

# 工程订单高涨，盈利步入加速增长期

## 路桥建设调研报告

### 报告关键点：

- 基建投资带动新接订单高速增长
- BOT项目带来高毛利 未来将释放
- 攻守兼备的投资品种

### 报告摘要：

- 路桥建设是国内公路施工行业首家上市公司，第一批获得公路工程施工总承包特级资质的企业。公司实际控制人是中国交通建设集团有限公司，业务范围涵盖国内外高等级公路、特大型桥梁、市政工程、铁路、隧道、机场、港口等基础设施建设，以及BOT、投资、物业租赁、智能电子等领域。
- 受基建投资的拉动，公司08年新承接工程订单出现了加速性的增长（超过50%），今年截止到目前，公司的承接订单量已经超过2008年全年的金额近20%。按目前铁路和公路建设投资的趋势，我们预计公司2009年全年的工程业务承接订单额将达到160亿元（不含BOT项目），增速约为54%。
- BOT项目将为公司带来丰厚的利润。贵都高速公路BOT项目预计投资达69.3亿元，按照投资概算80%的建筑工程量以及公司51%股权占比计算，公司约可实现25亿元的建筑工程量，此项目目前业已开工，预计明年年底完工；而公司100%控股的重庆涪丰石高速公路项目，按照106亿的投资概算，预计实际建筑工程量约80亿元，目前该项目已经进入项目前期的整体拆迁工作，预计可于今年年底之前开工，并在未来的4年中逐步释放利润。
- 公司目前承接的BOT项目，均采用BOT+EPC工程总承包的方式，其工程施工的项目毛利率较普通的项目施工的毛利率明显要高，保守估计其净利率水平将达到3%以上。根据公司目前项目进展情况，预计明、后年BOT项目分别贡献业务收入25亿、30亿元以及7500万、9000万元的施工业务净利润。
- 工程订单高涨与高毛利的BOT+EPC项目确保了公司未来的成长性，预计公司09、10年的eps分别为0.32元、0.56元。公司与行业内从事基建施工为主的中国铁建、中国中铁等同类企业相比，企业规模相对较小。考虑公司目前订单高增长状况，未来2至3年的业绩较有保证，受经济环境的影响相对较小，具备较强安全边际。再考虑未来中交建设回归A股的预期，我们参考行业平均的估值水平，给予公司明年25倍的PE，首次评级“买入-B”，12个月目标价14元。

评级：

买入-B

上次评级：

目标价格：14.00 元

期限：12 个月 上次预测：

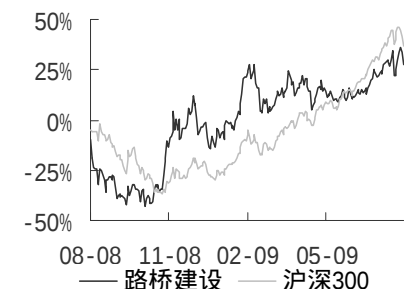
现价：9.92 元

报告日期：2009-08-08

### 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 4,048.68     |
| 流通市值(百万元)  | 4,048.68     |
| 总股本(百万股)   | 408.13       |
| 流通股本(百万股)  | 408.13       |
| 12 个月最高/最低 | 4.29/10.87 元 |
| 十大流通股东(%)  | 62.81%       |
| 股东户数       | 62,988       |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月     | 十二个月   |
|------|--------|---------|--------|
| 相对收益 | (3.43) | (21.05) | (9.86) |
| 绝对收益 | 2.62   | 6.41    | 27.32  |

### 研究员

石磊

021-68765916

王天睿

021-68765363

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

助理行业分析师

wangtr@essence.com.cn

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E    | 2011E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入      | 5,086.8 | 6,762.3 | 9,259.4 | 14,176.9 | 17,016.1 |
| Growth(%) | 20.6%   | 32.9%   | 36.9%   | 53.1%    | 20.0%    |
| 净利润       | 86.9    | 98.9    | 131.1   | 227.0    | 286.0    |
| Growth(%) | 21.0%   | 13.8%   | 32.6%   | 73.1%    | 26.0%    |
| 毛利率(%)    | 9.4%    | 8.4%    | 8.8%    | 9.2%     | 9.1%     |
| 净利润率(%)   | 1.7%    | 1.5%    | 1.4%    | 1.6%     | 1.7%     |
| 每股收益(元)   | 0.21    | 0.24    | 0.32    | 0.56     | 0.70     |
| 每股净资产(元)  | 4.74    | 4.98    | 5.24    | 5.69     | 6.26     |
| 市盈率       | 46.6    | 41.0    | 30.9    | 17.8     | 14.2     |
| 市净率       | 2.1     | 2.0     | 1.9     | 1.7      | 1.6      |
| 净资产收益率(%) | 4.6%    | 4.7%    | 6.2%    | 9.9%     | 11.3%    |
| ROIC(%)   | 17.9%   | 12.9%   | 11.4%   | 11.1%    | 10.2%    |
| EV/EBITDA | 18.5    | 15.6    | 16.0    | 12.3     | 10.4     |
| 股息收益率     | 0.3%    | 0.0%    | 0.6%    | 1.1%     | 1.4%     |

