

# 百隆东方：产业链完整的色纺纱龙头

## 百隆东方 IPO 新股分析报告

### 报告关键点：

- 产业链完整
- 棉价主导公司盈利
- 建议询价区间为16-18元

### 报告摘要：

- 色纺纱龙头：**百隆东方股份有限公司主要从事“BROS”品牌色纺纱的研发、生产和销售，经营产品包括纯棉色纺纱、混纺色纺纱等，在浙江、山东、河北、江苏等地设立生产基地，各类色纺纱产能接近100万锭，市场占有率在15%左右，是我国色纺行业龙头。
- 完整产业链是核心竞争力：**公司拥有棉花采购及加工、纤维染色、纱线生产及销售的完整产业链。公司在新疆棉花主产区设有棉花采购及加工基地，保障基本用棉；注重研发，推出色纺纱颜色5500多种；引进国际先进设备，提升染色和纱线生产环节的产品质量；以香港、深圳、佛山、上海、宁波、青岛为区域销售中心，贴近客户，全国布局，提高交单质量，维护客户稳定。
- 募投项目提升产能：**公司本次IPO拟公开发行人15,000万股，募集资金主要用于建设“山东邹城年产25,000吨色棉纺项目”和“江苏淮安高档纺织品”等两个项目，上述两个项目计划总投资额约为10.6亿元，建设期1年。达产后，公司色纺纱产能将有目前的7.7万吨提升到12.6万吨。
- 棉价主导公司盈利：**棉花占公司主营业务成本的70%以上，采用成本加成定价模式，尽管棉花成本向下游传导顺畅，但棉花价格波动带来的库存结构和周期是公司业绩波动的重要原因。
- 建议询价区间为16-18元：**我们预计公司2012-2014年营业收入同比增速分别为14.2%、24.9%、15.5%；净利润同比增速为7.6%、14.8%和13.2%，按IPO后总股本7.5亿股全面摊薄后的EPS为1.36元、1.57元和1.77元。我们参考A股同类上市公司估值情况，考虑到公司在色纺纱行业的龙头地位，给予公司2012年13-15倍左右的PE估值水平，对应上市首日的定价区间为18-20元，建议询价区间为16-18元。
- 风险提示：**(1) 棉价剧烈波动；(2) 色纺纱应用范围难以扩大

建议询价区间：

16.00 - 18.00 元

上市首日定价区间：

18.00 - 20.00 元

报告日期：2012-05-28

### 发行数据

总股本(万股)	60,000
发行数量(万股)	15,000
网下发行(万股)	7,500
网上发行(万股)	7,500
保荐机构	中信证券
发行日期	2012-05-31
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

新国投资发展有限公司	40.30%
杨卫新	22.73%
三牛有限公司	15.50%
杨卫国	12.40%
中信产业投资基金(香港)投资有限公司	3.08%
绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)	3.08%
宁波九牛投资咨询有限公司	1.03%
金石投资有限公司	.83%
宁波卫进投资咨询有限公司	.31%
宁波超宏投资咨询有限公司	.26%

赵梅玲  
021-68765110  
执业证书编号

行业分析师  
zhaoml@essence.com.cn  
S1450511020032

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,874.8	4,761.2	5,438.3	6,794.7	7,847.9
Growth(%)	47.6%	-2.3%	14.2%	24.9%	15.5%
净利润	930.1	951.5	1,023.4	1,174.6	1,329.6
Growth(%)	85.1%	2.3%	7.6%	14.8%	13.2%
毛利率(%)	27.2%	27.7%	26.8%	25.0%	25.0%
净利率(%)	19.1%	20.0%	18.8%	17.3%	16.9%
每股收益(元)	1.55	1.59	1.36	1.57	1.77
每股净资产(元)	4.33	5.95	8.97	10.30	11.81
净资产收益率(%)	36.4%	26.7%	15.2%	15.2%	15.0%
ROIC(%)	32.7%	28.8%	24.0%	19.6%	19.8%

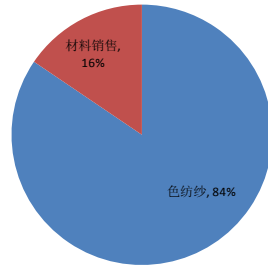
敬请阅读本报告正文后各项声明

## 1. 公司简介

### 1.1. 主营业务构成

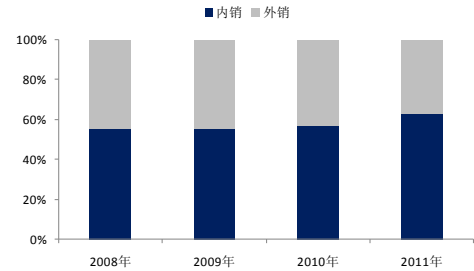
百隆东方股份有限公司主要从事“BROS”品牌色纺纱的研发、生产和销售，经营产品包括纯棉色纺纱、混纺色纺纱等，在浙江、山东、河北、江苏等地设立生产基地，各类色纺纱产能接近100万锭，市场占有率在15%左右，是我国色纺行业龙头。

