

评级: 买入 (维持)

建工行业

深度报告

第一创业证券研究所

分析师: 李志锐

电话: 0755-82485036

邮件: lizhirui@fcsc.cn

中国建筑(601668)

——房屋建筑与地产开发综合龙头, 股价低于实际价值

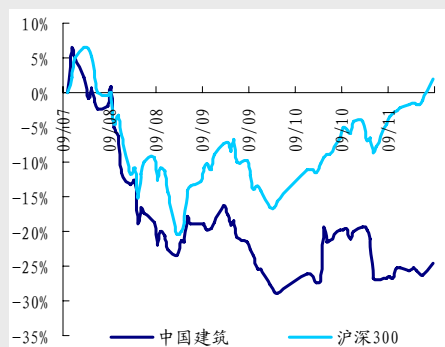
公司信息

当前股价(元)	4.92
52周股价交易区间(元)	4.58/7.96
总市值(百万元)	1,476
流通市值(百万元)	590
流通股占比	40%
主要股东	中国建筑工程总公司

交易数据

公司股价上市以来累计涨幅	-24.7%
沪深300对应时间累计涨幅	1.89%
日均成交额(百万元)	2,410
市盈率(倍)	25.2
市净率(倍)	2.2

公司股价与沪深300指数比较



相关报告

20091110: 中国建筑(601668)-10月份经营简报点评

要点:

- **国内最大的房屋建筑施工企业和第二大的地产开发企业。**中国建筑是国内最大的房屋建筑工程企业, 08年国内房屋建筑施工面积市场份额为4.3%, 建筑工程业务市场份额为3.5%。海外工程承包方面, 公司08年占我国国际工程承包市场份额的6.6%, 在中国企业中排名第2。除工程承包外, 公司房地产开发销售方面亦属行业龙头, 旗下控股中国海外和中建地产, 08年销售金额市场份额为1.3%, 09年前三季度进一步升至1.54%, 居行业第二位。
- **中国建筑商品房销售快速增长, 地产业务估值为816亿元。**公司1-10月商品房累计销售金额增速达83.2%, 截至10月末公司土地储备面积达4640万平方米, 较9月末大幅增长608万平方米, 目前土地储备可供未来3-4年的发展。估值方面, 中国建筑持有中国海外651亿市值, 而中建地产NAV值为165亿元, 由二者可得中国建筑地产业务价值为816亿元, 折合每股2.72元。
- **得益于房地产投资复苏与基建拉动, 建工业务快速增长。**由于房地产投资复苏以及基建投资力度较大, 1-10月公司建筑业务新签合同金额2799亿元, 同比增长24.2%, 增速较1-9月的21.6%上升2.6个百分点, 预计未来两年建工业务营业收入有望保持20%以上的增速。
- **中国建筑的建工业务估值为812亿元。**中国建筑建工业务的经营规模约相当于中国中铁的62.8%和中国铁建的67%, 按二者目前的市值来计算, 中国建筑的建工业务价值分别为845亿元和779亿元, 如取其平均值, 可得其价值为812亿元。
- **给予中国建筑6.5元的目标价, 买入评级。**预计中国建筑09、10年EPS分别为0.19元和0.26元, 目前股价对应PE为25.2倍和18.8倍, 略低于于建工行业平均水平。考虑到公司房地产销售与房屋建筑工程业务之间的协同效应, 可给予一定的估值溢价, 结合对公司测算的每股6.72元价值, 我们给予中国建筑6.5元目标价, 对应10年25倍PE, 买入评级。

财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	202,097	251,506	313,170	383,274
净利润(百万元)	2,745	5,850	7,854	9,637
每股收益(元)	0.15	0.19	0.26	0.32
每股净资产(元)	0.84	2.27	2.41	2.60
市盈率(倍)	32.3	25.2	18.8	15.3
市净率(倍)	5.8	2.2	2.0	1.9
净资产收益率	15.2%	11.4%	14.3%	16.2%

1、公司房屋建筑业务和房地产开发业务均居行业前列

国内最大的房屋建筑施工企业和第二大的地产开发企业。中国建筑是国内最大的房屋建筑工程企业，08 年国内房屋建筑施工面积市场份额为 4.3%，建筑工程业务市场份额为 3.5%。海外工程承包方面，中国建筑 08 年占我国国际工程承包市场份额的 6.6%，国际承包商全球排名第 25，在中国企业中排名第 2 位。除工程承包外，公司在房地产开发销售方面亦属行业龙头，旗下控股有中国海外和中建地产，08 年销售金额市场份额为 1.3%，09 年前三季度进一步升至 1.54%，居行业第二位，仅次于万科。

