

上市公司调研报告

成长性明确的公装龙头

所处中高端公装市场快速发展。金螳螂的主要业务是为公共建筑提供配套装饰服务。公共建筑装领域表现显眼，近三年复合增长率达到 20%，明显快于整个装饰行业 10% 的增长。建筑装饰行业是一个弱周期性的行业，民间投资和政府投资互补的特征有效淡化了对行业的冲击，我国尚处在城市化进程过程中，市场容量广阔，未来不断拓展的增量市场和稳定的存量市场保证了行业成长性明确。其中，新增的铁路客运市场将是未来两年重要看点。

公司具备独特商业模式，竞争优势突出。金螳螂快速发展除得益于外部环境以外，还在于其以可快速复制的扩张模式为中轴、以设计驱动施工和工厂化生产装配化施工为两翼的创新型商业模式。其设计施工一体化规避了人才流失（设计师和项目经理）的风险，而工厂化环保、高效，有效保证了施工质量。设计先导和工厂化最大限度地保证了项目的标准化运营，从而使得其商业模式具有可复制性。目前已完成木材和幕墙两大生产基地的建设，规模化优势逐步显现，股权激励措施也已展开。使其拥有高于同行业其他竞争对手的明显优势。

酒店公装市场为主，保证较高利润率水平。公司目前下游客户中公共建筑占比 40%，酒店占比 30%，两者合计达到 70%。与国际连锁酒店达成合作不仅意味着可锁定长期增长预期，同时也使得其扩张模式具有了可复制的客观基础。精装住宅大约占到 20%。从利润率水平来看公装最高，酒店其次。保证了公司高于一般建筑装饰企业的毛利率水平。

订单饱满，中远期规划。公司今年设计订单预计大约 2.5-2.6 个亿，其中 60% 以上的设计合同可为公司带来施工业务。预计 09 年全年施工订单大约 50 个亿，根据工期和以往经验，其中大约 70%-80% 可在当年产生产值。以此我们判断装饰业务 09 年可产生约 36 个亿的收入，全年整体收入增速在 15% 以上。公司远景战略：3-5 年内实现收入 100 亿目标，结合行业整体发展和公司情况我们认为未来几年公司收入复合增长率应在 25% 以上。

盈利预测与估值。我们预计公司 09 年-11 年收入增速将分别达到 17.6%，28.0% 和 27.10%。综合毛利率分别为 16.28%，16.30% 和 16.30%。对应净利润增速分别为 38.6%，33.4% 和 29.0%。09 年-11 年 EPS 分别为 0.90 元，1.20 元和 1.55 元。相对于洪涛而言估值上具备一定优势，我们认为公司未来几年高成长性明确，净利润年复合增长率基本在 30% 以上。给予 2010 年 30 倍估值较为合理，对应合理股价 36 元，给予“增持”评级。

金螳螂（002081）

维持

增持

田东红

Tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

郑军

Zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

当前股价：31.70 元

目标价格 6 个月：36.00 元

调研日期：2009 年 12 月 30 日

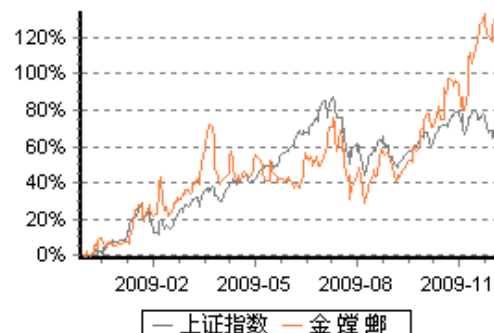
分析日期：2010 年 01 月 07 日

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
28.4/27.0	54.5/40.8	128.6/58.9
12 月最高/最低价 (元)		35.96/16.75
总股本 (万股)		21,280
流通 A 股 (万股)		6,188
总市值 (亿元)		65.54
流通市值 (亿元)		19.06
近 3 月日均成交量 (万)		244
主要股东		
苏州金螳螂企业 (集团) 有限公司		41.04%

