

房地产复苏带来未来业绩弹性

龙元建设调研报告

报告关键点：

- 建筑工程业务增长稳定 未来仍有弹性空间
- 子公司盈利将有明显提升
- 增发已获通过 将增厚净资产

报告摘要：

- 房地产销售已出现明显回升，商品房新开工面积的回落速度也有所减缓。我们预计，如果销售能保持目前的回升状况，商品房的新开工指标的拐点将在09年中期出现，并对下游房屋建筑工程产生较大的拉动。同时公司海外业务以及沈阳单体100亿元的项目，也将09年起逐步贡献收入。我们预计公司建筑工程全年业务收入增速将在20%左右，如果不考虑沈阳单体100亿元的项目，09年新接工程订单将于08年基本持平。因为受房地产开发波动影响，公司10年及以后建筑工程业务空间弹性较大，未来还须持续关注房地产行业回暖的速度。
- 公司09年幕墙业务预计收入约可超过2亿元，净利润预计也将回复到08年之前8%左右的水平。公司08年收购了幕墙公司50%的股权，将进一步增厚幕墙业务对公司的权益利润的贡献。
- 公司钢构、幕墙业务的成熟，也进一步形成了产业联动的模式。一季度公司钢构新接合同2.1亿元，增长较为明显，预计全年合同承接量可达7.5亿元，09年业务收入可以突破6亿元。受益于目前较低的钢铁原材料价格、世博项目以及海外业务相对较高的项目利润率，我们认为公司钢构业务09年将实现扭亏为盈，对上市公司的利润贡献将在1500万元左右。
- 公司全年的水泥产量约在140万吨左右，全年净利润预计约为2200万元。而2010年公司5000t/d生产线完全放量，收入以及利润的贡献将大幅提升，我们预计2010年水泥公司净利润的增长将超过100%。目前水泥公司是由公司72%股权控股，而此次新建5000t/d生产线，其他少数股权未按等比例出资，未来公司的控股比例预计将提升到93%，水泥公司对上市公司的利润贡献也将因此而提升。
- 我们预测公司09、10年的EPS分别为0.62元、0.78元（不考虑增发摊薄）。如果按照增发最高限额8600万股摊薄计算后，公司09、10年的eps分别为0.51元、0.64元，每股净资产将增厚约15%。考虑公司未来稳定的业务收入以及房地产复苏可能带来的较大的弹性，我们给予公司“增持-A”的投资评级，参考建筑板块的估值水平，按照2010年全面摊薄eps给予18倍的目标PE，6个月目标价11元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,116.2	7,287.1	8,781.0	10,027.9	11,371.6
Growth(%)	-0.7%	2.4%	20.5%	14.2%	13.4%
净利润	191.8	120.2	239.8	304.1	368.8
Growth(%)	1.6%	-37.3%	99.5%	26.8%	21.3%
毛利率(%)	9.9%	9.7%	9.9%	10.1%	10.1%
净利润率(%)	2.7%	1.6%	2.7%	3.0%	3.2%
每股收益(元)	0.49	0.31	0.62	0.78	0.95
每股净资产(元)	3.92	4.09	4.55	5.13	5.83
市盈率	16.8	26.8	13.4	10.6	8.7
市净率	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
净资产收益率(%)	13.2%	7.0%	14.1%	15.9%	16.9%
ROIC(%)	19.3%	12.8%	13.4%	16.7%	16.6%
EV/EBITDA	10.0	10.8	7.7	6.9	5.9
股息收益率	1.2%	1.2%	2.2%	2.8%	3.4%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-B

目标价格： 11.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 10.00 元

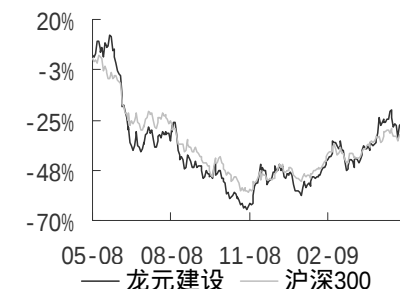
现价： 8.90 元

报告日期： 2009-05-07

市场数据

总市值(百万元)	3,460.32
流通市值(百万元)	2,377.13
总股本(百万股)	388.80
流通股本(百万股)	267.09
12 个月最高/最低	3.87/12.98 元
十大流通股东(%)	44.07%
股东户数	29,829

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.58)	15.04	6.35
绝对收益	3.72	38.63	(21.29)