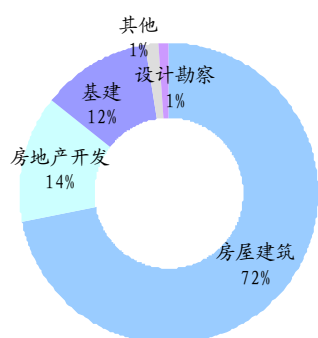
图 1、中国建筑房建市场份额居全国第一，房地产开发市场份额全国第二



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

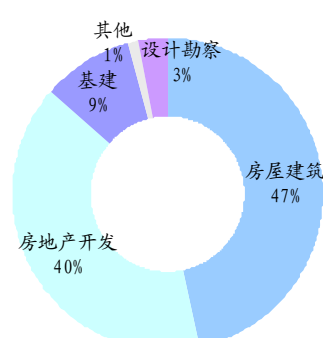
房屋建筑和房地产开发毛利润占比分别为 47%和 40%。各业务具体占比来看，09 年上半年中国建筑营业收入 72%来自于房屋建筑工程业务，14%来自于房地产开发，12%来自于基建工程施工，另外 2%来自于设计勘探及其他。而由于房地产开发业务的毛利率要远高于建筑工程业务，使得在毛利润占比中，房地产开发业务占比升至 40%，而建筑工程等所占总比重则为 60%。

图 2、09 年上半年公司营业收入 72%来自房屋建筑



资料来源：公司公告

图 3、09 年上半年房地产开发毛利占比为 40%



资料来源：公司公告

2、中国海外销售金额大幅增长，中建地产蓄势待发

前 10 个月中国建筑销售金额同比增长 83.2%。中国建筑 10 月份实现商品房销售金额 40 亿元，环比微降 4.8%，但同比增速仍达 83.2%，继续维持高位，1-10 月累计销售金额增速达 83.2%，较 1-9 月提升 2.1 个百分点。土地储备方面，截至 10 月末公司土地储备面积达 4640 万平方米，较 9 月末大幅增长 608 万平方米，目前总土地储备面积仅次于恒大地产，居行业第二位。

表 1、中国建筑 1-10 月商品房累计销售金额同比增长 83.2%

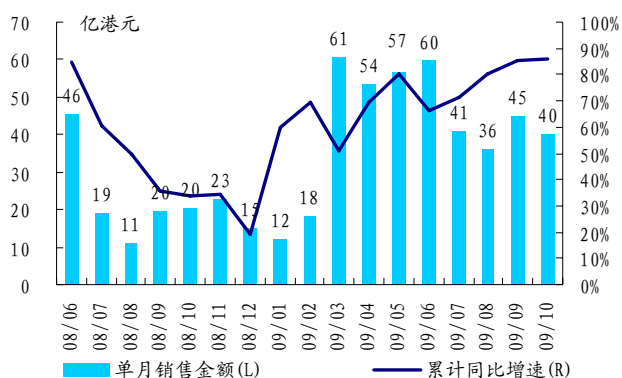
公司房地产经营数据	1-8月	同比增速	1-9月	同比增速	1-10月	同比增速
商品房累计销售金额(亿元)	328	84.7%	370	81.1%	410	83.2%
商品房累计销售面积(万平方米)	403	126.3%	447	104.9%	490	103.3%
本期末土地储备(万平方米)	3,888		4,032		4,640	
本年新购置土地储备(万平方米)	309		770		1,374	

资料来源：公司公告

2.1 中国海外前 10 个月销售金额同比大幅增长 86.2%

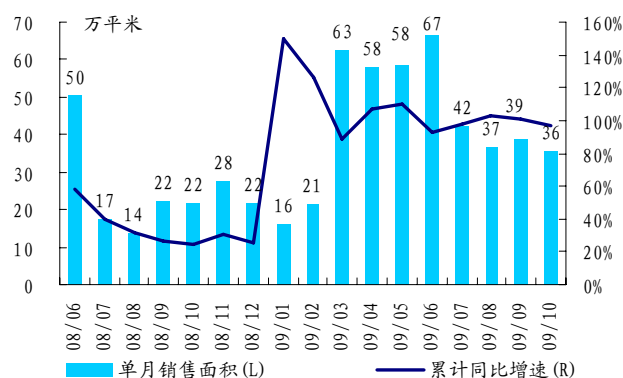
前 10 个月中国海外销售金额大幅增长 86.2%。中国建筑地产业务的主要平台中国海外(0688.HK)今年 1-10 月销售金额和面积分别为 425 港元和 435.7 万平方米，同比增长高达 86.2%和 96.8%，均居行业第二位。中国海外 09 年中报预收账款为 175 亿港元，考虑到目前良好的销售形势，预计 09 年末中国海外预收款将超过 220 亿元，锁定 10 年预期结算收入 50%以上。

图 4、1-10 月中国海外销售金额同比增长 86.2%



资料来源：公司公告

图 5、1-10 月中国海外销售面积同比增长 96.8%



资料来源：公司公告

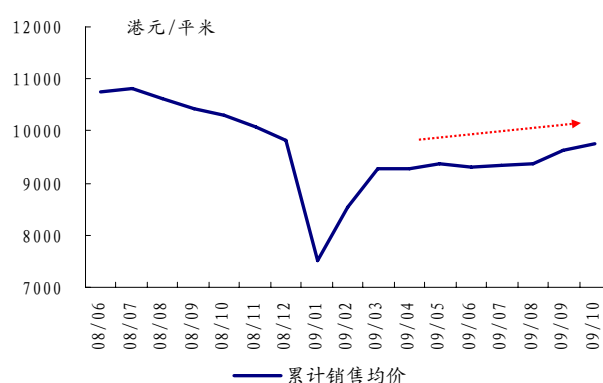
中国海外销售均价大幅上升。10 月份中国海外商品房销售均价为 11324 港元/平方米，较 9 月份单月销售均价 11628 港元/平方米略有回落，但仍属较高水平，且较上半年 9293 港元/平方米的均价大幅上涨 21.9%。考虑到中国海外在售楼盘较多，销售均价受个别高价楼盘销售均价影响较小，因此我们认为公司销售均价上涨主要得益于市场整体销售均价的持续上升。由于年初以及上半年地产项目销售均价较低，而这部分项目主要在 09 年结算，预计公司全年房地产业务毛利率将下降至 38%，而目前在售的楼盘主要将在 10 年结算，预计公司 10 年房地产销售毛利率将回升至 40%以上。

