

2010-07-29

青龙管业 002457.SZ

西北管道制造龙头，东扩谋外延增长

◇ 报告起因：新股 IPO 定价

◆ 西北地区管道制造业龙头

公司是西北区域最大的供、排水管道生产企业，产品种类和规格齐全，在宁夏和周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）市场占有率第一；西北市场占有率 40%以上。公司混凝土管道产品包括预应力钢筒混凝土管（PCCP）、预应力钢筋混凝土管（PCP）和钢筋混凝土排水管道（RCP）三大类；塑料管道产品包括硬质给水用聚氯乙烯(PVC-U)管和高密度聚乙烯(HDPE)管两大类。

◆ 水资源紧缺和城市建设带来供水管道旺盛需求

我国是水资源短缺国家且分布不均，大力发展供排水系统是水资源开发利用总体规划最重要的环节之一；并且随着城市人口和城市规模的不断增加，城市供水不足矛盾日益突出。据统计，全国约 60%城市供水不足，平均每年因缺水影响工业产值 2,000 多亿元。在城市新建和改造市政输水管网、污水处理系统、防洪排涝设施以及第二水源建设过程中，产生巨大的管道需求量；

另外在农业农村水利建设过程中也存在大量的管道需求。根据测算，仅我国西北地区在“十一五”期间的混凝土管道和塑料管道需求将达到 135 亿元。因此，我国供排水管道市场预计将继续保持快速发展的趋势，管道生产企业面临巨大的发展机遇。

◆ 募集资金项目公司有助于提高产能，东扩谋第二核心市场

公司在牢固掌握西北市场的基础上积极开拓京津唐地区核心市场。募投项目位于宁夏和天津两地，核心产品 PCP、PCCP、RCP、PE 复合管分别新增产能 90 公里、115 公里、90 公里、2155 吨，新增产能占比分别为 28%、58%、26%、22%；我们认为公司产能利用率在行业中处于领先地位，募投项目的实施有助于公司通过外延式扩展盈利能力。

◆ 公司合理的价值区间 23.0-30.0 元/股

预计公司 2010-2012 年收入分别达到 9.15、11.53 和 13.65 亿元，增速分别为 27.21%、27.58%和 19.22%；归属母公司净利润 1.45、1.96、2.19 亿，公司 10-12 年每股收益（摊薄后）为 1.04、1.40、1.57 元。

运用绝对估值法（FCFF）计算公司合理价值区间为 19.84-27.83 元/股，相对估值法计算公司合理价值区间为 26.00-31.20 元。综合绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司合理的价值区间为 23.0-30.0 元，隐含公司 2010 年市盈率 22-28 倍。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	514	729	927	1,183	1,411
净利润（百万元）	74	117	145	196	219
每股收益	0.53	0.84	1.04	1.40	1.57
每股自由现金流 (FCFF)	0.28	0.35	-0.42	-0.31	0.26
经营性 ROIC	16.83%	18.05%	15.99%	17.11%	16.59%
ROE（归属母公司） （摊薄）	21.36%	23.93%	9.62%	11.68%	11.79%

预计上市合理价 23.0-30.0 元
分析师：
陈浩武 (执业证书编号：S0930210040003)

22169050

chenhaowu@ebscn.com

发行数据

发行价格(元)	25.00
发行规模(百万股)	35
发行后总股本(百万股)	140
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-07-21
主承销商	广发证券股份有限公司
主要股东	其他自然人股东
第一大股东持有比例(%)	32.02%

募股资金投向

项目名称	金额(万)
钢丝网骨架增强塑料(聚乙烯)复合管技改项目	2045
天津海龙管业有限公司一期	4980
天津海龙管业有限公司二期	7860
预应力钢筒混凝土管扩建项目	9010
企业技术中心	1420
总金额	25316

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

内容目录

公司概况	4
西北地区管道制造业龙头	4
公司本次发行概况	4
行业篇：水资源紧缺和城市建设带来旺盛的市场需求	5
管道行业市场潜力巨大	5
管道行业主要产品	6
我国管道业经营现状	7
公司篇：深耕西北，开发京津唐	8
公司业绩快速增长	8
产品种类丰富，具有协同优势	9
公司发展战略	9
募集资金用途	10
盈利预测及估值	10
盈利预测	11
公司估值	11
风险提示	15
行业竞争分析 波特 5 力原则	16
公司 SWOT 分析	17

图表目录

图 1: 公司简介.....	4
图 2: 青龙管业 A 股发行后股本结构.....	5
图 3: 我国城市化率和人均 GDP 稳定提高.....	5
图 4: 我国全社会固定资产投资增速迅猛.....	5
图 5: 我国西北地区管道需求分省份测算.....	6
图 6: 各类管道产品应用场合.....	7
图 7: 青龙管业营业收入年均复合增长率 27.38%.....	8
图 8: 青龙管业营业收入年均复合增长率 35.49%.....	8
图 9: 2009 年度公司营业收入构成.....	9
图 10: 2007~2009 年度公司主要产品收入变动.....	9
图 11: 青龙管业京津唐地区业务构架图.....	10
图 12: 公司本次发行募投项目.....	10
图 13: 青龙管业分产品收入增长及预测.....	11
图 14: FCFF 模型基本假设条件.....	12
图 15: 可比行业上市公司估值表.....	12
图 16: 青龙管业估值结果汇总.....	12

