

# 静待外部环境转暖,盈利能力提升 增持维持

#### 经营数据:

公司2012上半年实现营业总收入250.98亿元,同比增长4.87%;实现利润总额5.87亿元,同比降低35.00%%;实现归属于上市公司股东的净利润为4.75亿元,同比降低36.55%;对应每股收益0.43元。

- 宏观环境及项目亏损拖累主营业务下滑。报告期内,公司营业收入、利润总额、净利润等主要财务指标与去年同期相比均呈负增长。新签合同方面,上半年公司共签订主业订单130亿元(不含贸易),同降38%,其中国内合同58亿元,海外合同72亿元。虽然新签总额缩水,但生效合同占比有所提升,是公司下半年业绩增长的有力保障。
- ▶ 项目管理水平提升后,海外项目将顺利推进。2012 上半年,部分海外项目由于内部资源配置不到位和项目业主配合出现问题而发生亏损,由此公司已吸取经验教训对重点项目全面排查,并与业主方进行充分沟通,为后续的项目履行提供保证。随着南美、中东、东南亚非洲和部分出口国家的水泥需求趋暖,以及公司项目管控能力的系统性提升,公司海外项目将重回优质业务。
- ▶ 新业务积极发展,并购活动有序进行。报告期内,公司的有限多元化战略卓有成效。公司将水泥技术装备工程、工程多元化、科研成果产业化、产业投资、物流贸易等五个产业作为发展方向。在新产业领域,签西藏日喀则 10MW 光伏 EPC 工程的项目建设基本结束,在东营、无锡等地进行市场前期开发工作;溧阳废弃物处置示范线已投入试运行,正在多个城市积极推广。为加快推进新产业发展,公司加大了投资并购工作力度,目前正在进一步集中目标进行深入接洽,各项工作有序进行。
- ▶ 风险因素。国内外水泥投资低于预期。
- 盈利预测及评级。我们下调公司 2012-2014 年 EPS 分别至 1.11 元、1.27 元和 1.47 元,静待公司外部经营环境改善及内部整合成效的显现,维持"增持"评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	23933.05	25098.00	29113.68	33480.73	39507.26
同比增长率	32.92%	4.87%	16.00%	15.00%	18.00%
净利润 (百万)	1425.61	1537.80	1217.30	1382.76	1606.56
同比增长率	91.62%	7.87%	-20.84%	13.59%	16.18%
每股收益(元)	1.304	1.407	1.113	1.265	1.469
净资产收益率	42.89%	35.03%	22.29%	20.71%	19.86%

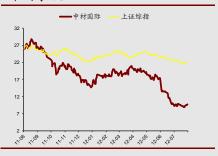
## 建筑工程行业高级分析师

#### 周蓉姿

电话: 010-88085996

Email zhourongzi@hysec.com 执业证书编号: S1180210060004

# 市场表现



公司数据	
总股本 (万股)	109,329.73
流通股 (万股)	109,329.73
每股净资产 (元)	3.93
主要股东	中国中材股份有限 公司
主要股东持股比例	41.84%

