



鸿路钢构 (002541.sz)

新一轮产能扩张驱动公司加速增长

王飞 分析师

电话: 020-87555888-8638

eMail: wf2@gf.com.cn

执业编号: S0260511020004

第一轮产能扩张的收入拉动效应减弱

公司经过 2007-2009 年第一轮产能扩张，三年三台阶，“奔跑进入”钢结构一流生产企业阵营，驱动收入、盈利大幅增长：2007-2010 年净利复合增速高达 63%。但不可否认第一轮产能释放对收入的拉动效应已经开始减弱，并且由于已经形成的较高基数，使得公司 11 年单季度业绩呈现逐季下滑态势。

2011—2012：“整固年”向“经营提升年”的转变

我们将公司的 2011 年定义为“新一轮扩张年”、“整固年”，上市和新一轮产能扩张开启对公司产品质量、生产管理和内控体系提出了更高的要求，经营销售并非公司的根本任务。而随着新一轮扩张产能的投放，我们判断 2012 年将成为公司的“经营提升年”，收入、盈利有望加速增长。

市场对于钢结构行业、进而蔓延至企业层面的担忧可能过度

市场对于投资放缓可能带来的钢结构行业发展的担忧，进而蔓延至企业层面，而从我们掌握的情况来看似乎是过于多虑，同时市场的趋势性下跌加剧了这种担忧，而且，相关上市公司的经营数据放缓好似又在佐证这种疑虑，我们以对鸿路钢构的分析为例试图扭转这一看法。一旦公司 2012 年一季度的业绩增长不降反升，其估值水平将随着之前担忧的消除而展开修复。

盈利预测与投资建议：估值水平有望修复，买入

预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 1.58 元、2.25 元和 2.99 元，考虑到公司历史良好的成长性和新一轮产能投放带来的加速增长预期，给予公司“买入”评级，目标 40 元，对应 2012 年 18 倍 PE。

风险提示

投资超预期下降带来钢结构需求大幅下滑，钢材价格大幅波动影响短期业绩等。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1613.03	2625.71	3460.44	4795.08	6361.51
增长率(%)	45.53%	62.78%	31.79%	38.57%	32.67%
EBITDA(百万元)	163.01	282.04	334.58	482.52	636.36
净利润(百万元)	81.26	161.39	211.58	300.95	400.91
增长率(%)	74.01%	98.61%	31.10%	42.24%	33.22%
每股收益(元)	0.81	1.61	1.58	2.25	2.99
市盈率	0.00	0.00	19.01	13.36	10.03
市净率	0.00	0.00	1.98	1.72	1.47
EV/EBITDA	2.66	1.61	10.23	6.91	4.71

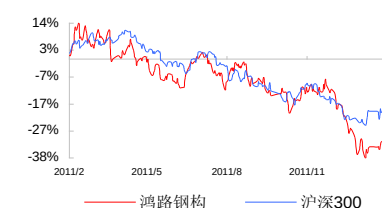
数据来源:安徽鸿路钢结构(集团)股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	28.35 元
合理价值	40.00 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	8.62	-19.82	-29.57
沪深 300	10.37	-7.31	-17.84

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	134/34
主要股东:	商晓波
主要股东持股比例	52.91%
流通 A 股比例	25.37%

财务比率

ROE	37.07%
ROA	7.60%
资产负债率	82.21%

2010 年报数据

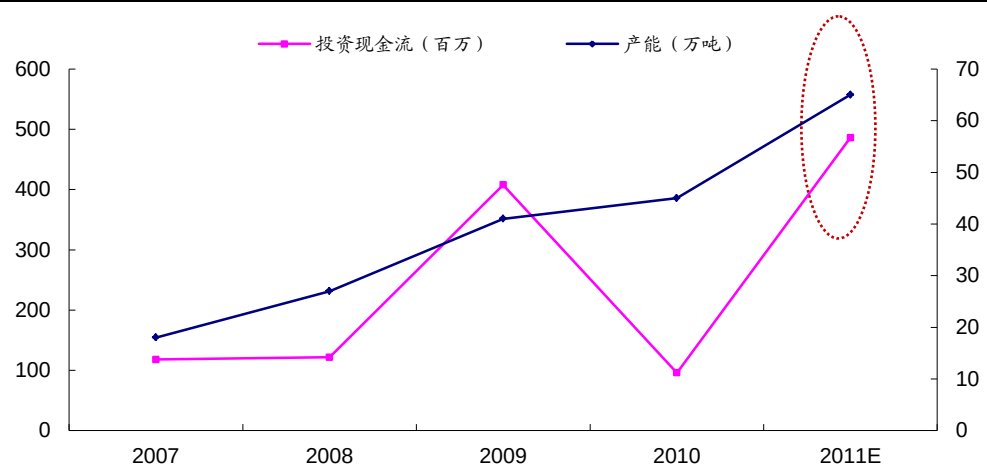
回顾：产能快速扩张驱动收入、盈利大幅增长

2007-2009年第一轮产能扩张：三年三台阶，“奔跑进入”钢结构一流生产企业阵营

相对成立于1999年的精工钢构、1994年的杭萧钢构和2001年的东南网架已上市三家钢结构企业，公司进入钢结构业务领域的时间较短，但公司依靠自身独特的经验模式和竞争优势实现了快速成长，尤其是自2007年以来，三年三台阶，通过迅速扩大产能“奔跑进入”钢结构一流生产企业阵营。

