安信证券
ESSENCE SECURITIES

询价定价报告

公司新股分析/证券研究报告　　中泰桥梁(002659)

桥梁钢结构行业的佼佼者

建议询价区间:
9.10 － 12.20 元

上市首日定价区间:
12.20 － 15.20 元

报告日期: **2012-02-24**

报告关键点:

- 桥梁钢结构工程专业性强，具有一定的技术壁垒。
- 经验丰富的桥梁钢结构工程专业公司。
- 盈利能力强。
- 询价区间建议为9.1-12.2元。

报告摘要:

- **桥梁钢结构工程专业性强，具有一定的技术壁垒。**桥梁钢结构工程行业为联接钢结构制造业和桥梁工程建筑业的“两栖”行业，具备一定的技术壁垒和专业属性。公路、铁路等基础设施建设是推动包括桥梁钢结构工程在内的桥梁建设行业发展的重要动力，作为新型环保桥梁的主要形式，钢结构以抗震性能好、建设速度快、高强度、大跨度、经济可持续、施工方便、景观优美等特点，以及设计模块化、生产工业化、施工组装化等现代化产业的优势在大型桥梁工程中的应用越来越广泛。
- **经验丰富，品牌渐显。**作为国内桥梁钢结构工程承包领域的专业企业，公司在桥梁钢结构制造、运输、安装等方面具有丰富的实践经验，公司成立后，先后承担了上海卢浦大桥、润扬长江大桥、南京长江三桥、苏通长江大桥、上海长江大桥、上海闵浦大桥、泰州长江大桥、崇启长江大桥等多座大型跨江桥梁的钢结构工程，公司还将大跨径跨江桥梁钢结构工程技术经验应用至城市高架桥梁的建设中，从而参与到各地城市立体交通网的建设中，实现了公司桥梁钢结构工程业务及市场的有效拓展。
- **盈利能力强。**桥梁钢结构工程作为钢结构工程行业中技术复杂、施工难度大的细分工程领域，其盈利能力也处于较高水平。通过比较杭萧钢构、精工钢构、东南网架、鸿路钢构、光正钢构等主营建筑钢结构、空间钢结构等其他钢结构细分领域的国内上市公司，公司的桥梁钢结构工程毛利率较其他细分领域高约3-5 个百分点，盈利能力强于其他的钢结构工程。
- **盈利预测与估值。**我们预计2012-2014 年公司主营收入分别为10.95亿、12.89亿和14.84 亿元，CAGR23%; 2012-2014年EPS 分别为0.61元、0.86 元和0.99元。在目前的国内上市公司中，精工钢构、杭萧钢构、鸿路钢构、东南网架和光正钢构等与公司业务相类似，我们参考其来上市定价。考虑到公司未来业绩的成长速度，询价区间建议为2012年15-20倍PE，对应价格为9.1-12.2元。公司作为中小板的上市公司，募投项目投产后产能将近翻番，成长性确定，上市后相对同类公司可以给予一定的溢价，预计上市首日价格区间为12.2-15.5元。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险，存货跌价风险。

发行数据

总股本(万股)	11,650
发行数量(万股)	3,900
网下发行(万股)	780
网上发行(万股)	3,120
保荐机构	
发行日期	2012-03-02
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

江苏环宇投资发展有限公司	45.65%
江阴泽舟投资有限公司	13.48%
靖江市亚泰投资有限公司	9.45%
苏州吴中国发创业投资有限公司	6.00%
北京京鲁兴业投资有限公司	6.00%
海登技术服务(大连)有限公司	5.00%
南澳县江海船务代理有限公司	5.00%
江苏恒元房地产发展有限公司	4.42%
江苏华成华利创业投资有限公司	3.00%
钱业银	2.00%

李孔逸　**行业分析师**
0755-82558015　liky@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020034
傅真卿　**行业分析师**
021-68767632　fuzq@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511110002

