

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

## 中报符合预期, 订单结构不断优化

### 事件:

公司发布 2017 年中报, 上半年公司实现营收 5253 亿元, 同增 11.83%, 实现归母净利 180.38 亿元, 同增 12.03%。

### 点评:

**营收稳健增长, 基建业务表现亮眼。**上半年公司营收同比稳健增长 11.83%, 分业务看房地产同比增长 28%, 较去年同期增速下滑 4pct, 在地产调控的大背景下已属不易, 房建/基建业务营收 3286/970 亿元, 同比分别增长 4.4%/33.0%, 基建业务表现亮眼, 其营收占比提高 3pct 至 18.6%, 基建业务上半年收入增长 241 亿元, 占公司营业收入增长总额的 43%; 本期房建、基建、地产业务毛利率分别变动 0.70pct、-1.30pct、-2.50pct 至 5.80%、8.00%、28.00%, 由于占比最大的房建毛利率的提升, 带动本期毛利率提升 0.17pct 至 10.41%, 上半年期间费用率提升 0.35pct 至 3.01%; 由于分步实现企业合并产生 20.73 亿元的收益, 本期其他经营收益比上年同期增加 23.53 亿元, 在期间费用率下降较毛利率提升更多的情况下, 带动净利率提升 0.28pct 至 4.85%; 本期经营性现金流有所恶化, 主要系拿地支出增加, 地产业务现金净流出 240 亿元, 较上年同期多流出 556 亿元所致。

**海外、基建订单高增, 订单结构不断优化。**公司上半年新签合同 11955 亿元, 较去年同期增长 33.68%, 分地区看海外合同 1117 亿元, 同比增速高达 80.45%, 高于国内增速 30.19%, 海外新签合同占比由去年同期的 0.07 提升至 0.09; 分项目看上半年新签房建合同 8234 亿元, 同比增长 23.37%, 基建合同 3667 亿元, 同比增长 64.51%, 去年上半年基建新签合同同比增速高达 142.70%, 在高基数上本期基建合同仍保持高速增长, 基建新签合同占比由去年同期的 0.25 提升至 0.31, 订单结构不断优化。

**地产销售高增、购置土地迅猛, 未来地产业务收入增长有保障。**公司地产业务在调控政策出台下及时调整经营策略, 实现合约销售额 1223 亿元, 同比增长 49.9%, 按照建设和收入确认周期来看, 未来一到两年公司地产业务预计会保持高增趋势; 本期购置土地储备 791 万平, 同比大增 162.8%, 期末土地储备 8447 万平, 同比增长 34.4%, 充足的土地储备为未来一段时间公司地产业务的推进打下坚实的基础。

**财务预测与估值:** 我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 1.14、1.31、1.48 元, 对应 PE 分别为 9X、8X、7X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 海外项目拓展不及预期, 固定资产投资超预期下滑。

### 股票数据

2017/8/22

收盘价(元)	10.02
12个月股价区间(元)	6.06~11.45
总市值(百万元)	300,600
总股本(百万股)	30,000
A股(百万股)	30,000
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	167

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	14%	61%
相对收益	-7%	4%	48%

### 相关报告

《岭南园林(002717): 员工持股计划志在未来, 产业基金助 PPP 更上一层楼》2017-05-24  
《铁汉生态(300197): 业绩符合预期, 17 年更值得期待》2017-02-28

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	880,577	959,765	1,049,036	1,141,529	1,236,168
(+/-)%	10.1%	9.0%	9.3%	8.8%	8.3%
归属母公司净利润	26,062	29,870	34,285	39,371	44,351
(+/-)%	15.5%	14.6%	14.8%	14.8%	12.6%
每股收益(元)	0.87	1.00	1.14	1.31	1.48
市盈率	11	10	9	8	7
市净率	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
净资产收益率(%)	17.28%	17.26%	17.16%	17.08%	16.73%
股息收益率(%)	2.01%	2.16%	2.52%	2.90%	3.26%
总股本(百万股)	30000	30000	30000	30000	30000

