

# 静待煤化工景气回升

评级: **增持-A**

上次评级: 增持-A

目标价格: **24.00元**

期限: 6个月 上次预测: 36.00元

现价(2012年06月29日): 19.25元

报告日期: **2012-06-30**

## 报告关键点:

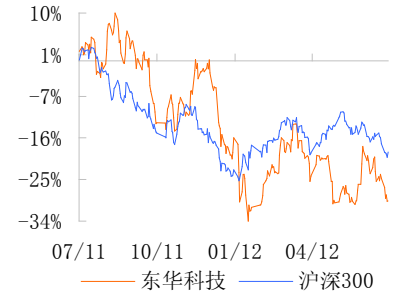
- 📖 化工工程专业承包商。
- 📖 新型煤化工项目前景广阔。
- 📖 最坏的时候可能正在过去。
- 📖 给予增持-A的投资评级。

## 报告摘要:

- **化工工程专业承包商。**公司是一家从事化工、石化行业为主的工程设计咨询与总承包的专业工程公司,经营业务遍及全国,在国内化工、石化工程承包市场居于领先地位。公司在甲乙酮、三聚氰胺、合成氨、尿素等传统化工领域具有优势地位,同时有效拓展了煤制丙烯、煤制乙二醇和煤制天然气等新技术、新产品的设计和工程建设市场,形成了行业内差异化的竞争局面,可持续发展能力强。
- **新型煤化工项目前景广阔。**我国能源结构的特点是富煤少油贫气,从宏观上讲,以煤为原料生产天然气、液化化工品等,是非石油路线生产替代石油产品的一个有效途径。新型煤化工中煤制天然气、煤制乙二醇和煤制烯烃有着良好的市场前景,也符合国家发展战略,具备广阔的发展空间,公司作为国内非常具有竞争力的煤化工工程服务商,将长期受益。
- **最坏的时候可能正在过去。**化工、石化行业工程具有投资额大的特点,一般特定年度内公司承揽和实施的总承包项目具有数量少、单个合同额大的特点,每年的新签合同金额波动较大。从2009年起,国内需求快速启动,公司的新签合同额快速上升,到2011年公司合同签约额达75.22亿元,是收入的3倍以上。但2012年上半年受国内外宏观经济的影响,公司新签合同大幅下滑,我们认为,随着下半年相关煤化工项目的重新启动,公司订单有望再次加速,全年新签合同有望维持50亿元以上的规模。
- **给予增持-A的投资评级。**化工工程市场的持续快速发展,公司在化工工程特别是煤化工领域竞争优势明显,未来煤制乙二醇、FMTP项目有望成为新的增长点,我们预计2012-2014年公司EPS分别为0.88、1.23、1.61元,未来三年复合增长率达37.3%。当前股价对应2012、2013年PE分别为21.9、15.6倍,目前估值偏低,给予增持-A的投资评级,6个月目标价24元。
- **风险提示:**宏观经济周期和产业政策导向变化的风险,同业竞争风险。

总市值(百万元)	8,586.16
流通市值(百万元)	8,316.93
总股本(百万股)	446.03
流通股本(百万股)	432.05
12个月最低/最高	17.88/30.80元
十大流通股股东(%)	78.02%
股东户数	9,213

## 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.11)	(7.18)	(10.33)
绝对收益	(13.95)	(6.91)	(29.46)

## 李孔逸

0755-82558015  
执业证书编号  
傅真卿  
021-68767632  
执业证书编号

## 行业分析师

liky@essence.com.cn  
S1450511020034  
行业分析师  
fuzq@essence.com.cn  
S1450511110002

## 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,835.8	2,346.5	3,629.5	4,902.5	6,305.3
Growth(%)	3.7%	27.8%	54.7%	35.1%	28.6%
净利润	197.0	277.3	391.5	549.0	717.9
Growth(%)	51.5%	40.8%	41.2%	40.2%	30.8%
毛利率(%)	22.8%	23.6%	22.4%	22.7%	22.8%
净利润率(%)	10.7%	11.8%	10.8%	11.2%	11.4%
每股收益(元)	0.44	0.62	0.88	1.23	1.61
每股净资产(元)	1.96	2.50	3.25	4.29	5.67
市盈率	43.6	31.0	21.9	15.6	12.0
市净率	9.8	7.7	5.9	4.5	3.4
净资产收益率(%)	22.5%	25.0%	27.1%	28.7%	28.5%
ROIC(%)	-79.4%	256.7%	-817.6%	159.1%	99.1%
EV/EBITDA	19.6	22.6	15.2	10.6	8.1
股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%