公司概况

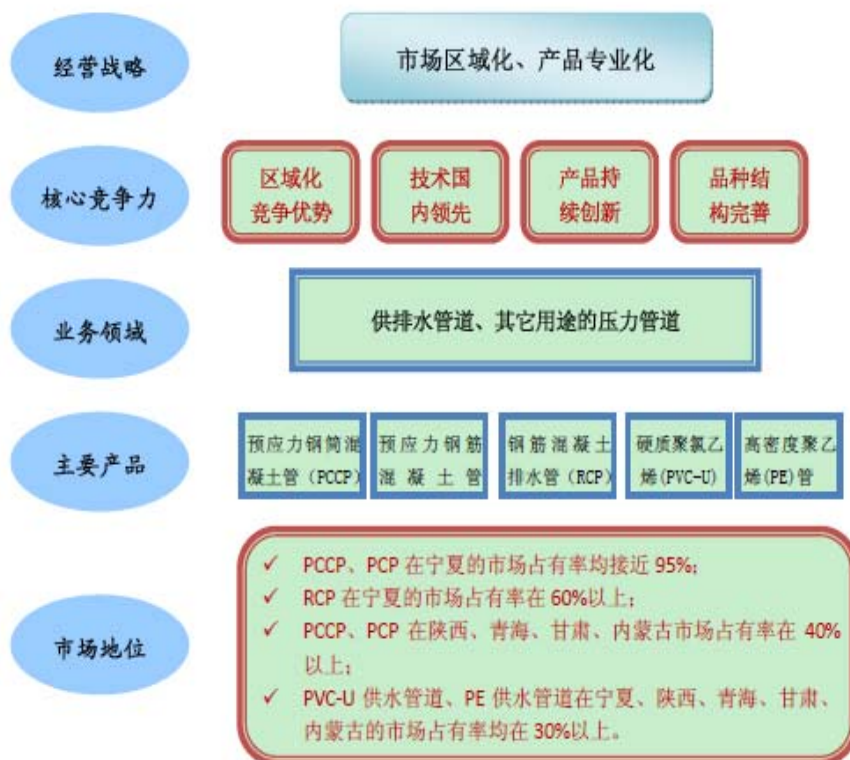
西北地区管道制造业龙头

青龙管业是西北地区最大的供、排水管道生产企业，也是国内最大的供排水管道生产企业之一。其主营业务为研发、生产和销售供水、排水管道，并根据客户需求生产少量其他用途压力管道。

公司具有从事研发、制造和销售各种供排水管道三十多年的经验，主要经营混凝土管和塑料管两大系列，拥有近千个不同规格的产品，是我国制管行业中产品种类和规格最齐全的管道制造企业。

公司奉行“区域化、专业化”的发展战略，目标市场定位于西北地区及“京津唐”地区。当前公司产品主要销售区域为西北地区，“青龙”牌管道在宁夏及周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）拥有良好的声誉，市场占有率第一。募投项目东扩“京津唐”地区谋求外延发展。

图 1：公司简介



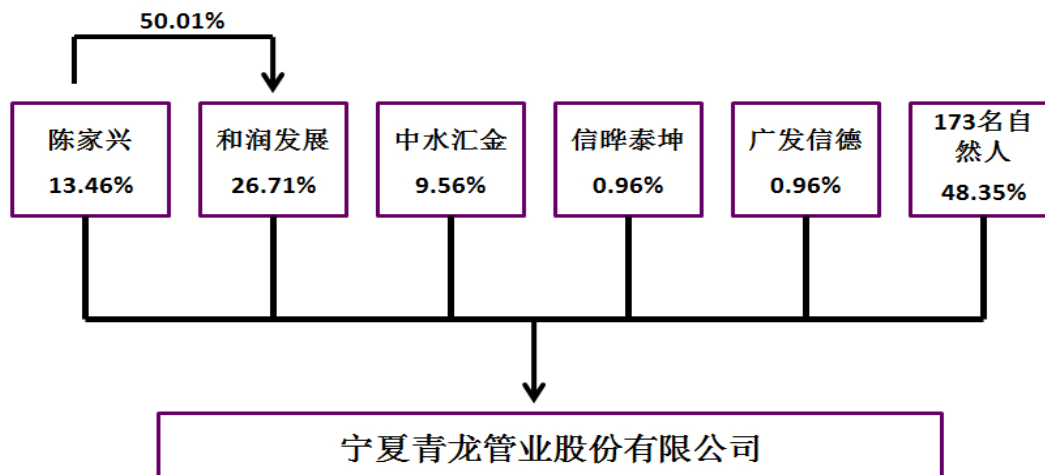
资料来源：公司招股说明书

公司本次发行概况

本次发行前公司总股本 10,458 亿股，计划发行 3500 万股 A 股，占发行后总股本的 25.08%。其中陈家兴先生直接持有公司 13.46% 的股份；和

润发展持有公司 26.71% 的股份。陈家兴先生同时持有和润发展 50.01% 的股份，因此，陈家兴先生直接持有和间接控制公司 40.27% 的股权，为公司的实际控制人。

