

建筑工程行业研究小组
联系人: 王小勇
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2009年8月21日

金螳螂(002081.SZ)/18.45元

业绩增长可持续, 幕墙业务值得期待

工业·建筑工程

目标估值: 26.1元

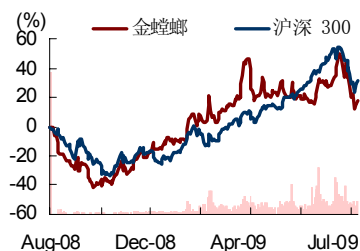
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	21150
已上市流通股(万股)	6188
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	63.2%
主要股东	苏州金螳螂企业
主要股东持股比例	41.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	15	24
相对表现	5	-19	-1



相关报告

- 1、《金螳螂(002081)——业绩增长的双轮驱动: 内部挖潜, 外部拓展》2009/04/22
- 2、《金螳螂(002081)08年年报点评——稳健经营, 持续打造建装行业旗舰品牌》2009/03/06
- 3、《建筑工程行业2009年投资策略系列报告(之一)——己丑, 土生金, 利动土, 宜建筑》2009/02/0

我国建筑装饰行业发展前景广阔, 公司连续6年稳居行业第一, 立足中高端市场大型项目, 充分享受发展机遇。公司业务新的增长点来自铁路等交通枢纽站场的大规模建设、新能源光伏幕墙的发展等, 维持公司“审慎推荐-A”投资评级, 6个月目标价26.1元, 对应09年EPS、30倍PE。

- 立足中高端市场大型项目, 公司连续6年稳居行业第一, 充分享受行业发展机遇。公司立足中高端市场, 通过设计带动施工的模式, 在获取订单上能力比同类企业更胜一筹。截止7月底在手订单达到35亿元, 其中设计订单达到2元, 这将为公司带来30亿元左右的后续储备订单。
- 铁路等交通枢纽站场的大规模建设, 为公司11年及以后发展提供了新的业绩增长点。“十一五”期间, 铁路系统将投资1500亿元新建或改建548座客站, 其装修市场份额将达到700亿元以上。2009年公司进入铁道部铁路客站装饰装修工程施工企业名录中的一类企业, 并排名第一, 预计11年该项业务对公司的业绩贡献开始体现。
- 新能源光伏幕墙将极大受益于新能源政策的出台。公司位于苏州吴中区的幕墙加工中心于2009年4月交付使用, 其满负荷运作产能可达到200万平方米/年, 满负荷生产产能达到15个亿左右产能。预计09年将达到6个亿的订单。随着3万亿新能源投资的落实, 公司将成为第一批受益的企业。
- 提高管理效率, 三项费用率显著下降。公司通过“捆绑经营”、“标杆管理”、“50/80”等方式, 有效地提升了公司的管理效率。09年三项费用率为6.6%, 比08年同期下降了0.2个百分点, 其中2季度单三项费用率下降了1.3个百分点, 其中管理费用率显著下降, 环比下降了0.3个百分点。
- 预估公司09-11年净利润分别为1.84亿元、2.26亿元、3.07亿元, 同比增长33%、23%、36%; 基本每股收益分别为0.87元、1.07元、1.45元。
- 维持公司“审慎推荐-A”的投资评级。6个月目标价26.1元, 对应公司09年EPS、30倍PE。公司中标大的铁路客站合同以及新能源政策的出台是公司股价再上台阶的两大催化剂。

财务数据与估值

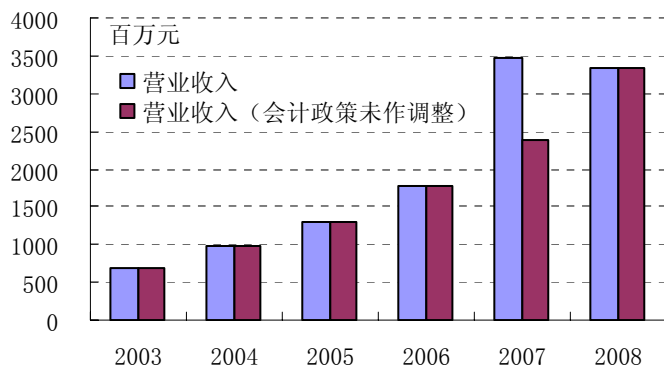
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3463	3338	3663	4068	5234
同比增长	95%	-4%	10%	11%	29%
营业利润(百万元)	140	186	250	307	421
同比增长	31%	33%	34%	23%	37%
净利润(百万元)	90	138	184	226	307
同比增长	35%	53%	33%	23%	36%
每股收益(元)	0.96	0.98	0.87	1.07	1.45
PE	21.9	21.5	24.3	19.8	14.5
PB	3.4	4.3	5.3	4.4	3.6

