

管理提升业绩，所得税锦上添花

买入维持

经营数据:

公司2012年实现营业总收入229.82亿元，同比增长25.8%；实现利润总额16.88亿元，同比增长35.8%；实现归属于上市公司股东的净利润为13.54亿元，同比增长52.7%，对应每股收益0.27元。

- **2012上半年新签订单556.5亿元，微降5.7%。**新签合同的特点是：(1) 大额合同仍是主流方向，境内亿元以上项目43个，占境内签约总额的85.6%，10亿元以上的项目4个；境外新签1亿美金以上项目有5个，合同额42.7亿美元，占境外签约的93%。(2) 公司在继续巩固传统业务的同时，全力开拓新经营领域，建筑行业签约额增幅明显。(3) 海外市场开拓成果显著，虽然新签总额同降16.5%，但签约比例大幅提升。(4) 合同所涉及行业的占比为：化工29.8%，石化4.3%，煤化工13.7%，建筑35.1%，环保3.8%，电力8%，其他5.3%。
- **管理能力提升驱动增收降费。**报告期内，公司净利润大幅增长有三大经营主因：(1) 持续推行“精细化”管理，促使营业收入增加，成本有效控制，项目经济效益提高；(2) 加大工程清理和工程款清缴力度，及时收回业主的占用资金和利润；(3) 加强集中采购力度，严控采购成本，增加了企业的经济效益。报告期内，公司毛利率小幅上行0.31%，为14.08%；销售、管理费用率分别为0.40%和4.59%，均同降0.09%，财务费用率仍为-0.52%。
- **所得税率同比大降 6.85 个百分点，助力业绩增长。**由于公司旗下的中国天辰、赛鼎、成达、第四和第十一建设公司在2011年下半年取得高新技术企业资格，享受15%的所得税率，因此报告期内公司的有效税率又去年同期的23.41%大幅降为16.56%，扣除所得税影响公司净利润增速为39.7%，仍然大幅超出市场此前预期。
- **风险因素。**业主方回款放缓、新型煤化工发展低于市场预期。
- **盈利预测及评级。**我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.68元、0.87元和1.06元。公司在手订单充裕，管理效率渐近提升，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	32583.23	43537.96	54857.82	67475.12	80970.15
同比增长率	16.14%	33.62%	26.00%	23.00%	20.00%
净利润(百万)	1658.95	2375.78	3327.40	4302.48	5241.61
同比增长率	69.43%	43.21%	40.06%	29.30%	21.83%
每股收益(元)	0.336	0.482	0.675	0.872	1.063
净资产收益率	12.74%	15.60%	17.93%	18.82%	18.65%