财务和估值数据摘要

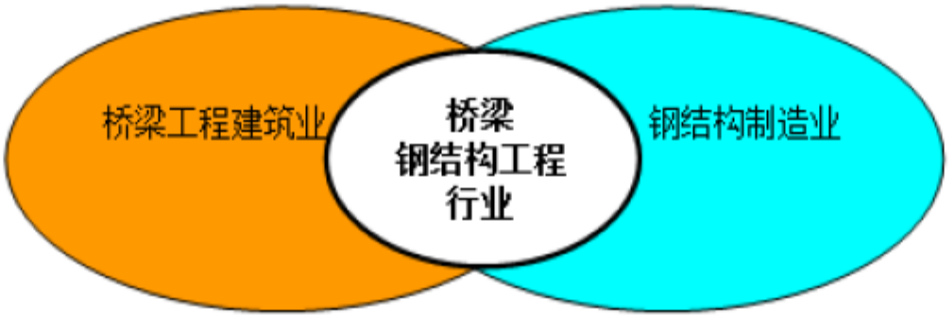
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	691.9	914.4	1,095.0	1,288.6	1,484.4
Growth(%)	*52.5%*	*32.1%*	*19.8%*	*17.7%*	*15.2%*
净利润	53.0	72.4	94.6	134.1	154.2
Growth(%)	*40.6%*	*36.7%*	*30.6%*	*41.8%*	*15.0%*
毛利率(%)	17.2%	16.5%	17.0%	17.2%	17.3%
净利润率(%)	7.7%	7.9%	8.6%	10.4%	10.4%
每股收益(元)	0.34	0.47	0.61	0.86	0.99
每股净资产(元)	2.17	2.61	5.02	5.81	6.72
净资产收益率(%)	22.3%	24.3%	12.3%	15.1%	15.0%
ROIC(%)	44.4%	65.7%	35.2%	28.3%	22.3%

1. 经验丰富的桥梁钢结构工程公司

1.1. 公司概况

中泰桥梁是业务范围包括桥梁钢结构的制作、运输、安装，以及相应的技术研究、工艺设计及技术服务，能够为客户提供包括板单元制造、组装焊接、节段拼装、涂装、梁段总装、梁段运输、桥位安装等在内的桥梁钢结构工程服务，并在大节段、高吨位桥梁节段的制造及运输、整桥立体预拼装、超大梁段总拼装等方面形成技术优势。桥梁钢结构工程行业为联接钢结构制造业和桥梁工程建筑业的“两栖”行业，具备一定的技术壁垒和专业属性。

图 1 中泰桥梁所处行业属性



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

作为国内桥梁钢结构工程承包领域的专业企业，公司在桥梁钢结构制造、运输、安装等方面具有丰富的实践经验，公司成立后，先后承担了上海卢浦大桥、润扬长江大桥、南京长江三桥、苏通长江大桥、上海长江大桥、上海闵浦大桥、泰州长江大桥、崇启长江大桥等多座大型跨江桥梁的钢结构工程，业务覆盖江苏、上海、浙江、安徽、湖北、湖南、江西、广东、福建、吉林、山西等多个省市。

作为苏通长江大桥参建单位，公司分别于 2010 年 3 月和 12 月荣获交通运输部公路交通优质工程一等奖和 2010-2011 年度中国建设工程鲁班奖（国家优质工程）。公司还将大跨径跨江桥梁钢结构工程技术经验应用至城市高架桥梁的建设中，从而参与到各地城市立体交通网的建设中，实现了公司桥梁钢结构工程业务及市场的有效拓展。

1.2. 控股股东背景

本次发行前，环宇投资持有公司 45.65%股权，为公司控股股东。环宇投资成立于 2005 年 6 月 15 日，法定代表人为陈禹，现注册资本为 2,858 万元，经营范围为利用自有资金对外投资，环宇投资目前未直接从事生产经营业务，仅持有并管理对公司的股权投资。

公司董事长、总经理陈禹为环宇投资的第一大股东，持有环宇投资 43.49%股权，间接控制了公司 45.65%股权，是中泰桥梁的实际控制人。陈禹先生 1978 年至 1999 年历任江苏省船舶设计研究所干事、副所长、总工程师职务；1999 年起，历任江苏金泰钢结构有限责任公司总经理，江苏中泰钢结构有限责任公司总经理，江苏中泰钢结构股份有限公司董事长、总经理。现任公司董事长、总经理。

