

宁波建筑施工、安装及装饰一体化龙头

方正证券研究所证券研究报告

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：高慧

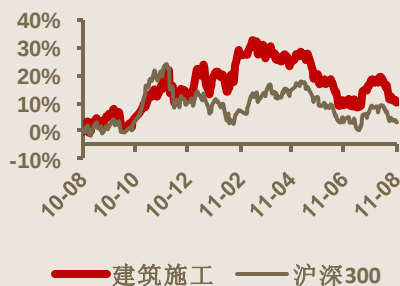
TEL: 010-68584814

Email: gaohui0@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	6.39
A股发行股数(万股)	10000.00
发行前总股本(万股)	30066.00
发行后总股本(万股)	40066.00
发行日期	2011-08-04
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	中国建银投资证券有限责任公司
预计上市日期	

建筑施工行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

宁波建工(601789)

公司新股申购报告
2011.08.03

建筑行业

投资要点

- **盈利预测：**2011 年利润增长 38%、每股 EPS 为 0.34 元。预计公司 2011-2013 年收入为 93.5、113.3、134.4 亿元，净利润为 1.36、1.75、2.13 亿元，同比 38%、29%、22%，按发行 1 亿股后总股本 40066 万股计算，EPS 分别为 0.34、0.44、0.53 元。
- **投资建议：**结合多种估值方法，公司合理估值 5.1-6.46 元。参考龙元建设与上海建工的 PE 估值 19 倍、15 倍，假设公司合理 PE 介于 15-19 倍，对应合理估值在 5.1-6.46 元。再考虑 PS 估值，由于公司净利率水平与上海建工相仿，参考 0.2 倍 PS 水平，公司 2011 年预测收入 93.5 亿元，对应合理市值为 18.7 亿元、折合每股 4.67 元。通过 DCF 参数选取，得到公司每股价值为 5.05 元。
- **基本情况：**7 名个人共同控制的综合建设集团。公司作为浙江宁波一家大型综合建设集团，拥有建筑施工、安装、装饰一体化产业链，2010 年宁波收入占比 73%，在浙江省达到 85%。公司下设分公司 37 家，一级控股子公司 7 家；公司实际控制人为徐文卫、乌家瑜、潘信强、陈建国、陈贤华、翁海勇、鲍林春 7 名自然人。
- **主业看点：**业务结构优化与异地拓展。公司主业突出，2010 年建筑施工、安装及装饰收入合计占比 95%。细分来看，低毛利率房屋土建占比下降，而高毛利率建筑安装与装饰占比逐年上升。宁波收入占比由 2008 年 79%降低至 2010 年 73%，浙江省外占比由 11%提高至 15%。
- **竞争优势：**品牌、产业链及人才优势。公司在浙江省乃至全国拥有良好口碑，已经形成完整的建筑业产业链，管理团队具有多年建筑工程施工和管理经验。有工程技术人员约 980 名，高级工程师及以上职称 108 人，一级建筑师、建造师、结构师等各类注册工程师 169 名。
- **行业分析：**充分竞争下的运营模式变化。截至 2010 年底，我国建筑企业数约 7 万个、从业人员约 4000 万个，企业规模分布呈现“金字塔”状，市场竞争充分。建筑企业逐步向资本经营、纵向一体化、横向价值链拓展等运营模式转变以提升盈利水平。
- **募投项目：**科研、设备、物流及异地拓展。四个项目总投资约 5 亿元，项目实施后，将从技术研发、施工设备、主材供应及异地业务拓展等方面提升公司整体盈利能力。
- **风险提示：**房地产行业投资下滑风险；异地业务拓展风险。

目 录

一、盈利预测：2011 年利润增长 38%.....	3
二、投资建议：合理估值 5.1-6.46 元.....	3
1、相对估值.....	3
2、DCF 估值.....	4
三、基本情况：主营业务、简要历程及股权关系.....	4
1、主营业务：建筑施工、安装、装饰一体化产业链.....	4
2、简要历程.....	5
3、股权关系.....	6
四、主业看点：业务结构优化与异地拓展.....	7
五、竞争优势：品牌、产业链及人才优势.....	9
1、品牌优势.....	9
2、产业链完整优势.....	9
3、管理优势和人才优势.....	9
4、技术优势.....	10
六、行业分析：充分竞争下的运营模式变化.....	10
1、中国建筑业市场竞争格局.....	10
2、中国建筑业市场竞争的发展趋势.....	11
七、募投项目：科研、设备、物流及异地拓展.....	12
1、科研生产基地建设项目.....	12
2、施工机械设备购置项目.....	12
3、主材物流中心项目.....	12
4、外地分公司投资项目.....	12
八、风险提示.....	13

