

上市公司调研报告

建筑工程

看点在国际市场复苏和产业链延伸

公司概况——国际水泥工程市场龙头

公司旗下已涵盖国内前四大水泥设计院中规模前三甲，形成了国内领先的设计技术实力，并通过对外并购，大幅提升了公司的装备制造能力，形成了 5000-10000TPD 新型干法水泥生产线成套设备制造能力，是全球唯一一家具有完整水泥工程产业链的公司。从 2002 年进入国际市场，公司国际新签合同额快速增长，到 2008 年在国际市场（剔除中国市场）份额已上至 34%，位居全球第一，成就为国际水泥工程市场龙头；

09 年-11 年稳定增长有保障

公司 09 年新签合同额约 200 亿元，在手订单 550 亿元左右，饱满的订单足以支撑未来 3 年的业务发展；其次，09 年 4 月收购少数股东权益将增厚 09-10 年业绩；再次，08 年签署高价合同（相比 07 年提高约 15%）在 2H09-2010 年进入密集结算期，在原材料价格反而下降下将提升业绩；最后，公司 09 年 10 月的一系列收购减少了管理层级，有助于管理费用率的进一步下降。

中期看国际市场复苏，长期看产业链延伸

预计公司未来 2-3 年的发展主要依靠手持订单和国际市场的复苏。09 年 8-10 月公司国际新签订单逐月递增、尼日利亚 Dangote 公司 3 条生产线的重签透露国际市场明显的复苏迹象，非洲、巴西、俄罗斯等将是下一个热点市场。公司的长期发展在于产业链的延伸，国际项目的设备国产化率和公司自制率有提升空间，矿山、电力、化工设备及工程则是重点方向，一旦成功突破，将形成新的业绩增长点；此外，考虑到对集团有关资产的收购相对容易，未来中材环保（主导产品为电/袋收尘袋等，技术水平国内领先）、中材矿山建设等资产注入预期强烈。

盈利预测与投资建议

预计公司 09-10 年 EPS 分别为 1.85 元和 2.42 元和 3.01 元，未来三年复合增长率高达 60%。业绩快速增长的高确定性和明显的估值优势是我们推荐的理由，维持对公司的增持评级，6 个月目标价 48.4 元。此外，公司股价有较多的催化剂：2009 年业绩翻番增长；高分红预期；国际订单复苏；对外并购与资产注入预期。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	14,092	16,655.37	19,840.27	23,629.22
主营收入增长率	13.92%	18.19%	19.12%	19.10%
净利润（百万）	312	780.50	1,022.37	1,269.99
净利润增长率	22.57%	150.40%	30.99%	24.22%
EPS（元）	1.86	1.85	2.42	3.01
P/E	19.53	19.38	14.80	11.91

中材国际（600970）

维持

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

当前股价：35.87 元

目标价格 6 个月：48.40 元

调研日期：2009 年 12 月 17 日

分析日期：2009 年 12 月 19 日

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
	-3.8/-5.7	5.1/-2.2	111.0/44.8
12 月最高/最低价（元）			61.00/26.20
总股本（万股）			42,180
流通 A 股（万股）			33,600
总市值（亿元）			153
流通市值（亿元）			122
近 3 月日均成交量（万）			243
主要股东			
中国中材股份有限公司			42.46%

股价表现



相关研究报告

09.08.17	中材国际 09 年中报简评：超预期的翻番式增长
09.10.29	中材国际 09 年三季度报点评：业绩翻番增长，国际需求复苏

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

调研目的

- (1) 目前国际原油期货价出现回升，国际水泥建设工程市场是能否因此出现复苏是市场关注的焦点；
- (2) 公司历史上多次对外并购实现快速增长，期望通过调研了解公司对外并购、资产整合的方向和目前的进展；

