

广田股份(002482)

住宅“工装”龙头，引领行业潮流

建议询价区间

38.34~43.38RMB

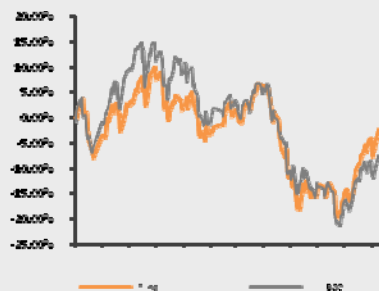
预计上市定价

45.11~51.03RMB

主要数据

行业	装修装饰业
公司网址	www.szgt.com
大股东/持股	深圳广田投资控股有限公司/61.0%
实际控制人/持股	叶远西/81.0%
总股本(百万股)	120.0
发行量(百万股)	40.0
筹资额(亿元)	-
社会公众股占比(%)	25.0
每股净资产(元)	3.33
净资产收益率(%)	26.86
资产负债率(母公司, %)	63.76

行情走势图



相关研究报告

研究员

徐 炜	联系人 S1060110030233 0755-22627752 xuwei850@pingan.com.cn
刘英华	S1060208120120 0755-22626420 liuyh1@pasc.com.cn

投资要点

■ 住宅“工装”市场步入高速发展期：

城市化进程带来的房屋新建和改造是建筑装饰业实现不断增长的基础，在“存量+增量”双重需求刺激下，建筑装饰业市场极其庞大。我们预计，“十二五”期间需要新建住宅超过 100 亿平方米，将产生巨大的住宅装饰需求，住宅“工装”市场容量有望超过 1 万亿，未来住宅“工装”市场将迎来急速发展时代。

■ 房地产调控对住宅“工装”市场影响有限：

我们认为房地产调控下最有可能出现的情况，是住宅开发面积增速回落、但采用精装修的比例增加，使住宅装修的“工装”市场依然快速增长。而更深一层的逻辑是，开发商有可能并且有意愿与有实力的大型“工装”企业合作，实现捆绑销售、提高楼盘品质，在售价上留有余地，增强抵御政策调控的能力。

■ 设计能力突出的住宅工装市场领跑者：

公司在国内住宅精装修类装饰工程细分市场综合实力排名第一，累计获得鲁班奖、全国建筑工程装饰奖共计 20 项，是最早介入住宅精装修领域的建筑装饰企业。公司目前拥有设计师 170 余人，其中高级室内设计师 20 余人，位列“中国建筑装饰绿色环保设计百强企业”第六名，设计部门被评为“IAID 最具影响力建筑装饰设计机构”，合计获得的各类设计奖项 100 余项。

■ 估值与投资建议：

我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.91 元和 2.49 元，综合 PE 相对估值和 DCF 绝对估值两种方法，我们认为，广田股份的合理价值区间为 45.1~51.0 元，对应 2010 年的动态 PE 为 35.8~40.5 倍，建议询价区间为 38.3~43.4 元。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1248	1918	3878	5879	7754
YoY(%)	42%	54%	102%	52%	32%
净利润(百万元)	55	101	202	306	399
YoY(%)	7%	85%	99%	52%	30%
毛利率(%)	11.7%	12.2%	12.5%	12.5%	12.6%
净利率(%)	4.4%	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%
ROE(%)	27.2%	33.5%	8.9%	12.0%	13.7%
EPS(摊薄/元)	0.34	0.63	1.26	1.91	2.49

正文目录

一、	估值和投资建议.....	4
二、	住宅精装修市场领头羊	5
三、	市场空间广阔，住宅装修发展迅速.....	6
3.1.	可持续发展的庞大市场	6
3.2.	住宅精装修市场潜力巨大	7
3.2.1.	消费升级和政策导向带来住宅精装修的巨大需求	7
3.2.2.	住宅装修与公建装修对比	8
3.3.	房地产调控对住宅装修“工装”市场影响有限	8
四、	领跑住宅工装市场，研发能力突出.....	9
4.1.	中国住宅工装市场综合实力排名第一	9
4.2.	节能环保装饰技术的领先优势	10
4.3.	设计实力行业领先	10
五、	募投项目分析	10
六、	风险提示	11
6.1.	宏观经济周期	11
6.2.	客户集中度高是把双刃剑	11
七、	基本假设和盈利预测.....	12
7.1.	基本假设	12
7.2.	盈利预测	12