图 6、中国海外 10 月单月销售均价达 11324 港元/平米



资料来源：公司公告

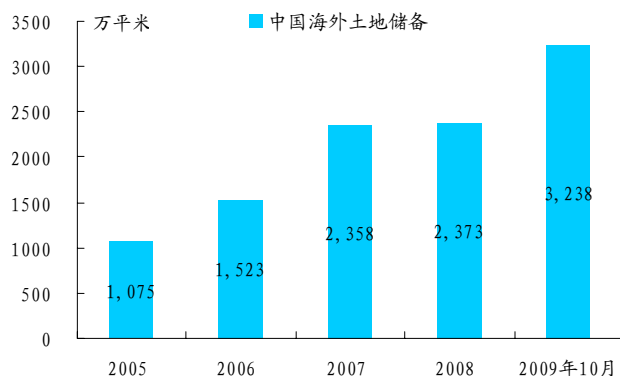
图 7、中国海外累计销售均价持续回升



资料来源：公司公告

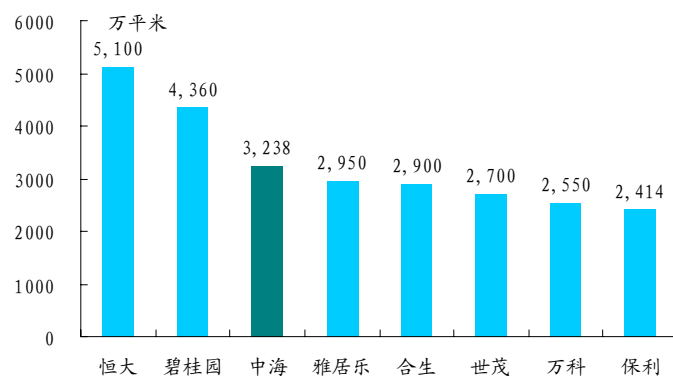
中国海外目前土地储备达 3238 万平米。土地储备方面，截至 10 月末，中国海外在内地及香港、澳门等重点城市共拥有土地储备达 3238 万平米，较 08 年末增长 36.5%。在各龙头房企中仅次于恒大和碧桂园，居行业第三位，权益储备亦达 2890 万平米，以目前每年新开工 600-800 万平米的进度，基本可满足未来 3-4 年的开发需求。

图 8、中国海外 10 月末土地储备达 3238 万平米



资料来源：公司公告

图 9、中国海外目前土地储备量居行业第三位

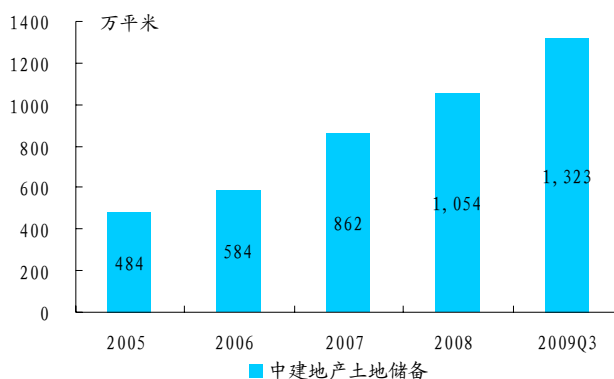


资料来源：CRIC，公司公告

2.2 中建地产低价土地储备充足，业绩有望迎来爆发式增长

中建地产低成本项目面积超过 1300 万平米，未来几年业绩将迎来快速增长。中建地产是中国建筑于 08 年初组建，代表中国建筑经营管理除中海地产之外的集团其他房地产业务。目前中建地产拥有土地储备超过 1300 万平米，在手开发项目 50 余个。考虑到中建地产目前项目平均地价不超过 1000 元，而销售均价可能达到 6000 元以上，随着各项目逐步进入销售和结算阶段，未来业绩有望迎来爆发式增长。

图 10、09 年三季度末中建地产土地储备已达 1323 万平米



资料来源：公司公告

2.3 中国建筑持有中国海外 651 亿元市值，中建地产 NAV 值为 165 亿元

中国建筑持有中国海外 651 亿市值。中国海外目前股价为 17.4 港币，以 82 亿股股本计算得其市值为 1423 亿港币，折合 1252 亿人民币，中国建筑持有中国海外 52% 股权，对应的市值为 651 亿人民币，以中国建筑 300 亿的股本计算，折合每股 2.17 亿元。

表 2、中国建筑所持中国海外每股市值约 2.17 元

项目	估值
中国海外股本（亿股）	82
当前股价（港币）	17.42
中国海外市值（亿港币）	1,423
中国海外市值（亿人民币）	1,252
中国建筑持股比例	52%
中国建筑所持中国海外市值（亿人民币）	651
中国建筑股本（亿股）	300
中国建筑所持中国海外每股市值（元/股）	2.17