研究员

石磊 首席行业分析师

021-68765916 shilei@essence.com.cn

王天睿 行业分析师

021-68765363 wangtr@essence.com.cn

前期研究成果

龙元建设：原材料涨价及财务费用拖累盈利

2009-04-15

龙元建设：财务费用大幅增长拖累盈利增长

2008-10-30

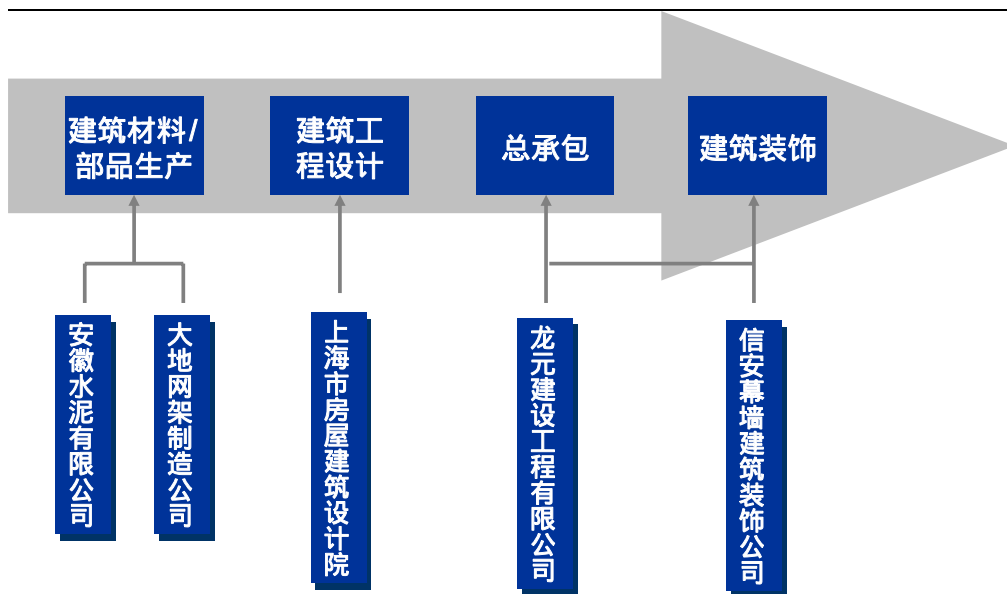
龙元建设：业务量高增长，财务费用大幅增加

2008-08-12

历年来稳定发展 产业链整合初步形成

龙元建设集团始创于 1980 年，前身为浙江象山二建集团股份有限公司，创业之初，公司便形成“以质量创信誉，以信誉拓市场”公司文化，努力开拓市场，并于 1984 年进入上海建筑市场。1993 年集团迁址上海后，公司着重于技、量同步提升，并打出了“创‘精品’工程，提供‘超前超值’服务”的业务口号，企业规模随之迅速扩大。公司 2004 年 4 月发行股票后，开始了第三阶段的产业升级，在通过一系列精品工程、行业奖项，逐步树立“龙元”品牌在业界的声誉以及价值的同时，利用上市融资的优势，进行产业链上下游整合，打造设计建筑总承包的竞争优势。

图 1 公司业务及子公司构成



数据来源：安信证券研究中心

目前，集团拥有安徽水泥、大地网架（钢构）、上海市房屋建筑设计院、龙马建设、信安幕墙等多个子公司，涵盖了建筑材料、建筑设计、建筑施工、建筑装饰 4 大事业群，并以房屋建筑工程总承包特级资质为核心，由母公司以及一系列子公司分别具备的市政公用工程总承包一级资质、机电安装工程总承包一级资质、地基与基础工程专业承包一级资质、建筑装饰装修工程专业承包一级资质和园林古建筑工程专业承包一级资质，以及幕墙设计施工一级资质和钢构设计施工特级资质。

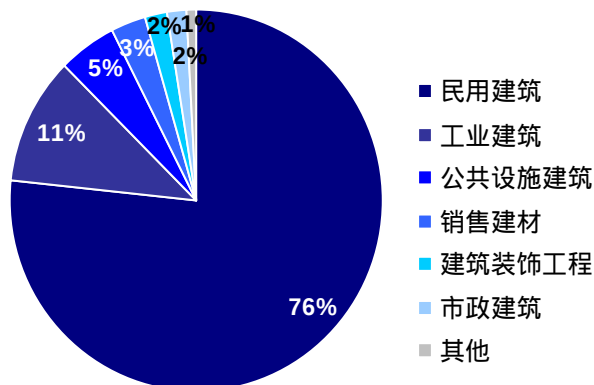
房地产不振影响主业收益 子公司亏损拖累业绩

公司 08 承接业务 200.61 亿元（其中沈阳龙之梦单体项目金额达 100 亿元），较 2007 年的 110 亿元增长 82.37%；实现营业收入为 72.87 亿元，同比增长 2.4%；税后归属于母公司所有者净利润为 1.2 亿元，同比下降 37.34%。2009 年一季度，公司实现业务收入 18.32 亿，净利润 4295 万元，与上年同期基本持平。公司 08 年出现业绩下滑的原因主要有：

