

营改增追溯后咨询毛利率基本持平

买入 首次

目标价格：15.4元

报告要点：

- 2013 H1 业绩同增 29.4%，工程承包收入大幅增长。**公司 2013 年上半年实现营业收入 5.5 亿元、归属母公司净利润 0.60 亿元，同比分别增长 17.1% 和 29.4%，EPS0.25 元，略好于预期。其中，工程承包子公司燕宁建设贡献 EPS0.04 元，去年 7 月收购的杭州华龙贡献 EPS0.02 元。分季度看，2013 Q2 实现净利润 0.37 亿元，同增 40.3%。工程咨询业务收入增速为 3.8%，若营改增追溯调整后实际增速约 10.0%。工程承包收入由于福建项目二季度施工进度与收入确认加快同比大幅增长 229.9%。
- 营改增导致公司综合毛利率回落 6.32pct，追溯调整后设计咨询毛利率同比基本持平。**2013H1 工程咨询业务毛利率 31.02%，比去年同期降低约 4.53pct；主要是由于去年四季度营改增拉低营业收入。我们按 6% 的销项税率和 3% 的进项税率追溯调整，并假设主营业务成本中 20% 可取得进项税票，则上半年经调整后的毛利率为 34.53%，与去年同期 35.55% 基本持平；工程承包毛利率提升 4.16pct 至 10.38%。
- 三费率与资产减值损失率下降使净利率提升 1.35pct 至 11.02%，**销售与管理费用率因规模效应同比下降 1.34pct，福建 BT 项目上半年确认投资收益 3374 万致财务费用率降低 1.83pct；应收款回收加快使资产减值损失率同比下降 1.95pct；共同助推净利率提升至 11.02%。公司经营净现金流同增 64.8%，同期付现比提升幅度略快于收现比。
- 战略并购、区域扩张及新业务拓展驱动未来持续增长。**上半年江苏省内业务同比增长 32.3%，省外收入同比略降 2%，但公司通过并购及新设网点进行全国化布局的战略未变，预计未来省外收入将重新步入快速增长轨道。公司公告与重庆高速等机构合资设立重庆鼎丰国际工程咨询有限公司，有助于提升重庆市场份额。
- 盈利预测与估值。**我们预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.77/0.99/1.27 元，13~15 年净利润 CAGR 达 29.1%。作为以设计咨询为主营业务的轻资产公司，我们认为给予公司 13 年 20 倍 PE 是合理的，对应 15.40 元目标价，首次给予“买入”评级。

建筑行业研究组

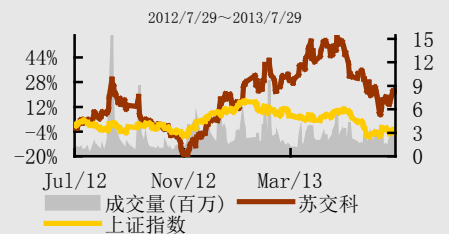
资深分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1267.98	1179.03	1,389.45	1,658.17	1,972.29
增长率(%)	10.39	-7.02	17.85	19.34	18.94
归母净利润(百万)	131.81	141.30	189.81	242.81	309.10
增长率(%)	38.88	7.19	30.75	28.53	27.92
每股收益	0.55	0.59	0.77	0.99	1.27
市盈率	19	18	14	11	8

表 1: 公司年度/季度主要经营指标 (单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
营业收入	1148.67	1267.98	1,179.03	215.92	254.72	286.58	421.81	210.40	340.47
营业成本	801.62	859.18	744.75	141.73	168.86	162.92	271.23	152.24	246.08
毛利率	30.21%	32.24%	36.83%	34.36%	33.71%	43.15%	35.70%	27.64%	27.72%
销售费用	40.69	40.50	45.45	8.52	9.21	10.29	17.43	8.53	10.16
管理费用	90.94	114.39	131.34	23.89	31.42	26.85	49.18	27.24	35.12
管理费用率	7.92%	9.02%	11.14%	11.06%	12.34%	9.37%	11.66%	12.95%	10.32%
财务费用	10.91	10.68	-0.10	0.73	-4.84	2.68	1.34	-6.61	-8.25
期间费用率	12.41%	13.06%	14.99%	15.35%	14.05%	13.89%	16.11%	13.86%	10.88%
利润总额	126.00	156.64	169.56	24.93	27.99	58.46	58.17	28.77	48.34
所得税	32.18	26.08	26.99	5.58	1.81	8.87	10.73	6.01	10.37
所得税率	25.54%	16.65%	15.92%	22.38%	6.47%	15.17%	18.45%	20.88%	21.46%
净利润	93.82	130.56	142.56	19.35	26.18	49.59	47.45	22.76	37.97
少数股东损益	-1.09	-1.25	1.27	-0.82	0.10	1.27	0.71	-0.51	1.39
少数股东损益占比	-1.16%	-0.96%	0.89%	-4.24%	0.38%	2.56%	1.50%	-2.24%	3.65%
归属母公司股东的净利润	94.91	131.81	141.30	20.17	26.07	48.32	46.73	23.27	36.58
全面摊薄 EPS (元)	0.40	0.55	0.59	0.08	0.11	0.20	0.19	0.09	0.16
净利润率	8.17%	10.30%	12.09%	8.96%	10.28%	17.30%	11.25%	11.06%	10.75%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究部

