

正当业绩爆发年

买入维持

投资要点:

- 📖 存量订单落实、盈利能力提升共同驱动业绩高增长
- 📖 新型煤化工产业历经调整后，仍有发展空间

- **在手订单充裕，施工经营饱满。**2011年，公司新签合同突破千亿，达1022.6亿元，并有903.5亿元在建项目结转至2012年实施，为公司今年上半年的业绩高增长提供了坚实基础。虽然公司2012上半年新签订单增速同降5.7%，但556.5亿元的金額仍能保证公司的经营安全。
- **盈利能力呈趋势性提升。**2012上半年，公司净利润的大幅增长还得益于利润率的提升，盈利水平上行主要有三原因：（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，上半年共清缴40亿元账款；（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。全流程管理水平的提高将驱动公司利润率的持续提升。
- **煤化工产业正处于调整期，订单锐减。**2012上半年，公司新签煤化工订单76.2亿元，而去年同期承接金额为283.2亿元，因此即便扣除去年1月份签订的新汶集团82.87亿元的煤制天然气项目，新签增速仍然大幅同降61.9%。我们认为，受技术、环保、水资源承受能力、管理机制以及美国页岩气的商业化等多因素影响，投资占比较高的新型煤化工产业正处于调整期，未来发展前景由政府态度决定。在国内页岩气开采尚难商业化、国际原油价格宽幅波动的背景下，我们认为政府仍有可能审核部分上规模的示范项目，公司将从中受益。
- **所得税带来的净利润翘尾效应截止到三季度末。**天辰、赛鼎、成达、第四和第十一建设公司在2011年4季度取得高新技术企业资格，享受15%的所得税率，因此公司2012上半年有效所得税率由去年同期的23.41%大幅降为16.56%，为业绩增速贡献了6.85个百分点。
- **风险因素。**新签订单及业主回款放缓、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。

建筑工程行业高级分析师

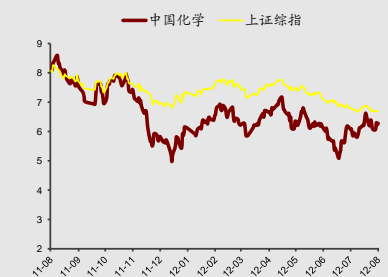
周蓉姿

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
3. 跟踪报告：管理提升业绩，所得税锦上添花

主要经营指	2010A	2011A	2012E	2013	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%

时间：2012年8月12日

地点：北京市东城区东直门内大街2号

公司出席人员：董事会秘书周耀君，证券事务代表洪玮，证券部工作人员王源

一、财务指标释疑

（一） 施工业务利润率提升原因

（1）全面推行“精细化管理”：公司从09年底开始实施，国资委2012年才提出“管理提升”口号；（2）加大工程清理和工程款清缴：建筑行业是拖欠账款重灾区，资金被占用直接拉低公司经营效益，2012上半年，公司加大清缴力度，共清缴工程款40亿元，由于成本早已经覆盖，预计其中一半是净利润；（3）实施集中采购重要机械装备，由原来20多家下属企业分散采购变为集中采购。

（二） 勘察设计及服务业务营业利润率下降原因

（1）EPC业务的行业特点：一、二季度业主可能不确认收入，三、四季度业主方需要确认当年的成本，公司也就能够确认收入及利润；（2）行业实际情况是，两项业务的毛利率基本稳定；（3）部分子企业报送数据中关于行业划分存在不一致，导致毛利率波动。（下半年利润率会继续大幅上提）