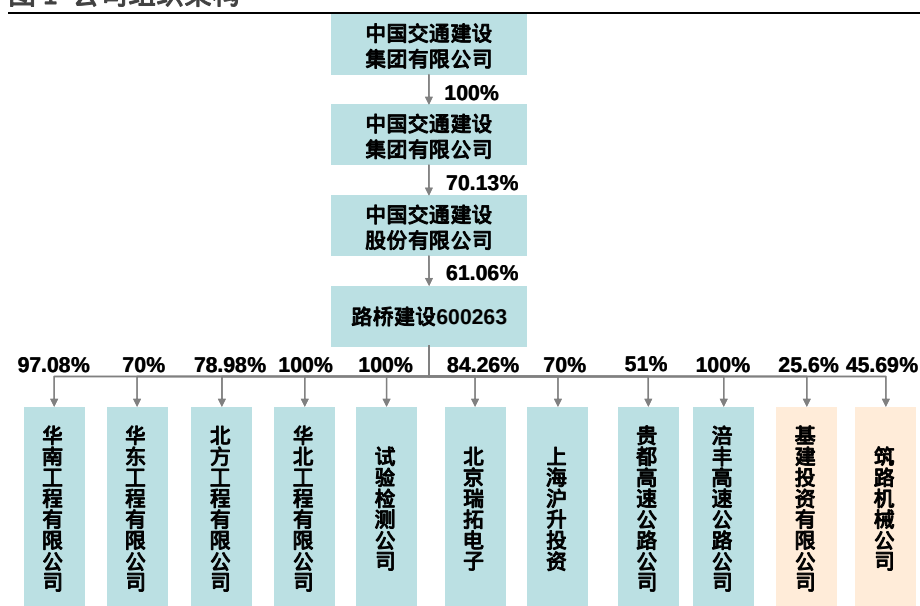
### 前期研究成果

## 1. 专业基建施工企业 具备桥梁施工优势

路桥集团国际建设股份有限公司于 1999 年在北京设立，2000 年正式挂牌上市，注册资本 4.08 亿元。截至 2009 年 1 季度，公司总资产 83.3 亿元，净资产 17.57 亿元。

公司由香港上市的中交建（1800.HK）控股，隶属于中国交通建设集团有限公司。公司现有 2 家分公司，3 家全资子公司，5 家控股公司，2 家参股公司，业务范围涵盖国内外高等级公路、特大型桥梁、市政工程、铁路、隧道、机场、港口等基础设施建设，以及 BOT、投资、物业租赁、智能电子等领域，是国内公路施工行业首家上市公司，第一批获得公路工程施工总承包特级资质的企业。

图 1 公司组织架构



数据来源：安信证券研究中心

公司起步期，作为交通建设集团下属的专业桥梁施工单位，一直以来在桥梁施工领域具备传统的专业施工技术以及项目管理能力。

表 1 公司近年来标志性桥梁项目

| 项目名称            | 施工时间       | 项目说明                                                    |
|-----------------|------------|---------------------------------------------------------|
| 重庆万州长江二桥        | 2001-2004  | 国内外 6 座半斜式隧道锚碇之中施工规模最大的一座，被称为世界第一隧道锚                    |
| 上海东海大桥          | 2002-2005  | 国内第一座外海跨海大桥，项目荣获国家科技进步一等奖、中国建筑工程鲁班奖                     |
| 杭州湾跨海大桥         | 2004-2008  | 世界最长的跨海大桥                                               |
| 湖北沪蓉西高速公路四渡河特大桥 | 2004-2009  | 从塔顶至峡谷底高差达 650 米，被誉为世界第一高桥                              |
| 佛山东平大桥          | 2004-2006  | 国内跨径最大的三拱肋结构拱桥                                          |
| 杭州钱塘江九桥         | 2005-2008  | 国内第一座空间缆自锚式悬索                                           |
| 舟山连岛-金塘大桥       | 2005-2009  | 国内最大、技术最先进的导管架制作施工                                      |
| 南昌英雄大桥          | 2006-2009  | 国内首座独柱斜塔空间扭面背索斜拉桥，塔身水平倾角 79 度                           |
| 青岛海湾大桥          | 2009-2010E | 应用了“水下无封底混凝土套箱”“6 台大吨位千斤顶同步下放索塔钢套箱”“混凝土拌和船拌和水加热系统”等最新技术 |
| 上海长江隧桥          | 2009-2012E | 国内最大的桥隧一体工程                                             |