股价表现



预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	3,337.70	3,925.30	5,025.37	6,386.34
主营收入增长率	-3.63%	17.61%	28.03%	27.08%
EBITDA（百万）	195.89	278.75	379.25	492.59
EBITDA 增长率	35.88%	42.30%	36.05%	29.89%
净利润（百万）	138.35	191.72	255.75	329.91
净利润增长率	53.02%	38.57%	33.40%	28.99%
ROE	19.79%	23.01%	25.26%	26.54%
EPS（元）	0.981	0.901	1.202	1.550
P/E	32.31	35.18	26.38	20.45
P/B	6.39	5.36	4.42	3.60
EV/EBITDA	21.13	14.82	10.81	8.12

投资主要看点：

一、装饰行业空间广阔，公装领域快速发展

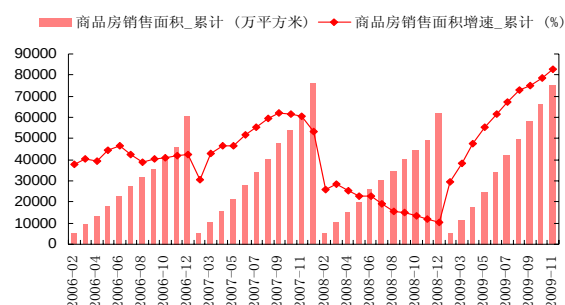
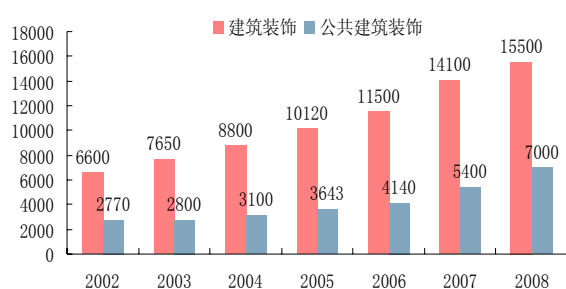
行业弱周期特征明显，市场容量大

公司所处的行业是建筑装饰行业。我国建筑装饰行业从 80 年代中期开始从传统小行业逐步发展成为大行业，一直保持稳步增长。特别是公装领域近年来表现显眼，从 06 年开始受国际大型活动的拉动，公共建筑装饰业进入高潮，三年复合增长率高达 20%。

图 1：建筑装饰及公共建筑装饰行业历年总产值单位：亿元

图 2：房地产销售累计面积及增速

单位：万平方米



资料来源：中国建筑装饰协会，中经网

我们认为，建筑装饰行业是一个弱周期性的行业，民间投资和政府投资互补的特征有效淡化了对行业的冲击，我国尚处在城市化进程过程中，市场容量和空间本身已十分巨大，当下在整体消费回升的态势下，建筑装饰业仍将保持快速增长。一方面，城市化率的不断提高带动了基础设施建设和房地产业的发展，产生了大量的装饰需求，根据各地建筑装饰协会统计资料，珠三角和长三角年装饰工程产值均在 2000 亿元以上。另一方面由于每个建筑物在整个使用寿命期限内需要进行多次装饰装修，酒店类公装一般 5~7 年更新一次，其他建筑一般 10 年更新一次。1998-2007 年行业累计总收入达到 8 万亿元，以 10 年更新一次计算，目前每年存量市场已达 8000

亿元，至 2010 年国内建筑装饰装修仅存量市场就要突破 10 万亿，每年存量市场可提供 10000 亿元以上装饰装修业务。不断拓展的增量市场和稳定的存量市场给建筑装饰行业带来了广阔的空间，成长性明确。

公装市场表现亮眼

公共建筑装饰主要包括宾馆饭店、商场、医院、会展中心、体育场馆、剧场、机关办公楼、写字楼及其他盈利服务行业等公共建筑的新建及改造装饰。现代服务业的快速发展使涉外酒店、会展中心等基础设施进入大规模建设时期，在增加整个市场规模的同时也推动了建筑装饰行业整体水平向更高层次发展。

近年公装市场 20% 的增速明显高于行业整体的 10% 的增速，显示中高端市场的发展势头优于低端市场。这主要是两方面因素作用：一方面，目前国际连锁酒店的第三次中国扩张浪潮，为装饰行业提供了快速发展的契机。另一方面，公共文化设施发展产生了大量建筑装饰需求。