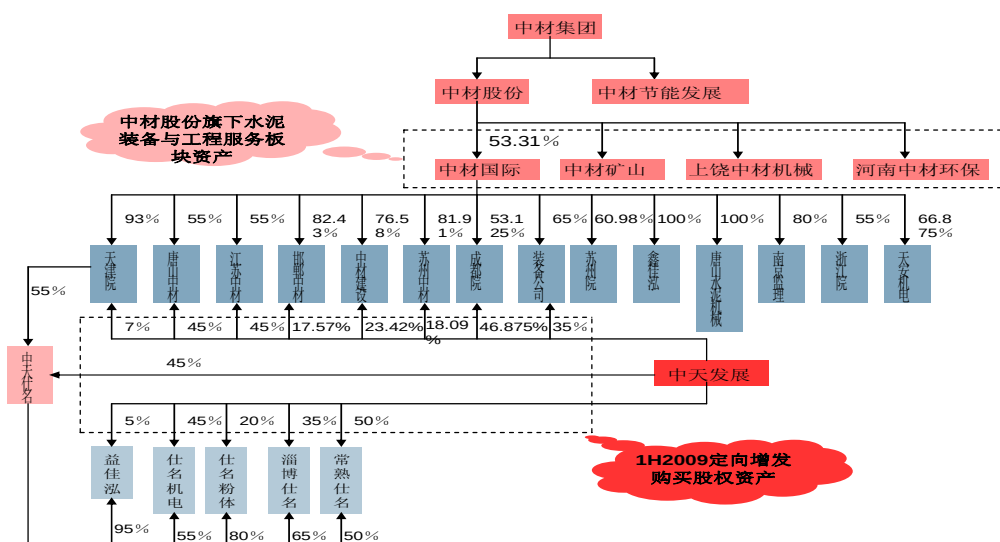
调研结论

一、公司概况——国际水泥工程市场龙头

1、公司起源——设计实力领先，国内绝对龙头

2001 年 12 月，央企中材集团旗下的中国非金属材料总公司作为主发起人，将其全资的三个设计院（南京院、成都院和浙江院）、三家工程公司（唐山安装公司、苏州安装公司、邯郸安装公司）中与水泥设计设备和安装等相关资产合并组建而成，在 2005 年完成 A 股上市。2006 年公司收购天津院，旗下已涵盖国内前四大水泥设计院（天津院、南京院、成都院、合肥院）中规模前三甲，形成了国内领先的设计技术实力。公司是国家火炬计划重点高新技术企业，江苏省高新技术企业。公司旗下的设计院几乎囊括了我国水泥工程项目的绝大部分项目，国内 6000 多条水泥生产线中公司承建或参与了其中 5000 多条，公司覆盖了国内 90% 的新型干法水泥生产线建设市场，4000 TPD 以上设计市场占 80% 以上，在国内占有绝对领先地位。

图 1: 公司组织结构



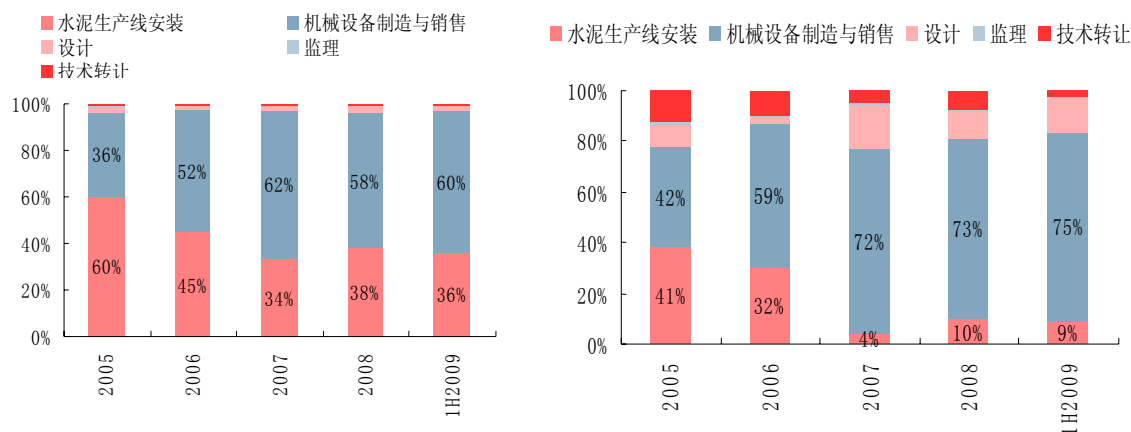
资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

2、公司主营业务——完整水泥工程产业链

装备制造能力持续提升：在2005年之前，公司主要竞争优势集中在水泥工程设计与安装，水泥设备制造领域是短板。但公司通过对国内水泥设备制造资源的并购整合，如2006 年收购天津院和中国建材装备有限公司的收购，以及2007年增资江苏盈泰以及投资设立中材扬州公司及中材溧阳公司，大幅提升了公司的装备制造能力。公司已形成了华北、华东和成都三大设备配套生产基地，具备了新型干法水泥生产线全部设备的制造能力，总制造能力约22万吨，其中核心装备产能约10 万吨，并形成了5000TPD-10000TPD新型干法水泥生产线成套设备制造能力。装备制造业务在公司收入、毛利贡献总体呈上升趋势，由05年的35.8%和41.6%提升到1H09的60.3%和74.8%。

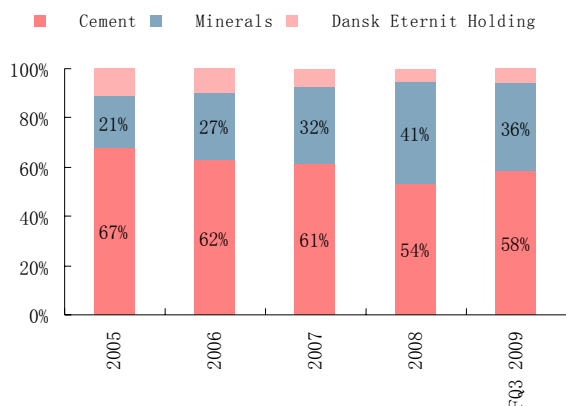
相比国际市场主要竞争对手 F.L.Smith（以水泥、矿山设备为主；图 3），公司具有在水泥工程产业链上从水泥工程设计、装备制造与销售、土建安装、调试培训与运营维护全产业链系统集成服务能力，是全球唯一一家具有完整水泥工程产业链的公司。

图 2：近年来公司主营业务收入、毛利结构



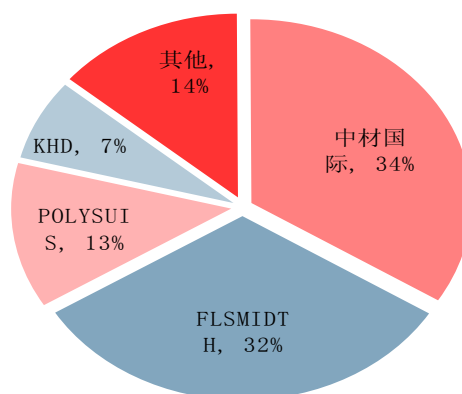
资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