图表目录

图表 1 公司各项收入预测.....	3
图表 2 公司各项收入同比增速预测.....	3
图表 3 公司各项收入毛利率预测.....	3
图表 4 可比公司市场估值情况.....	4
图表 5 DCF 参数假设及估值结果.....	4
图表 6 2010 年公司主营业务类别.....	5
图表 7 2010 年公司分区域收入情况.....	5
图表 8 公司分公司及控股公司列表.....	6
图表 9 公司控股股东情况.....	6
图表 10 近 4 年公司收入利润稳定增长.....	7
图表 11 公司建筑安装和建筑装饰业务比例逐年提高.....	8
图表 12 公司建筑安装和装饰业务毛利率明显高于建筑工程承包.....	8
图表 13 公司省外收入比例逐年提高.....	9
图表 14 我国建筑企业数量与建筑从业人数.....	10
图表 15 募投项目投资额.....	12

一、盈利预测：2011 年利润增长 38%

通过对公司的分析，我们对分项收入及毛利率进行以下预测（如图表所示），综合来看，2011-2013年公司收入分别为93.5亿元、113.3亿元、134.4亿元，同比增速为18.5%、21.1%、18.6%；根据模型预测，公司2011-2013年净利润分别为1.36亿元、1.75亿元、2.13亿元，同比增速为38%、29%、22%。按发行1亿股后总股本40066万股计算，2011-2013年每股EPS分别为0.34元、0.44元、0.53元。

图表 1 公司各项收入预测

收入分类	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
房屋建筑和土木工程	43.06	52.66	57.8	66.5	79.8	94.2
建筑安装工程	3.81	6.42	9.9	12.9	16.2	19.4
建筑装饰工程	4.36	5.65	7.1	9.3	11.6	13.9
建材物资销售	4.92	3.41	3.4	4.1	4.9	5.9
其他	0.59	0.78	0.6	0.7	0.8	0.9
合计	56.7	68.9	79.0	93.5	113.3	134.3

数据来源：方正证券研究所

图表 2 公司各项收入同比增速预测

收入同比增长	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
房屋建筑和土木工程		22.3%	9.8%	15%	20%	18%
建筑安装工程		68.5%	54.9%	30%	25%	20%
建筑装饰工程		29.4%	26.4%	30%	25%	20%
建材物资销售		-30.8%	0.6%	20%	20%	20%
其他		32.7%	-20.8%	15%	15%	15%
合计		21.5%	14.6%	18.5%	21.1%	18.6%

数据来源：方正证券研究所

图表 3 公司各项收入毛利率预测

毛利率	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
房屋建筑和土木工程	7.51%	7.45%	7.41%	7.45%	7.45%	7.45%
建筑安装工程	13.24%	10.12%	9.46%	10%	10%	10%
建筑装饰工程	10.40%	8.28%	8.29%	8.50%	9%	10%
建材物资销售	7.39%	13.14%	12.86%	13%	13%	13%
其他	23.21%	24.05%	11.71%	12%	12%	12%
合计	8.27%	8.24%	8.02%	8.19%	8.25%	8.36%

数据来源：方正证券研究所

二、投资建议：合理估值 5.1-6.46 元

1、相对估值

选取3家主业为房屋建筑的上市公司PE\PS估值情况作为参考，由于中国建筑一半利润来源于控股公司中国海外的房地产开发业务，其估值明显低于龙元建设和上海建工，所以，主要以龙元建设与上海建工估值作为参考。

2011年公司EPS为0.34元，参考龙元建设与上海建工的PE估值：19倍、15倍，假设公司合理PE介于15-19倍，对应的合理估值在5.1-6.46元。再考虑PS估值，由于公司的净利率水平与上海建工相差无几，参考0.2倍PS水平，公司2011年预测收入93.5亿元，对应合理市值为18.70亿元、折合每股4.67元。

图表 4 可比公司市场估值情况

证券简称	2010PE	2011PE	2012PE	2013PE	总市值(亿元)	总收入(亿元)	市销率
龙元建设	28	19	12	10	52	111	0.47
上海建工	18	15	12		162	816	0.20
中国建筑	12	9	7	6	1080	4675	0.23
平均	19	14	10	8			0.30

数据来源：WIND 方正证券研究所（收盘价为8月3日，收入为2011年预测数）

2、DCF 估值

通过DCF参数选取，得到以下DCF估值结果，公司的每股价值为5.05元。结合相对估值方法，我们认为公司的合理估值区间应当在5.1-6.46元。

图表 5 DCF 参数假设及估值结果

估值假设	数值	项目	价值(百万元)
永续增长率 g	2.00%	FCFF 预测期现值	533.36
贝塔值 (β)	1.00	FCFF 永续价值现值	1137.08
无风险利率 Rf (%)	4.00%		
市场的预期收益率 Rm (%)	12.00%	企业价值	1670.45
有效税率 Tx (%)	25.14%	加：非核心资产	944.30
债务资本成本 Kd	6.00%	减：付息债务	535.75
债务资本比重 Wd	31.80%	减：少数股东权益	56.71
股权资本成本 Ke	12.00%		
加权平均资本成本 WACC	9.61%	股权价值	2022.28
贴现系数 (Ke)	0.89	总股本	400.66
贴现系数 (WACC)	0.91	每股价值(元)	5.05

