

嘉寓股份 (002482.SZ)

建筑工程

[2010.09.13]

住宅精装修领先者

——广田股份新股定价报告

评级:

当前价格:

2010.09.13

✍	马静如	✍	渤海建材组
☎	86-22-28451665	☎	86-10-58362787
SAC 执业证书编号	S1150200010069	✉	uibe101@yahoo.com.cn
✉	majingru@vip.sina.com		

投资要点:

- **建筑装饰行业优势企业。**叶远西为公司的实际控制人，叶远西及其关联人叶远东合计持有公司 91% 的股份。公司为综合建筑装饰工程承建商，主营业务为建筑装饰工程的设计、施工。公司 2002 年至 2008 年连续七年入选中国建筑装饰行业百强企业综合实力前十名公司名称，其中 2007 年、2008 年连续两年名列第六位。
- **建筑装饰行业成长空间广阔：**国民经济的增长和城市化进程的加快将带动房地产业的发展，产生大量装饰需求。在公装领域，目前国际连锁酒店的第三次中国扩张浪潮已经开始；商业综合体正逐步成为中国城市发展的商业价值核心；另外车站、民航、公路，大型场馆等项目的建设，将为建筑装饰企业带来更多的机遇。
- **住宅精装修领先企业。**2010 年中国房地产测评中心发布“2009 中国住宅全装修（工装）企业实力榜”，公司排名第一。在住宅精装修领域，我国精装修比例与主要发达国家的比例相比，仍存在较大差距，市场发展潜力巨大，公司作为先行者将充分受益。
- **募投项目分析：**绿色装饰产业基地园建设项目能够实现公司目前业务产品上下游的整合，提升公司部品部件的生产能力；设计研发中心的建设将有利于提升公司在建筑装饰新技术、新材料、新产品、新工艺等方面的研发和应用水平；营销网络的建设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。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2010-2012 年公司的营业收入增长率分别为 85.2%、48.3% 和 25.6%；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.95 亿元、2.90 亿元和 3.65 亿元，按照发行后总股本计算，对应的 EPS 分别为 1.22 元、1.81 元、2.28 元。与广田股份可比上市公司 2010 年的平均动态市盈率是 48.8 倍，但可比上市公司近期股价涨幅较大，综合考虑相近上市公司的估值以及在行业中的竞争地位等因素，我们认为嘉寓股份 2010 年的合理市盈率在 35-40 倍之间，对应的合理价位在 42.6-48.7 元之间。

关键数据

发行价

首日上市价

申购收益率

一年目标价

询价区间 42.6-48.7

股本数据

A 股发行股数 4,000 万股

发行后总股本 16,000 万股

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	1248	1918	3552	5268	6617
EBITDA(百万元)	75	132	246	367	462
净利润	55	101	195	290	365
摊薄 EPS(元)	0.34	0.63	1.22	1.81	2.28
PE(X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA(X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PB(X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 19

目 录

1.	公司概况：住宅精装修领跑者.....	4
1.1	公司股权结构	4
1.2	公司主营业务	4
1.3	公司收入结构	5
2.	行业前景：具备广阔成长空间.....	6
2.1	建筑装饰行业经历快速增长.....	7
2.2	公装领域门类多，容量大	8
2.3	住宅精装修潜力巨大	9
3.	公司分析：建筑装饰领先企业.....	10
3.1	公司行业地位	10
3.2	公司主要竞争优势	11
3.3	盈利能力分析	12
4.	募投项目分析	13
4.1	绿色装饰产业基地园建设项目	13
4.2	设计研发中心项目	14
4.3	营销网络优化建设项目	14
5.	盈利预测与估值.....	15
6.	风险提示.....	16

图 目 录

图 1: IPO 前公司与实际控制人的股权关系	4
图 2: 公司主营业务收入结构	5
图 3: 公司主营业务收入区域结构	5
图 4: 公司最大客户恒大地产贡献收入占比(万元)	6
图 5: 公司业务归属于建筑业中的建筑装饰行业	6
图 6: 城镇固定资产投资及增速	7
图 7: 中国城市化率	7
图 8: 建筑装饰行业总产值	8
图 9: 2009 年前三季度我国主要城市住宅精装修与发达国家对比	9
图 10: 本项目的生产结构框架	13

表 目 录

表 1: 公司资质等级证书	10
表 2: 公司与中国装饰业百强前五名资质数量比较	10
表 3: 2007 年度-2008 年度建筑装饰行业前十名企业名单	11
表 4: 公司与中国装饰业百强前五位企业品牌比较	11
表 5: 公司与中国装饰业百强前五位企业住宅全装修实力比较	12
表 6: 与境内同行业可比公司的相关盈利指标对比	12
表 7: 募投项目	13
表 8: 项目建设内容	14
表 9: 与境内同行业可比公司的相关盈利指标对比	15
表 10: 可比公司盈利预测及估值	15

