本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

宏源证券 HONGYUAN SECURITIES

地产增长迅猛，中水顾注入可期

买入 维持

目标价格：3.80 元

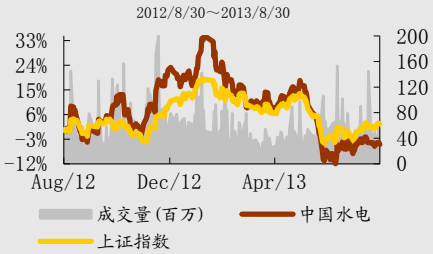
建筑工程行业研究组
分析师：
鲍荣富(S1180513070004)
电话：021-51782230
Email：baorongfu@hysec.com
周蓉姿(S1180050120006)
电话：010-88085227
Email：zhourongzi@hysec.com
傅 盈(S1180113080027)
电话：021-51782238
Email：fuying@hysec.com

报告摘要:

- **业绩同增 10.7%，主要来自收入规模增长及期间费用率下降贡献。**公司 2013H1 实现营业收入 661.9 亿元/归属上市公司股东净利润 22.3 亿元，同比分别增长 19.9%/10.7%；EPS 0.23 元，符合我们预期。业绩增长主要得益于营业收入较快增长及期间费用率下降（贡献 3.3pct），拉低业绩的因素主要是少数股东权益占比上升（贡献-6.0pct，主要系收购南国置业产生少数股东权益 15.29 亿元）、非经常性损益（贡献-3.8pct），Q2 收入/业绩同比分别增长 23.7%和 10.0%。
- **毛利率微降，地产板块业绩大幅增长。**公司综合毛利率 13.73%，同比微降 0.04pct。其中，建筑工程/电力运营/地产/设备制造毛利率分别变动-0.38/+4.13/-7.13/-6.86pct。境外业务毛利率 18.06%，同比下降 0.44 个百分点，主要原因是竞争加剧及成本上涨。期间费用率 6.74%，同比下降 0.2pct。经营性现金流因地产规模扩大同比下降 25.0%；2013H1 收现比 0.80，同比基本持平，但 Q2 收现比 0.70，同比下降 0.05pct。房地产板块业绩大幅增长，2013H1 实现收入 20.68 亿元、毛利 4.77 亿元，同比分别增长 216.1%/141.5%，毛利占比达 5.3%。
- **预计 8 月新签订单增势良好，中水顾注入预计下半年启动。**2013 年上半年新签订单 1,014 亿元（YoY+6.6%），其中增长较快的是。1-7 月新签合同 1,114 亿元，完成全年计划的 55.6%。我们预计，公司 8 月新签合同增势良好，8 月已签订乌干达卡鲁玛水电站 EPC 项目合同，金额约 104.3 亿元。水利水电投资有所提速，1-7 月水电基本建设投资/水利管理业固投 YOY+19.7%/+31.09%，增速分别较 1-6 月提升 27.0/0.09pct。此外，根据公司上市时承诺，我们判断下半年中水顾将注入工作将开始启动，预计可增厚 EPS15%左右。
- **风险因素：**宏观经济波动风险、国际经济政治局势变化风险等。
- **盈利预测和估值。**维持公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.48/0.55/0.62 元的盈利预测。当前价 2.81 元，对应 2013/14/15 年 PE 为 6/5/5 倍，给予公司 3.80 元目标价(13 年 8 倍 PE)，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	113471	127037	143603	162825	183109
增长率（%）	11.8	12.0	13.0	13.4	12.5
归母净利润(百万)	3619	4094	4637	5293	5988
增长率（%）	24.3	13.1	13.3	14.1	13.1
每股收益	0.38	0.43	0.48	0.55	0.62
市盈率	8	7	6	5	5

市场表现



相关研究

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

利润表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**113,471**	**127,037**	**143,603**	**162,825**	**183,109**
营业成本	97,113	109,458	123,765	139,682	156,775
毛利率	14.4%	13.8%	13.8%	14.2%	14.4%
营业税金及附加	2,824	2,985	3,360	3,793	4,248
营业费用	161	195	214	234	254
营业费用率	0.14%	0.15%	0.15%	0.14%	0.14%
管理费用	5,535	6,127	6,897	7,657	8,428
管理费用率	4.88%	4.82%	4.80%	4.70%	4.60%
财务费用	2,513	2,656	3,770	4,679	5,646
财务费用率	2.21%	2.09%	2.63%	2.87%	3.08%
投资收益	190	149	156	164	172
营业利润	**4,938**	**5,314**	**6,035**	**6,909**	**7,834**
营业利润率	4.35%	4.18%	4.20%	4.24%	4.28%
营业外收入	152	291	306	321	337
营业外支出	104	89	94	99	103
利润总额	**4,987**	**5,516**	**6,247**	**7,131**	**8,067**
所得税	1,045	1,155	1,308	1,493	1,689
所得税率	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
少数股东损益	322	267	302	345	390
归属于母公司股东的净利润	**3,619**	**4,094**	**4,637**	**5,293**	**5,988**
净利率	3.19%	3.22%	3.23%	3.25%	3.27%
每股收益（元）（摊薄）	**113,471**	**127,037**	**143,603**	**162,825**	**183,109**

现金流量表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	3,619	4,094	4,637	5,293	5,988
少数股东损益	322	267	302	345	390
折旧和摊销	4,057	4,439	4,777	5,469	6,007
营运资金变动	-5,024	-9,392	11,232	-1,277	-2,547
其他	2,831	3,015	3,388	4,549	5,570
经营现金流	**5,804**	**2,423**	**24,337**	**14,380**	**15,408**
资本支出	-13,246	-14,990	-9,044	-6,600	-4,450
投资收益	112	172	156	164	172
资产变卖	-5	-478	0	0	0
其他	-294	1,166	-9,975	-10,475	-11,000
投资现金流	**-13,433**	**-14,129**	**-18,863**	**-16,911**	**-15,278**
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	41,433	39,135	-6,084	11,416	10,055
股息支出	-3,561	-5,255	-1,159	-1,323	-1,497
其他	-10,496	-28,156	-3,770	-4,679	-5,646
融资现金流	**27,376**	**5,724**	**-11,014**	**5,414**	**2,912**
现金净增加额	**19,747**	**-5,982**	**-5,540**	**2,883**	**3,043**

资产负债表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	32,912	27,080	21,540	24,424	27,466
存货	30,819	38,901	39,022	44,296	51,559
应收账款	16,427	18,585	22,157	24,321	27,223
其他流动资产	15,690	16,200	17,640	19,514	21,513
流动资产	**95,849**	**100,766**	**100,359**	**112,554**	**127,761**
固定资产	37,129	40,919	44,131	43,963	42,157
长期股权投资	1,656	2,208	2,208	2,208	2,208
无形资产	15,281	16,529	16,528	16,527	16,526
其他长期资产	13,299	21,105	32,136	43,911	55,160
非流动资产	**67,366**	**80,760**	**95,003**	**106,608**	**116,051**
资产总计	163,215	181,527	195,362	219,163	243,813
短期借款	14,025	8,151	15,590	27,007	37,062
应付账款	25,124	28,263	30,941	34,920	39,194
其他流动负债	42,905	49,721	63,126	67,217	72,657
流动负债	**82,054**	**86,135**	**109,658**	**129,144**	**148,913**
长期负债	40,704	42,712	42,712	42,712	42,712
其他长期负债	8,861	17,819	4,294	4,294	4,294
非流动性负债	**49,565**	**60,531**	**47,007**	**47,007**	**47,007**
负债合计	**131,619**	**146,666**	**156,664**	**176,151**	**195,919**
股本	9,600	9,600	9,600	9,600	9,600
资本公积	10,884	10,894	10,894	10,894	10,894
股东权益合计	**27,065**	**30,804**	**34,282**	**38,252**	**42,743**
少数股东权益	4,334	3,931	4,233	4,578	4,969
负债股东权益总计	**163,215**	**181,527**	**195,362**	**219,163**	**243,813**

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率					
营业收入	11.80	11.96	13.04	13.39	12.46
营业利润	22.82	7.61	13.57	14.47	13.39
净利润	24.32	13.13	13.26	14.15	13.13
利润率（%）					
毛利率（%）	14.42	13.84	13.81	14.21	14.38
EBIT Margin（%）	6.91	6.51	6.52	7.04	7.32
EBITDA Margin（%）	10.48	10.01	9.85	10.40	10.60
净利率（%）	3.19	3.22	3.23	3.25	3.27
回报率（%）					
净资产收益率(%)	13.37	14.15	14.25	14.60	14.79
总资产收益率(%)	2.28	2.43	2.52	2.61	2.64
其他（%）					
资产负债率（%）	80.64	80.80	80.19	80.37	80.36
所得税率（%）	20.97	20.93	20.93	20.93	20.93
股利支付率（%）	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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					
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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@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
	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	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		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范围包括证券投资咨询业务。