

光正钢构 (002524.SZ) 金属制品行业

新股研究

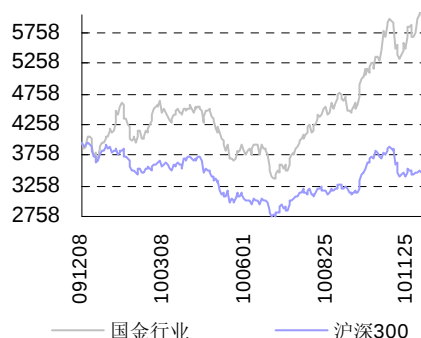
上市定价(人民币): 20.00-22.00 元

诸多优势推动公司快速增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	15.18
发行 A 股数量(百万股)	22.60
总股本(百万股)	67.78
国金金属制品指数	6043.51
沪深 300 指数	3171.88
中小板指数	7532.64



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.330	0.282	0.294	0.553	0.868
每股净资产(元)	1.67	1.91	5.35	5.73	6.47
每股经营性现金流(元)	0.08	0.16	0.92	0.69	1.01
市盈率(倍)	46.00	53.91	51.63	27.46	17.49
行业优化市盈率(倍)	10.23	21.08	21.08	21.08	21.08
净利润增长 (%)	88.39%	-14.66%	39.22%	87.99%	56.98%
净资产收益率(%)	19.77%	14.71%	5.50%	9.64%	13.41%
总股本(百万股)	67.78	67.78	90.38	90.38	90.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

■ **多项优势助推公司快速发展:** 多年来公司经营紧扣新疆特殊的地理、人文环境, 摸索出一条行之有效的经营之路, 在渠道、人员、技术、经验、公关等方面有一套成熟的体系。在未来可预见的几年之内, 公司面临的是市场容量不断增长、竞争结构有序的新疆钢结构市场。成功融资之后, 公司产能得以迅速扩张, 预计收入和盈利状况将迅速增长。

- 先入为主的市场优势----疆外大型钢结构公司短期较难进入新疆市场。
- 新疆发展的政策优势----助推新疆钢结构市场容量迅速扩大。
- 中亚地区的钢结构订单有望构成公司收入上的可观增量。
- 技术优势是公司工程质量和增长的保证。
- 优质客户是公司业务发展的支撑。
- 成功融资解决公司短期产能瓶颈。

■ 盈利预测与说明

- 公司的竞争力来自于在新疆钢结构市场的多年耕耘所积累的诸多资源, 在未来可预见的几年之内, 不会受到其他大型钢结构公司的实质挑战; 同时新疆钢结构市场空间快速增长; 成功融资又解除了公司短期的产能瓶颈。未来几年公司将迅速增长。
- 预计 2010-2012 年, 公司归属母公司净利润分别为: 0.27 亿元、0.50 亿元、0.78 亿元, 分别增长 39.22%、87.99%、56.98%; 摊薄后 EPS 分别为 0.29、0.55、0.87 元。

■ 股票估值与定价

- 考虑到公司快速增长的持续性, 我们认为公司可以享受高倍估值, 合理股价在 20-22 元, 即 2011 年的 35-40 倍 PE 估值水平。

■ 风险提示

- 原材料价格波动带来的公司毛利率波动风险。钢结构行业的成本转嫁能力较低, 企业盈利状况易受到原材料(主要是钢铁)价格波动的影响。

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 分析师 SAC 执业编号: S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

内容目录

公司是新疆钢结构龙头企业.....	3
多项优势助推公司快速发展.....	4
先入为主的市场优势---疆外大型钢结构公司短期较难进入新疆市场	4
新疆发展的政策优势---助推新疆钢结构市场容量迅速扩大.....	4
中亚地区的钢结构订单有望构成公司收入上的可观增量	6
技术优势是公司工程质量和增长的保证.....	7
优质客户是公司业务发展的支撑	8
成功融资解决公司短期产能瓶颈	10
盈利预测与说明.....	11
股票估值与定价.....	11
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	14

