

建筑施工

罗泽兵 S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

李凡 S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12个月目标价: 11.00元

当前股价: 8.70元

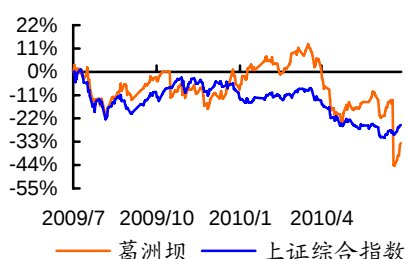
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2572.03
总股本(百万)	3487
流通股本(百万)	2168
流通市值(亿)	189
EPS (TTM)	0.40
每股净资产(元)	2.64
资产负债率	78.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
葛洲坝	10.92	-5.42	6.35
上证综合指数	0.08	-13.79	-17.79



相关报告

《葛洲坝-工程合同充足, 水泥资产明年将成为继民爆后的新利润点》 2010-4-11

葛洲坝

600068

推荐

长期的看点在于海外工程业务

投资要点:

- 国内大型水电市场仍将维持双寡头的稳定竞争格局, 未来“十二五”市场容量将与“十一五”基本持平。大型水电工程由于对工程安全性和施工统筹能力的高度关注, 行业仍主要由公司和中国水利水电集团主导, 形成了双寡头垄断的稳定市场格局。“十一五”国内水电装机容量经历了一个高速发展期, 整个“十一五”期间国内水电装机容量的新增规模将在 0.99 亿千瓦左右; 展望“十二五”, 当前在建的水电装机容量在 6000 万千瓦左右, 预计这些大部分将在 2012 年建成, 同时, 为实现国家提升非化石能源比重的政策目标, 预计 2013-2015 年国内水电年增规模仍将维持在 2000 万千瓦左右, 整个“十二五”国内水电市场容量将与“十一五”基本持平, 公司国内业务规模将维持平稳。
- 受益出口信贷支持, 公司高盈利的海外业务将成为推动盈利增长的主要动力。公司这种水电类的对外工程承包业务在输出劳务的同时, 能够有力带动机电设备出口, 一直是国家大力扶持的对象。受益于 08 年以来国家出口信贷等优惠政策推动, 公司海外订单增长明显, 预计未来 3 年海外市场年均签单有望达到接近 300 亿元的规模, 较 09 年 150 亿元的水平实现大幅增长。由于海外订单的盈利能力较国内要高出 5 个百分点左右, 随着公司工程收入中来自海外的比例由当前的 20% 提升至 2012 年的 1/3, 海外业务将成为推动公司盈利增长的主要动力。
- 多元化经营格局成形, 有望自 2011 年进入稳定盈利阶段。公司业已形成以水泥制造、民爆、高速公路和水力发电 BOT 经营为主的多元化经营格局。水泥业务方面, 公司着力布局的湖北区域其行业景气有望在 2011 年逐步走出当前的低谷; 民爆业务在西南、华中和新疆地区的良好区域布局有望持续受益中西部的基建建设; BOT 项目方面, 公司当前已完成投资支出 83.4 亿元, 占到公司长期资产总规模的 38%, 这些项目也将在明年开始逐步进入回报期。
- 维持“推荐”的投资评级。公司国内工程业务将维持平稳; 而受益于出口信贷优惠政策的推动, 公司高盈利的海外业务一方面其合同量未来将实现明显增长, 同时, 随着海外业务在公司收入占比的快速提升, 海外业务将成为推动公司盈利增长的主要动力。预计公司 10-12 年的 EPS 为 0.51、0.64 和 0.80 元, 中长期增长前景明晰, 维持推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	26601	36194	46538	53460
同比(%)	37%	36%	29%	15%
归属母公司净利润(百万元)	1323	1787	2247	2773
同比(%)	63%	35%	26%	23%
毛利率(%)	15.1%	15.7%	16.2%	16.6%
ROE(%)	16.2%	16.0%	17.1%	17.8%
每股收益(元)	0.38	0.51	0.64	0.80
P/E	22.93	16.98	13.50	10.94
P/B	3.71	2.71	2.31	1.95
EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

1、公司是以水电工程为主的大型综合建筑企业.....	4
1.1 公司是国内大型水利水电工程行业的两家主导企业之一.....	4
1.2 工程承包特别是水利工程未来仍将是公司收入的主要驱动力.....	4
2、国内水电相对平稳、海外收入将实现 30%的复合增长	6
2.1 国内“十二五”水电新增装机容量将基本与“十一五”期间持平	6
2.2 受益出口信贷支持，高盈利能力的海外订单呈快速增长趋势.....	7
3、多元经营格局将在 2011 年后逐步进入收获期.....	9
3.1 水泥业务景气有望在 2011 年走出当前低谷.....	9
3.2 民爆：公司产能布局持续受益中西部的基建建设.....	11
3.3 投资经营板块已实现大规模投资，有望在 2012 年进入稳步收获期.....	11
4、盈利预测和估值.....	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 估值.....	13