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

中建地产项目储备 NAV 值为 165 亿元。由于中建地产才组建不久，尚未开始正常盈利，但考虑其土地储备较确定，可对其项目储备用 NAV 法进行估值。目前中建地产土地储备已达 1323 万平米，平均储备成本不足 1000 元/平米。谨慎起见，我们假设其平均储备成本为 1000 元/平米，建安成本为 2500 元/平米，销售均价为 6500 元/平米，由此计算出其项目储备的 NAV 值为 165 亿元，中国建筑折合每股 NAV 值 0.55 元。

表 3、中建地产目前项目储备的 NAV 值为 165 亿元，折合中国建筑每股 0.55 元

项目	估值
中建地产土地储备（万平米）	1,323
土地储备平均成本（元/平米）	1,000
建安成本（元/平米）	2,500
销售均价（元/平米）	6,500
开发年限	6 年
项目 NAV 值（亿元）	165
中国建筑股本（亿股）	300
中国建筑每股 NAV 值（元/股）	0.55

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

3、得益于地产投资复苏与基建拉动，建工业务快速增长

中国建筑位列 2009 年 ENR 全球最大 225 家国际承包商第 25 名。根据 ENR 最新公布的材料，中国建筑位列 ENR 全球最大 225 家国际承包商第 25 名，在国内企业中仅次于中国交通建设股份公司。

表 4、2009 年中国建筑位列 ENR 全球最大 225 家国际承包商第 25 名

公司名称	ENR 全球最大 225 家国际承包商排名		
	2007	2008	2009
中国交通建设股份有限公司	14	18	17
中国建筑股份有限公司	18	21	25
中国机械工业集团公司	55	48	28
中国铁建股份有限公司	83	102	51
中国水利水电建设集团公司	51	50	56
中信建设有限责任公司	98	72	59
中国冶金科工集团有限公司	95	81	61
中国中铁股份有限公司	67	71	62
中国土木工程集团公司	82	100	72
四川东方电力设备联合公司	138	86	80

资料来源：ENR

3.1 受益地产投资复苏及基建投资，公司建筑业务新签合同继续改善

受益房地产投资复苏，公司建筑业务新签合同继续改善。1-10 月公司建筑业务新签合同金额 2799 亿元，同比增长 24.2%，较 1-9 月 21.6% 的增速上升 2.6 个百分点；此外，新开工面积增速亦由 1-9 月的 7.5% 升至 1-10 月的 12.8%。房地产建筑占公司建筑业务新签订单比重超过 76%，我们认为新签合同增速快速上升主要是得益于房地产投资和新开工逐步复苏的拉动。

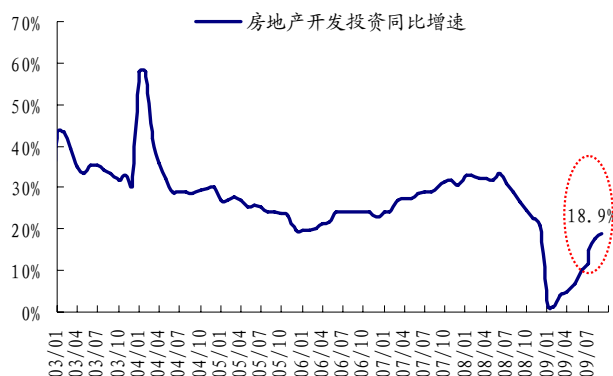
表 5、公司建筑业务新签合同增速继续上升

公司经营数据	1-8 月	同比增速	1-9 月	同比增速	1-10 月	同比增速
建筑业务新签合同(亿元)	2,247	20.4%	2,428	21.6%	2,799	24.2%
建筑业务累计施工面积(万平米)	22,922	14.1%	24,705	22.0%	25,740	23.5%
建筑业务累计新开工面积(万平米)	5,497	-3.4%	6,690	7.5%	7,500	12.8%
建筑业务累计竣工面积(万平米)	1,777	95.7%	2,158	92.4%	2,316	71.9%

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

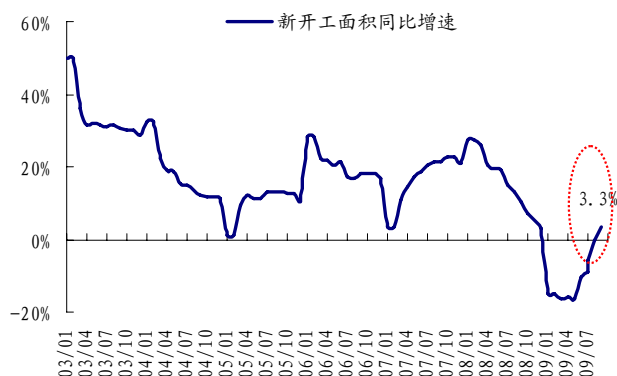
房地产投资增速回升至 18.9%，新开工面积增速首次由负转正。1-10 月全国完成房地产开发投资 28440 亿元，同比增长 18.9%，增幅比 1-9 月提高 1.2 个百分点；此外，1-10 月全国房屋新开工面积 8.14 亿平米，同比增长 3.3%，增速自年初以来首次实现由负转正。考虑到目前开发商拿地力度继续加大，未来半年内新开工面积有望保持上升态势。中国建筑上半年房屋建筑工程业务新签订单 1422 亿元，占总新签订单比例约 76%，我们预计其全年房地产建筑工程业务新签订单同比增速将达到 17%，较 08 年增速大幅上升 10.5 个百分点。