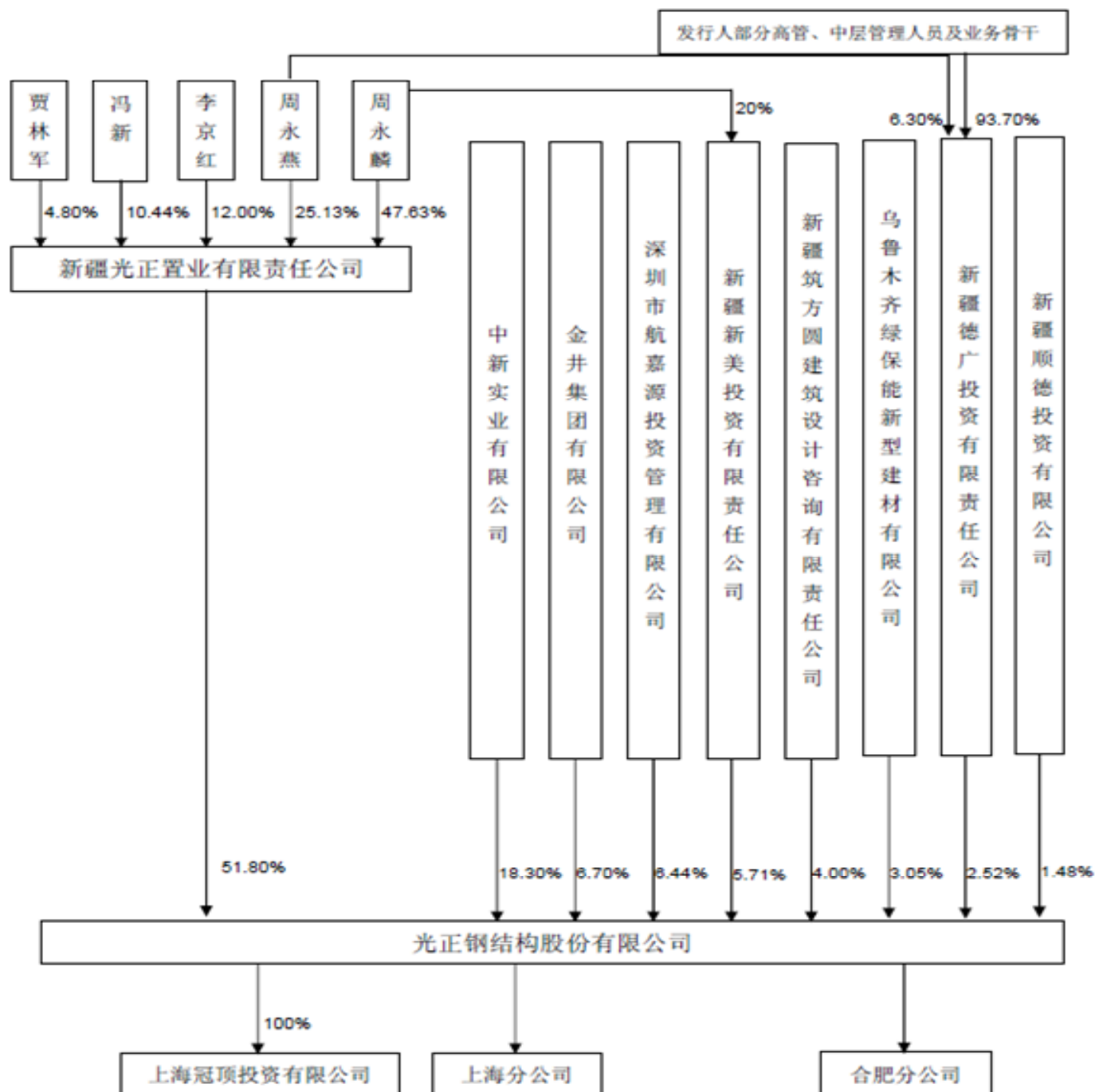
图表目录

图表 1：本次发行前的股权结构图	3
图表 2：发行前后公司股东持股情况	4
图表 3：新疆、全国 GDP 以及固定资产投资增速（%）	5
图表 4：新疆未来投资计划源源不断	5
图表 5：新疆钢结构产量预测（万吨）	6
图表 6：中亚五国资源丰富	6
图表 7：中国与中亚五国之间的能源合作（以中石油合作项目为例）	7
图表 8：钢结构出口量预测（万吨）	7
图表 9：已获及正在申请的专利名单	8
图表 10：主营业务项目的毛利贡献情况.....	8
图表 11：公司前十大客户以大型企业为主	9
图表 12：在手订单金额及增速	9
图表 13：公司毛利率较高（%）	9
图表 14：公司期间费用率较低（%）	9
图表 15：光正钢构未来产能预测（吨）	10
图表 16：钢结构企业流动资金占用情况.....	10
图表 17：钢结构企业在项目中的收款情况	10
图表 18：光正钢构产能利用情况	11
图表 19：未来几年公司产销量迅速增长（吨）	11
图表 20：新疆板块几个可比公司估值情况	12
图表 21：公司销售及盈利预测	13

公司是新疆钢结构龙头企业

- 光正钢构工程公司成立于 2001 年，是专业从事各类钢结构的设计、生产和安装的综合型企业。公司致力于新技术、新工艺的研究与开发，现已发展为我国新疆乃至整个西北地区以及中亚地区最大的建筑钢结构企业之一。
- 光正钢构的实际控制人为公司董事长周永麟先生，周永麟先生是光正钢构控股股东——光正置业的第一大股东，持有光正置业 47.63% 的股份，并通过控制光正置业间接控制了光正钢构目前 51.80% 的股权。

图表1：本次发行前的股权结构图



来源：招股说明书 国金证券研究所

- 本次拟向社会公众发行 2260 万股普通股，发行价格为 15.18 元/股。发行后总股本为 9038 万股，此次发行后，周永麟先生仍将控制本公司 38.85% 的股份，仍为公司实际控制人。

图表2：发行前后公司股东持股情况

股东名称	持有股份数（股）	持股比例		股权性质
		发行前	发行后	
新疆光正置业	35,108,300	51.80%	38.85%	社会法人股
中新实业	12,404,900	18.30%	13.73%	外资股
金井集团	4,543,300	6.70%	5.03%	外资股
深圳航嘉源投资	4,363,600	6.44%	4.83%	社会法人股
新疆新美投资	3,872,100	5.71%	4.28%	社会法人股
新疆筑方圆建筑设计咨询	2,711,000	4.00%	3.00%	社会法人股
乌鲁木齐绿保能新型建材	2,065,800	3.05%	2.29%	社会法人股
新疆德广投资	1,711,000	2.52%	1.89%	社会法人股
新疆顺德投资	1,000,000	1.48%	1.01%	社会法人股
合计	67,780,000	100%	74.99%	
本次拟发行流通股	22,600,000	—	25.01%	社会公众股
合计	90,380,000	100%	100.00%	

来源：招股说明书 国金证券研究所

多项优势助推公司快速发展

- 公司有多项显著的竞争优势，源自在新疆的多年经营。多年来公司经营紧扣新疆特殊的地理、人文环境，摸索出一条行之有效的经营之路，在渠道、人员、技术、经验、公关等方面有一套成熟的体系。在未来可预见的几年之内，公司面临的是市场容量不断增长、竞争结构有序的新疆钢结构市场。成功融资之后，公司产能得以迅速扩张，预计收入和盈利状况将迅速增长。