图表目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 国内水利水电建设市场份额	4
图 3 公司收入结构的历史变化	5
图 4 09 年公司营业利润总额的各板块贡献	5
图 5 07-09 年公司新签订单及工程收入规模对比	5
图 6 1997 年以来国内水电装机容量历年增量	6
图 7 2000 年以来国内能源消费总量中一次性能源的比例	6
图 8 07-09 年公司海外订单及海外收入	7
图 9 07-09 年公司国内外工程施工的毛利率对比	8
图 10 08-09 年公司下属国际公司的营业利润率与公司整体工程利润率对比	8
图 11 湖北省主要水泥企业的市场占有率	9
图 12 湖北省水泥投资额及投资增速	10
图 13 湖北省水泥行业的毛利率及净利率变化	10
图 14 湖北省固定资产投资增速与全国的比较	10
图 15 湖北历年水泥产量及增速	10
图 16 公司建成及在建 BOT 项目投资余额的年度变化	12
表 1 公司工程业务收入及盈利预测（单位：百万元）	8
表 2 公司主要水泥生产线一览	9
表 3 公司水泥收入及盈利预测（单位：百万元）	11
表 4 公司民爆业务收入及盈利预测	11
表 5 公司投资板块收入及盈利预测（单位：百万元）	12
表 6 公司主营业务各板块的收入及成本预测（单位：百万元）	13
表 7 A 股中等建筑公司估值水平	13

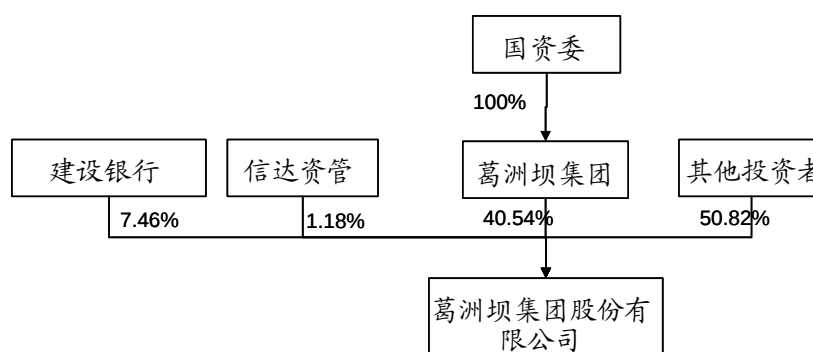
1、公司是以水电工程为主的大型综合建筑企业

1.1 公司是国内大型水利水电工程行业的两家主导企业之一

公司前身是原水利电力部下属的长江葛洲坝工程局，是三峡、澜沧江、隔河岩和二滩等大型流域水利水电工程的主要承建单位。公司在大容量、复杂类型坝体和大体量水工混凝土浇筑方面的施工经验丰富，在建国以来大型水利水电工程市场的占有率在 25% 左右，与行业内的中国水利水电集团（65% 的市场份额）形成了双寡头的行业竞争格局。

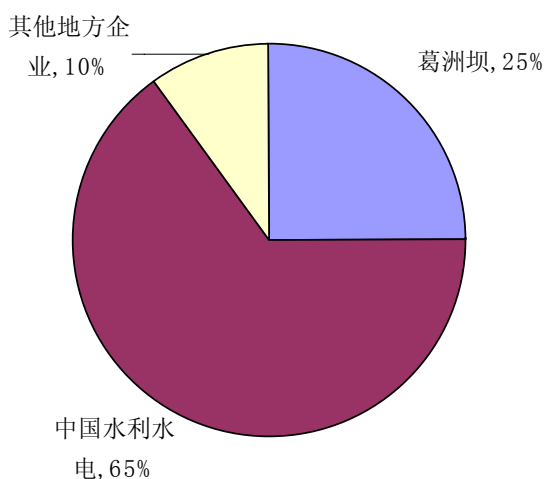
目前，公司已发展成为以水电工程为主导，结合其他建筑工程、水泥、民爆和投资运营的大型综合性企业。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告

图 2 国内水利水电建设市场份额



资料来源：中投证券研究所

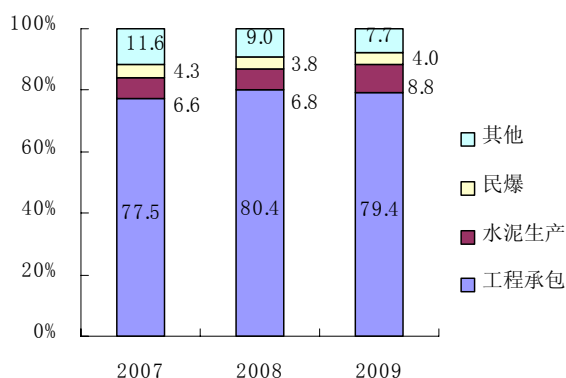
1.2 工程承包特别是水利工程未来仍将是公司收入的主要驱动力

最近 3 年公司收入中工程承包的比重一直在 75%-80% 之间、水泥制造的比

重随多条生产线的投产在 09 年有所上升，达到 8.8%，民爆和其他业务的收入比重在 12%左右。

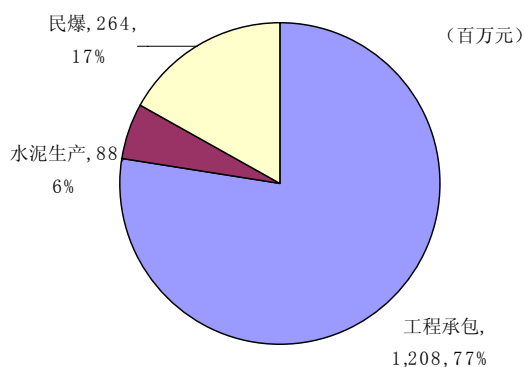
从利润结构来看，公司工程承包的利润贡献基本与其收入占比相当，水泥业务由于目前其所在湖北区域近期供给压力较大盈利尚处于偏低水平，而民爆业务受益于需求一直呈良好的景气状态。