表 1 公司的股本结构

股东名称	发行前股本结构		发行并转持后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
江苏环宇投资发展有限公司	5,318.57	45.65%	5,318.57	34.20%
江阴泽舟投资有限公司	1,570.00	13.48%	1,570.00	10.10%
靖江市亚泰投资有限公司	1,101.00	9.45%	1,101.00	7.08%
北京京鲁兴业投资有限公司	699.00	6.00%	699.00	4.50%
苏州吴中国发创业投资有限公司	699.00	6.00%	699.00	4.50%
海登技术服务（大连）有限公司	582.50	5.00%	582.50	3.75%
南澳县江海船务代理有限公司	582.50	5.00%	582.50	3.75%

江苏恒元房地产发展有限公司	514.93	4.42%	514.93	3.31%
江苏华成华利创业投资有限公司	349.50	3.00%	349.50	2.25%
钱业银	233.00	2.00%	233.00	1.50%
公众股东			3,900.00	25.08%
合计	**12500**	**100%**	**16700**	**100%**

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2. 桥梁钢结构行业稳健成长

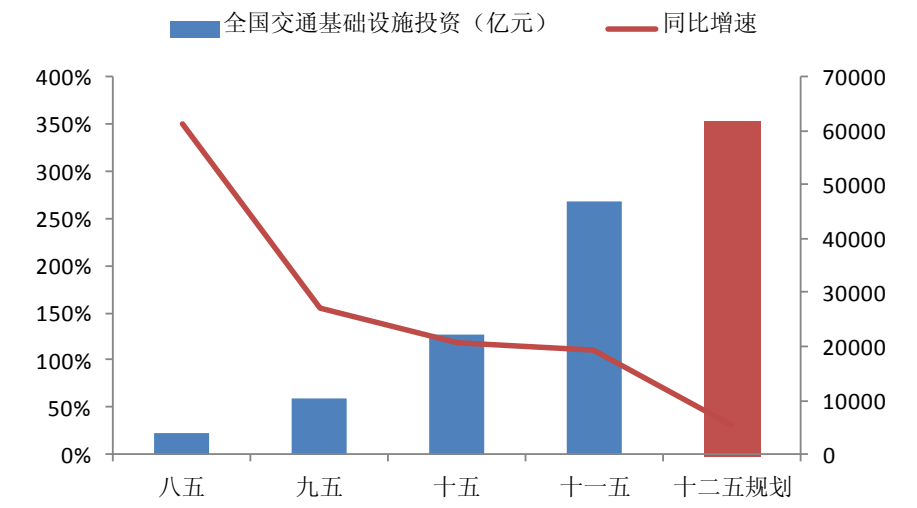
2.1. 交通基建投资进入平稳期

我国从“八五”开始，交通基建投资进入高速发展时期，八五期间，交通基建投资仅4006 亿元，到“十一五”期间投资总额已经超过 47000 亿元，每一个五年规划都比之前一个翻了一番多。

根据交通运输部正式公布的《交通运输“十二五”发展规划》。“十二五”末，公路总里程达到 450 万公里，我国国家高速公路网将基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里，届时将覆盖 90%以上的 20 万以上城镇人口城市。二级及以上公路里程达到 65 万公里，国省道总体技术状况达到良等水平，农村公路总里程达到 390 万公里。“十二五”期间，中国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元，预计比“十一五”期间总投资只是略有增长。

从国际经验来看，发展中国家在向发达国家转变的过程中，大规模的交通基建是发展的必经阶段，并且通常要经历近 30 年的建设时期，才能基本形成相对完善的交通基础设施。20 世纪 90 年代中后期，我国开始进行大规模的交通基础建设，按照国际平均建设周期来看，预计我国的交通基建投资开始进入平稳期。

图 2 交通基建投资进入平稳期



数据来源：交通运输部、安信证券研究中心

2.2. 桥梁钢结构在桥梁中的应用比重逐渐提升

公路、铁路等基础设施建设是推动包括桥梁钢结构工程在内的桥梁建设行业发展的重要动力，根据《公路水路交通运输行业发展统计公报》，截止 2010 年底全国公路桥梁达 65.81 万座、3,048.31 万米，比上年末增加 3.62 万座、332.25 万米；其中特大桥梁 2,051 座、346.98 万米，大桥 49,489 座、1,167.04 万米。