1. 公司概况：住宅精装修领跑者

1.1 公司股权结构

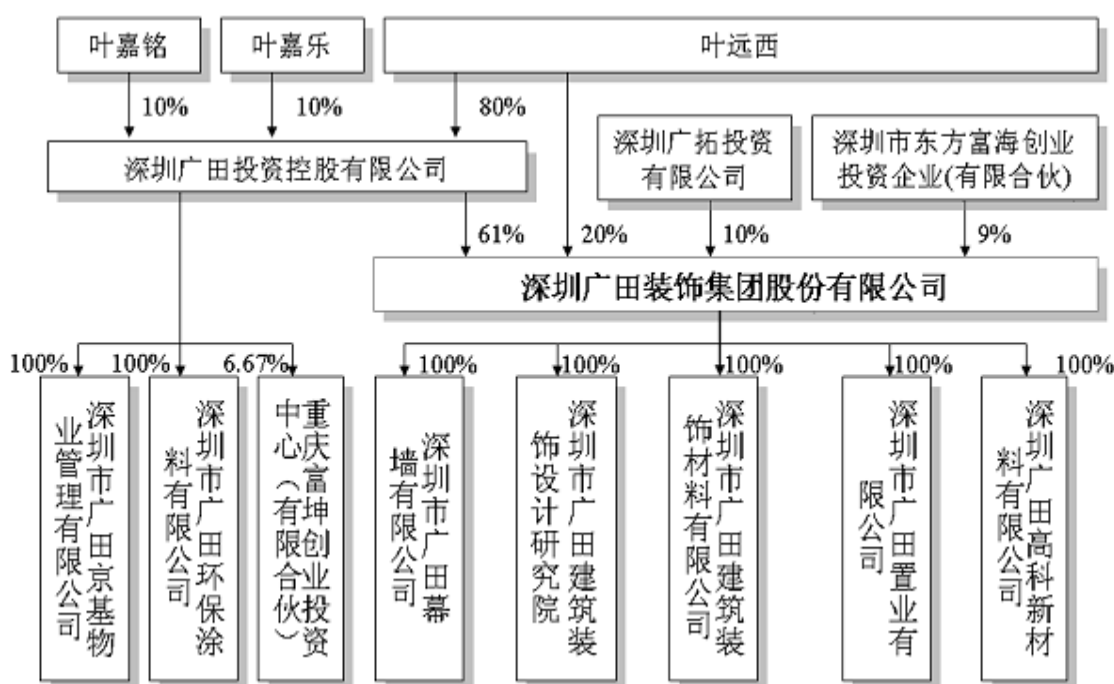
2008 年，广田集团整体变更为股份有限公司，变更后名称为深圳广田装饰集团股份有限公司，公司发起人为广田控股、叶远西和东方富海。

叶远西为公司的实际控制人。本次发行前，叶远西直接持有本公司 2,400 万股，占本次发行前总股本的 20%，其控股 80% 的广田控股持有本公司 7,320 万股，占本次发行前总股本的 61%。

广拓投资为公司实际控制人叶远西之兄控制的公司，为叶远西和广田控股的关联法人，持有本公司 1,200 万股，占本次发行前总股本的 10%。

因此，叶远西及其关联人叶远东合计持有公司 91% 的股份。

图 1：IPO 前公司与实际控制人的股权关系



资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司为综合建筑装饰工程承建商，主营业务为建筑装饰工程的设计、施工。

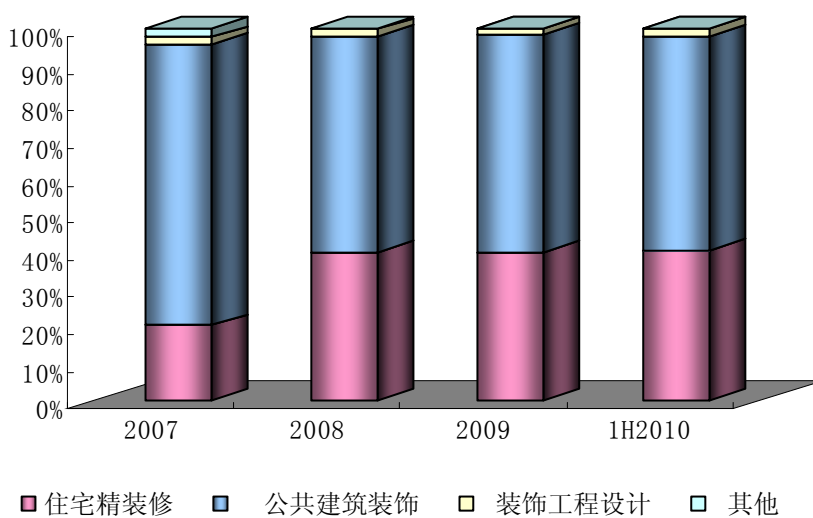
公司主要为大型房地产项目、政府机构、大型国企、跨国公司、高档酒店等提供

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，是国内建筑装饰行业为数不多能够同时大批量、高密度、多区域实施各类型、各级别住宅精装修业务的大型装饰公司。