数据来源：方正证券研究所

三、基本情况：主营业务、简要历程及股权关系

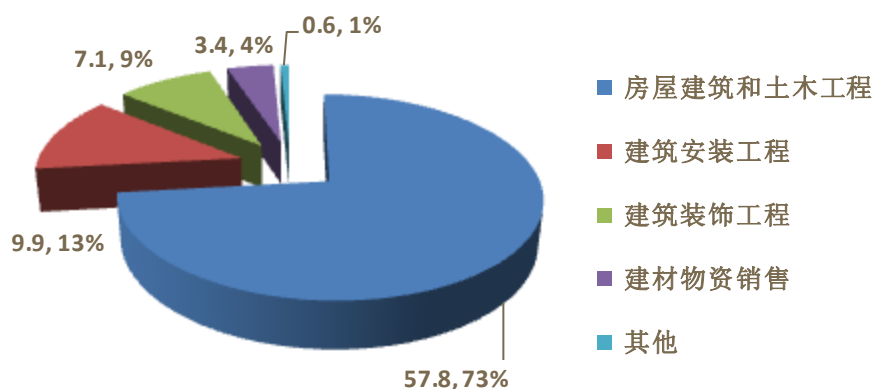
1、主营业务：建筑施工、安装、装饰一体化产业链

公司作为浙江宁波一家大型综合建设集团，业务覆盖面广，主要包括房屋建筑和土木工程、建筑安装工程、建筑装饰工程等各承包工程业务；此外还涉及建筑设计、钢结构加工、物资物流等多个领域，已形成了涵盖建筑科研、设计、施工、安装、装饰装潢、钢结构、商品混凝土、预制构件等相对完整而紧凑的产业链形态，各细分产业协同发展，整体效益日益增强。

2010年，公司收入共约79亿元，其中：房屋建筑和土木施工工程57.8亿元、占73%，建筑安装工程9.9亿元、占13%，建筑装饰工程7.1亿元、占9%，

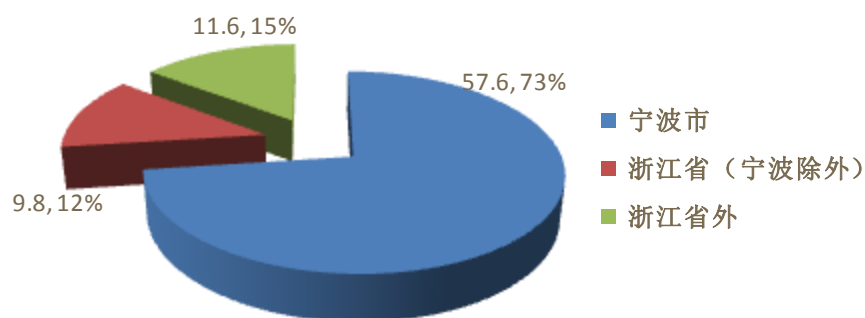
建材物资销售3.4亿元、占4%，其他0.6亿元、占1%。

图表 6 2010 年公司主营业务类别（亿元）



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 7 2010 年公司分区域收入情况（亿元）



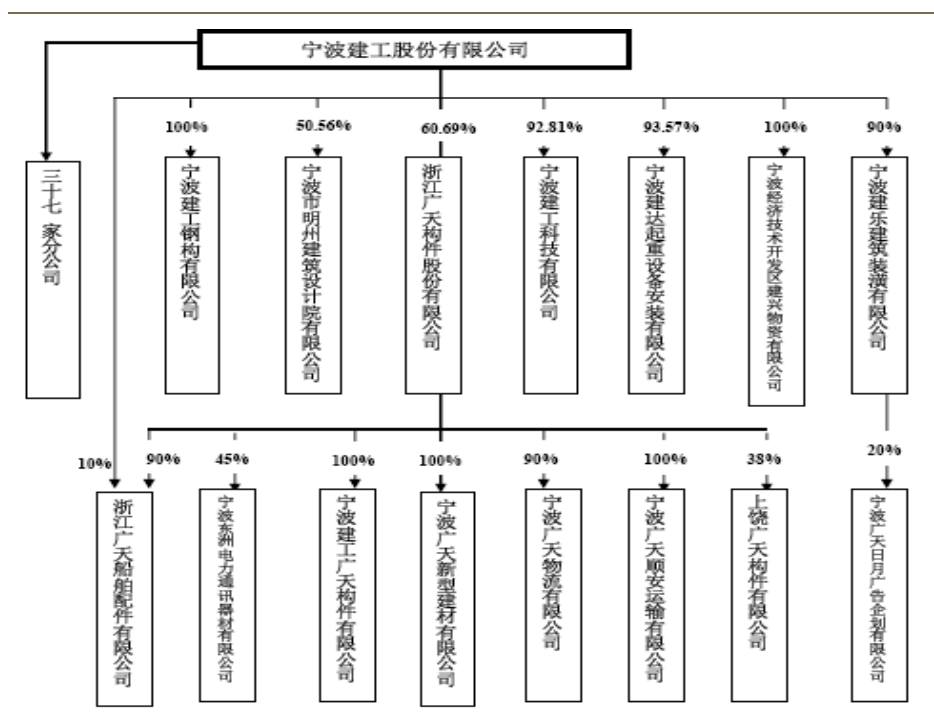
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

