

金螳螂 (002081)

酒店等公装持续发力，住宅精装与园林加速蓄力

	韩其成	张琨	白晓兰
	021-38676162	021-38674754	021-38674660
	hanqicheng@gtjas.com	zhangkun008742@gtjas.com	baixiaolan008216@gtjas.com
	S0880208070351	S0880110090085	S0880110030026

本报告导读：

星级酒店装饰业务高景气环境将在明年持续，住宅精装修与园林业务处于筹备锻炼期，未来增长值得期待，公司管理水平提升将带动净收益率的逐步提高。

投资要点：

- **星级酒店装饰业务高景气将延续：**全国高星级酒店装饰需求在最近 2 年集中爆发，高景气程度将延续至明年。二线城市高星级酒店需求空间较大，建设力度加强。公司今年新签订单中，酒店装饰订单占比提升至 50%，精装修 15%，其他公装 35%。公司设计实力强，与著名连锁酒店建立长期合作关系，充分享受酒店建设高峰带来的业务增长。高铁与地铁建设已经诱发车站装修需求的提升，未来几年值得期待。
- **住宅精装修与园林成为发展新亮点：**1) **住宅精装修增长弹性大：**市场潜力巨大，公司已经建立了专注于住宅精装修的团队，与下游客户进行接触，未来将实现更快的发展。公司以安全稳健为前提开展业务，严格控制地产行业变化带来的回款风险。2) **园林注重内在实力的培养：**看好市政园林业务的发展空间，景观公司目前拿到了园林施工一级以及园林设计乙级的资质，今年有望获得甲级设计资质。人才的培养是业务发展的关键，公司将加强团队建设，集中在经济发展较好的地区开展业务。
- **管理水平提高增强盈利能力、人才培养保障业务发展：**1) **管理水平：**随着公司业务规模做大，对于管理水平要求更高。公司 50/80 管理模式以及 ERP 建设获得良好的效果，形成快速信息反馈及应对机制，费用率有望进一步下降。2) **团队培养：**项目经理规模是业务发展基础，到年底公司将形成 850 设计人员，300 施工项目经理。大学培养基地第一批人才进入境外学习、实践锻炼阶段，将保障公司未来人才培养。
- **盈利预测：2010-11 年 EPS 为 1.16、1.63 元，目标价 65 元。**

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,338	4,107	6,323	8,812	11,623
(+/-)%	-4%	23%	54%	39%	32%
经营利润 (EBIT)	212	324	559	744	987
(+/-)%	29%	52%	73%	33%	33%
净利润	138	201	371	519	675
(+/-)%	53%	45%	85%	40%	30%
每股净收益 (元)	0.98	0.94	1.16	1.63	2.12
每股股利 (元)	0.20	0.40	0.35	0.49	0.63

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	6.4%	7.9%	8.8%	8.4%	8.5%
净资产收益率 (%)	19.8%	22.2%	29.3%	31.8%	32.1%
投入资本回报率 (%)	21.5%	25.5%	31.2%	32.0%	32.8%
EV/EBITDA	32.7	32.0	28.3	20.2	15.2
市盈率	55.4	57.7	46.8	33.4	25.7
股息率 (%)	0.4%	0.7%	0.6%	0.9%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：65.00

上次预测：60.00

当前价格：56.86

2010.11.08

交易数据

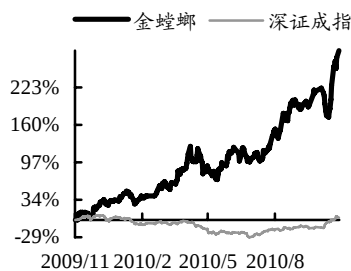
52 周内股价区间 (元)	22.76-60.46
总市值 (百万元)	18,149
总股本/流通 A 股 (百万股)	319/285
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	87

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,045
每股净资产	3.27
市净率	17.4
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.18
Q2	0.19	0.19
Q3	0.25	0.34
Q4	0.38	0.45
全年	0.94	1.16

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	17%	54%	267%
相对指数	1%	30%	263%

相关报告

《金螳螂公司 2010-11-03 调研提纲》	2010.11.02
《稳健高增长的装修龙头》	2010.10.29
《酒店订单爆发，业绩高速增长》	2010.08.20
《2010 年后端装修产业链爆发式增长》	2010.03.12
《后端装修产业链反转：1 季度合同爆发增	2010.02.28