图 3：F.L.Smith 主营业务收入结构



资料来源：公司与 F.L.Smith 公告；Bloomberg；中信建投证券研发部

图 4：2008 年国际水泥工程市场（剔除中国）份额分布



3、6 年国际市场开拓成就国际龙头

公司从 2002 年进入国际市场，国际新签合同额快速增长，到 2008 年在国际水泥工程市场（不包括中国市场）新签合同额已上至 34%，超越 F.L.Smith 位居全球第一（图 4）；相比国际市场主要竞争对手，公司竞争优势在于：

- ◆ **工期短：少半年**——公司承接国际市场 EPC 合同主要工期在 2.5-3 年之间，比国际主要竞争对手少半年左右；
- ◆ **成本优势：低 15%-20%**——目前公司在海外造价 800-1200 元/吨（如 09 年新签合同单价：南非 1218 元/吨、尼日利亚 1157 元/吨、刚果 947 元/吨等），比国际主要竞争对手低 15-20%；成本低的主要原因在于工期短（节省建安人工成本）、人工成本低（设计与建安成本低）、设备成本低（国际项目的设备中国产比例逐渐上升，目前约 30-40%；中国设备价格普遍低 30-40%左右）；
- ◆ **全产业链覆盖**：为投资商提供水泥工程全产业链系统集成服务，节省投资商谈判与投资成本、时间，并且有利于全程质量、进度与成本控制；

公司国际市场毛利率低于国内，主要原因是国际市场承揽项目主要为 EPC 项目，比国内多了一块毛利率低的建筑安装业务。

图 5：公司境外业务收入、毛利比重

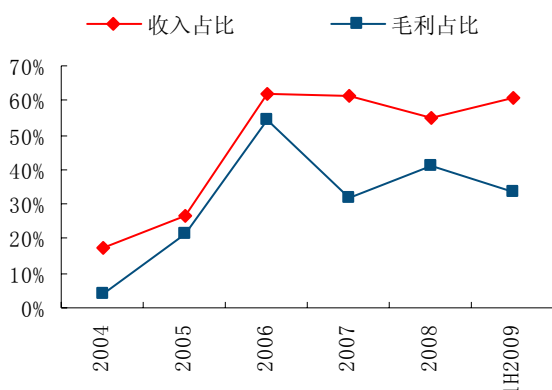
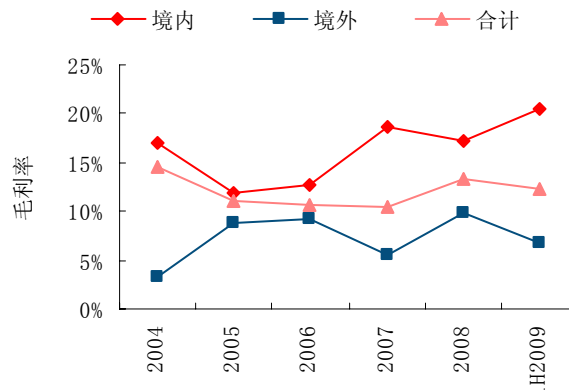


图 6：公司分地区毛利率



资料来源：公司与 F.L.Smith 公告；Bloomberg；中信建投证券研发部

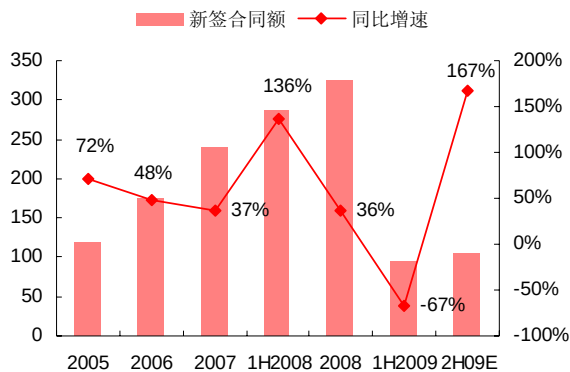
二、09 年-11 年稳定增长有保障

1、公司订单饱满，3 年业务增长有保障

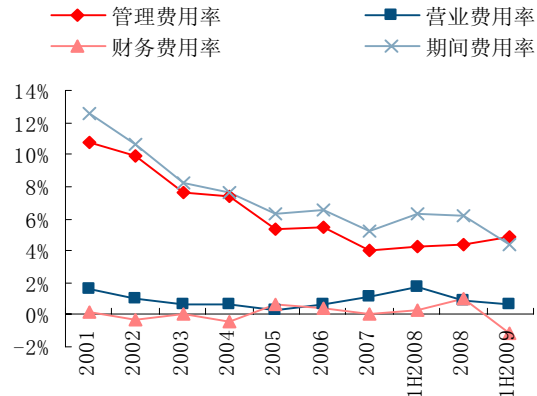
上市以来，公司新签合同总金额持续快速增长，至 2008 年的近三年复合增长率为 40.2%。截至 11 月公司新签合同金额逾 180 亿元，预计公司 09 年新签合同额约 200 亿元，在手订单 550 亿元左右，为 09 年总收入的 3.3 倍左右，饱满的订单足以支撑未来 3 年的业务发展。

