

地产基建促中期业绩强劲增长

■ **中期业绩强劲增长。**公司1-6月实现营业收入4137亿元,同比增长10.2%,实现归属上市公司股东净利润137亿元,同比增长16.2%,EPS 0.26元,扣非净利润增长20.2%。业绩增长的主要原因为地产和基建业务的稳步增长,及期间管理费用的下降。

■ **管理效率不断提升,现金流情况有所改善。**上半年公司毛利率12.3%,与去年同期相比下降0.1个pct。三项费用率2.78%,同比减少0.03个pct,其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别变动+0.06/-0.16/+0.07个pct,管理费用明显下降的原因为严控各项费用开支,办公差旅等费用大幅降低,同时运营效率不断提高。资产减值损失少计提3.87亿元。净利率提高0.17个pct,为3.32%。公司经营活动现金净流出293亿元,与去年同期相比收窄35亿元,主要原因为公司进一步完善优化了现金流考核方式,更加侧重月度、季度的过程管控。

■ **基建及地产业务增长强劲,在手订单庞大支撑后续业绩。**公司报告期内房建/基建/地产/设计收入分别增长8.4%/10.5%/11.1%/4.9%,实现毛利分别增长4.6%/13.2%/12.9%/-8.8%。基建和房地产业务增速均快于房建业务,整体盈利能力得到提升。1-7月新签建筑业订单7752亿元,同比下降3%,但公司在手订单超两万亿元,对后续业绩增长形成强力支撑。1-7月地产累计销售额同比增长20.1%,较1-6月增速大幅提高7.3个pct,地产销售强劲增长为短期业绩提供强力支撑。

■ **全方位把握国家战略,充分挖掘增长点。**当前一带一路、京津冀一体化、长江经济带已成为国家级三大战略,此外PPP模式推广亦成为政府改革的重要内容。公司具备建设领域的全产业链布局,海外经营历史悠久,布局广泛,盈利能力突出。公司有望充分把握三大国家战略方向、拥抱PPP模式推广大潮,积极寻找新增长点。国企改革持续推进下,公司旗下业务板块也极具专业化运作潜力,经营效率仍有极大提升空间。

■ **投资建议:**我们预测公司2015/2016/2017年EPS分别为0.84/0.93/1.06元,对应PE分别为7/6.3/5.6倍,目前估值较低,在当前逆境市场环境下具有防御性,维持“买入-A”评级。

■ **风险提示:**宏观经济持续下滑风险、政策推进进度不达预期风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	681,048.0	800,028.8	930,066.3	1,074,353.1	1,247,570.1
净利润	20,398.5	22,570.0	25,297.2	27,719.6	31,702.2
每股收益(元)	0.68	0.75	0.84	0.92	1.06
每股净资产(元)	3.93	4.63	5.07	5.81	6.65

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	8.7	7.8	7.0	6.4	5.6
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
净利润率	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
净资产收益率	17.3%	16.2%	16.6%	15.9%	15.9%
股息收益率	2.4%	2.9%	3.0%	3.4%	3.9%
ROIC	31.0%	33.5%	25.9%	23.3%	22.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

8.4元

股价(2015-08-24)

5.89元

交易数据

总市值(百万元)	176,700.00
流通市值(百万元)	176,114.30
总股本(百万股)	30,000.00
流通股本(百万股)	29,900.56
12个月价格区间	3.11/11.99元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.90	-8.91	46.16
绝对收益	-26.47	-42.76	84.64

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-68765859

夏天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

报告联系人

宋易璐

021-68766750
songyl@essence.com.cn

相关报告

行业回暖,改革推进,超低估值极具吸引力	2015-05-25
业绩稳健增长,估值洼地极具吸引力	2015-04-30
超低估值有望修复,业务分拆潜力巨大	2014-12-01

