

费用率高企压制利润增速

买入维持

经营数据:

公司2012年1-9月实现营业总收入3939.26亿元,同比增长13.48%;实现营业利润196.1亿元,同比增长10.26%;实现归属于上市公司股东的净利润为106.79亿元,同比增长10.20%;对应每股收益0.36元。

我们的观点:

- **毛利率稳中微升,但费用率大幅增加。**报告期内,公司综合毛利率11.91%,同降0.13%;期间费用率3.46%,同比升高0.69%,其中销售、管理、财务费用率为0.21%、2.45%和0.80%,较去年同期分别上升0.06%、0.12%和0.51%,因此净利率3.86%,同降0.18%。
- **工程进展及业务拓展顺利。**1-9月份,公司其他应收款183.04亿元,同比增长49.01%,主要系业务规模扩大,应收保证金、押金和代垫款项增加;以及下属子公司对联营、合营公司资金拆借增加所致;业务规模扩大导致资金需求上升,报告期内应付账款达1599.47亿元,同比增长30.40%;预售房产款和预收工程款增加使得公司预收款项金额达到800.93亿元,较去年同期大增49.54%。
- **建筑业务稳定,房地产销售回暖。**2012年1-9月,公司建筑业务新签合同6750亿元,同增11.1%,新开工面积同降-0.8%,降幅较前几个月显著缩窄;实现房地产销售额905亿元,同增33.7%,销售面积761万平方米,同增45.2%,3季度销售数据远好于今年上半年。
- **风险因素。**房地产宏观调控风险以及应收账款坏账风险。
- **盈利预测及评级。**我们略微下调公司业绩预期,预计2012-2014年的EPS为0.51元、0.62元和0.73元,维持“买入”评级。

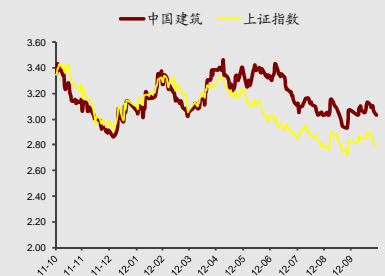
建筑工程行业高级分析师

周蓉姿 (S1180510120006)

电话: 010-88085996

Email zhourongzi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	3,000,000
流通股(万股)	1,308,000
每股净资产(元)	2.84
主要股东	中国建筑工程总公司
主要股东持股比例	54.07%

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《被低估的建筑+地产双料龙头》
2011.02.28
- 《新签订单增速依然强劲》
2011.04.13
- 《规模成长兼备的建筑航母》
2011.04.21
- 《订单饱满,业绩稳健》
2012.03.14
- 《开拓进取,屡超预期》
2012.04.20

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	370418	482837	574576	677999	779699
同比增长率	42.26%	30.35%	19.00%	18.00%	15.00%
净利润(百万)	9237.29	13536.97	15181.22	18627.02	21997.91
同比增长率	61.21%	46.55%	12.15%	22.70%	18.10%
每股收益(元)	0.308	0.451	0.506	0.621	0.733
净资产收益率	11.96%	15.19%	14.93%	15.85%	16.07%

利润表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	482837	574576	677999	779699
减: 营业成本	424704	505512	596572	686135
营业税金及附加	18959.79	22350.9	26374.17	30330.29
销售费用	920.26	1149.15	1288.20	1481.43
管理费用	11137.94	13789.8	16204.18	18556.84
财务费用	2901.53	4385.20	3906.45	3421.27
资产减值损失	830.47	1000.00	1000.00	1000.00
加: 投资收益	1992.39	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	25157.64	26238.8	32474.70	38574.06
加: 其他非经营损益	734.53	800.00	700.00	600.00
利润总额	25892.17	27038.8	33174.70	39174.06
减: 所得税	6653.63	6797.21	8338.68	9843.52
净利润	19238.54	20241.6	24836.03	29330.55
少数股东损益	5701.57	5060.41	6209.01	7332.64
母公司所有者净利润	13536.97	15181.2	18627.02	21997.91

现金流量表

	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	-8614.24	11170.9	291573.3	39372.63
投资性现金净流量	-23419.9	-2807.5	-2705.00	-2800.00
筹资性现金净流量	35642.46	73541.4	-189163.1	4295.37
现金流量净额	3255.55	81904.9	99705.22	40868.00

收益率指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	12.04%	12.02%	12.01%	12.00%
三费/销售收入	3.10%	3.36%	3.16%	3.01%
EBIT/销售收入	6.16%	5.74%	5.02%	4.26%
EBITDA/销售收入	6.75%	6.45%	5.67%	4.86%
销售净利率	3.98%	3.52%	3.66%	3.76%

资产获利率指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
ROE	15.19%	14.93%	15.85%	16.07%
ROA	6.24%	5.37%	4.34%	3.84%
ROIC	20.14%	17.07%	7.82%	30.04%

资本结构指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
资产负债率	75.13%	77.85%	79.84%	78.64%

资产负债表(百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	61739	143644	243349	284217
应收和预付款项	99875	119558	151923	163175
存货	150342	175794	209090	233577
其他流动资产	70852	76070	81070	86070
长期股权投资	21134	21134	21134	21134
投资性房地产	8133	7215	6296	5378
固定资产和在建工程	15871	15442	14713	13685
无形资产和开发支出	8009	7311	6614	5916
其他非流动资产	40259	48132	50129	52179
资产总计	476214	614301	784320	865332
短期借款	25734	87566	0	0
应付和预收款项	214753	250540	294031	317352
长期借款和其他负债	91154	117291	140098	332150
负债合计	357778	478204	626181	680502
股本	30000	30000	30000	30000
资本公积	29982	29982	29982	29982
留存收益	29122	41722	57555	76914
归属母公司股东权益	89104	101704	117537	136896
少数股东权益	29332	34392	40601	47934
股东权益合计	118436	136097	158139	184829
负债和股东权益合计	476214	614301	784320	865332
每股指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.451	0.506	0.621	0.733
每股经营性现金流	-0.287	0.372	9.719	1.312
增长率指标	2011A	2012E	2013E	2014E
销售收入增长率	30.35%	19.00%	18.00%	15.00%
EBIDA 增长率	37.19%	13.69%	3.65%	-1.41%
净利润增长率	30.74%	5.21%	22.70%	18.10%
经营营运资本增长率	216.71%	46.84%	24.32%	21.51%
估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
PE	6.71	5.99	4.88	4.13
PB	1.02	0.89	0.77	0.66
EV/EBITDA	4.41	8.38	1.44	1.25

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

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

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。