

# 现金流大幅改善，并购战略将持续

## 买入 维持

目标价格：15.4元

### 报告要点：

- **2013Q3 业绩同增 27.51%，符合预期。**公司 2013 年前 3 季度实现营业收入 8.97 亿元、归属母公司净利润 1.21 亿元，同比分别增长 18.51%、27.51%，EPS0.50 元，符合我们预期。分季度看，2013 Q3 实现营收 3.46 亿元，同比/环比增幅分别为 20.91%/1.77%；净利润 0.62 亿元，同比/环比增幅分别为 25.80%/64.30%。我们判断公司三季度业务进展较为顺利，收入确认略有加快。
- **营改增使公司综合毛利率回落 6.25 个百分点。**2013 前 3 季度实现综合毛利率 31.22%，比去年同期降低 6.25pct，我们判断主要是由于去年四季度以来营改增原因导致营收基数缩减所致。报告期内销售费用率与财务费用率分别降低 0.48pct/2.38pct 至 3.22%/-2.57%；同期资产减值损失仅 950.99 万元，同降 64.85%。我们判断公司异地布局略有放缓以及 BT 项目逐渐进入回购期是上述费用率下降的主因，回款加快也使资产减值损失率趋势向下。
- **盈利质量大幅改善，经营现金流净额同增 101.34%。**公司三季报实现经营现金流净额 284.28 万元，同比增长 101.34%，上市以来首次在年内第三季度实现转正；2013 年 3 季度收现比达 95.94%，同比提高 34.6pct，盈利质量大幅改善。主要缘于公司加快结算节奏及 BT 项目进入回款期，四季度有望延续这一趋势。
- **战略并购、区域扩张及新业务拓展驱动未来持续增长。**公司于 2013 年 9 月公告以 352.64 万元并购江苏三联安全评价咨询有限公司 100% 股权，我们认为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。预计未来公司将加速提升市政、轨道交通领域市场份额，同时布局智能交通、环保与节能市场，营造长期盈利增长点。
- **盈利预测与估值。**预测公司 2013/14/15 年 EPS 分别为 0.77/0.99/1.27 元，3 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 13 年 20 倍 PE 较为合理，对应 15.40 元目标价，维持“买入”评级。

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	23.31	21.73	16.65	12.95	10.09

### 建筑工程研究小组

#### 分析师：

**鲍荣富(S1180513070004)**

电话：021-51782230

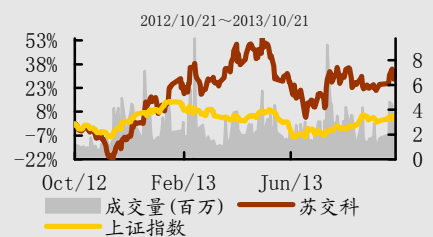
Email: baorongfu@hysec.com

**傅盈(S1180513100001)**

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 《收入增长靠建筑，盈利增长靠地产 \* 建筑工程行业》  
2013/9/1
- 《政策红利持续，园林行业成长加速 \* 建筑工程行业》  
2013/8/30

**表 1: 公司年度/季度主要经营指标 (单位: 百万元)**

	2010	2011	2012	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013 Q3
营业收入	1148.67	1267.98	1,179.03	254.72	286.58	421.81	210.40	340.47	346.50
营业成本	801.62	859.18	744.75	168.86	162.92	271.23	152.24	246.08	218.87
毛利率	30.21%	32.24%	36.83%	33.71%	43.15%	35.70%	27.64%	27.72%	36.84%
销售费用	40.69	40.50	45.45	9.21	10.29	17.43	8.53	10.16	10.21
管理费用	90.94	114.39	131.34	31.42	26.85	49.18	27.24	35.12	43.68
管理费用率	7.92%	9.02%	11.14%	12.34%	9.37%	11.66%	12.95%	10.32%	12.60%
财务费用	10.91	10.68	-0.10	-4.84	2.68	1.34	-6.61	-8.25	-8.20
期间费用率	12.41%	13.06%	14.99%	14.05%	13.89%	16.11%	13.86%	10.88%	13.18%
利润总额	126.00	156.64	169.56	27.99	58.46	58.17	28.77	48.34	76.05
所得税	32.18	26.08	26.99	1.81	8.87	10.73	6.01	10.37	13.67
所得税率	25.54%	16.65%	15.92%	6.47%	15.17%	18.45%	20.88%	21.46%	17.97%
净利润	93.82	130.56	142.56	26.18	49.59	47.45	22.76	37.97	62.39
少数股东损益	-1.09	-1.25	1.27	0.10	1.27	0.71	-0.51	1.39	1.66
少数股东损益占比	-1.16%	-0.96%	0.89%	0.38%	2.56%	1.50%	-2.24%	3.65%	2.65%
归属母公司股东的净利润	94.91	131.81	141.30	26.07	48.32	46.73	23.27	36.58	60.73
全面摊薄 EPS (元)	0.40	0.55	0.59	0.11	0.20	0.19	0.09	0.16	0.25
净利润率	8.17%	10.30%	12.09%	10.28%	17.30%	11.25%	10.82%	11.15%	18.00%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究部

利润表						资产负债表					
(百万元)						(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						主要财务指标					
(百万元)											
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	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	EBITDA Margin(%)	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:** 宏源证券研究所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)。

**傅 盈:** 宏源证券研究所研究所建筑工程行业研究员, 工科硕士, 四年建筑工程行业从业经历。

**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
		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
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。