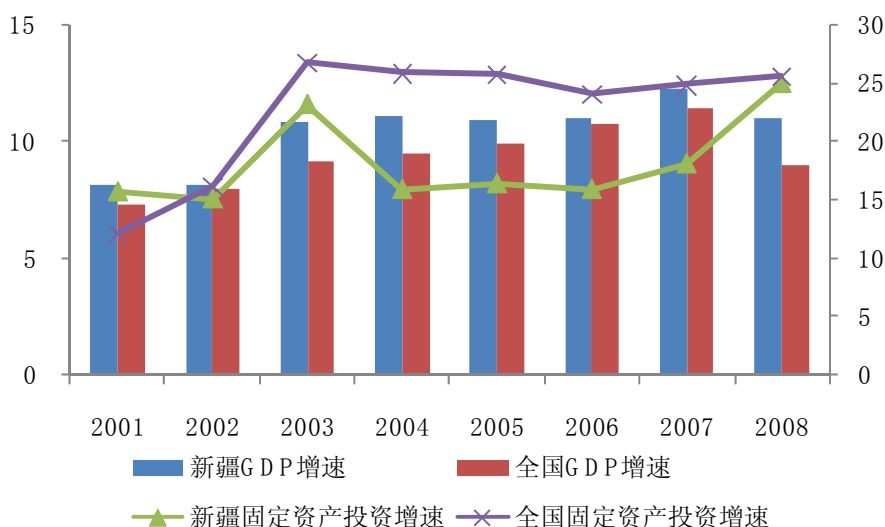
先入为主的市场优势----疆外大型钢结构公司短期较难进入新疆市场

- 由于钢结构工程的固有特点，对项目承揽（商务运作能力）、人才积累（电焊工等技术工人）、经营管理（往来款的管理等）有很高的要求，往往需要在区域市场内深入耕耘。对于疆外大型钢结构公司来说，在疆内设置子公司直接经营有诸多不利因素，比如对技术工人的招募、与现场施工队的协调、与供应商的合作、对当地“合理低价”的理解等等。因此，即使大型钢结构公司进入新疆，仍然有一个市场培育的过程。
- 文化差异以及新疆复杂的自然环境和气候条件都是进入新疆市场要考虑的重要因素，光正钢构独山子大发展乙烯配套项目是在零下 20 度的条件下完成施工的，这种需要长期积累的技术经验和施工技艺限制了疆外钢结构公司的进入。
- 从另一个角度来讲，高昂的运输成本，较长运输时间都成为疆外大型钢结构公司进入新疆的天然壁垒。

新疆发展的政策优势----助推新疆钢结构市场容量迅速扩大

- 近些年来新疆发展逐步提速，国内生产总值增速高于全国，固定资产投资增速也逐渐向全国平均水平接近。由于新疆历史欠账较多，未来固定资产投资增速有望超越全国，进一步带动地方经济发展。

图表3: 新疆、全国 GDP 以及固定资产投资增速 (%)



来源: 统计公报 国金证券研究所

- 国家对于新疆的重视程度我们不做过多描述,在今年召开新疆工作座谈会和西部大开发工作会议上,党中央和国务院要求推进“新疆的跨越式发展和长治久安”,提出了针对新疆经济社会发展的中长期目标,“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。

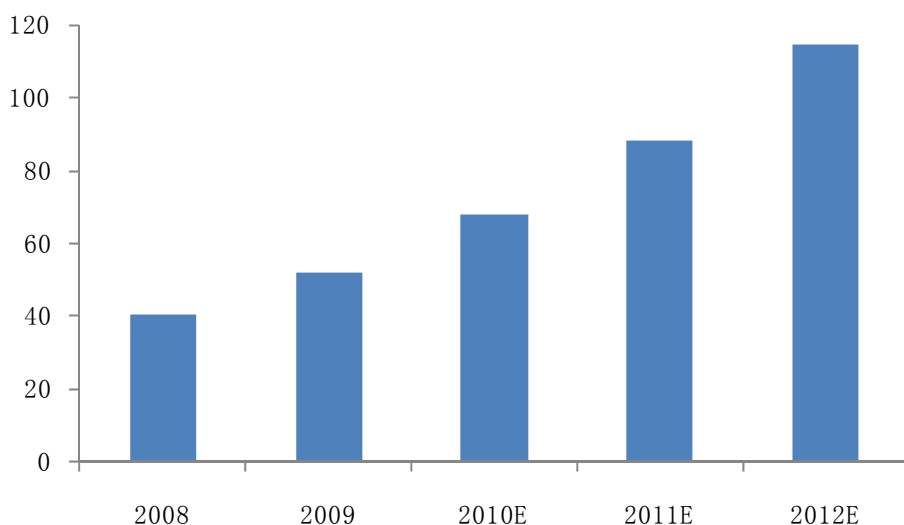
图表4: 新疆未来投资计划源源不断

投资类别	投资总额
机场投资	“十二五”期间乌鲁木齐机场将投资启动第四期改扩建工程,总投资额约 145 亿元。投资 9 元新建塔中、莎车、楼兰、图木舒克机场,投资 4 亿元改扩建和田、库勒机场。“十二五”末新疆机场数量将达到 22 个。
铁路投资	目前新疆在建的铁路项目共计 13 项,铁道部与新疆维吾尔自治区已在乌鲁木齐签署会议纪要,2020 年前投资 3,100 多亿元,使新疆铁路运营里程达到 12,000 公里以上,形成“四纵四横”铁路主骨架。
公路投资	从 2010 年开始到“十二五”期间将大力实施“强建、固养、畅运”三大战略 重点实施“57712”交通建设工程。
文化体育投资	国家体育总局未来要实现在新疆 8 个县市都援建一个全民健身中心的计划,中宣部和文化部明确将优先实 新疆地州(市)公共图书馆和文化馆建设规划,其中包括总投资额 23 亿元的新疆维吾尔自治区博物馆、总投资额 16 亿元的喀什地区博物馆,计划投入 10 亿元在喀什、和田、石河子、伊犁等地州市新建剧院。
经济建设投资	2010 年新疆石化行业计划投资 530 亿元将鄯善、库车、克拉玛依、米东、轮台、乌苏等 13 家园区建设为自治区级石化园区。中石油集团宣布从明年到 2020 年,投资 3,000 亿元加强在新疆地区的开发。中国华能集团计划在未来十年内,在新疆完成投资 1,000 亿元以上,国电“十二五”期间计划在新疆投资超过 1,000 亿元(含兵团)。

来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 根据中国钢结构协会的预测,新疆钢结构需求未来将保持 30%的平均年增长率,钢结构产量将由 2008 年的 40 万吨增长到 2012 年的 114 万吨左右。

图表5：新疆钢结构产量预测（万吨）



来源：招股说明书 国金证券研究所

中亚地区的钢结构订单有望构成公司收入上的可观增量

- 中亚五国地域辽阔、自然资源丰富，尤其是有色金属矿藏，种类配套齐全，在世界都占有重要地位。

图表6：中亚五国资源丰富

国家	资源情况
哈萨克斯坦	中亚地区最大的油气出产国，近年来油气开采、加工、石化以及其他工业发展保持着快速增长。此外，哈萨克斯坦的钨储量占世界第一位，铬和磷矿石占第二位，铜、铅、锌、钼和磷的储量占亚洲第一位。
土库曼斯坦	石油天然气资源丰富，天然气生产能力占世界第四位。据实际地质、地球物理资料预测，在已被研究的土库曼斯坦区域内油气资源量分别为石油 68 亿吨、天然气 21 万亿立方米。
乌兹别克斯坦	“四金”：黄金、白（棉花）、黑金（石油）、蓝金（天然气），其中黄金储量居世界第四位。
吉尔吉斯斯坦	煤的产量在中亚国家中首屈一指，被誉为“中亚煤斗”，锑产量居世界第三位。
塔吉克斯坦	着手建立“喷赤”和“索格德”南北两个自由经济区吸引外国投资。