图 1: 2011 年公司营业收入结构图



数据来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

图 2: 2008-2011 年主营业务收入构成

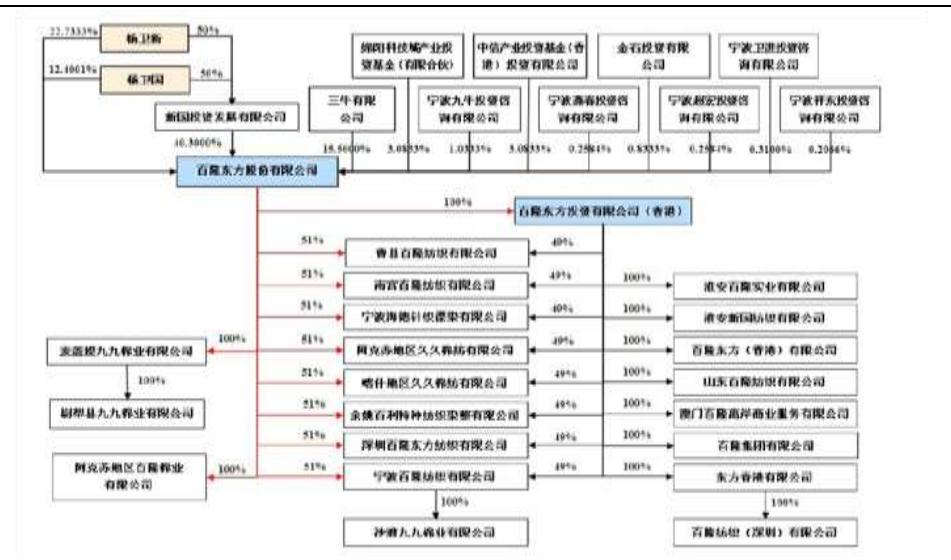


数据来源: IPO 招股书, 安信证券研究中心

### 1.2 股权结构

公司前身百隆东方有限公司成立于2004年4月, 2007年公司历经资产重组, 理清业务关系, 并于2010年9月, 整体变更为股份有限公司, 并引入战略投资者中信产业基金(香港)、金石投资、绵阳产业基金, 公司IPO前股权结构如图3:

图 3: 公司 IPO 前股权结构图



数据来源: 公司 IPO 招股书, 安信证券研究中心

表 1: 公司股权结构表

股东名称	IPO 前		IPO 后	
	持股数量 (万股)	占比	持股数量 (万股)	占比
新国投资发展有限公司	24179.98	40.30%	24179.98	32.24%
杨卫新	13639.98	22.73%	13639.98	18.19%
三牛有限公司	9300.02	15.50%	9300.02	12.40%
杨卫国	7440.04	12.40%	7440.04	9.92%
绵阳科技城产业投资基金 (有限合伙)	1850.00	3.08%	1850.00	2.47%

中信产业投资基金（香港）投资有限公司	1850.00	3.08%	1850.00	2.47%
宁波九牛投资咨询有限公司	619.99	1.03%	619.99	0.83%
金石投资有限公司	500.00	0.83%	500.00	0.67%
宁波卫进投资咨询有限公司	185.98	0.31%	185.98	0.25%
宁波燕春投资咨询有限公司	155.01	0.26%	155.01	0.21%
宁波超宏投资咨询有限公司	155.01	0.26%	155.01	0.21%
宁波祥东投资咨询有限公司	123.99	0.21%	123.99	0.17%
本次发行流通股			15000.00	20.00%
合计	60000.00	100.00%	75000.00	100.00%

资料来源：IPO 招股书，安信证券研究中心

本公司的实际控制人为杨卫新、杨卫国兄弟。其中，杨卫新直接持有公司 22.73% 股权，通过新国投资、三牛公司、九牛公司间接持有公司 36.68% 股权。杨卫国直接持有公司 12.40% 股权，通过新国投资间接持有公司 20.15% 股权；杨卫新、杨卫国两人合计直接、间接控制公司 91.97% 股权。

表 2：高管 IPO 前持股情况表

高管	公司职务	直接持股数量（万股）	直接持股比例	间接持股比例	合计
杨卫新	董事长	13639.98	22.73%	36.68%	59.42%
杨卫国	副董事长	7440.04	12.40%	20.15%	32.55%
合计		21080.01	35.13%	56.83%	91.97%

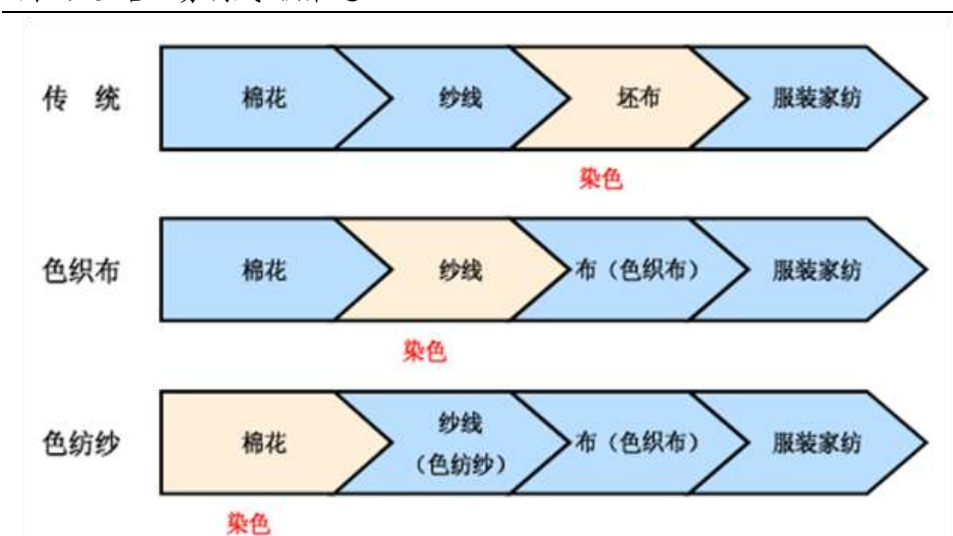
数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