在公路、铁路等基础设施建设投资规模增速下降的背景下，与之密切相关的桥梁建设预计增速也将下行。但作为新型环保桥梁的主要形式，钢结构以抗震性能好、建设速度快、高强度、大跨度、经济可持续、施工方便、景观优美等特点，以及设计模块化、生产工业化、施工组装化等现代化产业的优势而逐渐应用于大型桥梁工程。相对于混凝土或钢混结构，钢结构除了不容易开裂、跨度大、使用寿命长、维护成本低等优点外，更是一种节能环保的、能循环使用的绿色、低碳建筑工程结构。钢结构在现代桥

梁建筑工程的比重越来越高，越来越成为现代桥梁建筑工程中主要的结构形式，南京大胜关大桥、苏通长江大桥、崇启长江大桥等一系列有影响力大型桥梁的建设，使得大跨径桥梁上钢结构的优势得以显现。

2.3. 桥梁钢结构进入壁垒相对较高

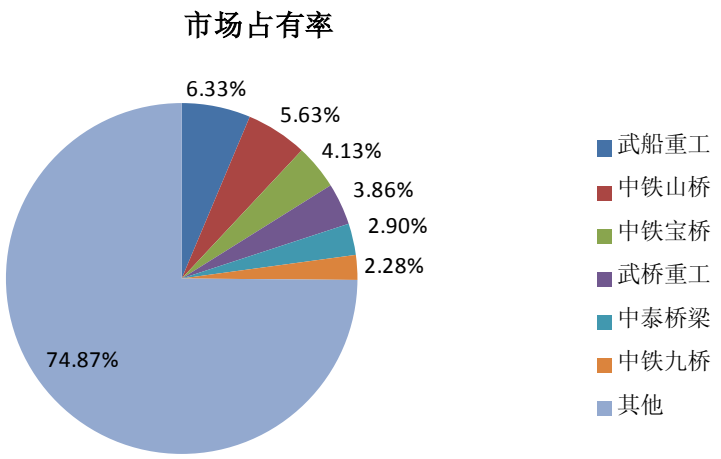
桥梁钢结构工程由于技术水平、投资规模、工程经验等行业进入壁垒较高，专业企业较少，业内参与方大多数为主营业务为建筑钢结构或设备钢结构的工程企业，利用其闲置产能所少量参与，参与的桥梁工程零星分散，且基本以小型市政钢结构桥梁为主，这也导致国内桥梁钢结构市场 CR5 的占有率还不到 25%；其中，能够参与跨江河、跨海湾等大型桥梁钢结构工程投标及建设的专业企业数量有限，业内参与大型桥梁钢结构工程竞争的专业企业主要有：中铁山桥、中铁宝桥、武船重工、武桥重工、中铁九桥和中泰桥梁等。

表 2 行业内主要竞争对手

行业内主要企业	桥梁钢结构工程量（万吨）	市场占有率	排名
武船重工	16.06	6.33%	1
中铁山桥	14.3	5.63%	2
中铁宝桥	10.48	4.13%	3
武桥重工	9.8	3.86%	4
中泰桥梁	7.36	2.90%	5
中铁九桥	5.79	2.28%	6
合计	63.79	25.13%	-

数据来源：中国钢结构协会，安信证券研究中心

图 3 桥梁钢结构主要企业市场占有率



数据来源：中国钢结构协会、安信证券研究中心

3. 公司在桥梁钢结构领域具备较强竞争力

3.1. 公司具备桥梁钢结构的完整产业链

目前公司已经形成了包括板单元制造、组装焊接、节段拼装、涂装、梁段总装、实时检测及起重吊装、装船运输、桥位焊接及涂装、桥梁合拢、桥梁钢结构维护等在内的贯穿桥梁钢结构工程各个环节的全方位业务服务体系；公司在上述环节中的大节段、高吨位桥梁节段的制造及运输、整桥立体预拼装、超大梁段总拼装等多个方面形成行业领先的技术优势，公司是国内为数不多的具备完整的桥梁钢结构工程业务链的领先企业之一。