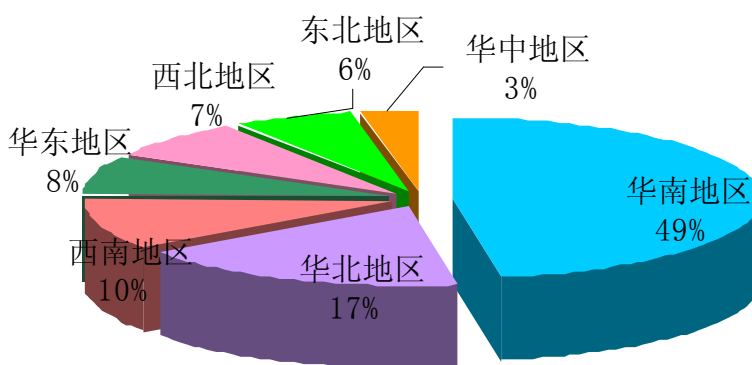
1.3 公司收入结构

图 2：公司主营业务收入结构



资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

图 3：公司主营业务收入区域结构



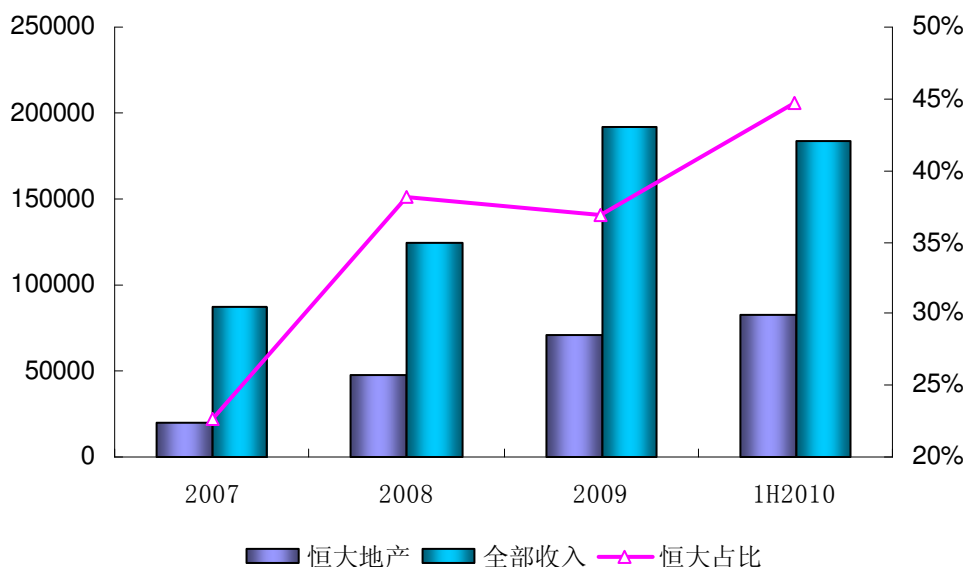
资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

公司 2007 年住宅精装修施工占总营业收入的 20.24%，随着公司住宅精装修业务的发展，公司 2008 年-2009 年住宅精装修的比例迅速上升，并保持在 40%左

右，两大主业并驾齐驱的格局基本成型。

公司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 年度该项比例已明显下降，2010 年 1-6 月、2009 年度、2008 年度、2007 年度来自华南地区收入的占比分别为 47.80%、47.51%、69.02%、58.14%，公司业务的地域分布较为合理。

图 4：公司最大客户恒大地产贡献收入占比（万元）

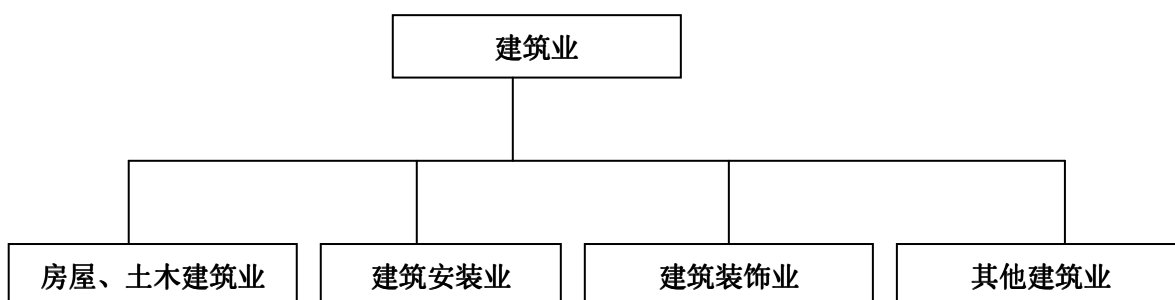


资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

公司与恒大地产业务联系是基于双方的行业地位、住宅精装修业务特点以及长期稳定的合作关系所形成的。报告期内，随着公司住宅精装修业务的大力开拓，公司来源于恒大地产的营业收入占比逐年提升，从 2007 年的 22.7% 提升至 2010 年上半年的 44.6%，存在单一客户营业收入占比过高的经营风险。