模型更新时间: 2010.11.05

股票研究

工业
建筑工程业

金螳螂 (002081)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 65.00

上次预测: 60.00

当前价格: 56.86

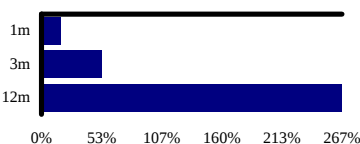
公司网址

www.goldmantis.com

公司简介

公司专业从事酒店、商场、办公楼等各类公共建筑及企事业单位的建筑装饰设计和施工,经过十多年的努力,公司已拥有了占地 100 多亩,建筑面积 3 万多平米的幕墙及家具制作车间、成品半成品加工中心,拥有 500 人的国内最大室内设计团队及超过 160 人的一、二级专业项目经理队伍,并发展成了一个融室内装饰设计施工、幕墙设计施工、园林绿化景观设计施工、智能化安装配套服务等在内的集团型企业。公司在全国 20 多个省市的大中城市承接了大批中高档工程,合同履约率达 100%,工程优良品率达 99%以上。建筑装饰

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

22.76-60.46

市值 (百万)

18,149

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

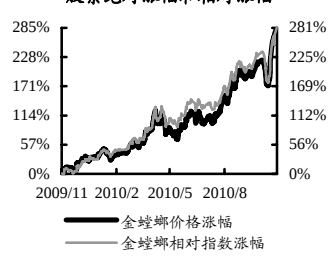
EV/EBITDA

P/S

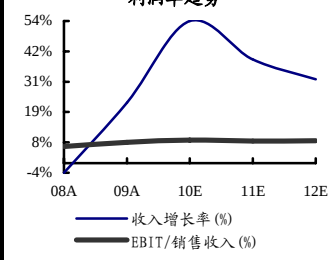
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
	3,338	4,107	6,323	8,812	11,623
	2,809	3,415	5,261	7,337	9,675
	105	129	199	278	366
	103	116	139	224	292
	108	123	164	229	302
	212	324	559	744	987
	0	0	0	0	0
	0	0	2	2	2
	-2	-4	-5	-9	-13
	186	286	528	740	962
	51	74	138	193	251
	6	11	20	28	36
	138	201	371	519	675
	331	617	787	1,822	1,941
	0	110	0	0	0
	11	17	15	15	15
	224	363	362	352	324
	55	67	80	92	105
	1,975	2,761	3,977	5,555	7,022
	1,247	1,821	2,652	3,838	4,796
	4	4	4	4	4
	699	902	1,268	1,632	2,104
	728	940	1,326	1,717	2,225
	157	239	414	550	730
	12	18	26	27	28
	-5	315	-458	591	-483
	-127	-96	-37	-30	-12
	36	477	-56	1,138	263
	110	548	96	1,174	286
	-133	-260	-33	-28	-10
	-21	-2	106	-111	-156
	-44	286	170	1,035	119
	-3.6%	23.0%	54.0%	39.4%	31.9%
	29.4%	52.4%	72.7%	33.0%	32.8%
	53.0%	45.0%	85.0%	40.0%	30.0%
	15.8%	16.8%	16.8%	16.7%	16.8%
	6.4%	7.9%	8.8%	8.4%	8.5%
	4.1%	4.9%	5.9%	5.9%	5.8%
	19.8%	22.2%	29.3%	31.8%	32.1%
	7.0%	7.3%	9.3%	9.4%	9.6%
	21.5%	25.5%	31.2%	32.0%	32.8%
	3	3	3	3	3
	120	115	110	110	110
	197	210	194	197	197
	0.80	2.73	0.26	2.26	0.42
	4%	2%	1%	0%	0%
	63.4%	66.1%	66.8%	69.2%	68.4%
	-47.3%	-68.4%	-62.1%	-111.7%	-92.2%
	55.4	57.7	46.8	33.4	25.7
	11.0	12.8	13.7	10.6	8.3
	32.7	32.0	28.3	20.2	15.2
	2.3	2.8	2.7	2.0	1.5
	0.4%	0.7%	0.6%	0.9%	1.2%

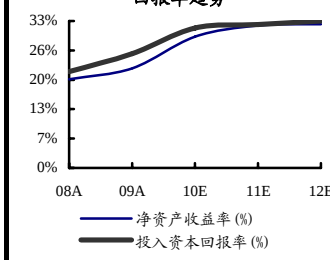
股票绝对涨幅和相对涨幅



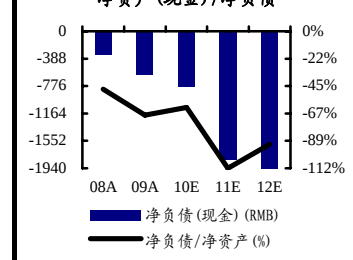
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 酒店建设高峰期景气将延续到明年