3.2. 工程经验丰富，品牌优势渐现

公司自设立以来，先后承担了多座大跨径桥梁钢结构部分的设计、制作及运输、安装工程，积累了建设各个类型的先进大跨径桥梁的丰富经验。在桥梁尤其是大跨度桥梁

竞标中，丰富的大型桥梁钢结构工程经验可有效提高业内企业的中标率，更容易获得业主方的认可。

公司作为国内领先的桥梁钢结构工程企业，在设立伊始即设定了以国内大跨径桥梁钢结构工程为发展重点的市场竞争策略，并积极承担了上海卢浦大桥和润扬长江大桥的钢结构工程，工程的顺利完工，实现了公司既定发展战略的有效突破，并在长三角地区和长江流域的大型桥梁建设领域逐渐确立了“中泰”的优秀钢结构工程品牌。随着公司在长三角地区和长江流域先后高质量、高标准地完成多座大型桥梁的钢结构工程，“中泰”品牌得到提升。

表 3 公司参与的桥梁项目和相关记录

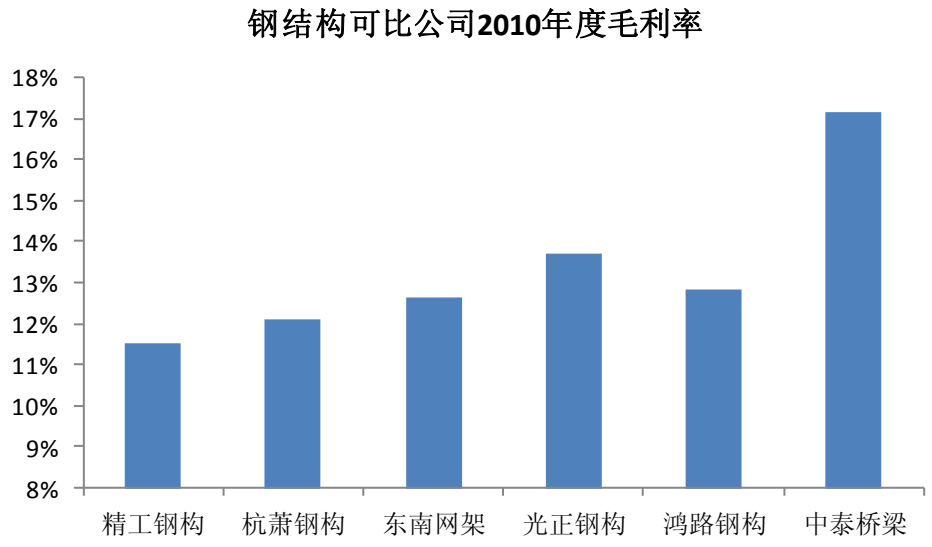
桥梁类型	桥梁名称	桥梁纪录
斜拉桥	苏通长江大桥	为世界跨度最大及首座跨度超过 1000 米的斜拉桥
	上海闵浦大桥	世界上跨径最大的双塔双索面双层斜拉桥
	上海长江大桥	主航道桥为主跨 730 米世界最大跨度的公轨两用斜拉桥
悬索桥	泰州长江大桥	建成后为世界跨径最大的三塔悬索桥（主跨 2×1080 米）
	马鞍山长江大桥	建成后为世界跨径最大的三塔悬索桥（主跨 2×1080 米）
	润扬长江大桥	目前世界第四大跨径悬索桥
拱式桥	上海卢浦大桥	目前世界第二大跨径拱式桥，跨径 550 米
	长春伊通河大桥	国内跨度最大的飞燕式钢管混凝土异型拱桥
梁式桥	崇启长江大桥	六跨钢连续梁式桥，其跨度和联长为国内同类桥型第一

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.3. 公司盈利能力在细分领域领先

桥梁钢结构工程作为钢结构工程行业中技术复杂、施工难度大的细分工程领域，其盈利能力也处于较高水平。通过比较杭萧钢构、精工钢构、东南网架、鸿路钢构、光正钢构等主营建筑钢结构、空间钢结构等其他钢结构细分领域的国内上市公司，公司的桥梁钢结构工程毛利率较其他细分领域高约 3-5 个百分点，表现出较好的利润水平。