2. 行业前景：具备广阔成长空间

图 5：公司业务归属于建筑业中的建筑装饰行业



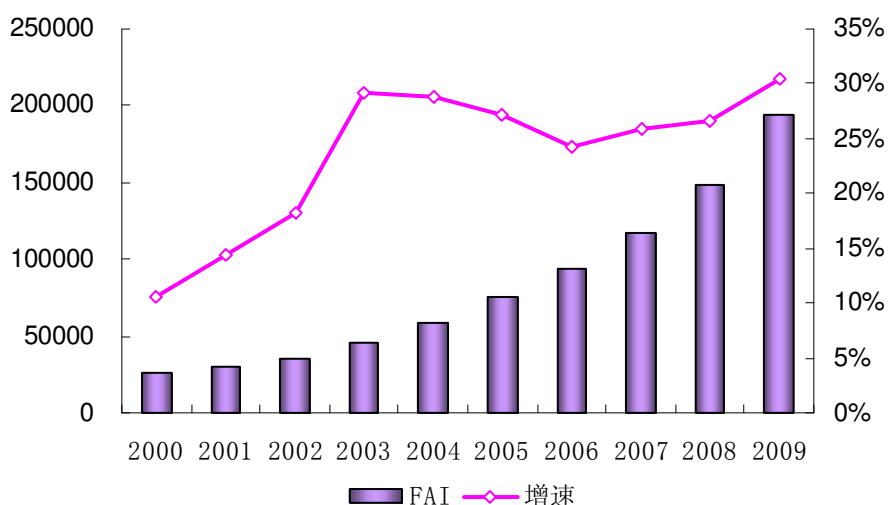
资料来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2.1 建筑装饰行业经历快速增长

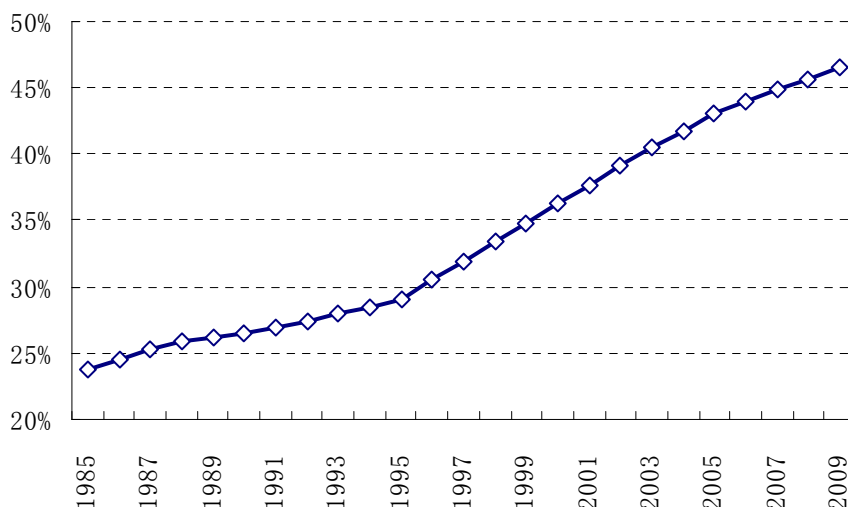
中国经济的持续发展为装饰行业提供了良好的发展条件,推动了城市化进程。2003 年以来城镇固定资产投资增速基本保持了 25%以上的快速增长势头,城市化率 1985 年的 23.7%上升到 2009 年的 46.6%,24 年间提高了 22.9 个百分点,而根据国家“十一五规划”中国城市化率至 2010 年将达到 47%。国民经济的增长和城市化进程的加快在一定程度上带动了基础设施建设和房地产业的发展。这一时期,房屋建筑业快速发展,尤其是包括住宅和各种商业、公共用房的房屋建设快速发展,产生了大量装饰需求。