随着国内商务和旅游的发展，受 2008 年奥运会、2010 年世博会、2011 年亚运会、2012 年大运会推动，国内星级酒店发展迅猛。统计数据显示，2008 年中国的五星酒店达到 432 家，7 年复合增长率达到 19%，四星级酒店 1821 家，复合增长率 22.5%。国家旅游局预计 2015 年五星级酒店数量将超过 500 家，各大国际酒店巨头都制定了野心勃勃的扩张计划，香格里拉、万豪、雅高、喜达屋酒店及度假村集团（Starwood）、美国凯悦集团（Hyatt）、希尔顿国际酒店集团（Hilton）、喜来登等世界顶尖酒店管理集团，甚至纷纷对其中国区域负责人下达了高端酒店数量增长 50% 到 200% 的战书。相比于高档酒店业 20% 左右的平均增速，国际酒店集团的扩张显然要凶猛得多。相应地，酒店装修装饰市场也会有一个膨胀期，作为这些酒店集团的合作方，金螳螂可获得更多的机会。

图 3：我国五星级酒店数量及增速

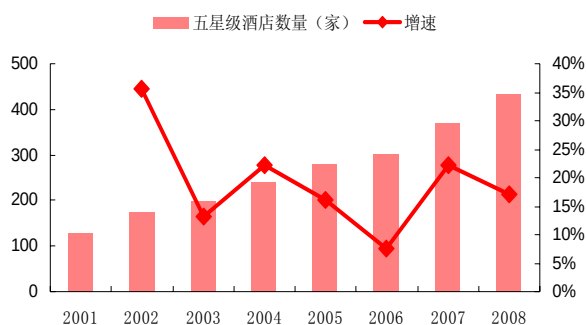
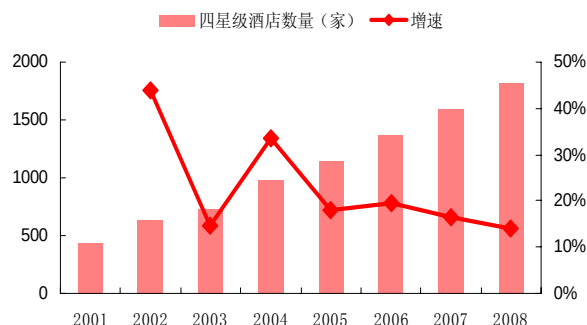


图 4：我国四星级酒店数量及增速



资料来源：中国国家旅游局，中信建投证券研发部

铁路客运站装修业务将是未来新增重要市场

国家加大基础设施项目的投资力度，铁路市场率先受益。根据铁道部规划，“十一五”期间共要修建 548 座新客站，总投资规模约 1500 亿元。其中装修投资近半。未来，在全国将建成六大枢纽性的客运中心和十大区域性客运中心。从建设情况来看，大部分项目将在明年完工。

2009 年 6 月 2 日，铁道部有关部门做出《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》，共 78 家。通知中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）。公司入选铁道部第一批名录一类企业。

表 1：铁路客站装修装饰工程施工企业名录（一类）

序号	企业名称
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司
2	浙江亚厦装饰股份有限公司
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司
4	中国建筑装饰工程有限公司
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司
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
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
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

资料来源：中信建投证券研发部

由于铁路客运市场刚刚进入大规模投资建设期，装修业务将会有所滞后，公司反映目前尚未有铁路方面的订单，我们判断该块业务将会成为 2010 年后公司业务的重要增量。

二、行业集中度低、高端市场利润丰厚

大行业、小企业——行业集中度低

1.55 万亿的市场容量，每年以 10% 的速度增长，截至 08 年底全国装饰装修企业有 15 万家，公共建筑装饰企业约 4 万家。在公装领域专业设计、施工能力、综合配套服务等具有较强实力的有 30 家。但行业集中度 CR4（行业前 4 企业的市场占有率）仅约 1%——“大行业，小企业”是目前建筑装饰行业的典型特点。这种市场格局为行业中具备资金和品牌实力的优势企业提供了快速扩张的先天条件。