## 2. 色纺行业分析

色纺纱 80 年代起源于日本，后发展于韩国、台湾等地，进入 90 年代后，我国企业逐步进入该领域，并凭借劳动力丰沛、交货快、供货量大等优势逐渐占据市场主导地位。目前，全世界除意大利保留部分产能外，其他绝大多数产能外，其他绝大多数产能集中在中国。据测算，目前中国规模化的色纺纱产能约在 700 万吨左右。

与传统棉纺工艺不同，色纺纱在纺纱环节前将纤维原料通过染色或原液着色，再经过一般的纺纱加工方法纺成纱线。色纺纱一般由两种及以上具有不同色泽或不同性能的纤维混和加工，织成布后的布面呈现出多彩色、手感柔和、表感丰满的风格。

图 4：主营业务构成-按渠道



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

按照纺成色纺纱的纤维不同，色纺纱可以分为纯棉色纺纱、混纺色纺纱、纯化纤维纺

纱、再生化纤色纺纱以及混合三种以上不同原料纤维的色纺纱等；按照成品颜色的不同，色纺纱又可分为彩色色纺纱和麻灰色纺纱等。

目前，我国纺纱企业产能约为 1.2 亿锭，而色纺纱产能占到纱线总产能的 5%左右。我们预计，未来我国纺纱行业将形成传统纺纱、色织布、色纺纱三分天下的局面，色纺纱需求量将会快速上升，市场容量将达到 2000 万-3000 万锭。

截至 2011 年，公司拥有的色纺纱自有及外协加工总产能达到 100 万锭左右，行业中的另一家公司华孚色纺拥有的色纺纱产能约为 120 万锭。两家公司事实已经成为了行业中的双寡头。

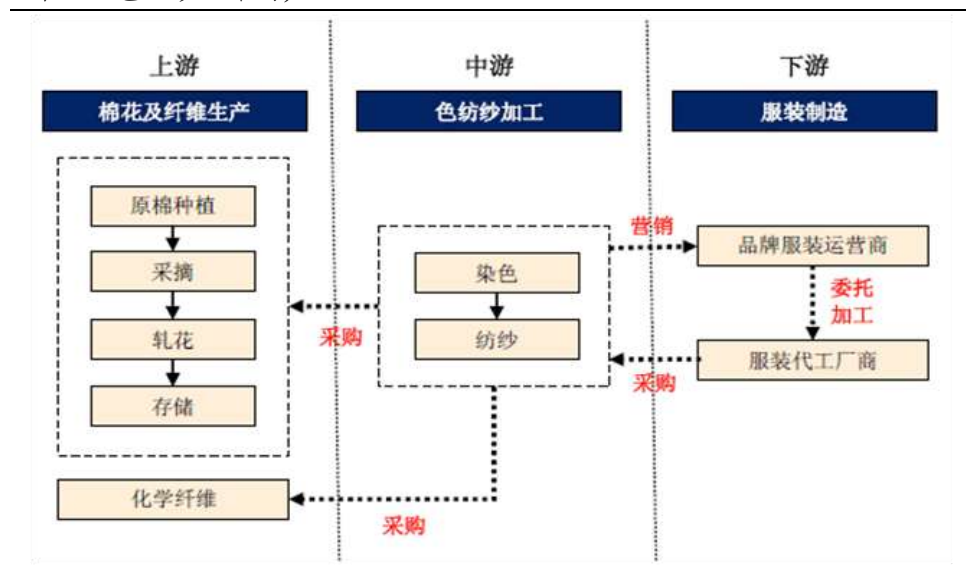
### 3. 完整产业链构建公司核心竞争优势

#### 3.1. 产业链完整

色纺纱行业以棉花和各类化学纤维为原材料经过生产加工后制造出可供下游服装行业使用的纺织原料，其产业链包括：棉花种植、化学纤维制造、纤维染色、纺纱、织布制衣等（详见图 5）。

公司经过多年发展，构建了棉花采购及加工、纤维染色、纱线生产及销售的完整产业链。

图 5：色纺纱上下游产业



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

#### 3.2. 原料集中采购

棉花是公司最重要的原材料，棉花主要采取集中采购模式，于每年 9-12 月集中采购下年度用棉，主要通过产地集中采购、产地零星采购、进口棉采购等三种采购模式。报告期内，公司棉花采购情况见图 6：

##### 3.2.1 产地集中采购

公司在新疆阿克苏地区、喀什地区、巴音郭楞蒙古自治州等地均设有棉花收购及初加工基地，在南疆地区兵团与地方棉花供应商的新棉集中上市时期，集中向当地棉农收购和加工优质棉花。