- 1、公司主业的房屋建筑工程受宏观经济不振，房地产开发增速大幅回落影响，各地在建工程不同程度地出现延迟开工或者暂停施工的情况。同时因开发商资金链紧张，工程完工进度的确认也有一定人为的减慢。
- 2、公司的钢构子公司 08 年因原材料价格大幅上涨，而钢构行业通常较多地采用闭口合同，导致出现 6500 万元的大幅亏损。
- 3、08 年信贷紧缩，借款利率较往年为高。由于公司较多地采用了票据贴现来支付建筑材料货款，导致公司 08 年财务费用较 07 年增加了 5600 余万元，上升幅度 67.9%。

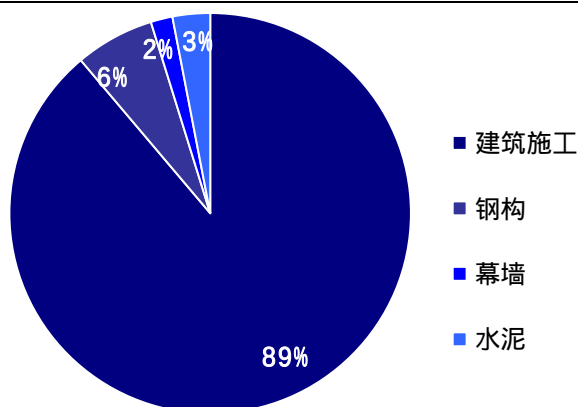
从公司 08 年各子公司以及各建筑类别的收入分布比例上我们可以看到，公司目前仍以传统的房屋施工为主，公司业务受房地产行业景气程度影响较大。

图 2 2008 年业务收入 By 建筑行业类别



数据来源：安信证券研究中心

图 3 2008 年业务收入 By 子公司



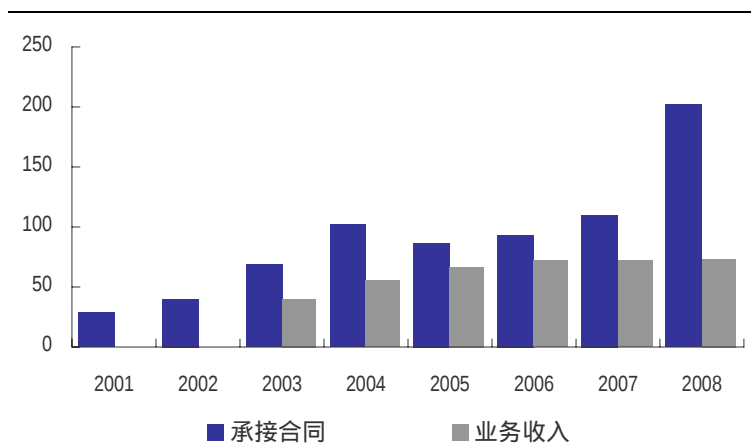
数据来源：安信证券研究中心

业务订单仍较饱满 未来收入有所保证

公司 2008 年的新接订单量和 2007 年基本持平。从订单结构来看，70% 业务是房地产项目，2008 年房地产投资增速逐步走低，截至到 12 月，房地产投资达到 35215 亿元，同比增长 23%，增速同比回落 7.2 个百分点，作为房地产投资的前行指标新开工面积自 2008 年 7 月份以来一直处于负增长，受房地产开发周期性影响，投资增长的拐点将出现在 2009 年，房地产建设市场的景气度将大幅下滑，房地产市场的整体投资前景堪忧，但我们认为公司在行业内的资金实力、领先优势，市场份额较小，选择项目的空间较大，有助于减少整体市场波动所带来的负面影响。从 08 年的订单情况来看，公司未来收入的增长前景依然乐观，沈阳龙之梦亚太中心项目预计 09 年完成 10 亿元的工程量，在房地产处于低迷状态时，如此大型的地产项目能否顺利实施，我们将给予持续跟踪。

从公司历年接单情况，我们可以看到，公司新接合同订单自 05 年起保持了一个较高的增长。但是，由于受经济环境的影响，上游房地产行业的景气度降低了开发商对商品房建设进度的需求，直接影响了公司实际施工完成收入。截止到 08 年末，公司已承接但未实施的项目合同达到 207 亿元，未来的收入能够有所保证。

