) | 27.13    | (416.72) | N/A     | (129.98) | N/A      | (197.76) | N/A    |
| 现金净增（减）           | 124.03   | 281.64   | (18.44)  | N/A     | 153.11   | N/A      | 150.34   | -1.81% |

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，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，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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、财务顾问或类似的金融服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展  
发扬敬业精神，发扬团队精神

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名  
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名  
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点  
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

## 作者简介

田东红 建筑建材行业高级分析师      韩梅 建筑建材行业分析师

## 地址

|                      |                        |
|----------------------|------------------------|
| 北京 中信建投证券研究发展部       | 上海 中信建投证券研究发展部         |
| 中国 北京 100010         | 中国 上海 200120           |
| 朝内大街 188 号 4 楼       | 世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室 |
| 电话: (8610) 8513-0588 | 电话: (8621) 6880-5588   |
| 传真: (8610) 6518-0322 | 传真: (8621) 6880-5010   |