

短期结算放缓不改长期成长潜力

买入 维持

目标价格：12.00元

中报简评：

- 中报业绩略低于预期，主要是由于二季度收入结算放缓。**上半年公司实现收入、归属于上市公司股东净利同比分别增长 17.1%、16.7%，EPS0.32 元；业绩增长主要来自于收入增长（贡献 17.1pct）、少数股东权益下降（贡献 2.1pct），毛利率下降、期间费用率上升分别拉低业绩 0.4pct 和 3.3pct，东华科技业绩大幅下滑拉低公司业绩 1.6pct。若不考虑化十六建并表因素，上半年调整前收入及业绩分别同比增长 20.95%/16.73%。其中，二季度收入结算放缓，调整后收入及业绩增速分别为 7.9%和 2.6%，我们判断主要是由于下游行业投资进度放缓、去年同期基数较高（2012Q2ROS 为全年最高点）以及公司主动调控收入结算进度（结算收入比 6 月快报增速降低 3.7pct）。
- 扣除迪拜项目后新签订单同比增长 9.6%，期末在手订单 1302 亿元，合同收入比 2.4 倍。**上半年公司新签合同 405.8 亿元，YOY-27.1%，若扣除掉去年同期迪拜 186 亿元房建大单，YOY+9.6%。其中，境内新签合同 284.94 亿元，YOY+6.4%；境外新签合同 120.86 亿元，YOY-58.1%。分行业来看，增长最快的分别是煤化工（YOY+162.5%）、石油化工（YOY+24.4%），化工（YOY+5.0%）。
- 短期业绩增速放缓不改长期增长逻辑。**从行业层面来看，煤化工投资规模可能会扩容，投资周期也比市场预期的更长更持续（6-8 年）；主要下游产品供不应求，天然气价格长期趋涨，油煤价比不断提高，煤化工成为消化煤炭过剩产能的重要途径；项目路条发放加速，招标预计在今年底明年初开始启动，未来的 2-3 年订单持续性较强。从公司层面来看，下半年业绩增速趋升，国内煤化工、海外大单驱动估值提升的逻辑正逐步兑现，调整即买入机会。
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们小幅下调公司 2013~2015 年 EPS 至 0.80/1.01/1.27 元（原预测分别为 0.82/1.05/1.32 元），考虑到煤化工行业前景及公司持续快速增长潜力，给予公司 2013 年 15 倍 PE，目标价 12 元，维持“买入”评级。

建筑工程行业研究组

分析师：

鲍荣富 (S1180513070004)

电话：021-51782230

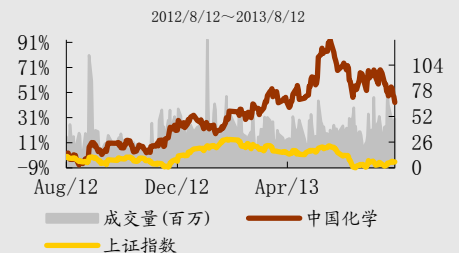
Email: baorongfu@hysec.com

周蓉姿 (S1180050120006)

电话：010-88085227

Email: zhourongzi@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)	43537.96	54116.71	67854	84530	104822
增长率 (%)	33.62	24.30	25.4	24.6	24.0
归母净利润(百万)	2375.78	3083.65	3945	4985	6259
增长率 (%)	43.21	29.80	27.9	26.4	25.5
每股收益	0.48	0.63	0.80	1.01	1.27
市盈率	11.44	8.81	19	15	12

表 1: 中国化学季度经营指标情况 (百万元)

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2012H1 (调整前)	2012H1 (调整后)	2013H1
营业收入	9470.72	13511.76	15075.32	16058.90	12395.73	15401.95	22982.49	23748.34	27797.68
营业成本	8241.80	11505.80	13391.53	13006.44	10744.80	13204.79	19747.61	20449.75	23949.59
毛利率	12.98%	14.85%	11.17%	19.01%	13.32%	14.27%	14.08%	13.89%	13.84%
销售费用	42.56	48.80	54.84	81.72	48.85	54.27	91.36	91.36	103.12
管理费用	512.88	541.96	663.86	1415.58	625.25	649.42	1054.85	1078.20	1274.67
管理费用率	5.42%	4.01%	4.40%	8.81%	5.04%	4.22%	4.59%	4.54%	4.59%
财务费用	(56.04)	(63.48)	(168.06)	(66.69)	(20.64)	(57.23)	(119.51)	(119.78)	(77.86)
期间费用率	5.27%	3.90%	3.65%	8.91%	5.27%	4.20%	4.47%	0.04	4.68%
利润总额	510.02	1178.38	892.28	1301.29	761.13	1208.07	1688.40	1697.83	1969.19
所得税	82.57	197.01	117.85	248.65	128.96	216.07	279.58	280.68	345.03
所得税率	16.19%	16.72%	13.21%	19.11%	16.94%	17.89%	16.56%	16.53%	17.52%
净利润	427.45	981.37	774.43	1052.64	632.16	992.00	1408.81	1417.15	1624.16
少数股东损益	9.35	45.66	26.14	71.09	12.15	31.78	55.01	63.34	43.93
少数股东损益占比	2.19%	4.65%	3.38%	6.75%	1.92%	3.20%	3.90%	4.47%	2.70%
归属母公司股东净利润	418.10	935.70	748.29	981.55	620.01	960.22	1353.80	1353.80	1580.23
全面摊薄 EPS (元)	0.08	0.19	0.15	0.20	0.13	0.19	0.27	0.27	0.32
净利润率	4.51%	7.26%	5.14%	6.55%	5.10%	6.44%	6.13%	5.97%	5.84%
销售费用率	0.45%	0.36%	0.36%	0.51%	0.39%	0.35%	0.40%	0.38%	0.37%
管理费用率	5.42%	4.01%	4.40%	8.81%	5.04%	4.22%	4.59%	4.54%	4.59%
财务费用率	-0.59%	-0.47%	-1.11%	-0.42%	-0.17%	-0.37%	-0.52%	-0.50%	-0.28%
期间费用率	5.27%	3.90%	3.65%	8.91%	5.27%	4.20%	4.47%	4.42%	4.68%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理计算

