

股权激励助力，业务转型将进一步深化

民生精品---调研简报/建筑工程行业

2011 年 12 月 27 日

近期，我们对公司经营现状、未来发展战略等进行了调研。通过与公司高管交流，我们认为：作为我国规模最大、涵盖领域最广的轻工业工程企业，公司抗周期性较强，将长期受益于“扩大消费”、“消费升级”政策；公司由“以工程技术服务为主”向“以工程总承包服务为主”的业务转型已经基本完成，估计下一阶段将进入深化期，施工、采购环节将持续改善，毛利率将逐步企稳回升；公司股权激励计划草案已经公布，行权价高于目前股价，显示管理层对公司发展的信心。

➤ 由原国家轻工业局直属的八大设计院整合而来，是我国最大的轻工业工程公司

公司的前身是成立于 1953 年的中国轻工业上海设计院，在整合原国家轻工业局直属的另外七大设计院基础上成立。目前公司和海诚总院（中国海诚国际工程投资总院）、中轻对外（中国轻工业对外经济技术合作公司）同属于轻工集团（中国轻工集团公司）。

公司是目前我国最大的提供轻工行业设计、咨询、监理等工程技术服务和工程总承包服务的综合性工程企业。公司在国内大中型轻工业工程建设项目中的市场占有率一直在 80% 左右，处于主导地位。凭借北京、西安、成都、武汉、长沙、广州、南宁等七个主要子公司，公司市场区域基本覆盖全国。

目前，公司的竞争主要来自于轻工行业的地方设计院，如“上海轻工业工程设计院”、“天津市轻工业设计院”、“浙江省轻纺设计院”等，全国范围内的竞争对手基本没有。

➤ 业务基本涵盖轻工业各个领域，抗周期性强，将长期受益于“扩大消费”政策

公司业务领域广泛，基本涵盖造纸、饮料、乳品、制药、塑料制品、制糖制盐等轻工业的各个方面，且市场化程度高，公司抵抗单一领域景气波动风险能力强。

同时，公司主要服务领域正处于提升国内消费需求（内需）、消费升级、产业升级、产业转移等经济拉动的政策范围，未来投资需求和业务开拓仍有较大的提升空间。今后几年，公司将显著受益于“扩大消费”“消费升级”等国家政策。

➤ 由“以工程技术服务为主”向“以工程总承包服务为主”的业务转型已经基本完成，施工、采购环节仍有较大改善空间，届时毛利率将有较大幅度提升

上市以来，公司向“工程总承包”的业务转型非常明显。公司设计咨询监理和工程总承包的营业收入比例已经由 2006 年的 3.2:1 转变为 2010 年的 0.4:1，以设计为主导的工程总承包业务转型已经基本完成。

但是，由于总承包业务尚处于起步阶段，公司在施工、采购环节仍有较大改善空间。施工方面：上市之前公司没有自己的施工团队，施工业务全部外包；上市之后，公司于 2007 年成立中国轻工建设工程有限公司，才开始自己做一部分施工；但是，目前公司施工能力远远不足，大部分施工业务仍然需要外包出去。采购环节：公司还不具有设备采购的定价权，目前主要还是业主指定采购。

同时，由于目前公司对总承包项目风险控制较严格、转型初期人才培养、机构设置成本较高，导致总承包项目毛利率较低，从而导致公司总体毛利率呈下降趋势。

目前，公司正在采取措施改善施工、采购环节。我们预计：随着总承包经验积累以及施工、采购环节的改善，公司毛利率将逐步企稳回升。

➤ 我们预计，截至目前公司今年新签合同 70 亿元左右。根据行业惯例及公司经营历史，设计合同较大部分将转化为总承包合同，预计公司总承包订单长期充足

2010 年公司新签合同额 60 亿元，较 2009 年翻了一番。我们预计，截至目前公司今年新签合同额在 70 亿元左右，订单依然充足。

强烈推荐

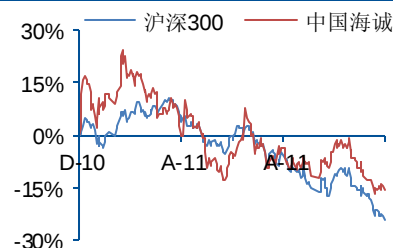
首次

目标价： —

交易数据 (2011-12-27)

收盘价 (元)	16.55
近 12 个月最高/最低	24.67/16.10
总股本 (百万股)	114.00
流通股本 (百万股)	110.65
流通股比例 (%)	97.06
总市值 (亿元)	18.87
流通市值 (亿元)	18.31

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王小勇

执业证书编号：S0100511060001

电话：(86755)22662099

Email: wangxiaoyong@mszq.com

联系人：徐卫彬

电话：(86755)22662080

相关研究

同时,根据轻工行业惯例以及公司经营历史,设计合同将有较大一部分转化为总承包合同。设计费用一般占到总承包合同额的 3%左右,公司 2011 年上半年、2010 年设计收入分别为 3.9 亿元、6.2 亿元,因此,我们判断,未来公司总承包合同将保持持续较快增长。

➤ 股票期权激励计划(草案)公布,行权价高于目前股价,显示管理层信心

根据草案,激励对象包括公司董事、高级管理人员以及其他人员共计 154 人,股票期权为 399 万份,对应的标的股票数量为 399 万股,占当前公司总股本 11400 万股的 3.5%;行权价为 18.21 元,高于当前公司股价,行权条件为:行权当年前 3 年净利润复合增长率不低于 20%,行权前一年度加权平均净资产收益率不低于 14%,显示管理层对公司未来发展的信心。

值得关注的是,公司股权激励计划所涉及股票占公司总股本的比例较高,达到 3.5%。

➤ 首次给予公司强烈推荐投资评级

预计公司 2011 年-2013 年营业收入分别为 42 亿元、54 亿元、67 亿元,同比分别增长 53%、28%、24%;归属上市公司母公司净利润分别为 0.92 亿元、1.16 亿元、1.49 亿元,同比增长 42%、26%、28%;实现基本每股收益分别为 0.81 元、1.02 元、1.31 元。首次给予公司强烈推荐投资评级。

➤ 风险提示

市场系统性风险,业绩低于预测的风险,工程总承包业务能力提升低于预期的风险。

表 1: 盈利预测简表

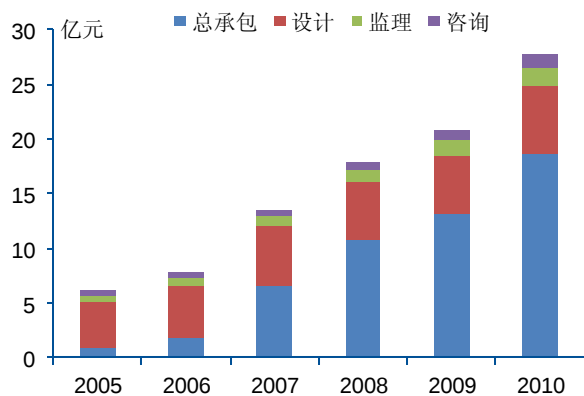
单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2097	2739	4197	5362	6654
营业成本	1827	2412	3756	4816	5976
营业税金及附加	63	71	101	129	160
营业费用	5	6	6	8	10
管理费用	135	159	168	214	266
财务费用	(5)	(6)	40	36	38
资产减值损失	0	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	72	91	127	160	205
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	73	92	127	161	206
所得税	1	17	22	27	35
净利润	72	74	106	133	171
少数股东损益	10	10	14	17	22
归属于母公司净利润	62	65	92	116	149
EPS (元)	0.54	0.57	0.81	1.02	1.31

资料来源:公司公告,民生证券研究所

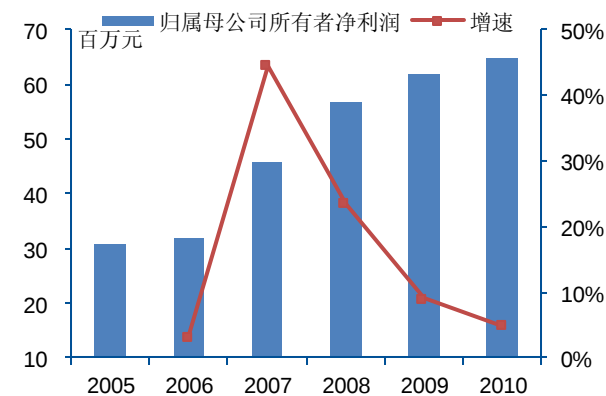
表 2: 目前公司工程服务的主要领域

行业	主要服务领域	主要客户	市场地位
食品饮料	白酒、啤酒、黄酒、葡萄酒、软饮料、乳品、方便面等生产线	光明乳业、娃哈哈、农夫山泉、百事可乐、可口可乐、喜力、燕京、百威、古越龙山、雀巢、日清、惠氏等	
造纸	国际国内最大最先进的制浆造纸企业的工程设计	APP、金光、王子纸业	在国内大厂及外资企业全厂设计领域基本上处于垄断地位，目前在公司业务中占比达 25~30%
烟草	卷烟厂	兰州、南京、宁波、南昌等卷烟厂	在 80 年代计划经济时代之前基本上处于垄断地位，90 年代后市场份额有所降低，目前正逐步拾回原来市场份额。
家电设备机械制造	电视、汽配等生产线	海尔、大金、日立等	
精细化工	感光材料、医药、化工等生产线	柯达、拜耳、3M、巴斯夫	
民用项目	住宅、商业、超市等工民建项目		承接上海迪斯尼加勒比海盗、能源中心的深化设计项目

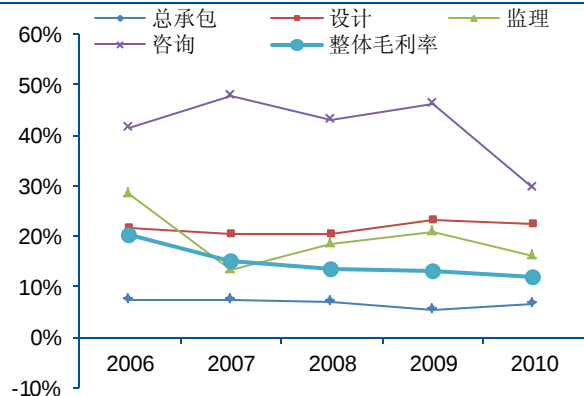
资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 1: 公司以工程总承包为主业务转型已经基本完成


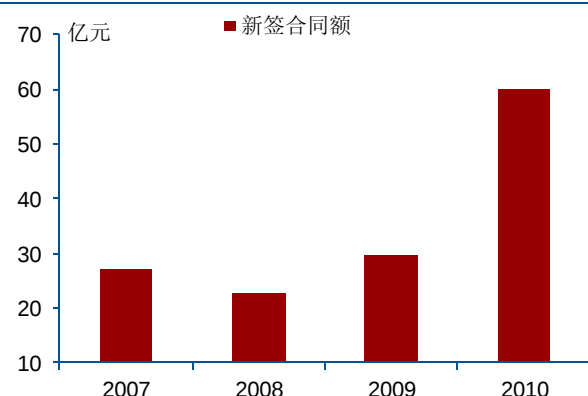
资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 2: 公司归属母公司所有者净利润增速接近历史最低点


资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

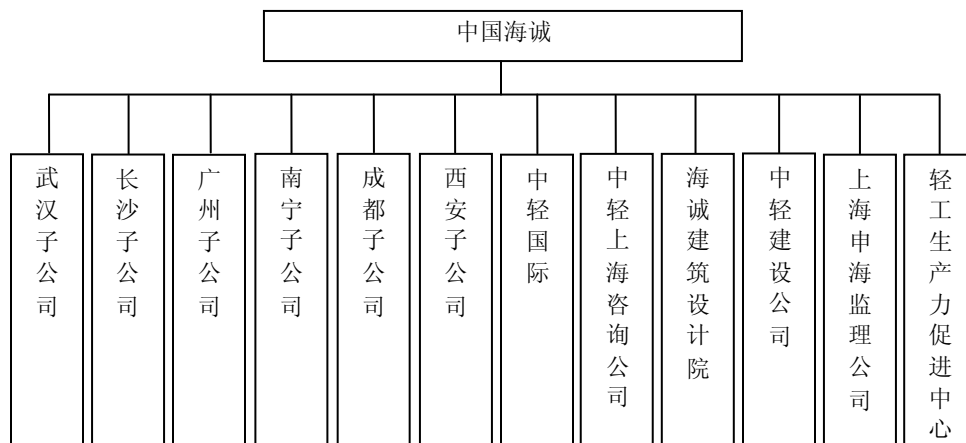
图 3: 近年来公司总体毛利率持续下降


资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 4: 2010 年公司新签合同额大幅度提升


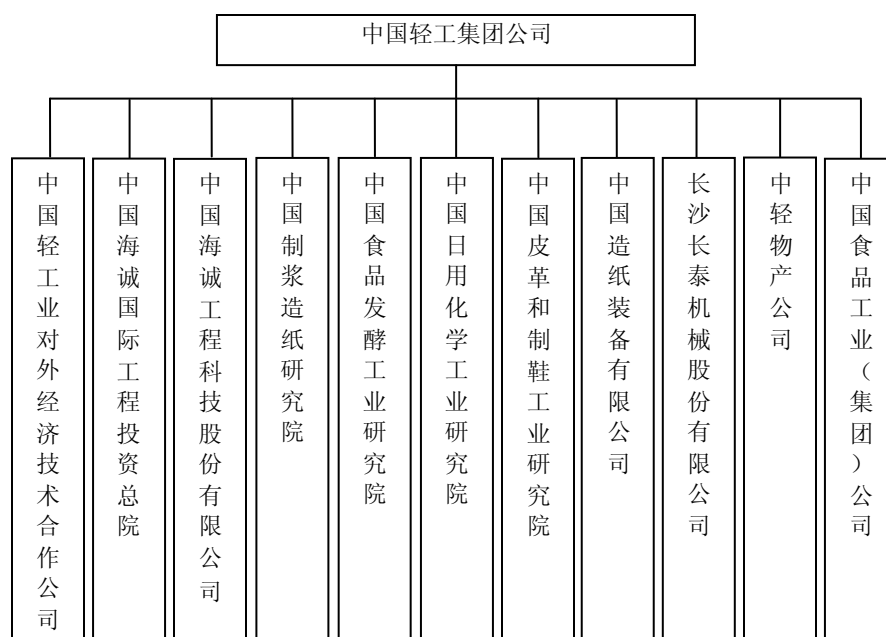
资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 5: 公司主要子公司



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

图 6: 中国轻工集团公司主要子公司



资料来源: 中国轻工集团公司网站, 民生证券研究所整理

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (亿元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,739	4,197	5,362	6,654
减：营业成本	2,412	3,756	4,816	5,976
营业税金及附加	71	101	129	160
销售费用	6	6	8	10
管理费用	159	168	214	266
财务费用	(6)	40	36	38
资产减值损失	6	0	0	0
加：投资收益	1	1	1	1
二、营业利润	91	127	160	205
加：营业外收支净额	1	1	0	0
三、利润总额	92	127	161	206
减：所得税费用	17	22	27	35
四、净利润	65	92	116	149
归属于母公司的利润	65	92	116	149
五、基本每股收益 (元)	0.57	0.81	1.02	1.31

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	62.8	36.9	31.2	25.1
成长能力:				
营业收入同比	30.6%	53.2%	27.7%	24.1%
营业利润同比	26.9%	39.6%	26.2%	28.1%
净利润同比	5.0%	42.3%	26.1%	28.0%
营运能力:				
应收账款周转率	26.4	26.3	25.7	25.4
存货周转率	18.9	27.2	28.1	27.7
总资产周转率	1.4	1.8	2.0	2.1
盈利能力与收益质量:				
毛利率	11.9%	10.5%	10.2%	10.2%
净利率	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%
总资产净利率 ROA	3.3%	4.0%	4.2%	4.7%
净资产收益率 ROE	13.3%	16.6%	18.1%	19.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
资产负债率	72.8%	73.7%	73.9%	73.4%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.81	1.02	1.31
每股经营现金流量	2.67	-6.41	0.81	1.11
每股净资产	4.27	4.87	5.64	6.62

资料来源：公司公告，民生证券研究所

资产负债表

项目 (亿元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	963	900	900	900
应收票据	29	63	80	100
应收账款	136	183	234	290
预付账款	481	676	867	1076
其他应收款	57	118	150	186
存货	126	150	193	239
其他流动资产	481	676	867	1076
流动资产合计	1,791	2,090	2,424	2,791
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	104	193	278	361
在建工程	0	0	0	0
无形资产	22	20	18	16
其他非流动资产	14	8	10	12
非流动资产合计	151	231	317	399
资产总计	1,942	2,321	2,740	3,190
短期借款	10	826	892	935
应付票据	0	0	0	0
应付账款	301	469	602	747
预收账款	976	222	284	353
其他应付款	126	193	246	306
应交税费	51	78	99	123
其他流动负债	126	193	246	306
流动负债合计	1,413	1,709	2,024	2,340
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	1,414	1,710	2,025	2,341
股本	114	114	114	114
资本公积	203	203	203	203
留存收益	169	238	326	437
少数股东权益	42	55	72	94
所有者权益合计	486	555	643	754
负债和股东权益合计	1,942	2,321	2,740	3,190

现金流量表

项目 (亿元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	305	(730)	92	126
投资活动现金流量	(29)	(86)	(95)	(95)
筹资活动现金流量	(32)	753	3	(31)
现金及等价物净增加	244	(63)	0	0

分析师与联系人简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4年相关行业工作经验、4年证券行业从业经验。2011年2月加盟民生证券，主要研究建筑工程及建材行业。2010年卖方分析师金牛奖建筑建材行业第三名、水晶球建筑工程行业第三名、并以建筑工程行业第四名入围新财富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	18616023421	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。