数据来源：安信证券研究中心

从公司近年来的部分标志性工程，我们可以看到，公司参与厦门海沧大桥、上海东海大桥、杭州湾跨海大桥、四渡河特大桥、上海长江隧桥等一大批特大型桥梁重点工程，长期多次荣获国家相关奖项，如科学技术进步一等奖、鲁班奖、詹天佑奖等各类殊荣，创造了中国乃至世界桥梁建设史上的诸多“第一”。可以说，几乎是国内每一座特大型桥梁，在施工最高难度的地方都闪现着路桥建设的身影。通过长期的发展，公司目前具备了公路总承包特级、桥梁专业一级、隧道专业一级、路面、路基专业一级等专业施工资质。

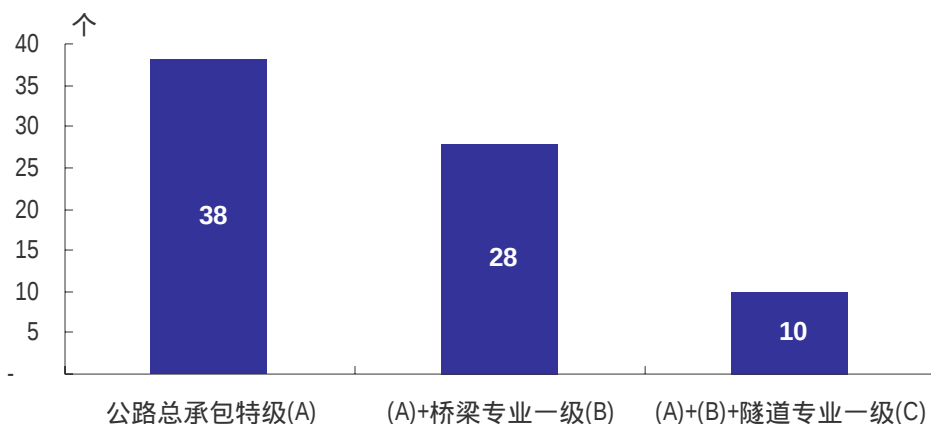
图2 公司标志性项目



数据来源：安信证券研究中心

从建设部公路施工类企业施工资质的情况，我们可以看到，全国 38 家具备公路总承包特级的施工企业中，同时具备梁桥专业一级施工资质的仅有 28 家，而如公司一样，同时具备桥隧一级资质的企业仅有 10 家。随着我国高速公路特别是中、西部地区高速公路建设进程的推进，中、西部地形复杂程度较东部地区为高，高速公路桥、隧比例也相应增加。公司依托桥梁施工的传统强项，在目前的公路项目施工中，对于高难度桥梁、隧道施工的高速公路标段项目具备明显的优势，相应的施工毛利率水平也会高于普通公路施工工程。

图3 国内施工企业施工资质



数据来源：安信证券研究中心、建设工程标准在线

近年来，路桥建设积极探索新的经营模式，在公司传统路桥工程业务的基础上，横向借铁路快速大发展的契机，培育铁路施工业务；纵向向上下游延伸，发展毛利率水平相对较高的施工总承包+BOT 项目、代建制等运作模式。

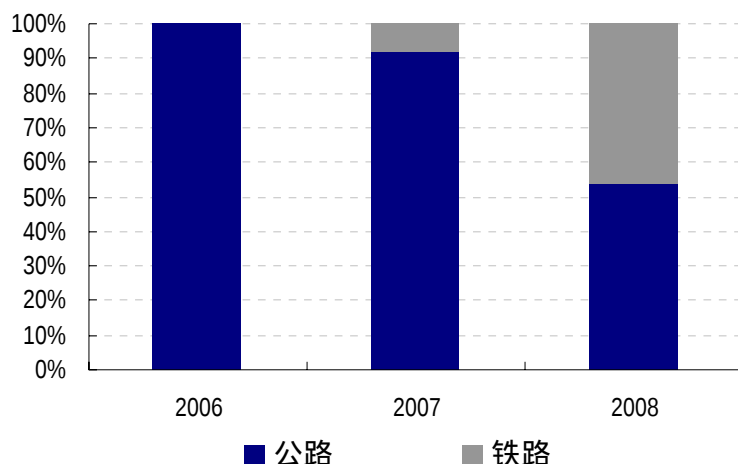
## 2. 基建投资拉动 合同订单高增长

2005-2008 年，公司新承接工程订单的复合增长达到了 27.6%。受基建投资的拉动，公司 08 年新承接工程订单出现了加速性的增长。08 年全年工程订单达到 103.78 亿元，较 07 年增长 56.34%。

从订单结构上，我们统计了公司 2006-2008 年来的 1 亿元以上的大单的情况，可以看到，随 07 年起铁道部逐步放开铁路工程市场，公司也是从 07 年逐步以集团公司（中交建）参加竞标，再分包给公司的形式从事铁路工程业务的承接。之后，铁路订单占比逐步上升，在 08 年公告的总额 67.8 亿元的大单中，铁路订单额达到 31.6

亿元，占比 46.5%。（BOT 项目相关订单未纳入统计）

图 4 公司公告 1 亿元以上工程大单中公路、铁路占比(2006-2008)