图 7：2H09 公司新签订单强劲复苏

图 8：期间费用率呈稳步下降趋势



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部



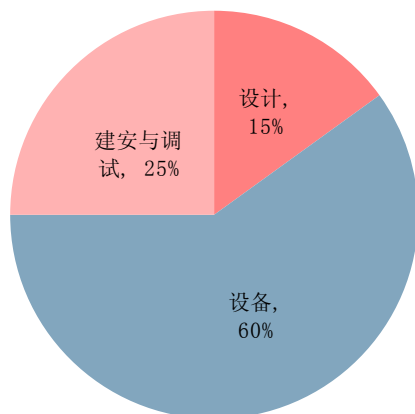
2、收购少数股东权益增厚业绩

07-08 年公司少数股东权益在净利润比重都在 60%以上，其中部分二级、三级控股公司管理层持股比较普遍，公司对这些二三级控股公司缺乏控制力，两者的利益也很难形成一致。09 年 4 月完成了定向增发收购中天发展旗下 14 家少数股东股权，二、三季度公司少数股东权益同比大幅降低，降幅都接近 90%，是 1H09 和 1-3Q09 公司归属于母公司净利润翻番增长的主要推手之一，并且其管理层利益与公司整体利益形成一致；

3、08 年签署高价合同 2H09-2010 年进入密集结算期

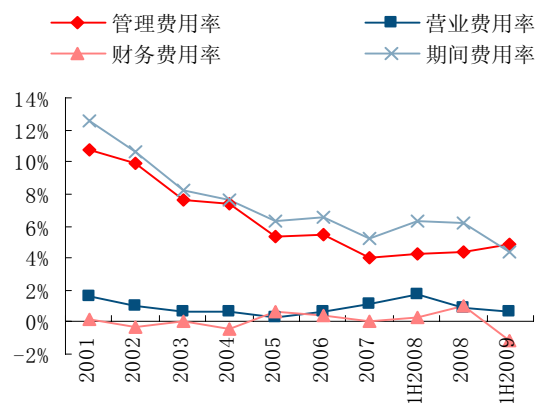
以工期 2.5 年的海外合同为例，基本上项目签约、合同生效后的前 7-8 个月左右为设计期，设计在项目收入中比重约 10-15%；之后的 10-14 个月左右为土建、设备订购、运输、现场设备制作及设备安装，另外 2-4 个月的安装调试、点火试生产期。设备占合同收入比重约 55%，安装占项目比重约 25%-30%。08 年 3 月-6 月是公司合同签约的高峰期（合同价格相对 07 年上涨幅度约 15%左右），可以推断出 09 年下半年和 2010 年将进入密集结算期。公司在国际市场签署合同多为闭口合同，1H08 签署的合同中除尼日利亚 DANGOTE 公司的 6 条生产线暂停外，其他合同条款未发生变更。在 08 年 10 月开始钢材价格开始持续下跌，08 年 11 月至今钢材价格水平低于 07 年，因此，随着 2H09-2010 年这些高价合同进入密集结算期，公司毛利率将出现上升。

图 9：海外 EPC 合同收入构成



资料来源：公司公告；中信建投证券研发部

图 10：期间费用率呈稳步下降趋势



4、期间费用率有望进一步下降

公司自 02 年起期间费用率总体呈稳步下降趋势（图 8），只是在 08 年出现了同比上升，主要原因是欧元大跌带来较大汇兑损失，使得财务费用率同比上升了 0.94 个百分点，反应出公司具有较好的费用控制能力；09 年 11 月公司又通过一系列的收购（天津院收购中天仕名持有的八家公司股权等）来减少管理层级，有助于公司管理费用率的进一步下降。

三、中长期发展——中期看国际市场复苏，长期看产业链延伸

08 年-09 年国内水泥投资增速维持高位（图 11），水泥行业产能明显过剩，09 年 10 月国家开始严控水泥产能，基本不批新线建设项目，这样未来 2 年公司国内市场新签合同额将受到影响。我们预计未来 2-3 年国内水泥工程市场在 5 亿吨落后产能的逐步改造、2 年后新线投资将出现复苏。未来 2-3 年的发展主要依靠手持订单和国际市场的复苏。

1、2H09 开始国际水泥工程市场出现复苏

- ◆ 公司国际市场合理布局，业务范围涵盖在美国、欧洲（摩洛哥）、东欧（塞浦路斯、匈牙利）等发达地区，和中东、非洲、东南亚、拉美、南美等欠发达地区，将全面受益于国际资源价格上升（非洲、中东等资源国水泥工程市场复苏的主要推手）、国际经济复苏（信贷条件放宽、成本降低）推动的水泥工程市场复苏；
- ◆ **2H09 国际水泥市场出现复苏迹象：**（1）从 09 年 6 月份开始公司国际市场承揽合同额出现了明显复苏，在 8-10 月国际市场承揽合同额分别为 8.3 亿、15.4 亿和 19.68 亿，呈现了显著的单月递增势头；（2）08 年 3 月和 7 月公司与尼日利亚 Dangote 公司签署的“6+7”总计 13 条生产线协议，但在 12 月暂停 10 条、保留 2 条、变更 1 条，变更 1 条线的合同（20.82 亿元）在 09 年 6 月签署，保留 2 条生产线的合同（19.7 亿元）在 09 年 10 月签署，其他生产线的合同已经开始重新商议；
- ◆ **非洲市场空间较大：**水泥市场目前普遍仍是严重供不应求，毛利率极高（如西非不少国家水泥生产毛利率高达 50%），复苏的逻辑是资源价格上升——基建热——水泥需求上升和运输改善——水泥工程市场复苏；
- ◆ **巴西市场将是下一个热点市场：**巴西规划 2570 亿美元的加速发展计划（2007 年制定的规划，核心是以基建拉动经济增长）、2014 年世界杯、2016 年奥运会带来场馆、基建大规模投资，水泥需求大增。目前有近 10 条生产线新建项目正在对外商谈之中；
- ◆ **俄罗斯、印度、美国等水泥大国市场空间仍较大：**俄罗斯、美国基本上二三十年没新建水泥线，国内水泥线升级改造势在必行，而且俄罗斯、印度基础设施落后，政府计划通过基建投资拉动经济，市场空间较大。