资料来源: 招商证券

1、稳健增长的建筑装饰龙头

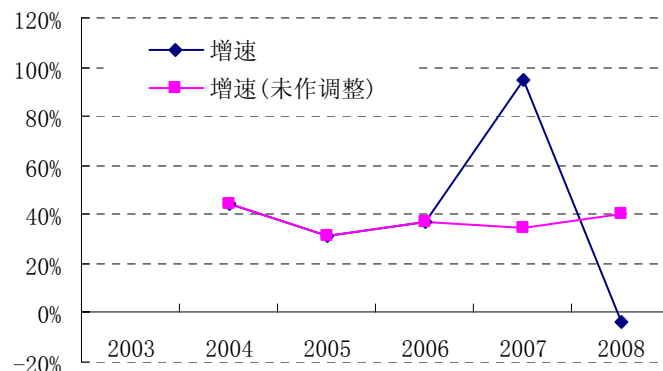
2008 年公司营业收入达到 33.38 亿元，由于会计政策的调整，同比增长为-4%；扣除会计政策调整因素的影响，估计 08 年业务增长在 40% 左右，连续 5 年平均增长率达到 37% 以上。

图 1：金螳螂历年营业收入



资料来源：招商证券研发中心整理

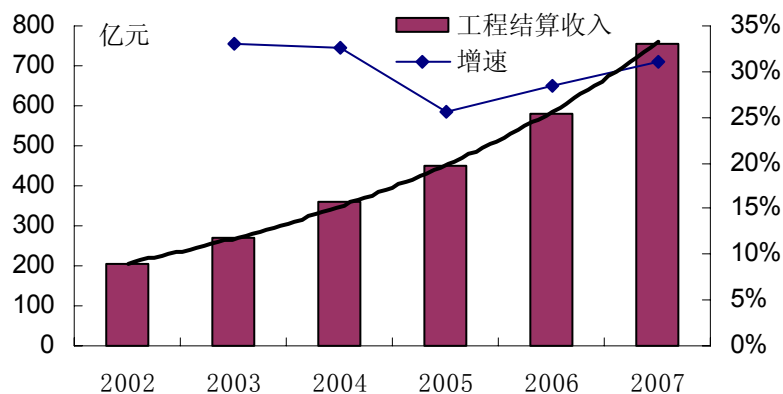
图 2：金螳螂历年营业收入增速



资料来源：招商证券研发中心整理

根据中国建筑装饰协会每年的建筑装饰企业评比统计，百强企业的年度工程结算收入营业总额连年高速增长，2002 年度总计为 203 亿元人民币，2003 年度总计为 270 亿元人民币，2004 年度为 358 亿元人民币，2005 年度达 450 亿元人民币，2006 年度达 578 亿元人民币，2007 年度达 757 亿元人民币，复合增长率达 30%，大大高于行业整体增长幅度（建筑装饰协会预计行业整体复合增长率 20% 左右）。

图 3：建筑装饰行业百强企业工程结算总收入



资料来源：招商证券研发中心整理

公司连续 6 年稳居我国建筑装饰行业排名第一，年平均增长率远高于百强企业整体平均增长率。同样，较高的增速同样确保了公司在行业内的领军地位。

表 1：2002-2007 年我国建筑装饰行业百强排名前十，金螳螂稳居第一

	2007	2006	2005	2004	2003	2002
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	1	1	1	1	1	1
浙江亚厦装饰股份有限公司	2	2	3	3	2	2
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	3	3	4	4	-	-
中国建筑装饰工程工程有限公司	4	4	2	2	5	4
深圳市洪涛装饰股份有限公司	5	5	11	5	9	6
深圳广田集团有限公司	6	8	10	14	6	5
深圳市科源建设集团有限公司	7	7	6	11	7	7
深圳长城家俱装饰工程有限公司	8	11	7	7	14	28
北京港源建筑装饰工程有限公司	9	9	9	10	15	21
深圳市美术装饰工程有限公司	10	10	8	9	57	-

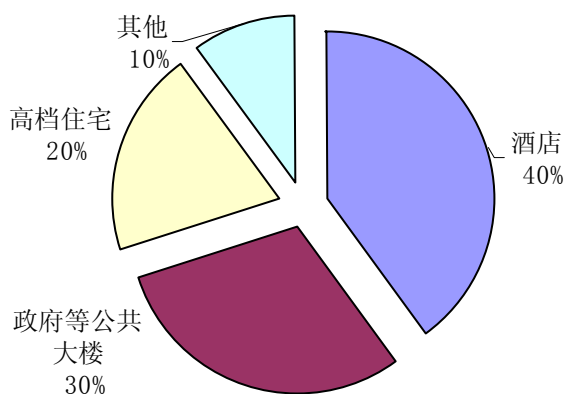
资料来源：招商证券研发中心整理

依托中高端市场，保证公司经营可持续性发展。

从整体行业来看，由于行业进入门槛比较低，不管有无资质都可以进入这个市场，导致行业竞争非常激烈。截止 2007 年，全国共有装饰装修企业约 17 万家，其中有一二三级资质的企业全国有 45000 家，而一级企业共有 1100 家左右。拥有一级企业前 5 名的省市为：北京 129 家、广东 94 家、江苏 92 家、福建 75 家、上海 63 家。