图 6: 城镇固定资产投资及增速



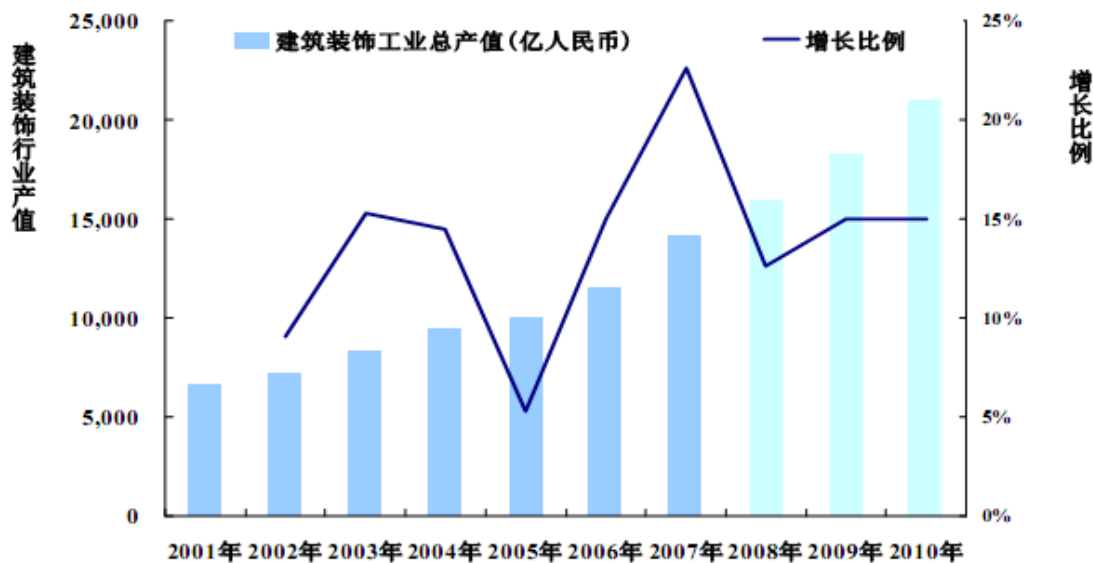
资料来源: 国家统计局、渤海证券研究所

图 7: 中国城市化率



资料来源: 国家统计局、渤海证券研究所

图 8：建筑装饰行业总产值



资料来源：亚厦股份招股说明书、渤海证券研究所

2.2 公装领域门类多，容量大

随着经济的高速发展，我国旅游业、餐饮业、会展业等现代服务业得到了快速发展，涉外酒店、会展中心等基础设施进入大规模建设时期，这些公共建筑工程的建设和使用，不仅增加了建筑装饰的市场需求规模，而且对装饰的质量、档次提出了更高的要求，推动了装饰行业整体水平向更高层次发展。随着中国国力增强，各种国际会议、活动的举办将带动上海、深圳、广州、大连、南京、北京、重庆、成都、西安等地区性建筑装饰市场的发展。

目前国际连锁酒店的第三次中国扩张浪潮已经开始，2007 年我国的五星级酒店为 361 家，国家旅游局预计 2015 年将超过 500 家。一般而言，酒店装修的装修周期为 6 年至 8 年，如果以 30 年的经营期限计算，每家五星级酒店都需要进行 4 至 6 次的装修。以单价每平方米 4,000 元、面积 6 万平方米估算，一般每次装饰造价不低于 2.4 亿元，为装饰企业提供了广阔的市场空间。

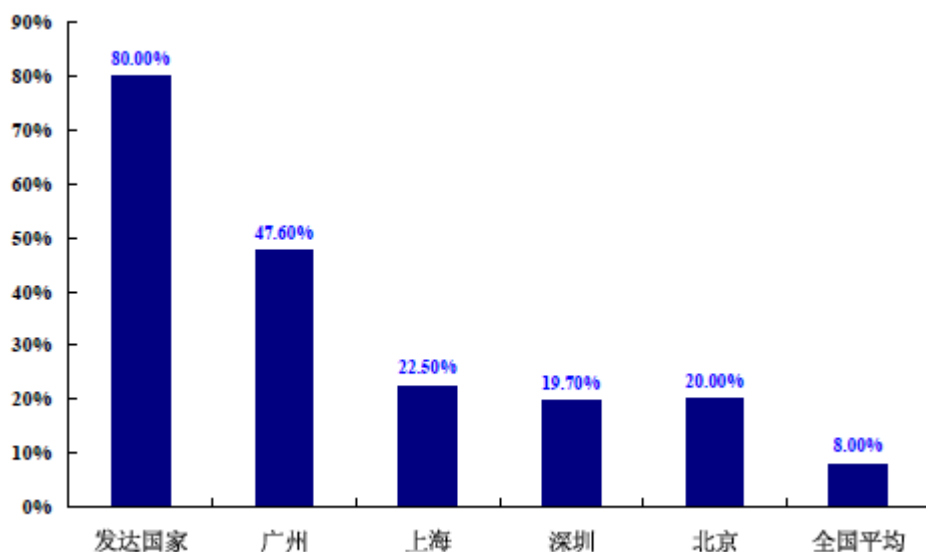
随着我国城市化进程的不断加快、城市功能的多元化发展，商业综合体作为新兴的商业地产模式正逐步成为中国城市发展的商业价值核心。对于土地资源稀缺而人口却日益膨胀的城市来说，综合体建筑形态的出现较好解决了土地集约化利用的问题。从开发的角度来说，商业综合体与单一业态商业地产项目相比有较强的抗风险能力。作为城市化发展主要趋势之一，商业综合体具备了广阔的发展前景，它正成为中国城市经济持续、健康、有序发展的新引擎，而蕴藏的巨大的装饰业务量必将带动中国装饰行业中具备核心竞争力龙头企业的发展。

2008 年底，我国公布了 4 万亿拉动内需保增长的经济刺激政策，将大规模进行兴建及改造基础设施，而基础设施的兴建及改造，可以为建筑装饰行业提供巨大的市场发展空间。以铁路投资为例，预计 2009 年至 2011 年包括各级投资的总额将达到 3.5 万亿元，大规模铁路的新建及原有路线改造，将产生大量的车站装饰业务。同样，民航、公路，大型场馆等项目的建设，将为建筑装饰企业带来更多的机遇。