表 2: 中国化学新签订单情况 (亿元)

分类	2013H1	占比	2012H1	占比	同比增长 YOY	占比变化 pct
化工	205.9	50.75%	196.1	35.02%	5.02%	15.73%
煤化工	123.6	30.47%	47.1	8.40%	162.52%	22.07%
石油化工	30.0	7.39%	24.1	4.31%	24.43%	3.08%
电力	12.6	3.11%	45.5	8.12%	-72.26%	-5.01%
建筑	18.2	4.49%	195.4	34.89%	-90.68%	-30.40%
环保	4.0	0.99%	20.9	3.73%	-80.78%	-2.74%
其他	11.4	2.80%	31	5.53%	-63.35%	-2.73%
合计	405.8	100.00%	560	100%	-27.54%	0.00%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理计算

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	43,538	54,117	67,854	84,530	104,822	货币资金	17,627	18,868	26,453	32,916	41,163
营业成本	37,316	46,146	57,710	71,862	89,073	存货	5,385	8,542	8,657	10,779	13,361
毛利率	14.3%	14.7%	14.9%	15.0%	15.0%	应收账款	4,049	4,992	6,227	7,677	9,421
营业税金及附加	946	1,146	1,439	1,792	2,222	其他流动资产	10,362	16,972	17,457	21,667	26,785
营业费用	196	228	279	331	400	流动资产	37,424	49,374	58,793	73,039	90,729
营业费用率	0.45%	0.42%	0.41%	0.39%	0.38%	固定资产	3,939	4,885	5,017	5,205	5,436
管理费用	2,351	3,134	3,664	4,522	5,556	长期股权投资	744	895	895	895	895
管理费用率	5.40%	5.79%	5.40%	5.35%	5.30%	无形资产	1,707	2,059	2,059	2,058	2,057
财务费用	-315	-354	-167	-216	-271	其他长期资产	1,843	1,838	1,991	2,149	2,121
财务费用率	-0.72%	-0.65%	-0.25%	-0.26%	-0.26%	非流动资产	8,233	9,677	9,961	10,307	10,510
投资收益	23	-1	10	10	10	资产总计	45,656	59,051	68,755	83,346	101,239
营业利润	3,034	3,805	4,882	6,182	7,773	短期借款	85	230	150	158	165
营业利润率	6.97%	7.03%	7.19%	7.31%	7.42%	应付账款	9,746	13,197	16,159	20,121	24,940
营业外收入	75	91	96	100	105	其他流动负债	18,602	24,845	28,219	34,579	42,301
营业外支出	11	14	20	21	22	流动负债	28,434	38,272	44,528	54,858	67,407
利润总额	3,098	3,882	4,957	6,261	7,856	长期负债	451	407	407	407	407
所得税	579	646	818	1,030	1,288	其他长期负债	1,040	1,179	1,204	1,231	1,259
所得税率	18.7%	16.6%	16.5%	16.5%	16.4%	非流动性负债	1,491	1,586	1,611	1,638	1,666
少数股东损益	143	152	195	246	309	负债合计	29,925	39,858	46,139	56,496	69,073
归属于母公司股东的净利润	2,376	3,084	3,945	4,985	6,259	股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
净利率	5.46%	5.70%	5.81%	5.90%	5.97%	资本公积	5,307	5,364	5,364	5,364	5,364
每股收益(元)(摊薄)	0.48	0.63	0.80	1.01	1.27	股东权益合计	15,273	18,058	21,213	25,202	30,209

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	2,376	3,084	3,945	4,985	6,259	增长率					
少数股东损益	143	152	195	246	309	营业收入	33.62	24.30	25.38	24.58	24.01
折旧和摊销	449	493	403	469	545	营业利润	40.77	25.40	28.30	26.64	25.73
营运资金变动	1,211	-669	4,526	2,560	3,110	净利润	43.21	29.80	27.92	26.38	25.54
其他	-57	-65	-47	-159	-201	利润率(%)					
经营现金流	4,122	2,995	9,021	8,100	10,021	毛利率(%)	14.29	14.73	14.95	14.99	15.02
资本支出	N/A	-1,756	-687	-814	-748	EBIT Margin(%)	6.27	6.40	7.02	7.13	7.22
投资收益	N/A	12	10	10	10	EBITDA Margin(%)	7.30	7.31	7.61	7.68	7.74
资产变卖	N/A	8	0	0	0	净利率(%)	5.46	5.70	5.81	5.90	5.97
其他	N/A	-176	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-1,340	-1,913	-677	-804	-738	净资产收益率(%)	15.60	17.14	18.59	19.78	20.72
发行股票	N/A	0	0	0	0	总资产收益率(%)	5.26	5.99	6.30	6.69	6.92
负债变化	N/A	109	-137	-52	-55	其他(%)					
股息支出	N/A	-247	-789	-997	-1,252	资产负债率(%)	65.54	67.50	67.11	67.78	68.23
其他	N/A	567	167	216	271	所得税率(%)	18.70	16.64	16.50	16.45	16.40
融资现金流	-515	430	-759	-834	-1,036	股利支付率(%)	5.87	7.62	20.00	20.00	20.00
现金净增加额	2,267	1,512	7,584	6,463	8,247						

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

作者简介:

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
机 构	上海保险/私募	周 迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		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。