来源：招股说明书 国金证券研究所

- 自 2001 年，在上海合作组织框架下，中国已经同中亚国家建立起密切的经济合作关系，随着中亚五国经济的快速发展，双方投资合作也在不断加大，2008 年的金融危机对中亚五国影响较大，但从长远看，资源的逐渐稀缺，价格的逐步走高必然带来中亚五国经济的好转，这也会拉动新疆地区钢结构的对外出口。值得注意的是光正钢构与中石油等企业有着良好的合作关系，该类企业在中亚投资建厂很有可能给公司带来钢结构出口。

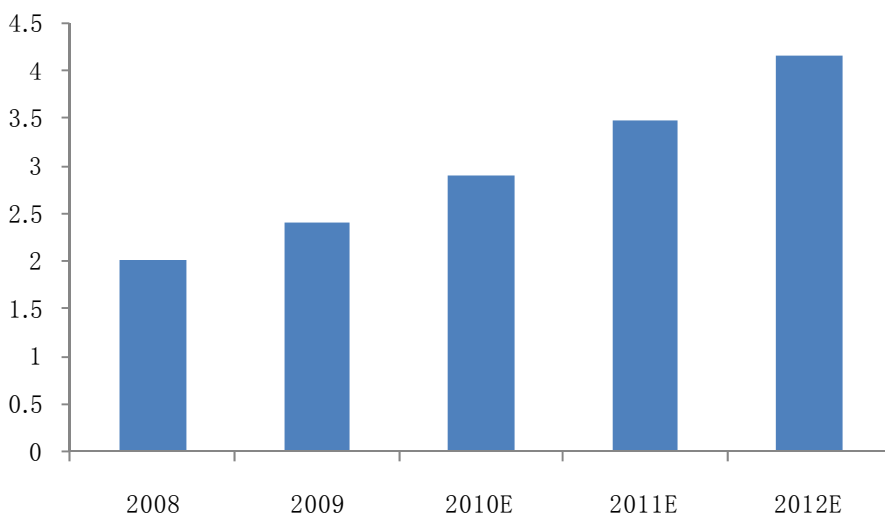
图表7：中国与中亚五国之间的能源合作（以中石油合作项目为例）

合作方	项目
哈萨克斯坦	收购了哈萨克斯坦 PK 石油公司。
	中石油先后从 Nimir 石油公司和 Texaco 公司购买了雪佛龙-德士古北布扎奇有限公司 35% 和 65% 的股份，从而获得北布扎奇油田 100% 的股权。
	KAM 项目主要包括肯尼斯油田和贝克塔斯油田，均位于哈萨克斯坦南图尔盖盆地，面积 431 平方公里。
	公司与艾旦石油股份公司签署购股协议，获得艾旦石油股份公司在哈萨克斯坦项目 100% 的权益。
	合资运营的油气管道（中哈原油管道、中亚天然气管道哈萨克斯坦段、肯基亚克—阿特劳输油管道、让纳诺尔—KC13 天然气管道）
	公司购买了哈萨克斯坦阿克纠宾油气股份公司 85.42% 的股份。
土库曼斯坦	中石油与土库曼斯坦油气资源利用署、土库曼天然气国家康采恩签署了土库曼斯坦阿姆河右岸天然气产品分成合同和中土天然气购销协议。根据协议，未来 30 年内，土库曼斯坦将通过中亚天然气管道，每年向中国出口 300 亿立方米的天然气。
	中石油与土库曼斯坦石油康采恩签署《古穆达克油田提高采收率技术服务合同》，获得古穆达克油田 100% 的权益。
乌兹别克斯坦	中石油与乌兹别克国家油气公司、俄罗斯卢克石油公司、马来西亚石油公司及韩国国家石油公司共同组成咸海财团，与乌国政府正式签署了咸海水域油气勘探开发项目产品分成协议。
	中石油与乌兹别克国家油气公司签署合作协议，将合资开发明格布拉克油田。

来源：中石油网站 国金证券研究所

- 据中国钢结构协会测算，2008 年新疆出口到中亚国家的钢结构约为 2 万吨，并在今后几年里出口量将以 20% 的递增。预计 2012 年出口中亚的钢结构产量约为 4.15 万吨。

图表8：钢结构出口量预测（万吨）



来源：招股说明书 国金证券研究所

技术优势是公司工程质量和增长的保证

- 光正钢构是西北地区唯一的一家同时拥有“轻型钢结构工程设计专项甲级资质”和“钢结构工程专业承包一级资质”、“中国钢结构制造企业资质证书一级资质”三项资质的综合性钢结构企业。

- 光正钢构自主研发以及与同济大学、新疆大学、新疆建筑设计研究院等科研院所进行合作，截至 2010 年 6 月度，已经拥有专利 7 项，正在申请的专利 6 项。

图表9：已获及正在申请的专利名单

已获专利名单

序号	专利名称	专利申请日	专利号/申请号	专利性质	有效期
1	H型钢檩条与围护板连接结构	2008.3.19	ZL200820103536.	实用新型	2008.3.19~ 2018.3.18
2	山墙檐口收边结构	2008.3.19	ZL200820103537.	实用新型	2008.3.19~ 2018.3.18
3	H型钢檩条与檩托板连接结构	2008.3.19	ZL200820103538.	实用新型	2008.3.19~ 2018.3.18
4	拉杆与檩条的连接结构	2008.3.19	ZL200820103539.	实用新型	2008.3.19~ 2018.3.18
5	钢结构屋面防冷凝水的保温结	2008.3.19	ZL200820103541.	实用新型	2008.3.19~ 2018.3.18
6	柔性支撑垫铁连接结构	2008.7.10	ZL200820103764.	实用新型	2008.7.10~ 2018.7.9
7	柱脚抗剪键连接结构	2008.7.10	ZL200820103765.	实用新型	2008.7.10~ 2018.7.9