2.3 住宅精装修潜力巨大

从欧美住宅建设成熟市场发展轨迹来看，随着城市化进程快速推进，住宅产业化将成为未来国内房地产开发的主流趋势。国家对于住宅产业化、住宅精装修市场的发展一直持鼓励态度。早在 1999 年，建设部就发布了《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见（国办发（1999）72 号）》，推进住宅产业化；2002 年，建设部发布了《商品住宅装修一次到位实施导则》及配套的《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》，旨在通过逐步取消毛坯房、直接向消费者提供精装修成品房，规范住宅装修市场，推进住宅产业化发展。2008 年，住房和城乡建设部又发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，进一步完善扶持政策，推广全装修房。从上海、北京、深圳等一线城市的情况来看，精装修的比例逐步提升，但与主要发达国家的比例相比，仍存在较大差距，市场发展潜力巨大。

图 9：2009 年前三季度我国主要城市住宅精装修与发达国家对比



资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

3. 公司分析：建筑装饰领先企业

3.1 公司行业地位

公司具备承接各类建筑装饰工程的资格和能力，具体拥有的资质等级证书如下：

表 1：公司资质等级证书

序号	资质名称	发证机关	证书编号
1	建筑装修装饰工程专业承包壹级	住房和城乡建设部	B1034044030410
2	建筑幕墙工程专业承包壹级		
3	机电设备安装工程专业承包壹级		
4	金属门窗工程专业承包壹级	广东省住房和城乡建设厅	C144006749
5	建筑智能化工程设计与施工壹级	住房和城乡建设部	
6	消防设施工程设计与施工壹级		
7	建筑装饰工程设计专项甲级	住房和城乡建设部	A144006749
8	建筑幕墙工程设计专项甲级		

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

根据中国建筑装饰行业协会统计，2008 年全国拥同时具有壹级装饰施工、甲级装饰设计两项资质的企业 401 家，同时具有壹级幕墙施工、甲级幕墙设计两项资质的企业 95 家，同时拥有上述四项资质的企业 51 家。

在体现建筑装饰企业核心竞争力水平的企业资质上，本公司在行业内处于领先水平。

表 2：公司与中国装饰业百强前五名资质数量比较

序号	企业名称	施工壹级	设计甲级	合计
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	4	2	6
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	4	2	6
3	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	2	2	4
4	中国建筑装饰工程有限公司	4	2	6
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	6	1	7
6	深圳广田装饰集团股份有限公司	6	4	10

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

公司 2002 年至 2008 年连续七年入选中国建筑装饰行业百强企业综合实力前十名公司名称，其中 2007 年、2008 年连续两年名列第六位。

表 3：2007 年度-2008 年度建筑装饰行业前十名企业名单

公司名称	2008 年度	2007 年度
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	1	1
浙江亚厦装饰股份有限公司	2	2
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	3	3
中国建筑装饰工程有限公司	4	4
深圳市洪涛装饰股份有限公司	5	5
深圳广田装饰集团股份有限公司	6	6
深圳市科源建设集团有限公司	7	7
北京港源建筑装饰工程有限公司	8	9
深圳市建筑装饰（集团）有限公司	9	17
深圳长城家俱装饰工程有限公司	10	8

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

3.2 公司主要竞争优势

（1）品牌优势

公司注重品牌建设，推行精品战略，以诚信赢得市场，“广田”商标是“中国驰名商标”、“广东省著名商标”、“深圳市知名品牌”，在业内享有较高的知名度和影响力。

表 4：公司与中国装饰业百强前五位企业品牌比较

排名	公司名称	中国驰名商标
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	是
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	是
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	深圳广田装饰集团股份有限公司	是

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

（2）住宅精装修优势

从国外成熟市场发展轨迹来看，住宅产业化将成为未来国内住宅产业的主流趋势，住宅精装修业务也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一，2010 年中国房地产测评中心发布“2009 中国住宅全装修（工装）企业实力榜”，公司排名第一。

表 5：公司与中国装饰业百强前五位企业住宅全装修实力比较

排名	公司名称	住宅全装修（工装） 企业实力榜
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	3
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	4
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	深圳广田装饰集团股份有限公司	1

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

3.3 盈利能力分析

表 6：与境内同行业可比公司的相关盈利指标对比

项目	公司名称	2009 年度	2008 年度	2007 年度
销售毛利率	金螳螂	16.84%	15.84%	12.77%
	洪涛股份	13.92%	12.79%	12.10%
	亚厦股份	14.83%	15.13%	16.51%
	平均值	15.20%	14.59%	13.79%
	公司	12.21%	11.75%	11.18%
期间费用率	金螳螂	5.73%	6.26%	4.70%
	洪涛股份	3.37%	3.45%	3.39%
	亚厦股份	3.06%	3.82%	3.88%
	平均值	4.05%	4.51%	3.99%
	公司	2.54%	3.12%	3.64%
扣除非经常性损益 后的净利润率	金螳螂	4.89%	3.94%	2.42%
	洪涛股份	5.12%	4.67%	4.48%
	亚厦股份	5.32%	5.16%	4.25%
	平均值	5.12%	4.59%	3.72%
	公司	5.06%	4.34%	4.33%