然而，高级酒店装修、高档住宅精装修以及政府大楼等公共建筑精装修所主导的中高端市场，对企业的资质、以往业绩等都有较高的要求，从而限制了一般的中小企业进入，该领域目前由排名前 10 的行业占据。

公司主要定位于中高端市场。目前高级酒店装修业务占比保持稳定，达到 40% 左右；政府等公共大楼装修业务占比由 08 年的 35% 下降至 30% 左右，高档住宅精装修业务由 08 年的 15% 提升到 20% 左右，其他占 10% 左右。

图 4：09年公司装修业务结构细分


资料来源：招商证券研发中心整理

在中高端市场，公司面临的主要竞争对手是深圳的公司如深长城家具装修总公司、深总装等，而从排名前 10 的公司来看，深圳公司达 6 名之多。这些公司尽管规模小，质量可靠，在中高端领域具有较强的竞争力。

公司坚持“不转包、不挂靠”的原则，以“捆绑经营”、“标杆管理”、“50/80”等经营方式，参与了众多国家级重点工程、国际知名酒店管理公司、知名企业等中高端项目，提高了公司业务、设计、施工人员技术水平，在继续扩充市场份额及规模的同时，提高了公司知名度，保持公司在行业内龙头地位。

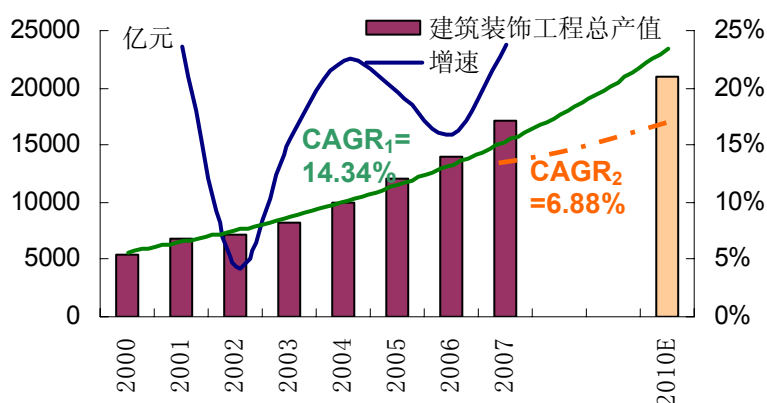
2、市场空间巨大，订单充足

(1) 市场空间巨大

2007 年建筑装饰行业的发展大背景极为强势，行业产值增加速度较快，增长率为 22% 左右。2007 年，我国建筑装饰业总产值首次突破 1.5 万亿元。

伴随中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展，建筑装饰行业愈加显示出了其巨大的发展潜力，市场增长空间以平均每年 14.34% 左右的速度递增，预计 2010 年我国建筑装饰行业总产值将达到 2.1 万亿左右。

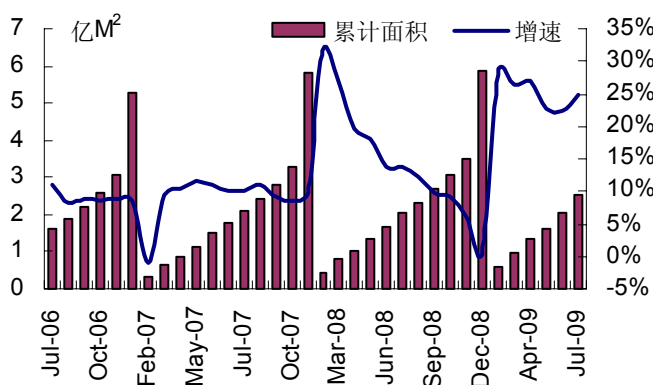
图 5：我国建筑装饰业产值增长迅猛



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心整理

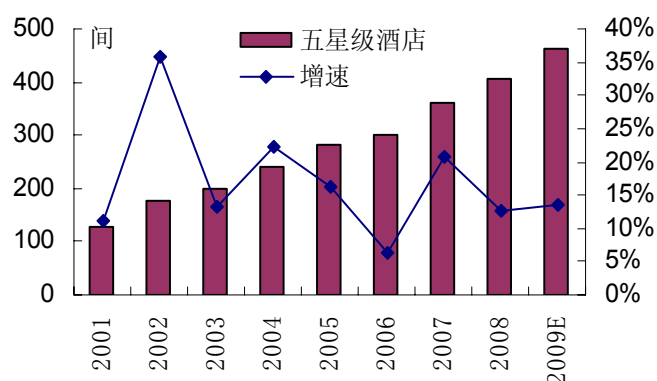
我们认为，09 年国内经济情况复苏，由此带动房地产业、酒店业经营改善，由此而带来的装修需求将重新释放。