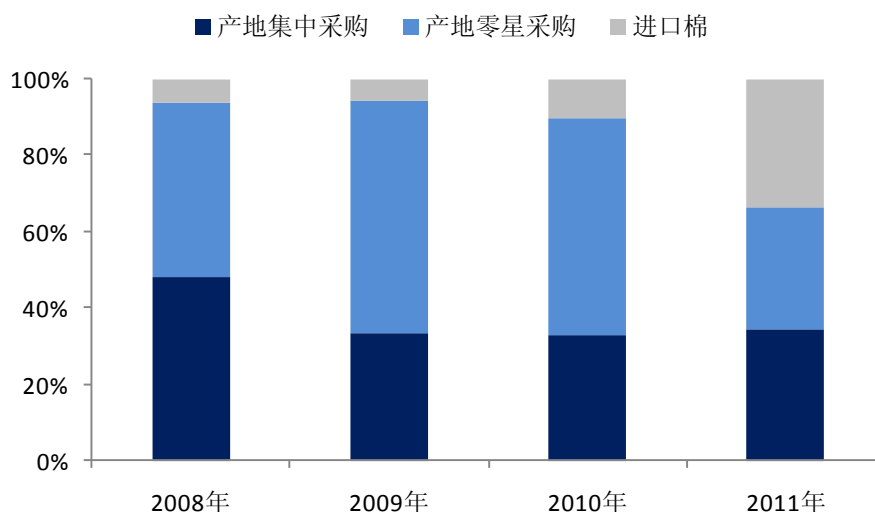
##### 3.2.2 产地零星采购

产地零星采购主要是直接面向生产工厂附近的棉花产区供应商采取比价原则及货到验收后付款方式，挑选适合于公司产品的棉花用以生产，此外公司也参与国储棉和期货棉的拍卖与采购。

##### 3.2.3 进口棉采购

公司还通过国外进口皮棉，弥补国内采购不足。

图 6： 公司三钟模式下棉花采购额占比情况



数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

### 3.3. 染色环节：技术和设备领先

目前公司的染色厂配备有国际领先的散纤维染色机及相配套的打饼机和脱水机，还从美国锡莱-亚太拉斯有限公司引进 AATCC 标准色牢度测试仪对染色产品的色牢度进行严格检测，以充分保证产品质量。公司具备完善的化学实验平台，专业试化室拥有红外线、水浴小样染色机及对色灯箱等先进测试仪器，并配备以数十名优秀打样师，专门服务于日常生产和新产品开发。

### 3.4. 纺纱环节：规模和质量优势明显

公司目前拥有色纺纱线产能约 100 万锭，具备规模优势。其中，大部分纺纱厂均配备有适合小批量、多品种纱线加工的国产先进设备，部分关键工序引进瑞士、意大利、日本和德国的先进进口设备。公司还设有大型中心实验室，选配美国 USTERHVI、SPETRUM 全自动原棉检测仪、瑞士 USTER TESTERIV IV 型自动条干仪等仪器，对色纺纱产前、产中及产后进行全程监控以确保产品品质。

### 3.5. 销售环节：品牌客户资源广泛

公司多年打造 BROS 品牌色纺纱线，广泛开发和稳固国内外知名服装品牌客户。目前公司拥有 8000-10000 个品牌客户，国际知名品牌包括 ZARA、H&M、GAP、Oldnavy、M&S、Esprit、Polo、A&F、Target、JCPenny、Uniqlo、Nautica、Burberry、DKNY、Giordano、Baleno 等；国内知名品牌包括雅戈尔、李宁、美特斯邦威等。

为保证高质量的完成客户订单，公司对整个生产销售布局实施一系列优化，目前已初步形成以新疆为原材料供应中心，以浙江、江苏、山东、河北为生产加工中心，以香港、深圳、佛山、上海、宁波、青岛为区域销售中心的合理布局，提高交单质量，维护客户稳定。

图 7: 公司主要品牌客户情况图



数据来源: 公司 IPO 招股书, 安信证券研究中心

#### 4. 募投项目推动产能优化

公司本次 IPO 拟公开发行 15,000 万股, 募集资金主要用于建设“山东邹城年产 25,000 吨色棉纺项目”和“江苏淮安高档纺织品”等两个项目, 上述两个项目计划总投资额约为 10.6 亿元, 建设期均为 1 年。

其中, 山东邹城年产 25,000 吨色棉纺项目将耗资 39,840 万元, 项目用地规模 300 亩, 拟新建各类建、构筑物总建筑面积 156,001m<sup>2</sup>。项目设计产能为年产 25,000 吨 19.5 号纯棉色纺纱。项目建成后, 预计每年新增销售收入 139,500 万元, 实现新增利润 8,007 万元。

淮安高档纺织品项目预计总投资 66,388.80 万元, 建设地点位于淮安市经济开发区内, 项目用地规模 562.68 亩, 拟新建各类建、构筑物总建筑面积 258,368 平方米。项目设计产能为年产 24,000 吨 30 支纯棉花灰纱。项目建成后, 预计每年新增销售收入 137,520 万元, 实现新增利润 11,714.7 万元。