高端市场利润较高，竞争理性

目前建筑装饰行业市场化程度很高，在中低端市场，由于业主对设计和施工单位要求较低，参与竞标的企业素质参差不齐，导致中低端市场竞争趋于白热化和复杂化，恶性竞标时有发生，近几年随着行业不断规范，行业竞争逐渐趋于理性。相比较，高端建筑市场因为业主要求设计和施工单位具备较高的专业设计和施工能力、承接过著名的标志性工程、有同类工程的实施经验等使得市场进入门槛较高，定位中高端市场的建筑装饰企业竞争较为理性，极少发生恶性低价竞争的情况，行业利润率也明显高于中低端市场且一直呈稳定态势。

我们认为公共建筑装饰由于多为政府项目及工程，投资额较高，因此偏重于中高端市场，在公装市场快速

发展的当下，定位于该类市场的建筑企业可以获得高于行业平均增速的发展。此外，行业集中度提升的马拉松竞赛才刚刚开始，金螳螂、洪涛等一批企业凭借和一般装饰企业不太相同的运营模式已经获得了较快增长，上市之后的拥有资金实力后通过工厂化、规模化生产将获得发展先机，拉开与同行之间的差距。

因此目前来看，我们认为高端市场整个容量仍然足够大。相对于低端家装市场而言对品牌效应、准入资质和设计水平要求较高，进入门槛较高，有实力参与竞争的企业还不多，竞争不激烈，可以保证合理利润水平。

公司在行业中竞争优势明显

根据中国建筑装饰协会组织的“2008年度中国建筑装饰百强”评选，公司名列全国建筑装饰排名首位。从过往来看，公司长期居于行业龙头地位。拥有鲁班奖 30 个，全国建筑工程装饰奖 59 个，明显高于其他竞争对手，显示较强竞争优势。目前在中高端市场中的主要竞争对手是浙江亚厦、深圳深装总、中国建筑装饰工程公司和最近刚上市的深圳洪涛股份。洪涛股份上市后资金和品牌实力壮大，有助于其渠道开拓及走工厂化装配的运作模式，但由于整体市场容量较大，对金螳螂等中高端市场中的其他企业影响有限。

表 2：排名前五的主要建筑装饰企业

排名	公司名称	业务特点	鲁班奖	全国建筑工程装饰奖
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程设计和施工、建筑幕墙工程制作施工，家具制造等。目前省内省外业务大约各占一半。	30	59
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	主要从事公共装饰工程的设计和施工；浙江省内份额较强，逐步向外扩展。	13	39
3	深圳市深装总装饰工程有限公司	主要从事公共装饰工程的设计和施工，建筑幕墙工程的设计和施工；在机场装饰工程细分市场优势明显；产品覆盖全国市场	7	19
4	中国建筑装饰工程有限公司	主要从事公共装饰工程的设计和施工，建筑幕墙工程的设计和施工；产品覆盖全国市场；控股股东中国建筑总公司能提供强势资源支持。	3	22
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	装饰业鼻祖，主要从事公共装饰工程的设计及施工；在剧场会堂类文化设施、国家政务场所、大堂装饰工程等高端公装具有较强优势；产品覆盖全国。	9	7

资料来源：中信建投证券研发部

三、具备独特商业模式

金螳螂的主要业务是为公共建筑提供配套装饰服务，除了大环境之外，金螳螂快速发展在行业始终处于前列的原因在于其以可快速复制的扩张模式为中轴、以设计驱动施工和工厂化生产装配化施工为两翼的创新型商业模式。其设计施工一体化规避了人才流失（设计师和项目经理）的风险，而工厂化环保、高效，有效保证了施工质量。设计先导和工厂化最大限度地保证了项目的标准化运营，从而使得其商业模式具有可复制性。

与星级酒店共舞、完善渠道建设

金螳螂快速发展的驱动因素中很关键的一点是赶上了国际星级酒店在国内扩张的浪潮。公司与多家五星级酒店建立稳定的业务关系，有效锁定高端公装市场中重要的领域。其中以与香格里拉等国际连锁酒店集团的合作为最多，目前高档酒店的装修业务收入是公司中的重要利润来源，占比达到 30%以上。

随着国际酒店在中国的攻城掠地，金螳螂的业务迅速向上海、北京、广州、深圳等一线城市蔓延，省外业务占比呈现迅猛增长，贡献的营业收入从 2003 年的 11% 蹿升至 2008 年的 47%。由于国际酒店集团通常对旗下酒店的装饰风格及其文化蕴含都保持统一风格，这使得它们在扩张时更趋向于选择同一家装饰公司。与国际酒店的合作为金螳螂的市场开拓提供了一条快车道。