图 3 公司收入结构的历史变化



资料来源：公司公告

图 4 09 年公司营业利润总额的各板块贡献

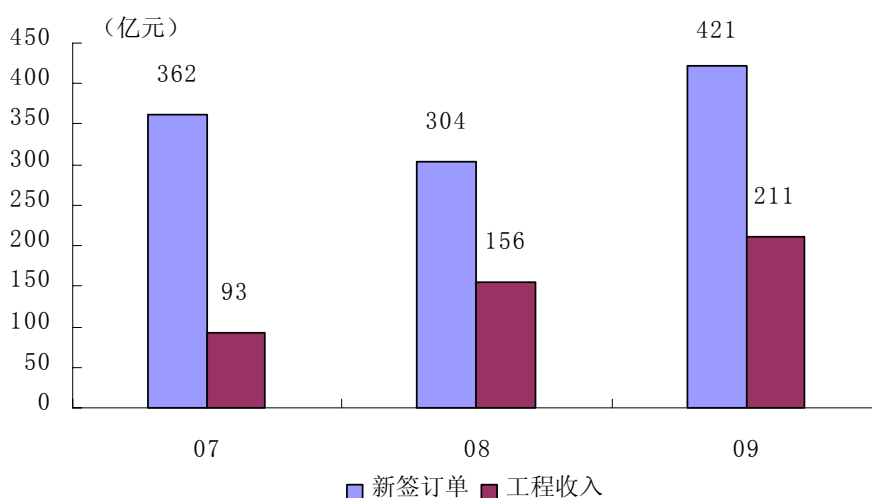


资料来源：公司公告

从公司近 3 年的新签订单与收入结算规模分析，由于水利工程的施工工期较长，公司每年的新签订单量都远高于其当年的收入结算规模，当前公司的在手订单在 800 亿元左右，相当于 09 年收入的 4 倍，公司合同储备丰厚。

目前公司工程订单中约 45%来自水电工程，我们预计公司未来 3 年来自国内的水电工程订单基本稳定，而海外市场订单将迎来较快增长。预计到 2012 年，公司工程业务新签订单规模有望从 09 年 421 亿元的水平上升至 600 亿元左右，从而带动公司工程收入的稳定增长。

图 5 07-09 年公司新签订单及工程收入规模对比



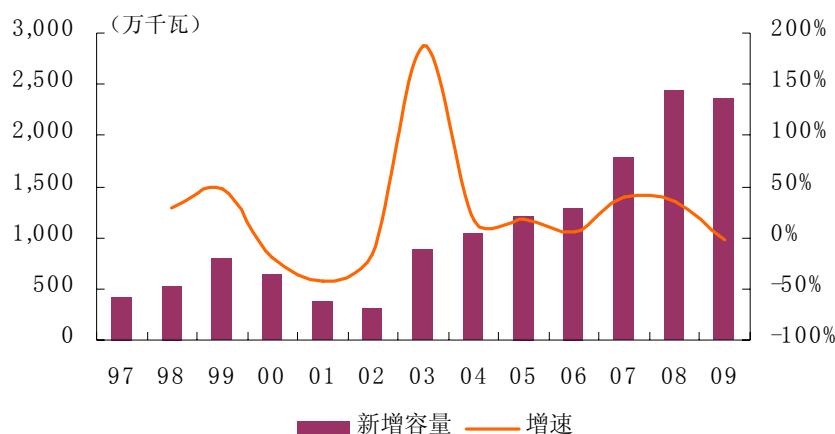
资料来源：公司公告，中投证券研究所

2、国内水电相对平稳、海外收入将实现 30% 的复合增长

2.1 国内“十二五”水电新增装机容量将基本与“十一五”期间持平

“十一五”期间国内水电装机容量经历一个高速发展期，09 年底我国水电装机容量 1.97 亿千瓦，按 2010 年新增装机容量再增加 2000 万千瓦计算，整个“十一五”期间国内水电装机容量的新增规模在 0.99 亿千瓦左右，期间年均增加装机容量 2000 万千瓦。

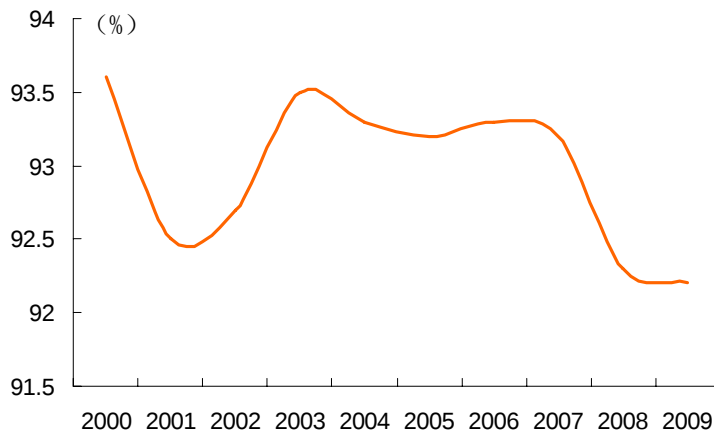
图 6 1997 年以来国内水电装机容量历年增量



资料来源：CEIC

在国务院 07 年发布的《可再生能源中长期发展规划》中，对 2020 年末国内水电装机容量的远期规划为 3 亿千瓦，按匀速的建设速度来看，2015 年的中期装机目标应在 2.5 亿千瓦左右。而根据中国水电工程顾问集团对 09 年底我国在建水电站的统计结果，目前在建的水电装机容量在 6000 万千瓦左右，预计这些大部分将在 2012 年建成，则到 2012 年底国内水电装机容量就将达到 2.5 亿千瓦，提前实现 2015 年底的建设目标。未来 3 年国内水电装机容量的年增规模仍将维持在 2000 万千瓦左右，与“十一五”期间的年均投入规模基本持平。