图表目录

图表 1: 2010 年上市中小板公司估值和市场表现.....	4
图表 3: DCF 估值敏感性分析	4
图表 4: 行业最高资质分布	5
图表 5: 发行后股本结构	5
图表 6: 公司历史沿革	5
图表 7: 2009 年公司各项营业收入占比	6
图表 8: 近三年西部销售收入占比提高较快	6
图表 9: 2010 年建筑装饰业产值有望超过 2 万亿	7
图表 10: 推进住宅精装修“工程化”的有关政策	7
图表 11: 1-3Q09 大城市住宅精装修比例与发达国家对比	8
图表 12: 住宅装修与公建装修工程对比.....	8
图表 13: 住宅装修“工程化”成为趋势.....	9
图表 14: 近三年住宅装修业务增长较快.....	9
图表 15: 目前研发中的课题.....	10
图表 16: 募投项目概况	10
图表 17: 绿色装饰产业基地园项目投资分析	11
图表 18: 毛利率假设.....	12
图表 19: 收入成本预测	12

一、估值和投资建议

我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.91 元和 2.49 元，综合 PE 相对估值和 DCF 绝对估值两种方法，我们认为，广田股份的合理价值区间为 45.1~51.0 元，对应 2010 年的动态 PE 为 35.8~40.5 倍。根据近期中小板公司上市 60 个交易日的平均涨幅，给予 15% 的折价，建议询价区间为 38.3~43.4 元。

我们选择近期中小板上市公司发行价对应的 2010 年动态 PE 为估值下限，选择可比上市公司 9 月 9 日收盘价对应的 2010 年动态 PE 为估值上限，由此给予广田股份 2010 年动态 PE 为 35.8 倍~47.8 倍的估值，对应合理价值区间为 45.1~60.2 元。

今年以来中小板上市公司发行价对应 2010 年、2011 年动态 PE 的均值分别为 35.8 倍、26.8 倍，上市 60 个交易日后平均涨跌幅（取有效数据）为 15%。

图表 1：2010 年上市中小板公司估值和市场表现

2010 年以来中小板 公司 IPO 表现	上市 60 日后涨跌幅%	发行价对应 PE		
		2009A	2010E	2011E
平均值	15.1	48.1	35.8	26.8

资料来源：WIND 资讯，聚源数据，平安证券研究所

广田股份主营业务为公共建筑和住宅的装修装饰工程，目前 A 股可比公司为金螳螂、洪涛股份、亚厦股份和嘉寓股份。按最新收盘价和盈利预测，可比公司 2010 年、2011 年动态 PE 的均值为 47.8 倍、33.7 倍。

表格 1：A 股可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 2010-9-9	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002081.SZ	金螳螂	43.800	0.63	1.05	1.47	69.7	41.8	29.8
002325.SZ	洪涛股份	36.310	0.46	0.74	1.08	78.9	48.8	33.6
002375.SZ	亚厦股份	67.800	0.63	1.18	1.85	108.1	57.5	36.7
300117.SZ	嘉寓股份	31.400	0.62	0.73	0.91	50.5	43.0	34.7
平均值							47.8	33.7

资料来源：WIND 资讯，聚源数据，平安证券研究所

以 DCF 模型测算公司的每股价值区间为 42.5~51.0 元。该区间与相对估值法结果不一致，取两者交集作为最终结果，即我们认为公司的合理价值区间为 45.1~51.0 元。

图表 2：DCF 估值敏感性分析

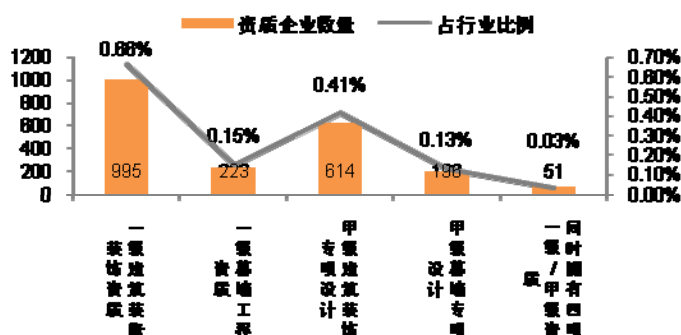
WACC(%)	永续增长率 Gn(%)				
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
8.25%	47.68	50.17	53.04	56.36	60.26
8.75%	43.77	45.87	48.27	51.01	54.20
9.25%	40.34	42.13	44.15	46.44	49.08
9.75%	37.31	38.84	40.56	42.50	44.70
10.25%	34.62	35.94	37.41	39.06	40.92