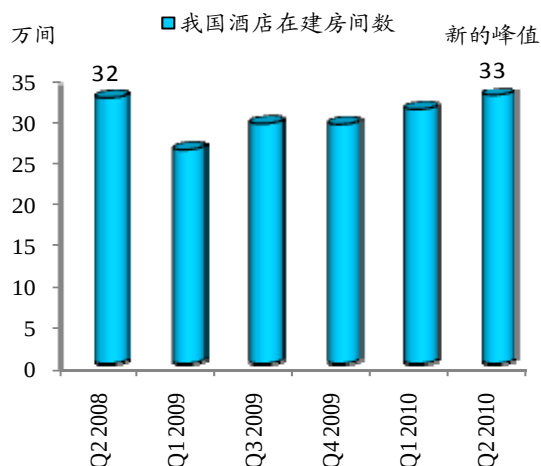
1.1. 酒店在建项目创新高，装饰迎来订单高峰

2010 年第二季度，中国目前拥有 1192 个酒店项目和 327459 个客房，相对于 2010 年第一季度的 1087 个酒店项目和 310438 个客房，季度环比分别上升 9.7% 和 5.5%。酒店在建规模创历史新高，相应的酒店装饰业务景气程度迎来爆发式增长。

从 2009 年 6、7 月开始，公司设计部门已经感觉到相关高星级酒店装饰业务将在今年爆发，因为去年的高星级酒店设计订单大幅提升。从今年状况来看，酒店装饰订单增长速度超过其他业务，今年新签施工订单中，酒店装饰订单占比从过去的 40% 左右提升到了 50%。

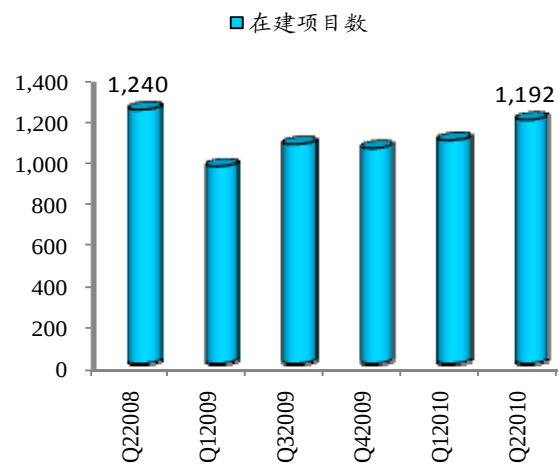
从目前的设计部门订单情况来看，高星级酒店装饰业务的高景气程度将持续到明年，明年业务保持增长有保障。