更为重要的是，与国际酒店合作拥有三大优势。一是享受较高的毛利。国际连锁酒店非常注重装饰的品质，愿意为设计和施工质量支付一定溢价。二是收入相对阳光化，减少了装饰企业的灰色成本，并保证其应收账款的及时回收和计提呆账坏账的减少。三是酒店 N 次装修保证业务的可持续性。酒店需要不断更新内饰和外观来提升消费者的感官吸引力，其装修存续时间较短。行业经验表明，酒店装修一般 5-7 年更新一次，比其他公共建筑 10 年的更新期更短。N 次装修提供了后续业务来源，且每次装修在工程造价上与首次装修相差不大。

因此，对金螳螂等装饰公司而言，能够与国际连锁酒店达成合作不仅意味着可锁定长期增长预期，同时也使得其扩张模式具有了可复制的客观基础。

图 5：公司下游订单结构

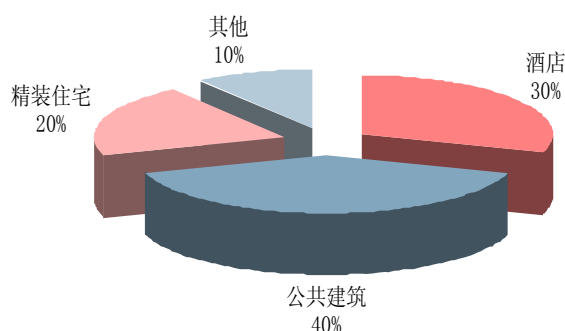
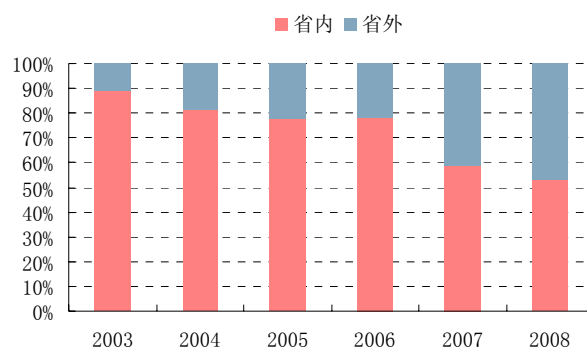


图 6：公司省内省外收入占比情况



资料来源：中信建投证券研发部

伴随近年各地政府对大型高端项目的投资力度加大，公司在公共建筑领域市场的拓展力度赶超酒店市场，目前公共建筑是公司客户结构中占比最大的一块市场，达到 40%。主要包括展览馆、艺术中心、剧场等等。由于该块市场主要为政府投资项目，一般投资规模较大，对设计施工企业的资质要求较高，有实力参与竞争的企业不多。

从利润结构来看，公司目前四块下游市场领域中毛利最高的是公共建筑、其次是酒店。这两块高毛利的业务收入合计占比达到 70%。保证了公司利润率水平。

设计驱动施工，设计施工一体化

公司拥有建筑装饰专项工程设计甲级和建筑幕墙专项工程设计甲级双甲级设计资质。目前拥有 2 个设计子公司（苏州建筑装饰设计研究院有限公司，上海金螳螂环境设计研究院有限公司），设计订单当中有 70% 以上可为公司带来施工订单。通过设计和自身的品牌效应为公司带来业务而非依靠业务人员，使公司可以掌握承揽业务的主动权，不会因营销人员的流失而流失业务量。

在国际建筑施工行业，由设计驱动施工的设计施工一体化模式盛行，原因在于装饰设计包含较多设计师个

性化元素，设计施工由同一家公司完成有利于设计理念的贯彻始终。这种运作特征和模式使得公司可以享有高于一般建筑施工企业的毛利水平。

工厂化生产+装配化施工

工厂化施工就是将装饰工程按照饰面体系划分出各种组合的零部件，零部件加工完全在工厂里加工、整合形成一个构件或若干个构件，施工现场只是构件在六面体上的安装和总成。工厂化施工变革了传统装饰工序，可按要求来“组合”装饰工期，可视情况来提前介入施工。传统的木作先行、传统的先湿后干、传统的先顶后地，甚至乳胶漆等工序的先后次序均有可能因为不同的工厂化施工的要求而打破，各种作业“同时”进行，变成了可能，大大缩短了装饰工期。对装饰企业而言，工厂化施工实际上就是对企业“资源整合”能力的要求。有数据显示，部品部件工厂化生产平均可以缩短工期 30%，这意味着资金利用效率可以提升 30%。