资料来源：平安证券研究所

二、住宅精装修市场领头羊

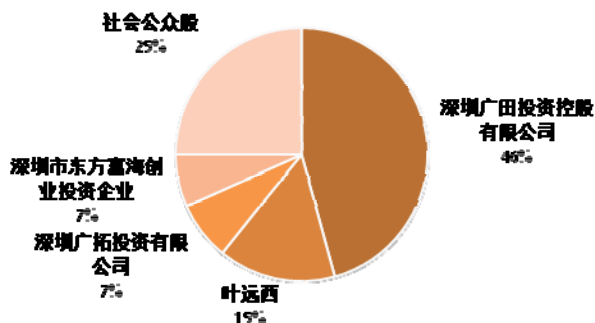
公司为综合建筑装饰工程承建商，主要为大型房地产项目、政府机构、大型国企、跨国公司、高档酒店等提供综合建筑装饰解决方案及工程承建服务。公司是国内从事住宅精装修业务的行业领导者，能够同时大批量、高密度、多区域实施各类型、各级别住宅精装修业务，目前拥有《建筑装饰装修工程专业承包壹级》、《建筑幕墙工程专业承包壹级》等六项施工壹级资质以及《建筑装饰工程设计专项甲级》、《建筑幕墙工程设计专项甲级》等四项设计甲级资质，在资质等级上已经达到建筑装饰企业的领先水平。

图表3：行业最高资质分布



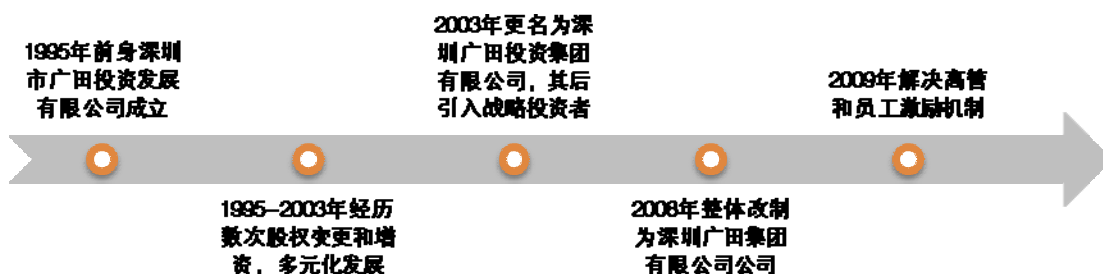
资料来源：中国建筑装饰协会，公司资料，平安证券研究所

图表4：发行后股本结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

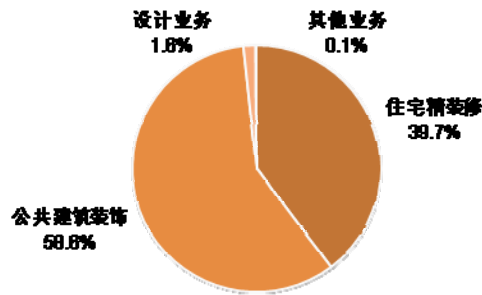
图表5：公司历史沿革



资料来源：公司资料，平安证券研究所

公司的主要从事公建和住宅的工程装修业务，来自装饰工程施工的收入占主营收入的绝大部分，设计业务和其他收入仅占不足 2%。目前的经营模式为直属经营，即自主承揽业务并组织实施，坚持‘不转包、不挂靠’政策。

