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

规模增长靠建筑，盈利增长靠地产

买入 维持

目标价格：4.80 元

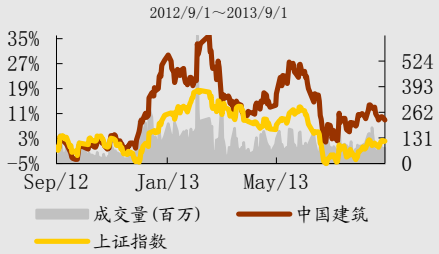
建筑工程行业研究组
分析师：
鲍荣富(S1180513070004)
电话：021-51782230
Email：baorongfu@hysec.com
周蓉姿(S1180050120006)
电话：010-88085227
Email：zhourongzi@hysec.com
傅 盈(S1180113080027)
电话：021-51782238
Email：fuying@hysec.com

报告摘要：

- **2013H1 业绩增长 22.5%，主要来自于收入增长、费率下降及非经常收益。**2013H1 实现营业收入、归属母公司股东净利 3019/87.9 亿元，同比分别增长 19.1%/22.5%，EPS0.29 元。业绩增长主要来自收入快速增长、期间费用率下降（贡献 4.8pct）及非经常性损益（贡献 7.6pct，其中中海收购西安/沈阳/青岛公司权益贡献收益 11.7 亿元）。
- **业务结构持续优化，规模靠建筑、利润靠地产。**2013H1 房建/基建/地产收入占比为 74.6%/13.0%/10.5%，同比变化-4.3/+2.4/2.1pct；毛利占比为 52.3%/11.0%/33.8%，同比变化-3.5/+2.2/+2.6pct。公司拟调整直营地产经营方式（我们判断直营地产可能通过收购、代建、股权置换等方式进入中海地产体系），有助于提升地产板块整体盈利能力。
- **毛利率微降，营业利润率/净利率快速提升，三费率快速下降。**2013H1 毛利率微降 0.05pct 至 12.01%，其中房建/基建毛利率分别下降 0.2/6.4pct。营业利润率微升 0.6pct 至 5.7%，净利率提高 0.34pct 至 4.26%。三费率同比下降 0.36pct，销售/管理/财务费用率同比变动 0.01/-0.23/-0.14pct。经营性净现金流由 2012H1 的-111 亿元下降至 2013H1 的-153 亿元；但地产业务现金流由负转正。
- **在手合同超 1.5 万亿，地产销售再创新高。**2013H1 建筑新签合同 6560 亿元（YOY+28.0%），其中房建 5471 亿元（YOY+25.3%）、基建 1045 亿元（YOY+44.9%）、勘察设计 45 亿元（YOY+12.4%）。期末待施合同约 1.5 万亿元（YOY+41%），合同收入比 2.3 倍。地产销售再创新高（超过万科），上半年销售金额 788 亿元（YOY+36.8%），其中中建地产 YOY+163%，中海地产 YOY+14%，期末已售未结算金额预计超 1800 亿元。
- **风险因素：**宏观经济波动风险、基建投资下滑风险、地产调控风险等。
- **盈利预测、估值及评级。**我们预测 2013/14/15 年 EPS 为 0.62/0.69/0.77 元。当前价 3.21 元，对应 2013/14/15 年 PE 分别为 5.2/4.6/4.2 倍，PB 分别为 0.8/0.7/0.6 倍。综合考虑行业估值及公司增长潜力，给予公司 2013 年 8 倍 PE，对应目标价 4.80 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	482837	571516	639774	703913	771147
增长率（%）	31.2	16.9	11.9	10.0	9.6
归母净利润(百万)	13537	15735	18515	20748	23043
增长率（%）	46.5	16.2	17.7	12.1	11.1
每股收益	0.45	0.52	0.62	0.69	0.77
市盈率	7.1	6.1	5.2	4.6	4.2

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	**482,837**	**571,516**	**639,774**	**703,913**	**771,147**
营业成本	424,704	501,835	562,966	618,402	676,645
毛利率	12.0%	12.2%	12.0%	12.1%	12.3%
营业税金及附加	18,960	22,057	24,691	27,026	29,453
营业费用	920	1,299	1,454	1,459	1,444
营业费用率	0.19%	0.23%	0.23%	0.21%	0.19%
管理费用	11,138	13,402	15,131	16,507	17,929
管理费用率	2.31%	2.35%	2.37%	2.35%	2.33%
财务费用	2,902	4,125	6,265	7,174	8,531
财务费用率	0.60%	0.72%	0.98%	1.02%	1.11%
投资收益	1,992	2,996	3,145	3,397	3,669
营业利润	**26,819**	**34,606**	**32,221**	**36,157**	**40,200**
营业利润率	5.55%	6.06%	5.04%	5.14%	5.21%
营业外收入	930	951	900	945	992
营业外支出	196	171	200	210	221
利润总额	**27,553**	**35,386**	**32,921**	**36,892**	**40,972**
所得税	6,654	7,384	7,901	8,854	9,833
所得税率	24.1%	20.9%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	5,702	7,041	6,505	7,290	8,096
归属于母公司股东的净利润	**13,537**	**15,735**	**18,515**	**20,748**	**23,043**
净利率	2.80%	2.75%	2.89%	2.95%	2.99%
EPS（元）	**0.45**	**0.52**	**0.62**	**0.69**	**0.77**

资产负债表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	88,157	117,360	105,023	124,418	146,463
存货	150,342	254,382	285,369	310,379	336,228
应收账款	66,020	81,164	88,129	96,964	106,226
其他流动资产	104,882	69,075	75,441	81,581	88,025
流动资产	**409,401**	**521,981**	**553,963**	**613,341**	**676,942**
固定资产	12,877	16,864	18,878	20,341	22,293
长期股权投资	21,134	23,026	23,026	23,026	23,026
无形资产	6,574	8,223	8,224	8,224	8,224
其他长期资产	55,843	81,599	81,599	81,499	81,239
非流动资产	**96,429**	**129,713**	**131,727**	**133,089**	**134,783**
资产总计	505,829	651,694	685,690	746,431	811,724
短期借款	25,734	27,710	10,000	10,500	11,025
应付账款	136,313	182,563	204,802	224,969	246,157
其他流动负债	133,265	175,457	184,901	201,086	218,136
流动负债	**295,311**	**385,730**	**399,703**	**436,555**	**475,318**
长期负债	45,882	66,984	66,984	66,984	66,984
其他长期负债	46,200	59,426	59,073	59,073	59,073
非流动性负债	**92,082**	**126,410**	**126,058**	**126,058**	**126,058**
负债合计	**387,393**	**512,140**	**525,760**	**562,612**	**601,376**
股本	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
资本公积	29,982	30,298	30,298	30,298	30,298
股东权益合计	**118,451**	**139,554**	**159,930**	**183,818**	**210,349**
少数股东权益	29,332	37,696	44,201	51,491	59,587
负债股东权益总计	**505,845**	**651,694**	**685,690**	**746,431**	**811,724**

现金流量表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	13,537	15,735	18,515	20,748	23,043
少数股东权益	5,702	7,041	6,505	7,290	8,096
折旧和摊销	2,887	3,823	4,086	4,888	4,660
营运资金变动	-20,762	-24,163	-12,826	-4,216	-3,930
其他	-9,050	-43	2,369	4,361	5,475
经营现金流	**-7,687**	**2,393**	**18,649**	**33,072**	**37,344**
资本支出	-18,841	-9,739	-6,100	-6,250	-6,353
投资收益	536	1,643	3,145	3,397	3,669
资产变卖	663	824	0	0	0
其他	-5,778	-5,958	0	0	0
投资现金流	**-23,420**	**-13,230**	**-2,955**	**-2,853**	**-2,684**
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	41,048	45,535	-18,063	500	525
股息支出	-6,227	-11,501	-3,703	-4,150	-4,609
其他	821	1,517	-6,265	-7,174	-8,531
融资现金流	**35,642**	**35,551**	**-28,030**	**-10,824**	**-12,615**
现金及现金等价物	**4,535**	**24,715**	**-12,336**	**19,395**	**22,045**

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率（%）					
营业收入	30.35	18.37	11.94	10.03	9.55
营业利润	25.33	29.04	(6.89)	12.22	11.18
净利润	46.55	16.24	17.66	12.06	11.06
利润率（%）					
毛利率	12.04	12.19	12.01	12.15	12.25
EBIT Margin	5.62	5.76	5.55	5.76	5.92
EBITDA Margin	6.21	6.43	6.19	6.45	6.53
净利率	2.80	2.75	2.89	2.95	2.99
回报率（%）					
净资产收益率	15.19	15.45	16.00	15.68	15.28
总资产收益率	2.84	2.89	2.95	3.11	3.18
其他（%）					
资产负债率	76.58	78.59	76.68	75.37	74.09
所得税率	24.15	20.87	24.00	24.00	24.00
股利支付率	8.90	8.57	20.00	20.00	20.00

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: 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。