欧美等国家的经验表明，建筑过程中约有 80%的部品部件可以实行工厂化生产和装配化施工，如木制品、石材、幕墙等；而在目前中国的建筑装饰过程中，绝大多数仍然采用饰材当场装配，效率较低。

与全行业相比，金螳螂在工业化生产施工方面可以说一直走在同行前列。公司目前在苏州共有两大生产基地：一个是位于苏州工业园区的木材家具生产基地（苏州工业园区金螳螂家具设计制造有限公司），公司下属五个厂，都可以实现全套的固定家具、活动家具的生产加工。另一个是 2007 年 10 月公司以 2061.37 万元的价格收购苏州文辉电子有限公司 100%股权建设的幕墙和建筑门窗加工基地，后更名为苏州金螳螂建筑幕墙制造有限公司，目前幕墙公司已全部搬到太湖边。该幕墙生产基地 09 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。通过采用先进的设备、工艺、流程，幕墙产能实现大幅提高的同时，产品档次和质量也得到了较大幅度的提升，为公司承接高端、大体量的幕墙业务创造了良好条件，为公司带来了新的利润增长点。09 年预计该基地可带来 6 个亿的订单，未来满负荷运作的话每年有望带了 15 亿的收入。

这两块生产基地的建设完成成为公司的工厂化、规模化、标准化生产提供了基础，装配化比率大幅提升。据我们了解目前装配化施工项目占总项目的比重已经由 08 年不到 5%发展到了目前 20%的比例。虽然短期在成本节约上优势并不明显，但可以有效缩短工期，提高公司接单能力和运营效率。

图 7：期间费用率

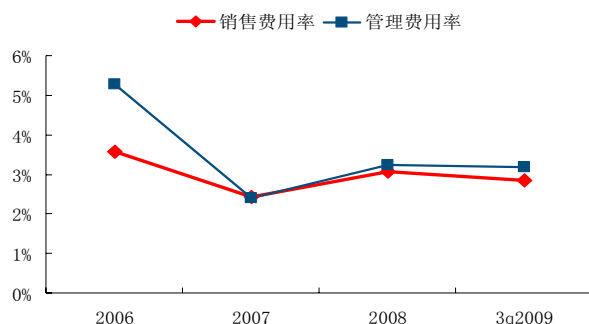
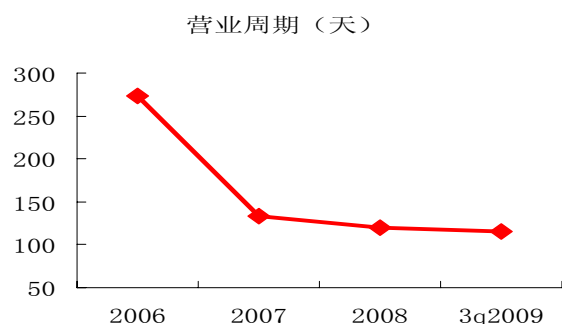


图 8：营业周期



注：07 年由于会计制度变化致使营业收入和成本大幅上升，导致费用率明显降低。

股权激励保留人才

公司智能化和设计一体化的特征决定了人才对整个公司的发展至关重要，为了减少人才流失率，2007 年底，金螳螂启动首期定向增发授予管理层和 9 名核心技术人员共计 200 万份股票期权，绑定核心技术人员与公司的共同利益。

后经过调整后，截止 09 年中期，将股票期权激励计划中未行权的股票期权行权价格由 32.53 元/股调整为 21.55 元/股；将未行权的股票期权数量由 292.5 万份调整为 438.75 万份，其中，董事、高管人员所持股票期权数量由 238.5 万份调整为 357.75 万份。目前已完成首批股权激励 129.6 万股上市流通，行权价 21.55 元，锁定期 6 个月。并将在 2010 年 8 月继续完成后续两批次行权计划。