（三） 所得税大幅下降原因

（1）中化二建、四建、十一建取得高新技术企业资格，所得税率由25%降至15%；（2）2011年部分子公司降税，自2012上半年开始清缴。

（四） 上半年经营性现金流减少的原因

（1）新开工项目较多（去年签约项目今年开工），资金占用较多；上半年业主贷款困难较大，公司有垫付情况；（3）人工成本显著提升。

二、上半年新签合同情况

（一） 子公司签约情况

工程公司签约前三名依次为成达、天辰和华陆，都超过30亿元；包括天辰、赛鼎、化三、五环、华陆在内的6家公司新签增速均同比下降。

（二） 建筑合同占比大幅提高原因

主要受迪拜186.44亿元安居工程合同影响，剔除该项目后化工订单比重基本不变；煤化工签约76.2亿元，同比大幅下降，主要系去年1月份签订了82.87亿元的新汶煤制气项目造成基数偏高；电力、环保均有所提升。

三、煤化工技术储备情况

- （一）褐煤提质技术，天辰、赛鼎、五环和科研单位合作，从事预干燥、热解、精致、多联产技术。
- （二）煤制芳烃、汽油技术：赛鼎与中科院山西煤炭化学研究所联合的甲醇制芳烃（MTA），完成中试
- （三）页岩气、煤层气利用技术：五环公司在净化、管网以及就地利用方面开展研发和工程化工作；赛鼎依托晋煤集团的煤层液化项目正在进行煤层气深冷分离和净化技术开发。

四、投资项目情况

四川南充 100 万吨/年 PTA 项目、启东新材料产业园区项目和福建福清己内酰胺项目，在目前的市场价格下仍能保持获利。

五、海外市场开拓情况

- （一）现有业务区域：在原来传统的以亚洲为主的基础上，拓展到了俄罗斯、白俄等俄语区国家；非洲业务拓展领域如莫桑博客、津巴布韦和中东地区
- （二）未来重点区域：以巴西为中心的南美区；俄罗斯为中心的俄语区；沙特为中心的中东地区

六、其他情况

2011 年国资委经营业绩考核 A 级；2012 上半年同比增长只低于中国建筑

七、问答环节

1. 下半年公司跟踪的煤化工项目情况。

新疆、云南、内蒙等省份的跟踪项目很多，但签订进度取决于业主。

2. 三个投资项目对利润的贡献。

三个投资项目达产后共贡献净利润 15 亿元，目前还在建设期。以当前的产品市场价格计算，公司还是具备优势。

3. 预收账款大幅增加，为何与收入不匹配？

新开工项目较多，收取预收款，但是有点项目只确认成本、没有确认收入。

4. 公司对煤化工产业政策的看法，传闻上半年路条获取难度加大。

（1）审批权下放，新疆有项目审批权，其他地方政府正在争取；（2）国际原油价格的宽幅波动，使政府有发展煤化工产业的动力；（3）由于污染、规模化、水资源等问

题没有解决，整个产业正处于调整期，预计未来项目核准数量将减少，取而代之的是向规模化发展。

5. **成立财务公司的进度，如何进行资金管理。**

北京银监局和国家银监会已经批准成立，开业时间未定。作为内部的融资平台，首先保证主业经营，而后是对外投资投资，目前确立的三个化工项目园区，以后都将通过财务公司融资。

6. **十六化建和九化建的同业竞争情况？**

十六化建的改制方案已经上报证监局并获批，改制完成后即吸收进公司；九化建占比非常低，大约 0.2%，竞争只是理论层面上的，并不形成实际竞争。

7. **迪拜项目主要存在的风险？**

目前看基本不存在风险。

8. **施工企业效益好是否因为承揽内部设计公司的订单，规避了市场竞争？**

施工企业主要也是从市场获取订单，并不依靠设计公司。只是总公司在各工程公司争取订单时会进行协调、平衡，避免了子公司之间的无效和恶性竞争。

9. **新签订单增速已经放缓，如何保证未来增长？**

当期/即期订单未来半年甚至更久才能实施，去年结转 900 多亿已签未完成合同，前年是 400 多亿，存量订单充裕可以支撑公司发展。

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	-1142.9	-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%

资料来源: 宏源证券

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

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、普邦园林、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	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com
			m	m
华东 区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com
				m
华南 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com
				m
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
				m

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。