图 4 钢结构可比公司 2010 年度毛利率



数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心

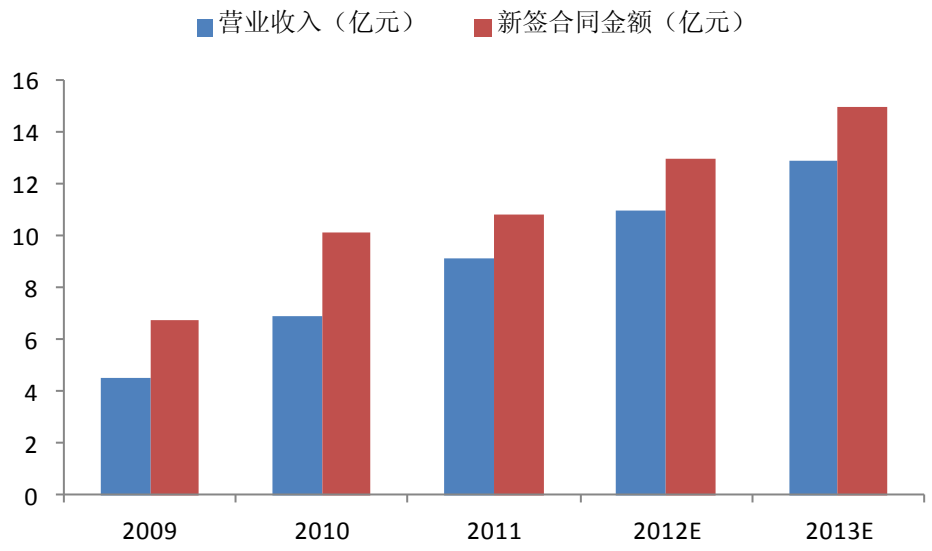
3.4. 订单稳健增长

公司主营业务集中，营业收入主要均来源于钢结构工程。其中，公司桥梁钢结构工程业务的完工量和业务收入分别为 8.32 万吨、8.07 亿元，占公司整体完工量和主营业务收入的 91.43%、88.32%；公司未来仍然继续专注于桥梁钢结构工程，以目前已获合同情况，未来桥梁钢结构工程的比重将继续呈现增加趋势。随着募集资金投资项目的建成，公司将有效突破产能瓶颈，完善公司桥梁钢结构工程的产业链，进一步发挥公司的工艺设计、制作、运输、安装等各个环节的协同效应，提升公司的整体桥梁钢结

构工程运作能力和业务承接能力，扩大公司的主营业务规模，增强可持续发展能力。

2009－2011 公司主营业务收入分别为 4.54、6.92 和 9.14 亿元，复合增长率为 42%；同期公司新签金额分别为 6.73、10.15 和 10.85 亿元，复合增长率为 27%。近两年新签订单的增速稍微慢于营业收入的增速，预计 2012 和 2013 年，公司新签订单保持稳健增长态势，分别为 13 和 15 亿元，仍将保持快速增长，公司未来 3 年的业绩增长有保障。

图 5 2009-2013 年公司新签合同金额和营业收入



数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心

4. 募集资金投资项目

本次 IPO 公司拟发行 3900 万股，募集资金投资年产 8 万吨桥梁钢结构生产项目和技术研发中心项目，总投资约 3.56 亿元。

表 4 公司募集资金投资项目

序号	项目名称	募集资金投资进度安排（万元）			
		第一年投资	第二年投资	第三年投资	投资总额
1	年产 8 万吨桥梁钢结构生产项目	15,559.77	13,729.06	2,233.93	31,522.76
2	技术研发中心项目	4,054.90	－	－	4,054.90
	合计	19,614.67	13,729.06	2,233.93	35,577.66

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

年产 8 万吨桥梁钢结构生产项目计划新建桥梁钢结构冷加工车间、机加工车间、总拼装车间，同时建设钢箱梁存放和运输轨道基础设施，配备先进的钢箱梁、钢桁梁、钢塔柱生产设备、组装起重设备等。本项目的实施将充分利用公司现有的技术储备和管理资源，发挥规模经济效应，提高公司整体运营效率，从而提升公司的持续盈利能力，扩大整体销售收入规模。