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

公司毛利率逐年提高，但报告期内公司的毛利率仍低于同行业可比公司，这是由于公司特定的经营策略与管理模式所决定的。公司一直致力于大型优质客户的开发和培养，公司给予战略伙伴一定的商业折扣，相应地降低了施工工程的毛利率。

同时，公司在与客户长期合作过程中形成了良好的沟通体系和默契的伙伴关系，使得公司的招投标费用、市场开拓等销售费用较低。通过与客户的良好合作，公司在设计、商务、项目管理、后台支持、售后服务等方面积累了丰富的经验，有效的控制了管理费用，因此公司期间费用率远低于行业平均水平，且随着公司

业务的迅速增长呈逐年下降趋势。

公司的经营目标主要是考核净利润及净利润率的水平，因此虽然报告期内公司的毛利率低于同行业可比公司，但公司扣除非经常性损益后的净利润率仍与于同行业可比公司基本持平，公司的综合盈利能力较强。

4. 募投项目分析

公司本次计划募集的资金计划投资于以下项目：

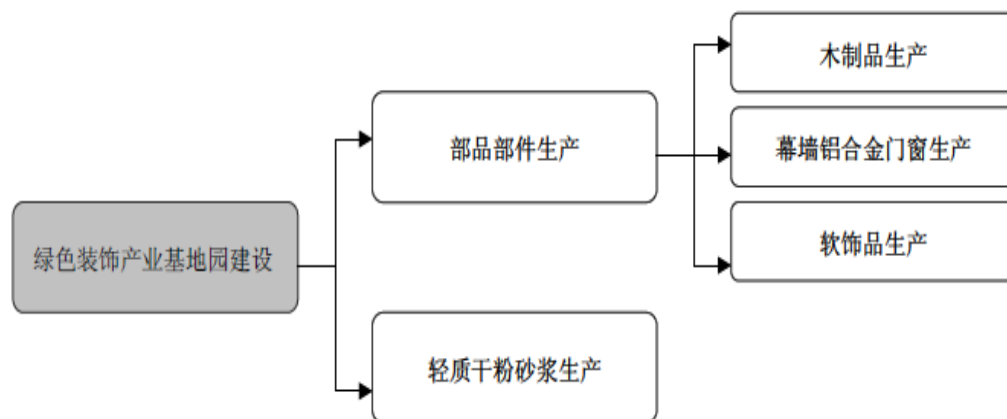
表 7：募投项目

序号	项目名称	投资总金额	第一年	第二年
1	绿色装饰产业基地园建设项目	28,228.00	16,496.00	11,732.00
2	设计研发中心项目	7,752.00	2,326.00	5,426.00
3	营销网络优化建设项目	6,919.10	1,929.29	4,989.81
	合计	42,899.10	20,751.29	22,147.81

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

4.1 绿色装饰产业基地园建设项目

图 10：本项目的生产结构框架



资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

项目实施后，能够实现公司目前业务产品上下游的整合，提升公司部品部件的生产能力，满足公司施工对优质部品部件的需求，降低施工成本，提高公司的综合竞争优势。目前，建筑物的抹灰工程主要由建筑商或建筑商外包施工队等进

行，因工程受专业水平、设备、技术及施工方式等限制，实际上建筑商并不希望承接该项业务，而公司通过本次募集资金项目的实施，以先进的施工设备与公司的先进技术相结合，将极大提高抹灰工程生产效率。

本项目总投资 28,228 万元，其中，固定资产投资额为 24,573 万元，占总投资额的 87.05%，流动资金投资额 3,655 万元，占总投资额的 12.95%。该项目内部收益率为 15.04%，回收期为 5.36 年。

4.2 设计研发中心项目

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。另一方面，设计研发中心的建设将非常有利于提升公司在建筑装饰新技术、新材料、新产品、新工艺等方面的研发和应用水平，将极大的促进公司装饰施工质量的进一步提升，并增强公司的核心竞争力。

4.3 营销网络优化建设项目

表 8：项目建设内容

序号	时间	内容名称	内容概要（合计 6,122.56 万元）
1	第一年	新建、改建 3 家一级分公司 扩建原有分公司、办事处等共 6 家为二级分公司	改建北京、广州一级分公司，新设重庆一级分公司，每家投资 150 万元，共计 450 万元 根据业务量、市场潜力拟将西安、成都、南昌、合肥、昆明、乌鲁木齐扩建为二级分公司，每家投资 180.17 万元，共计 1,081.02 万元
2	第二年	增资原有一级分公司，新设 4 家一级分公司，完成一级分公司达标工程 新设 2 家二级分公司	向北京、广州、重庆 3 家一级分公司各增资 1,090.17 万元；向新设南京、天津、武汉、太原 4 家一级分公司各投资 240.17 万元，完成一级分公司达标工程。共计 4,231.19 万元 新设杭州和青岛 2 家二级分公司，每家投资 180.17 万元，共计 360.34 万元