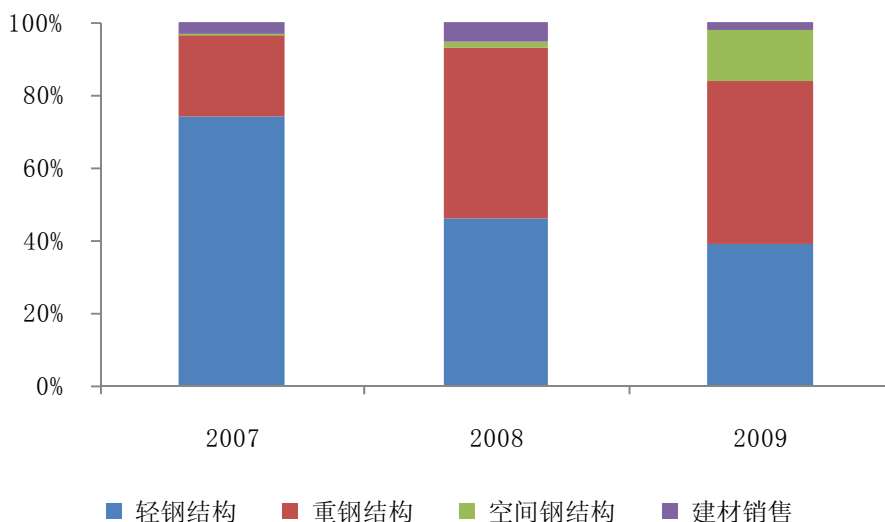
正在申请专利名单

序号	专利名称	专利申请日	申请号	专利性质
1	墙面压型钢板与混凝土楼面的	2009.12.18	200920277280.5	实用新型
2	钢构件之间钢管支撑交叉处的	2009.12.18	200920277282.4	实用新型
3	箱型构件横隔板焊接结构	2009.12.18	200920277282.3	实用新型
4	钢结构厂房屋面泄压防爆结构	2009.12.18	200920277282.9	实用新型
5	门式钢架梁柱连接定位装置	2009.12.18	200920277282.8	实用新型
6	C型檩托结构	2009.12.18	200920277282.2	实用新型

来源：招股说明书 国金证券研究所

- 在空间钢、重钢、轻钢几种结构中，轻钢的技术成熟度最高，制作的标准化程度也最高，空间钢的个性程度最高，标准化的程度也最低。公司技术水平的不断提高还表现在重钢、空间钢比例逐渐上升。

图表10：主营业务项目的毛利贡献情况



来源：招股说明书 国金证券研究所

优质客户是公司业务发展的支撑

- 光正钢构的客户主要为新疆的大型企事业单位，包括上市公司、其他大型国有企业和兵团企业、中亚客户等，比如中国石油、特变电工、金风科技、新疆天业、新疆天业（集团）有限公司、天辰化工有限公司、乌鲁木齐水务（集团）有限公司、新疆生产建设兵团以及部分来自哈萨克斯坦共和国、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦客户等。

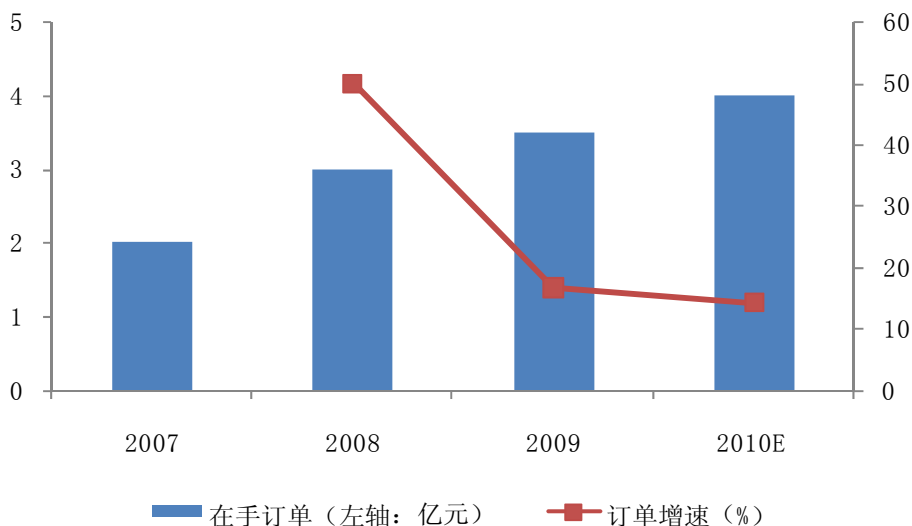
图表11：公司前十大客户以大型企业为主

2007	2008	2009	2010H1
天辰化工有限公司	特变电工新疆硅业有限公司	天辰化工有限公司	天辰化工有限公司
伊犁贵通进出口贸易有限责任公司	天辰化工有限公司	长江精工钢结构（集团）股份有限公司安徽分公司	新疆众孚基业钢铁有限公司
新疆金风科技股份有限公司	新疆圣雄能源开发有限公司	新疆机械研究院（有限责任公司）	新疆榄润国际工程技术有限公司
中国化学工程第九建设公司	新疆蓝德精细石油化工股份有限公司	特变电工新疆硅业有限公司	鞍钢建设集团有限公司
新疆天业节水灌溉股份有限公司	新疆天业集团有限公司	斯必克冷却技术（张家口）有限公司	新疆中财管道有限公司
新疆西部绿珠果蔬有限公司	新疆盖特进出口贸易有限公司	八冶建设集团国际工程公司	新疆新华联凌云矿业有限公司
新疆越宫钢结构工程有限公司	上海美建钢结构有限公司	新疆石河子花园乳业有限公司	新疆北方钢管有限公司
方兴塑化有限责任公司	新疆宝地矿业有限责任公司鄯善分公司	新疆圣雄能源开发有限公司	乌鲁木齐旭能工贸有限公司
新疆生产建设兵团建设工程（集团）有限责任公司	中国石油天然气第七建设公司	新疆永昌新材料科技股份有限公司	山河建设集团有限公司
哈国金色图画有限公司	新疆天华矿业有限责任公司	新疆五江兴化实业有限公司	新疆机场（集团）有限责任公司