2、看好产业链延伸前景——矿山、电力、化工设备及工程

- ◆ 公司看重对外并购能带来的快速发展，多次通过并购延伸产业链，如在 2006 年收购北京鑫佳泓 100% 股权、唐山中唐环保技术有限公司 55% 股权、天津院主营业务资产、中国建材装备 65% 股权，迅速地大幅提升了装备制造能力；
- ◆ **设备国产化率和自制率还有提升空间：**目前，公司在国内的项目设备基本完全国产化，在国际市场国产化率约 60-70%（在 2005 年之前主要还是业主制定设备），而其中公司自己制造的比重约 40%-50%。未来设备国产化率和公司自制率提升是看点；

- ◆ **重点拓展矿山、电力、化工设备及工程市场：**公司已制定了“以有限、相关、多元的原则进一步巩固水泥工程及技术装备”的发展战略，预计将重点向矿山、电力、化工设备及工程领域进行延伸，公司的核心优势在于品牌、管理和国际渠道优势，而国内矿山、电力、化工设备制造和建安工程领域实力国际领先，一旦成功突破，将形成新的业绩增长点；此外，考虑到对集团有关资产的收购相对容易，未来中材环保（主导产品为电/袋收尘袋等，技术水平国内领先）、中材矿山建设等资产注入预期强烈；
- ◆ **公司积极延伸产业链但认真把关：**根据有关媒体的公开报道，公司对北方重工的并购已进行了一年有余，但截至日前并未取得有效突破。我们预计主要原因是公司认真的清产核资导致进度滞后，另外市场转好后并不排除北方重工及当地政府谋求 IPO 上市的希望从而增加了谈判难度。公司也在考虑进行其他并购。尽管公司对外并购取得突破的时点滞后市场预期的概率较大，但我们看好公司并购后成功整合、开拓新市场的前景；

图 11：08-09 年国内水泥固定资产投资增速维持高位

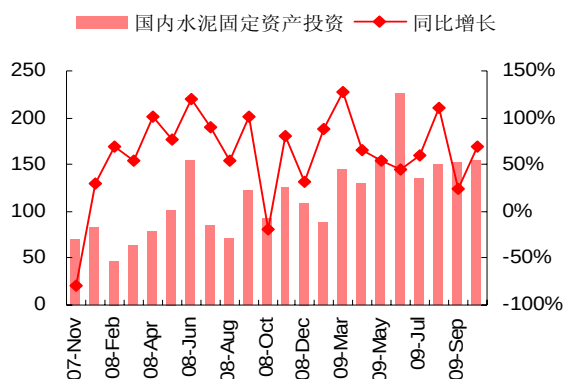
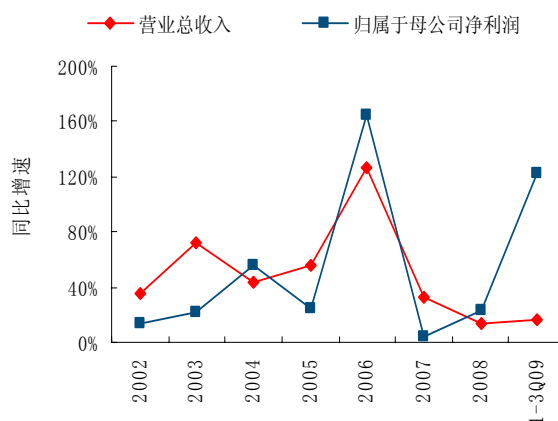


图 12：2002 年来营业收入、净利润持续增长



资料来源：数字水泥；WIND，中信建投证券研究发展部

四、公司管理卓越、财务稳健

- ◆ **业绩多年持续增长：**公司自 2001 年底改制，从 2002 年起营业收入和净利润（归属于母公司所有者）持续 7 年正增长，复合增长率分别高达 50.63%、37.06%（图 12）；
- ◆ **公司产业链延伸、国际化的成功充分表明公司领导层杰出的管理能力和战略眼光；**
- ◆ **财务管理稳健：**

（1）良好的费用控制能力，多年来公司期间费用率总体稳步走低；

（2）超强的现金流：07、08 年经营活动产生现金流为 9.87、25.40 元/股（源于公司议价能力强支撑的 20% 左右项目预收款，3Q2009 预收帐款 109.94 亿元），遥遥领先于建筑板块所有其他上市公司；