## 前期研究成果

东华科技: 化工工程订单高速增长  
2008-08-18

## 1. 化工工程专业承包商

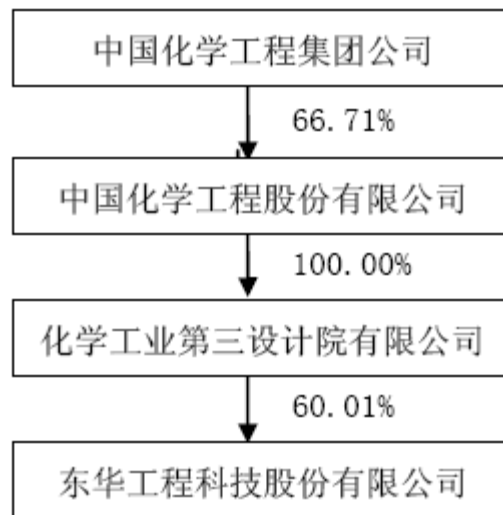
公司是一家从事化工、石化行业为主的工程设计咨询与总承包的专业工程公司，经营业务遍及全国，在国内化工、石化工程承包市场居于领先地位。化工、石油化工工程建设通常具有高温、高压、易燃、易爆等特点，从设计到施工的整个过程中均有很高的技术要求；同时，在一个完整工厂的建设中，还包括电力供应、污染处理甚至住宅建设等各个方面的工程。公司凭借在化学工程领域长期的经验累积、雄厚的研发实力、先进的技术，能够比较容易地进入其他相关工程领域，使公司的业务具有很强的延展性，一旦遇到单一市场的紧缩，可以很快调整方向，开创新的工程市场领域。

在化工、石化工程领域，公司大力巩固在传统项目领域的优势地位，2011年就相继承揽了甲乙酮、三聚氰胺、合成氨、尿素等工程设计和总承包项目，并涉足焦炉气综合利用、氯化法钛白等工程建设；在煤化工领域，公司除了继续保持煤制甲醇的优势外，有效拓展了煤制丙烯、煤制乙二醇和煤制天然气等新技术、新产品的设计和工程建设市场，形成了行业内差异化的竞争局面，进一步提升了公司可持续发展能力，是一家非常有竞争力的工程承包商。

公司控股股东化三院成立于1963年，为原化工部直属设计单位，化三院原为国家甲级综合性设计单位，拥有化工、石油化工、市政、建筑以及智能建筑、环境污染防治专项工程设计甲级，工程咨询、工程监理、工程总承包甲级，环境保护设施运营资质证书等多种资质。化三院以工程设计和总承包业务相关的净资产投入发起设立本公司后，化三院主要从事资产管理的工作。

2008年9月，中化工程以所属勘察设计单位、建设单位的主要生产经营性净资产作为出资，联合神华集团有限责任公司、中国中化集团公司共同发起设立了“中国化学工程股份有限公司”，公司控股股东化三院业务及资产亦进入中国化学工程股份有限公司（股票简称中国化学）。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