公司的主要市场在宁波，2010年收入占比达到73%，在浙江省达到85%，近些年的区域拓展已经略显成效，浙江省外市场的收入占比由2008年的10.66%提高至14.69%。

2、简要历程

公司前身建工有限是于2004年12月由广天日月等共同出资设立，成立时注册资本为6166万元。2005年8月，公司将注册资本由6,166万元增加至30,066万元，于2008年12月19日整体变更为股份有限公司，公司成立前后，主营业务未发生变化。公司下设分公司37家，一级控股子公司7家。

图表 8 公司分公司及控股公司列表



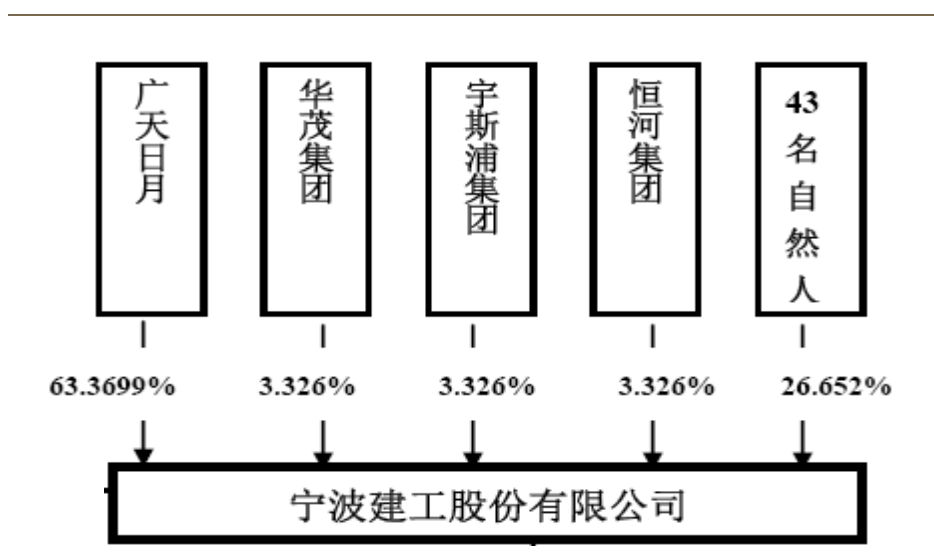
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

3、股权关系

公司发行前总股本为30066万股，本次拟发行不超过10000万股社会公众股，假定发行10000万股，占发行后股本总额的比例为24.9588%。

公司实际控制人为徐文卫、乌家瑜、潘信强、陈建国、陈贤华、翁海勇、鲍林春7名自然人，发行前7名自然人合计共同控制广天日月50.4376%的股份表决权，同时直接共同控制发行人合计14.246%的股份表决权。

图表 9 公司控股股东情况

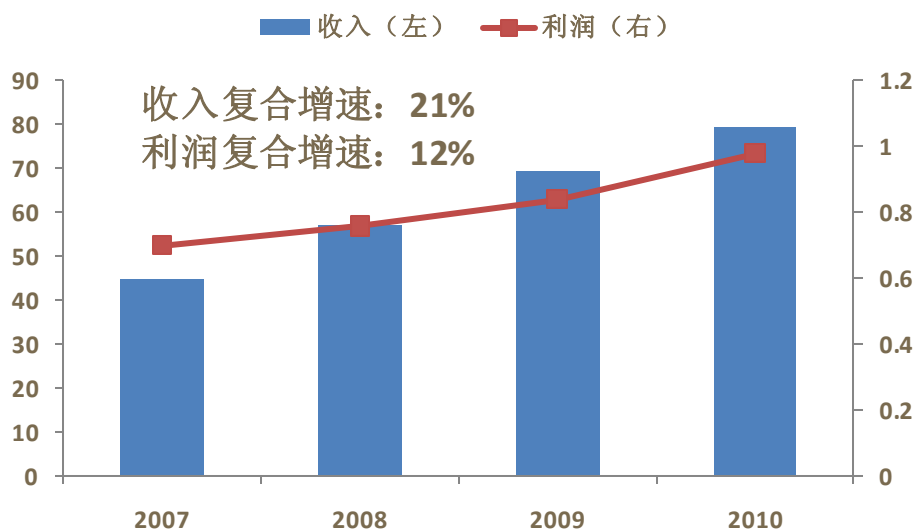


数据来源：招股说明书 方正证券研究所

四、主业看点：业务结构优化与异地拓展

2007-2010年，公司营业收入、利润保持持续增长态势。2010年、2009年、2008年营业收入分别为：79亿元、69亿元和57亿元，近4年复合增速21%，净利润分别为0.76亿元、0.84亿元、0.98亿元，复合增速为12%。

图表 10 近 4 年公司收入利润稳定增长（亿元）



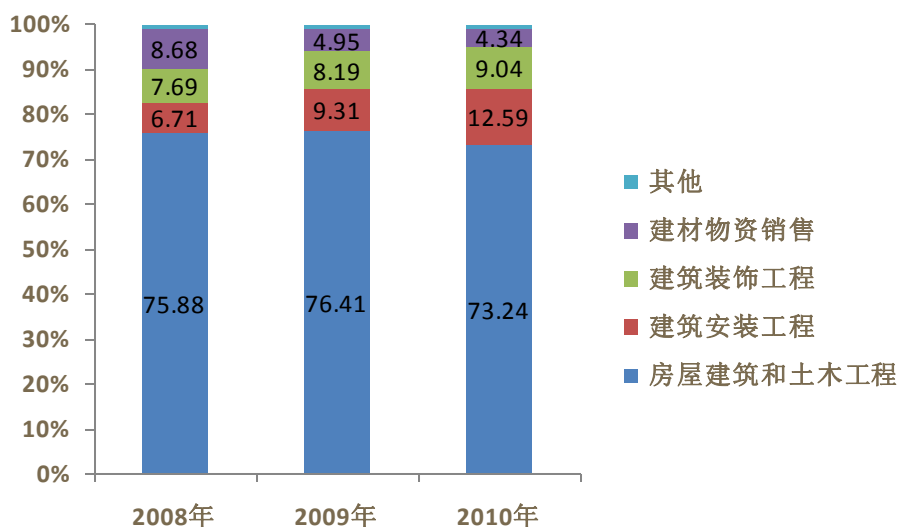
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

公司主营业务突出，2010年、2009年、2008年公司房屋建筑和土木工程、建筑装饰工程、建筑安装工程合计收入占主营业务总收入的比重分别为94.87%、93.91%和90.28%。

细分来看，房屋土建总包收入占比有所下降，而建筑安装与装饰收入所占比例却呈现逐年上升。从各项业务毛利率来看，建筑安装与装饰要明显高于房屋土建总包业务，所以，公司收入结构的变化有利于公司整体盈利能力的提升。公司长期发展规划也将建筑安装与装饰作为发展重点，所占业务比例逐年提高将是一个趋势。

目前公司在建筑安装和建筑装饰专业领域在整个浙江省具有相对领先优势，土建与安装、装饰装潢的联动效应已经形成，下一步要充分发挥这些优势，尤其是在浙江省外也逐步形成各专业业务与土建项目相联动的效应；同时，公司的市政公用总承包资质已升为一级，凭借较好的基础和土建安装带动的优势，尽快将市政公用业务做大做强，并为抓住宁波轨道交通市场的机遇做好准备；另外通过兼并收购等途径拓展水利水电、轨道交通等专业资质，并发展壮大其市场规模，进一步提升公司在专业市场领域的竞争力和影响力。

图表 11 公司建筑安装和建筑装饰业务比例逐年提高



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

图表 12 公司建筑安装和装饰业务毛利率明显高于建筑工程承包

产品名称	2010 年度 (%)	2009 年度 (%)	2008 年度 (%)
房屋建筑和土木工程	7.41	7.45	7.51
建筑安装工程	9.46	10.12	13.24
建筑装饰工程	8.29	8.28	10.4
建材物资销售	12.86	13.14	7.39
其他	11.71	24.05	23.21
综合毛利率	8.02	8.24	8.27

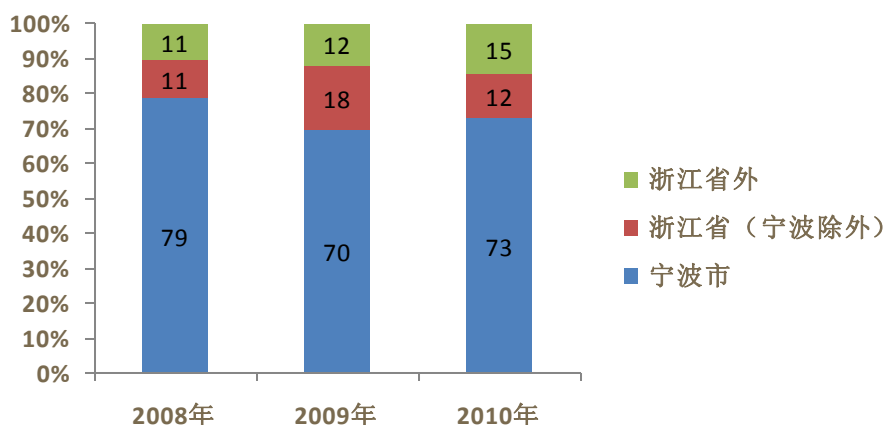
数据来源：招股说明书 方正证券研究所

公司目前主营业务主要集中在宁波地区，虽然收入逐年增长，但在宁波市所占比例总体上呈下降趋势，由2008年度的78.57%降低至2010年度的72.94%。与此相对应，公司在浙江省内其他地区和浙江省外市场的营业收入比例呈总体增长态势，浙江省外占比由11%提高至15%。

公司在宁波市外的营业收入比例保持增长态势，主要原因是由于公司在继续巩固宁波本地市场，做大宁波高端市场份额的同时，实施了积极拓展宁波以外市场的战略。经过多年积累，公司在上海、江西、江苏、天津等地已经形成较为稳定的区域中心，有了一定的工程积累和品牌影响力。