图 7 2000 年以来国内能源消费总量中一次性能源的比例



资料来源：CEIC

由于 2009 年哥本哈根会议上我国向国际社会作出了“到 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15%左右”的承诺，而目前国内非化石能源的 7.8% 消费比重离此目标仍有较大距离，预计“十二五”后期的水电建设力度仍不会有明显放松，整个“十二五”期间的水电新增装机容量仍有望维持在 1 亿千瓦的水平，基本与“十一五”的新增容量基本相当。

2.2 受益出口信贷支持，高盈利能力的海外订单呈快速增长趋势

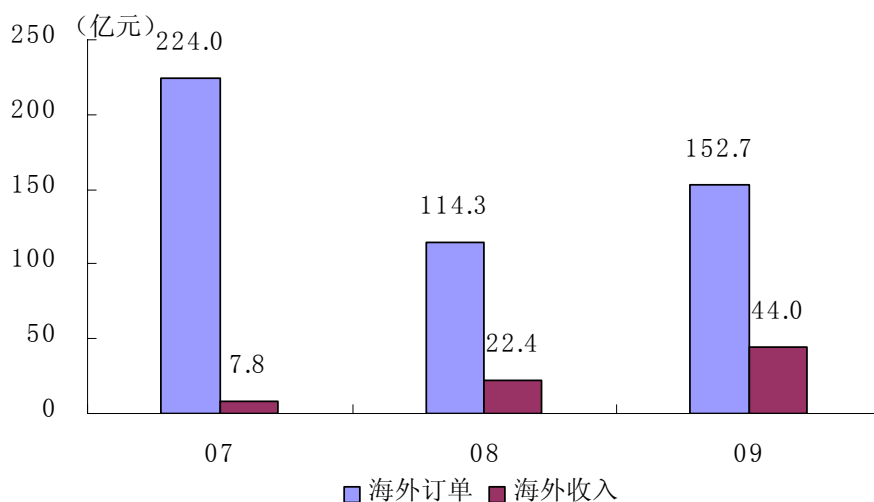
● 国家对外信贷支持力度加大，公司作为大型专业工程企业受益明显

专业性的对外工程承包业务在输出劳务的同时，能够有力的带动相关机电设备的出口，一直是国家大力扶持的对象。

08 年国际金融危机爆发后，国内通过对外优惠贷款、信用保险支持等形式支持海外工程承包的力度明显加强。2009 年，中国进出口银行全年批准表内贷款 8011 亿元，发放贷款 3684 亿元，分别比上年增长 99%和 25%。信用保险方面，2009 年中国信保全年实现信用保险及担保金额 1166.0 亿美元，同比大幅增长 85.8%。

葛洲坝目前承接的海外工程项目约 50%的资金来源为国内提供的信贷支持，受益于此，07 年以来公司海外订单增长明显，07-09 年年均签单量均保持在 150 亿元左右，今年上半年海外签单量为 126 亿元，相当于 09 年全年水平的 82.5%，延续良好势头。我们预计未来 3 年公司海外市场年均签单规模有望达到接近 300 亿元的水平，较 09 年 150 亿元的水平实现较大幅度增长。

图 8 07-09 年公司海外订单及海外收入



资料来源：公司公告

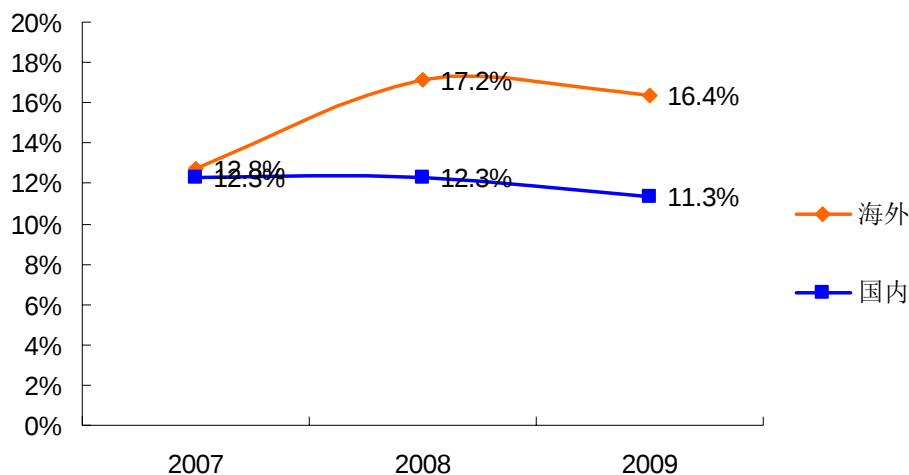
● 海外工程盈利能力大幅高出国内，对公司的盈利贡献将显著上升

海外工程方面，由于中国企业在人力成本、设备投资上的优势，中国企业较欧美企业的综合成本优势明显。同时，与其他第三国家相比，由于我国最近 30 年来在大型基建建设中积累了丰富的建设经验、以及迅速上升的设计和施工能力，中国企业较这些国家的竞争对手具有丰富的技术优势。