建筑工程行业高级分析师

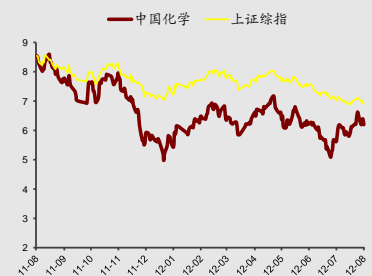
周蓉姿

电话：010-88085996

Email zhourongzi@hysec.com

执业证书编号：S1180050120006

市场表现



公司数据

总股本(万股)	493,300
流通股(万股)	152,900
每股净资产(元)	2.79
主要股东	中国化学工程集团公司
主要股东持股比例	66.71%

数据来源：港澳资讯

相关研究

1. 跟踪报告：化建巨头彰显强者本色
2. 跟踪报告：受益投资景气，业绩超出预期

利润表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	43537.96	54857.8	67475.12	80970.15
减: 营业成本	37316.31	46876.0	57488.81	68824.63
营业税金及附加	945.96	1179.44	1450.72	1740.86
销售费用	196.20	246.86	303.64	364.37
管理费用	2350.92	2907.46	3542.44	4210.45
财务费用	-315.06	-500.98	-694.41	-743.46
资产减值损失	32.01	15.00	15.00	15.00
加: 投资收益	22.63	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	3034.24	4134.03	5368.93	6558.31
加: 其他非经营损益	64.08	80.00	80.00	80.00
利润总额	3098.32	4214.03	5448.93	6638.31
减: 所得税	579.34	674.24	871.83	1062.13
净利润	2518.98	3539.78	4577.10	5576.18
少数股东损益	143.21	212.39	274.63	334.57
母公司所有者净利润	2375.78	3327.40	4302.48	5241.61
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	4256.98	8020.02	8305.69	9668.63
投资性现金净流量	-1340.05	-1142.94	-1136.80	-933.80
筹资性现金净流量	-514.92	-57.09	726.93	924.43
现金流量净额	2366.24	6819.99	7895.83	9659.26
收益率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	14.29%	14.55%	14.80%	15.00%
三费/销售收入	5.13%	4.84%	4.67%	4.73%
EBIT/销售收入	6.08%	6.87%	7.15%	7.18%
EBITDA/销售收入	7.11%	8.45%	8.61%	8.55%
销售净利率	5.79%	6.45%	6.78%	6.89%
资产获利率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
ROE	15.60%	17.93%	18.82%	18.65%
ROA	5.90%	6.70%	6.94%	6.90%
ROIC	29.00%	32.30%	44.01%	54.23%
资本结构指标	2011A	2012E	2013E	2014E
资产负债率	64.95%	65.74%	65.69%	65.06%

资产负债表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	17095.8	23915.8	31811.6	41470.9
应收和预付款项	13919.7	16493.8	19972.0	23137.9
存货	5385.27	6950.53	8586.99	10530.9
其他流动资产	463.18	490.00	500.00	500.00
长期股权投资	744.27	744.27	744.27	744.27
投资性房地产	74.91	65.37	55.83	46.30
固定资产和在建工程	4828.94	5353.09	5757.24	5841.39
无形资产和开发支出	1706.78	1510.83	1314.89	1118.94
其他非流动资产	664.04	720.47	774.17	825.17
资产总计	44882.9	56244.2	69517.1	84215.8
短期借款	17095.8	23915.8	31811.6	41470.9
应付和预收款项	13919.7	16493.8	19972.0	23137.9
其他负债	27202.5	1552.00	1662.00	1762.00
负债合计	29151.5	36973.0	45668.7	54791.3
股本	4933.00	4933.00	4933.00	4933.00
资本公积	5307.20	5307.20	5307.20	5307.20
留存收益	4986.46	8313.86	12616.3	17857.9
归属母公司股东权益	15226.6	18554.0	22856.5	28098.1
少数股东权益	504.80	717.18	991.81	1326.38
股东权益合计	15731.4	19271.2	23848.3	29424.5
负债和股东权益合计	44882.9	56244.2	69517.1	84215.8
每股指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.482	0.675	0.872	1.063
每股经营性现金流	0.863	1.626	1.684	1.960
增长率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入增长率	33.62%	26.00%	23.00%	20.00%
EBIDA 增长率	36.27%	49.63%	25.33%	19.14%
净利润增长率	44.22%	40.52%	29.30%	21.83%
经营营运资本增长率	15.50%	-43.20%	-18.23%	-37.93%
估值指标	2011A	2011E	2012E	2014E
PE	12.85	9.18	7.10	5.83
PB	2.01	1.65	1.34	1.09
EV/EBITDA	8.04	4.54	2.85	1.53

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	010-88083561 liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com
	m		om	com
	张璐	赵佳	奚曦	孙利群
华东	010-88085978	010-88085291		010-88085756
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com
	m	m		om
	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316
区域	xiasuyun@hysec.com	jjahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com
		m		om
	覃汉	胡玉峰		孙婉莹
QFII	010-88085842	010-88085843		0755-82934785
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com		sunwanying@hysec.com
		om		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。