技术研发中心项目计划建设研发实验大楼、购置先进的研发实验设备和软件，以及增加研发人员数量。本项目的实施将在充分利用现有工程技术成果的基础上，不断提升公司在桥梁钢结构工程领域的研发与创新能力。

本次募集资金投资项目建成投产后，公司桥梁钢结构产品的生产能力达到 16 万吨，在目前的基础上翻一番，桥梁钢结构产品制作和安装水平不断提高，自主研发能力也将得到有效提升，公司的规模优势更为突出，提高公司工程业务的市场占有率，为公司未来盈利水平的持续增长提供较强的保障。

5. 盈利预测与估值

虽然国内交通基建投资已经步入平稳期，但桥梁钢结构工程行业联接制造业和建筑业，

在制造业和建筑业中都占有重要地位，受到国家产业政策的推动。我们认为公司主营业务在未来3年有望保持较快增长，预计2012-2014年公司主营收入分别为10.95亿、12.89亿和14.84 亿元，CAGR23%；毛利率分别为17%、17.2%和14.3%；预计2012-2014年EPS 分别为0.61元、0.86 元和0.99 元。

在目前的国内上市公司中，精工钢构、杭萧钢构、鸿路钢构、东南网架和光正钢构等与公司业务相类似，我们主要参考其来上市定价。考虑到公司未来业绩的成长速度，询价区间建议为2012年15-20倍PE，对应价格为9.1-12.2元。公司作为中小板的上市公司，募投项目投产后产能将近翻番，成长性确定，上市后相对同类公司可以给予一定的溢价，预计上市首日价格区间为12.2-15.5元。

6. 主要风险

6.1. 主要原材料价格波动的风险

公司生产所需的主要原材料为钢结构用钢材，原材料成本占到生产成本的 80%左右。原材料价格上涨直接导致钢结构建筑整体成本上升，从而加大客户的投资压力，影响客户的投资决策，可能导致客户推迟投资，进而影响公司的市场需求。如果原材料价格发生较大波动，可能会增加公司成本，降低盈利水平。公司一般在合同签订收到首笔定金后通过及时采购锁定原材料成本，可以适当将钢材价格波动风险转嫁给下游客户。

6.2. 存货跌价风险

2009-2011年公司的存货净额分别为2.59亿元、2.71亿元、4.23亿元，占公司当期资产总额的比例分别为35.1%、28.9%和37.4%。报告期内存货中原材料的占比平均为75%左右。虽然公司的存货大部分均有对应的销售合同，但是由于公司存货绝对金额较高，若未来存货市场尤其是原材料市场价格出现大幅回落，公司将面临一定的存货跌价风险。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-02-24