图 2：青龙管业 A 股发行后股本结构



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

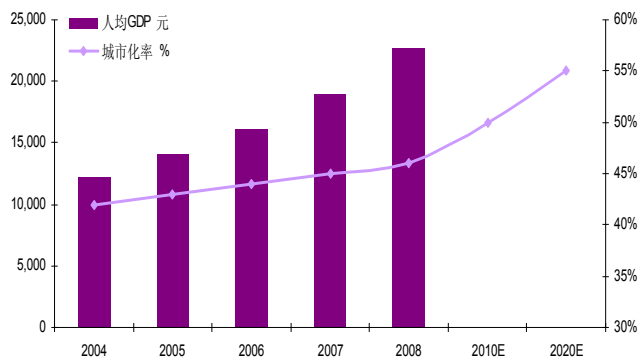
行业篇：水资源紧缺和城市建设带来旺盛的市场需求

管道行业市场潜力巨大

我国是水资源短缺国家，淡水人均占有量仅为世界平均水平的四分之一。水资源在时空分布上也极不均衡。到 2010 年，预计城市和农业用水的供需缺口将达到 1,060 亿 m^3 。水资源紧缺已成为我国可持续发展的“瓶颈”。

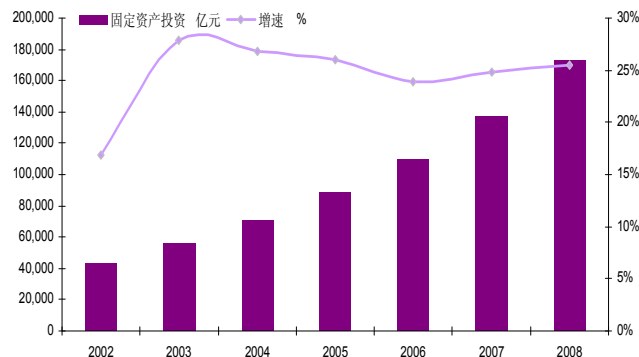
另一方面，我国城市化率和人均 GDP 的不断提高，全社会固定资产投资也保持快速增长。随着城市人口和城市规模的不断增加，城市供水不足矛盾日益突出。据统计，全国约 60% 城市供水不足，平均每年因缺水影响工业产值 2,000 多亿元。

图 3：我国城市化率和人均 GDP 稳定提高



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 4：我国全社会固定资产投资增速迅猛



资料来源：WIND、光大证券研究所

为了解决我国水资源的短缺与安全供给问题日益突出的现状，大力发展供排水系统是水资源开发利用总体规划最重要的环节之一。而管道供水由于自身的优点成为目前不可替代的供排水方式。在城市新建和改造市政输水管网，污水处理系统，防洪排涝设施以及第二水源建设过程中，将产生巨大的管道需求量。另外在农业农村水利建设过程中也存在大量的管道需求。根据测算，仅我国西北地区在“十一五”期间的混凝土管道和塑料管道需求将达到 135 亿元。因此，我国供排水管道市场预计将继续保持快速发展的趋势，管道生产企业面临巨大的发展机遇。

图 5：我国西北地区管道需求分省份测算

省份	混凝土管道需（亿元）	塑料管道需求（亿元）
宁夏	7.5	10.0
陕西	15.0	15.0
青海	5.0	8.0
内蒙古	20.0	18.0
甘肃	16.5	20.0
合计	64.0	71.0