表 3: 募投项目表

序号	募集资金投资项目	计划总投资额 (万元)	已投资额 (万元)
1	山东邹城年产 25,000 吨色棉纺项目	39,840.00	8959.02
2	江苏淮安高档纺织品	66,389.00	17993.50
	合计	106,229.00	26952.52

数据来源: 公司 IPO 招股书, 安信证券研究中心

目前, 公司自有色纺纱产能约为 77,000 吨, 加上外协生产的产能, 公司总产能在 100,000 吨以上。募投项目达产后, 公司自产产能将增加约 49,000 吨, 达到 126,000 吨左右。这将大大提高公司产品的自产比例, 从而提高公司产品的毛利率并降低外协

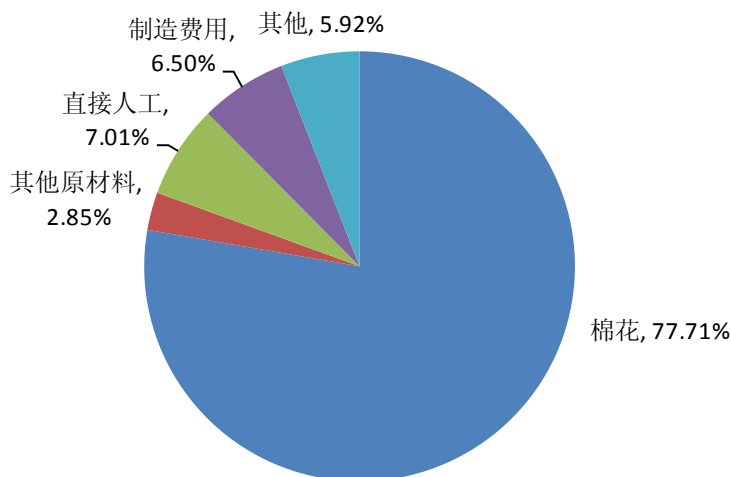
加工的质量控制风险。

## 5. 棉花价格对业绩影响大

### 5.1. 棉花成本占比高

公司主要原材料为棉花，棉花成本占主营业务成本的比重在 70%以上，2011 年棉花成本占比为 77.71%，棉花价格波动对产品成本影响较大，进而影响整体业绩水平。

图 8：2011 年公司主要业务成本构成

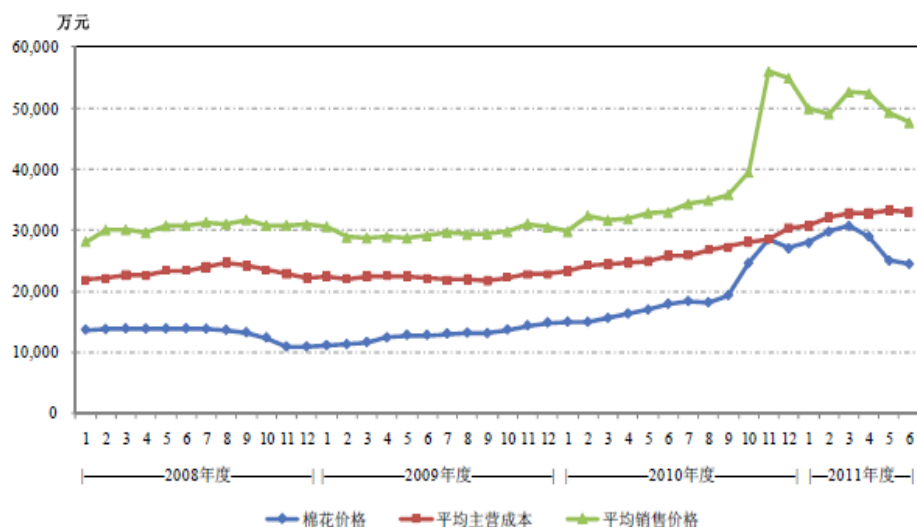


数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

### 5.2. 成本加成，棉价主导公司业绩

公司色纺纱线采用成本加成的定价模式，依托较强的产品研发和规模优势，公司产品的成本转嫁能力较强，棉价价格往公司产品传导较为顺畅，而公司棉花的采购成本与现价的价格差、棉花库存周期将成为影响公司业绩的主要因素。

图 9：棉花价格与公司产品售价、成本关系图



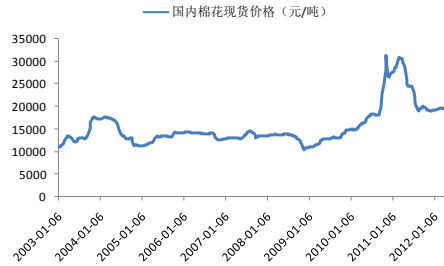
数据来源：公司 IPO 招股书，安信证券研究中心

### 5.3. 棉价低位徘徊

2011/2012 季度，全球棉花种植面积恢复增长，预计包括中国在内的全球棉花产量恢

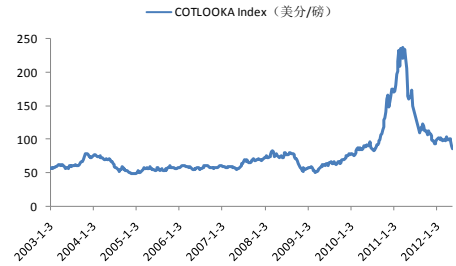
转正增长；而同期受经济冲击，下游纺织服装需求放缓，对棉花的需求量同比下降，使得2012年全年棉花供需紧张的局面缓解，带动棉价进入下降通道。我们预计2012-2014年公司用棉成本同比增速分别为-10%、15%、5%。