图 4 公司历年承接合同以及业务收入（亿元）



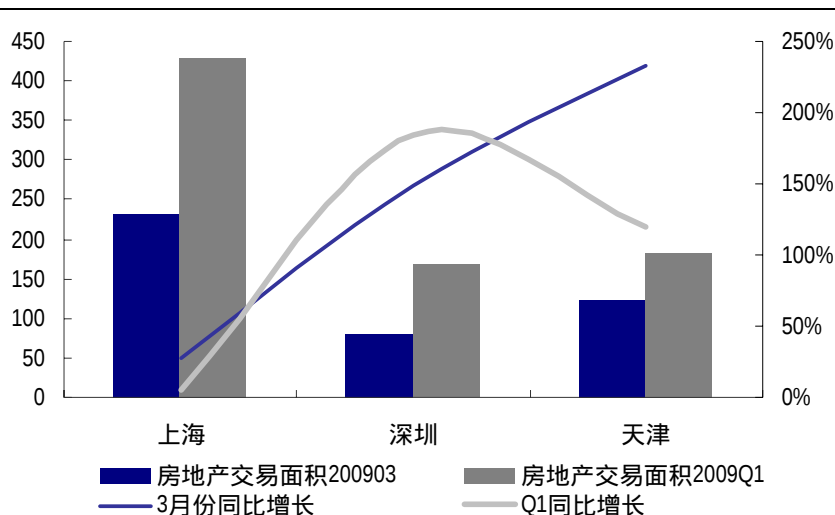
数据来源：安信证券研究中心

房地产回暖迹象初显 建筑工程业务弹性较大

由于公司业务结构中，房屋建筑特别是商品房开发占比较高，公司受房地产开发波动影响程度较大。从 08 年初，受货币紧缩政策的影响，商品房销售面积以及新开工面积出现持续下滑，而经济危机更是让已经恶化的房地产开发雪上加霜。但是从 09 年一季度开始，国内经济逐步回暖，房地产销售也出现了明显回升。

09 年一季度，东部一线城市的房地产销售增速非常明显，从公司主要业务区域上海、广东、京津地区，均出现了不同程的增长。从公司我们也了解到，在房地产复苏较早的广东区域，公司 08 年停工以及延缓开工的 8 个项目中，目前已有 6 个项目恢复正常运行。

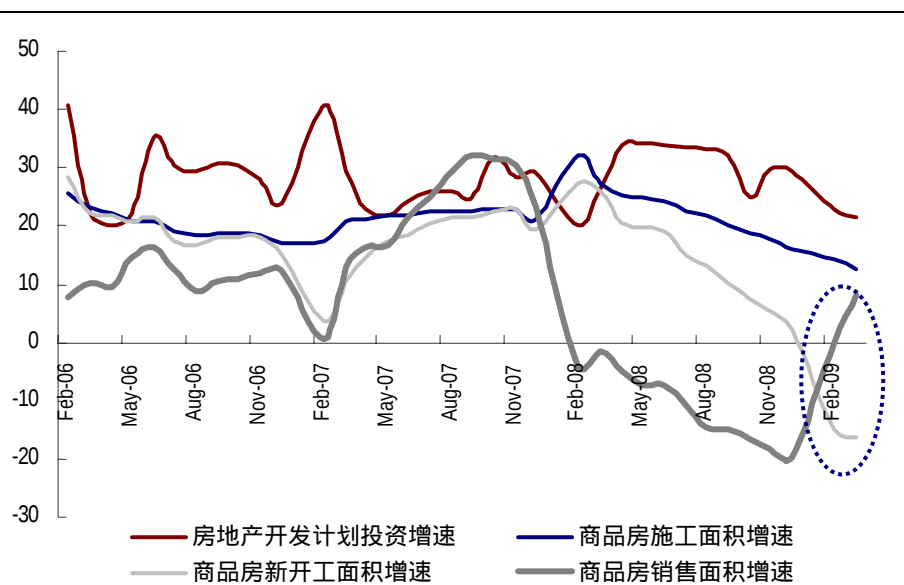
图 5 上海、深圳、天津房地产交易 2009Q1 及 3 月状况



数据来源：安信证券研究中心

下游销售的回升，将通过存货消化逐步传递到上游的房地产开发。3 月份商品房新开工面积的回落速度已有所减缓，我们预计，如果销售能保持目前的回升状况，商品房的新开工指标的拐点将在 09 年中期出现，并对下游房屋建筑工程产生较大的拉动。

图 6 房地产开发投资增速及商品房施工、开工、销售面积增速



数据来源：安信证券研究中心

从公司市场开拓来看，除了对现有华东、华南、京津地区的市场深耕之外，随着公司建筑产业链完善以及设计施工总承包模式的成熟，公司在海外市场也有较快的进展。06、07、08 年公司海外订单分别为 9.3 亿、11 亿以及 18 亿人民币，复合增长率约为 39%。目前，这些项目较多的还在工程早期，实际确认收入的 3 年来仅有 3-4 亿元，预计在 09 年起将开始释放收入。

此外，公司沈阳单体 100 亿元的项目，也将计划于 09 年起开工，当年完成工程约 10 亿元，如果此项目能够顺利进行，对公司的施工业务贡献也将在 10% 以上。

我们预计公司建筑工程全年业务收入增速将在 20% 左右, 如果不考虑沈阳单体 100 亿元的项目, 09 年新接工程订单将于 08 年基本持平。因为受房地产开发波动影响, 公司 10 年及以后建筑工程业务空间弹性较大, 未来还须持续关注房地产行业回暖的速度。