图 11、1-10 月房地产开发投资同比增长 18.9%



资料来源：国家统计局

图 12、1-10 月商品房新开工面积同比增长 3.3%



资料来源：国家统计局

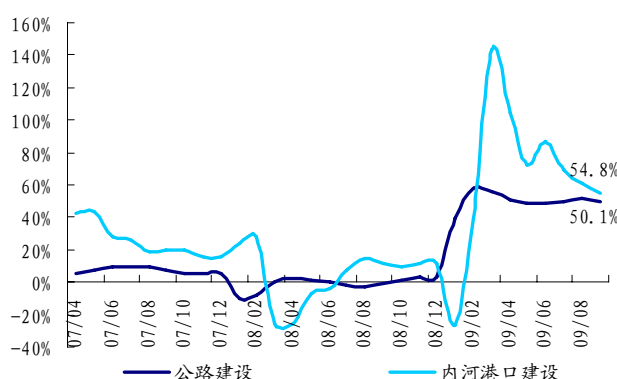
基建业务新签订单全年高增长较为确定。1-9 月全国铁路投资累积同比增长 100.2%，增速呈环比下降态势，主要是由于 08 年下半年铁路投资力度加大，导致基数逐步上升所致，目前铁路投资继续仍维持在较高水平，9 月单月仍高达 555 亿元，环比上升 9.37%，预计 09 年全年增速约为 80%。公路投资由于 08 年基数平稳，今年以来同比增速走势也较稳定，基本维持在 50%的水平，预计全年增速将维持在目前的水平，同比增长 50%。中国建筑建筑工程业务占新签订单比例约 22%，上半年建筑工程业务新签合同 406 亿，已超过 08 年全年的水平，我们预计 09 年全年有望超过 710 亿，同比增长 90%。

图 13、1-9 月铁路基本投资同比增长 100.2%



资料来源：铁道部

图 14、1-9 月公路建设投资同比增长 50.1%



资料来源：交通部

表 6、基建投资 09 年全年将实现高速增长

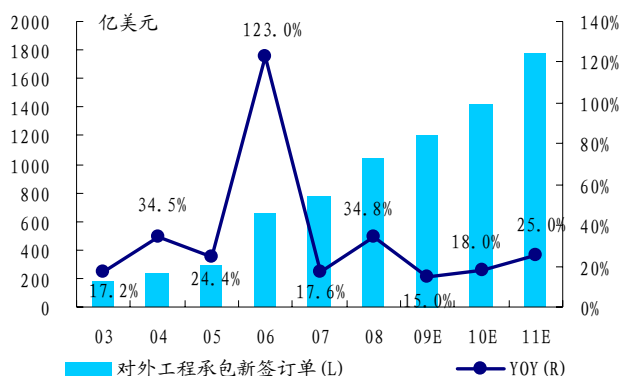
单位：亿元

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
铁路投资额	1,790	3,376	6,076	7,291	8,749
YOY	16.0%	88.6%	80.0%	20.0%	20.0%
公路投资额	5,823	5,995	8,993	11,241	13,490
YOY	5.4%	3.0%	50.0%	25.0%	20.0%
港口投资额	147	164	221	261	308
YOY	15.3%	11.6%	35.0%	18.0%	18.0%

资料来源：铁道部，交通部，第一创业证券研究所

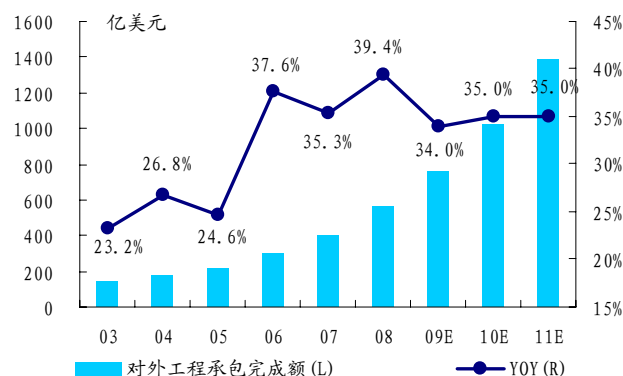
海外承包工程业务增速虽回落，但仍有望实现 15%以上的增长。09 年 1-9 月份，我国对外承包工程完成营业额 508.9 亿美元，同比增长 34.3%；新签合同额 876.7 亿美元，同比增长 14.8%。两项指标增速均未有明显下降，我们认为主要原因在于中国对外承包工程业务超过 80%分布于亚洲和非洲等地区，虽也受到此次金融危机的影响，但程度相对较小。预计 09 年中国对外承包工程新签订单同比增长 15%，10、11 年在全球经济复苏的拉动下有望逐步回升。