四、订单饱满，高成长仍可期

公司今年设计订单大约 2.5-2.6 个亿，其中 60% 以上的设计合同可为公司带来施工业务。预计 09 年全年施工订单大约 50 个亿，根据工期和以往经验，其中大约 70%-80% 可在当年产生产值。以此我们判断装饰业务 09 年可产生约 37 个亿的收入，全年整体收入增速在 17% 以上。

公司远景战略：3-5 年内实现收入 100 亿目标，结合行业整体发展和公司情况我们认为未来几年公司收入复合增长率应在 25% 以上。公司还将继续提高装配化比例，并考虑适时拓展新业务（总包、园林景观等）。

盈利预测与估值

根据对行业和公司的判断，我们预计公司 09 年-11 年收入增速将分别达到 17.61%，28.03%和 27.08%。综合毛利率分别为 16.28%，16.30%和 16.30%。对应净利润增速分别为 38.6%，33.4%和 29%。

对应 09-11 年的收入分别为 39.25 亿元、50.25 亿元、63.86 亿元，净利润分别为 1.92 亿元、2.56 亿元和 3.30 亿元。09 年-11 年 EPS 分别为 0.90 元，1.20 元和 1.55 元。

表 3：分业务收入增速预测假设条件

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
装饰	-3.96%	17.00%	28.00%	27.00%	25.00%
设计	-8.85%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
家具	114.93%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	-36.27%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	-3.63%	17.61%	28.03%	27.08%	25.20%

表 4：分业务毛利率预测假设条件

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
装饰	15.67%	16.10%	16.10%	16.10%	16.10%
设计	18.57%	18.70%	19.00%	19.00%	19.00%
家具	21.09%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
其他	-39.07%	-8.33%	9.09%	6.25%	4.76%
合计	15.84%	16.28%	16.30%	16.30%	16.30%

从同类企业估值比较看，与公司业务结构、市场定位比较一致的是洪涛股份，目前金螳螂估值上有优势。以 1 月 7 日收盘价计算公司目前 09 年市盈率为 35 倍，对应 2010 年市盈率为 26 倍。我们认为公司未来几年高成长性明确，净利润年复合增长率基本在 30%以上。给予 2010 年 30 倍估值较为合理，对应合理股价 36 元，给予“增持”评级。

表 5：同类公司估值比较

公司	EPS			PE			当前股价
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
金螳螂	0.90	1.20	1.55	35.2	26.4	20.5	31.70
洪涛股份	0.53	0.82	1.14	60.8	39.3	28.3	32.21

注：以 2010 年 1 月 7 日收盘价计算

利润表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	3,463.34	3,337.70	3,925.30	17.61%	5,025.37	28.03%	6,386.34	27.08%
营业成本	3,021.23	2,808.90	3,286.23	16.99%	4,206.35	28.00%	5,345.64	27.08%
营业费用	84.27	102.52	109.52	6.83%	135.69	23.90%	168.98	24.54%
管理费用	83.45	108.47	120.90	11.46%	150.76	24.70%	190.95	26.66%
财务费用	(4.86)	(2.10)	(3.31)	N/A	(3.04)	N/A	(1.55)	N/A
投资收益	0.02	0.42	0.47	10.00%	0.51	10.00%	0.57	10.00%
营业利润	139.89	186.17	260.55	39.95%	349.53	34.15%	453.33	29.70%
利润总额	148.19	195.20	270.67	38.67%	361.07	33.40%	465.76	28.99%
所得税	53.49	51.24	71.19	38.92%	94.96	33.40%	122.50	28.99%
净利润	94.70	143.96	199.48	38.57%	266.11	33.40%	343.27	28.99%
归属母公司的净利润	90.42	138.35	191.72	38.57%	255.75	33.40%	329.91	28.99%
NOPLAT	86.29	135.75	189.59	39.66%	255.36	34.69%	332.96	30.39%
总股本（百万）	141	141	212.79	-	212.79	-	212.79	-
EPS	0.64	0.98	0.90	-	1.20	33.40%	1.55	28.99%

注：不考虑2010年和2011年股权激励期权增加股本因素

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：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，对水泥及其他建材具有深入的理解和看法，从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

韩梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

郑军：建筑建材行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，2 年证券从业经验，中级会计师；善于从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

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

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。本报告清晰准确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。