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

管道行业主要产品

（1）混凝土管道

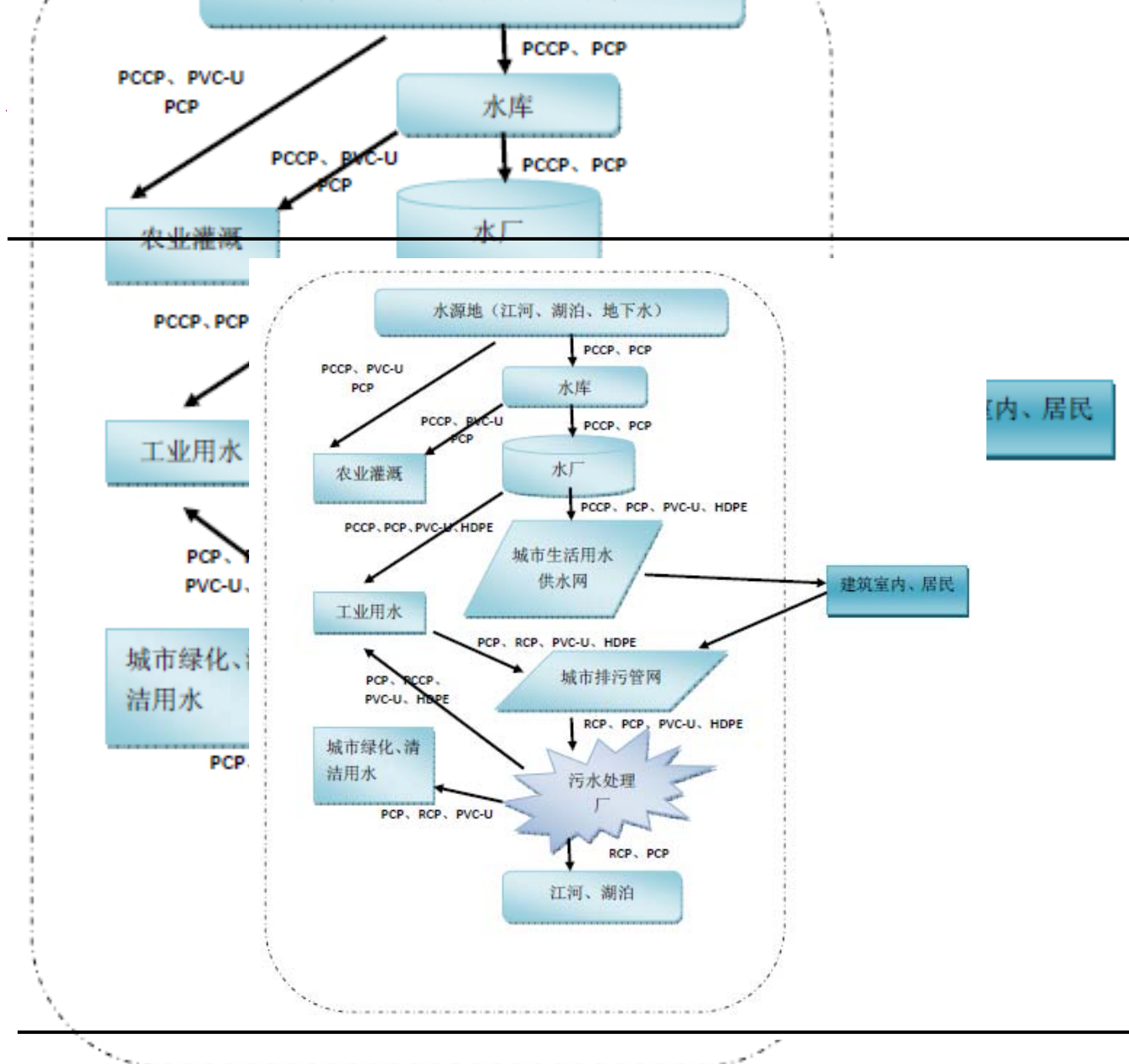
混凝土管道根据产品性能和材质不同可以分为三类：预应力钢筋混凝土管（PCP）、预应力钢筒混凝土管（PCCP）和钢筋混凝土排水管（RCP）。与其他管道相比，混凝土管道具有的优点主要有：能够承受很高的内压和外荷载；具有良好的抗渗性、密封性、耐腐蚀性；安装环境适应性好、抗震能力强；产品价格和维护费用低；使用寿命长等特点。主要用于跨流域引水、城市供水和排水、城市工业园区输水、农业输水等。

我国已经实现了混凝土管道生产装备的国产化，在 PCCP 混凝土管的制造技术和产品质量上达到国际先进水平，作为混凝土管道生产和应用的大国，2009 年，PCCP 全年产量达 1,560 公里；PCP 全年产量达 2,950 公里；RCP 全年产量达 18,220 公里。

（2）塑料管道

塑料管材产品主要有三类：聚氯乙烯管道（PVC）、聚乙烯管道（PE）和聚丙烯管道（PP）。与金属管、混凝土管等传统管材相比，塑料管材具有耐腐蚀、抗老化、不结垢、流动阻力小、导热系数低、绝缘性能好、施工安装和维修方便等优点，广泛应用于城市供水、排水、燃气输送、污水处理、村镇建设、建筑供水、排水、公路铁路排水、电缆光缆保护、农业排灌、化学矿山等建筑业、工业和农业领域。

目前我国塑料管材的年增长率已达 15%，2009 年增长率更达到 21.6%，增速位居世界第一，产品使用范围日益增广。2008 年，全国各种塑料管道生产企业达 1,000 多家，生产线达 3,000 多条，生产能力超过 600 万吨，产量约为 460 万吨。



我国管道业经营现状

(1) 行业竞争基本情况

由于混凝土管道产品存在运输半径的制约因素（一般为 200 公里至 500 公里,塑料压力管道可达 1000 公里），区域化竞争是混凝土管道行业的主要竞争方式。行业内的大型混凝土管道生产企业往往把某些特定区域培养成自己的核心市场。在核心区域市场拥有较高的市场占有率和行业集中度，从而取得较高的产品毛利率和盈利水平。截止到 2008 年底，我国的混凝土压力管道生产企业有 130 多家，全国规模以上企业不到 10 家。行业内排名靠前的企业均有其核心市场区域。

塑料管道用途广泛、产品种类极多，因此，行业的竞争方式主要为专业化竞争，具体表现为行业内的企业通常选择若干种特定用途的塑料管道进行专业化生产，以达到规模效应和提高竞争力的目的。