图 15、预计 09 年中国对外工程承包新签订单增长 15%



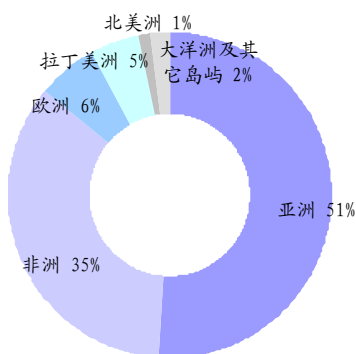
资料来源：商务部，第一创业证券研究所

图 16、预计 09 年中国对外工程承包完成额增长 34%



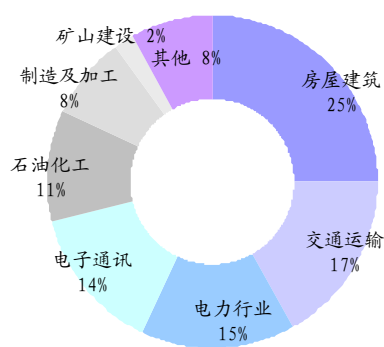
资料来源：商务部，第一创业证券研究所

图 17、中国对外工程承包完成额 86%集中于亚洲和非洲



资料来源：商务部

图 18、中国对外工程承包行业主要分布于房建和交运



资料来源：商务部

预计 09 年公司工程承包业务新签订单同比增长 26.6%。地产投资复苏以及基建投资的拉动下，预计公司 09 年工程承包业务新签订单同比增长 26.6%，达到 3654 亿元，相当于 08 年建筑工程营业收入的 2 倍，未来两年建筑工程业务业绩增长确定性较强，预计中国建筑未来两年营业收入有望保持 20%以上的较快增速。

表 7、预计 09 年公司建筑工程新签订单同比增长 26.6%

单位：亿元

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
房屋建筑工程	1,230	1,599	2,315	2,466	2,885	3,462	4,155
YOY		30.0%	44.8%	6.5%	17.0%	20.0%	20.0%
基础设施建设与投资	146	263	327	378	718	898	1,122
YOY		80.1%	24.3%	15.6%	90.0%	25.0%	25.0%
设计勘察	17	23	33	42	50	58	67
YOY		37.7%	43.5%	27.3%	20.0%	15.0%	15.0%
合计	1,393	1,885	2,675	2,886	3,654	4,418	5,344
YOY		35.3%	41.9%	7.9%	26.6%	20.9%	21.0%

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

表 8、预计中国建筑未来两年营业收入有望保持 20%以上的较快增速

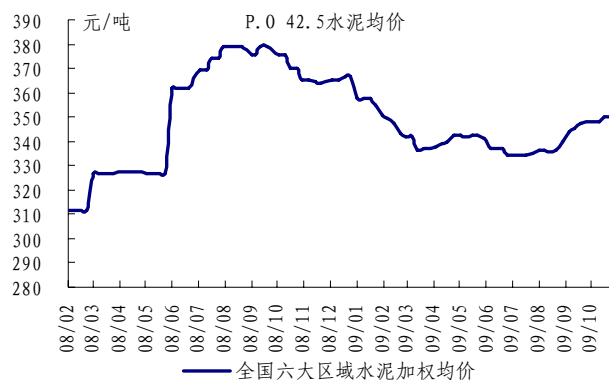
单位：亿元

营业收入	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
房屋建筑工程	1,112	1,352	1,606	1,927	2,313	2,775
YOY		21.5%	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%
基建与投资	78	126	177	265	372	483
YOY		60.4%	40.8%	50.0%	40.0%	30.0%
设计勘察及其他	23	41	50	59	71	86
YOY		77.4%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	1,214	1,519	1,833	2,252	2,756	3,344
YOY		25.1%	20.7%	22.9%	22.4%	21.3%

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

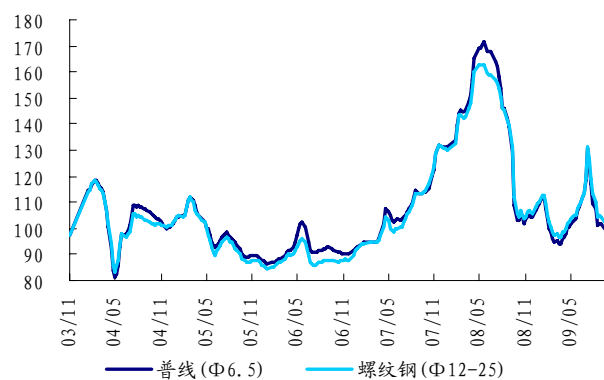
预计 09 年中国建筑建工业务毛利率升至 9.81%，未来两年将有所回落。利润率方面，由于 09 年以来水泥、钢材等建材价格均较 08 年大幅下降，预计公司 09 年建工业务毛利率升至 9.81%，较 08 年上升 0.34 个百分点。但考虑到水泥价格的持续上升，以及经济复苏将拉动钢材价格上升，预计未来两年公司建工业务毛利率可能会出现回落。