幕墙业务高速增长 股权收购将增厚收益

公司 08 年幕墙业务新接定单 2.2 亿元, 完成业务收入 1.4 亿元。因为公司单体项目金额较高(世博阳光谷单个项目超过 1 亿元), 部分工程收入进度的确认对净利润影响较大, 公司 08 年幕墙业务利润仅有 188 万元。

公司幕墙业务虽然起步较晚, 但是定位高端, 具备较高的设计、施工能力。公司承建的上海新国际博览中心、南京新世纪广场、上海廖创兴金融中心以及上海港客运中心“一滴水”玻璃幕墙工程, 都成为非常具有代表性的标志性建筑。公司新承接的上海十六铺码头的世博标示性建筑之一, 沿江几百米的玻璃“飘带”工程, 就因为其玻璃结构复杂, 设计、生产难度大, 施工要求高, 公司成为了唯一参加竞标的企业。公司幕墙业务的定位, 对未来该业务毛利率的提升会有一定的助益。

图 7 上海航运客运中心及世博“阳光谷”



数据来源: 安信证券研究中心

公司一季度幕墙业务新签合同 5200 万元, 我们预计全年合同承接可以达到 3.5 亿元, 随前期项目正常释放收入, 09 年幕墙业务收入约可超过 2 亿元, 净利润预计也将回复到 08 年之前 8% 左右的水平。公司 08 年收购了幕墙公司 50% 的股权, 将进一步增厚幕墙业务对公司的权益利润的贡献。

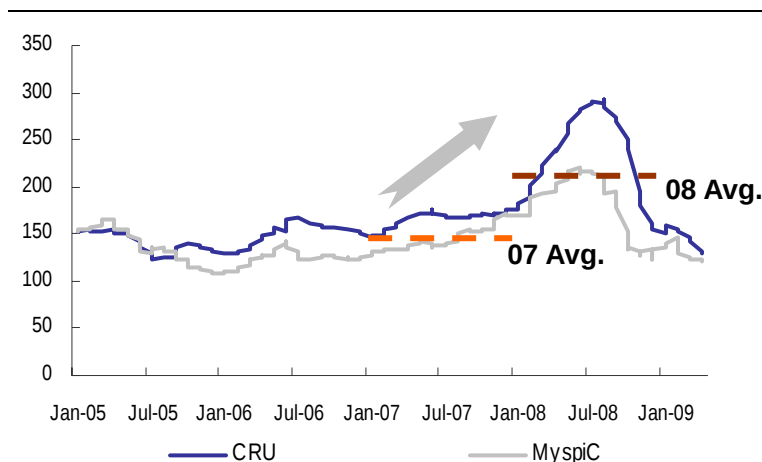
钢构原材料大幅下降 09 年将“大翻身”

公司钢构业务 08 年业务收入 4.56 亿元, 同比增长约 36%。但是, 因为占公司钢构成本 70% 的钢铁原材料价格大幅波动, 而钢构行业普遍采用闭口合同, 而合同承接到施工又存在一定的周期, 直接导致行业结构性的亏损。公司 08 年施工的合同主要是 07 年签订的, 从 CRU 以及 Myspic 指数我们可以看到, 08 年钢价的高位运行, 直接吞噬公司利润, 导致公司 08 年钢构业务净亏损 6455 万元。

公司钢构技术在国内属于较为先进的, 08 年公司又进一步将公司的钢构设计施工资质提升到特级, 目前全国获得这一资质的钢构施工企业不到 20 个; 公司 08 年的钢构产量约为 5.5 万吨, 09 年预计可以达到 6.5 万吨。

鉴于钢构业务闭口合同的特点以及公司业务拓展的战略目标, 09 年公司调整营销重点, 加大了海外业务的营销比例, 预计未来海外业务占公司承接订单金额的比例将达到 50%。因为海外业务 20%-30% 的合同预付款, 可以让公司根据市场原材料价格提前锁定成本, 从而能够保持较稳定的毛利率。

图8 钢铁 CRU 及 MyspiC 指数



数据来源：安信证券研究中心

此外，公司钢构、幕墙业务的成熟，也进一步形成了产业联动的模式。目前，机场、车站、展览馆、博物馆等公共建筑较多的采用了“内部钢结构+外观玻璃幕墙”的建筑模式，而国内同时具备高素质的钢构以及幕墙设计施工技术的建筑施工企业数量很少。如世博标志工程“阳光谷”、杭州萧山机场的项目，就是由公司全程完成主体结构以及外部幕墙装饰的。

公司一季度钢构新接合同 2.1 亿元，增长较为明显，预计全年合同承接量可达 7.5 亿元，09 年业务收入可以突破 6 亿元。受益于目前较低的钢铁原材料价格以、公司世博项目以及海外业务相对较高的项目利润率，我们认为公司钢构业务 09 年的毛利率水平将超过 07 年的正常水平，对上市公司的利润贡献将在 1500 万元左右。