来源：招股说明书 国金证券研究所

■ 优质客户是公司业务长期发展的重要支撑。

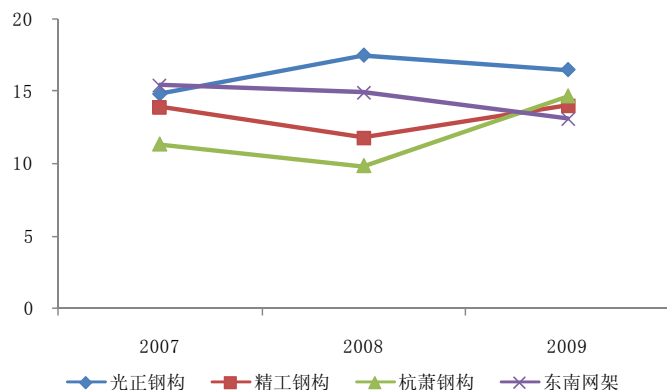
图表12：在手订单金额及增速



来源：国金证券研究所

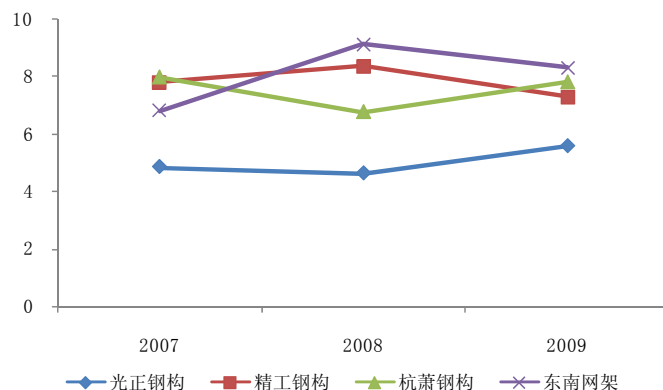
■ 从效益的角度来讲，以大型企业为主的、长期合作的客户结构更有利于构建竞争壁垒，带来可观的经济效益。

图表13：公司毛利率较高 (%)



来源：公司公告 国金证券研究所

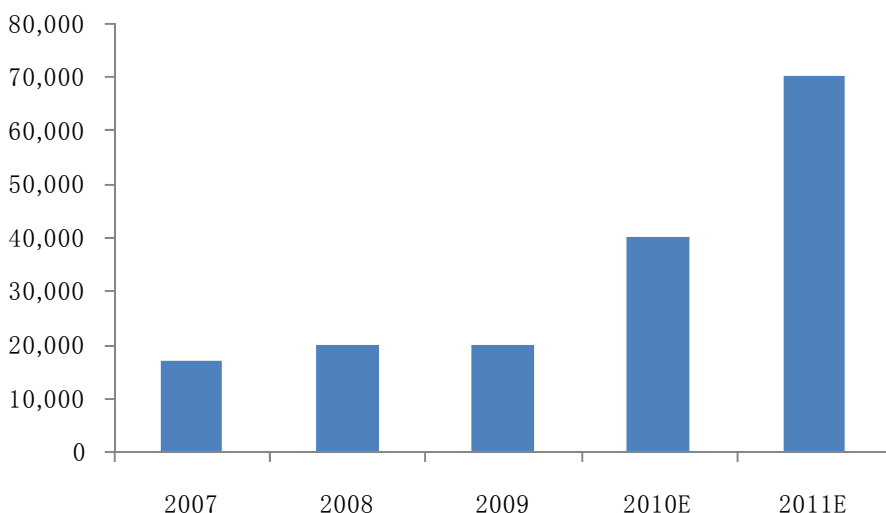
图表14：公司期间费用率较低 (%)



成功融资解决公司短期产能瓶颈

- 光正钢构本次募投资金主要用于 7 万吨钢结构加工基地项目，预计总投资额 18000 万元，其中固定资产投资 11820 万元，流动资金 6180 万元。项目投产后，将形成轻钢结构 26,000 吨、重钢结构 30,000 吨、轻钢集成住宅体系 8,000 吨、彩板和夹芯板 6,000 吨的生产能力。

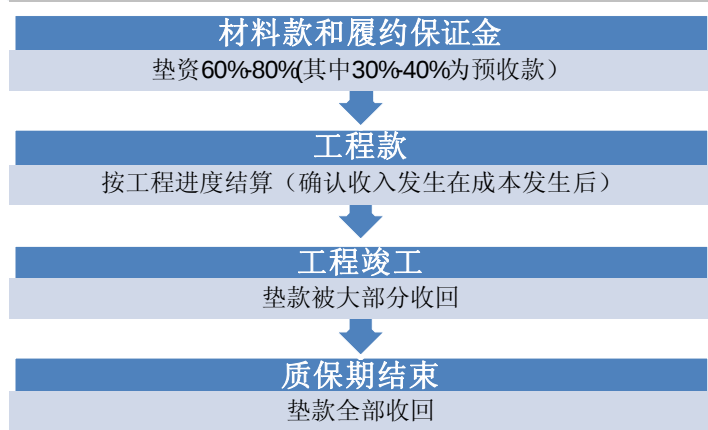
图表15：光正钢构未来产能预测（吨）



来源：国金证券研究所

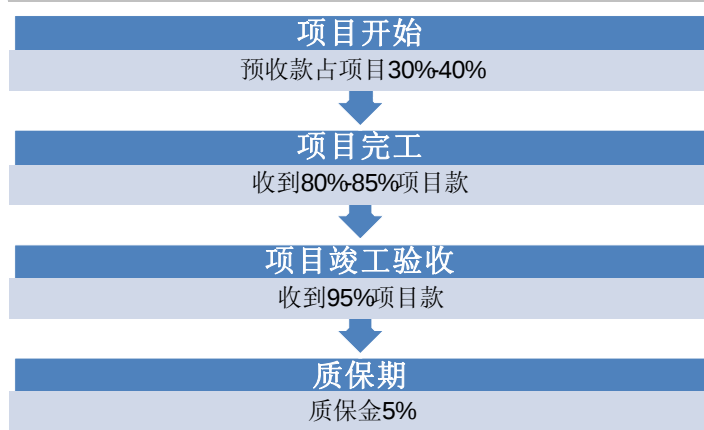
- 流动资金占款是钢结构行业的一个特点，在项目开始阶段，公司需垫资购置钢材等原料，这笔费用大约占到了整个项目费用的 30%-40%；履约保函或履约保证金又占去了一部分流动资金；项目结束时，仍有一部分资金作为质保金不能及时收回。预计此次公司成功募集 3 亿元以上资金，超募资金有助于缓解公司短期资金压力。