国内在海外能够承接大型水电工程的企业仍主要是公司和中国水电两家，相对于海外市场房建、公路等领域中国同行业竞争对手众多的局面，水电领域的竞争格局较为温和，公司在这一海外市场的盈利能力要大幅高于国内市场。

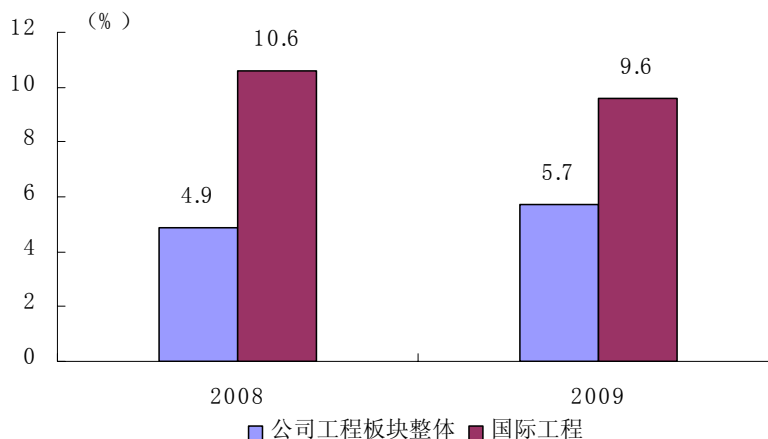
公司旗下主要从事海外工程的葛洲坝集团国际工程有限公司其 08、09 年的营业利润率分别达到 10.6%和 9.6%，较同期公司工程板块整体的营业利润率高出 4-5 个百分点。随着未来海外收入在公司工程收入占比的快速上升，海外工程对公司整体盈利的贡献将显著上升。

图 9 07-09 年公司国内外工程施工的毛利率对比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 10 08-09 年公司下属国际公司的营业利润率与公司整体工程利润率对比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 1 公司工程业务收入及盈利预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国内工程收入	8,516	13,327	16,726	20,000	24,960	26,895
+/-		56.5%	25.5%	19.6%	24.8%	7.8%
海外工程收入	784	2,240	4,400	7,792	10,495	13,387
+/-		185.7%	96.4%	77.1%	34.7%	27.6%
国内毛利率 (%)	12.3	12.3	11.3	12.0	12.0	12.0

海外毛利率 (%)	12.8	17.2	16.4	17.0	17.0	17.0
工程收入合计	9,300	15,567	21,126	27,792	35,455	40,282
+/-		67.4%	35.7%	31.5%	27.6%	13.6%
工程综合毛利率 (%)	12.3	13.0	12.4	13.4	13.5	13.7
工程板块归属母公司净利润	334	612	720	1,118	1,454	1,726
+/-		82.8%	17.7%	55.3%	30.1%	18.7%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

3、多元经营格局将在 2011 年后逐步进入收获期

3.1 水泥业务景气有望在 2011 年走出当前低谷

- 09 年底水泥产能大增，目前在湖北市场的占有率达到 1/4

09 年之前公司拥有仅 5 条水泥生产线，水泥产能 770 万吨左右，09 年公司当阳、兴山、宜城、嘉鱼和老河口 5 条水泥生产线投产，到 09 年底公司水泥产能达到 1800 万吨，形成了在湖北中西部地区较为完善的地理布局。

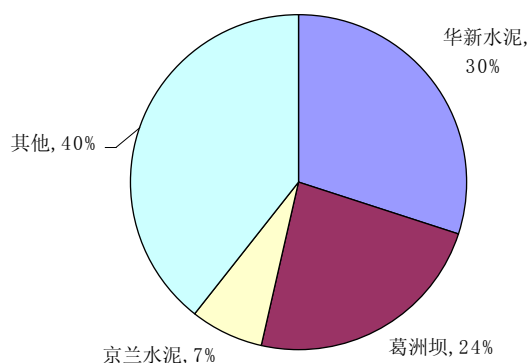
目前湖北省水泥需求在 7650 万吨左右，公司在该市场的占有率为 23.5%，仅次于目前排名第一的华新水泥（市场占有率为 30%）。

表 2 公司主要水泥生产线一览

项目名称	生产线状况 (t/d)	水泥产能 (万吨)	投产时间	持股比例
葛洲坝水泥厂	1*700, 1*2500, 1*2000	300	08 年以前	90%
荆门子陵公司	1*4800	200	2008 年	96.6%
当阳公司	1*4800	200	2009 年	55%
兴山公司	1*2500	100	2009 年	70%
宜城公司	1*4800	200	2009 年	97%
嘉鱼公司	1*4800	200	2009 年	97%
老河口公司	1*4800	200	2009 年	99%

资料来源：中投证券研究所

图 11 湖北省主要水泥企业的市场占有率



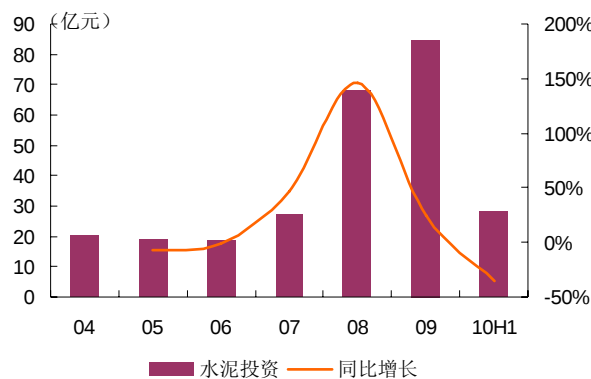
资料来源：中投证券研究所

● 湖北省水泥行业景气处于筑底阶段，有望在 2011 年逐步复苏

07-09 年间湖北省水泥投资一直呈快速增长势头，其中仅 09 年一年全省新增水泥投资就达到 85 亿元，当年新增水泥产能 2500 万吨，而当年全省的水泥需求仅增加 1500 万吨，供给相对需求的过快增长使行业供需面临较大的压力。