“产能扩张+余热发电” 水泥业务利润高增长可期

公司的水泥子公司 08 年销售熟料以及水泥 103 万吨，实现净利润 1433 万元，较前期略有下降。主要原因是公司为了获批新建熟料产线，按照安徽省当地的水泥落后产能淘汰政策，在 07 年末淘汰了 3 条落后的立窑生产线，导致 08 年产能有所下降。

目前，公司一期 2500t/d 熟料生产线配套的 4.5MW 余热发电项目已于今年 4 月份建成。而二期 5000t/d 的熟料生产线正在紧张施工中，预计将于今年 8 月份投产。如能按期顺利投产，09 年将可贡献熟料产能约 40-50 万吨。

根据我们前期对公司水泥生产线的实地调研，我们了解到公司通过对现有生产线的多次技改和优化，以及优化煤炭采购成本以及电力错峰等方式，在水泥能耗成本方面处于同行业领先的水平。余热发电项目投入使用后，预计吨熟料发电约 35 度，全年能够节约成本约 800 万元，进一步提升水泥公司的竞争力。

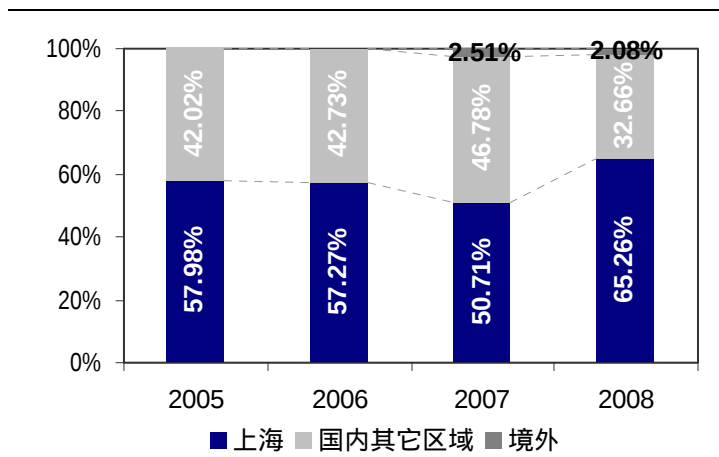
目前，水泥公司的销售仍以熟料为主，销售除了小部分供应本地搅拌站以外，主要销售区域是沿江的上海、江苏、浙江以及少量的四川区域。09 年一季度公司实现熟料产量 26.6 万吨，销售吨毛利为 25 元，较上年同期量价都有所提升，主要原因是因为 09 年公司由于计划在 4 月份安装余热发电设备，未在 1 季度进行停工检修；而固定资产折旧等固定成本由于产量增长而有一定的摊薄。我们预计公司全年的水泥熟料产量约在 140 万吨左右，按照目前水泥的价格趋势，我们预计公司全年吨水泥熟料毛利再不考虑余热发电的前提下，可能较 08 年略有下降。以此测算，水泥公司全年的净利润约为 2200 万元。而 2010 年公司 5000t/d 生产线完全放量，收入以及利润的贡献将大幅提升，我们预计 2010 年水泥公司净利润的增长将超过 100%。

由于目前水泥公司是由公司 72% 股权控股，而此次新建 5000t/d 生产线，其他少数股权未按等比例出资，未来公司的控股比例预计将提升到 93%，水泥公司对上市公司的利润贡献也将因此而提升。

积极实施战略变革及风险管控

公司根据目前的市场特点，转变营销观念，在传统市场房屋市场之外，进一步开拓基础设施、市政工程、保障性住房以及海外市场。在区域经营上，深化“三三战略”。从 2008 年度业务收入地区分布上看，上海地区占全公司的 16%，国内其他地区占 75%，国外工程业务占 9%，其中江苏、广东新兴地区在业务量上超过 10 亿元；在海外市场方面，目前公司已在马来西亚、泰国、澳门和菲律宾设立了子公司，目前市场开拓势头良好。