(2) 进入行业壁垒

混凝土管道是涉及到社会公众利益的社会公共产品,必须满足国家可靠性和安全性的标准。特别是在宝鸡市输水管道“爆管”事件以后，水利和城市建设主管部门在选用管道及制造商时都十分谨慎。国家有关部门

和我国多数省市都已建立了管道类产品市场准入制度。混凝土管道制造技术涉及材料、机械、焊接等多个技术含量较高的领域，每项技术的掌握程度都会影响到产品质量。新进入的企业要达到国家乃至国际标准的要求，短时间难度较大。

在塑料管道行业中一些产品对于生产工艺要求稍低（如建筑供水排水管道），生产企业通常产能规模较小、规模经济较差、品牌意识淡漠，导致行业相对不规范。对于产品质量要求高、工艺复杂的塑料管道产品，例如城市供水的塑料压力管道、燃气管及大口径塑料管道，行业内只有少数企业可以从事该类产品的生产。这在一定程度上提高了市场进入壁垒，维护了市场秩序。

（3）经营模式

与消费品行业连续生产经营模式不同，管道行业产品因主要用于基础设施建设而可能存在高峰期和低谷期的需求波动。另外，我国大型水利及市政水利工程普遍实行招投标及监理制度。因此，行业内企业基本上实行订单式生产销售。对于常用规格的管道，各企业通常储备一定数量的库存以应对零星客户的需要。在每年年末，还根据当年销售情况和次年市场预测，储备相应数量的管道以应对次年销售高峰期的需要。为应对订单式生产销售的不确定性 & 行业招投标的惯例，行业内企业普遍以储备产能规模来应对。

公司篇：深耕西北，开发京津唐

公司经营状况分析

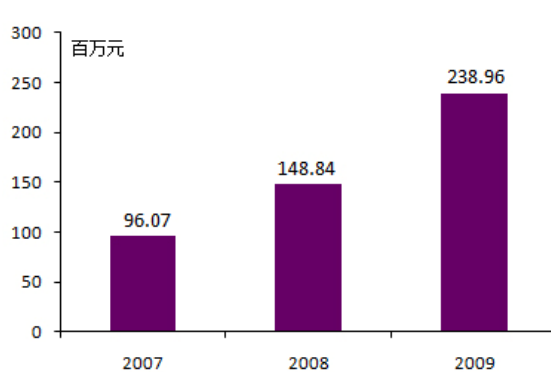
公司营业收入在近三年快速增长。2009 年，公司营业收入 7.29 亿元，同增 42%，年均复合增长率为 27.38%。2009 年净利润 1.12 亿元，同增 55%，年均复合增长率为 35.49%。

图7 青龙管业营业收入年均复合增长率27.38%



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

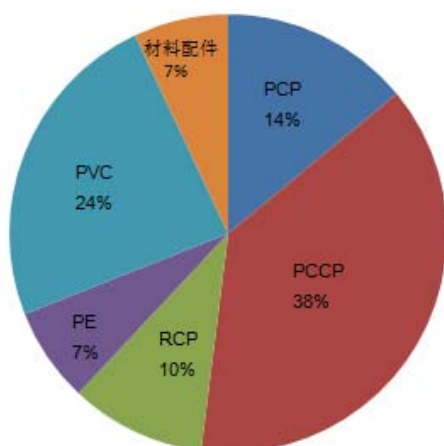
图8 青龙管业利润年均复合增长率35.49%



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

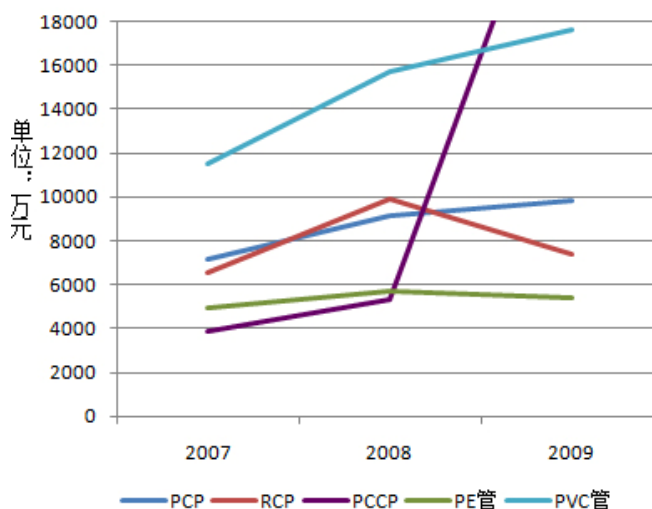
公司营业收入主要来源于混凝土管道、塑料管道等主营业务产品的销售。2009 年此两类管道产品的销售收入合计占营业收入的比重为 93.19%。公司自 2008 年来持续获得 PCCP 大项目订单，其利润占总额比例大幅增加。