利润表

(百万元)

资产负债表

(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,268	1,179	1,389	1,658	1,972	货币资金	1,142	1,026	694	815	990
营业成本	859	745	906	1,072	1,269	存货	7	7	8	9	11
毛利率	32.2%	36.8%	34.8%	35.4%	35.6%	应收账款	1,203	1,375	1,433	1,572	1,787
营业税金及附加	50	42	54	63	73	其他流动资产	67	86	101	120	143
营业费用	41	45	54	60	67	流动资产	2,419	2,494	2,236	2,516	2,930
营业费用率	3.19%	3.86%	3.90%	3.60%	3.40%	固定资产	154	153	291	368	394
管理费用	114	131	138	158	185	长期股权投资	25	25	25	25	25
管理费用率	9.02%	11.14%	9.90%	9.50%	9.40%	无形资产	13	31	61	59	67
财务费用	11	0	19	8	7	其他长期资产	44	181	195	210	227
财务费用率	0.84%	-0.01%	1.33%	0.48%	0.36%	非流动资产	237	391	572	663	713
投资收益	0	0	0	0	20	资产总计	2,656	2,885	2,808	3,179	3,643
营业利润	155	165	228	291	371	短期借款	421	580	200	200	200
营业利润率	12.23%	14.01%	16.40%	17.58%	18.81%	应付账款	403	465	544	643	762
营业外收入	3	6	0	0	0	其他流动负债	514	401	483	571	683
营业外支出	1	2	0	0	0	流动负债	1,338	1,446	1,227	1,414	1,645
利润总额	157	170	228	291	371	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	26	27	38	49	62	其他长期负债	9	11	11	11	11
所得税率	16.6%	15.9%	16.7%	16.7%	16.7%	非流动性负债	9	11	11	11	11
少数股东损益	-1	1	5	5	5	负债合计	1,347	1,458	1,238	1,425	1,656
归属于母公司股东的净利润	132	141	185	237	304	股本	240	240	240	240	240
净利率	10.40%	11.98%	13.30%	14.32%	15.40%	资本公积	750	750	750	750	750
每股收益(元)(摊薄)	0.55	0.59	0.77	0.99	1.27	股东权益合计	1,308	1,402	1,540	1,718	1,946
						少数股东权益	1	25	30	36	41
						负债股东权益总计	2,656	2,885	2,808	3,179	3,643

现金流量表

(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	132	141	185	237	304	增长率					
少数股东损益	-1	1	5	5	5	营业收入	10.39	(7.02)	17.85	19.34	18.94
折旧和摊销	25	29	20	25	30	营业利润	31.66	6.54	37.94	27.92	27.30
营运资金变动	-238	-177	80	6	-44	净利润	38.88	7.19	30.75	28.53	27.92
其他	78	95	9	14	6	利润率(%)					
经营现金流	-5	90	300	288	301	毛利率(%)	32.24	36.83	34.78	35.35	35.63
资本支出	-29	-76	-187	-100	-64	EBIT Margin(%)	16.11	18.25	17.08	18.45	19.13
投资收益	0	0	0	0	20	EBITDAMargin(%)	18.05	20.74	18.55	19.96	20.64
资产变卖	3	4	0	0	0	净利率(%)	10.40	11.98	13.30	14.32	15.40
其他	-3	-114	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-29	-185	-187	-100	-44	净资产收益率(%)	10.07	10.43	12.56	14.57	16.58
发行股票	750	0	0	0	0	总资产收益率(%)	4.96	5.12	6.55	8.02	9.01
负债变化	275	52	-380	0	0	其他(%)					
股息支出	-29	-83	-46	-59	-76	资产负债率(%)	50.70	50.52	44.08	44.83	45.45
其他	-10	11	-19	-8	-7	所得税率(%)	16.65	15.92	16.70	16.70	16.70
融资现金流	986	-20	-445	-67	-83	股利支付率(%)	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00
现金净增加额	952	-115	-331	121	175						

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究部

作者简介:

鲍荣富: 鲍荣富: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 复旦大学经济学硕士。

五年房地产开发企业从业经历。2012年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名(团队成员)。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
	机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242
李岚			021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
北京保险/私募		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
银行/信托		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。