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

到 2011 年，公司的一级分公司都将实现达标工程，分别为北京、广州、重庆、南京、天津、武汉和太原一级分公司，二级分公司将达到八家，分别为西安、成都、南昌、合肥、昆明、乌鲁木齐、杭州和青岛二级分公司，加上下设的办事处，公司渠道营销网络趋于完善。

本项目总投资 6,919.10 万元，其中固定资产投资额 6,122.56 万元，占总投

资额 88.49%；流动资金投资额 796.54 万元，占总投资额 11.51%，其中公司将在北京、广州、重庆购买分公司办公场所。

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。

5. 盈利预测与估值

我们预计 2010-2012 年公司的营业收入增长率分别为 85.2%、48.3%和 25.6%；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.95 亿元、2.90 亿元和 3.65 亿元，按照发行后总股本计算，对应的 EPS 分别为 1.22 元、1.81 元、2.28 元。

与广田股份可比上市公司 2010 年的平均动态市盈率是 48.8 倍，但可比上市公司近期股价涨幅较大，综合考虑相近上市公司的估值以及在行业中的竞争地位等因素，我们认为嘉寓股份 2010 年的合理市盈率在 35-40 倍之间，对应的合理价位在 42.6-48.7 元之间。

表 9：与境内同行业可比公司的相关盈利指标对比

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1248	1918	3552	5268	6617
营业成本	1101	1684	3115	4616	5795
营业税金及附加	42	65	121	179	225
销售费用	12	13	23	35	43
管理费用	23	30	55	82	103
财务费用	4	6	0	0	0
资产减值损失	0	-2	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	66	122	239	358	451
营业外收支净额	1	5	4	4	5
税前利润	66	127	243	362	456
减：所得税	11	26	49	72	91
净利润	55	101	195	290	365
归属于母公司的净利润	55	101	195	290	365
少数股东损益	0	0	0	0	0
基本每股收益	0.46	0.85	1.22	1.81	2.28
稀释每股收益	0.46	0.85	1.22	1.81	2.28

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

表 10：可比公司盈利预测及估值

	EPS		PE	
	2010	2011	2010	2011
金螳螂	1.05	1.47	42	30
洪涛股份	0.74	1.08	47	33
亚厦股份	1.18	1.85	57	36

资料来源：渤海证券研究所

6. 风险提示

- (1) 客户集中度较高导致的高依赖性风险；
- (2) 房地产市场波动风险
- (3) 募投项目风险。

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	106	270	1658	1870	2001	营业收入	1248	1918	3552	5268	6617
应收票据	2	7	9	13	17	营业成本	1101	1684	3115	4616	5795
应收账款	310	255	596	829	1042	营业税金及附加	42	65	121	179	225
预付款项	42	31	40	54	72	销售费用	12	13	23	35	43
其他应收款	24	18	34	50	63	管理费用	23	30	55	82	103
存货	72	82	178	263	331	财务费用	4	6	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-2	-1	-1	-1
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	55	52	76	113	138	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	30	45	35	营业利润	66	122	239	358	451
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	1	5	4	4	5
无形资产	0	40	37	34	32	税前利润	66	127	243	362	456
长期待摊费用	0	1	0	0	0	减：所得税	11	26	49	72	91
资产总计	626	771	2668	3282	3739	净利润	55	101	195	290	365
						归属于母公司的					
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	55	101	195	290	365
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	231	164	375	652	692	基本每股收益	0.46	0.85	1.22	1.81	2.28
预收款项	74	109	141	202	279	稀释每股收益	0.46	0.85	1.22	1.81	2.28
应付职工薪酬	1	7	7	7	7	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应交税费	29	33	40	40	40	成长性					
其他应付款	37	25	25	25	25	营收增长率	42.4%	53.7%	85.2%	48.3%	25.6%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	62.6%	81.9%	88.3%	49.6%	26.3%
长期借款	50	70	80	90	100	净利润增长率	6.7%	85.1%	91.9%	48.8%	25.9%

负债合计	424	468	727	1075	1202	盈利性					
股东权益合计	201	303	1941	2208	2538	销售毛利率	11.7%	12.2%	12.3%	12.4%	12.4%
现金流量表						销售净利率	4.4%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	55	101	195	290	365	ROE	27.2%	33.5%	10.0%	13.1%	14.4%
折旧与摊销	6	6	8	11	12	ROIC	22.9%	23.3%	9.15%	12.1%	13.4%
经营活动现金						估值倍数					
流	43	131	-5	285	181						
投资活动现金						PE					
流	-11	-42	-60	-60	-25		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A -
融资活动现金						P/S					
流	-15	75	1454	-13	-25		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
现金净变动	18	164	1389	212	131	P/B	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
期初现金余额	88	106	270	1658	1870	股息收益率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
期末现金余额	106	270	1658	1870	2001	EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn