

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

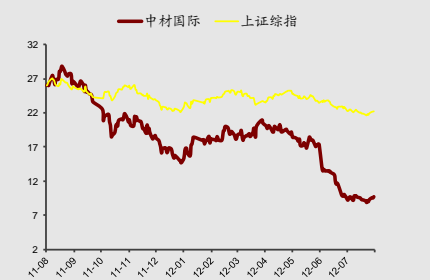
周蓉姿

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

1. 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

利润表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	25098.00	29113.7	33480.73	39507.26
减: 营业成本	21384.06	25445.4	29195.19	34371.31
营业税金及附加	203.74	238.73	277.89	335.81
销售费用	170.05	218.35	254.45	300.26
管理费用	1350.31	1528.47	1841.44	2291.42
财务费用	-6.43	4.03	32.01	56.85
资产减值损失	155.27	250.00	250.00	250.00
加: 投资收益	24.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1833.66	1428.74	1629.74	1901.60
加: 其他非经营损益	59.15	50.00	50.00	50.00
利润总额	1892.82	1478.74	1679.74	1951.60
减: 所得税	333.05	236.60	268.76	312.26
净利润	1559.76	1242.14	1410.98	1639.35
少数股东损益	21.97	24.84	28.22	32.79
母公司所有者净利润	1537.80	1217.30	1382.76	1606.56
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	-2820.13	1226.01	1946.61	2084.20
投资性现金净流量	-452.22	-11.26	-3.10	-3.10
筹资性现金净流量	-149.09	-218.47	-30.53	-12.60
现金流量净额	-3441.18	996.28	1912.98	2068.50
收益率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	14.80%	12.60%	12.80%	13.00%
三费/销售收入	6.03%	6.01%	6.36%	6.70%
EBIT/销售收入	7.31%	4.74%	4.61%	4.48%
EBITDA/销售收入	8.10%	5.72%	5.48%	5.19%
销售净利率	6.21%	4.27%	4.21%	4.15%
资产获利率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
ROE	35.03%	22.29%	20.71%	19.86%
ROA	9.89%	6.48%	6.20%	5.97%
ROIC	-73.41%	51.69%	44.04%	55.22%
资本结构指标	2011A	2012E	2013E	2014E
资产负债率	75.74%	73.74%	72.51%	72.06%

资产负债表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	5025.01	6021.29	7934.27	10002.7
应收和预付款项	7228.17	8536.56	9664.26	11368.8
存货	4156.70	5096.15	6132.77	7615.76
其他流动资产	3.17	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	101.45	101.45	101.45	101.45
投资性房地产	47.67	42.28	36.90	31.51
固定资产和在建工程	1604.08	1175.42	742.25	304.59
无形资产和开发支出	340.47	300.79	261.11	221.43
其他非流动资产	45.65	29.20	12.38	12.48
资产总计	18552.3	21313.1	24895.3	29668.7
短期借款	180.97	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	13118.0	14930.3	17267.5	20594.4
其他负债	751.7	785.1	785.0	785.0
负债合计	14050.7	15715.4	18052.6	21379.4
股本	911.08	911.08	911.08	911.08
资本公积	377.91	377.91	377.91	377.91
留存收益	3100.60	4171.82	5388.65	6802.42
归属母公司股东权益	4389.59	5460.81	6677.64	8091.41
少数股东权益	112.06	136.90	165.12	197.91
股东权益合计	4501.65	5597.71	6842.76	8289.32
负债和股东权益合计	18552.3	21313.1	24895.3	29668.7
每股指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股收益	1.407	1.113	1.265	1.469
每股经营性现金流	-2.579	1.121	1.780	1.906
增长率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入增长率	4.87%	16.00%	15.00%	18.00%
EBIDA 增长率	3.83%	-18.04%	10.08%	11.70%
净利润增长率	7.27%	-20.36%	13.59%	16.18%
经营营运资本增长率	114.46%	147.78%	19.35%	28.47%
估值指标	2011A	2011E	2012E	2014E
PE	6.92	8.75	7.70	6.63
PB	2.43	1.95	1.59	1.32
EV/EBITDA	3.27	3.76	2.62	1.65

资料来源: 宏源证券

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

	牟晚凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111		010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
	m		om	com	
	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
	m	m		om	
	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
		om		om	om
	覃汉	胡玉峰			
QFII	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			
		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
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	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
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	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。