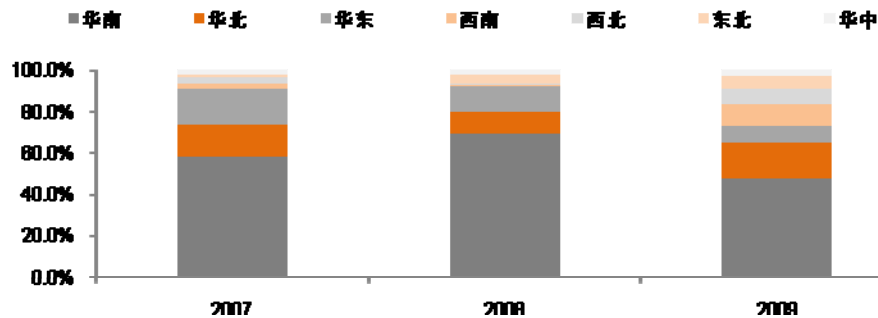
图表6：2009年公司各项营业收入占比



资料来源：公司资料，平安证券研究所

装修装饰工程行业是典型的“大行业、小公司”、集中度较低的行业，公司尽管是行业龙头企业之一，但市场占有率不足 0.2%。过去三年，来自华南地区的收入占营业收入总额的比重最高，但随着公司大力开拓华南以外的市场，2009 年该项比例已明显下降，特别是西南、西北地区收入占比增长较快。

图表7：近三年西部销售收入占比提高较快



资料来源：公司资料，平安证券研究所

三、 市场空间广阔，住宅装修发展迅速

3.1. 可持续发展的庞大市场

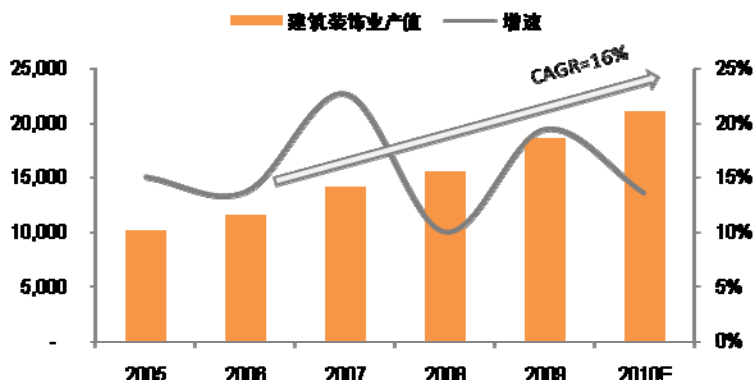
城市化进程带来的房屋新建和改造是建筑装饰业实现不断增长的基础，在“存量+增量”双重需求刺激下，建筑装饰业市场极其庞大。

根据企业性质，装饰企业分为工装（以具有资质的大中型企业为主）和家装（以个体经营为主），又根据施工建筑物的功能，工装企业承揽的工程可分为公共建筑（公建）装修和住宅装修。

据中国建筑装饰行业协会统计，2009 年全国建筑装饰行业共完成工程产值 1.85 万亿，2010 年预计可超过 2 万亿。

与土木建筑业、设备安装业一次性完成工程业务不同，每个建筑物在整个使用寿命期内需要进行多次装饰装修，周期一般不超过 10 年，因此，在“存量+增量”的双重需求刺激下，建筑装饰业市场极其庞大。

图表8：2010年建筑装饰业产值有望超过2万亿



资料来源：中国建筑装饰协会，平安证券研究所

单位：亿元，%

城市化进程带来的大量公建工程，和由消费升级产生的住宅装修“工程化”，为工装企业创造了更大的市场空间。

公建装修对施工企业的施工资质、工程管理、历史业绩和人力资源要求较高，例如，机场、高铁车站和大型酒店、商业综合体的装修工程招标都会对企业过往的经营业绩和综合实力有明确的要求。工装企业在承揽公建装修工程时占据了绝对的优势。

而目前越来越多的住宅开发商选择将房屋与精装修捆绑销售，顺应政府导向，提高产品品质，同时也加强了对政策调控的抵抗能力。大型工装企业因施工规模大、集团采购带来的成本优势，对施工质量的管理优势和资金优势，使其更易成为房地产开发商选择的长期合作伙伴。

3.2.住宅精装修市场潜力巨大

3.2.1. 消费升级和政策导向带来住宅精装修的巨大需求

房地产行业伴随着城市化的加速，有望继续保持较快的发展速度。按住宅竣工面积年均增速 10% 测算，我们预计，“十二五”期间需要新建住宅超过 100 亿平方米，将产生巨大的住宅装饰需求，住宅精装修市场容量有望超过 1 万亿，未来住宅精装修市场将迎来急速发展时代。