图 6：房地产竣工面积



资料来源：招商证券研发中心整理

图 7：全国五星级酒店数量



资料来源：招商证券研发中心整理

另外，随着 4 万亿投资计划的提出，我国公路车站、航空机场、铁路枢纽车站等交通枢纽站场等公共建筑所带来的建筑装修市场是非常巨大的。

表 2：公用建筑装修标准

公用建筑类别	装修费用标准
酒店类	相当于土建费用的 2~3 倍左右
车站类	相当于土建费用的 1 倍左右
机场航站楼	相当于土建费用的 1 倍左右
体育场馆类	相当于土建费用的 30% 左右

资料来源：招商证券研发中心整理

以铁路枢纽为例，按照该规划，“十一五”期间，铁路系统将投资 1500 亿元新建或改建 548 座客站，并在全国建成六大枢纽性的客运中心和十大区域性客运中心。根据上表估算，仅铁路枢纽车站的装修市场份额将达到 700 亿元以上。

表 3：拟建或改扩建铁路枢纽车站（单位：亿元）

站名	投资额	站台数	建设状态
6 大路网性客运中心			
北京南站	63		已完成
新广州站	130	15	预计 2009 年底建成
新武汉站	140	11	预计 2010 年底建成
上海虹桥高铁站	49	16	预计 2010 年底建成
西安火车北站	40	18	预计 2010 年底建成
新成都站	40	14	预计 2010 年底建成
10 个区域性客运中心			
哈尔滨哈西客运站	74	18	预计 2012 年建成
郑州东站	40	16	待建
济南西客站	15	8	预计 2010 年底建成
南京南站	40	15	预计 2011 年底建成
南昌			
福州火车站改扩建	10	7	预计 2011 年 6 月建成
昆明新火车站	-	30	规划中
南宁东站	60		规划中
兰州			
乌鲁木齐			
其他地区性客运站			
新长沙站	28	13	预计 2009 年底完成
深圳龙华新站	43	11	预计 2011 年 6 月建成
新石家庄站	-	13	预计 2012 年 6 月建成
杭州东站扩建工程	19	15	待建
广深港客运专线福田站	70		在建
暨福田综合交通枢纽			
常州新火车站	24		在建，预计 2010 年 7 月建成
无锡火车站北广场	90		
综合交通枢纽			
苏州火车站改造	23	7	在建，预计 2010 年 4 月建成
银川火车站改造	24	10	在建，预计 2009 年完成主体
绵阳铁路新客站	12	5	在建
合计	1034		

资料来源：招商证券研发中心整理

根据铁道部 2009 年 6 月 2 日作出的《关于公布首批铁路客站装修装饰幕墙工程施工企业名录的通知》（鉴客站[2009]166 号），公司已经进入了铁道部的第一批名录一类企业。

【附录】

按照铁路客站所在地以及铁路客站建设项目有关要求，把铁路客站装修装饰工程施工企业名录按三类划分：**一类企业是具有承担所有铁路客站建设项目的装修装饰工程施工资格的企业（14家）**；二类企业是具有承担地市级及其以下（重要城市除外）铁路客站建设项目的装修装饰工程施工资格的企业（30家）；三类企业是具有承担高速铁路、客运专线、城际铁路以外的地市级（不含）以下铁路客站建设项目的装修装饰工程施工资格的企业（16家）。铁路客站幕墙工程施工企业名录不分类别，具有承担所有铁路客站建设项目的幕墙工程施工资格的企业（36家）。

表 4：铁道部规定承担铁路客站装修施工一类企业名录

序号	企业名称	百强排名
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	1
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	2
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	3
4	中国建筑装饰工程有限公司	4
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	5
6	中铁建工集团北京装饰工程有限公司	-
7	中铁建设集团公司	-
8	华鼎建筑装饰工程有限公司	79
9	深圳海外装饰工程有限公司	-
10	深圳市南利装饰工程有限公司	13
11	上海建工集团装饰工程有限公司	-
12	浙江省建工集团有限责任公司	-
13	湖南建工集团装饰工程有限公司	-
14	浙江省一建建设集团有限公司	23