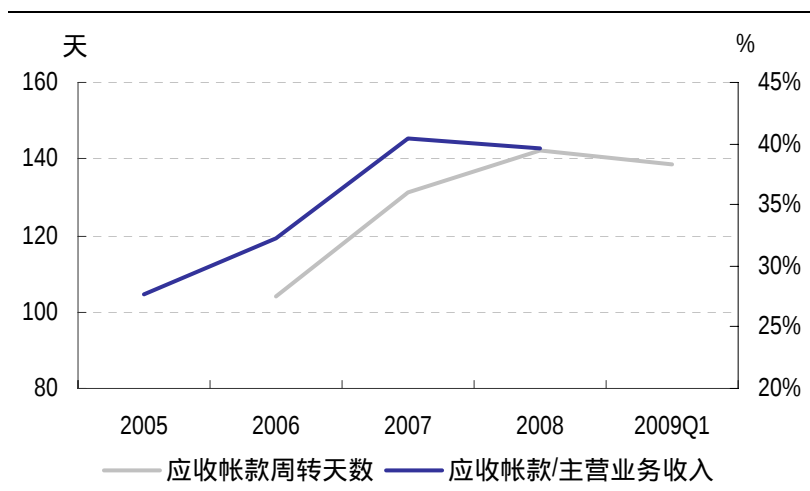
图 9 公司“三三战略”实施以来各区域收入比重



数据来源：安信证券研究中心

在对建筑类企业风险影响较大的应收帐款方面，公司 08 年起基于行业未来的判断，及早进行了战略部署。由总部增加帐款回收的直管功能，加大回款力度；通过责任制管理，将项目经理的绩效与帐款回收直接挂钩。同时，在新承接合同阶段，加大了对客户资质的审核力度，排除了一些风险较高的小项目、资信状况不佳以及需要高额垫资的项目。从公司的应收帐款周转天数以及应收帐款与收入比例（如下图）来看，都保持了基本稳定。

图 10 公司应收帐款相关指标状况



数据来源：安信证券研究中心

房地产业复苏受益

综合判断公司 09 年的收益状况，房地产景气度的回升情况仍是决定公司未来业务状况的重要因素。公司目前较高的在手订单量，能够保证建筑施工业务收入的稳定增长；此外幕墙、钢构、水泥等子公司盈利回升以及公司财务费用的大幅下降也将一定程度上增厚公司 09 年的业绩。我们预测公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.62 元、0.78

元（不考虑增发摊薄）。

表 1 行业估值对比（申万建筑施工行业）

序号	代码	公司	最新 收盘价 (元)	每股收益			市盈率PE			市净率 PB (MRQ)
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
行业均值（整体法）			-	0.33	0.45	0.57	37.0	21.7	17.1	2.87
1	601186	中国铁建	10.05	0.31	0.47	0.63	31.9	21.3	15.8	2.54
2	600068	葛洲坝	11.57	0.53	0.64	0.84	21.9	18.1	13.8	3.71
3	600170	上海建工	13.43	0.41	0.48	0.52	32.6	27.7	25.8	2.52
4	002062	宏润建设	18.53	0.92	1.06	1.21	20.0	17.4	15.3	4.33
5	600284	浦东建设	13.60	0.28	0.52	0.73	47.8	26.3	18.6	2.21
6	600545	新疆城建	8.30	0.13	0.25	0.33	65.6	32.6	25.3	3.83
7	600491	龙元建设	8.90	0.31	0.51	0.64	28.9	17.5	13.9	2.26
8	600496	精工钢构	8.47	0.38	0.47	0.59	22.4	18.2	14.3	3.41