（3）净资产收益率板块第一、应收帐款周转率和存货周转率位居行业前列；资产负债率板块最高（源于预收帐款高），获得高财务杠杆的高收益同时低风险（表 1：公司与板块重点上市公司财务指标比较）；

表 1：公司与板块重点上市公司财务指标比较（2008 年）

证券代 码	证券简称	每股收 益 EPS— 最新股 本摊薄	每股经营 活动产生 的现金流 量净额	销售毛 利率%	销售 净利 率%	净资产 收益率 ROE (摊 薄)%	资产负 债率%	流动 比率	速动 比率	存货周 转率	应收账 款周转 率	营业总 收入(5 年, 增长 率)%	归属母公 司股东的 净利润(5 年, 增长 率)%
600970	中材国际	0.74	25.40	13.24	3.57	29.69	91.58	1.02	0.90	6.19	16.58	667.78	554.98
002062	宏润建设	0.85	0.96	14.21	5.33	20.76	72.56	1.26	0.53	2.57	10.90	169.49	528.10
600512	腾达建设	0.08	-0.39	11.02	1.60	2.90	60.75	1.35	0.94	5.13	4.09	77.05	-30.76
600284	浦东建设	0.32	0.16	8.33	9.73	5.28	62.51	0.27	0.15	1.72	7.06	77.78	169.33
600491	龙元建设	0.25	0.19	9.72	1.53	8.08	81.86	1.12	0.69	2.24	2.53	82.90	44.59
002116	中国海诚	0.50	-0.20	13.47	3.62	13.10	60.02	1.44	1.17	13.54	17.72	343.59	99.41
600583	海油工程	0.37	0.44	19.45	12.50	14.58	48.76	1.23	0.81	3.49	10.92	367.14	507.55
600528	中铁二局	0.32	0.73	8.58	2.17	12.03	80.81	1.14	0.73	3.55	7.83	342.21	560.53
601390	中国中铁	0.05	0.04	10.49	0.61	1.99	75.77	1.16	0.78	3.72	5.21		
002081	金螳螂	0.65	0.78	15.84	4.31	19.79	63.37	1.32	1.30	132.49	3.05	389.32	351.65
600068	葛洲坝	0.49	0.52	15.92	4.37	17.79	82.71	1.04	0.58	2.94	15.65	1251.83	1509.32
600820	隧道股份	0.40	2.30	8.66	2.37	8.03	74.80	1.01	0.71	5.23	6.85	137.11	170.42
002140	东华科技	0.65	1.23	17.97	6.54	13.76	71.19	1.26	1.05	4.83	13.02		
601186	中国铁建	0.30	0.65	9.96	1.64	7.63	78.06	1.17	1.03	11.96	7.21	234.33	1305.70
600496	精工钢构	0.36	0.47	11.76	2.83	14.95	77.75	0.94	0.56	4.21	4.65	4343.27	4956.68

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

盈利预测

在假设钢材等原材料价格基本稳定、公司管理费用率小幅下降、现有在手合同不出现价格调整、装备制造毛利率小幅上升等条件下，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.85 元、2.42 元和 3.01 元，未来三年复合增长率约 60%。

表 2：公司盈利预测

	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
营业收入	14,092.40	7,231.16	16,655	19,840	23,629
其中：水泥生产线安装	5,352.38	2,616.74	6,423	7,579	8,943
机械设备制造与销售	8,147.11	436,327.12	9,614	11,536	13,844
设计	414.25	17,353.64	476	562	663
营业收入同比增速	28.0%	10.6%	18.2%	19.1%	19.1%
其中：水泥生产线安装	6.0%	14.4%	20.0%	18.0%	18.0%
机械设备制造与销售	20.4%	9.54%	18.0%	20.0%	20.0%
设计	13.9%	2.9%	15.0%	18.0%	18.0%
毛利率	13.2%	12.2%	13.6%	13.8%	14.1%
其中：水泥生产线安装	3.5%	3.0%	3.5%	3.2%	3.2%

上市公司调研报告

机械设备制造与销售	16.8%	15.2%	17.0%	17.5%	17.7%
设计	49.6%	68.2%	50.0%	50.0%	50.0%
营业费用	128.91	50.71	133	159	177
管理费用	613.93	352.60	783	893	1040
财务费用	134.37	-80.90	5	16	24
营业利润	775.80	492.60	1,096	1,379	1,710
利润总额	643.71	511.62	1,131	1,419	1,750
净利润	503.71	380.97	860	1,078	1,330
归属于母公司净利润	311.71	316.86	781	1,022	1,270
EPS	0.74	0.79	1.85	2.42	3.01

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

估值和投资建议

绝对估值

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

假设条件

基本条件:

无风险利率 Rf: 3.00%; 平均风险股票必要报酬率 Rm: 10.00%; β 值: 0.743 (根据 Bloomberg 数据)。

现金流估算:

FCFF、FCFE、APV 第二阶段增长率 1%、长期增长率 0%，EVA 第二阶段增长率和长期增长分别为 5% 和 2%，第二阶段的年数为 8 年 (即 2013-2020 年)；

估值结果

采用 FCFF、FCFE 和 APV 分别估值的结果为 48.26 元、50.10 元和 46.89 元。对上述三种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，估值结果如表 5 所示。