### 证券分析师: 刘立喜

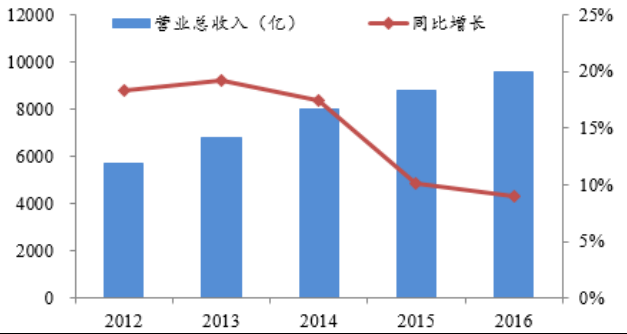
执业证书编号: S0550511020007

### 研究助理: 申浩

执业证书编号: S0550117060021

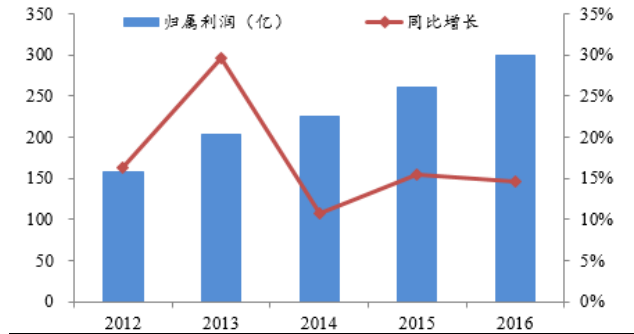
(021)20363234 shenhao@nesc.cn

图 1: 近年营业收入概况



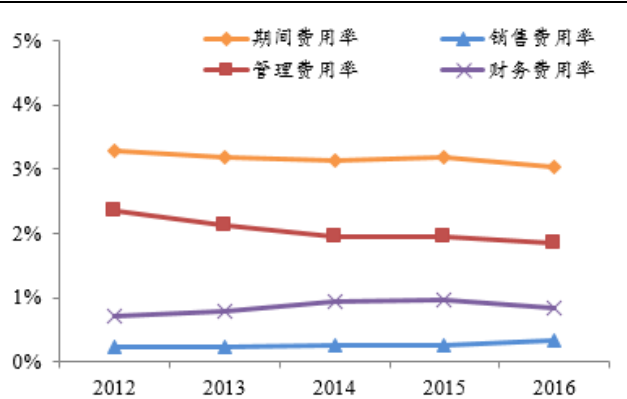
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 近年利润概况



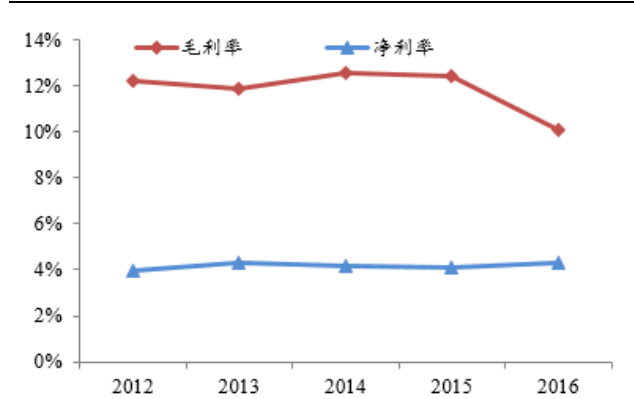
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 公司期间费用率概况



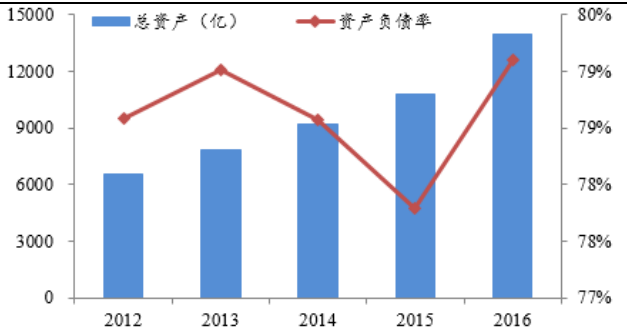
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 公司毛利率、净利率概况



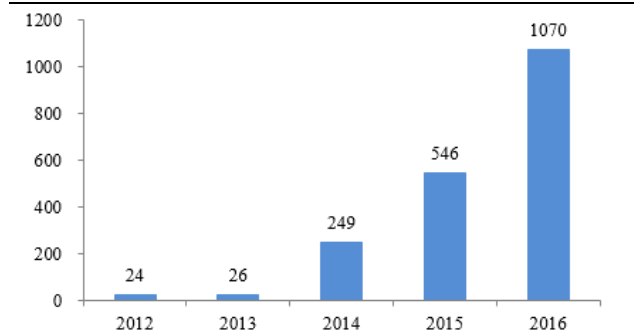
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 公司资产负债率概况



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 公司经营性净现金流概况



数据来源: 东北证券, Wind

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	320,860	350,000	416,920	501,987
交易性金融资产	1,127	1,130	1,130	1,130
应收款项	138,649	146,537	159,457	172,677
存货	494,269	538,692	585,076	633,158
其他流动资产	96,702	102,195	111,143	120,334
<b>流动资产合计</b>	<b>1,109,946</b>	<b>1,202,318</b>	<b>1,343,112</b>	<b>1,504,425</b>
可供出售金融资产	10,371	10,371	10,371	10,371
长期投资净额	33,477	33,477	33,477	33,477
固定资产	30,026	39,303	47,866	55,771
无形资产	12,122	10,910	9,819	8,837
商誉	206,383	195,283	195,730	196,188
<b>非流动资产合计</b>	<b>282,008</b>	<b>278,972</b>	<b>286,892</b>	<b>294,272</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,391,953</b>	<b>1,481,290</b>	<b>1,630,004</b>	<b>1,798,697</b>
短期借款	32,319	46,143	37,500	40,000
应付款项	402,420	423,155	459,591	497,361
预收款项	180,227	196,428	213,341	230,874
一年内到期的非流动负债	55,654	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>799,618</b>	<b>796,028</b>	<b>844,748</b>	<b>906,675</b>
长期借款	143,667	173,667	203,667	233,667
其他长期负债	157,670	180,850	205,200	230,550
<b>长期负债合计</b>	<b>301,337</b>	<b>354,517</b>	<b>408,867</b>	<b>464,217</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,100,954</b>	<b>1,150,545</b>	<b>1,253,615</b>	<b>1,370,892</b>
归属于母公司股东权益合计	173,045	199,787	230,496	265,090
少数股东权益	100,508	113,513	128,447	145,269
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,374,507</b>	<b>1,463,844</b>	<b>1,612,558</b>	<b>1,781,251</b>