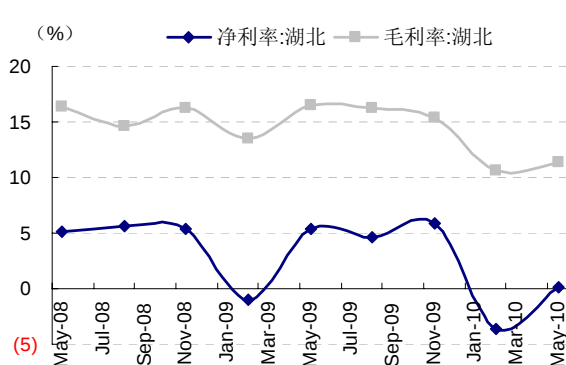
2010 年上半年湖北省水泥行业毛利率有较大幅度回落，上半年 11.4% 的水平较上年同期回落了约 5 个百分点。从单吨盈利的角度看，10 年上半年省内主要企业如华新水泥的单吨盈利能力已回落至 10 元/吨附近，与行业景气较差时的 05 年下半年水平基本相当。我们判断在湖北省供给过快增长势头基本得到遏制的局面下（上半年已同比下滑 35%），该省水泥企业盈利能力在当前水平继续大幅恶化的可能已大大减小，当前行业景气基本处于因消化前期过剩产能而筑底的阶段。

图 12 湖北省水泥投资额及投资增速



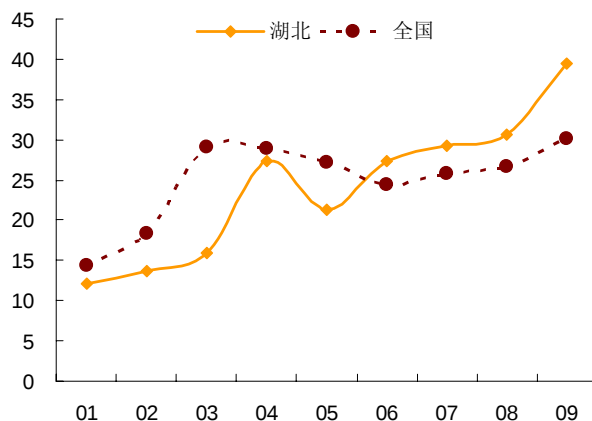
资料来源：数字水泥

图 13 湖北省水泥行业的毛利率及净利率变化



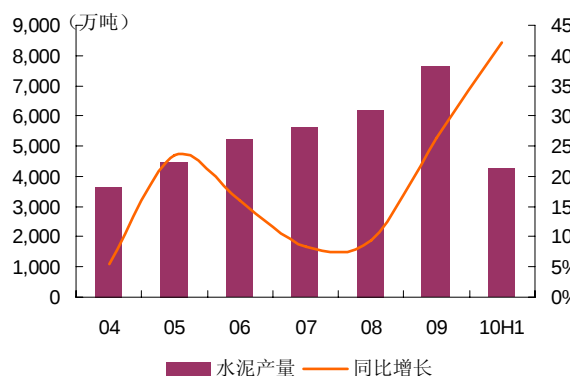
资料来源：数字水泥

图 14 湖北省固定资产投资增速与全国的比较



资料来源：国家统计局

图 15 湖北历年水泥产量及增速



资料来源：国家统计局

从未来几年看，由于公司水泥业务所在的湖北省是国家中部崛起战略的主要受益省份，该省需求未来仍将是国内水泥需求增长最快的区域之一。从近 3 年的固定资产投资增速数据来看，湖北省的固定资产投资年增速均在 30% 左右，高出全国平均水平约 3-5 个百分点；同期湖北省的年均水泥需求增速也在 15% 左右，较全国 10% 的年增速水平也大致高出 5 个百分点。随着水泥需求的

持续增长，当前产能过剩的局面有望得到逐步消化，2011 年开始公司水泥业务的盈利能力有望从当前的谷底水平逐步复苏。

表 3 公司水泥收入及盈利预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量（万吨）	530	1000	1400	1500	1500
销售单价（元/吨）	248	234	225	230	235
销售收入（百万元）	1,315	2,345	4,000	4,500	5,000
毛利率	18.9	18.9	17.8	21.7	23.4
单吨毛利（元/吨）	46.9	44.2	40	50	55
单吨净利（元/吨）	-1.2	7.7	5.0	10.0	15.0
归属于母公司净利润（百万元）	-6	77	62	132	198

资料来源：公司资料，中投证券研究所

3.2 民爆：公司产能布局持续受益中西部的基建建设

公司民爆业务主要依托重庆易普力公司（前身为葛洲坝三峡工程爆破公司）。为提高行业的安全生产和运营效率，国家对民爆行业的优势企业鼓励进行横向的重组收购，在此背景下，公司自 05 年以来陆续收购了重庆宣利化工、湖北昌泰化工、湖南石门二化和攀钢集团民爆，并与新疆雪峰公司共同组建合资成立新疆和益混装炸药公司，目前炸药产能达到 17.5 万吨，居行业第二位，形成了在西南、华中和新疆地区的良好区域布局。