图9 2009年度公司营业收入构成



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图10 2007~2009年度公司主要产品收入变动



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

产品种类丰富，具有协同优势

公司已有基础本公司的业务领域覆盖混凝土管道和塑料管道两个行业，目前是国内唯一的覆盖混凝土管道和塑料管道的规模生产企业。与产品类别单一的企业相比，公司形成了独特的行业协同优势能全方位的满足客户对产品种类的需求。由于混凝土管道和塑料管道两类产品在客户群体、营销网络方面高度重叠，可使得公司及子公司相互之间共享营销资源，使两类产品的销售相互促进。公司在获取市场信息、新产品市场开拓、客户关系维护等方面可有效降低费用支出。

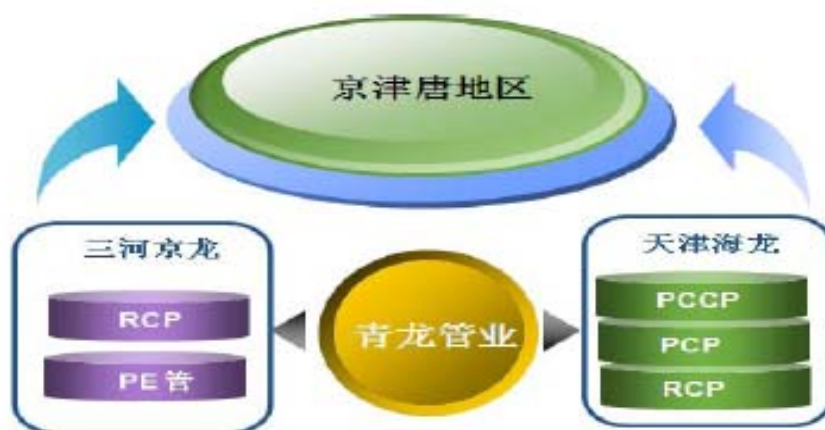
公司发展战略

公司收入公司的主营业务收入主要来源于西北地区，该地区主营业务收入占公司主营业务收入的比重平均在 80%以上。近年来，随着公司开拓北京、天津、河北、山西等市场，华北地区主营业务收入快速增长，已经成为公司收入的重要组成部分。

公司发展战略为在继续占据西北市场的基础上，积极准备将把“京津唐”地区开辟成下一个核心市场。“京津唐”地区是我国继珠江三角洲和长江三角洲之后又一经济快速发展的地区。该区域水资源先天不足，大力发展管道输水系统将是区域水资源开发利用总体规划最重要的环节之一。预计要完成“京津唐”地区的水利规划及城建方面的目标，管道总投资额预计为 340 亿元左右，市场发展前景广阔。

目前公司设立在河北三河的子公司三河京龙已经通过钢筋混凝土排水管（RCP）以及塑料管道等产品成功地进入了该市场。报告期内，该地区销售收入保持了年均 54.35% 的增长。2009 年，三河京龙 RCP 销量在北京市场排名居前三位。公司已经在天津设立子公司，在产品 and 销售网络方面与三河京龙形成协同优势。

图 11 青龙管业京津唐地区业务构架图



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

募集资金用途

本次股票发行募集资金分别投入位于宁夏和天津的五个项目，项目总投资为 25,316.43 万元。

本次募集资金投资项目建成后，公司主要产品的产能将会大幅增长，这将有利于解决公司目前有效产能不足的问题，从而更好地满足市场不断增长的需求。天津海龙一、二期项目建成后，将与三河京龙共同构建覆盖“京津唐”地区的市场网络，使公司在该地区的市场占有率和营业收入快速增长，有助于形成公司新的利润增长点。

图 12：公司本次发行募投项目

项目名称	总投资	项目建设地点	建设期	项目产品	产能
钢丝网骨架增强塑料（聚乙烯）复合管技改项目	2045.41万元	宁夏青铜峡	8个月	钢丝网骨架增强塑料（PE）复合管	2155 吨
天津海龙管业有限公司一期项目	4980万元	天津	6个月	RCP	90km
天津海龙管业有限公司二期项目	7860万元	天津	12个月	PCP/PCCP	90km/55km
预应力钢筒混凝土管扩建项目	9010.9万元	宁夏青铜峡	11个月	PCCP-E /PCCP-L	40km/20km
企业技术中心	1420.1万元	宁夏公司总部	11个月	无具体产品	
合计	25316.4万元				

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

根据我们对整个行业以及公司未来发展的估计,预计公司 2010-2012 年收入水平将分别达到 9.15、11.53 和 13.65 亿元,增速分别为 27.21%、27.58%和 19.22%;考虑公司新增业务开拓及 2010 年成本上升等因素,预计公司 2010-2012 年毛利率水平较 09 年略下降,并保持稳定,分别为 31.23%、31.36%和 31.15%。