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>959,765</b>	<b>1,049,036</b>	<b>1,141,529</b>	<b>1,236,168</b>
营业成本	862,788	940,346	1,021,314	1,105,247
营业税金及附加	18,297	16,785	15,981	14,834
资产减值损失	5,366	6,000	6,500	7,000
销售费用	3,208	3,672	3,995	4,327
管理费用	17,718	19,932	21,689	23,487
财务费用	8,114	9,898	11,264	12,294
公允价值变动净收益	746	0	0	0
投资净收益	6,137	6,500	7,000	7,500
<b>营业利润</b>	<b>51,159</b>	<b>58,905</b>	<b>67,785</b>	<b>76,479</b>
营业外收支净额	611	954	950	950
<b>利润总额</b>	<b>52,113</b>	<b>59,855</b>	<b>68,735</b>	<b>77,429</b>
所得税	10,941	12,566	14,430	16,255
净利润	41,172	47,289	54,305	61,174
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>29,870</b>	<b>34,285</b>	<b>39,371</b>	<b>44,351</b>
少数股东损益	11,302	13,005	14,934	16,823

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>29,870</b>	<b>34,285</b>	<b>39,371</b>	<b>44,351</b>
资产减值准备	5,366	6,000	6,500	7,000
折旧及摊销	6,147	4,051	4,630	5,169
公允价值变动损失	746	0	0	0
财务费用	8,114	9,898	11,264	12,294
投资损失	-6,884	-6,500	-7,000	-7,500
运营资本变动	-6,826	-25,008	-16,541	-16,849
其他	76,626	13,090	14,763	16,653
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>107,048</b>	<b>29,815</b>	<b>46,488</b>	<b>54,119</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-4,732</b>	<b>-810</b>	<b>-12,050</b>	<b>-12,050</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-1,915</b>	<b>135</b>	<b>32,482</b>	<b>42,999</b>
<b>现金净增加值</b>	<b>100,401</b>	<b>29,140</b>	<b>66,920</b>	<b>85,067</b>

财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	1.00	1.14	1.31	1.48
每股净资产 (元)	5.77	6.66	7.68	8.84
每股经营性现金流量 (元)	3.57	0.99	1.55	1.80
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	9.0%	9.3%	8.8%	8.3%
净利润增长率	14.6%	14.8%	14.8%	12.6%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	10.10%	10.36%	10.53%	10.59%
净利率	3.11%	3.27%	3.45%	3.59%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	7.6	7.4	7.5	7.4
存货周转率 (次)	2.0	1.8	1.8	1.8
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	79.1%	77.7%	76.9%	76.2%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	0.33%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	1.85%	1.90%	1.90%	1.90%
财务费用率	0.85%	0.94%	0.99%	0.99%
<b>分红指标</b>				
分红比例	22%	22%	22%	22%
股息收益率	2.16%	2.52%	2.90%	3.26%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	10	9	8	7
P/B (倍)	1.7	1.5	1.3	1.1
P/S (倍)	0.3	0.3	0.3	0.2
净资产收益率	17.26%	17.16%	17.08%	16.73%

分析师简介:

申浩，建筑建材行业助理分析师，华建集团3年工程设计行业工作经验，同济大学土木工程学士、结构工程硕士。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

### 东北证券股份有限公司

#### 中国 吉林省长春市

生态大街6666号  
 邮编：130119  
 电话：4006000686  
 传真：(0431)85680032  
 网址：<http://www.nesc.cn>

#### 中国 北京市西城区

锦什坊街28号  
 恒奥中心D座  
 邮编：100033  
 电话：(010)63210800  
 传真：(010)63210867

#### 中国 上海市浦东新区

杨高南路729号  
 邮编：200127  
 电话：(021)20361009  
 传真：(021)20361258

#### 中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D  
 邮编：518000

### 机构销售

#### 华北地区

销售总监 李航  
 电话：(010) 63210890  
 手机：185-1501-8255  
 邮箱：lihang@nesc.cn

#### 华东地区

销售总监 袁颖  
 电话：(021) 20361100  
 手机：136-2169-3507  
 邮箱：yuanying@nesc.cn

#### 华南地区

销售总监 邱晓星  
 电话：(0755) 33975865  
 手机：186-6457-9712  
 邮箱：qiuxx@nesc.cn