图表16：钢结构企业流动资金占用情况



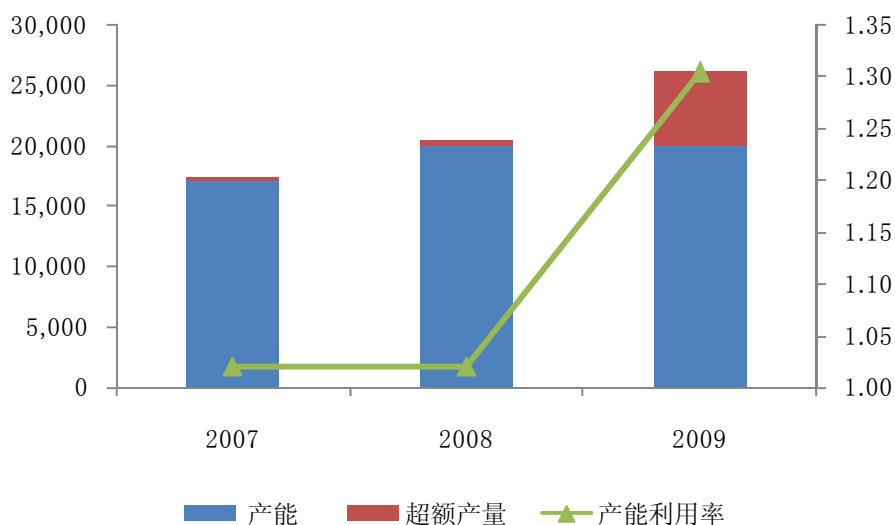
来源：国金证券研究所

图表17：钢结构企业在项目中的收款情况



- 公司产能利用率在近三年里都超过了 100%，产能瓶颈已经凸显。今年上半年，由于先期投入的募投项目部分投产，使得上半年产量已达到 16,042.26 吨，较去年同期增长 185.09%。截至年底公司产能有望达到 4 万吨，明年上半年有望达到 7 亿吨。

图表18: 光正钢构产能利用情况

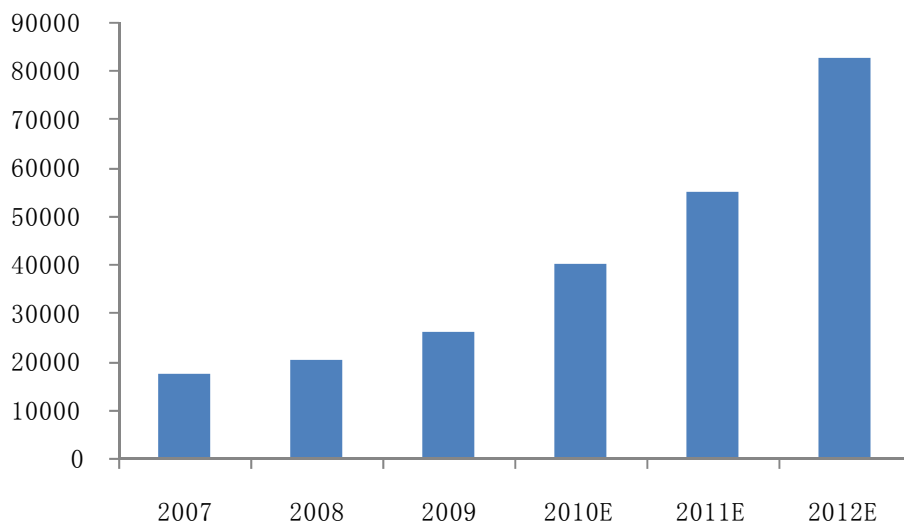


来源: 招股说明书 国金证券研究所

盈利预测与说明

- 公司的竞争力来自于在新疆钢结构市场的多年耕耘所积累的诸多资源, 在未来可预见的几年之内, 不会受到其他大型钢结构公司的实质挑战; 同时新疆钢结构市场空间快速增长; 成功融资又解除了公司短期的产能瓶颈。未来几年公司将迅速增长。

图表19: 未来几年公司产销量迅速增长 (吨)



来源: 国金证券研究所

- 预计 2010-2012 年, 公司归属母公司净利润分别为: 0.27 亿元、0.50 亿元、0.78 亿元, 分别增长 39.22%、87.99%、56.98%; 摊薄后 EPS 分别为 0.29、0.55、0.87 元。

股票估值与定价

- 在 A 股市场的新疆板块中, 和公司业务可比性较强的有两家企业: 新疆城建和北新路桥, 属于新疆地区的建筑类企业, 以上公司的估值情况如下所示:

图表20：新疆板块几个可比公司估值情况

公司	价格类型	价格	2009 (PE)	2010E (PE)	2011E (PE)	2012E (PE)	年均增长
北新路桥	市场价	21.89	55	52	37	25	29.90%
新疆城建	市场价	10.76	43	36	29	23	22.54%
光正钢构	发行价	15.18	72	52	28	17	60.35%