图 1：我国在建房间数超过 2008 年的历史峰值



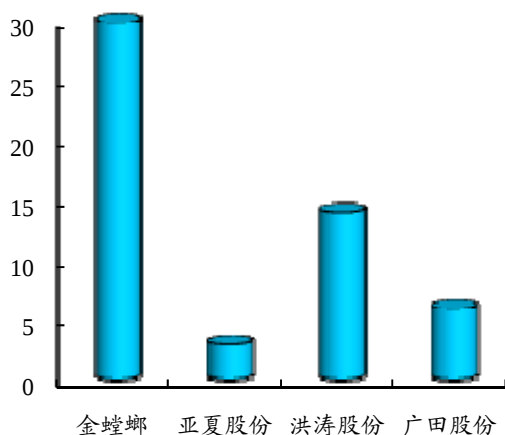
数据来源：LE，国泰君安证券研究

图 2：我国酒店在建项目数



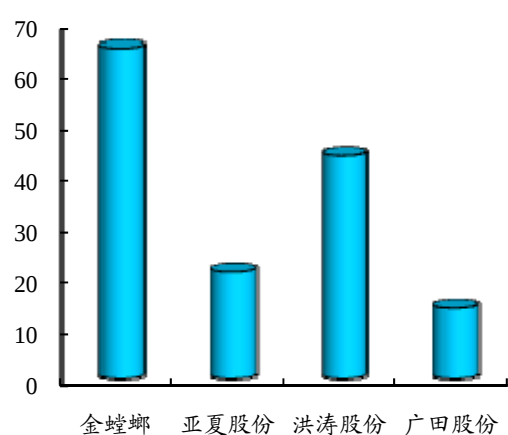
数据来源：LE，国泰君安证券研究

图 3：上市公司“鲁班奖”情况



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

图 4：上市公司“全国建筑工程装饰奖”情况



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

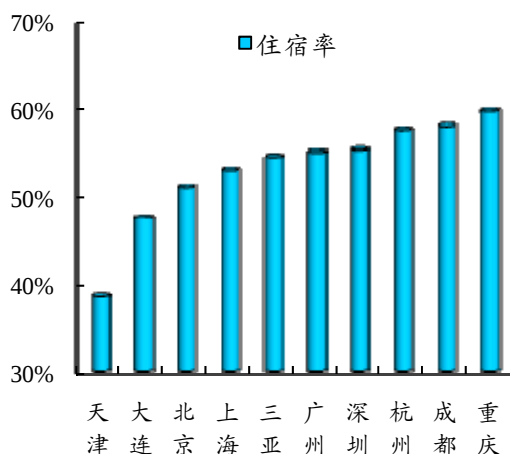
公司设计实力在行业中具有显著的优势, 获得鲁班奖以及全国建筑工程装饰奖数量名列第一, 预计到年底将形成 850 人的设计团队。苏州大学金螳螂城建学院, 为金螳螂培养将来的设计师、项目经理。专业设计师编制建材, 国外访问实习, 将有利的提高学生专业水平、扩张行业发展视野, 加强与公司的凝聚力, 预计第一批人才将在 2、3 年之后上岗, 进一步提高公司产能接单能力。

公司与国际酒店连锁企业建立长期战略合作关系, 与金螳螂合作过的国际酒店管理客户, 包括了香格里拉, 索菲特、万豪国际酒店集团 (Marriott)、世茂、艾美、喜来登酒店 (Sheridan) 和文华等国际连锁酒店巨头。而与金螳螂合作最多的是香格里拉, 二者在浦东、青岛、中山、长春、西安、成都、苏州、南京、乌鲁木齐和常州等近 10 个项目上合作过。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。

1.2. 二线城市酒店建设是未来行业发展趋势

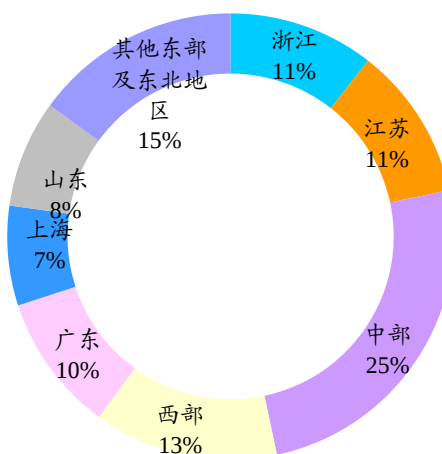
随着北京、上海等一线城市的高端酒店市场竞争激烈, 加上许多二三线城市政府积极推行公共设施包括星级酒店的建设, 国内外酒店品牌逐渐向二三线城市扩张, 这一趋势保证了日后星级酒店装饰行业的持续繁荣。2009年9月到2010年6月之间, 国内中西部地区的新开业高星级酒店数 (三至五星级) 占全国开业高星级酒店总数的37%。目前拥有超过20个酒店开发项目的六座城市除上海以外均为二线城市, 包括天津、杭州、广州、成都和重庆。

图 5: 2010 年 2 月调查: 十大城市酒店住宿率



数据来源: STR Global, 国泰君安证券研究

图 6: 09.9-10.8, 中西部星级酒店开业占比 38%



数据来源: LE, 国泰君安证券研究

表 1: 部分省市对于高星级酒店的建设情况以及规划

地区	省市	高星级酒店建设情况及规划
东部	山东	据山东省旅游局统计数据, 截至 2009 年 3 月, 山东五星级酒店达 20 家, 在建和待建的四星级以上标准酒店约 50 家; 青岛市 12 家酒店计划 2010 年下半年开工。
	广东	佛山市计划在 2020 年前规划建设五星级酒店 19 家, 未来 5 年, 增加至少 9 家。
	海南	三亚在建五星级以上标准的度假酒店有 20 家。
	辽宁	大连市目前挂牌、在评和接近五星级的酒店有 10 余家, 未来几年则将增至 20

		余家。
	天津	2010 年天津夏季论文筹备协调委员会全体会议透露，为迎接夏季达沃斯，投资 9 亿开展 43 家星级酒店改造工程。
	福建	2011 年前，厦门将增加 6 家高星级酒店，目前即将开业的 5 家，在建待建的 4 家。
中部	河南	河南天明集团与锦江计划 10 年左右在河南建造 10 家五星级天明锦江酒店，10 家四星级天明锦江商悦酒店
	湖南	2010 年湖南将大力实施“352”旅游创建工程，实现 14 个市州都有五星级旅游饭店。
	广西	广西目前正在按照五星级标准建设的酒店有 20 家，拟建的有 9 家，已挂牌的五星级酒店有 13 家。
西部	重庆	重庆目前在建的五星级标准的饭店有 40 家，其中 2010 年能竣工的有 11 家，2011 年能竣工的有 16 家，2012 年能竣工的有 13 家。到 2012 年底，全市挂牌、建成和在建的五星级及其标准的饭店将达 57 家。
	贵州	贵州拟建和在建 10 余家高星级酒店。
	云南	到 2015 年，全省引进、新建和改造管理的国际知名品牌酒店不少于 60 家；其中腾冲目前五星级酒店 2 家，在建五星级酒店 6 个，未来两三年，达到 10 个。