数据来源：安信证券研究中心

公司增发事项近期已获证监会批准，按照增发说明，公司将按照 6.9 元的底价，增发不超过 8600 万股。以公司目前总股本 3.888 亿股计算，增发后公司总股本不超过 4.748 亿股，EPS 摊薄的影响将不高于 22%。如果按照增发最高限额 8600 万股摊薄计算后，公司 09、10 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.64 元，每股净资产将增厚约 15%。考虑公司未来稳定的业务收入以及房地产复苏可能带来的较大的弹性，我们给予公司“增持-A”的投资评级，参考建筑板块的估值水平，按照 2010 年全面摊薄 EPS 给予 18 倍的目标 PE，6 个月目标价 11 元。主要投资风险仍是宏观经济复苏对于预期、房地产业持续低迷导致公司未来新接订单减少及应收帐款大幅上升。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-5-7	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,116.2	7,287.1	8,781.0	10,027.9	11,371.6	成长性					
减: 营业成本	6,409.6	6,579.1	7,911.7	9,020.1	10,223.1	营业收入增长率	-0.7%	2.4%	20.5%	14.2%	13.4%
营业税费	214.5	217.9	263.4	298.8	335.5	营业利润增长率	-17.1%	-33.3%	136.5%	20.7%	17.3%
销售费用	6.8	9.2	13.2	14.0	14.8	净利润增长率	1.6%	-37.3%	99.5%	26.8%	21.3%
管理费用	140.3	132.3	162.4	185.5	204.7	EBITDA 增长率	-3.6%	-7.6%	34.6%	18.2%	15.1%
财务费用	83.1	139.4	40.9	47.0	51.0	EBIT 增长率	-8.3%	-7.6%	40.8%	20.2%	16.5%
资产减值损失	17.9	45.5	7.0	-0.3	-0.4	NOPLAT 增长率	7.3%	-11.6%	9.9%	26.4%	19.8%
加: 公允价值变动收益	0.0	-0.3	0.9	-	-	投资资本增长率	33.7%	4.9%	1.4%	20.1%	6.7%
投资和汇兑收益	-0.5	-0.9	1.0	1.1	1.2	净资产增长率	10.9%	4.5%	11.2%	12.7%	13.6%
营业利润	243.5	162.5	384.3	463.9	544.2	利润率					
加: 营业外净收支	44.6	26.9	6.0	2.0	1.8	毛利率	9.9%	9.7%	9.9%	10.1%	10.1%
利润总额	288.1	189.4	390.3	465.9	546.0	营业利润率	3.4%	2.2%	4.4%	4.6%	4.8%
减: 所得税	87.0	77.7	140.5	149.1	163.8	净利率	2.7%	1.6%	2.7%	3.0%	3.2%
净利润	191.8	120.2	239.8	304.1	368.8	EBITDA/营业收入	5.3%	4.8%	5.4%	5.6%	5.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.6%	4.1%	4.8%	5.1%	5.2%
货币资金	675.6	1,115.0	1,067.3	1,105.0	1,339.9	运营效率					
交易性金融资产	0.3	0.1	1.0	1.0	1.0	固定资产周转天数	22	20	22	24	20
应收帐款	3,529.8	3,648.7	4,210.1	4,780.4	5,421.0	流动营业资本周转天数	59	71	58	58	63
应收票据	33.8	65.3	48.1	54.9	62.3	流动资产周转天数	334	376	343	327	319
预付帐款	148.2	118.5	126.4	135.4	145.6	应收帐款周转天数	134	142	128	129	130
存货	2,820.6	3,056.8	3,251.4	3,459.8	3,641.1	存货周转天数	129	145	129	120	112
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	371	413	379	364	350
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	87	100	85	83	82
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	15.7	21.7	20.0	22.0	24.2	ROE	13.2%	7.0%	14.1%	15.9%	16.9%
投资性房地产	157.5	152.4	160.0	176.0	193.6	ROA	2.5%	1.3%	2.6%	3.0%	3.3%
固定资产	424.8	384.2	688.6	654.2	617.7	ROIC	19.3%	12.8%	13.4%	16.7%	16.6%
在建工程	1.7	62.7	12.7	8.2	5.5	费用率					
无形资产	89.0	85.6	80.0	74.8	69.9	销售费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	58.4	61.0	57.7	58.7	59.7	管理费用率	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
资产总额	7,955.4	8,772.1	9,723.3	10,530.4	11,581.5	财务费用率	1.2%	1.9%	0.5%	0.5%	0.4%
短期债务	1,231.5	1,697.8	1,500.0	1,700.0	1,800.0	三费/营业收入	3.2%	3.9%	2.5%	2.5%	2.4%
应付帐款	2,902.4	2,707.7	3,359.8	3,583.3	3,921.2	偿债能力					
应付票据	459.7	739.8	758.7	692.0	840.3	资产负债率	80.9%	81.9%	81.8%	81.1%	80.4%
其他流动负债	1,704.5	1,850.2	1,796.1	1,808.6	1,817.6	负债权益比	422.6%	451.4%	449.4%	427.8%	410.9%
长期借款	64.8	1.0	51.0	101.0	151.0	流动比率	1.13	1.12	1.11	1.15	1.19
其他非流动负债	0.6	11.2	85.9	148.2	215.4	速动比率	0.69	0.69	0.70	0.73	0.78
负债总额	6,433.2	7,181.1	7,953.6	8,535.1	9,314.6	利息保障倍数	3.93	2.17	10.40	10.87	11.68
少数股东权益	116.2	103.6	113.6	126.2	139.6	分红指标					
股本	388.8	388.8	388.8	388.8	388.8	DPS(元)	0.10	0.10	0.19	0.23	0.28
留存收益	1,017.2	1,099.6	1,267.4	1,480.3	1,738.5	分红比率	20.3%	32.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,522.2	1,591.0	1,769.8	1,995.3	2,266.9	股息收益率	1.2%	1.2%	2.2%	2.8%	3.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	201.1	111.6	239.8	304.1	368.8	EPS(元)	0.49	0.31	0.62	0.78	0.95
加: 折旧和摊销	61.7	58.7	46.6	46.6	46.6	BVPS(元)	3.92	4.09	4.55	5.13	5.83
资产减值准备	17.9	45.5	7.0	-0.3	-0.4	PE(X)	16.8	26.8	13.4	10.6	8.7
公允价值变动损失	-0.0	0.3	0.9	-	-	PB(X)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
财务费用	72.9	92.9	141.0	40.9	47.0	P/FCF	-46.0	6.6	136.5	24.2	9.2
投资收益	0.5	0.9	-1.0	-1.1	-1.2	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	9.3	-8.6	10.0	12.7	13.4	EV/EBITDA	10.0	10.8	7.7	6.9	5.9
营运资金的变动	-278.0	-233.3	216.6	-464.1	-211.0	CAGR(%)	16.4%	50.7%	20.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	79.9	72.0	560.8	-55.1	267.2	PEG	1.0	0.5	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-95.2	-89.7	-300.3	-3.0	-3.1	ROIC/WACC	2.6	1.7	1.8	2.2	2.2
融资活动产生现金流量	75.8	201.5	-300.7	111.8	-11.6	REP	0.7	1.1	1.0	0.7	0.6

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034