资料来源：招商证券研发中心整理

当然，由于大部分铁路枢纽站场建设大部分才进入建设阶段，预计装修要到明年才能做，业绩体现估计在 11 年，这同样保证了公司 11 年后发展的可持续性。

（2）订单充足，保障公司可持续增长

以设计赢得客户，进而带来施工业务。公司 70% 以上的设计订单都是客户主动上门，而设计订单中 70% 左右又能为公司带来施工订单。实际上，公司内部主要以设计订单作为判断未来发展的先行指标。设计订单到 6 月底超过 2 个亿，超过 08 年全年水平，预计带来 30 个亿的施工合同；设计成本占合同成本的 3% 左右；在 09 下半年至 10 年体现出来，这是储备订单；

公司目前具备做大单的能力，09 年最大的合同金额在 1 个亿以上。公司承接业务的门槛为 500 万元（金融危机时有所改变，市区及本省可以考虑 500 万以下），09 年平均合同金额 1700 万（08 年为 1500 万）；

公司订单充足。截止 7 月底在手订单达到 35 亿，有效地保证了公司营业收入保持稳定发展。

而实际上，由于目前资源有限，公司为了将最大的发挥有限的施工能力（目前仅有 200 名左右的项目经理），通过严格的合同审查及业主资质审查，选择优质合同。一般来说，至少有三分之一的合同要主动放弃。

3、幕墙业务，有望受益 3 万亿新能源政策，成为公司新的业绩增长点

金螳螂幕墙公司具有施工一级、设计甲级资质，可提供建筑户外装修服务，包括各种形式的玻璃幕墙、金属及石材幕墙、高性能铝合金门窗、采光天棚等设计及工程业务。

位于苏州吴中区的幕墙加工中心于 2009 年 4 月交付使用，其满负荷运作产能可达到 200 万平方米/年，是目前华东地区最大的幕墙加工中心。幕墙公司满负荷生产能达到 15 个亿左右产能。预计 09 年将达到 6 个亿的订单。

近期，公司又取得了钢结构资质（是幕墙公司一个必要的资质），使得公司幕墙产能的大规模释放成为现实。随着国家光伏产业政策的出台，预计公司能在该产业上分得一杯羹。

从技术上讲，太阳能光伏幕墙是指将太阳能转换模板密封在双层钢化玻璃中，安全地实现将太阳能转换为电能的一种新型生态建材。而公司的幕墙基本已经达到技术标准，正在和著名的太阳能公司进行合作。