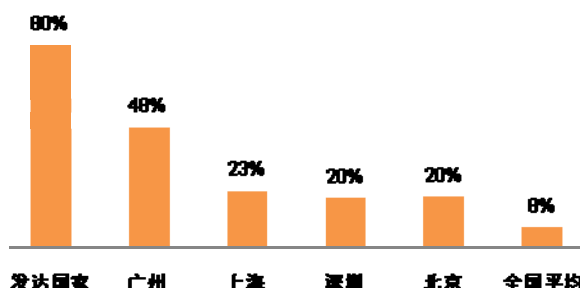
从国外住宅建设发展轨迹来看，随着城市化进程推进，住宅装修“工程化”将成为未来国内房地产开发的主流趋势。由于住宅装修“工程化”能够有效减少城市污染和资源浪费，我国 10 年前已开始通过政策导向引导住宅产业化和住宅精装修的发展。

图表 9：推进住宅精装修“工程化”的有关政策

政府文件名称		地方政策主要内容	
国家 政策	关于推进住宅产业化提高住宅质量若干意见（国办发〔1999〕72 号）	深圳	深圳将力争 2010 年底前，销售住宅基本实现 100% 一次性装修。同时进行多项配套的改革，包括在土地出让合同中明确规定新建住宅必须进行“全装修”，政府投资兴建政策性住房必须实行“全装修”
	商品住宅装修一次到位实施导则		到 2010 年，上海全装修住宅占新建商品住宅的比例在中心城区达到 60%—70%，其他地区力争达到 30%—40%
	商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点	杭州	2008 年起，杭州新建商品住宅中，全装修房的比例要占 50% 以上
	关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知	北京	发布《北京市廉租房、经济适用房及两限房技术导则》，要求政策性住房全部带装修

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表10：1-3Q09大城市住宅精装修比例与发达国家对比



资料来源：公司资料，平安证券研究所

3.2.2. 住宅装修与公建装修对比

住宅装修工程与公建装修工程相比，有付款条件好、施工难度低、可快速复制等特点，我们认为，未来将会有更多的大型工装企业进入住宅装修市场。

图表 11：住宅装修与公建装修工程对比

项目	住宅	公建	比较说明
合同金额	大	略小	尽管公建装修工程的单位造价比住宅高很多，但住宅项目的面积较大，单个合同的金额较大，有利于企业降低管理成本。
毛利率	略低	高	住宅装修的施工难度较公建低，相应的管理风险和费用略低，企业能够接受一定范围的折价。另外施工企业一般追求资金周转率，住宅装修工程的付款方式较好，在获得高周转率的情况下企业可以接受一定幅度的让利。
付款条件	好	略差	一般来说，住宅的精装修工程都在房地产项目接近交楼时完成，开发商有意愿为使工程顺利完工、避免产生延期交楼违约金，而及时支付施工企业进度款和结算。公建工程因无交楼压力，且公建装修占整个造价的比例较大，发生违约的可能性稍大。
施工难度	略低	高	公建工程中超高、超限部位较多，施工难度高；住宅装修中细节和隐蔽部位较多，但可复制性强，总体而言施工难度略低。
施工工艺可复制性	好	差	住宅装修施工工艺流程的可复制性强，特别是当企业与大型开发商建立长期合作关系后，能实现“整体复制或菜单式复制”，从而实现降低施工管理成本和材料采购成本；公建装修一般可复制性差，即便是酒店装修，也仅限于单个工程内的复制，无法将施工工艺和细部处理复制到其他工程。
形成长期合作关系	容易	略难	一旦工装企业获得开发商的信任，双方可形成长期的战略合作关系，实现双赢，这已是业内普遍采用的做法；而公建工程如政府项目、写字楼等项目多为一次性工程，后续工程较少，即便与大型的商业地产开发商如万达形成合作关系，施工的可复制性也不强。

资料来源：平安证券研究所

3.3. 房地产调控对住宅装修“工装”市场影响有限

住宅精装修具有节能、环保的特点，符合国家的产业发展政策。虽然房地产调控或使住宅建设面积增速放缓，但鉴于住宅精装修为未来房地产发展的方向，大开发商均已明确开发精装修住宅的战略，房地产调控对装饰行业住宅精装修业务的发展影响有限。最有可能出现的情况，是住宅开发面积增速回落、但采用精装修的比例增加，使住宅装修的“工装”市场依然快速增长。