数据来源：《中国酒店行业要闻汇编 2010.07》，国泰君安证券研究

1.3. 高铁、地铁等公装出现增长迹象

高铁与地铁等基建项目已经进入政府投资高峰期，而后期的装饰需求将在未来几年爆发，目前公司已经感觉到相关业务具备规模提升的迹象。公司在公建类项目业务实力强，在全国范围内获得订单能力较强，因此公司将充分享受此块业务增长带来的收益。

2. 住宅精装修具备发展实力，园林团队建设稳步进行

2.1. 精装修将逐步进入发展期

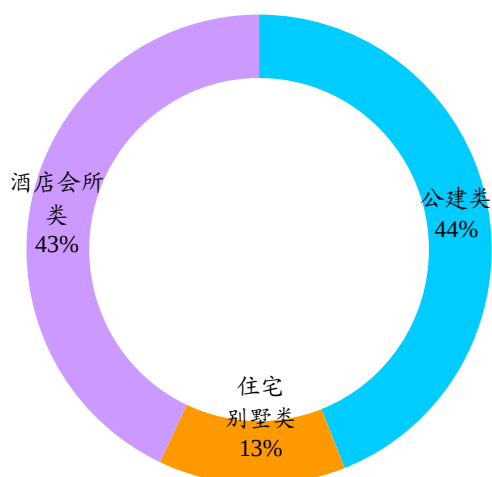
公司今年 4 月份成立了住宅集成公司，已经开始试点运作一些样板房和住宅精装修项目，预计在明年将进入订单增长期。团队建设已经趋向于成熟，已经形成了专攻住宅精装修的项目经理团队，从而提高项目经理在住宅精装修业务上的专注程度。

从整个行业的发展情况与市场需求信息反馈来看，住宅精装修的比例将进一步提升，未来行业发展将维持高速增长阶段。房地产调控使得地产企业对于明年的增长预期偏保守，但是考虑到行业需求以及精装修房在行业弱市期间对于销售的协助，住宅精装修业务需求并不会受到太大的影响。

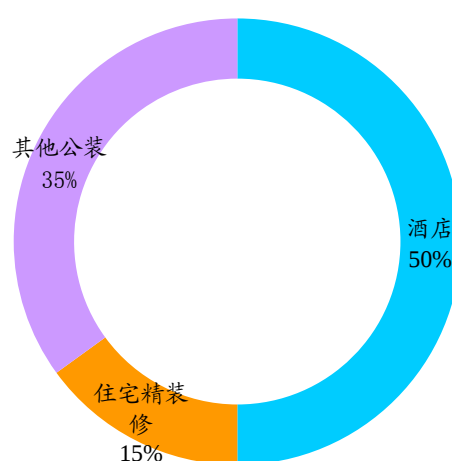
今年公司住宅精装修订单占比已经上升到了 15%，各个试点项目已经开始运作，目前主要为锻炼队伍为主，公司一直在考察住宅精装修的业务模式，预计在之后几年，公司这块业务会出现较快的发展。

图 7：金螳螂 2009 年各项收入占比

图 8：公司 2010 年前 3 季度新签订单业务结构



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

2.2. 园林业务发展进入规划期，团队建设稳步进行

公司在园林业务方面成立了景观公司，目前拿到了施工一级以及设计乙级的资质，预计今年拿到设计甲级资质。相对于地产园林，公司更看好市政园林的发展空间，目前的发展瓶颈还是在于项目团队的建立处于提升阶段，还没达到具有成熟业务能力的团队状况。

由于景观公司人员团队都是新组建的，目前公司正在培养景观公司施工能力，并没有大规模开发市场，2009 年园林业务收入达到 7000 万，今年预计取得 100%左右的增长。

园林设计与施工行业是经验型行业，赚慢钱，施工实力将决定企业在行业中内做到什么样的规模，因此早期的经验积累十分重要，争取在开始的几个项目中树立公司良好的形象才是关键。同时，由于园林施工还是具有一定的风险性，公司在开展业务的同时，继续保持原有的稳健的发展战略，初步计划早期业务将在华东等经济发展较好的地区开展，争取做到业务发展快速，同时降低回款风险。