我们认为，由于目前国内还未大规模实现建筑节能，因此光伏幕墙的空间无限。而目前的主要问题是订单的问题。

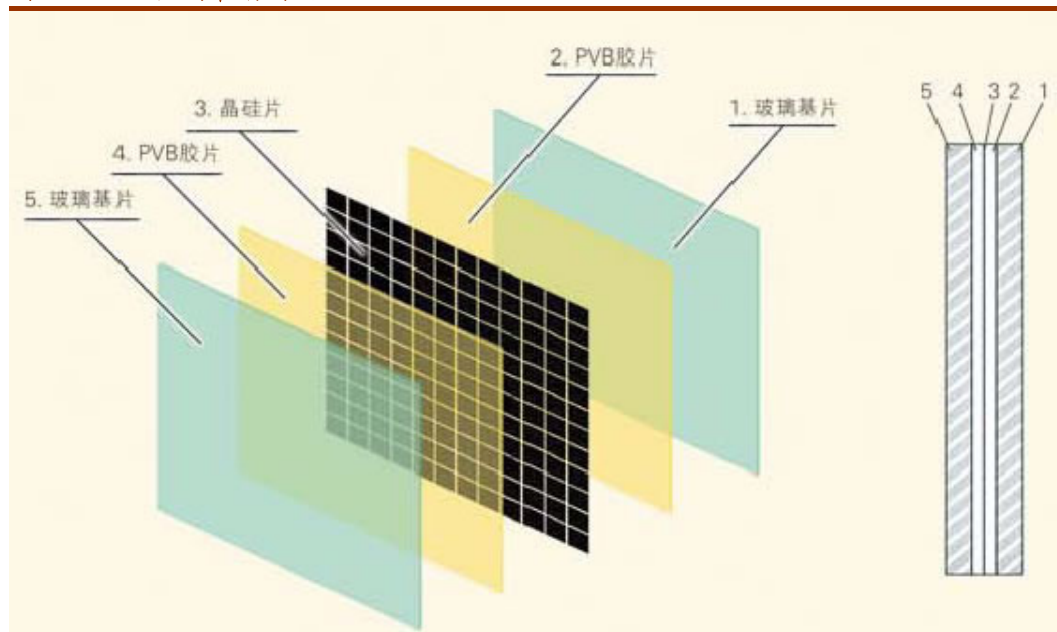
如果年内新能源政策出来，公司将是第一批受益的。

初步预计光伏幕墙业务的毛利率将达到 20% 左右。

【附录 1】

太阳能光伏幕墙是将太阳能电池与各类普通建筑玻璃结合制成可以发电的建筑材料，产品包括各种晶体硅与非晶硅太阳能光伏夹层玻璃、晶体硅与非晶硅太阳能光伏中空玻璃等，不仅具有发电功能，还具有独特的美学效果，同时不影响作为建筑材料的各项功能。节能环保的太阳能建设代表了建筑科技的发展方向，它集发电、隔音、隔热、安全、装饰于一体。

图 8：光伏玻璃幕墙构造



资料来源：中国幕墙网，招商证券研发中心整理

根据公司的预测，光伏幕墙的成本在 2300 元左右（传统幕墙 1500 元左右，而光伏幕墙的主要核心薄膜成本是 800 元/平方米），通过光伏幕墙发，预计 5、6 年左右收回成本。

【附录 2】

国家能源局新能源处处长梁志鹏 5 月 12 日在北京举办的第四届再生能源金融论坛上透露，新能源振兴规划即将出台。随着新能源振兴规划的即将出台及相关发展目标的调整，预计到 2020 年，中国在新能源领域的总投资将超过 3 万亿元。

太阳能光伏产业目标面临大调整。根据 2007 年国家公布的《可再生能源中长期发展规划》，到 2020 年，装机容量将达到 180 万千瓦。但国家发改委能源研究所副所长李俊峰表示，这个数据届时将突破 1000 万千瓦。

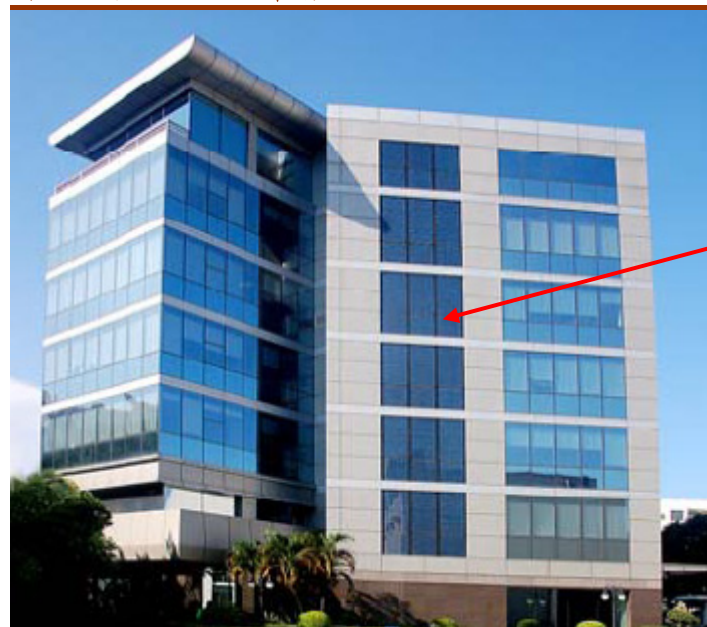
【案例 1】南玻大厦光伏幕墙

南玻大厦光伏幕墙建造于南玻大厦南偏西 45 度立面，北纬 22 度东经 114 度，建筑标高 26.6 米，幕墙总面积 59m²，2007 年 8 月投入运行。

本光伏幕墙工程是在原有铝板幕墙的基础上改造而成的。

光伏幕墙系统包含两个子系统，总容量为 6015Wp（峰瓦），并网光伏系统容量为 5095Wp，独立光伏系统容量为 920Wp。本工程采用的组件为双面玻璃光伏组件，厚度为 6+2+6mm。最大组件的长×宽尺寸为 2460 X 1160mm，面积 2.85 平方米，功率 280Wp。

图 9：南玻大厦光伏幕墙



光伏幕墙

资料来源：中国幕墙网，招商证券研发中心整理

4、盈利预测

(1) 中期业绩回顾

2009 年上半年度，公司保持了稳定增长，实现营业收入 16.76 亿元，比上年同期增加 8.06%；实现营业利润 9264.46 万元，比上年同期增长 21.20%；实现归属母公司的净利润 6657.95 万元，比上年同期增长 21.74%；实现每股收益 0.31 元。

公司在营业收入小幅增长的情况下，依靠 50/80 等一系列内部管理措施，内部挖潜，获得了业绩的稳步增长。2 季度三项费用率下降了 1.3 个百分点，其中管理费用率显著下降，环比下降了 0.3 个百分点。