公司不断加大对外地分公司的投入，逐步拓展出新的区域中心市场。本次募集资金拟投资的设立区域分公司项目（投资发展北京、沈阳、青岛、武汉、成都等分公司），即是在已有单个或多个项目基础的地方加大投入投资分公司，以拓展出新的区域中心市场。

图表 13 公司省外收入比例逐年提高（%）



数据来源：招股说明书 方正证券研究所

公司在宁波建筑市场处于龙头地位，市场占有率远高于其他企业，对宁波本地市场依赖度相对较高，所以，宁波市产业格局的变化和城市化进程将会对企业发展产生重要影响。

五、竞争优势：品牌、产业链及人才优势

1、品牌优势

公司是国内较早具备建筑施工、建筑装饰装潢等综合服务能力的建筑企业。最近几年，发行人或其控股子公司获得建筑业最高奖项鲁班奖3次，参建鲁班奖2次，获得国家优质工程2次，全国文明标化工地1次，“中国之星”安装奖1次，省级优质工程、优质安装质量奖40多项，地市级优质工程50余项，并获得过全国“五一劳动奖状”、“全国安装行业先进企业”、“百家最大经营规模建筑企业”、“全国先进施工企业”、全国“守合同重信用”单位、“全国用户满意安装企业”、全国“施工企业设备管理优秀单位”、“全国建设行业信用AAA级单位”、全国“建筑业诚信企业”、“浙江省重点骨干企业”、“浙江省先进建筑业企业”等诸多殊荣。在浙江省乃至全国拥有良好的业务口碑和品牌声誉。

2、产业链完整优势

公司已经形成较为完整的建筑业产业链，涵盖了房屋建筑工程、市政公用工程、建筑安装工程、建筑装饰工程、建筑设计等各领域。公司下设土建、市政、安装、消防、钢结构、建筑智能、设备租赁等三十余家专业分公司，拥有建筑设计、装饰装修、混凝土构件、物资供应等同一产业链上的直接控股子公司7个，具体涉及建筑科研、设计、施工、安装、装饰装修、钢结构、商品混凝土、预制构件等各细分建筑产业。各细分产业协同发展、环环相扣、相互补充，协同效应日益彰显。

3、管理优势和人才优势

为了提高管理效率，公司将先进的计算机管理技术应用到建筑项目管理

等方面，投入人力物力建设了计算机信息管理平台，并与国内著名应用软件公司合作，共同开发和完善管理软件。公司管理的团队成员绝大部分都是从公司内部成长起来的，具有多年的建筑工程施工和企业管理经验。在长期的建筑施工、项目管理和技术研发过程中，公司锻炼了一批具有丰富现场施工经验、项目管理经验，善于解决技术难题的队伍。

4、技术优势

公司现有工程技术人员约980名，高级工程师及以上职称的108人，一级建造师、建造师、结构师等各类注册工程师约169名。公司非常重视技术进步，为了更好地开展技术创新活动，公司专门成立有技术中心。目前技术中心设有九个分部，并设有两个科研基地。公司的技术中心在2008年获批浙江省级企业技术中心；通过一线技术人员和科研人员的共同努力，加以系统化、科学化，总结出一系列先进工法和专利。目前为止，公司有国家级、省级工法26项，获授权专利26项，其中6项发明专利，20项实用新型专利。近几年，公司主编参编国家行业标准5项。

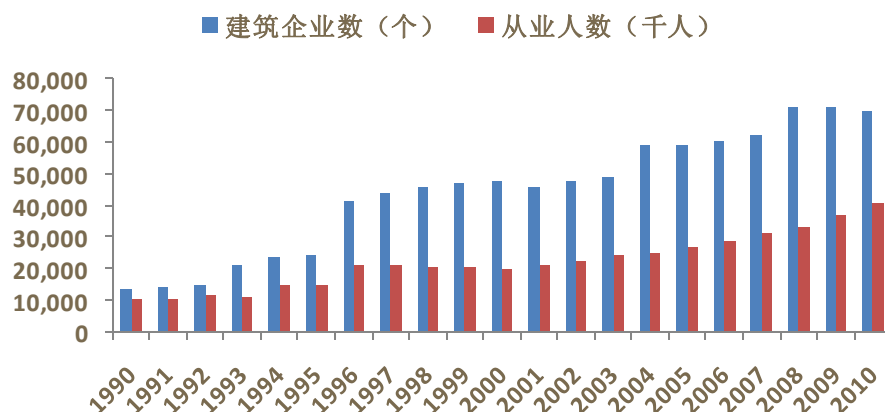
六、行业分析：充分竞争下的运营模式变化

1、中国建筑业市场竞争格局

① 市场竞争主体

建筑业是我国国民经济的重要支柱产业之一，市场规模庞大，企业数量众多，市场化程度较高。我国建筑业的企业规模分布呈现“金字塔”状，即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。截至2010年底，我国建筑企业数约7万个、从业人员约4000万个。