图 10: 国内棉花现货价格图



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 11: 美棉现货价格图



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

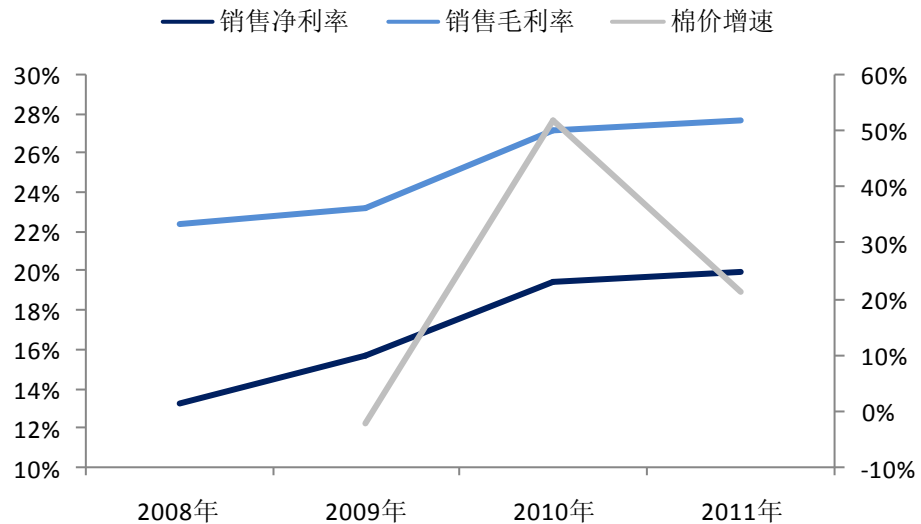
## 6. 公司财务分析

### 6.1. 利润率行业领先

盈利能力行业领先: 2011年, 公司的毛利率和净利率分别为 27.74%、19.98%, 处于行业领先地位。这主要是源于公司主营业务为纺织行业中较为高端的高档色纺纱的制造和销售, 技术水平和销售渠道能力都处于行业领先地位。

盈利能力稳步提升: 2008-2011年, 公司产品毛利率由 22.38% 提升至 27.74%, 共提升了 5.36 个百分点, 除了产品本身竞争优势外, 公司正确判断棉价走势, 在棉花价格较低时大量购买棉花, 从而降低棉花的生产成本, 是报告期内产品毛利率提升的重要原因。

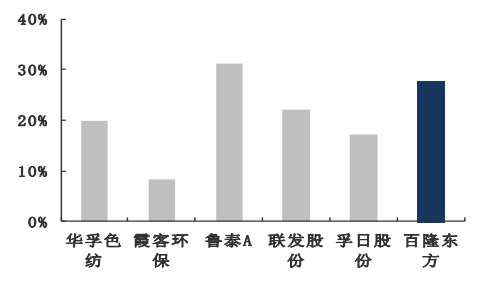
图 12: 公司盈利情况图



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

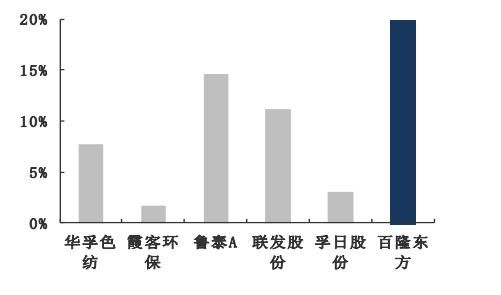


图 13: 2011 年同类公司毛利率比较



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

图 14: 2011 年同类公司净利率比较

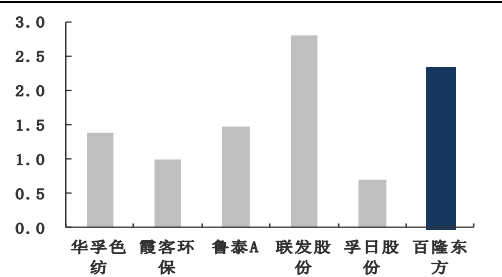


数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

### 6.2. 资产流动性指标良好

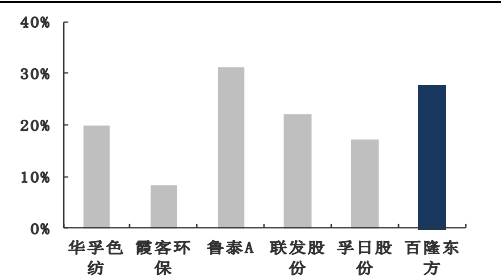
公司的流动比率和速动比率在行业上市公司中仅次于联发股份, 位居第二位。2011 年公司的流动比率和速动比率分别为 2.34 和 1.02。另外, 公司有较为充足的现金储备, 在棉花的市场价格较低时可以大量储备棉花, 从而降低之后年度的生产成本。