来源：聚源数据 国金证券研究所

注：盈利预测部分采用最近 5 份公司研究报告的预测均值。

- 考虑到未来几年的快速增长，我们认为公司可以享受高倍估值，合理股价在 20-22 元，即 2011 年的 35-40 倍 PE 估值水平。

风险提示

- 原材料价格波动带来的公司毛利率波动风险。
 - 钢结构行业的成本转嫁能力较低，企业盈利状况易受到原材料（主要是钢铁）价格波动的影响。

图表21：公司销售及盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
钢结构工程业务						
销售收入（百万元）	94.64	172.37	206.80	280.00	423.50	635.25
增长率（YOY）		82.13%	19.97%	35.40%	51.25%	50.00%
毛利率	17.24%	18.59%	16.65%	14.50%	14.50%	14.50%
销售成本（百万元）	78.33	140.33	172.37	239.40	362.09	543.14
增长率（YOY）		79.16%	22.83%	38.89%	51.25%	50.00%
毛利（百万元）	16.32	32.04	34.43	40.60	61.41	92.11
增长率（YOY）		96.39%	7.45%	17.91%	51.25%	50.00%
占总销售额比重	61.39%	72.52%	74.92%	69.14%	69.32%	69.46%
占主营业务利润比重	71.62%	77.31%	75.84%	68.59%	68.92%	69.16%
钢结构销售业务						
销售收入（百万元）	56.07	48.85	64.98	120.00	181.50	272.25
增长率（YOY）		-12.87%	33.02%	84.67%	51.25%	50.00%
毛利率	10.36%	13.97%	14.89%	14.50%	14.50%	14.50%
销售成本（百万元）	50.26	42.03	55.31	102.60	155.18	232.77
增长率（YOY）		-16.38%	31.60%	85.51%	51.25%	50.00%
毛利（百万元）	5.81	6.82	9.68	17.40	26.32	39.48
增长率（YOY）		17.49%	41.78%	79.83%	51.25%	50.00%
占总销售额比重	36.37%	20.55%	23.54%	29.63%	29.71%	29.77%
占主营业务利润比重	25.50%	16.47%	21.31%	29.40%	29.54%	29.64%
建材销售业务						
销售收入（百万元）	3.07	15.86	3.77	4.52	5.43	6.52
增长率（YOY）		416.20%	-76.23%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	23.05%	13.68%	22.89%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	2.36	13.69	2.91	3.62	4.34	5.21
增长率（YOY）		479.06%	-78.77%	24.50%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	0.71	2.17	0.86	0.90	1.09	1.30
增长率（YOY）		206.36%	-60.23%	4.85%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	1.99%	6.67%	1.37%	1.12%	0.89%	0.71%
占主营业务利润比重	3.11%	5.24%	1.90%	1.53%	1.22%	0.98%
其他						
销售收入（百万元）	0.38	0.61	0.48	0.48	0.48	0.48
增长率（YOY）		58.46%	-20.91%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-13.69%	67.22%	89.92%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	0.44	0.20	0.05	0.19	0.19	0.19
增长率（YOY）		-54.31%	-75.68%	296.83%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	-0.05	0.41	0.43	0.29	0.29	0.29
增长率（YOY）		-878.06%	5.80%	-33.27%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.25%	0.26%	0.17%	0.12%	0.08%	0.05%
占主营业务利润比重	-0.23%	0.98%	0.95%	0.49%	0.32%	0.22%
销售总收入（百万元）	154.17	237.69	276.03	405.00	610.91	914.50
销售总成本（百万元）	131.39	196.25	230.63	345.81	521.81	781.32
毛利（百万元）	22.78	41.45	45.40	59.19	89.10	133.18
平均毛利率	14.78%	17.44%	16.45%	14.62%	14.58%	14.56%

来源：公司财务报告 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	154	238	276	405	611	914
增长率		54.2%	16.1%	46.7%	50.8%	49.7%
主营业务成本	-131	-196	-231	-346	-522	-781
% 销售收入	85.2%	82.6%	83.5%	85.4%	85.4%	85.4%
毛利	23	41	45	59	89	133
% 销售收入	14.8%	17.4%	16.5%	14.6%	14.6%	14.6%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-4	-6	-9
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-2	-2	-2	-4	-6	-9
% 销售收入	1.2%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-5	-9	-12	-20	-27	-32
% 销售收入	3.4%	3.6%	4.3%	5.0%	4.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	14	29	28	31	49	83
% 销售收入	9.3%	12.1%	10.3%	7.6%	8.1%	9.1%
财务费用	0	0	-1	-1	7	5
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.2%	-1.1%	-0.6%
资产减值损失	-1	-4	-5	-1	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	13	24	22	29	56	88
营业利润率	8.4%	10.2%	7.9%	7.2%	9.1%	9.6%
营业外收支	0	0	2	2	3	5
税前利润	13	24	24	31	59	92
利润率	8.3%	10.1%	8.5%	7.7%	9.6%	10.1%
所得税	-1	-2	-4	-5	-9	-14
所得税率	7.0%	6.9%	19.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	12	22	19	27	50	78
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	12	22	19	27	50	78
净利率	7.7%	9.4%	6.9%	6.6%	8.2%	8.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	12	22	19	27	50	78
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	7	9	9	14	18
非经营收益	0	-1	1	6	-1	-5
营运资金变动	-10	-24	-18	41	0	-1
经营活动现金净流	5	5	11	83	63	91
资本开支	-4	-28	-46	-121	-66	-65
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	10	0	0	0
投资活动现金净流	-4	-28	-36	-122	-66	-65
股权募资	0	51	0	339	-4	0
债权募资	0	2	51	251	-321	2
其他	0	-2	-19	-8	-14	-12
筹资活动现金净流	0	51	32	582	-338	-10
现金净流量	1	29	7	543	-342	16

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	7	37	57	600	258	274
应收款项	36	55	110	103	155	233
存货	11	29	55	57	86	128
其他流动资产	2	4	19	19	28	41
流动资产	56	126	240	779	528	676
% 总资产	61.8%	63.7%	70.4%	78.4%	66.1%	67.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	26	40	70	173	220	264
% 总资产	28.3%	20.4%	20.4%	17.4%	27.6%	26.3%
无形资产	9	30	30	39	49	58
非流动资产	35	72	101	215	271	324
% 总资产	38.2%	36.3%	29.6%	21.6%	33.9%	32.4%
资产总计	91	197	342	994	798	1,000
短期借款	8	10	60	321	0	1
应付款项	39	70	138	173	260	389
其他流动负债	4	4	4	17	20	24
流动负债	52	84	202	511	280	415
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	10	0	0	0
负债	52	84	212	511	280	416
普通股股东权益	39	113	130	484	518	585
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	91	197	342	994	798	1,000

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.585	0.330	0.282	0.294	0.553	0.868
每股净资产	1.917	1.669	1.914	5.351	5.731	6.468
每股经营现金净流	0.268	0.077	0.155	0.922	0.695	1.007
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	30.50%	19.77%	14.71%	5.50%	9.64%	13.41%
总资产收益率	13.10%	11.34%	5.59%	2.67%	6.26%	7.84%
投入资本收益率	28.49%	21.75%	12.09%	3.26%	8.11%	12.01%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	54.18%	16.13%	46.72%	50.84%	49.69%
EBIT增长率	N/A	99.56%	-1.02%	8.63%	60.13%	67.81%
净利润增长率	N/A	88.39%	-14.66%	39.22%	87.99%	56.98%
总资产增长率	N/A	117.60%	73.22%	191.00%	-19.71%	25.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.6	62.4	93.7	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	14.9	37.3	66.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	22.6	45.4	76.6	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	55.0	40.5	80.3	137.8	113.5	89.2
偿债能力						
净负债/股东权益	1.87%	-24.15%	2.92%	-57.74%	-49.89%	-46.55%
EBIT利息保障倍数	37.2	63.5	22.1	43.0	-7.3	-15.1
资产负债率	57.07%	42.66%	62.03%	51.37%	35.13%	41.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室