3. 管理水平的提升是做大装饰企业的重要因素，人才建设保障未来业绩增速

3.1. 企业发展规模扩大迫切需要管理水平的提升

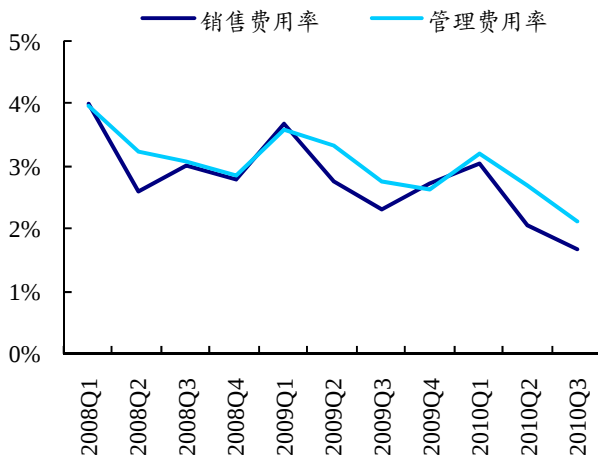
公司管理水平在业务发展中得到了提升，同时管理水平也是公司相当重视的。随着企业规模的扩大，人员以及项目数量都开始增长，对于净利润率仅为 5%的装饰行业，稍微出现回款等风险问题，对于企业的盈利影响是非常大的。

公司通过率先建立 50/80 的管理模式和 ERP 系统的摸索使用，目前管理效率有较高的提升。从单季度情况来看，公司费用率处于下降趋势中。其中费用率降低原因主要有：

- 1) 公司坚持大单战略，对于订单进行多重标注的审核之后才会投入运作。
- 2) 50/80 管理模式以及 ERP 系统的摸索使用：公司把施工的过程进行标

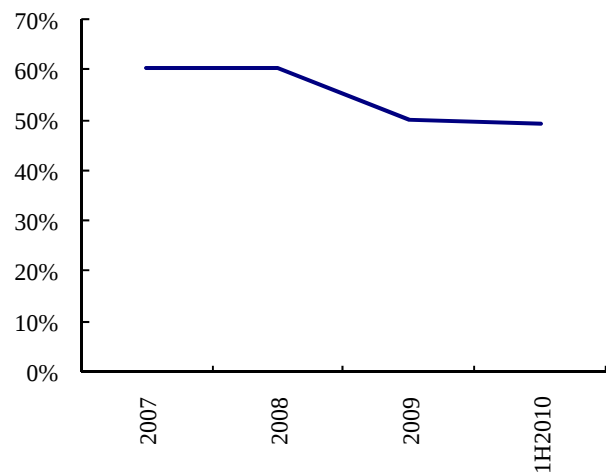
准化模块的拟定，把施工很重要的节点信息做到良好的反馈，把偶发的情况剔除掉，严格控制项目施工过程中出现的风险状况。同时，积累原有项目的经验，建设同样的错误重复发生。

图 9：金螳螂单季度 2 项费用率



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

图 10：公司应收账款占总资产比重



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

3.2. 人才培养将是未来业绩增长的基础保障

装饰装修企业做大做强基础就在于对人才规模的储备和人才管理的水平提高。

目前金螳螂已经形成了 850—860 人的设计团队，具备 300 多人的项目经理团队。团队规模的扩大有力的保障了业务增长的需要，但是未来还将产生对于人才的需求，怎么获得公司需要的人才是公司能发展到什么规模的重要支撑。根据公司多年的发展经验，培养具有公司文化理念的优秀人才，是解决公司成长过程中，对于项目经理等一线人才需求提高的最佳办法。

金螳螂目前具有全方面的培训体系，其培训系统完全可以胜任一个单独的培训机构的需要。今年也是金螳螂的培训元年，各种培训从年初到目前一直没有停过。从考核指标的要求来看，公司明年将更加加大在培训力度上的投入。

设计能够带动施工的进一步展开，金螳螂具有大量的项目是设计完毕后，直接获得施工订单。而在企业竞争中，设计能力强也是公司实力的象征，公司秉承设计指导施工的理念，相对注重设计人才的培养。

苏州大学金螳螂城建学院，是为金螳螂培养将来的设计师、项目经理。专业教材是由经验丰富的建筑师编写，专业授课也是公司派人去的。第一批学员今年已经进入到了实习阶段，目前将送往日本培训，毕业前将在公司实习，优秀的学生毕业后将在公司工作，通过实践锻炼成长为公司未来发展的栋梁。

盈利预测:

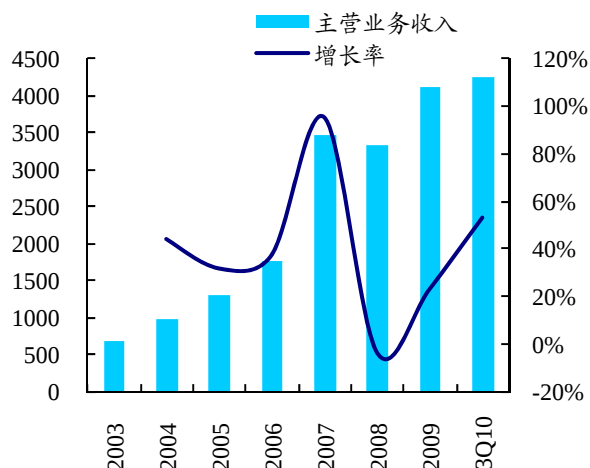
公司将受益于酒店、地铁等公装项目的高景气环境, 预计明年公装行业发展将延续高增长, 但是明年 1 季度将很难出现今年 1 季度同比大幅提升的局面, 市场将回到 2、3 季度为订单高峰季的传统周期, 不过市场总规模还是值得期待。住宅精装修公司明年将实现质的改变, 有望实现加速发展趋势, 园林业务团队建设还有待加强, 短期贡献较小, 幕墙等业务将继续维持平稳增长的态势。公司管理水平将继续提升, 费用率还存在压缩的空间, 预计未来净利润率将得到提升。我们预计 **2010-11 年 EPS 为 1.16、1.63 元, 目标价 65 元。**

表 2: 单季度盈利

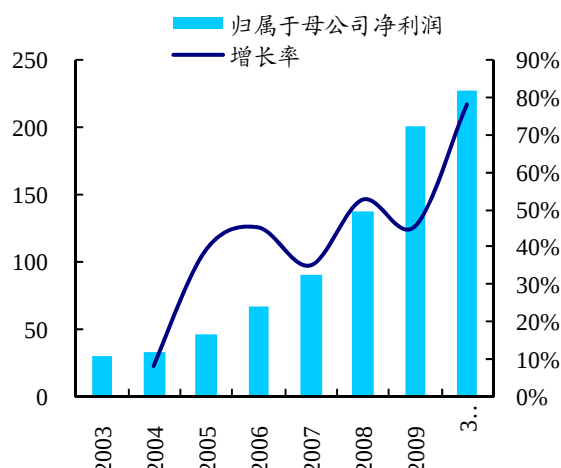
	2010Q3	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2
主营业务收入	1804	1327	1121	1326	1104	840	837	972	815	796
增速	-30%	58%	34%	37%	35%	5%	11%	21%	14%	56%
毛利率	16.4%	15.6%	16.0%	18.6%	16.5%	15.5%	15.8%	16.8%	15.8%	14.8%
主营业务成本	1508	1120	941	1080	922	709	704	809	686	678
业务税金及附加	56	41	36	41	34	26	27	30	26	25
主营业务利润	240	165	144	205	148	104	106	133	103	93
资产减值损失	31	16	-6	28	8	8	-1	16	7	7
/利润总额	20%	19%	-6	26%	9%	17%	-3%	26%	15%	19%
营业费用	30	27	34	36	26	23	31	27	25	21
费用率	1.7%	2.1%	3.0%	2.7%	2.3%	2.8%	3.7%	2.8%	3.0%	2.6%
管理费用	38	36	36	35	30	28	30	28	25	26
费用率	2.1%	2.7%	3.2%	2.6%	2.8%	3.3%	3.6%	2.9%	3.1%	3.2%
财务费用	-1	-1	-1	-2	-1	-1	0	-2	0	0
费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%
三项费用率	3.8%	4.7%	6.2%	5.2%	5.0%	6.0%	7.2%	5.5%	6.1%	5.8%
营业利润	153	86	82	107	85	46	47	63	46	39
营业外收入	0	1	0	0	0	0	1	0	11	0
/利润总额	0%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	20%	0%
营业外支出	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1
利润总额	151	88	82	107	85	46	47	62	57	38
所得税	38	23	22	28	22	12	12	17	14	10
所得税率	25%	26%	26%	26%	26%	27%	26%	27%	25%	26%
少数股东损益	5	3	3	7	2	1	1	3	2	1
/利润总额	3%	3%	4%	6%	2%	3%	1%	5%	3%	2%
净利润	111	59	57	72.99	61.04	33	34	42	41	27
增速	-31%	82%	69%	74%	48%	21%	23%	35%	53%	72%
净利润率	6.1%	4.5%	5.1%	5.5%	5.5%	3.9%	4.1%	4.3%	5.1%	3.4%
EPS	0.35	0.19	0.18	0.34	0.29	0.15	0.16	0.20	0.19	0.13