图 19、水泥价格近期持续上升



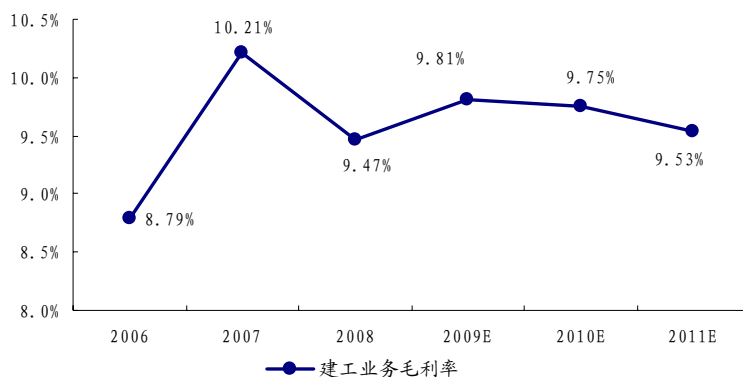
资料来源：数字水泥网

图 20、钢材价格同比降幅较大，但预计将逐步上升



资料来源：Wind

图 21、预计 09 年中国建筑建工业务毛利率升至 9.81%，未来两年将有所回落



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

3.2 中国建筑的建工业务估值约为 812 亿元

中国建筑的建工业务规模相当于中国中铁 62.8%和中国铁建德 67%。我们将中国建筑与其他两家建工龙头中国中铁和中国铁建进行比较，中国建筑 09 年的预期营业收入相当于中国中铁和中国铁建的 61.9%和 62.3%，毛利率相当于中国中铁和中国铁建的 65.1%和 67.0%，营业利润相当于中国中铁和铁建的 61.3%和 71.8%，故我们认为中国建筑的建工业务的经营规模相当于中国中铁的 62.8%和中国铁建的 67%。

表 9、中国建筑的建工业务规模相当于中国中铁 62.8%和中国铁建德 67%

单位：亿元

项目	中国建筑		中国中铁		中国铁建	
	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
营业收入	1,833	2,252	2,346	3,637	2,261	3,618
营业成本	1,659	2,031	2,100	3,297	2,036	3,288
毛利润	174	221	246	340	225	330
毛利率	9.47%	9.81%	10.49%	9.34%	9.96%	9.12%
期间费用率	4.13%	4.08%	3.56%	3.55%	4.70%	4.15%
期间费用	76	92	84	129	106	150
营业利润	98	129	163	211	119	180
营业利润率	5.3%	5.7%	6.9%	5.8%	5.3%	5.0%

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

表 10、中国建筑的建工业务规模相当于中国中铁的 62.8%和中国铁建的 67%

项目	中国建筑/中国中铁		中国建筑/中国铁建	
	2008	2009E	2008	2009E
营业收入	78.1%	61.9%	81.0%	62.3%
毛利润	70.5%	65.1%	77.0%	67.0%
营业利润	60.1%	61.3%	82.2%	71.8%

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

中国建筑的建工业务价值约 812 亿元。按中国中铁目前 1346 亿元和中国铁建 1163 亿元来计算，中国建筑建工业务价值分别为 845 亿元和 779 亿元，取其平均值，可得其价值为 812 亿元。

表 11、中国建筑建工业务估值约 812 亿元

单位：亿元

项目	中国建筑建工业务估值测算
中国中铁市值	1,346
中国铁建市值	1,163
以中国中铁的61.8%计算	845
以中国铁建的67.0%计算	779
二者平均	812

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

4、给予中国建筑 6.5 元目标价，买入评级

中国建筑每股价值 6.72 元。中国建筑房地产业务价值约 816 亿元，其中包括中国海外的 651 亿元和中建地产的 165 亿元；而根据与中国中铁和中国铁建的比较，中国建筑的建工业务估值为 812 亿元。此外，再考虑扣除银行长短期借款和债券后的净现金 389 亿元，我们得出中国建筑整体估值为 2016 亿，折合每股 6.72 元。

表 12、中国建筑每股价值约 6.72 元

各部分估值	建工与地产估值合计
中国海外（亿元）	651
中建地产（亿元）	165
建工业务（亿元）	812
扣除银行借款和债券后的净现金（亿元）	389
合计	2,016
中国建筑股本（亿股）	300
每股价格（元/股）	6.72

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

给予中国建筑 6.5 元的目标价，买入评级。中国建筑的地产销售业务快速增长，而建筑工程业务在房地产投资回暖以及基建投资的拉动下，亦有望保持良好增长态势。预计其 09、10 年 EPS 分别为 0.19 元和 0.26 元，目前股价对应 PE 为 25.2 倍和 18.8 倍，略低于于建工行业平均水平。但考虑到公司房地产销售业务的利润占比超过 40%，而且房地产销售与房屋建筑工程业务之间有较强的协同效应，故我们认为可给予公司一定的估值溢价，结合对公司测算的 6.72 元价值，我们给予其 6.5 元目标价，对应 10 年 25 倍 PE，买入评级。

表 13、给予中国建筑 6.5 元的目标价，买入评级

单位：元

公司	股价	目标价	评级	EPS			PE			PB		
	11月16日			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
中国中铁	6.32	6.5	谨慎买入	0.05	0.27	0.35	126.4	23.4	18.1	2.2	2.1	1.9
中国铁建	9.43	9.5	谨慎买入	0.30	0.46	0.65	31.4	20.5	14.5	2.4	2.2	2.0
葛洲坝	12.00	14.0	买入	0.49	0.57	0.73	24.6	21.2	16.3	3.6	3.1	2.8
中国建筑	4.92	6.5	买入	0.15	0.19	0.26	32.3	25.2	18.8	5.8	2.2	2.0
上海建工	16.84	16.0	中性	0.42	0.53	0.62	40.1	31.8	27.2	20.0	7.4	7.0
龙元建设	18.21	18.0	中性	0.31	0.62	0.78	58.7	29.4	23.3	4.8	4.3	3.8
平均							52.3	25.2	19.7	6.5	3.6	3.3