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**691.9**	**914.4**	**1,095.0**	**1,288.6**	**1,484.4**
减: 营业成本	572.7	763.7	908.9	1,066.9	1,227.6
营业税费	8.3	9.9	11.8	13.9	16.0
销售费用	2.1	2.3	2.7	3.2	3.7
管理费用	24.8	26.4	32.9	38.7	44.5
财务费用	4.9	8.8	4.8	-	0.4
资产减值损失	4.7	5.1	5.3	5.9	8.2
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**74.5**	**98.1**	**128.6**	**159.9**	**184.0**
加: 营业外净收支	-0.1	-0.6	-0.2	0.8	0.8
利润总额	**74.5**	**97.5**	**128.4**	**160.7**	**184.8**
减: 所得税	18.2	23.7	32.1	24.1	27.7
净利润	**53.0**	**72.4**	**94.6**	**134.1**	**154.2**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	177.3	218.8	400.0	300.0	300.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	139.7	199.0	228.1	294.9	344.2
应收票据	6.2	7.1	8.1	9.5	11.0
预付帐款	106.6	31.3	31.3	31.3	31.3
存货	271.0	422.5	547.8	643.1	731.8
其他流动资产	-	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	188.9	185.3	260.0	331.8	349.6
在建工程	-	17.5	30.0	40.0	48.0
无形资产	44.2	43.3	45.1	42.1	39.3
其他非流动资产	3.4	5.2	10.7	11.3	12.0
资产总额	**937.4**	**1,130.1**	**1,561.1**	**1,704.0**	**1,867.5**
短期债务	50.0	199.5	52.5	52.5	50.0
应付帐款	143.8	354.3	383.5	450.2	518.0
应付票据	232.5	144.2	174.3	204.6	235.4
其他流动负债	258.0	126.2	107.0	28.5	-47.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	2.3	2.3	2.3	2.3
负债总额	**684.3**	**826.5**	**780.7**	**800.4**	**822.3**
少数股东权益	**34.4**	**35.7**	**37.5**	**39.9**	**42.8**
股本	116.5	116.5	155.5	155.5	155.5
留存收益	102.2	151.3	587.5	708.2	847.0
股东权益	**253.1**	**303.6**	**780.4**	**903.6**	**1,045.2**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	56.3	73.8	94.6	134.1	154.2
加: 折旧和摊销	21.1	20.9	31.0	41.3	47.0
资产减值准备	4.7	5.1	5.3	5.9	8.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.9	2.8	7.3	4.8	-
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	3.3	1.4	1.7	2.5	2.8
营运资金的变动	-6.5	-140.6	-121.3	-151.6	-125.2
经营活动产生现金流量	**78.5**	**-35.6**	**16.2**	**32.2**	**87.4**
投资活动产生现金流量	**-14.5**	**-39.5**	**-125.0**	**-120.0**	**-70.0**
融资活动产生现金流量	**-48.3**	**136.8**	**278.8**	**-13.4**	**-18.3**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	52.5%	32.1%	19.8%	17.7%	15.2%
营业利润增长率	47.0%	31.6%	31.2%	24.3%	15.1%
净利润增长率	40.6%	36.7%	30.6%	41.8%	15.0%
EBITDA 增长率	43.7%	27.2%	29.6%	22.3%	15.0%
EBIT 增长率	53.8%	34.6%	24.8%	19.8%	15.3%
NOPLAT 增长率	55.5%	34.9%	20.9%	36.7%	15.2%
投资资本增长率	-8.7%	126.0%	69.9%	46.2%	19.7%
净资产增长率	14.6%	20.0%	157.1%	15.8%	15.7%
利润率					
毛利率	17.2%	16.5%	17.0%	17.2%	17.3%
营业利润率	10.8%	10.7%	11.7%	12.4%	12.4%
净利润率	7.7%	7.9%	8.6%	10.4%	10.4%
EBITDA/营业收入	14.4%	13.9%	15.0%	15.6%	15.6%
EBIT/营业收入	11.5%	11.7%	12.2%	12.4%	12.4%
运营效率					
固定资产周转天数	96	74	73	83	83
流动营业资本周转天数	-49	-15	29	59	83
流动资产周转天数	318	311	344	348	327
应收帐款周转天数	56	68	74	77	81
存货周转天数	138	137	159	166	168
总资产周转天数	436	407	442	456	433
投资资本周转天数	69	81	126	166	188
投资回报率					
ROE	22.3%	24.3%	12.3%	15.1%	15.0%
ROA	6.0%	6.5%	6.2%	8.0%	8.4%
ROIC	44.4%	65.7%	35.2%	28.3%	22.3%
费用率					
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	3.6%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	0.7%	1.0%	0.4%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	4.6%	4.1%	3.7%	3.3%	3.3%
偿债能力					
资产负债率	73.0%	73.1%	50.0%	47.0%	44.0%
负债权益比	270.4%	272.3%	100.0%	88.6%	78.7%
流动比率	1.02	1.07	1.56	1.60	1.73
速动比率	0.63	0.55	0.86	0.80	0.83
利息保障倍数	16.19	12.11	27.94	406,410.92	494.00
分红指标					
DPS(元)	-	0.20	0.06	0.09	0.10
分红比率	0.0%	32.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股息收益率					
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	0.34	0.47	0.61	0.86	0.99
BVPS(元)	2.17	2.61	5.02	5.81	6.72
PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	34.4%	28.6%	23.4%	-100.0%	-100.0%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC	9.9	14.6	7.8	6.3	5.0
REP	-	-	-	-	-

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010 年 1 月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。
傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011 年 10 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

李孔逸、傅真卿分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“公司”）的客户使用。公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，公司亦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。

本报告版权仅为公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**梁涛**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**马正南**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034