图表 14 我国建筑企业数量与建筑从业人数



数据来源：CEIC 方正证券研究所

从企业性质和竞争能力角度，中国建筑市场拥有较强竞争力的建筑公司主要有如下三类：

一是特大型央企和地方大型国有（或控股）建筑公司。特大型央企主要

是国有超大规模的特级资质企业，如中国建筑工程总公司、中国铁路工程总公司等；地方国有（或控股）建筑公司主要是各省市具有总承包特级资质的大型建筑企业，以省市级的建工集团为代表，如上海建工等。

二是大型的国企改制或新兴民营建筑公司。这些企业多数完成了民营化改制，实现了经营者、管理和技术骨干的持股，企业机制灵活，在完全开放、竞争充分的环境中迅速发展。如宁波建工、龙元建设等。

三是跨国建筑公司。随着中国对外开放程度越来越大，跨国经营的国际知名建筑公司纷纷进入中国，并在勘察和设计等高端建筑市场领域拥有很强竞争力，但总体而言，跨国建筑公司在我国仍处于起步阶段。

② 中国建筑业市场竞争的特点

随着我国经济的高速发展和市场经济体制的日益完善，中国建筑行业整体市场化程度大为提高，建筑业基本进入完全竞争状态。目前中国建筑业的市场竞争格局呈现以下四个特点：

第一，中国建筑业市场竞争完全，但产能结构不平衡。在建筑业低端市场和普通小型项目领域，建筑供给能力超出需求，市场竞争过度，利润水平也非常低。但在建筑业高端市场和大型或特色项目领域，建筑产能仍显不足，竞争程度较低，利润水平也相对较高。

第二，建筑市场地区发展不均衡，市场集中度比较低。长三角、珠三角、环渤海等沿海经济发达地区建筑市场容量和市场份额都明显高于全国其它地区。建筑行业进入门槛较低，市场集中度低，但行业整体规模巨大，所以任何一家建筑施工企业在其中的市场份额都很小，即使在局部区域，也很难形成绝对垄断局面。另外由于地方保护在一定范围内仍存在，所以在局部区域往往会存在一家或几家市场份额较大的相对优势企业。

第三，具有资金、技术、管理、专业等独特优势的大型建筑企业日益显示出竞争优势。建筑行业竞争格局中处于领先地位的是具有超大规模和技术优势的特级资质企业，它们既拥有规模优势，又具有自身侧重的专业领域，所以占据了较大市场份额；第二集团是发达地区建筑强省具有总承包特级资质的大型建筑企业和特色专业资质企业，它们利用在地方上的相对优势或专业优势占据着一定市场份额。

2、中国建筑业市场竞争的发展趋势

① 向资本经营发展，具备雄厚的资金实力和强大的融资能力。

随着国际上BOT、交钥匙、EPC等发包模式的不断增加，要求承包商单纯从承担施工任务向资本经营方向发展，需要具备很强的资金实力和融资能力，如果没有资金和融资能力，将很难跻身建筑业产业链的上游。

② 纵向一体化发展，提供全方位的工程服务。

随着建筑行业的不断发展变化，企业具备可以提供策划、设计、融资、施工以及设施管理等在内的全方位服务能力变得越来越重要。

③ 横向价值链拓展，具备国际通行的以人才密集、管理密集、技术密

集、跨行业、多领域为特征的工程总承包能力，提升一体化综合服务能力。

④ 积极开展运营业务：采用BT、BOT等资本运营模式，从源头上获取项目，进入高端市场，变革建筑企业传统角色和盈利模式。

七、募投项目：科研、设备、物流及异地拓展

图表 15 募投项目投资额

项目名称	项目总投资（万元）	本次募集资金投入（万元）
科研生产基地建设项目	4,236	4,236
施工机械设备购置项目	22,715	22,715
主材物流中心项目	16,138	8,000
外地分公司投资项目	7,425	7,425
合计	50,514	42,376

数据来源：招股说明书 方正证券研究所

1、科研生产基地建设项目

主要是建筑工程投资和设备购置费用，2009年12月工程开工，项目建设预计于2011年三季度竣工验收投入使用。本项目的实施，对于项目自身来讲无直接的经济效益，但项目对公司整体所带来的经济效益相当巨大。

2、施工机械设备购置项目

施工机械设备购置项目总投资额为22,715万元，其中购买房屋建筑施工设备18,793万元，市政工程设备3,922万元，购置计划安排在2011、2012年实施。

项目实施后公司的设备竞争力将获得极大增强，施工技术装备率由目前的569元/人提高到约11,250元/人，增长了1,877%。施工装备率的提高将促进公司机械化施工能力的提升，公司在招投标过程中承接高、大、难等附加值较高项目的中标几率将增大，公司经营规模和经营效益也将持续提高。

3、主材物流中心项目

项目建设规模为年供应建筑主材（钢材）40万吨，基本实现覆盖公司在宁波市范围完成工程项目70%的钢材供应，并争取到2011年实现对外年供钢材10万吨以上，创造净利润为2,300万元以上。

