

业绩强劲增长，价值显著低估

买入 维持

目标价格：4.80 元

报告摘要：

- 前三季度/第三季度业绩增长 25.7%/32.1%，主要来自于收入增长、费率下降及非经常收益。** 2013 年前三季度实现营业收入、归属母公司股东净利 4799/134.2 亿元，同比分别增长 21.8%/25.7%，EPS0.45 元。业绩增长主要来自收入快速增长、期间费用率下降（贡献 3.7pct）及非经常性损益（贡献 5.3pct，其中中海收购西安/沈阳/青岛公司权益贡献收益 11.7 亿元）。
- 毛利率微降，净利率稳步提升，三费率较快下降。** 2013 年前三季度公司毛利率微降 0.5pct 至 11.41%。净利率提高 0.21pct 至 4.07%。三费率同比下降 0.4pct，销售/管理/财务费用率同比变动 0.01/-0.21/-0.19pct。经营性净现金流由 2012 年前三季度的-84 亿元下降至 2013 年前三季度的-254 亿元。
- 建筑：新签订单快速增长，在手合同超 1.5 万亿。** 2013 前三季度建筑新签合同 9194 亿元（YOY+36.2%），其中基建 1370 亿元（YOY+58.9%）。期末待施合同约 1.5 万亿元，合同收入比 2.3 倍。房建业务施工面积 68,559 万平方米，同比增长 22.8%；新开工面积 18,256 万平方米，同比增长 31.8%。
- 地产：销售再创新高，业务模式转型值得期待。** 公司前三季度地产业务销售额约 1,129 亿元（中海地产 848 亿元，中建地产 281 亿元），同比增长 24.8%；新增土地储备约 853 万平方米，期末拥有土地储备约 6,966 万平方米。公司目前正对普通直营房地产开发业务注入中国海外发展，或委托其管理一事进行实质性推进，我们判断这将显著提高公司地产板块整体盈利能力及经营效率。
- 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。

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

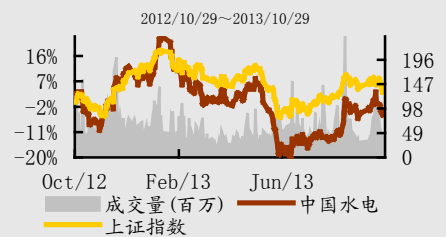
Email: zhourongzi@hysec.com

傅盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@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)	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

表 1: 中国建筑季度主要指标 (百万元)

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q1-3	2013Q1-3	前三季度同比	第三季度同比
营业收入	62367	95875	88392	123784	87231	306696	123657	141039	104336	149156	140434	177589	126685	175249	177958	393926	479892	21.82%	26.72%
营业成本	55011	84298	78809	107532	76761	270244	109463	123166	91895	131021	124088	154831	111467	154193	159466	347005	425126	22.51%	28.51%
毛利率	11.79%	12.07%	10.84%	13.13%	12.00%	11.89%	11.48%	12.67%	11.92%	12.16%	11.64%	12.82%	12.01%	12.02%	10.39%	11.91%	11.41%	-0.50%	-1.25%
销售费用	130	208	94	500	135	700	170	408	195	287	354	464	343	257	449	835	1,048.46	25.55%	26.98%
管理费用	1960	1718	2266	3251	2520	7146	3054	3173	3071	3156	3439	3737	3664	3340	3741	9666	10,744.17	11.16%	8.78%
管理费用率	3.14%	1.79%	2.56%	2.63%	2.89%	2.33%	2.47%	2.25%	2.94%	2.12%	2.45%	2.10%	2.89%	1.91%	2.10%	2.45%	2.24%	-0.21%	-0.35%
财务费用	112	249	143	451	402	2737	523	1922	850	1283	1007	986	598	1254	1037	3139	2889	-7.96%	2.93%
期间费用率	3.53%	2.27%	2.83%	3.39%	3.50%	3.45%	3.03%	3.90%	3.94%	3.17%	3.42%	2.92%	3.63%	2.77%	2.94%	3.46%	3.06%	-0.40%	-0.48%
利润总额	2934	6134	3888	6684	4472	15670	5896	7763	4828	8628	6686	10019	6843	10503	8672	20142	26018	29.17%	29.70%
所得税	902	1145	943	1935	1140	3807	1096	2343	1062	2449	1436	2437	1760	2720	2024	4948	6504	31.47%	40.93%
所得税率	30.75%	18.67%	24.25%	28.95%	25.50%	24.30%	18.58%	30.18%	22.00%	28.39%	21.48%	24.32%	25.72%	25.90%	23.34%	24.56%	25.00%	0.44%	1.86%
净利润	2032	4989	2945	4749	3331	11863	4800	5420	3766	6179	5250	7582	5083	7783	6647	15195	19513	28.42%	26.62%
少数股东损益	646	1741	1019	2072	1126	3390	1728	1485	1208	1563	1745	2526	1514	2562	2017	4516	6093	34.93%	15.58%
少数股东损益占比	31.78%	34.90%	34.61%	43.62%	33.80%	28.57%	35.99%	27.39%	32.06%	25.30%	33.24%	33.31%	29.79%	32.92%	30.34%	29.72%	31.23%	1.51%	-2.90%
归属母公司股东的净利润	1386	3248	1926	2677	2205	8473	3073	3935	2559	4615	3505	5057	3569	5221	4631	10679	13,420.01	25.67%	32.12%
全面摊薄 EPS (元)	0.05	0.11	0.06	0.09	0.07	0.28	0.10	0.13	0.09	0.15	0.12	0.17	0.12	0.17	0.15	0.36	0.45	25.67%	32.12%
净利润率	3.26%	5.20%	3.33%	3.84%	3.82%	3.87%	3.88%	3.84%	3.61%	4.14%	3.74%	4.27%	4.01%	4.44%	3.74%	3.86%	4.07%	0.21%	0.00%
销售费用率	0.21%	0.22%	0.11%	0.40%	0.16%	0.23%	0.14%	0.29%	0.19%	0.19%	0.25%	0.26%	0.27%	0.15%	0.25%	0.21%	0.22%	0.01%	0.00%
财务费用率	0.18%	0.26%	0.16%	0.36%	0.46%	0.89%	0.42%	1.36%	0.81%	0.86%	0.72%	0.56%	0.47%	0.72%	0.58%	0.80%	0.60%	-0.19%	-0.13%
管理费用率	3.14%	1.79%	2.56%	2.63%	2.89%	2.33%	2.47%	2.25%	2.94%	2.12%	2.45%	2.10%	2.89%	1.91%	2.10%	2.45%	2.24%	-0.21%	-0.35%
期间费用率	3.53%	2.27%	2.83%	3.39%	3.50%	3.45%	3.03%	3.90%	3.94%	3.17%	3.42%	2.92%	3.63%	2.77%	2.94%	3.46%	3.06%	-0.40%	-0.48%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

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

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

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

指标名称	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

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
		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
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
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		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。