数据来源：安信证券研究中心

国家 4 万亿元投资计划使得我国基础设施建设步入发展的新阶段。从行业投资的情况，我们可以看到，从 2008 年 3 季度开始，铁路投资的增速出现快速增长，而公路投资也从 2008 年 4 季度出现明显的提升。2009 年上半年，公路、铁路基建投资维持了前期高速增长的趋势，特别是铁路投资，2009 年上半年基建投资较上年同期实现了高达 155.1% 增长。

图 5 铁路基建投资及增速

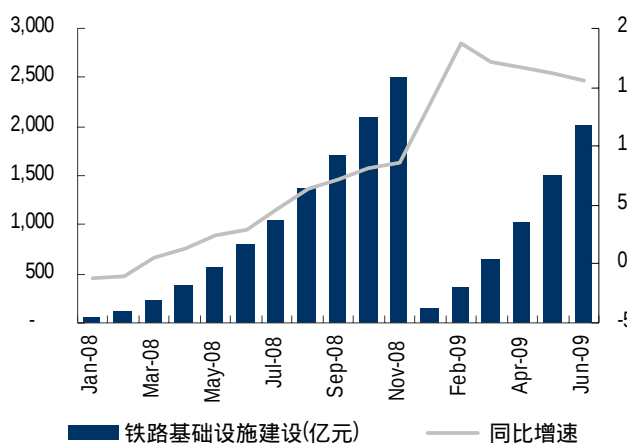
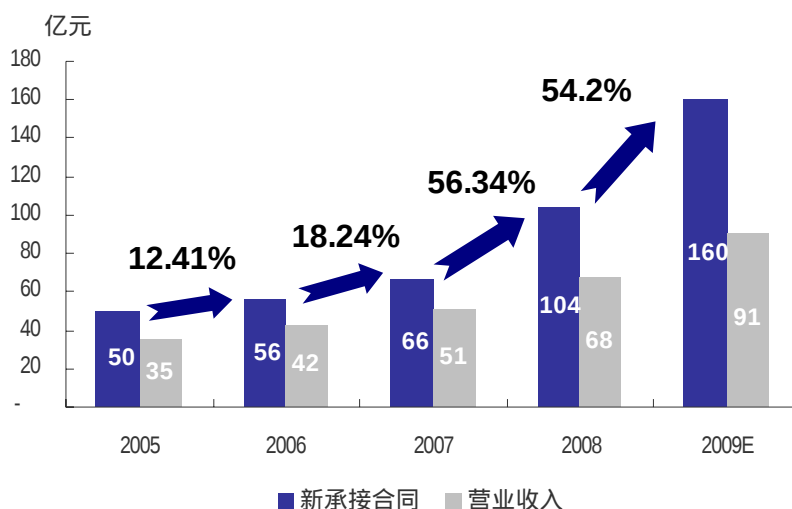


图 7 公司新承接合同及营业收入（2005-2009E）



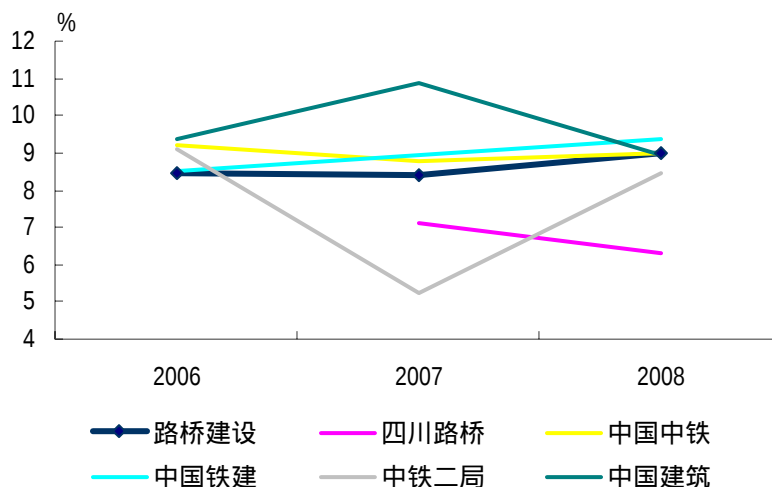
数据来源：安信证券研究中心

此外，公司承接的 BOT+EPC 项目的施工合同是有益的补充。公司近两年公告了 2 个较大的 BOT+EPC 项目。其中，贵都高速公路 BOT 项目预计投资达 69.3 亿元，按照投资概算 80% 的建筑工程量以及公司 51% 股权占比计算，公司约可实现 25 亿元的建筑工程量，此项目目前业已开工，预计明年年底完工；而公司 100% 控股的重庆涪丰石高速公路项目，按照 106 亿的计划投资，预计实际建筑工程量约有 80 个亿，目前该项目已经进入项目前期的整体拆迁工作，预计可于今年年底之前开工，并在未来的 4 年中逐步释放利润。以此计算，仅该 2 个 BOT 项目将给公司 2009、2010 年分别带来约 10 亿、25 亿元的施工业务收入。