表 5：09 年中期业绩回顾

(百万元)	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	同比	环比
营业收入	1945	1519	1551	1786	1677	8%	-6%
营业毛利	205	237	237	291	263	11%	-10%
营业费用	38	46	51	52	54	6%	4%
管理费用	43	40	56	53	58	4%	10%
财务费用	-0.3	-4.5	-0.3	-1.8	-1.4	386%	-25%
投资收益	0	0	0	0	0.4	-	-90%
营业利润	48	92	76	110	93	21%	-16%
所得税	14	39	20	32	25	25%	-22%
归属母公司净利润	32	58	55	84	67	22%	-20%
EPS (元)	0.34	0.62	0.39	0.59	0.31		

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表 6：各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	同比	环比
营业收入	755	796	815	972	837	840	5%	0%
营业毛利	119	118	128	163	133	131	11%	-2%
营业费用	30	21	25	27	31	23	12%	-25%
管理费用	30	26	25	28	30	28	9%	-7%
财务费用	-0.2	-0.1	0.2	-2.0	-0.4	-0.9	1050%	109%
投资收益	0	0	0	0	0	0	-	-
营业利润	37	39	46	63	47	46	18%	-1%
归属母公司净利润	28	27	41	42	34	33	21%	-4%
EPS (元)	0.13	0.13	0.20	0.20	0.16	0.15	21%	-4%
主要比率								
毛利率	15.8%	14.8%	15.8%	16.8%	15.8%	15.5%	0.7%	-0.3%
营业费用率	4.0%	2.6%	3.0%	2.8%	3.7%	2.8%	0.2%	-0.9%
管理费用率	4.0%	3.2%	3.1%	2.9%	3.6%	3.3%	0.1%	-0.3%
营业利润率	5.0%	4.9%	5.7%	6.5%	5.6%	5.5%	0.6%	-0.1%
有效税率	1.3%	1.2%	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	0.2%	0.0%
净利率	3.7%	3.5%	5.3%	4.7%	4.1%	4.0%	0.6%	-0.1%
YoY								
收入	-47%	56%	14%	21%	11%	5%		
归属母公司净利润	68%	72%	53%	36%	23%	21%		

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

(2) 盈利预测

受益于业务开展顺利、成本费用得到有效控制，公司公告预计 2009 年 1 至 9 月份归属母公司所有者的净利润同比增长 0-30%。

预估公司 09-11 年营业收入分别为 36.63 亿元、40.68 亿元、52.34 亿元，同比增长 9.7%、11.1%、28.7%。

表 7：公司分项业务预测

收入（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
装饰	1676	3288	3157	3473	3855	4973
设计	79	158	144	151	174	217
家具	19	17	36	37	37	41
其他	0	0	1	1	2	2
合计	1774	3462	3338	3663	4068	5234
收入（YOY）						
装饰	37.8%	96.1%	-4.0%	10.0%	11.0%	29.0%
设计	41.5%	99.2%	-8.9%	5.0%	15.0%	25.0%
家具	-8.1%	-10.6%	114.9%	5.0%	0.0%	10.0%
其他	0.0%	0.0%	-	50.0%	50.0%	50.0%
合计	37.3%	95.1%	-3.6%	9.7%	11.1%	28.7%
毛利（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
装饰	291	410	495	559	640	845
设计	25	26	27	28	33	42
家具	6	6	8	8	9	11
其他	0	0	0	0	0	0
合计	322	442	529	595	682	898
毛利（YOY）						
装饰	40.2%	41.0%	20.8%	13.0%	14.4%	32.1%
设计	-3.7%	5.4%	1.2%	5.2%	17.5%	26.3%
家具	18.8%	-14.7%	36.6%	7.0%	7.0%	24.3%
其他				-119%	200%	80.0%
合计	34.9%	37.1%	19.7%	12.6%	14.5%	31.7%
毛利率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
装饰	17.3%	12.5%	15.7%	16.1%	16.6%	17.0%
设计	31.6%	16.7%	18.6%	18.6%	19.0%	19.2%
家具	34.8%	33.2%	21.1%	21.5%	23.0%	26.0%
其他	0.0%	0.0%	-39.1%	5.0%	10.0%	12.0%
综合毛利率	18.2%	12.8%	15.9%	16.3%	16.8%	17.2%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

预估公司 09-11 年净利润分别为 1.84 亿元、2.26 亿元、3.07 亿元，同比增长 33%、23%、36%；基本每股收益分别为 0.87 元、1.07 元、1.45 元。