图 13: 青龙管业分产品收入增长及预测

主营业务分产品 销售收入测算(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
PCP	7,180	9,131	9,843	12,976	15,673	16,765
PCCP	3,877	5,367	27,693	31,038	48,828	66,408
RCP	6,586	9,948	7,378	11,914	13,161	13,424
PVC	11,526	15,679	17,628	21,616	23,378	25,284
PE	4,972	5,709	5,398	8,878	9,217	9,565
合计	35,269	51,399	72,908	91,524	115,357	136,545
综合销售收入增速		34.24%	48.23%	27.21%	27.58%	19.22%
主营业务分产品 毛利测算(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
PCP	2,656	3,216	3,469	4,412	5,329	5,700
PCCP	1,322	1,941	10,152	10,863	16,602	21,915
RCP	2,001	4,000	2,656	4,051	4,343	4,564
PVC	2,628	4,051	5,530	6,485	7,247	7,585
PE	1,028	1,025	1,282	1,953	1,935	2,009
合计	9,635	14,232	23,088	27,764	35,456	41,773
综合毛利率	27.24%	28.96%	32.78%	31.23%	31.36%	31.15%

资料来源: 光大证券研究所

公司估值

分别采取绝对估值法和相对估值法进行估值。

绝对价值评估: 19.84-27.83 元/股

运用绝对估值法(FCFF),公司绝对估值合理价值区间为 19.84-27.83 元,价值中枢 23.11 元,隐含公司 2010 年市盈率 22 倍。

相对价值评估: 26.00-31.20 元/股

按公开发行后总股本 13,958 万股计算,预计公司 2010-2012 年摊薄后每股收益为 1.04、1.40 和 1.57 元。

业务角度,我们选取国统股份,伟星新材和沧州明珠为可比公司。目前上述可比公司估值水平为 28.9 倍 2010 年市盈率,公司相对估值合理价值区间为 26.00-31.20 元,隐含 2010 年市盈率 25-30 倍。

图 14: FCFF 模型基本假设条件

关键性假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	10.00%
长期增长率	2.00%
应付债券利率	5.94%
无风险利率 Rf	3.40%
B	0.89
Rm	11.00%
Ke	11.70%
税率	17.00%
Kd	4.41%
Ve	1280.61
Vd	160.0
目标资本结构	60%
WACC	7.44%

资料来源：光大证券研究所

图 15: 可比行业上市公司估值表

公司	收盘价(7月26日)	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
伟星新材	19.69	0.70	0.64	0.81	28.21	30.63	24.22
国统股份	21.60	0.52	0.67	0.98	41.80	32.24	22.04
沧州明珠	17.23	1.04	0.73	0.87	16.64	23.75	19.86
平均	-	-	-	-	28.88	28.87	22.04

资料来源：WIND，光大证券研究所

综合绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司合理的价值区间为 23.0-30.0 元，隐含公司 2010 年市盈率 22-28 倍。

图 16: 青龙管业估值结果汇总

估值结果汇总	合理价值区间 元/股		10 年动态 PE X	
	下限	上限	下限	上限
绝对估值法	19.84	27.83	19.08	26.76
相对估值法	26.00	31.20	25.00	30.00
合理价值区间	22.92	29.52	22.04	28.38

资料来源：光大证券研究所

风险提示

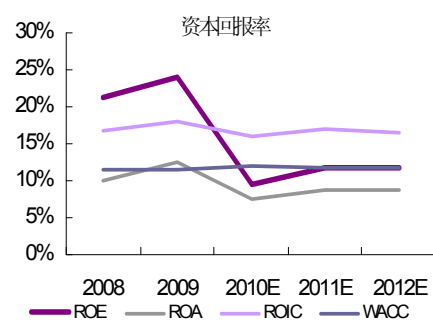
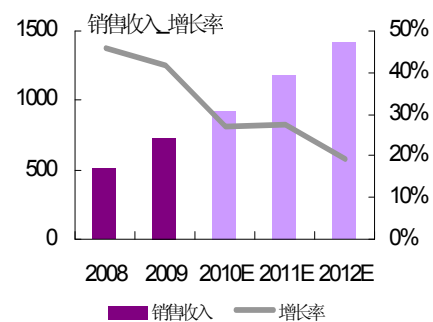
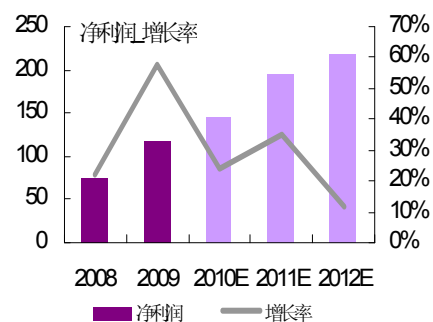
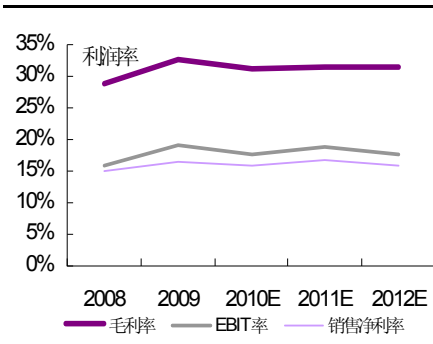
宏观调控风险：管道行业与国家及地方政府基础设施建设的投资力度关联度高，若国家出于控制投资的目的降低国内特别是西部地区基础设施投资规模，对公司业务发展将造成较大影响。