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所



主要财务指标预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	146,699	207,447	216,097	223,694
货币资金	34,156	75,669	67,625	56,326
交易性金融资产	24	24	24	24
应收款项	43,900	50,485	55,534	61,087
预付款项	10,744	11,818	13,000	14,300
存货	57,104	68,525	78,804	90,625
其他流动资产	772	926	1,111	1,333
非流动资产	22,876	30,678	39,763	54,700
长期投资及金融资产	3,444	4,133	4,959	5,951
投资性房地产	2,534	4,562	4,790	5,030
固定资产	8,296	9,955	11,946	14,335
在建工程	3,072	3,533	3,886	4,275
无形资产	3,154	6,081	11,727	22,612
其他非流动资产	2,376	2,414	2,455	2,497
资产总计	169,575	238,125	255,860	278,394
流动负债	127,651	126,308	140,533	157,155
短期借款	13,969	11,505	9,276	7,546
应付账款	57,496	63,246	69,570	76,527
预收帐款	28,306	42,459	44,582	46,811
其他	27,880	9,098	17,105	26,271
长期负债	28,321	25,369	22,805	21,010
长期借款	22,860	19,362	16,197	13,741
其他	5,461	6,007	6,608	7,269
负债合计	155,973	151,677	163,338	178,165
少数股东权益	15,330	18,396	20,235	22,259
股本	18,000	30,000	30,000	30,000
资本公积	-6,074	32,826	32,826	32,826
留存收益	3,240	5,227	9,460	15,144
股东权益合计	30,496	86,449	92,522	100,230
负债和股东权益	186,468	238,125	255,860	278,394

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2,604	5,222	9,763	11,698
净利润	4,639	5,850	7,854	9,637
折旧摊销	1,306	1,721	2,171	2,811
财务费用	1,702	1,260	1,386	1,538
投资损失	-323	-339	-356	-374
存货减少	-12,437	-11,421	-10,279	-11,821
其它	7,717	8,153	8,986	9,906
投资活动现金流	-8,087	-11,068	-14,414	-20,533
资本支出	-2,920	-5,048	-7,989	-13,663
长期投资	-90	-689	-827	-992
其他	-5,078	-5,332	-5,598	-5,878
筹资活动现金流	14,170	47,360	-3,393	-2,463
债务融资	29,340	17,604	22,885	29,750
权益融资	556	50,900	0	0
其它	-15,725	-21,144	-26,278	-32,213
汇率变动影响	0	0	0	0
现金净增加额	8,687	41,514	-8,045	-11,298

资料来源: 第一创业证券研究所

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	202,097	251,506	313,170	383,274
减: 营业成本	179,198	219,467	271,761	332,605
营业税金及附加	7,698	9,579	11,928	14,598
销售费用	831	1,034	1,288	1,576
管理费用	6,120	7,491	9,640	11,798
财务费用	1,400	1,260	1,386	1,538
资产减值损失	410	106	128	153
加: 公允价值变动收益	-59	-59	-59	-59
投资收益	323	339	356	374
营业利润	7,173	13,015	17,523	21,532
加: 营业外收入	270	283	298	313
减: 营业外支出	113	119	125	131
利润总额	6,861	13,179	17,696	21,713
减: 所得税费用	2,222	3,295	4,424	5,428
净利润	4,639	9,884	13,272	16,285
归属母公司净利润	2,745	5,850	7,854	9,637
少数股东损益与调整	1,894	4,035	5,418	6,648
BPS (元)	0.15	0.19	0.26	0.32

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	20.1%	24.4%	24.5%	22.4%
营业毛利	8.4%	39.9%	29.2%	22.4%
EBIT	-33.0%	74.8%	32.2%	21.9%
净利润	-44.2%	113.1%	34.3%	22.7%
获利能力				
毛利率	11.3%	12.7%	13.2%	13.2%
EBIT/收入	4.1%	5.7%	6.1%	6.1%
净利率	2.3%	3.9%	4.2%	4.2%
ROE	15.2%	11.4%	14.3%	16.2%
ROIC	8.3%	9.2%	12.1%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	83.6%	63.7%	63.8%	64.0%
利息保障倍数	5.90	11.46	13.77	15.11
速动比率	0.70	1.10	0.98	0.85
经营现金流/当期债务	0.02	0.03	0.06	0.07
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.06	1.22	1.38
应收账款天数	79.29	73.27	64.72	58.17
存货天数	103.13	99.45	91.85	86.30
每股指标 (元)				
EBIT/股本	0.46	0.48	0.64	0.78
每股经营现金流	0.14	0.17	0.33	0.39
每股净资产	0.84	2.27	2.41	2.60
估值比率				
P/E	32.26	25.23	18.79	15.32
P/B	5.84	2.17	2.04	1.89
P/S	0.44	0.59	0.47	0.39
EV/EBITDA	9.53	6.36	4.96	4.32

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120