相对估值

根据我们的盈利预测，公司 09-10 年 EPS 分别为 1.85 和 2.42 元，按照 12 月 20 日收盘价计算，公司对应 09-10 年动态 PE 分别为 19.4 倍和 14.8 倍，不仅明显低于 A 股 23.5 和 18.6 倍的估值水平 (WIND 资讯数据)，而且也低于建筑板块重点上市公司 21.9 倍和 16.7 倍的平均估值水平。考虑到 2010 年起未来三年业绩复合增长率约 20%，对应于 2010 年业绩 20 倍 PE，公司合理价值为 48.4 元。

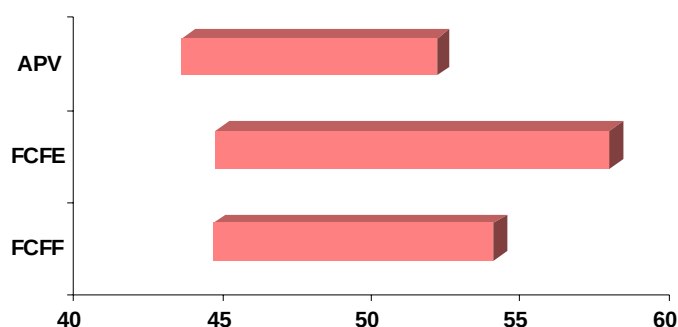
综合以上 FCFF、FCFE 和 APV 等绝对估值方法和相对估值法，我们认为公司股票价值合理区间为 48-50 元，目前公司股价为 35.87 元，股价存在低估。

表 15: 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	48.26	44.37	—	53.80	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	50.10	44.45		57.71	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	46.89	43.32	—	51.87	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：中信建投证券研发部

图 13：估值结果



资料来源：中信建投证券研究发展部

表 4：重点上市公司盈利预测与估值比较

代码	公司名称	股价(12月18日收盘价)	EPS			PE		
			08	09E	10E	08	09E	10E
600970	中材国际	35.87	0.74	1.85	2.42	48.54	19.39	14.82
600528	中铁二局	13.19	0.32	0.50	0.85	41.75	26.49	15.50
601390	中国中铁	6.16	0.05	0.30	0.40	117.56	20.53	15.40
601186	中国铁建	8.93	0.30	0.46	0.60	30.24	19.41	14.88
601668	中国建筑	4.68	0.09	0.18	0.24	51.15	26.00	19.50
601618	中国中冶	5.53	0.16	0.24	0.32	33.93	22.77	17.02
600496	精工钢构	11.49	0.36	0.46	0.65	31.63	24.98	17.68
002062	宏润建设	19.32	0.85	1.02	1.20	22.65	18.94	16.10
002140	东华科技	38.55	0.65	0.85	1.00	59.61	45.15	38.55
600820	隧道股份	13.77	0.40	0.65	0.78	34.56	21.04	17.61
600068	葛洲坝	11.03	0.49	0.65	0.89	22.66	16.97	12.39
600583	海油工程	11.51	0.37	0.51	0.65	31.25	22.50	17.69
600491	龙元建设	16.75	0.31	0.59	1.10	54.03	28.39	15.23
平均						40.43	21.86	16.70

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

投资评价和建议

预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.85 元、2.42 元和 3.01 元，未来三年复合增长率高达 60%，但目前公司对应于 2010 年的 PE 仅 14.8 倍，大幅低于建筑行业 and 沪深 300 平均水平。业绩快速增长的高确定性和明显的估值优

势是我们推荐的理由，维持对公司的增持评级，6个月目标价 48.4 元（对应于 2010 年 20 倍 PE）。

此外，公司股价还有较强的催化剂：

- ◆ 2009 年业绩翻番增长；
- ◆ 高分红预期——公司历年重视股东权益，04 年-08 年以及 1H08、1H09 持续高送转的分红政策，1-3Q 公司未分配利润 7.9 亿元，分红能力较强；
- ◆ 2H09 国际原油价格上升带动公司新签合同额底部回升，2010 新签订单重回升势；
- ◆ 对外并购取得新进展，以及集团资产注入预期强烈；

风险分析

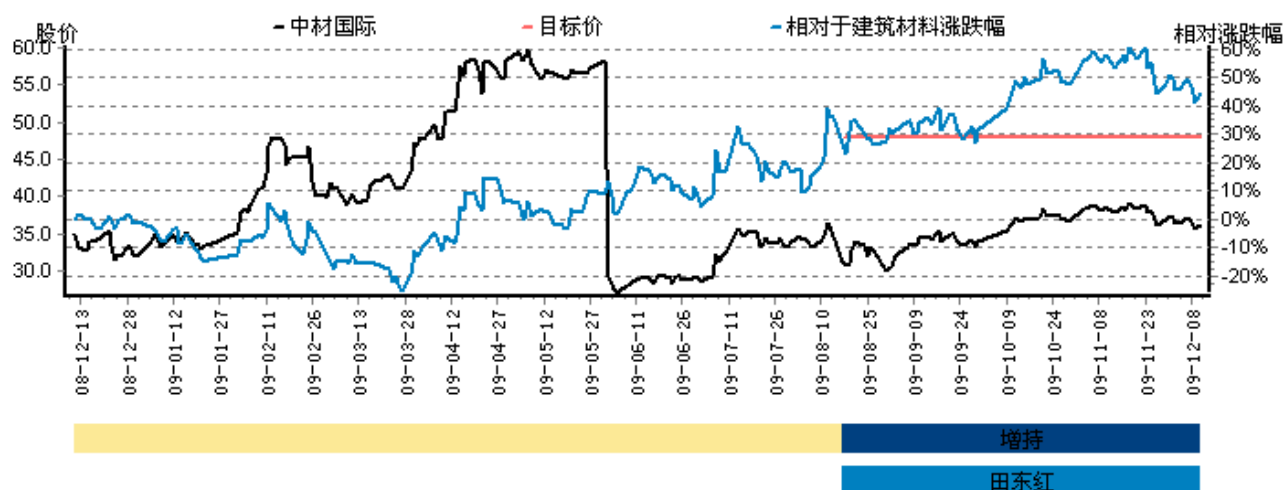
1、汇率风险。公司国际合同结算货币主要使用美元、欧元，尽管公司对部分合同采取了固定汇率制、美元套期保值，但仍有一定的外汇风险；