2007-2009年公司的投资现金流分别达到了1.18亿元、1.2亿元和4.08亿元，对应的设计产能则达到了18万吨、27万吨和41万吨，2007-2009年产能的复合增速高达39%，从而实现了公司自成立以来的第一轮产能扩张。

图1：2007-2009年公司产能经历第一轮扩张，2011年开始第二轮扩张

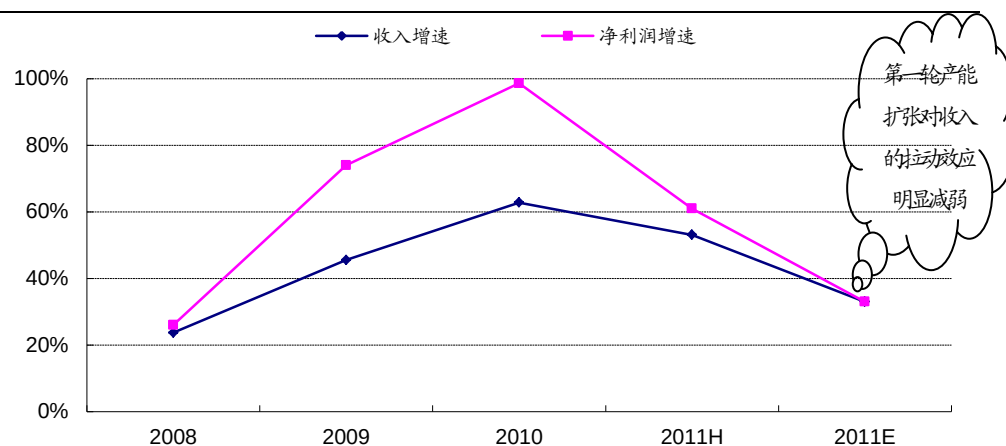


数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

产能快速扩张驱动收入、盈利大幅增长：2007-2010年净利复合增速63%

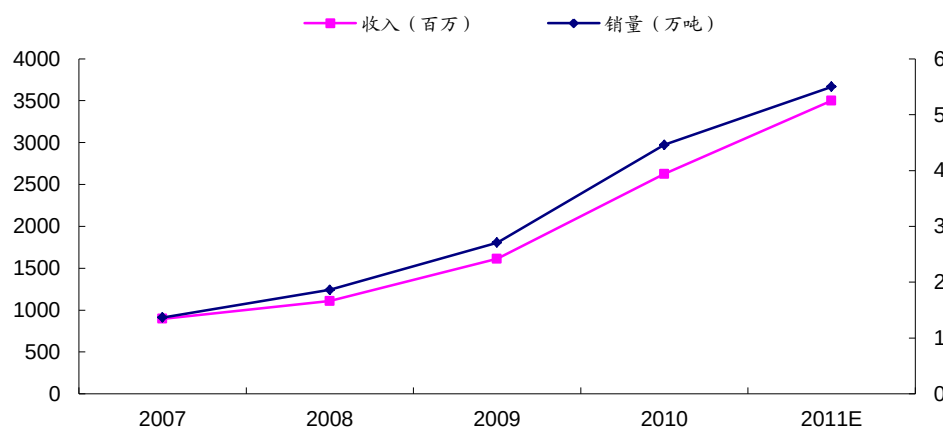
公司目前主营业务主要包括钢结构、围护产品和其他类等三项业务，从过去五年的经营数据来看，通过不断新建产能实现了跨越式发展。公司2007至2010年营业收入复合增长率43%，净利润复合增速为63.4%。其中2009-2011上半年的营业收入增长率为45.5%、62.8%、53%，净利润增长74%、98.6%、60.95%，均为行业最高。

图2：鸿路钢构2008-2011年中期收入与净利润增速



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图3：鸿路钢构2007-2011E年收入水平与钢结构销量



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

2011：整固年、新一轮扩张启动

市场对于公司上市后第一年的业绩表现存在某些困惑，单季业绩增速的不断放缓引发了对公司后续持续性增长的担忧，我们有必要对此作出解释，理解公司这种成长过程中的暂时“停歇”（但实际增长仍旧显著，只是增速放缓），有助于我们对公司2012年甚至更长时间内的业绩增长作出预判。

第一轮产能扩张对收入的拉动效应明显减弱，11年单季度增速逐步放缓

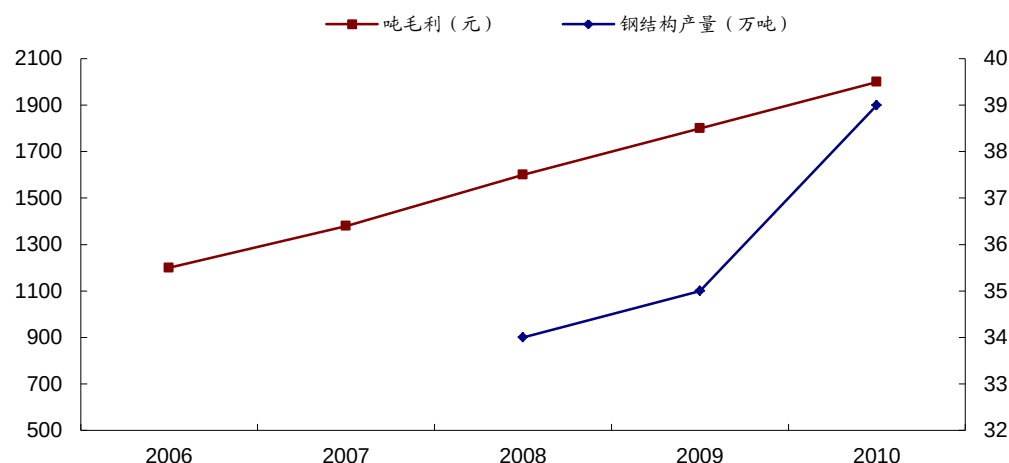
我们此前曾探讨过相对精工钢构等钢结构工程公司，鸿路钢构专注于制造的经营模式特点。对此，我们认为不必过于纠结于发展模式上的差异，不同模式的选择代表了不同公司发展理念的不同，对其我们只需尊重企业家的选择即可，我们无法绝对量化经营模式不同对于企业成长性的决定作用，那么我们只需回归一点：决定公司估值和股价的