由于民爆产品的生产、销售具有明显的地域性，我们预计公司民爆业务的良好布局能够持续受益于中西部地区的水利、采矿和大型基建工程建设。

09 年公司实际产量为 12 万吨，未来 3 年产能发挥还有较大的提升潜力。同时，公司产品结构的优化（如混装对传统固体炸药的替代）也将使该业务分部的当前良好盈利能力得以延续。

表 4 公司民爆业务收入及盈利预测

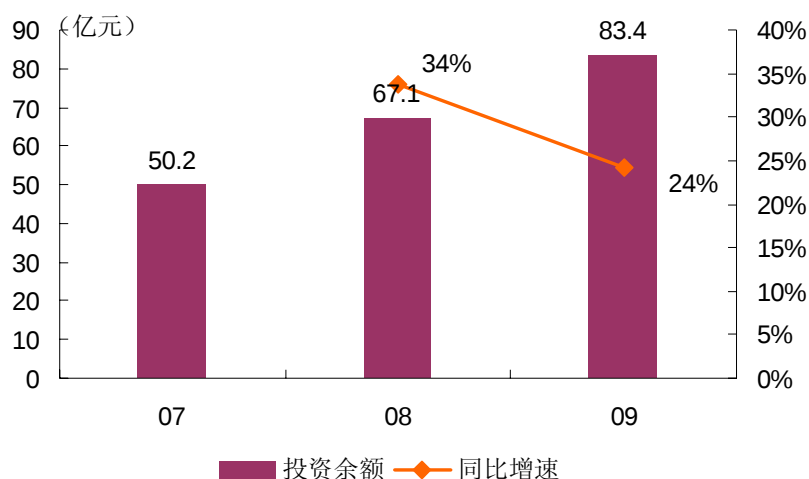
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能（万吨）	15.7	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
销量（万吨）	10.0	10.5	12.0	13.0	14.0	15.0
单价（元/吨）	5,177	7,030	8,936	9,000	9,200	9,400
销售收入（百万元）	518	738	1,072	1,170	1,288	1,410
毛利率（%）	33.8	31.3	41.1	42.0	40.0	40.0
营业利润率（%）	15.8	14.3	24.6	25.6	23.0	23.0
归属于母公司净利润（百万元）	49	78	167	181	179	196

资料来源：公司资料，中投证券研究所

3.3 投资经营板块已实现大规模投资，有望在 2012 年进入稳步收获期

公司自 08 年起加大了在项目投资方面的经营力度，其中主要的经营方向是高速公路 BOT、水电站、房地产等。目前公司持有的建成 BOT 项目特许经营权账面余额达到 35.4 亿元，加上在建的 BOT 项目约 48 亿元的建设成本，公司仅 BOT 类的投资支出就达到 83.4 亿元，占到公司长期资产总规模的 38%。

图 16 公司建成及在建 BOT 项目投资余额的年度变化



资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司高速公路、水力发电等长周期类投资项目的经营收益预计将在 2012 年之后有实质性体现。高速公路方面，公司投资的三条高速公路总里程达 450km，其中 2 条已开始运营，但运营初期由于路网效应尚不明显，短期账面仍处于小幅亏损状态；水利发电方面，当前公司装机容量仅有 20.45 万千瓦，预计 2012 年底有望上升至 50 万千瓦，届时随装机规模的增加公司发电业务也将步入盈利阶段。

此外，公司控股的新疆投资公司目前在新疆哈密已取得面积约 125 平方公里煤藏地带的《矿产资源勘查许可证》，考虑到公司在矿山工程方面的既有经验，预计这些资源方面的投资在远期也将给公司带来稳定的收益。

表 5 公司投资板块收入及盈利预测（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
房地产收入	133	307	55	600	2,000	3,000
毛利率 (%)	14.6	13.3	24.7	25.0	25.0	25.0
水电收入	124	141	138	166	174	183
毛利率 (%)	58.4	61.6	53.1	55.0	55.0	55.0
高速公路运营收入	314	278	330	379	436	501
毛利率 (%)	71.2	73.3	58.4	50.0	50.0	50.0
投资板块收入合计	571	726	523	1,145	2,610	3,685
投资板块归属母公司净利润	25	-4	-55	79	207	307

资料来源：公司资料，中投证券研究所

4、盈利预测和估值

4.1 盈利预测

我们对公司以上各板块的收入和成本进行汇总。预计 2010-2012 年公司主营业务收入分别为 341.1、435.8 和 503.8 亿元，期间公司收入的复合增长率为 25.9%，收入规模仍保持较快增速。

在公司较高毛利率的海外业务比重上升的带动下，2010-2012 年公司毛利率有望从目前 15.1%的水平提升至 16.5%左右。2010-2012 年公司净利润分别为 17.9、22.5 和 27.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.51、0.64 和 0.80 元。

表 6 公司主营业务各板块的收入及成本预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程--收入	15,567	21,126	27,792	35,455	40,282
毛利率（%）	13.0	12.4	13.4	13.5	13.7
水泥--收入	1,315	2,345	4,000	4,500	5,000
毛利率（%）	18.9	18.9	17.8	21.7	23.4
民爆--收入	738	1,072	1,170	1,288	1,410
毛利率（%）	31.3	41.1	42.0	40.0	40.0
投资板块--收入	726	523	1,145	2,610	3,685
毛利率（%）	45.6	53.5	37.6	31.2	29.9
收入合计	18,346	25,067	34,107	43,854	50,377
+/-		36.6%	36.1%	28.6%	14.9%
综合毛利率（%）	15.5	15.1	15.7	16.2	16.6