图 15: 2011 年同类公司流动比率比较



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

图 16: 2011 年同类公司速动比率比较



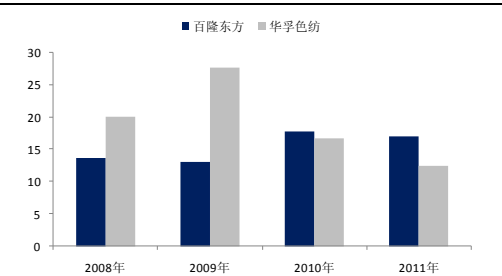
数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

### 6.3. 期待运营能力提升

而公司采取资金统一管理, 资金运营效率较高, 且客户层次相对较高, 使得公司的应收账款周转率稳步提升, 与华孚色纺相比优势较为明显。

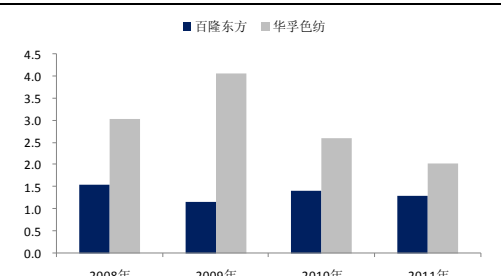
与竞争对手华孚色纺相比, 公司原材料采购和加工包含在上市公司业务中, 因此, 存货周转率相比均偏低, 但差距在收窄, 未来期待存货管理能力的进一步提升。

图 17: 应收账款周转率比较图



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

图 18: 存货周转率比较图



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

## 7. 盈利预测、估值和投资建议

### 7.1. 盈利预测

我们对公司 2012-2014 年盈利做如下假设:

- (1) 棉花耗用价格同比增速分别为-10%、15%、5%;
- (2) 产品销量增速分别为 25%、15%、10%

- (3) 募投项目按预期达产;
- (4) 母公司实际所得税率为 15%;
- (5) 不考虑其他的产能扩张或并购。

根据上述假设,我们预计公司 2012-2014 年营业总收入同比增速分别为 14.2%、24.9%、15.5%; 净利润同比增速为 7.6%、14.8%和 13.2%, 按 IPO 后总股本 7.5 亿股全面摊薄后的 EPS 为 1.36 元、1.57 元和 1.77 元。

## 7.2. 估值和投资建议

我们参考 A 股同类上市公司估值情况,同时考虑到公司在色纺纱行业的龙头地位,给予公司 2012 年 13-15 倍左右的 PE 估值水平,对应上市首日的定价区间为 18-20 元,建议询价区间为 16-18 元。

表 4: 同类上市公司估值情况表

证券简称	现价 (5 月 25 日)	EPS (元)				PE(X)			
		2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
华孚色纺	5.10	0.49	0.54	0.65	0.80	10.44	9.49	7.85	6.35
鲁泰 A	8.20	0.84	0.95	1.14	1.37	9.75	8.59	7.17	5.98
联发股份	13.60	1.37	1.18	0.00	0.00	9.90	11.56		
鹿港科技	7.07	0.30	0.31	0.41	0.61	23.42	22.96	17.10	11.55
联发股份	13.60	1.37	1.18	0.00	0.00	9.90	11.56		
均值	-	-	-	-	-	12.68	12.83	10.71	7.96

数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

## 7.3. 风险提示

公司未来可能面临的风险包括:

- (1) 棉价剧烈波动影响公司业绩: 公司以棉花为主要原材料, 成本加成的定价模式, 使得成本传导相对顺畅, 棉价剧烈波动对公司库存管理带来挑战, 进而影响公司业绩水平。
- (2) 国内色纺纱应用范围难以扩大: 色纺纱行业历经 20 多年的发展, 色纺纱产能占到纱线总产能的 5%左右, 而行业内华孚色纺和公司合计产量占国内色纺纱产量比重约为 60%-70%, 行业集中度较高, 若色纺纱应用范围不能进一步扩大, 未来竞争将日益激烈。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-05-28		
财务报表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>成长性</b>					
营业收入	4,874.8	4,761.2	5,438.3	6,794.7	7,847.9	营业收入增长率	47.6%	-2.3%	14.2%	24.9%	15.5%
减: 营业成本	3,548.8	3,440.5	3,982.4	5,096.1	5,885.9	营业利润增长率	81.9%	-6.7%	19.3%	15.2%	13.1%
营业税费	29.5	32.4	32.6	40.8	47.1	净利润增长率	85.1%	2.3%	7.6%	14.8%	13.2%
销售费用	110.8	111.2	108.8	142.7	172.7	EBITDA 增长率	65.7%	-7.6%	13.0%	15.1%	12.1%
管理费用	277.2	264.5	261.0	305.8	353.2	EBIT 增长率	77.6%	-9.8%	16.4%	15.7%	12.8%
财务费用	41.7	6.3	-20.1	-17.7	-23.3	NOPLAT 增长率	77.5%	-3.2%	5.0%	15.3%	12.9%
资产减值损失	-25.9	-0.2	1.5	0.6	-0.9	投资资本增长率	10.0%	25.8%	41.7%	11.7%	13.3%
加: 公允价值变动收益	0.9	-9.9	-4.4	-	-	净资产增长率	1.9%	37.2%	88.5%	14.8%	14.6%
投资和汇兑收益	132.7	60.7	74.2	89.2	74.7						
<b>营业利润</b>	<b>1,026.3</b>	<b>957.4</b>	<b>1,141.9</b>	<b>1,315.7</b>	<b>1,488.0</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	49.8	96.5	8.0	4.0	6.0	毛利率	27.2%	27.7%	26.8%	25.0%	25.0%
<b>利润总额</b>	<b>1,076.1</b>	<b>1,053.9</b>	<b>1,149.9</b>	<b>1,319.7</b>	<b>1,494.0</b>	营业利润率	21.1%	20.1%	21.0%	19.4%	19.0%
减: 所得税	128.3	102.4	126.5	145.2	164.3	净利润率	19.1%	20.0%	18.8%	17.3%	16.9%
<b>净利润</b>	<b>930.1</b>	<b>951.5</b>	<b>1,023.4</b>	<b>1,174.6</b>	<b>1,329.6</b>	EBITDA/营业收入	24.6%	23.3%	23.0%	21.2%	20.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	21.9%	20.2%	20.6%	19.1%	18.7%
货币资金	1,376.9	1,114.4	1,307.6	1,720.0	2,056.9	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	11.0	1.8	-	-	-	固定资产周转天数	75	77	91	95	85
应收帐款	334.5	289.5	654.1	565.6	691.4	流动营业资本周转天数	186	219	262	253	255
应收票据	33.5	49.4	53.8	61.5	76.7	流动资产周转天数	309	353	371	352	358
预付帐款	81.3	90.0	110.1	120.0	138.8	应收帐款周转天数	20	21	20	20	20
存货	2,446.6	2,854.9	3,379.6	4,022.2	4,841.6	存货周转天数	186	200	206	196	203
其他流动资产	-	651.8	651.8	651.8	651.8	总资产周转天数	408	467	499	475	464
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	234	284	335	332	324
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	36.4%	26.7%	15.2%	15.2%	15.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.5%	14.4%	12.1%	12.4%	12.3%
固定资产	1,023.1	1,016.0	1,741.4	1,837.2	1,852.3	ROIC	32.7%	28.8%	24.0%	19.6%	19.8%
在建工程	155.7	247.8	149.3	90.2	54.7	<b>费用率</b>					
无形资产	281.0	277.5	399.0	391.1	383.7	销售费用率	2.3%	2.3%	2.0%	2.1%	2.2%
其他非流动资产	12.3	10.6	20.9	21.3	21.5	管理费用率	5.7%	5.6%	4.8%	4.5%	4.5%
<b>资产总额</b>	<b>5,756.1</b>	<b>6,603.8</b>	<b>8,467.6</b>	<b>9,480.8</b>	<b>10,769.3</b>	财务费用率	0.9%	0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
短期债务	2,021.2	1,644.1	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	8.8%	8.0%	6.4%	6.3%	6.4%
应付帐款	366.7	292.4	464.4	517.9	594.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	54.8%	46.0%	20.6%	18.5%	17.8%
其他流动负债	178.9	175.5	344.2	272.9	321.3	负债权益比	121.3%	85.1%	25.9%	22.7%	21.6%
长期借款	9.6	42.5	42.5	42.5	42.5	流动比率	1.61	2.34	7.10	8.10	8.13
其他非流动负债	486.4	830.4	830.3	830.3	830.3	速动比率	0.69	1.02	3.20	3.54	3.48
<b>负债总额</b>	<b>3,155.1</b>	<b>3,035.3</b>	<b>1,740.1</b>	<b>1,754.9</b>	<b>1,913.2</b>	利息保障倍数	25.62	153.93	-55.77	-73.52	-62.93
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	600.0	600.0	750.0	750.0	750.0	DPS(元)	-	-	-	0.23	0.27
留存收益	2,002.6	2,954.0	5,977.4	6,975.8	8,106.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,601.0</b>	<b>3,568.5</b>	<b>6,727.4</b>	<b>7,725.8</b>	<b>8,856.0</b>	股息收益率					
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	947.8	951.5	1,023.4	1,174.6	1,329.6	EPS(元)	1.55	1.59	1.36	1.57	1.77
加: 折旧和摊销	131.0	143.9	129.5	142.3	150.5	BVPS(元)	4.33	5.95	8.97	10.30	11.81
资产减值准备	-25.9	-0.2	1.5	0.6	-0.9	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-0.9	9.9	-4.4	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	37.7	41.5	-20.1	-17.7	-23.3	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-132.7	-60.7	-74.2	-89.2	-74.7	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	17.7	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-824.4	-943.3	-553.2	-556.9	-820.9	CAGR(%)	7.4%	11.8%	14.4%	14.1%	15.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>525.7</b>	<b>437.2</b>	<b>502.4</b>	<b>653.7</b>	<b>560.4</b>	PEG	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-52.2</b>	<b>-797.9</b>	<b>-811.6</b>	<b>-82.8</b>	<b>-47.3</b>	ROIC/WACC	6.6	5.8	4.8	3.9	4.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-4.9</b>	<b>306.5</b>	<b>512.3</b>	<b>-158.5</b>	<b>-176.2</b>	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

## 分析师声明

赵梅玲声明，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。

## 本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“本公司”）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。本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，本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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本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、建议及推测仅反映本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，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本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，本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。

本报告版权仅为本公司所有，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“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	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@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