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	681,048.0	800,028.8	930,066.3	1,074,353.8	1,247,570.1	成长性					
减:营业成本	600,219.8	699,364.0	818,072.2	947,475.7	1,102,432.8	营业收入增长率	19.2%	17.5%	16.3%	15.5%	16.1%
营业税费	24,739.4	30,891.8	35,807.6	41,470.1	47,407.7	营业利润增长率	30.0%	10.5%	12.9%	10.2%	14.1%
销售费用	1,662.4	2,098.8	2,325.2	2,793.3	3,118.9	净利润增长率	29.6%	10.6%	12.1%	9.6%	14.4%
管理费用	14,549.2	15,605.8	18,601.3	22,561.4	24,951.4	EBITDA 增长率	28.9%	14.6%	7.6%	10.7%	15.0%
财务费用	5,407.2	7,429.4	5,011.2	5,523.7	7,186.9	EBIT 增长率	30.2%	13.8%	6.1%	10.2%	15.6%
资产减值损失	1,666.4	4,524.3	4,500.0	4,000.0	4,100.0	NOPLAT 增长率	30.3%	15.2%	5.0%	9.8%	16.4%
加:公允价值变动收益	32.5	-222.1	-97.9	-15.5	42.9	投资资本增长率	5.4%	6.4%	35.9%	22.0%	22.4%
投资和汇兑收益	5,373.8	2,321.0	2,000.0	2,000.0	1,500.0	净资产增长率	17.9%	19.7%	12.4%	15.6%	15.5%
营业利润	38,209.8	42,213.6	47,651.0	52,514.0	59,915.3	利润率					
加:营业外净收支	588.8	1,122.5	797.5	836.3	911.6	毛利率	11.9%	12.6%	12.0%	11.8%	11.6%
利润总额	38,798.6	43,336.1	48,448.5	53,350.3	60,826.9	营业利润率	5.6%	5.3%	5.1%	4.9%	4.8%
减:所得税	9,465.1	10,159.3	11,724.5	13,070.8	14,598.5	净利润率	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
净利润	20,398.5	22,570.0	25,297.2	27,719.6	31,702.2	EBITDA/营业收入	7.0%	6.8%	6.3%	6.1%	6.0%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.2%	5.7%	5.4%	5.4%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	10	10	9	7	5
货币资金	123,400.7	154,069.3	148,810.6	161,153.1	187,135.5	流动营业资本周转天数	32	29	36	44	50
交易性金融资产	815.1	1,037.8	952.8	935.2	975.3	流动资产周转天数	301	300	302	299	300
应收帐款	102,053.3	143,425.2	140,761.7	205,419.0	203,506.8	应收帐款周转天数	53	55	55	58	59
应收票据	15,686.1	5,355.1	18,929.9	10,913.2	23,741.5	存货周转天数	152	151	153	154	157
预付帐款	34,011.0	31,129.0	59,767.9	50,770.9	82,133.5	总资产周转天数	379	383	380	363	353
存货	322,382.3	348,273.4	442,529.8	478,627.2	611,556.4	投资资本周转天数	55	49	52	57	60
其他流动资产	18,188.9	34,086.8	33,499.1	31,186.3	32,728.2	投资回报率					
可供出售金融资产	1,320.2	4,968.6	2,559.3	2,949.4	3,492.4	ROE	17.3%	16.2%	16.6%	15.9%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%	3.5%
长期股权投资	21,353.6	23,311.0	23,311.0	23,311.0	23,311.0	ROIC	31.0%	33.5%	25.9%	23.3%	22.2%
投资性房地产	16,939.5	25,268.0	28,268.0	32,268.0	36,268.0	费用率					
固定资产	20,572.0	22,883.7	23,112.2	20,288.2	15,790.8	销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	5,685.3	6,704.1	3,752.1	2,126.0	1,163.0	管理费用率	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.0%
无形资产	9,042.2	9,238.5	9,164.9	8,988.3	8,808.9	财务费用率	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.6%
其他非流动资产	92,370.9	109,355.7	109,057.1	92,037.3	92,022.4	三费/营业收入	3.2%	3.1%	2.8%	2.9%	2.8%
资产总额	783,821.1	919,106.2	1,044,476.3	1,120,973.1	1,322,633.6	偿债能力					
短期债务	21,794.1	21,714.5	38,941.8	64,367.2	95,315.0	资产负债率	79.0%	78.6%	78.8%	77.2%	77.6%
应付帐款	248,571.4	302,561.0	340,606.8	399,482.6	467,264.2	负债权益比	376.3%	366.8%	371.7%	337.8%	347.0%
应付票据	11,122.7	12,514.3	18,518.5	15,819.2	23,858.5	流动比率	1.32	1.32	1.30	1.31	1.33
其他流动负债	185,444.3	207,848.7	253,498.4	237,239.8	271,600.9	速动比率	0.63	0.68	0.62	0.64	0.62
长期借款	77,677.4	76,124.7	70,059.9	55,495.2	76,218.1	利息保障倍数	8.07	6.68	10.51	10.51	9.34
其他非流动负债	74,647.7	101,429.5	101,429.5	92,502.3	92,502.3	分红指标					
负债总额	619,257.6	722,192.7	823,055.0	864,906.2	1,026,759.0	DPS(元)	0.14	0.17	0.18	0.20	0.23
少数股东权益	46,526.8	57,894.0	69,320.8	81,880.7	96,406.9	分红比率	21.0%	22.9%	21.3%	21.7%	22.0%
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	股息收益率	2.4%	2.9%	3.0%	3.4%	3.9%
留存收益	87,132.2	104,602.0	122,100.6	144,186.1	169,467.6						
股东权益	164,563.5	196,913.5	221,421.4	256,066.8	295,874.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.68	0.75	0.84	0.92	1.06
净利润	29,333.5	33,176.8	25,297.2	27,719.6	31,702.2	BVPS(元)	3.93	4.63	5.07	5.81	6.65
加:折旧和摊销	4,603.0	5,490.7	6,297.2	7,226.6	7,939.8	PE(X)	8.7	7.8	7.0	6.4	5.6
资产减值准备	1,666.4	4,524.3	-	-	-	PB(X)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
公允价值变动损失	-32.5	222.1	-97.9	-15.5	42.9	P/FCF	4.8	3.1	-41.5	-18.5	7.4
财务费用	6,994.3	7,977.9	5,011.2	5,523.7	7,186.9	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
投资损失	-5,373.8	-2,321.0	-2,000.0	-2,000.0	-1,500.0	EV/EBITDA	1.7	3.5	3.0	2.9	2.8
少数股东损益	8,935.0	10,606.8	11,426.8	12,559.9	14,526.2	CAGR(%)	11.1%	11.7%	17.3%	11.1%	11.7%
营运资金的变动	-51,537.2	-33,000.2	-43,207.6	-21,465.2	-47,673.5	PEG	0.8	0.7	0.4	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	2,618.8	24,906.3	2,727.0	29,549.2	12,224.5	ROIC/WACC	4.4	4.9	4.8	3.9	3.7
投资活动产生现金流量	-8,370.1	-15,466.7	-1,920.9	-2,642.0	-6,965.0	REP	0.2	0.4	0.2	0.3	0.2
融资活动产生现金流量	11,074.0	18,194.6	-6,064.8	-14,564.7	20,722.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