资料来源：中投证券研究所

4.2 估值

我们对 A 股与公司市值规模接近的主要建筑公司进行了对比分析，可比公司相对 2010 年的平均动态 PE 在 25 倍左右。葛洲坝 2010-2012 年净利润的复合增速为 25%，增速水平在可比公司中居于中上水平。考虑到公司长远发展前景较为明晰，可给予相对于 2010 年 EPS 20-23 倍的估值，目标价为 10.20-11.73 元，估值中枢为 11.00 元，给予推荐的投资评级。

表 7 A 股中等市值建筑公司估值水平

股票代码	公司名称	股价 (100723)	总市值 (亿元)	EPS			PE			净利润 CAGR (10-12 年)
				2009	2010 E	2011E	2009	2010E	2011E	
600970	中材国际	21.53	163.5	0.98	1.36	1.51	22.0	15.8	14.3	15%
600528	中铁二局	9.68	141.3	0.47	0.74	0.93	20.6	13.1	10.4	26%
600170	上海建工	10.64	110.9	0.34	0.42	0.54	30.8	25.2	19.7	19%
002081	金螳螂	32.59	104.0	0.63	0.99	1.26	51.9	32.9	25.9	26%
002375	亚厦股份	45.20	95.4	0.63	1.18	1.70	72.1	38.3	26.6	32%
	平均						39.5	25.1	19.4	
600068	葛洲坝	8.70	303.4	0.38	0.51	0.64	22.9	17.1	13.6	25%

资料来源：Wind，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	20823	27530	35293	40437	营业收入	26601	36194	46538	53460
现金	4350	5429	6981	8019	营业成本	22595	30508	39017	44611
应收账款	2283	3011	3872	4447	营业税金及附加	656	923	1187	1363
其它应收款	2679	3662	4708	5409	营业费用	250	398	535	642
预付账款	2967	3966	5072	5799	管理费用	1143	1412	1955	2245
存货	8395	11281	14427	16495	财务费用	823	970	1167	1301
其他	150	181	233	267	资产减值损失	18	20	20	20
非流动资产	21792	24898	26481	27855	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	1405	1488	1488	1488	投资净收益	416	150	0	0
固定资产	7634	9592	10284	10757	营业利润	1533	2113	2657	3278
无形资产	4949	4849	4749	4649	营业外收入	165	200	225	250
其他	7804	8969	9960	10961	营业外支出	32	45	50	50
资产总计	42615	52429	61774	68293	利润总额	1666	2268	2832	3478
流动负债	18508	25177	32387	36291	所得税	224	329	411	504
短期借款	2223	5797	9432	10908	净利润	1442	1939	2422	2974
应付账款	4261	5644	7218	8253	少数股东损益	119	152	175	201
其他	12024	13736	15736	17129	归属母公司净利润	1323	1787	2247	2773
非流动负债	14907	14896	14896	14896	EBITDA	3375	4206	5225	6202
长期借款	13266	13266	13266	13266	EPS (元)	0.38	0.51	0.64	0.80
其他	1641	1630	1630	1630	主要财务比率				
负债合计	33415	40073	47283	51187	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1013	1165	1340	1541	成长能力				
股本	2148	3487	3487	3487	营业收入	37.3%	36.1%	28.6%	14.9%
资本公积	2948	4118	4118	4118	营业利润	76.4%	37.8%	25.8%	23.4%
留存收益	3074	3573	5534	7947	归属于母公司净利润	63.2%	35.1%	25.7%	23.4%
归属母公司股东权益	8186	11190	13151	15564	获利能力				
负债和股东权益	42615	52429	61774	68293	毛利率	15.1%	15.7%	16.2%	16.6%
现金流量表					净利率	5.0%	4.9%	4.8%	5.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	16.2%	16.0%	17.1%	17.8%
经营活动现金流	500	1700	2369	4222	ROIC	10.2%	10.4%	11.1%	12.0%
净利润	1442	1939	2422	2974	偿债能力				
折旧摊销	1019	1123	1401	1623	资产负债率	78.4%	76.4%	76.5%	75.0%
财务费用	823	970	1167	1301	净负债比率	50.34%	50.07%	50.12%	49.18%
投资损失	-416	-150	0	0	流动比率	1.13	1.09	1.09	1.11
营运资金变动	-2325	-2289	-2749	-1754	速动比率	0.67	0.65	0.64	0.66
其它	-42	106	128	78	营运能力				
投资活动现金流	-4335	-4076	-3000	-3000	总资产周转率	0.72	0.76	0.82	0.82
资本支出	4058	2999	2000	2000	应收账款周转率	14	13	13	13
长期投资	-388	50	0	0	应付账款周转率	6.34	6.16	6.07	5.77
其他	-665	-1027	-1000	-1000	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	4937	3455	2183	-184	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.51	0.64	0.80
短期借款	-1552	3574	3635	1476	每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.49	0.68	1.21
长期借款	3300	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.35	3.21	3.77	4.46
普通股增加	482	1340	0	0	估值比率				
资本公积增加	2025	1170	0	0	P/E	22.93	16.98	13.50	10.94
其他	682	-2629	-1453	-1660	P/B	3.71	2.71	2.31	1.95
现金净增加额	1082	1079	1551	1038	EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建材建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中铁二局、中国中铁、中国铁建、中材国际、海油工程、中国建筑、中国中冶、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434