图表 12：住宅装修“工程化”成为趋势

项目	精装修住房	毛坯房	简装房
装修成本	免住户装修之苦，以规模化效应降低平均装修成本(建设部测算口径为：平均节约住户费用 20%)、加速入住时间	私拆乱改现象严重，浪费严重，而且存在安全隐患	二次装修往往拆掉初装，浪费较毛坯房更为严重
环境保护	将装修污染降到最低	装修噪声、粉尘污染严重，且因各住户装修入住时间不一，扰民严重	二次装修噪声、粉尘污染与毛坯房无异
装修服务专业化程度	一般聘请大型专业装饰公司进行室内设计，选用专业施工队伍进行施工，装修质量有保障	出于成本考虑，大都选取一般小型装饰公司，或不聘请设计师进行室内设计，选取一般施工队伍装修，装修质量无保障，纠纷较多	与毛坯房情况类似

资料来源：公司资料，平安证券研究所

而更深一层的逻辑是，开发商选择精装修，主要还是为了捆绑销售、提高楼盘品质，在售价上留有余地，增强抵御政策调控的能力。因此，开发商有可能并且有意愿，与有实力的大型“工装”企业合作，即增加了销售的卖点，又保证了装修的成本和质量。

四、领跑住宅工装市场，研发能力突出

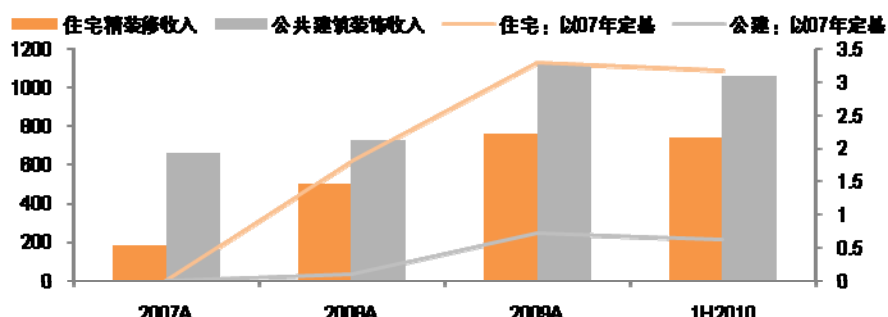
4.1. 中国住宅工装市场综合实力排名第一

住宅精装修业务将成为中国建筑装饰行业中市场最大、增长最快、最影响民生、最需要环保生态的装饰业务，根据中国建筑装饰协会出具的证明函，公司在国内住宅精装修类装饰工程细分市场综合实力排名第一。

截止 2010 年 6 月 30 日，公司获得鲁班奖、全国建筑工程装饰奖共计 20 项；获得各类省市级奖项 100 余项；获得各类设计大奖 100 余项；获得各类社会荣誉 200 余项。

公司是最早介入住宅精装修领域的建筑装饰企业，通过长期的实践和摸索，已形成了良好的品牌和口碑，积累了丰富的大规模标准化施工和管理经验，确保了在开拓住宅精装修业务时处于有利地位。

图表13：近三年住宅装修业务增长较快



资料来源：公司资料，平安证券研究所

4.2. 节能环保装饰技术的领先优势

公司设立了市级技术研发中心，以节能环保装饰技术为突破方向，已获得 2 项国家专利，参与 11 项国家标准及行业标准编制，荣获 53 项“全国建筑装饰行业科技创新成果奖”。

该技术研发中心已组建六大课题组并设立三大实验室研发推广绿色节能环保型室内外装饰技术及产品，力争达到国际装饰行业先进水平，并为公司及行业长远发展储备技术。

图表 14：目前研发中的课题

研发课题	研发方向
一体化装饰及机械化施工	绿色装饰的一体化系统确立、轻质砂浆产品开发及机械化施工工艺的应用
工业化装饰	建筑装饰行业工业化、模块化和部品化的研究
智能化装饰	建筑装饰行业的信息化、标准化和智能化。包括：智能化装饰施工系统（ICAM）及智能化装饰部品系统（IDFM）的开发
新型复合材料	环保、节能、多功能复合建材产品的研发和应用研究
绿色装饰设计	建筑装饰行业室内设计领域的绿色化研究
太阳能光电装饰技术	建筑装饰行业太阳能光电和光热技术的实际应用技术研究及推广