2、原材料价格波动风险：公司的项目合同主要是闭口合同，如果钢材、铜等原材料价格大幅波动，公司毛利率将受到影响。

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
主营业务收入	12,370.93	14,092.40	16,655.37	18.19%	19,840.27	19.12%	23,629.22	19.10%
主营业务利润	11,070.12	12,227.01	14,389.60	17.69%	17,099.86	18.83%	20,290.24	18.66%
其他业务利润	142.58	128.91	166.55	29.20%	188.48	13.17%	212.66	12.83%
营业费用	495.41	613.93	832.77	35.65%	972.17	16.74%	1,134.20	16.67%
管理费用	1.55	134.37	4.63	-96.55%	15.76	240.33%	24.25	53.81%
财务费用	(4.72)	5.79	6.00	3.59%	6.00	0.00%	6.00	0.00%
营业利润	562.34	775.80	1,094.41	41.07%	1,367.69	24.97%	1,739.65	27.20%
投资收益	598.02	643.71	1,129.41	75.45%	1,407.69	24.64%	1,779.65	26.42%
利润总额	189.73	140.01	271.06	93.60%	337.85	24.64%	427.12	26.42%
净利润	408.29	503.71	858.35	70.41%	1,069.85	24.64%	1,352.53	26.42%
NOPLAT	254.31	311.71	779.35	150.03%	1,019.85	30.86%	1,292.53	26.74%
资产负债表（百万元）								
流动资产	3,876.68	10,553.75	10,825.99	2.58%	11,904.16	9.96%	12,996.07	9.17%
货币资金	0.00	6.46	7.00	8.44%	7.00	0.00%	7.00	0.00%
短期投资	596.32	1,103.39	1,368.93	24.07%	1,630.71	19.12%	1,942.13	19.10%
应收帐款	1,904.72	3,134.21	3,422.01	9.18%	3,764.00	9.99%	4,169.81	10.78%
其他应收款	1,864.87	2,084.12	2,759.65	32.41%	3,279.43	18.83%	3,891.28	18.66%
存货	8,734.62	17,414.86	19,003.74	9.12%	21,324.05	12.21%	23,886.11	12.01%
长期投资	1,050.94	1,535.01	1,551.06	1.05%	1,619.73	4.43%	1,577.84	-2.59%
固定资产	9,785.55	18,949.87	20,554.80	8.47%	22,943.77	11.62%	25,463.95	10.98%
无形资产	196.66	2,839.86	3,108.44	9.46%	3,793.68	22.04%	4,139.56	9.12%
总资产	1,994.84	2,616.40	2,562.53	-2.06%	3,045.18	18.83%	3,613.33	18.66%
无息负债	4,995.55	10,411.57	10,911.23	4.80%	11,506.44	5.46%	12,215.31	6.16%
有息负债	8,267.32	17,070.45	17,871.00	4.69%	19,598.65	9.67%	21,284.00	8.60%
少数股东权益	35.96	284.64	289.21	1.60%	288.62	-0.20%	287.93	-0.24%
股东权益	500.60	544.76	623.76	14.50%	673.76	8.02%	733.76	8.91%
净营运资本	981.67	1,050.02	1,773.09	68.86%	2,385.00	34.51%	3,160.52	32.52%
现金流量表（百万元）								
净利润	408.29	503.71	858.35	70.41%	1,069.85	24.64%	1,352.53	26.42%
折旧摊销	64.85	75.41	0.00	N/A	131.33	N/A	141.89	8.04%
净营运资金增加	77.24	(122.89)	788.34	N/A	592.66	-24.82%	876.71	47.93%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	234.46	-56.44%	1,214.72	418.09%	1,438.98	18.46%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(343.80)	N/A	(247.50)	N/A	(151.00)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	381.58	1306.47%	110.95	-70.92%	(196.08)	N/A
现金净增（减）	124.03	281.64	272.24	-3.34%	1,078.17	296.04%	1,091.91	1.27%

附:



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。

分析师介绍

田东红——建筑建材行业首席分析师；高级经济师，5 年建筑建材设计研究，9 年证券研究经历；
郑 军——建筑建材行业分析师，4 年建筑央企从业经验，工科学士和经济学硕士，中级会计师；
韩 梅——建筑建材行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

基金研究服务

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn
丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn
张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn
朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn
严 非 (021) 68805033 yanfei@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohai@csc.com.cn
任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn
张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

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

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

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。