市场竞争风险：随着市场竞争不断加剧，不排除行业内其他企业通过各种方式向公司核心市场区域进行渗透的可能。公司将利用募集资金在天津建设管道生产基地，以扩大“京津唐”地区的市场销售规模。如公司不能在开拓新市场竞争中进一步巩固目前的市场控制能力，公司将面临市场占有率下降、产品售价和毛利率下滑等市场竞争风险。

经营管理风险：如果公司管理层素质及管理水平不能适应公司规模迅速扩张以及跨区域经营的带来的组织模式和管理制度上的挑战，不能随着公司规模的扩大而及时调整、完善，公司的应变能力和发展活力将收到影响，进而削弱公司的市场竞争力。

原材料质量、价格波动和供应风险：公司主要原材料为钢材、水泥和树脂。生产期内主要原材料的价格上涨将直接导致生产成本的增加，影响公司的经营业绩。如果公司未能有效控制原材料价格上涨风险，公司盈利能力将得到负面影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	514	729	927	1,183	1,411
营业成本	365	490	638	812	968
折旧和摊销	62	15	22	25	27
营业税费	2	2	3	4	6
销售费用	30	49	56	71	92
管理费用	28	41	54	71	92
财务费用	9	8	0	-5	-5
公允价值变动损益	-1	0	0	0	0
投资收益	14	8	8	8	8
营业利润	86	140	170	235	263
利润总额	90	144	179	240	268
少数股东损益	3	3	4	4	4
归属母公司净利润	74.24	117.01	145.13	195.54	218.59

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	765	964	1,997	2,284	2,560
流动资产	601	716	1,678	1,889	2,141
货币资金	172	124	905	904	966
交易型金融资产	1	6	0	0	0
应收帐款	123	182	235	300	358
应收票据	6	5	9	12	14
其他应收款	30	30	37	47	56
存货	176	298	395	504	600
可供出售投资	6	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	10	11	12	13
固定资产	80	169	232	294	317
无形资产	62	61	57	53	49
总负债	386	441	442	560	653
无息负债	265	328	424	532	615
有息负债	121	113	18	28	38
股东权益	379	523	1,547	1,716	1,898
股本	87	105	140	140	140
公积金	133	191	1,053	1,083	1,116
未分配利润	127	194	316	452	598
少数股东权益	31	34	38	41	45

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3	43	88	106	130
净利润	74	117	145	196	219
折旧摊销	62	15	22	25	27
净营运资金增加	101	140	130	156	152
其他	-234	-229	-209	-270	-268
投资活动产生现金流	-27	-108	-87	-93	-43
净资本支出	-62	-61	100	100	50
长期投资变化	10	10	-1	-1	-1
其他资产变化	25	-57	-186	-192	-92
融资活动现金流	109	7	780	-14	-25
股本变化	12	17	35	0	0
债务净变化	64	-8	-95	10	10
无息负债变化	45	63	97	108	83
净现金流	85	-58	781	-1	63

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	45.74%	41.85%	27.21%	27.58%	19.22%
净利润增长率	22.23%	57.60%	24.03%	34.74%	11.79%
EBITDA 增长率	152.45%	7.93%	19.28%	33.74%	12.46%
EBIT 增长率	43.86%	70.75%	16.68%	36.32%	12.71%
估值指标					
PE	47	30	24	18	16
PB	10	7	2	2	2
EV/EBITDA	16	18	15	12	11
EV/EBIT	28	20	18	13	12
EV/NOPLAT	33	24	21	16	14
EV/Sales	4	4	3	2	2
EV/IC	6	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	28.96%	32.78%	31.23%	31.36%	31.35%
EBITDA 率	27.83%	21.18%	19.86%	20.81%	19.63%
EBIT 率	15.86%	19.09%	17.51%	18.71%	17.69%
税前净利润率	17.61%	19.74%	19.31%	20.27%	18.97%
税后净利润率 (归属母公司)	14.44%	16.05%	15.65%	16.53%	15.50%
ROA	10.12%	12.43%	7.44%	8.71%	8.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.36%	23.93%	9.62%	11.68%	11.79%
经营性 ROIC	16.83%	18.05%	15.99%	17.11%	16.59%
偿债能力					
流动比率	1.56	1.70	3.97	3.56	3.49
速动比率	110.24%	99.42%	303.52%	261.33%	251.24%
归属母公司权益/有息债务	2.87	4.33	83.84	59.82	48.78
有形资产/有息债务	5.76	7.93	107.82	79.69	66.06
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.53	0.84	1.04	1.40	1.57
每股红利	0.00	0.00	0.21	0.29	0.32
每股经营现金流	0.02	0.30	0.63	0.76	0.93
每股自由现金流(FCFF)	0.28	0.35	-0.42	-0.31	0.26
每股净资产	2.49	3.50	10.81	12.00	13.28
每股销售收入	3.68	5.22	6.64	8.48	10.11

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，于 2009 年 3 月加入光大证券研究所，建筑与建材行业研究员。此前供职于华宝兴业基金管理有限公司研究部。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。