资料来源：公司资料，平安证券研究所

4.3. 设计实力行业领先

公司目前拥有设计师 170 余人，其中高级室内设计师 20 余人，共计 23 人先后荣获“全国最有成就的资深室内设计师”、“最具影响力中青年设计师”及“IAID 最具影响力建筑装饰中青年设计师”称号。公司位列“中国建筑装饰绿色环保设计百强企业”第六名，设计部门被评为“IAID 最具影响力建筑装饰设计机构”，合计获得的各类设计奖项 100 余项。

公司建立了新技术与创新思维相结合的“开放式”设计合作模式，吸引国际的优秀设计人才，先后与多家国际设计机构合作，提升了公司设计部门的专业实力。

五、募投项目分析

公司拟募资 4.3 亿元，投资于绿色装饰产业基地、设计研发中心和营销网络优化 3 个项目。募集资金投资项目的建成使公司主营业务延伸至上游产业，增强公司的业务承接能力和提升设计施工产能。

图表15：募投项目概况

项目名称	投资总金额（百万元）	其中：固定资产投资（百万元）	建设期（年）
绿色装饰产业基地园建设项目	282.28	245.73	2
设计研发中心项目	77.52	75.60	2
营销网络优化建设项目	69.19	61.23	2
合计	428.99	382.56	2

资料来源：公司资料，平安证券研究所

➤ 绿色装饰产业基地园建设项目

该基地的主要功能为部品部件生产和轻质干粉砂浆生产。部品部件指木制品、幕墙铝合金门窗和软饰品。采用工厂化生产的部品部件可以有效降低施工现场组装产生的污染，减少资源浪费；而节能型轻质干粉砂浆是国家大力推动的基础性建筑材料，目前大中型城市已禁止现场搅拌砂浆，募投项目可为公司节省采购成本。

图表16：绿色装饰产业基地园项目投资分析

项目	指标
项目内部收益率	15.04%
投资利润率	26.26%
财务净现值	12,304 万元
投资回收期（不含建设期）	5.36 年

资料来源：公司资料，平安证券研究所

➤ 设计研发中心项目

该项目建设内容包括设计、研发和支持管理三个中心，完成后将实现拥有设计人员 580 人、研发人员 150 人，规模为现在的 4 倍。

根据国内建筑装饰市场的发展趋势，结合公司近年来的业务增长速度以及公司绿色装饰产业基地建设带来的发展动力，按行业公布的预测值保守估计，到 2011 年研发中心设计业务产值将达到 8,500 万元左右。

➤ 营销网络优化建设项目

该项目建设内容主要是对原有的分公司、办事处等进行改建和扩建，并新增分公司，扩大营销网络覆盖范围，开拓新市场。

营销网络的建设，将使公司的区域业务飞速增长，预计未来三年每年将带来新增业务约 8.7 亿元。此外，将有利于建立企业的品牌优势，占据更大市场份额，促进公司持续快速的发展。

六、 风险提示

6.1. 宏观经济周期

建筑装饰行业的发展与一个国家的经济发展水平相关，经济增长的周期性波动对建筑装饰行业有一定影响。其中，公司主要业务之一的住宅精装修业务与房地产行业的发展关联相对更为紧密，经济形势和固定资产投资增速的变化将对公司的经营业绩和发展前景带来较大影响。

6.2. 客户集中度高是把双刃剑

公司对前五大客户的营业收入占总营业收入的比重逐步上升，2010 年 1-6 月、2009 年、2008 年和 2007 年分别为 64.79%、53.38%、51.17%和 30.18%，前五大客户对公司营业收入增长的贡献率较大，公司业务对主要客户存在一定的依赖风险。

我们认为，与大型开发商建立长期合作关系，可降低公司承揽项目的成本，提高盈利能力。但是，过于依赖个别客户，使公司业绩存在波动较大的风险，如果主要合作伙伴在政策调控下经营困难，无法进一步扩大房产开发面积，公司的营业收入增长将受到较大影响。