项目从2010年年初开始实施，2010年，发行人已开始以自有资金进行先期投入，全年签订螺纹钢及板材供应合同金额9.7万吨，并实现钢材销售8.8万吨，销售金额约3.8亿元。

4、外地分公司投资项目

公司拟投资建设北京、沈阳、青岛、武汉、成都五个分公司，主要是该等分公司的实际开办投入，设备及工器具购置以及第一年的运营投入等。根据各地分公司的预计项目承接及施工情况，本项目预计年营业收入为75,000万元，净利润1200万元以上。

八、风险提示

- 1、房地产行业投资下滑风险；
- 2、建筑业竞争加剧致毛利率下降风险；
- 3、异地业务拓展风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2864.42	3830.35	4184.65	4805.60	经营活动现金流	126.95	278.06	-0.50	367.35
现金	388.53	908.83	568.80	674.34	净利润	102.46	146.53	187.69	226.66
应收账款	782.16	878.58	1133.39	1251.90	折旧摊销	0.00	35.41	56.60	80.61
其它应收款	602.98	718.96	882.55	1016.12	财务费用	35.15	36.06	39.07	52.59
预付账款	221.22	292.44	329.85	407.91	投资损失	-7.98	-6.51	-6.61	-7.03
存货	864.23	1019.89	1261.17	1439.85	营运资金变动	4.47	60.28	-275.45	15.41
其他	5.30	11.66	8.89	15.47	其它	-7.15	6.28	-1.80	-0.89
非流动资产	342.36	511.06	737.56	958.55	投资活动现金流	-61.91	-203.89	-274.69	-293.68
长期投资	22.93	22.93	22.93	22.93	资本支出	68.25	172.49	225.33	220.52
固定资产	159.96	275.66	437.09	603.89	长期投资	-4.73	0.00	0.00	0.00
无形资产	109.47	120.39	136.21	153.68	其他	1.60	-31.40	-49.36	-73.16
其他	50.00	92.07	141.32	178.05	筹资活动现金流	-182.61	446.13	-74.05	-104.44
资产总计	3206.78	4341.41	4922.20	5764.15	短期借款	-137.40	0.00	0.00	0.00
流动负债	2600.39	3112.76	3543.99	4214.20	长期借款	20.00	5.80	6.13	2.73
短期借款	503.50	503.50	512.71	649.02	其他	-65.21	440.33	-80.18	-107.17
应付账款	1079.79	1180.16	1555.90	1683.89	现金净增加额	-117.57	520.30	-349.24	-30.77
其他	1017.11	1429.09	1475.38	1881.29					
非流动负债	20.00	25.80	31.93	34.66	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	20.00	25.80	31.93	34.66	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	14.40%	18.46%	21.15%	18.56%
负债合计	2620.39	3138.55	3575.92	4248.86	营业利润	19.75%	40.70%	27.10%	22.19%
少数股东权益	45.58	56.51	69.64	83.67	归属母公司净利润	17.19%	38.03%	28.72%	21.82%
归属母公司股东权益	540.80	1146.35	1276.64	1431.62	获利能力				
负债和股东权益	3206.78	4341.41	4922.20	5764.15	毛利率	8.00%	8.19%	8.25%	8.36%
					净利率	1.29%	1.56%	1.65%	1.68%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	17.47%	12.18%	13.94%	14.96%
营业收入	7926.67	9390.08	11375.97	13486.81	ROIC	11.04%	9.27%	10.69%	11.32%
营业成本	7292.51	8621.46	10437.78	12359.45	偿债能力				
营业税金及附加	270.80	328.24	394.83	466.76	资产负债率	81.71%	72.29%	72.65%	73.71%
营业费用	5.65	6.13	8.95	9.68	净负债比率	19.98%	17.07%	15.50%	16.39%
管理费用	144.95	168.69	204.50	243.79	流动比率	1.10	1.23	1.18	1.14
财务费用	35.15	36.06	39.07	52.59	速动比率	0.77	0.90	0.82	0.80
资产减值损失	47.88	42.26	51.19	60.69	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	2.61	2.49	2.46	2.52
投资净收益	7.98	6.51	6.61	7.03	应收帐款周转率	11.31	11.31	11.31	11.31
营业利润	137.70	193.75	246.25	300.89	应付帐款周转率	7.63	7.63	7.63	7.63
营业外收入	8.92	9.74	10.15	9.60	每股指标(元)				
营业外支出	9.39	7.73	7.96	8.36	每股收益	0.33	0.34	0.44	0.53
利润总额	137.22	195.75	248.45	302.13	每股经营现金	0.42	0.69	0.00	0.92
所得税	34.76	49.22	60.76	75.46	每股净资产	1.80	2.86	3.19	3.57
净利润	102.46	146.53	187.69	226.66	估值比率				
少数股东损益	4.21	10.93	13.14	14.03	P/E	20.39	14.77	11.48	9.42
归属母公司净利润	98.25	135.61	174.56	212.64	P/B	3.70	1.75	1.57	1.40
EBITDA	157.38	243.74	315.68	401.60	EV/EBITDA	13.88	6.92	6.52	5.25
EPS（元）	0.33	0.34	0.44	0.53					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com