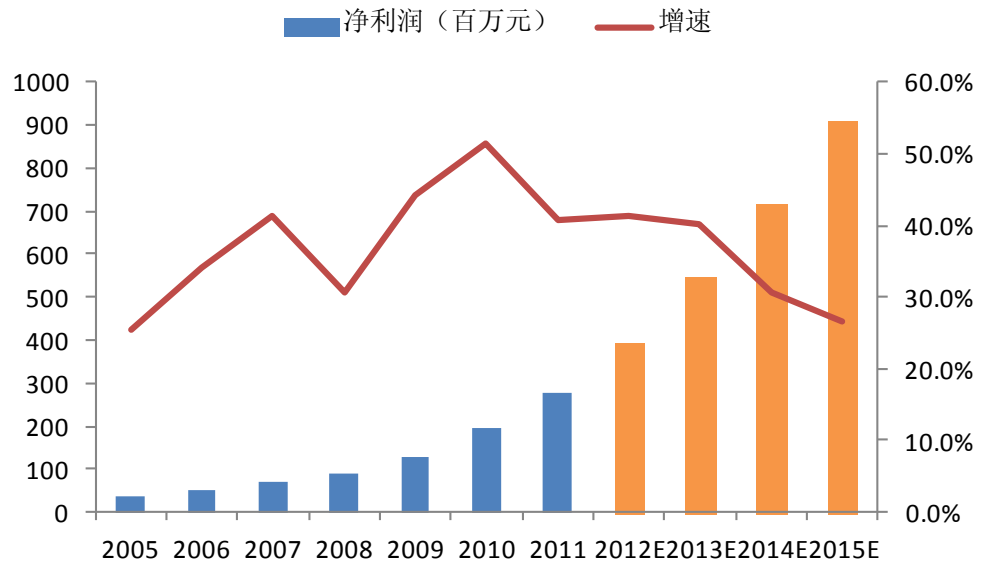
## 2. 业绩持续快速成长

随着国内经济的快速发展，公司所从事的化工工程行业也进入景气周期，持续多年快速成长，2005-2011年间，公司净利润由2005年的3,633万元增加到2011年的2.77亿元，6年复合增长率为40.3%。公司从最初的化工设计院成长为集工程设计咨询与总承包为一体的专业工程公司。

我们认为，公司主营业务未来三年具备非常好的成长性，尤其是煤化工业务中的煤制乙二醇项目有望成为最亮丽的增长点，而其他的石化和化工工程业务仍将保持稳

定增长态势,公司目前在手订单充裕,未来3年业绩的保持30%以上的增长值得期待。

图 2 公司业绩持续快速增长



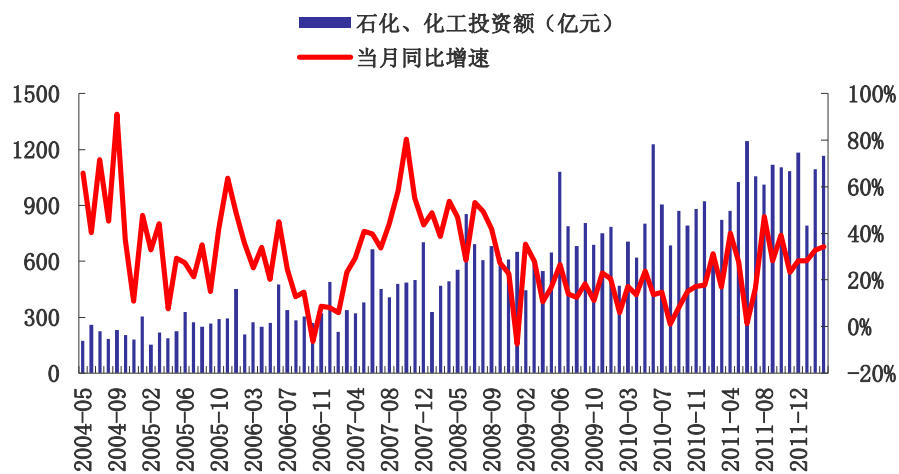
数据来源: WIND 资讯、安信证券研究中心

### 3. 化工工程行业发展空间大

#### 3.1. 石化、化工投资维持高位

2010年,我国石化、化工行业固定资产投资8939亿元,同比增长14%,与2009年相比回落4.45个百分点,连续三年增速回落。进入2011年后,情况有所变化,化工投资出现了快速增长,增速从2009-2010年20%左右的平台迅速上升到了2011年后的30%左右的平台。2012年国内各行业投资增速虽普遍大幅回落,化工投资增速仍保持在较高的平台之上,2012年前5月增速达33.3%。化工投资普遍周期较长,大型项目长达4-5年,项目上马后具备持续性,化工工程公司将显著受益于化工投资的持续快速增长。