七、基本假设和盈利预测

7.1. 基本假设

图表17：毛利率假设

关键假设	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率						
综合毛利率	11.2%	11.7%	12.2%	12.5%	12.5%	12.6%
住宅精装修	12.9%	13.4%	13.6%	13.7%	13.8%	13.9%
公共建筑装饰	9.5%	10.2%	11.2%	11.3%	11.4%	11.5%
设计业务	15.2%	17.1%	12.7%	15.0%	15.0%	14.9%
其他业务	43.4%	67.1%	24.1%	44.9%	45.4%	38.1%
收入增速						
营业收入 YoY		42.4%	53.7%	102.2%	51.6%	31.9%
住宅精装修 YoY		180.3%	53.0%	105.0%	55.0%	35.0%
公共建筑装饰 YoY		9.9%	55.1%	100.0%	50.0%	30.0%
设计业务 YoY		24.8%	42.8%	100.0%	40.0%	20.0%
其他业务 YoY		-81.3%	-60.7%	300.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

7.2. 盈利预测

图表 18：收入成本预测

收入预测	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	876.5	1,248.1	1,918.2	3,877.7	5,878.6	7,754.4
收入增速		42.4%	53.7%	102.2%	51.6%	31.9%
营业成本(百万元)	778.5	1,101.5	1,684.0	3,393.2	5,146.0	6,779.0
成本增速		41.5%	52.9%	101.5%	51.7%	31.7%
营业成本占收入%	88.8%	88.3%	87.8%	87.5%	87.5%	87.4%
毛利率	11.2%	11.7%	12.2%	12.5%	12.5%	12.6%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	664	2905	3332	3826	营业收入	1918	3878	5879	7754
现金	270	2012	1949	1937	营业成本	1684	3393	5146	6779
应收账款	255	542	876	1228	营业税金及附加	65	130	199	262
其他应收款	18	37	56	73	营业费用	13	33	47	61
预付账款	31	88	131	165	管理费用	30	72	103	136
存货	82	217	304	400	财务费用	6	-7	-17	-14
其他流动资产	7	10	16	22	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	107	173	393	632	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	52	103	305	524	营业利润	122	257	400	530
无形资产	40	50	60	70	营业外收入	5	2	2	2
其他非流动资产	15	21	29	38	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	771	3078	3726	4457	利润总额	127	259	402	532
流动负债	398	713	1040	1364	所得税	26	57	97	133
短期借款	0	0	0	0	净利润	101	202	306	399
应付账款	164	339	515	678	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	233	374	526	686	归属母公司净利润	101	202	306	399
非流动负债	70	100	135	175	EBITDA	128	254	395	538
长期借款	70	100	135	175	EPS (元)	0.85	1.26	1.91	2.49
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	468	813	1175	1539	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	120	160	160	160	成长能力				
资本公积	51	1771	1771	1771	营业收入	53.7%	102.2%	51.6%	31.9%
留存收益	132	334	619	988	营业利润	85.7%	110.7%	56.0%	32.4%
归属母公司股东权益	303	2265	2550	2919	归属于母公司净利润	85.1%	98.9%	51.6%	30.5%
负债和股东权益	771	3078	3726	4457	获利能力				
					毛利率(%)	12.2%	12.5%	12.5%	12.6%
					净利率(%)	5.3%	5.2%	5.2%	5.1%
					ROE(%)	33.5%	8.9%	12.0%	13.7%
					ROIC(%)	68.5%	57.3%	40.3%	33.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.7%	26.4%	31.6%	34.5%
					净负债比率(%)	27.8%	12.3%	11.5%	11.4%
					流动比率	1.67	4.07	3.20	2.80
					速动比率	1.46	3.77	2.91	2.51
					营运能力				
					总资产周转率	2.75	2.02	1.73	1.90
					应收账款周转率	6.33	9.06	7.72	6.87
					应付账款周转率	8.52	13.47	12.05	11.37
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	1.26	1.91	2.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.47	0.85	1.40
					每股净资产(最新摊薄)	1.89	14.15	15.94	18.24
					估值比率				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	131	75	136	225
净利润	101	202	306	399
折旧摊销	0	4	11	22
财务费用	6	-7	-17	-14
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-147	-190	-211
其他经营现金流	23	23	26	29
投资活动现金流	-42	-70	-230	-260
资本支出	4	60	220	250
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-38	-10	-10	-10
筹资活动现金流	75	1737	31	23
短期借款	0	0	0	0
长期借款	20	30	35	40
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	0	1720	0	0
其他筹资现金流	55	-53	-4	-17
现金净增加额	164	1742	-62	-12

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257