### 3. BOT 项目施工高毛利 未来将释放

历年来，公司的毛利率水平也一直比较稳定，从以下上市公司基建工程项目毛利率情况的对比可以看到，由于长期以来公司以桥类公路工程项目为主，技术要求相对较高，较普通公路项目利润率相对略高，公司最终工程毛利率水平与比公路毛利率明显高的铁路行业基本相当。（见下图，四川路桥以公路工程为主，其他如中铁、铁建、中铁二局、中国建筑的基建工程业务均以铁路、轨道交通为主）

图 8 基建工程毛利率对比（6 家国内建筑工程类上市公司）



数据来源：安信证券研究中心

据了解，由于目前很多铁路项目都有提前工期的要求，行业内普遍存在施工过程中发生大量工程概算调整的情况，而产生的变更按照铁道部的项目结算流程，需要在项目完工后统一进行工程量调整计算，对于一直从事铁路施工类的企业来说，由于前

期完工项目的概算调整逐步通过补贴到位，毛利率相对稳定。由于公司 2007 年起才进入铁路工程市场，目前铁路项目基本还处在施工阶段。如果不考虑概算调整部分，我们估计，公司目前施工的高速铁路项目可能与公路项目的毛利率差不多。此外，铁路建筑工程市场随着对路外单位的放开，市场竞争也日趋激烈，未来该类业务的毛利率可能会有所下降。

#### 附：关于铁路概算的调整

随着铁道部加大铁路投资力度，部分高铁、城铁项目的工程进度也按要求做出工期缩短的调整，如京沪高铁由之前的 2010 年底竣工的计划进度调整为 2009 年底前完成全部主体工程，工期缩短对施工企业的影响主要体现在对设备、人员投入的加大以及相应的成本增加。对于此类因素所导致的工程概算的变更，根据我们的了解，铁道部通常是在项目结束之后，根据单个项目各标段工程承接商的平均收益情况进行补偿。

因为成本增长的因素，目前铁路工程特别是高铁工程，整体毛利率受到了较大的影响。据了解，公司此前承接的京沪高铁、哈大铁路由于投资概算的问题，毛利率不同程度的存在低于普通铁路项目的情况。如果不考虑铁道部对项目变更导致的总体概算上升的补偿，铁路项目的毛利率将与公路项目接近。但是未来铁道部具体的补偿方案在时间以及比例上，目前难以预测，存在一定的不确定性。我们在模型计算中，采用较为保守的方法，未计算此部分可能给公司带来的收益。

而从 BOT 项目来看，由于公司目前承接的 BOT 项目，均采用 BOT+EPC 工程总承包的方式；而据了解，BOT+EPC 方式拿下的订单，其工程施工的项目毛利率较普通的项目施工的毛利率为高。按照我们的估算，保守估计其施工阶段的净利率水平将达到 3% 以上。

根据公司目前已经承接两个 BOT 项目的情况，总投资 69.3 亿元贵都公路 BOT 项目以及重庆涪丰路项目、丰石路项目 BOT 项目，按照施工进度，我们估计，2009-2010 年将分别贡献收入 10 亿元、25 亿元。如按照最保守的 3% 的净利率计算，仅此两个 BOT 项目将在未来两年为公司带来 3000 万、7500 万元的施工业务净利润。贵州、重庆两个项目将对公司今年至明后年的盈利产生重要的贡献。

长期看，公司发展 BOT 模式，对公司业务的毛利率提升有一定的帮助，加之今年国家政策对项目公司自有资本金比例的下调，由之前的出资方和信贷占比 3.5 : 6.5 改为 2.5 : 7.5，对公司的资金链有很大的缓解；此外，由于对目前 BOT 业务的看好，银行也增加了对公司的受信额度以及对项目的资金支持。随着基建投资带来的市场本身对 BOT 项目的需求，我们预计公司未来在 BOT 业务上仍有很大的发展空间及机会。

## 4. 其他业务

除建筑施工业务之外，公司尚有一部分物业租赁业务，2006-2008 年的业务收入分别为 12578 万元、10947 万元以及 9731 万元。据了解，公司的租赁物业主要包括两部分：

一部分为公司在北京东环广场的物业，主要为 2 万平方米左右的甲级写字楼，其收入主要受北京写字楼市场租金价格影响，08 年贡献收入约为 2000 多万元。根据专业房地产咨询公司世邦魏理仕的统计，2009 年上半年，受全球金融危机影响，北京优质写字楼租赁市场表现低靡，市场供应量减少，需求下滑，租金下降。截至到 2009 年 6 月，北京优质写字楼供应面积为 729.3 万平方米，在上半年新增供应减少的同时，市场需求也呈下降趋势，并直接导致写字楼租金走低。到本季度末，北京优质写字楼平均租金报价为每月每平方米 192.5 元，比去年同期下降幅度达 9%。考虑经济完全复苏仍需要时日，我们预计公司 2009、2010 此部分收入很难有很大的改善空间。