仍是公司的成长性和业绩水平。

但显而易见，对于不同经营模式的钢结构企业，公司增长的驱动因素是不同的。专注钢结构生产制造的鸿路钢构纯粹依赖于产能释放的推动，而向集成服务商迈进的精工钢构一直追求产品附加值——工程服务价格提高所带来的价值提升。

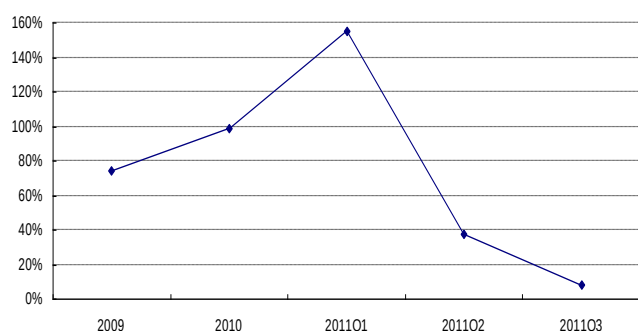
所以，对于鸿路钢构增长的判断需要看其产能投放情况。公司在经过2007-2009年第一轮产能扩张之后，出于产能消化和上市工作安排的考虑，2010年暂缓扩张步伐，我们可以看到公司2010年投资现金支出仅为9600万，相比2009年的4.08亿大幅下降。相对于产能建设，公司收入大约滞后一年开始反映，2010年公司收入大增63%，2011年前三季度又增长54%。但考虑到第一轮产能释放对收入的拉动效应已经开始减弱和过去较高的基数，我们认为公司2011年四季度的收入同比增速将大幅下降，从而带动盈利下滑。

图4：工程服务价值——吨毛利提升是精工钢构业绩增长的核心驱动因素



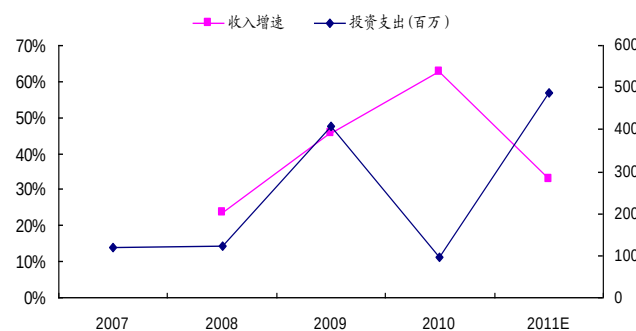
数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图5：鸿路钢构2011年单季度盈利同比增速逐渐放缓



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图6：公司收入增长滞后产能约1年



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

借助上市新一轮产能扩张启动，播下业绩快速增长的种子

公司2011年1月成功发行上市，共募集资金13.94亿元，超募9.96亿元，资本实力得以强劲补充，为产能的第二轮扩张提供了充分的资金支持。

从实际情况来看，公司2011年前三季度投资现金支出2.8亿，我们预计全年将近5

亿，支撑约25万吨钢结构产能的投放，为公司播下2012年及以后年度业绩快速增长的种子。

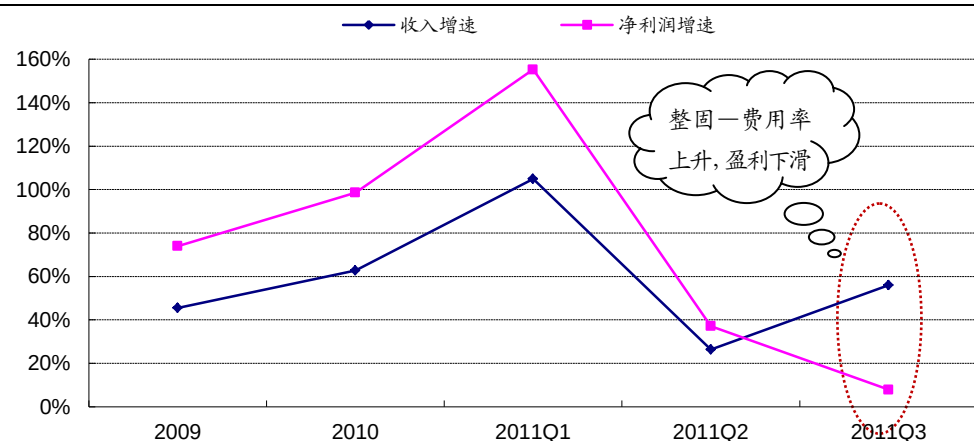
整固与梳理：新一轮产能扩张释放前的基础夯实

对比2011年单季度的收入与盈利增速来看，在前两个季度里收入与盈利保持了大致同步的增速，但在第三个季度净利增速远远落后收入增长，公司的费用率在上升、盈利能力在下降。我们认为，这恰恰是公司在上市后第一年里为新一轮扩张布局“整固”的体现——上市显然为公司整个组织架构和管理体系提出了更高的要求。