表 8: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3463	3338	3663	4068	5234
营业成本	3021	2809	3066	3385	4334
营业税金及附加	110	105	117	130	167
营业费用	84	103	117	126	157
管理费用	83	108	114	122	157
财务费用	(5)	(2)	(1)	(2)	(2)
资产减值损失	29	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	140	186	250	307	421
营业外收入	8	12	15	20	25
营业外支出	0	3	5	8	12
利润总额	148	195	260	319	434
所得税	53	51	68	84	114
净利润	95	144	191	235	320
少数股东损益	4	6	7	9	12
归属于母公司净利润	90	138	184	226	307
EPS (元)	0.96	0.98	0.87	1.07	1.45

资料来源: 招商证券研发中心

图 10: 金螳螂历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 11: 金螳螂历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《金螳螂（002081）—业绩增长的双轮驱动：内部挖潜，外部拓展》2009/04/22
- 2、《金螳螂（002081）08 年年报点评—稳健经营，持续打造建装行业旗舰品牌》2009/03/06
- 3、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告（之一）—己丑，土生金，利动土，宜建筑》2009/02/04

我们提出，公司将在 09 年加大承接铁路枢纽车站装修市场拓展力度，从而保证其业绩增长的确定性。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1457	1652	1845	2096	2658
现金	375	331	418	511	619
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	22	43	48	53	68
应收款项	991	1199	1304	1449	1864
其它应收款	29	37	40	45	58
存货	18	24	20	22	28
其他	21	18	15	17	22
非流动资产	178	323	388	442	490
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	82	115	295	354	406
无形资产	57	55	49	45	40
其他	34	148	39	39	39
资产总计	1635	1975	2233	2538	3148
流动负债	1035	1247	1359	1486	1852
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	660	881	963	1063	1361
预收账款	191	177	193	213	273
其他	184	189	203	210	218
长期负债	2	4	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	4	5	5	5
负债合计	1037	1252	1364	1491	1857
股本	94	141	212	212	212
资本公积金	267	221	150	150	150
留存收益	218	337	475	645	875
少数股东权益	19	24	32	41	54
母公司所有者权益	579	699	837	1006	1237
负债及权益合计	1635	1975	2233	2538	3148

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	58	110	232	248	282
净利润			184	226	307
折旧摊销			31	45	51
财务费用			(1)	(2)	(2)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			117	(33)	(93)
其它			(98)	12	19
投资活动现金流	(58)	(133)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(44)	(21)	(45)	(55)	(75)
借款变动			0	0	0
普通股增加			71	0	0
资本公积增加			(71)	0	0
股利分配			(46)	(56)	(77)
其他			1	2	2
现金净增加额	(44)	(44)	87	93	107

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3463	3338	3663	4068	5234
营业成本	3021	2809	3066	3385	4334
营业税金及附加	110	105	117	130	167
营业费用	84	103	117	126	157
管理费用	83	108	114	122	157
财务费用	(5)	(2)	(1)	(2)	(2)
资产减值损失	29	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	140	186	250	307	421
营业外收入	8	12	15	20	25
营业外支出	0	3	5	8	12
利润总额	148	195	260	319	434
所得税	53	51	68	84	114
净利润	95	144	191	235	320
少数股东损益	4	6	7	9	12
母公司所有者净利润	90	138	184	226	307
EPS (元)	0.96	0.98	0.87	1.07	1.45

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	95%	-4%	10%	11%	29%
营业利润	31%	33%	34%	23%	37%
净利润	35%	53%	33%	23%	36%
获利能力					
毛利率	12.8%	15.8%	16.3%	16.8%	17.2%
净利率	2.6%	4.1%	5.0%	5.6%	5.9%
ROE	15.6%	19.8%	22.0%	22.4%	24.8%
ROIC	14.4%	18.8%	21.1%	21.4%	23.9%
偿债能力					
资产负债率	63.4%	63.4%	61.1%	58.7%	59.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	2.1	1.7	1.6	1.6	1.7
存货周转率	7.2	132.5	139.2	164.2	175.7
应收帐款周转率	4.3	3.0	2.9	3.0	3.2
应付帐款周转率	5.1	3.6	3.3	3.3	3.6
每股资料(元)					
每股收益	0.96	0.98	0.87	1.07	1.45
每股经营现金	0.61	0.78	1.10	1.17	1.33
每股净资产	6.16	4.96	3.96	4.76	5.85
每股股利	0.20	0.20	0.22	0.27	0.36
估值比率					
PE	21.9	21.5	24.3	19.8	14.5
PB	3.4	4.3	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA	99.6	73.7	51.3	40.9	30.5

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业，重点研究公司有宏润建设、中铁二局、中国中铁、中国铁建、中材国际、葛洲坝等。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面挖掘上市公司潜力，并成功推荐了宏润建设、中铁二局等多只个股。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。