另一部分是公司专业设备的租赁业务，作为专业的路桥施工企业，公司在相关的建筑施工设备上积累了较强的优势。但是此部分业务受公司自身对设备的使用以及市场需求的影响，不确定因素较多，收入波动较大。

总体来说，因租赁业务占公司业务收入比重较小，对公司整体业绩影响不大。

## 5. 盈利步入加速增长期，攻守兼备的投资标的

按照公司当前业务发展情况，我们估计公司各业务的收入与毛利率参见表 2。

表 2 路桥建设主营业务收入与毛利率预测表

| 路桥建设主营业务收入与毛利率预测  | 2008    | 2009E   | 2010E    | 2011E    |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|
| 1、工程施工业务收入(百万元)   | 6661.89 | 9162.14 | 14076.92 | 16920.08 |
| 成本(百万元)           | 6113.53 | 8369.17 | 12800.76 | 15386.47 |
| 新接工程订单额(百万元)      | 10378   | 16000   | 15000    | 15000    |
| 增长率               | 56.34%  | 54.17%  | -6.25%   | 0.00%    |
| 其中：铁路工程新接订单额(百万元) | 3155.28 | 6500    | 7000     | 6000     |
| 公路桥梁等新接订单额(百万元)   | 7222.72 | 9500    | 8000     | 9000     |
| BOT 项目工程收入(百万元)   |         | 1000    | 2500     | 3000     |
| 工程施工业务毛利率         | 8.23%   | 8.65%   | 9.07%    | 9.06%    |
| 2、租赁服务业务收入(百万元)   | 97.31   | 97.30   | 100.00   | 96.00    |
| 成本(百万元)           | 75.64   | 75.89   | 77.50    | 74.59    |
| 毛利率               | 22.27%  | 22.00%  | 22.50%   | 22.30%   |
| 主营业务收入(百万元)       | 6759.2  | 9259.44 | 14176.92 | 17016.08 |
| 主营业务成本(百万元)       | 6189.17 | 8445.07 | 12878.26 | 15461.06 |
| 综合毛利率             | 8.43%   | 8.80%   | 9.16%    | 9.14%    |

数据来源：安信证券研究中心

根据我们对公司未来的铁路、公路工程订单的预估以及合同完工百分比法，我们预计公司 09、10 年分别实现营业收入 92.59 亿元和 141.77 亿元。对应的 eps 分别为 0.32 元、0.56 元。公司与行业内从事基建施工为主的中国铁建、中国中铁等类型企业相比，企业规模相对较小，但公司工程订单高涨与高毛利的 BOT+EPC 项目确保了公司未来的成长性，具备较强安全边际。再考虑未来中建建设回归 A 股的预期，我们参考行业平均的估值水平，给予公司明年 25 倍的 PE，首次评级“买入-B”，12 个月目标价 14 元。

## 6. 风险及不确定性提示

天气气候对工程的影响：由于公路、铁路工程成本受工期变动的影响较大，一旦工期发生波动，成本也很出现较大的变动；而公司承接的公路、铁路项目多以地上工程为主，一旦发生暴雨、洪水等自然灾害的时候，工期出现不确定性的因素较大。从公司今年工程进度方面，贵州阴雨前期，对公司贵都公路项目会有一定的影响，但是由于项目是刚刚开工，施工高峰期是在第四季度，所以总体来说对工期影响还是不大。另外，原材料价格波动对公司业绩也有一定影响，虽然公司与业主对原材料价格波动幅度有约定，但原材料价格的大幅波动可能会增加公司的施工成本。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**单位**      **百万元**      **模型更新时间**      **2009-8-7**

| 利润表               | 2007           | 2008           | 2009E           | 2010E           | 2011E           | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>5,086.8</b> | <b>6,762.3</b> | <b>9,259.4</b>  | <b>14,176.9</b> | <b>17,016.1</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 4,609.6        | 6,191.9        | 8,445.1         | 12,878.3        | 15,461.1        | 营业收入增长率        | 20.6%       | 32.9%       | 36.9%        | 53.1%        | 20.0%        |
| 营业税费              | 165.2          | 222.1          | 300.9           | 460.7           | 553.0           | 营业利润增长率        | 3.4%        | 27.6%       | 30.6%        | 74.0%        | 26.2%        |
| 销售费用              | 22.5           | 2.2            | 4.6             | 7.1             | 8.5             | 净利润增长率         | 21.0%       | 13.8%       | 32.6%        | 73.1%        | 26.0%        |
| 管理费用              | 181.7          | 151.9          | 305.6           | 482.0           | 561.5           | EBITDA 增长率     | 1.0%        | 26.6%       | 21.2%        | 49.9%        | 18.2%        |
| 财务费用              | 33.0           | 57.1           | 50.6            | 68.4            | 78.1            | EBIT 增长率       | 4.4%        | 39.0%       | 17.4%        | 64.9%        | 23.8%        |
| 资产减值损失            | 18.7           | 15.8           | -5.9            | 0.8             | -0.2            | NOPLAT 增长率     | 14.4%       | 26.0%       | 12.9%        | 64.3%        | 23.7%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -               | -               | -               | 投资资本增长率        | 74.6%       | 28.3%       | 69.2%        | 34.4%        | 6.9%         |
| 投资和汇兑收益           | 41.9           | 4.0            | 5.0             | 5.0             | 5.0             | 净资产增长率         | 19.3%       | 5.1%        | 5.2%         | 8.6%         | 10.0%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>98.1</b>    | <b>125.2</b>   | <b>163.6</b>    | <b>284.6</b>    | <b>359.1</b>    | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 1.4            | 2.1            | 2.0             | 2.0             | 2.0             | 毛利率            | 9.4%        | 8.4%        | 8.8%         | 9.2%         | 9.1%         |
| <b>利润总额</b>       | <b>99.6</b>    | <b>127.3</b>   | <b>165.6</b>    | <b>286.6</b>    | <b>361.1</b>    | 营业利润率          | 1.9%        | 1.9%        | 1.8%         | 2.0%         | 2.1%         |
| 减: 所得税            | 11.1           | 31.3           | 33.1            | 57.3            | 72.2            | 净利率            | 1.7%        | 1.5%        | 1.4%         | 1.6%         | 1.7%         |
| <b>净利润</b>        | <b>86.9</b>    | <b>98.9</b>    | <b>131.1</b>    | <b>227.0</b>    | <b>286.0</b>    | EBITDA/营业收入    | 3.8%        | 3.6%        | 3.2%         | 3.1%         | 3.1%         |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | EBIT/营业收入      | 2.6%        | 2.7%        | 2.3%         | 2.5%         | 2.6%         |
| 货币资金              | 1,088.4        | 1,438.7        | 1,515.0         | 1,634.2         | 1,861.3         | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -               | -               | -               | 固定资产周转天数       | 18          | 17          | 21           | 17           | 16           |
| 应收帐款              | 796.4          | 1,679.6        | 2,410.0         | 3,301.5         | 3,962.6         | 流动营业资本周转天数     | -1          | 3           | 11           | 26           | 34           |
| 应收票据              | 0.7            | 4.0            | 6.3             | 9.7             | 11.7            | 流动资产周转天数       | 283         | 262         | 265          | 235          | 251          |
| 预付帐款              | 519.9          | 572.4          | 825.8           | 1,212.1         | 1,675.9         | 应收帐款周转天数       | 39          | 47          | 59           | 57           | 63           |
| 存货                | 1,545.4        | 2,189.6        | 3,007.8         | 4,586.8         | 5,506.7         | 存货周转天数         | 124         | 99          | 101          | 96           | 107          |
| 其他流动资产            | 24.0           | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 总资产周转天数        | 377         | 351         | 348          | 294          | 301          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -               | -               | -               | 投资资本周转天数       | 66          | 72          | 79           | 76           | 76           |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 763.8          | 646.4          | 604.8           | 604.8           | 604.8           | ROE            | 4.6%        | 4.7%        | 6.2%         | 9.9%         | 11.3%        |
| 投资性房地产            | 342.2          | 330.9          | 320.0           | 320.0           | 320.0           | ROA            | 1.7%        | 1.2%        | 1.3%         | 1.7%         | 1.9%         |
| 固定资产              | 202.7          | 447.7          | 611.6           | 764.2           | 717.8           | ROIC           | 17.9%       | 12.9%       | 11.4%        | 11.1%        | 10.2%        |
| 在建工程              | -              | -              | -               | -               | -               | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 1.7            | 485.7          | 686.7           | 640.9           | 598.2           | 销售费用率          | 0.4%        | 0.0%        | 0.1%         | 0.1%         | 0.1%         |
| 其他非流动资产           | 69.6           | 47.0           | 47.5            | 47.5            | 47.5            | 管理费用率          | 3.6%        | 2.2%        | 3.3%         | 3.4%         | 3.3%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>5,354.8</b> | <b>7,841.9</b> | <b>10,035.6</b> | <b>13,121.6</b> | <b>15,306.5</b> | 财务费用率          | 0.6%        | 0.8%        | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         |
| 短期债务              | 460.0          | 432.0          | 500.0           | 605.8           | 511.3           | 三费/营业收入        | 4.7%        | 3.1%        | 3.9%         | 3.9%         | 3.8%         |
| 应付帐款              | 1,283.2        | 2,438.5        | 3,470.6         | 5,116.0         | 6,142.1         | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 41.3           | 79.6           | 138.8           | 211.7           | 254.2           | 资产负债率          | 63.9%       | 74.1%       | 78.7%        | 82.3%        | 83.3%        |
| 其他流动负债            | 1,331.1        | 2,003.5        | 2,936.6         | 3,645.5         | 4,496.3         | 负债权益比          | 176.7%      | 285.5%      | 368.9%       | 464.6%       | 498.9%       |
| 长期借款              | 260.0          | 723.6          | 923.6           | 1,223.6         | 1,323.6         | 流动比率           | 1.26        | 1.16        | 1.11         | 1.12         | 1.14         |
| 其他非流动负债           | 0.2            | 0.3            | 0.3             | 0.3             | 0.3             | 速动比率           | 0.77        | 0.73        | 0.68         | 0.64         | 0.66         |
| <b>负债总额</b>       | <b>3,419.4</b> | <b>5,807.9</b> | <b>7,895.4</b>  | <b>10,797.6</b> | <b>12,750.7</b> | 利息保障倍数         | 3.97        | 3.19        | 4.23         | 5.16         | 5.60         |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>291.7</b>   | <b>289.2</b>   | <b>290.6</b>    | <b>292.8</b>    | <b>295.7</b>    | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 408.1          | 408.1          | 408.1           | 408.1           | 408.1           | DPS(元)         | 0.03        | -           | 0.06         | 0.11         | 0.14         |
| 留存收益              | 1,235.6        | 1,336.6        | 1,441.5         | 1,623.1         | 1,851.9         | 分红比率           | 14.1%       | 0.0%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>1,935.4</b> | <b>2,034.0</b> | <b>2,140.2</b>  | <b>2,324.1</b>  | <b>2,555.7</b>  | 股息收益率          | 0.3%        | 0.0%        | 0.6%         | 1.1%         | 1.4%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 88.5           | 96.0           | 131.1           | 227.0           | 286.0           | EPS(元)         | 0.21        | 0.24        | 0.32         | 0.56         | 0.70         |
| 加: 折旧和摊销          | 86.8           | 97.5           | 83.0            | 92.4            | 89.4            | BVPS(元)        | 4.74        | 4.98        | 5.24         | 5.69         | 6.26         |
| 资产减值准备            | 18.7           | 15.8           | -5.9            | 0.8             | -0.2            | PE(X)          | 46.6        | 41.0        | 30.9         | 17.8         | 14.2         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -               | -               | -               | PB(X)          | 2.1         | 2.0         | 1.9          | 1.7          | 1.6          |
| 财务费用              | 29.5           | 33.9           | 56.8            | 50.6            | 68.4            | P/FCF          | 138.0       | 13.1        | -6.2         | -17.5        | 74.6         |
| 投资收益              | -41.9          | -4.0           | -5.0            | -5.0            | -5.0            | P/S            | 0.8         | 0.6         | 0.4          | 0.3          | 0.2          |
| 少数股东损益            | 1.6            | -2.8           | 1.3             | 2.3             | 2.9             | EV/EBITDA      | 18.5        | 15.6        | 16.0         | 12.3         | 10.4         |
| 营运资金的变动           | -93.9          | 245.0          | 244.8           | -383.8          | -99.2           | CAGR(%)        | 37.3%       | 44.4%       | 36.6%        |              |              |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>115.1</b>   | <b>507.4</b>   | <b>499.9</b>    | <b>2.1</b>      | <b>352.0</b>    | PEG            | 1.2         | 0.9         | 0.8          | -0.2         | -0.1         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-141.0</b>  | <b>-613.5</b>  | <b>-395.6</b>   | <b>-195.0</b>   | <b>5.0</b>      | ROIC/WACC      | 2.2         | 1.6         | 1.4          | 1.3          | 1.2          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>248.5</b>   | <b>456.4</b>   | <b>191.2</b>    | <b>312.0</b>    | <b>-129.8</b>   | REP            | 1.4         | 1.6         | 1.3          | 1.2          | 1.2          |

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、责任的和法律依据或者凭证，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

|               |                          |               |                        |
|---------------|--------------------------|---------------|------------------------|
| <b>朱贤</b>     | <b>上海联系人</b>             | <b>凌洁</b>     | <b>上海联系人</b>           |
| 021-67865293  | zhuxian@essence.com.cn   | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn |
| <b>梁涛</b>     | <b>上海联系人</b>             | <b>李国瑞</b>    | <b>上海联系人</b>           |
| 021-68766067  | liangtao@essences.com.cn | 021-68763872  | ligr@essence.com.cn    |
| <b>张勤</b>     | <b>上海联系人</b>             | <b>南方</b>     | <b>上海联系人</b>           |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn  | 021-68765206  | nanfang@essence.com.cn |
| <b>周蓉</b>     | <b>北京联系人</b>             | <b>李昕</b>     | <b>北京联系人</b>           |
| 010-66581676  | zhourong@essence.com.cn  | 010-66581689  | lixin@essence.com.cn   |
| <b>马正南</b>    | <b>北京联系人</b>             | <b>潘琳</b>     | <b>深圳联系人</b>           |
| 010-66581668  | mazn@essence.com.cn      | 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn  |
| <b>王远洋</b>    | <b>深圳联系人</b>             | <b>张茜萍</b>    | <b>深圳联系人</b>           |
| 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn   | 0755-82558089 | zhangqp@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