图 3 石化、化工固定资产投资及增速



数据来源: WIND 资讯、安信证券研究中心

#### 3.2. 西部大开发推动化工产业持续发展

中国西部地区幅员辽阔,煤炭、煤层气、油气、钾盐、稀土、磷、硫、重晶石、芒硝等矿产资源在全国具有举足轻重的地位。长期以来,西部地区处在卖资源、卖初

级产品的产业链低端，不仅效益不高，而且资源和环境承载能力不断弱化，可持续发展面临严峻挑战。

2010年7月召开的中央西部大开发工作会议中，国家作出了将西部大开发进一步推向深入的部署，提出今后10年西部地区综合经济实力、人民生活水平和质量、生态环境保护都要上一个大台阶，现代产业体系基本形成，建成国家重要的能源基地、资源深加工基地、装备制造业基地和战略性新兴产业基地。

按照中央对西部地区提出的“着力推进特色优势产业发展，培育新的经济增长极，使西部地区资源优势转变为经济优势”的整体要求，西部有望迎来新的投资建设热潮，而石油和化工行业无疑是其中的重要角色。今后一段时期西部地区将大力开发利用优势资源，能源化工产业将迎来大发展、大升级的契机。

同时，国家《十二五规划纲要》中明确指出，要统筹规划全国能源开发布局和建设重点，建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区和新疆五大国家综合能源基地，提高能源就地加工转化水平，减少一次能源大规模长距离输送压力。西部地区尤其是新疆、内蒙古等地石化和煤化工迎来战略发展机遇。

### 3.2.1. 新疆

新疆不仅地域广，资源储量大，而且是欧亚大陆桥的桥头堡，区位优势显著。依托区内丰富的煤、煤层气资源，发展煤电煤化工产业，成为新疆发展优势产业的选择之一。近期相继召开的中央新疆工作座谈会和西部大开发工作会议，以及新疆在全国率先开展资源税试点，如一剂剂强心针，将新疆推向西部大开发的最前沿，国内的大型石油和化工业界骨干企业纷纷入疆进行投资。

在新疆“十二五”发展规划中，煤炭工业和现代煤化工产业是新疆的重点产业发展方向。其中，吐哈煤田以“疆煤东运”为主，适度发展煤电及电力外送；准东煤田重点发展煤电及现代煤化工，参与“疆煤东运”；伊犁煤田以发展现代煤化工为主，适度发展煤电；库拜煤田以供应南疆四地州生产生活用煤为主，适度发展煤电及煤焦化。

依托优质煤炭资源，新疆将以伊犁、准东煤炭基地为重点，大力发展现代煤化工，提升传统煤化工，提高技术含量和深加工程度，形成煤制合成氨、煤制二甲醚、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤焦化产业链，尽快建成一定规模的现代煤化工产业集群。到2015年，计划建成煤制尿素260万吨、煤制二甲醚80万吨、煤制天然气600亿立方米、煤制油360万吨、煤制烯烃100万吨、煤制乙二醇100万吨；“十二五”期间新增煤焦化生产能力800万吨。

表 1 新疆“十二五”新型煤化工发展规划

主要产品	2015 目标产能	单位	预计投资额 (亿元)
煤制油	360	万吨/年	600
煤制烯烃	100	万吨/年	220
煤制天然气	600	亿立方/年	3000
煤制乙二醇	100	万吨/年	100
煤制二甲醚	80	万吨/年	80
<b>合计</b>			<b>4000</b>

数据来源：新疆“十二五”发展规划纲要、安信证券研究中心

### 3.2.2. 内蒙古

内蒙古资源丰富，特别是煤、天然气、石油、盐、碱、硝的储量位居全国前列，发展石油和化学工业得天独厚，石油化工产业成为全区六大优势产业之一。西部大开发实施以来，内蒙古在呼伦贝尔—包头—鄂尔多斯“金三角”及周边地区，在呼伦贝尔市、通辽市和锡林郭勒盟煤炭等资源富集区，启动建设5个大型重化工基地，即鄂尔多斯化学工业基地、乌海—棋盘井—乌斯太化学工业基地、锡林郭勒能源煤化工基地、霍林河能源煤化工基地、呼伦贝尔能源重化工基地。

众多大中型企业已经在内蒙古设厂，包括中海油化工公司年产 360 万吨煤制甲醇项目、北京泛海集团年产 360 万吨甲醇项目、四川汉龙集团年产 100 万吨聚氯乙烯和 72 万吨离子膜烧碱项目、海平面高分子有限公司年产 40 万吨聚氯乙烯项目在在内的大型化工项目又获内蒙古自治区发改委批准立项。一大批石油化工重点项目的建设，更加确定了石油化工产业在全区六大优势产业中的地位。

### 3.3. 煤化工前景广阔

煤化工是以煤炭为主要原料生产化工产品的行业，根据生产工艺与产品的不同主要分为煤焦化、煤电石、煤气化和煤液化四条产品链。其中煤焦化、煤电石、煤气化中的合成氨等属于传统煤化工；煤气化制醇醚燃料、煤液化、煤气化制烯烃等可归于新型煤化工领域。

“十一五”时期，由于电石、甲醇等传统煤化工产品生产技术成熟，同时又是发展高端产品的基础原料产品，因此，甲醇、合成氨、电石等原料型煤化工产业首先获得迅猛发展。煤化工高端产品——煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制二甲醚、煤制天然气的发展处于示范阶段，但通过示范项目的实践和全行业努力，中国在新型煤化工领域集中突破了一批重大关键技术，多项科技成果创造了世界第一。

“十二五”期间新型煤化工在产业化方面有望获得快速发展。国家《十二五规划纲要》中明确指出，将有序开展煤制天然气、煤制液体燃料和煤基多联产研发示范，稳步推进产业化发展。新型煤化工有望迎来黄金发展期。

表 2 煤化工项目发展前景

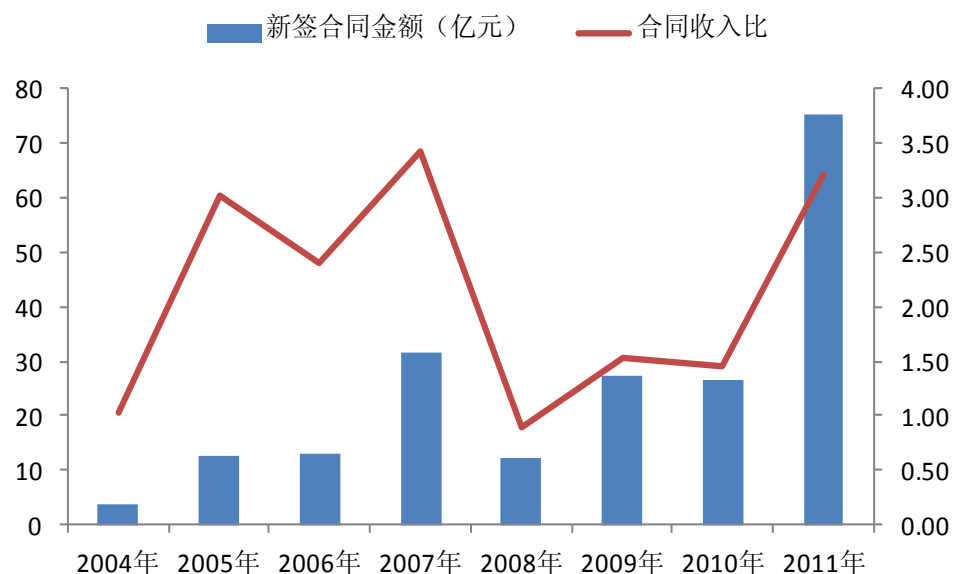
煤化工方向	投资规模	市场前景	国家政策
煤制甲醇	小	中性	遏制产能的盲目扩张
煤制油	大	较乐观	储备，不宜推广
煤制烯烃	大	乐观	重点示范
煤制乙二醇	较大	较乐观	鼓励发展
煤制天然气	大	较乐观	重点示范

数据来源：中国化工网、安信证券研究中心

## 4. 在手订单充裕

化工、石化行业工程具有投资额大的特点，一般特定年度内公司承揽和实施的总承包项目具有数量少、单个合同额大的特点，每年的新签合同金额波动较大。

图 4 公司新签合同金额和合同收入比



数据来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

2005-2007 年国内经济处于景气高点，化工产品的需求快速增长，相对应的化工投资也处于高位，公司开始进入总承包领域，新签合同也快速增长，合同收入比在 2.5 以上，2008 年受金融危机影响新签合同大幅回落，但 2009 年国内需求的快速启动使得公司的订单快速回升，到 2011 年受国内煤化工启动的叠加影响，公司全年合同签约额达 75.22 亿元。

近年来，公司还加大了业务多元化的步伐，在确保化工石化传统市场份额的前提下，不断向有技术、设计优势的上下游产业拓展，2011 年是成果集中呈现的一年，新签合同中涉及了煤化工、化工、石化、环境工程和建筑等多个细分行业，其中煤化工项目合同签约额为 68.15 亿元，占全年合同总额的 90.6%；从产品类别上看，工程总承包项目签约额为 71.32 亿元，占全年合同总额的 94.8%。

表 3 公司 2010 年以来新签大额合同

	项目名称	合同方式	金额(亿元)
2010 年 10 月	硫磺制酸	总承包	7.4
2010 年 10 月	多晶硅	设计合同	0.23
2010 年 9 月	聚氯乙烯	EPC	7.06
2010 年 9 月	磷酸、磷酸二铵	EPC	4.51
2011 年 1 月	乙二醇	总承包	30.47
2011 年 1 月	煤制气	总承包	14.15
2011 年 5 月	乙二醇	设计合同	0.62
2011 年 5 月	乙二醇	设计合同	0.27
2011 年 6 月	二甲醚、煤制甲醇	总承包	9.06
2011 年 6 月	合成氨、尿素	设计合同	0.3
2011 年 7 月	煤制天然气	设计合同	0.33
2011 年 9 月	合成氨、尿素	总承包	10.42
2011 年 11 月	甲醇制丙烯	设计合同	0.3
2012 年 3 月	大型褐煤低温热解	设计合同	0.6
	<b>合计</b>		<b>85.71</b>

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

同时，公司合同签约总额和单个签约项目规模均创出历史新高，经营档次和合同质量不断提升，为公司主营业务收入和经营业绩的稳步增长奠定了基础。进入 2012 年以来，虽然新签合同减少，但公司在手订单超过 80 亿元，业绩增长相对有保障，随着下半年煤化工项目的重新启动，公司全年新签订单有望达到 50 亿元以上。

## 5. 研发和市场互相促进

公司的前身为化工设计院，一向重视技术研发，而公司获得项目技术的来源主要有两类，一是利用公司自主研发或合作开发形成的技术；另一类是采用引进技术或购买国内其他公司的工艺技术，再通过自主研发、合作开发或引进消化吸收，掌握了相应的主流工艺技术，提升了公司在承揽上述行业内工程项目的能力。

公司还积极探索技术研发与市场营销互为促进的新模式，广泛寻求与具有良好市场前景的专利商和生产厂家开展产学研合作，推动了公司在煤制乙二醇、BGL 煤气化、U-GAS 煤气化、硅烷法流化床技术生产颗粒多晶硅生产工艺等领域的市场开发；同时，公司甲醇制取丙烯（FMTP）技术研发及市场推广取得阶段性成果，煤制乙二醇、新型多晶硅等新产品新技术取得较大进展，新型多晶硅技术研发合作初见成效，并成功进入风电、褐煤提质综合利用、煤制天然气等工程新领域。

表 4 公司具备优势的细分市场

细分领域	项目类型	市场份额
化工材料	甲乙酮	垄断地位
	三聚氰胺	50%
	磷复肥	65%
化肥市场	尿素和合成氨	30%

	硫酸	60%
无机化学	甲醇	30%
	多晶硅	优势地位
化工涂料	钛白	优势地位
传统煤化工	煤气化工程设计	30%
新型煤化工	煤制乙二醇	技术工业化
	FMTF	

数据来源：公司招股书、安信证券研究中心

## 6. 估值偏低，增持-A 评级

我们认为，公司主营业务未来三年具备非常好的成长性，尤其是煤化工业务中的煤制乙二醇工程有望成为最亮丽的增长点，而一般的石化和化工业务仍将保持稳定增长态势，公司在手订单充裕，随着下半年新签订单的恢复增长，未来3年公司业绩保持30%以上的增长值得期待。

我们预计2012-2014年公司EPS分别为0.88、1.23、1.61元，未来三年复合增长率达37.3%。当前股价对应2012、2013年PE分别为21.9、15.6倍，综合考虑未来化工工程市场的发展以及公司在市场中的竞争优势，特别是公司在煤化工领域的领先优势，我们认为公司目前被低估，给予增持-A的投资评级，6个月目标价24元。

表5 盈利预测与估值比较

	EPS				复合 增长率	PE			6.29 股价	评级
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012	2013		
中国化学	0.48	0.65	0.88	1.11	32.0%	12.0	8.8	6.5	5.8	买入-A
东华科技	0.62	0.88	1.23	1.61	37.3%	31.0	21.9	15.6	19.3	增持-A
三维工程	0.41	0.55	0.80	1.10	39.2%	44.4	32.9	22.6	18.1	
中化岩土	0.25	0.38	0.48	0.62	35.4%	66.7	43.9	34.8	16.7	

数据来源：wind、安信证券研究中心

## 7. 风险因素

### 7.1. 宏观经济周期和产业政策导向变化的风险

工程设计与工程总承包业务和宏观经济运行关系较为密切，与国民经济发展周期呈正相关关系。公司业务的发展主要依赖于国民经济运行状况、国家固定资产投资规模，特别是在化工、石化行业的投资以及环境治理、城市化进程等方面的投入。因此，国民经济发展的不同时期、宏观经济的发展速度都将对公司的发展形成一定的影响。如果国家对上述细分行业的产业政策实施调整，则将对公司未来的经营状况形成重大影响。

### 7.2. 同业竞争风险

公司实际控制人中国化学系中央直属大型国有企业，其下属有六家与公司存在相同或相似业务的企业（分别为中国天辰化学工程公司、化学工业第二设计院、中国五环化学工程公司、中国华陆工程公司、中国成达工程公司和中国化学工业桂林工程公司），虽然上述企业与公司各自拥有的核心技术及其所属化学工业细分领域方面均不同，并且所拥有的特有工艺技术也不相同，中国化学亦承诺不会同公司竞争，但由于该等企业均主要从事化学工业的工程设计与工程总承包业务，不能排除未来不涉足公司当前和将要从事的服务领域，因此仍存在潜在同业竞争的风险。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-06-30		
						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>	
营业收入	1,835.8	2,346.5	3,629.5	4,902.5	6,305.3	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,418.0	1,791.7	2,814.9	3,791.2	4,868.5	营业收入增长率	3.7%	27.8%	54.7%	35.1%	28.6%
营业税费	34.5	33.4	54.4	73.5	94.6	营业利润增长率	52.3%	39.1%	45.7%	40.2%	30.8%
销售费用	17.6	20.6	34.5	44.1	56.7	净利润增长率	51.5%	40.8%	41.2%	40.2%	30.8%
管理费用	133.3	168.9	246.8	318.7	403.5	EBITDA 增长率	53.0%	40.5%	49.7%	41.0%	30.0%
财务费用	-3.9	-3.6	-6.7	-8.3	-10.1	EBIT 增长率	53.0%	39.9%	45.2%	40.4%	30.9%
资产减值损失	13.4	23.4	29.0	41.1	50.7	NOPLAT 增长率	51.9%	42.0%	40.6%	40.4%	30.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-143.9%	-144.2%	-821.7%	110.2%	77.8%
投资和汇兑收益	4.9	4.8	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	25.2%	27.2%	29.9%	32.3%	31.9%
<b>营业利润</b>	<b>227.8</b>	<b>316.8</b>	<b>461.6</b>	<b>647.2</b>	<b>846.3</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	2.3	6.9	-	-	-	毛利率	22.8%	23.6%	22.4%	22.7%	22.8%
<b>利润总额</b>	<b>230.0</b>	<b>323.7</b>	<b>461.6</b>	<b>647.2</b>	<b>846.3</b>	营业利润率	12.4%	13.5%	12.7%	13.2%	13.4%
减: 所得税	32.5	45.2	69.2	97.1	126.9	净利润率	10.7%	11.8%	10.8%	11.2%	11.4%
<b>净利润</b>	<b>197.0</b>	<b>277.3</b>	<b>391.5</b>	<b>549.0</b>	<b>717.9</b>	EBITDA/营业收入	12.8%	14.0%	13.6%	14.2%	14.3%
<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	12.2%	13.4%	12.5%	13.0%	13.3%
货币资金	769.1	1,161.4	1,287.6	1,445.1	1,566.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	30	38	29	28	28
应收账款	156.9	463.6	420.6	537.9	660.8	流动营业资本周转天数	-90	-62	-32	-3	19
应收票据	146.9	66.7	228.7	295.5	362.8	流动资产周转天数	407	426	360	314	297
预付账款	431.9	571.4	568.6	564.8	613.5	应收帐款周转天数	36	27	29	34	35
存货	655.6	1,125.0	1,372.8	1,838.5	2,521.0	存货周转天数	98	137	124	118	124
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	483	492	407	356	335
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-13	5	15	39	57
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	85.3	83.8	0.5	0.5	0.5	ROE	22.5%	25.0%	27.1%	28.7%	28.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	7.3%	8.9%	10.3%	11.2%
固定资产	223.4	271.2	313.8	454.0	509.8	ROIC	-79.4%	256.7%	-817.6%	159.1%	99.1%
在建工程	39.0	-	112.0	108.8	89.4	<b>费用率</b>					
无形资产	69.4	73.3	68.4	63.9	59.6	销售费用率	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	7.9	11.4	12.8	14.1	15.5	管理费用率	7.3%	7.2%	6.8%	6.5%	6.4%
<b>资产总额</b>	<b>2,585.4</b>	<b>3,827.9</b>	<b>4,385.9</b>	<b>5,323.1</b>	<b>6,399.2</b>	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	2.2	-	三费/营业收入	8.0%	7.9%	7.6%	7.2%	7.1%
应付账款	680.0	789.8	987.1	1,329.5	1,640.6	<b>偿债能力</b>					
应付票据	20.8	63.6	77.1	103.9	133.4	资产负债率	66.1%	70.9%	67.0%	64.0%	60.5%
其他流动负债	1,008.4	1,860.3	2,054.4	2,166.2	2,307.2	负债权益比	195.1%	243.6%	203.0%	177.9%	153.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.26	1.25	1.32	1.37	1.48
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.88	0.83	0.85	0.83	0.83
<b>负债总额</b>	<b>1,709.2</b>	<b>2,713.8</b>	<b>2,938.2</b>	<b>3,407.6</b>	<b>3,872.1</b>	利息保障倍数	57.90	88.21	67.95	76.60	83.05
<b>少数股东权益</b>	<b>6.1</b>	<b>8.5</b>	<b>9.3</b>	<b>10.4</b>	<b>11.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	278.8	446.0	446.0	446.0	446.0	DPS(元)	0.05	0.09	0.13	0.18	0.24
留存收益	591.3	659.6	992.4	1,459.0	2,069.3	分红比率	10.6%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>股东权益</b>	<b>876.2</b>	<b>1,114.1</b>	<b>1,447.7</b>	<b>1,915.5</b>	<b>2,527.1</b>	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%
<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	197.5	278.5	391.5	549.0	717.9	EPS(元)	0.44	0.62	0.88	1.23	1.61
加: 折旧和摊销	15.2	20.8	38.2	56.2	67.2	BVPS(元)	1.96	2.50	3.25	4.29	5.67
资产减值准备	13.4	23.4	29.0	41.1	50.7	PE(X)	43.6	31.0	21.9	15.6	12.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.8	7.7	5.9	4.5	3.4
财务费用	-4.0	-4.4	-4.3	-6.7	-8.3	P/FCF	-52.6	19.9	2,879.9	49.0	54.6
投资收益	-4.9	-4.8	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	4.7	3.7	2.4	1.8	1.4
少数股东损益	0.5	1.2	0.8	1.1	1.4	EV/EBITDA	19.6	22.6	15.2	10.6	8.1
营运资金的变动	-318.9	159.1	12.7	-206.0	-491.2	CAGR(%)	40.7%	37.2%	32.4%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-103.7</b>	<b>472.6</b>	<b>460.5</b>	<b>428.0</b>	<b>331.0</b>	PEG	1.1	0.8	0.7	-0.2	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-49.5</b>	<b>-37.4</b>	<b>-101.7</b>	<b>-185.0</b>	<b>-95.0</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-30.5</b>	<b>-41.9</b>	<b>-52.0</b>	<b>-71.8</b>	<b>-99.9</b>	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。

## 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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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