## 数据来源:港澳资讯

#### 相关研究

- 中材国际跟踪报告:被低估的央企 排头兵
- 2. 中材国际跟踪报告: 期待 2012 年 峰回路转



				资产负债表(百万)				
2011 A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
25098.00	29113.7	33480.73	39507.26	货币资金	5025.01	6021.29	7934.27	10002.7
21384.06	25445.4	29195.19	34371.31	应收和预付款项	7228.17	8536.56	9664.26	11368.8
203.74	238.73	277.89	335.81	存货	4156.70	5096.15	6132.77	7615.76
170.05	218.35	254.45	300.26	其他流动资产	3.17	10.00	10.00	10.00
1350.31	1528.47	1841.44	2291.42	长期股权投资	101.45	101.45	101.45	101.45
-6.43	4.03	32.01	56.85	投资性房地产	47.67	42.28	36.90	31.51
155.27	250.00	250.00	250.00	固定资产和在建工程	1604.08	1175.42	742.25	304.59
24.88	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	340.47	300.79	261.11	221.43
0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	45.65	29.20	12.38	12.48
1833.66	1428.74	1629.74	1901.60	资产总计	18552.3	21313.1	24895.3	29668.7
59.15	50.00	50.00	50.00	短期借款	180.97	0.00	0.00	0.00
1892.82	1478.74	1679.74	1951.60	应付和预收款项	13118.0	14930.3	17267.5	20594.4
333.05	236.60	268.76	312.26	其他负债	751.7	785.1	785.0	785.0
1559.76	1242.14	1410.98	1639.35	负债合计	14050.7	15715.4	18052.6	21379.4
21.97	24.84	28.22	32.79	股本	911.08	911.08	911.08	911.08
1537.80	1217.30	1382.76	1606.56	资本公积	377.91	377.91	377.91	377.91
2011 A	2012E	2013E	2014E	留存收益	3100.60	4171.82	5388.65	6802.42
-2820.13	1226.01	1946.61	2084.20	归属母公司股东权益	4389.59	5460.81	6677.64	8091.41
-452.22	-11.26	-3.10	-3.10	少数股东权益	112.06	136.90	165.12	197.91
-149.09	-218.47	-30.53	-12.60	股东权益合计	4501.65	5597.71	6842.76	8289.32
-3441.18	996.28	1912.98	2068.50	负债和股东权益合计	18552.3	21313.1	24895.3	29668.7
2011 A	2012E	2013E	2014E	毎股指标	2011A	2012E	2013E	2014E
14.80%	12.60%	12.80%	13.00%	每股收益	1.407	1.113	1.265	1.469
6.03%	6.01%	6.36%	6.70%	每股经营性现金流	-2.579	1.121	1.780	1.906
7.31%	4.74%	4.61%	4.48%	增长率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
8.10%	5.72%	5.48%	5.19%	销售收入增长率	4.87%	16.00%	15.00%	18.00%
6.21%	4.27%	4.21%	4.15%	EBIDA 增长率	3.83%	-18.04%	10.08%	11.70%
2011 A	2012E	2013E	2014E	净利润增长率	7.27%	-20.36%	13.59%	16.18%
35.03%	22.29%	20.71%	19.86%	经营营运资本增长率	114.46%	147.78%	19.35%	28.47%
9.89%	6.48%	6.20%	5.97%		2011A	2011E	2012E	2014E
-73.41%	51.69%	44.04%	55.22%	PE	6.92	8.75	7.70	6.63
2011 A	2012E	2013E	2014E	PB	2.43	1.95	1.59	1.32
	25098.00 21384.06 203.74 170.05 1350.31 -6.43 155.27 24.88 0.00 1833.66 59.15 1892.82 333.05 1559.76 21.97 1537.80 2011A -2820.13 -452.22 -149.09 -3441.18 2011A 14.80% 6.03% 7.31% 8.10% 6.21% 2011A	25098.00       29113.7         21384.06       25445.4         203.74       238.73         170.05       218.35         1350.31       1528.47         -6.43       4.03         155.27       250.00         24.88       0.00         0.00       0.00         1833.66       1428.74         59.15       50.00         1892.82       1478.74         333.05       236.60         1559.76       1242.14         21.97       24.84         1537.80       1217.30         2011A       2012E         -2820.13       1226.01         -452.22       -11.26         -149.09       -218.47         -3441.18       996.28         2011A       2012E         14.80%       12.60%         6.03%       6.01%         7.31%       4.74%         8.10%       5.72%         6.21%       4.27%         2011A       2012E         35.03%       22.29%         9.89%       6.48%         -73.41%       51.69%	25098.00       29113.7       33480.73         21384.06       25445.4       29195.19         203.74       238.73       277.89         170.05       218.35       254.45         1350.31       1528.47       1841.44         -6.43       4.03       32.01         155.27       250.00       250.00         24.88       0.00       0.00         0.00       0.00       0.00         1833.66       1428.74       1629.74         59.15       50.00       50.00         1892.82       1478.74       1679.74         333.05       236.60       268.76         1559.76       1242.14       1410.98         21.97       24.84       28.22         1537.80       1217.30       1382.76         2011A       2012E       2013E         -2820.13       1226.01       1946.61         -452.22       -11.26       -3.10         -149.09       -218.47       -30.53         -3441.18       996.28       1912.98         2011A       2012E       2013E         14.80%       12.60%       6.36%         7.31%       4.74%       4.61%	25098.00         29113.7         33480.73         39507.26           21384.06         25445.4         29195.19         34371.31           203.74         238.73         277.89         335.81           170.05         218.35         254.45         300.26           1350.31         1528.47         1841.44         2291.42           -6.43         4.03         32.01         56.85           155.27         250.00         250.00         250.00           24.88         0.00         0.00         0.00           0.00         0.00         0.00         0.00           1833.66         1428.74         1629.74         1901.60           59.15         50.00         50.00         50.00           1892.82         1478.74         1679.74         1951.60           333.05         236.60         268.76         312.26           1559.76         1242.14         1410.98         1639.35           21.97         24.84         28.22         32.79           1537.80         1217.30         1382.76         1606.56           2011A         2012E         2013E         2014E           -2820.13         1226.01         1946.61	2011A   2012E   2013E   2014E     25098.00   29113.7   33480.73   39507.26   貨币資金     21384.06   25445.4   29195.19   34371.31   应收和預付款項     203.74   238.73   277.89   335.81   存貨     170.05   218.35   254.45   300.26   其他流动资产     1350.31   1528.47   1841.44   2291.42   长期股权投资     -6.43   4.03   32.01   56.85   投资性房地产     155.27   250.00   250.00   250.00   固定资产和在建工程     24.88   0.00   0.00   0.00   .00   无形资产和开发支出     0.00   0.00   0.00   0.00   50.00   担继非流动资产     1833.66   1428.74   1629.74   1901.60   黄产总计     59.15   50.00   50.00   50.00   短期借款     1892.82   1478.74   1679.74   1951.60   应付和预收款项     1892.82   1478.74   1679.74   1951.60   应付和预收款项     1559.76   1242.14   1410.98   1639.35   負債合计     21.97   24.84   28.22   32.79   股本     1537.80   1217.30   1382.76   1606.56   資本公积     2011A   2012E   2013E   2014E   日本日本     -2820.13   1226.01   1946.61   2084.20   月易母公司股东权益     -452.22   -11.26   -3.10   -3.10   少数股东权益     -452.22   -11.26   -3.10   -3.10   少数股东权益     -452.22   -11.26   -3.10   -3.10   少数股东权益     -3441.18   996.28   1912.98   2068.50   負債和股东权益合计     -3441.18   996.28   1912.98   2068.50   負債和股东权益合计     -480%   12.60%   12.80%   13.00%   每股校益     6.03%   6.01%   6.36%   6.70%   每股校益     6.21%   4.27%   4.21%   4.15%   日田日本     6.21%   4.27%   4.21%   4.15%   日田日本     50.03%   22.29%   20.71%   19.86%   经营营运资本增长率     -480%   51.69%   44.04%   55.22%   PE	2011A   2012E   2013E   2014E   2013E   2014E   2038-00   29113.7   33480.73   39507.26   食 育養金   5025.01   21384.06   25445.4   29195.19   34371.31   庭 成和預付款項   7228.17   203.74   238.73   277.89   335.81   存貨   4156.70   170.05   218.35   254.45   300.26   其他流动黄产   3.17   1350.31   1528.47   1841.44   2291.42   长期股权投责   101.45   -6.43   4.03   32.01   56.85   投责性房地产   47.67   155.27   250.00   250.00   250.00   固定资产和在建工程   1604.08   24.88   0.00   0.00   0.00   5.85资产和开发支出   340.47   0.00   0.00   0.00   0.00   5.85资产和开发支出   340.47   333.66   1428.74   1629.74   1901.60   黄产总计   18552.3   59.15   50.00   50.00   50.00   延期借款   180.97   1892.82   1478.74   1679.74   1951.60   应付和预收款项   13118.0   333.05   236.60   268.76   312.26   其他负债   751.7   1559.76   1242.14   1410.98   1639.35   36合计   14050.7   24.84   28.22   32.79   股本   911.08   1537.80   1217.30   1382.76   1606.56   资本公积   377.91   24.84   28.22   32.79   股本   911.08   12450.00   218.47   -30.53   -12.60   反素中公司股东权益   4389.59   4452.22   -11.26   -3.10   -3.10   少数股东权益   4389.59   4450.65   3441.18   996.28   1912.98   2068.50   36春秋底水益合计   18552.3   2011A   2012E   2013E   2014E   每股报标   2011A   4.48%   4.48%   每股报标   2011A   4.50%   5.72%   5.48%   5.19%   6.21%   4.27%   4.21%   4.15%   EBIDA 增长率   3.83%   22.29%   20.71%   19.86%   5.22%   PE   6.92   4.40%   55.22%   PE   6.92	2011A   2012E   2013E   2014E   2013E   2014E   2019S.00   29113.7   33480.73   39507.26   賞 帝資金   5025.01   6021.29   21384.06   25445.4   29195.19   34371.31	2011A   2012E   2013E   2014E   2013E   2014E   2013E   2013E   2019E   2013E   2019E   2013E   2019E   2019E   34371.31   点収和技術域   7228.17   8536.56   9664.26   203.74   238.73   277.89   335.81   丹貨   4156.70   5096.15   6132.77   170.05   218.35   254.45   300.26   井地流海青井   3.17   10.00   10.00   1350.31   1528.47   1841.44   2291.42   長瀬段秋枝雲   101.45   101.45   101.45   6.43   4.03   32.01   56.85   投資性房地片   47.67   42.28   36.90   155.27   250.00   250.00   日文景片和井及支出   340.47   300.79   261.11   0.00   0.00   0.00   0.00   0.00   250.00   日文景片和井及支出   340.47   300.79   261.11   0.00   0.00   0.00   0.00   50.00   長仲井成城族   45.65   29.20   12.38   1833.66   1428.74   1629.74   1901.60   東井俊成侯   751.7   785.1   785.0   21.97   24.84   28.22   32.79   1537.80   1217.30   1382.76   1606.56   232.79   1242.14   1410.98   1639.35   1242.14   1410.98   1630.35   1242.14   1410.98   1639.35   1242.14   1410.98   1639.35   1428.14   1420.14   1420.14   1420.14   1420.14   1420.14   1



## 分析师简介:

周蓉姿, 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司:棕榈园林、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、鸿路钢构、江河幕墙等。

	机构销售团队						
华北 区域	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.co m	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.c om	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec. com	יע ב		
华东 区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.co m	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.co m	<b>奚曦</b> 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.c om	李岚 02151782236 lilan@hysec.com		
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贯浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.c om	罗玄 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.c om	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.c om		
QFII	<b>章汉</b> 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡 <b>五峰</b> 010-88085843 huyufeng@hysec.c om					

# 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
股票投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
股条权页件级	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
_	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据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,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。



本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。