数据来源: 金螳螂, 国泰君安证券研究

图 11: 金螳螂收入情况 (百万元)
图 12: 金螳螂净利润情况 (百万元)

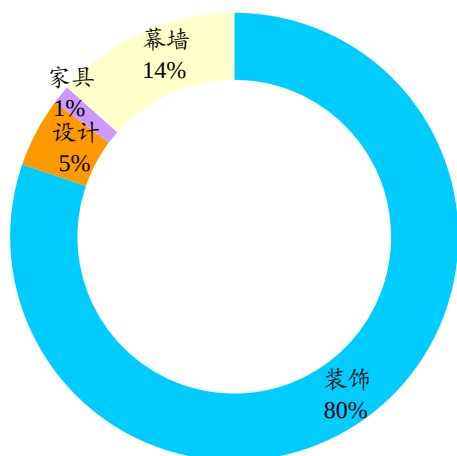


数据来源：金螳螂，国泰君安证券研究



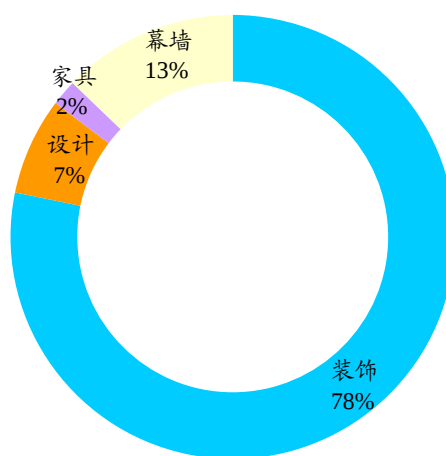
数据来源：金螳螂，国泰君安证券研究

图 13: 金螳螂 1H10 分业务收入占比



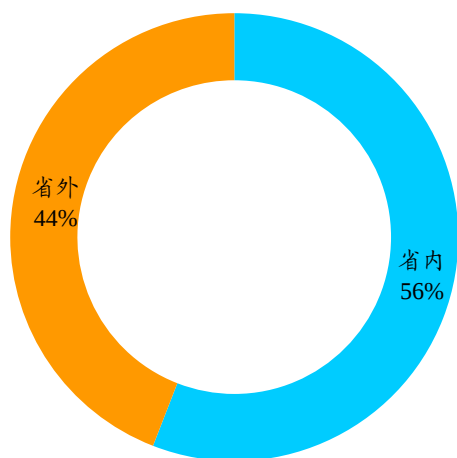
数据来源：金螳螂，国泰君安证券研究

图 14: 金螳螂 1H10 分业务毛利占比 (百万元)



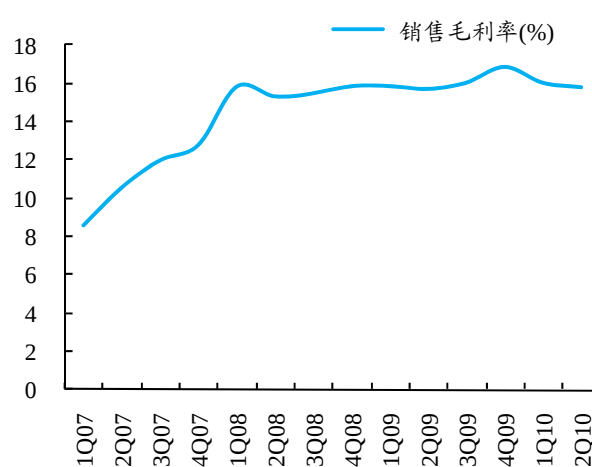
数据来源：金螳螂，国泰君安证券研究

图 15: 金螳螂分地区收入占比



数据来源：金螳螂，国泰君安证券研究

图 16: 金螳螂毛利率攀升后稳定



数据来源：金螳螂，国泰君安证券研究

表 3: 装修 4 公司盈利预测与估值

证券简称	股价 2010-11-04	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	总市值 (亿元)	评级
金螳螂	57.58	1.16	1.62	2.12	49.60	35.53	27.16	183.79	谨慎增持
洪涛股份	38.88	0.75	1.10	1.30	51.84	35.35	29.90	58.32	谨慎增持
亚厦股份	79.40	1.25	2.20	2.80	63.52	36.09	28.36	167.53	谨慎增持
广田股份	89.50	1.30	2.00	2.60	68.85	44.75	34.42	143.20	谨慎增持

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

张琨:

建材、建筑行业助理研究员，上海财经大学数量经济专业硕士，2010 年加入国泰君安证券。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		