我们将公司的2011年定义为“新一轮扩张年”、“整固年”，公司在“整理与巩固”的具体体现有：1）在产品质量方面，通过提高焊工工艺水平等措施保证公司后续产能持续扩张下的产品质量；2）完善生产管理体系和考核体系，应对公司规模化发展；3）优化和完善内部控制体系等。

公司上述针对公司内部管理和绩效提升的措施不可避免的发生成本，也在一定程度上降低了主动市场开发的力度。此外，公司为新产能投放也招聘了大量工人，在产能还未充分释放贡献前已经支出了部分成本，这也是造成公司三季度盈利下降的原因之一。

图7：鸿路钢构2011年单季度收入与盈利增速比较，三季度盈利能力显著下滑



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

2012：整固后的再起飞

从过往的数据和经验看，公司的收入和产能保持着严密的同步性，产品结构调整所带来的盈利提升一方面是公司过去业绩增长的驱动力之一，但根本因素仍在于产能投放对于收入的拉动效应。

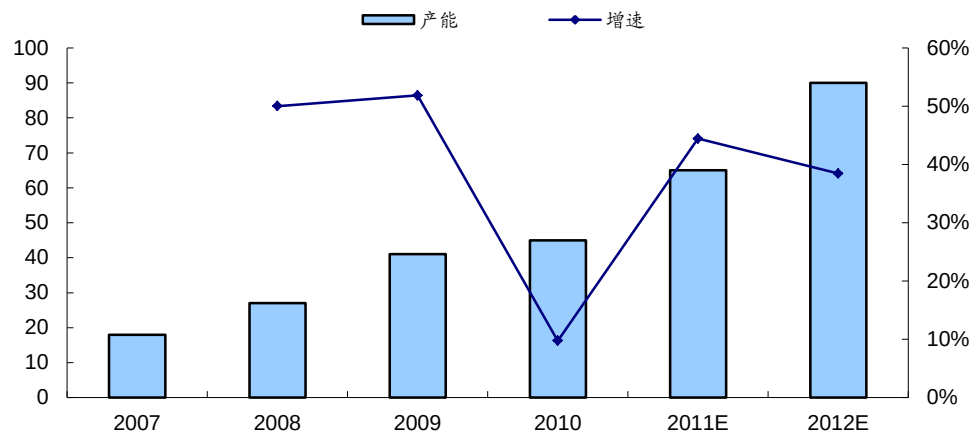
公司在2011年一边加强内部管理体系和控制体系的优化以适应新一轮加速发展，一边利用上市募集的大量资金开始兴建产能，我们预计2011年全年投资将近5亿元，高出2009年的4亿，支撑约25万吨钢结构产能的投放，2012年应该定义公司的“再起飞年”。

我们预计公司2011年底产能将达到65万吨，2012年进一步提升至90万吨，分别同比增长44%和38%，以公司2011年产能计算的公司市场占有率仅为2.3%。

但市场对于钢结构企业的短期业绩增长依旧充满担忧，城市化与消费升级、产业升级与转移是驱动行业长期发展的两大因素，短期来看似乎这两大因素皆面临挑战，由此引发对公司产能扩张能否消化的担心，我们在下面的“行业思考”部分对这一问题表达了我们的观点。

我们的结论是：公司新增产能的投放显然不是一个值得担心的问题，回顾公司2009、2010年的高增长即可作出这样判断，况且，新增几十万吨的产能相对于一个接近3000万吨的行业需求量是微乎其微的。

图8：公司产能水平与增速



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

行业层面的再思考

行业前景是否值得担忧？对行业增速的担忧是否影响对公司成长/价值的判断？

1、钢结构行业长期发展空间依旧广阔

钢结构行业的发展前景值得担忧吗？从城市化与消费升级、产业升级与转移两大行业长期发展的驱动因素来看，钢结构行业仍旧面临广阔的发展前景。尽管在过去一段时间我国的钢结构行业发展取得了巨大的进步，但与发达国家相比，我国的钢结构使用量还很低，发展差距仍然巨大。2008年，我国钢结构产量为2180万吨，占粗钢产量的4.38%。发达国家钢结构产量占粗钢的比例基本都在10%以上，建筑钢结构占建筑总用钢量比例已达到30%以上，尤其美国和日本的建筑钢结构占建筑总用钢量比重已分别达到65%和50%。

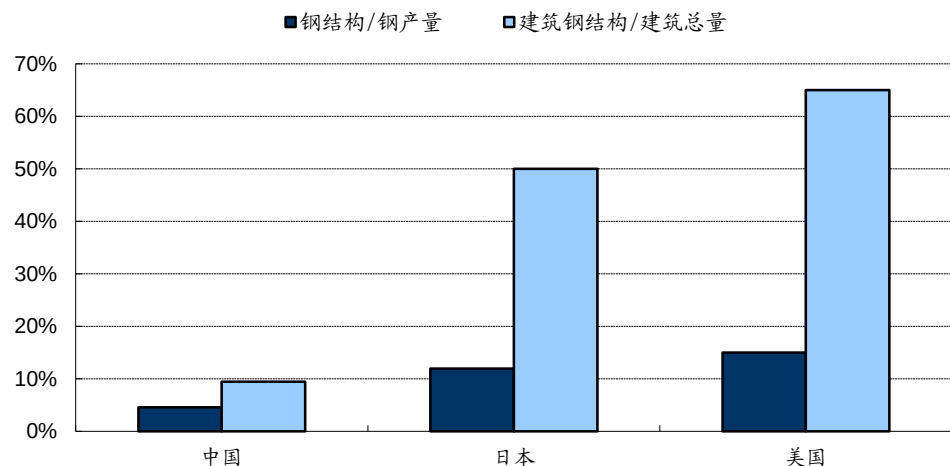
2、钢结构行业短期不会负增长

市场普遍对于钢结构企业短期业绩表示担忧，我们认为这种担忧可能主要还是来自钢结构行业发展的两大因素皆面临着短期的挑战。但钢结构行业短期（如2012年）会呈现负增长吗？我们认为不会。一个主要的理由在于中国经济仍有望保持8%以上的高增长，以过去投资对GDP的贡献度来看，投资仍将保持15%以上增速。因此，即使由投资

带动的钢结构需求增速有所放缓，但我们认为行业在宏观经济风险较大的短期也不会呈现负增长，以钢结构目前庞大的基数，即使小幅的增长也将带来可观的增量。

此外，与美国和日本等发达国家对比，无论是“钢结构/钢产量”还是“建筑钢结构/建筑总量”都存在较大差距，即使过去在过去10年的城市化进程中钢结构行业已经获得了较大发展，但钢结构建筑对于传统混凝土建筑的取代仍有巨大空间。

图9：中国钢结构发展水平有较大差距，钢结构对传统混凝土建筑取代仍有空间



数据来源：广发证券发展研究中心

3、历史证据显示钢结构优质企业业绩增速远远高于市场增速，微观企业和行业波动的相关性很低

而从历史数据来看，优质钢结构企业的业绩增速远远高于行业增速，事实是微观企业增长与行业波动的相关性非常低。

2004-2010年中国钢结构产量的复合增速是12%，2008年和2009年增速分别为9%和5.5%，属于较低水平，但在行业个位数增长的时候鸿路钢构和精工钢构依旧可以取得高增长，那么现在因对地产和工业投资放缓的担忧，进而蔓延至对钢结构行业增速的担忧，但如果承认钢结构行业仍可实现正增长（甚至略有下滑），那么由此作出钢结构企业已经受此影响的判断显然是不成立的，除非行业呈现大幅下滑态势，但这种情况从侧面也反映了投资增速的问题，进而对经济增长产生重大影响，至少目前阶段是管理层所不希望的。

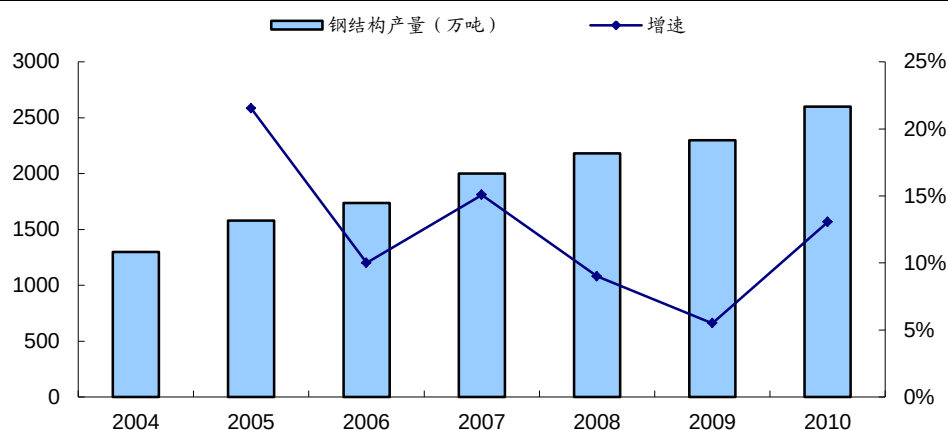
我们对于公司这种更多依赖自身并非行业的成长性的解释为：行业低集中度、跨区域经营拓展没有障碍和已经形成的相对有序的竞争格局。低集中度是建筑工程行业的显著共有特征，但与普通工程施工企业因地方保护主义所造成的市场分割而无法实现真正意义上的跨区域经营不同，钢结构企业不会面临这一障碍，一个根本原因是绝大部分钢结构企业都是民营企业，而地方普遍存在的国有工程施工企业对本地区的业务垄断性则相当强，上海地区即是一个典型的例子。

因此，单个钢结构企业面对的是全国性市场（产品没有明显的销售半径概念），而非某一狭窄的区域市场，钢结构企业完全可以凭借自身的竞争优势实现超越行业的增速，而行业集中度不断提升的潜力也为龙头企业的成长打开空间。

所以，在钢结构行业没有面临如地产行业调控所制造的行业压力时，我们认为对行

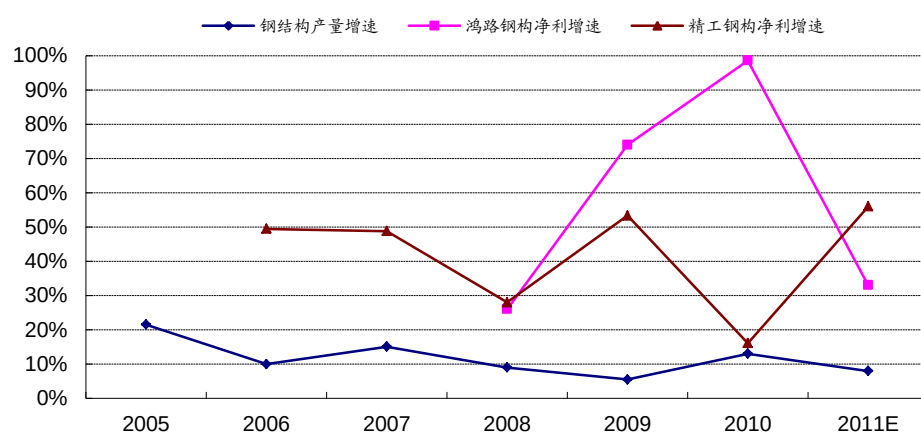
业前景过度悲观没有必要。而从近期我们和相关上市公司的频繁交流情况来看，上市公司均表示没有明显感受到来自行业层面的压力，他们反而表示，即使行业层面面临严峻挑战，对于优势企业反而是更好的发展机会，因为龙头企业的资金实力和抗风险能力显著优于小型钢结构企业，市场的优胜劣汰机制通过不断淘汰劣质企业而给龙头企业留出更大发展空间。

图10：2004-2010年中国钢结构产量及增速



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图11：钢结构行业、鸿路钢构和精工钢构增速比较



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

4、2008年的情景回顾：钢价的波动对钢结构短期盈利影响更大，但不会持续

2008年底的全球金融危机曾经给钢结构企业带来严峻的短期挑战，但这种挑战主要源于钢价的巨幅波动而非需求问题。2008年钢材价格上半年大幅上涨40%，而后又在短短5个月时间里下跌45%以上，钢价在一个年度周期内如此巨幅波动是极为罕见的，而已承接合同由于无法针对钢价的调整，导致公司的收入和盈利在短期也发生较大波动。但这种影响仅限于短期，不会持续，从一个较长周期来看，公司完全可以平滑这种影响。

在建筑行业内，钢结构企业享受相对高估值的理由

我们也想就钢结构企业的估值问题做一探讨，我们认为优质钢结构企业相对普通建筑施工企业享受一定的高估值是完全合理的，虽然市场总是从“简单制造业”、“重资产”方面认为公司成长性有限而不愿给予高估值，但我们认为从行业和公司的关系来看，除了“资产属性”上的较大差异，钢结构行业是类似装饰行业的，因此钢结构企业相比装饰企业有一定的估值折价，同时相比其他普通建筑施工企业享受一定的估值溢价都是合理的（下面的理由阐述均相对普通施工企业而言）：

1、钢结构不存在跨区域经营拓展障碍，因而具有更好成长预期

关于这一点，我们前面已经解释：与普通工程施工企业因地方保护主义所造成的市场分割而无法实现真正意义上的跨区域经营不同，单个钢结构企业面对的是全国性市场（产品没有明显的销售半径概念），而非某一狭窄的区域市场，钢结构企业完全可以凭借自身的竞争优势实现超越行业的增速，而行业集中度不断提升的潜力也为龙头企业的成长打开空间。

2、相对标准化产品、技术壁垒、可复制性构建行业集中度提升逻辑，为龙头企业成长打开空间

我们提到：低集中度是建筑工程行业的显著共有特征，但总体来看，我们认为某些建筑产业链细分领域如钢结构存在行业高集中度形成的潜质，也就是在某一细分领域较易形成市占率较高的行业龙头，我们的理由主要来自以下几点：

1）建筑工程行业经历了足够的时间演变，专业性的分工合理存在，工程总承包企业并非涵盖施工产业链的各个环节（设计—地基—土建施工（钢结构、幕墙）—装饰），除工程施工环节具有普遍性外，其他环节具有相对专业化特征；

2）专业化特征相对更易形成技术和品牌的壁垒，此外建筑产业链细分领域发展初始可能被较少关注，进入者相对较少，因此先进入者容易形成先发优势，这在一定程度上强化了后来者进入壁垒；

3）随着行业的发展和竞争格局的深化，客户对钢结构企业技术、工程业绩、资金、管理等综合实力要求越来越高，市场逐步向大型龙头建筑钢结构企业集中；

4）广泛意义上的施工环节具有鲜明的单体合同个性化特征，而非标准化产品，现场项目管理对于项目的进度控制和盈利实现至关重要。而产业链上的某些细分领域如钢结构具备“制造业（标准化）+现场施工（服务）”双重特征，现场工程项目管理职能弱化，业务流程的标准化程度大大提升，从而更易形成规模化的可复制性。

5）制造业型的优质钢结构企业最终可以形成规模化效应，进而在市场竞争中逐渐淘汰弱小企业。

3、钢结构住宅的发展潜力对钢结构企业估值也有一定程度的支撑作用

此外，我们认为，相比国外已经非常发达的钢结构住宅产业，国内几乎还是一篇空白，但多年来相关政策文件也一直在促进中国这一钢结构市场的发展，因此，关于国内钢结构住宅市场的发展预期一直存在，考虑到该市场一旦启动将带来超大量的钢结构需求，因此，钢结构住宅的潜在发展空间也为钢结构企业的估值起到一定程度的支撑作用。

4、历史数据显示钢结构企业的成长性和持续性更好

从过去的经营情况来看，优质钢结构企业确实证明了自身良好的成长性，精工钢构2005年至2010年净利的复合增速38%，鸿路钢构2007-2010年盈利的复合增速为63.4%，

这样的增长是远远高于行业平均10.5%的增速，相比装饰企业也毫不逊色。

盈利预测与投资建议：买入

市场对于投资放缓可能带来的钢结构行业发展的担忧，进而蔓延至企业层面，而从我们掌握的情况来看似乎是过于多虑，同时市场的趋势性下跌加剧了这种担忧，而且，相关上市公司的经营数据放缓好似又在佐证这种疑虑，我们以对鸿路钢构的分析为例试图扭转这一看法。一旦公司2012年一季度的业绩增长不降反升，其估值水平将随着之前担忧的消除而展开修复。

我们预计公司2011-2013年实现营业收入34.6亿元、47.95亿元、63.62亿元，同比分别增长31.8%、38.6%和32.7%，实现归属于母公司净利润2.12亿元、3.01亿元和4.01亿元，同比分别增长31.1%、42.2%和33.2%，每股收益分别为1.58元、2.25元和2.99元。考虑到公司历史良好的成长性和新一轮产能投放带来的加速增长预期，给予公司“买入”评级，目标40元，对应2012年18倍PE。

我们的盈利预测主要基于以下假设：

1、假设钢材价格走势平稳，在各种钢结构毛利率相对稳定假设下，单位钢结构件的售价保持稳定。

2、钢结构业务假设：

1) 预计公司钢结构产能2011-2013年可分别达到65万吨、85万吨和110万吨，进一步假设各类钢结构销售吨数后加总的钢结构销量分别为55.6万吨、77万吨和102万吨。

2) 假设设备钢结构毛利率维持在20.5%的水平，谨慎性考虑下调桥梁钢结构毛利率至15%的水平，建筑重钢毛利率维持在12.8%的相对较低水平，空间钢结构毛利率维持在历史较低的10%水平；预计随着轻钢结构产能利用率的提升，其毛利率将缓慢回升至6%水平。

3、围护产品与其他业务假设：

1) 收入方面，考虑到募投项目产能释放，假设2011年收入较2010年增长33.3%，2012年较前一年增长40%。

2) 毛利率方面，给予围护产品15%的不变假设，其他类业务给予13%的相对稳定假设。

表1：2009-2013年公司分项业务及综合毛利率预测

	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
设备钢结构	20.20%	19.61%	18.38%	20.50%	20.50%	20.50%
桥梁钢结构	18.62%	16.00%	16.00%	15.00%	15.00%	15.00%
建筑重钢结构	12.70%	12.56%	13.22%	12.80%	12.80%	12.80%
建筑轻钢结构	4.92%	6.06%	7.42%	6.00%	6.00%	6.00%
空间钢结构	11.67%	9.43%	9.23%	10.00%	10.00%	10.00%
围护产品	14.37%	17.44%	15.61%	15.00%	15.00%	15.00%

其他业务	14.33%	18.73%	21.99%	13.00%	13.00%	15.00%
综合毛利率	12.94%	13.17%	13.51%	13.10%	13.28%	13.33%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

风险提示

投资超预期下滑带来钢结构需求大幅下滑，钢材价格大幅波动影响短期业绩等。

资产负债表

单位：百万元

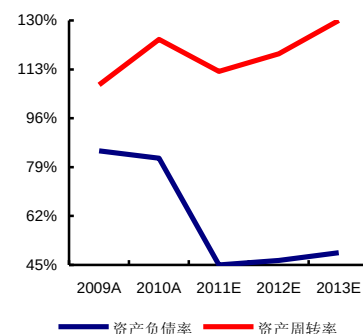
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,055	1,632	2,481	2,993	4,036
货币资金	206	443	772	861	1,194
应收及预付	280	366	473	696	923
存货	569	824	1,236	1,435	1,918
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	742	816	1,220	1,385	1,352
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	536	647	964	1,192	1,204
在建工程	92	57	90	32	-9
无形资产	108	106	165	161	156
其他长期资产	5	5	0	0	0
资产总计	1,797	2,448	3,701	4,378	5,388
流动负债	1,455	1,825	1,493	1,869	2,478
短期借款	585	666	0	0	0
应付及预收	871	1,104	1,493	1,869	2,478
其他流动负债	0	55	0	0	0
非流动负债	68	188	173	173	173
长期借款	55	175	173	173	173
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	13	0	0	0
负债合计	1,523	2,013	1,666	2,042	2,651
股本	100	100	134	134	134
资本公积	34	34	1,388	1,388	1,388
留存收益	140	302	513	814	1,215
归属母公司股东权益	274	435	2,036	2,337	2,737
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,797	2,448	3,701	4,378	5,388

利润表

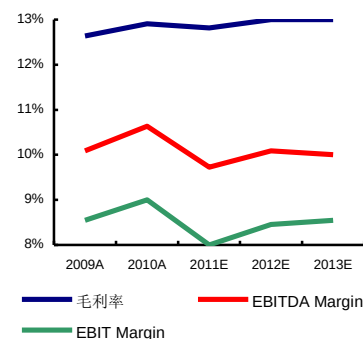
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1613	2626	3460	4795	6362
营业成本	1404	2280	3007	4158	5513
营业税金及附加	8	13	17	24	32
销售费用	25	38	64	86	115
管理费用	39	61	104	129	165
财务费用	38	47	21	33	43
资产减值损失	6	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	93	180	248	364	494
营业外收入	18	17	30	30	30
营业外支出	14	0	3	3	3
利润总额	97	196	275	391	521
所得税	15	35	63	90	120
净利润	81	161	212	301	401
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	81	161	212	301	401
EBITDA	163	282	335	483	636
EPS (元)	0.813	1.614	1.579	2.246	2.992

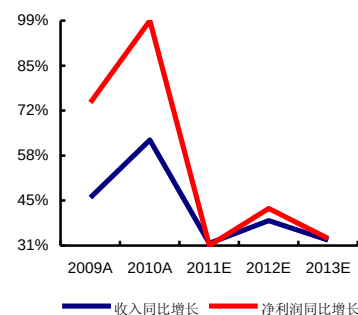
资产负债率趋势



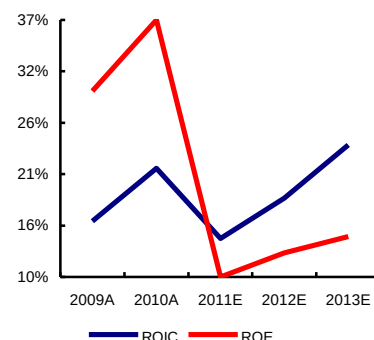
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

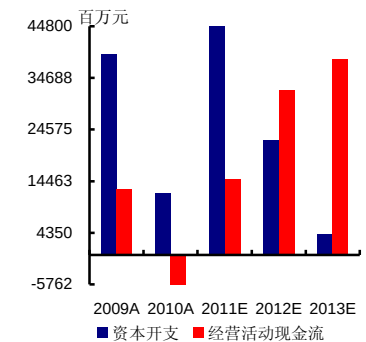
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	128	-58	147	322	383
净利润	81	161	212	301	401
折旧摊销	27	47	66	86	100
营运资金变动	-20	-316	-131	-47	-101
其它	39	50	1	-17	-17
投资活动现金流	-393	-120	-448	-224	-40
资本支出	-393	-121	-448	-224	-40
投资变动	0	1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	204	212	630	-10	-10
银行借款	752	861	-668	0	0
债券融资	-513	-605	-68	0	0
股权融资	0	0	1,389	0	0
其他	-35	-44	-23	-10	-10
现金净增加额	-61	35	330	89	333
期初现金余额	244	206	443	772	861
期末现金余额	182	241	772	861	1,194

主要财务比率

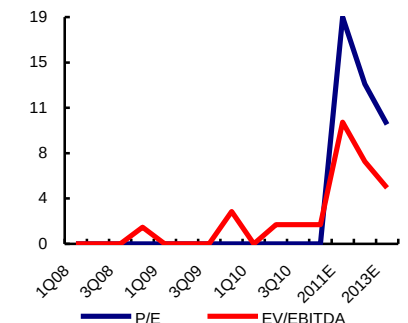
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	45.5%	62.8%	31.8%	38.6%	32.7%
营业利润	58.1%	94.7%	37.5%	46.8%	35.7%
归属于母公司净利润	74.0%	98.6%	31.1%	42.2%	33.2%
获利能力					
毛利率	12.9%	13.2%	13.1%	13.3%	13.3%
净利率	5.0%	6.1%	6.1%	6.3%	6.3%
ROE	29.7%	37.1%	10.4%	12.9%	14.6%
ROIC	16.2%	21.7%	14.4%	18.6%	24.1%
偿债能力					
资产负债率	84.8%	82.2%	45.0%	46.6%	49.2%
净负债比率	158.2%	104.0%	-29.4%	-29.5%	-37.3%
流动比率	0.72	0.89	1.66	1.60	1.63
速动比率	0.25	0.38	0.73	0.70	0.72
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.24	1.13	1.19	1.30
应收账款周转率	14.27	14.56	14.04	14.04	14.04
存货周转率	3.10	3.27	2.43	2.90	2.87
每股指标 (元)					
每股收益	0.81	1.61	1.58	2.25	2.99
每股经营现金流	1.28	-0.58	1.10	2.40	2.85
每股净资产	2.74	4.35	15.19	17.44	20.43
估值比率					
P/E	0.0	0.0	18.3	12.8	9.6
P/B	0.0	0.0	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	2.7	1.6	9.8	6.6	4.5

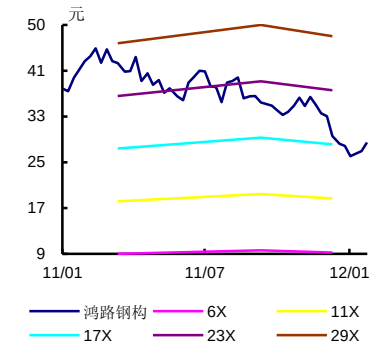
资本支出与经营活动现金流



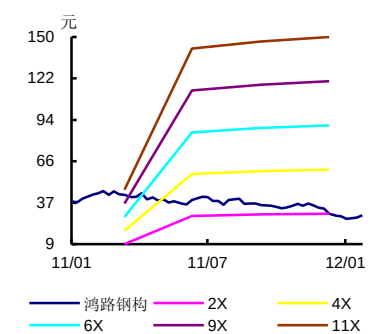
相对估值



PE BAND



PB BAND



王飞，分析师，华南师范大学经济学硕士，中南大学土木工程学士，2007 年进入广发证券发展研究中心从事建筑工程行业研究，联系方式：wf2@gf.com.cn，roy.wanggf@gmail.com，020-87555888-8638。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。