

稳中求进布新局，培育多维发展空间

中化岩土 (002542.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

- **事件:**
公司公告 2015 年年报和 2016 年第一季度报告。
- **收购公司均实现业绩承诺，主业稳健增长。**公司 2015 年度实现营业收入 19.31 亿元，同比增长 60.38%，归属上市公司股东净利润 2.27 亿元，同比增长 74.29%；主要受益于公司整合优势资源，深化并购标的并表。基本每股收益 0.22 元/股。公司全资子公司上海强劲、上海远方 2015 年度扣除非经常性损益后分别实现净利润 5725.20 万元、6464.67 万元，均实现了业绩承诺。2016 年 Q1 公司实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 19.38%；归属上市公司股东净利润 3492.93 万元，同比增长 10.75%。
- **盈利能力提升，期间费用率同比增长，现金状况有所改善。**公司 2015 年度综合毛利率为 29.17%，同比增长 1.79pct；净利率同比增长 0.85pct 至 11.66%。期间费用率持续增长，2015 年度同比增长 2.41pct 至 11.59%，财务费用的增加是期间费用率增长的主要原因，财务费用率同比增长 1.64pct。2015 年度收现比、付现比分别为 0.67/0.53，同比分别增长 20.64pct/3.2pct。经营性净现金流从 2014 年度的-2.39 亿元增加至 2015 年度的-1.10 亿元，现金流状况有所改善。
- **公司季度盈利数据同比增长，一、二季度并表涨幅较大。**分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 3.61 亿元、4.75 亿元、4.43 亿元、6.52 亿元，分别同比增长 162.63%、197.65%、17.17%和 23.33%，分别实现归母净利润 3153.99 万元、4381.53 万元、5750.01 万元、9420.48 万元，同比增长 80.23%、121.93%、49.84%和 72.34%。公司一、二季度业绩涨幅较大，主要和上海强劲、上海远方于 2014 年三季度并表有关。
- **定增补充流动资金，优化资本结构。**2015 年度公司顺利完成了非公开发行，以 5.81 元/股的价格向 5 名特定对象募集不超过 7.38 亿元资金，募集资金全部用于补充公司流动资金，为业务发展提供充足的营运资金支持。非公开发行股票结合员工持股计划，进一步优化公司资本结构，保障综合产业平台运营的资金需求，提高公司员工的积极性和凝聚力。2015 年三季度公司资产负债率为 50.31%，定增完成后，2015 年年底资产负债率有效降至 43.34%，2016 年一季度资产负债率持续下降至 38.57%。
- **保障主业稳定增长，打造工程服务业传统产业平台。**2015 年 7 月公司收购北京场道 100% 股权，获得市政公用工程总承包壹级、机场场道工程专业承包壹级、隧道工程专业承包贰级、房屋建筑工程施工总承包等资质；2015 年 11 月收购北京中岩剩余 59.33% 股权，提升公司工程项目的管理、监测等综合实力，北京中岩成为全资子公司。2015 年公司新设中化岩土设计研究有限公司，提升研发创新能力；新设嘉之鼎置业有限公司，提升公司区域市场服务能力；子公司上海强劲新设强劲投资管理有限公司，进行同行业和相关产业项目并购重组、股权投资、实业投资等资本运作。
- **涉足新兴产业，培育多维发展空间。**2015 年 6 月公司通过收购浙江中青 51% 股权，与地方政府合作开发多个通航产业基地投资项目，进入通用航空机场投资、建设领域。2015 年 4 月投资 1300 万美元参股美国

分析师

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

特此鸣谢:

胡美辰 对此报告亦有贡献

市场数据

时间 2016-05-09

A 股收盘价(元)	停牌
A 股一年内最高价(元)	13.62
A 股一年内最低价(元)	5.10
上证指数	2832.11
市净率	9.12
总股本(亿股)	17.48
实际流通 A 股(亿股)	6.22
限售的流通 A 股(亿股)	11.25
流通 A 股市值(亿元)	48.78

Chelsio 公司 11.08% 股权，涉足芯片科技领域；11 月中化岩土投资管理有限公司注资 5000 万元与美方成立中外合资企业——掣速科技，持股比例为 51%，将推动 Chelsio 进入中国市场，逐步实现 Chelsio 技术研发、应用和产品国产化。参股人人行介入互联网金融领域，尝试互联网金融企业股权投资。公司计划出资 1.5 亿元与其他 6 家法人机构共同发起设立人寿保险公司，持股比例为 15%，投资保险领域。

- **风险提示：**宏观经济波动风险、回款风险、并购不达预期等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016~18 年 EPS 分别为 0.31/0.41/0.49 元，对应 2016-2018 年估值分别为 51/36/27 倍，维持“推荐”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1204	1931	2703	3514	4217
增长率 YoY%	138.5	60.4	40.0	30.0	20.0
净利润(百万)	130.3	227.1	364.0	476.5	565.7
增长率 YoY%	84.3	74.3	60.3	30.9	18.7
EPS (元)	0.11	0.19	0.31	0.41	0.49
PE	81	47	29	22	19

资料来源：中国银河证券研究部，截止 2016 年 5 月 06 日

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,204	1,931	2,703	3,514	4,217	货币资金	92	742	1,038	1,350	1,620
营业成本	874	1,368	1,906	2,460	2,952	存货	863	1,241	1,729	2,231	2,678
毛利率	27.4%	29.2%	29.5%	30.0%	30.0%	应收账款	952	950	1,330	1,692	2,030
营业税金及附加	35	59	81	105	127	其他流动资产	99	282	428	555	696
营业费用	7	13	16	21	25	流动资产	2,006	3,214	4,525	5,828	7,024
营业费用率	0.59%	0.70%	0.60%	0.60%	0.60%	固定资产	664	643	706	743	774
管理费用	89	155	203	264	316	长期股权投资	5	2	2	2	2
管理费用率	7.36%	8.03%	7.50%	7.50%	7.50%	无形资产	84	207	402	391	379
财务费用	15	55	53	87	111	其他长期资产	270	683	744	837	948
财务费用率	1.23%	2.87%	1.97%	2.48%	2.63%	非流动资产	1,024	1,534	1,855	1,974	2,103
投资收益	4	13	13	13	14	资产总计	3,030	4,748	6,380	7,802	9,127
营业利润	148	262	424	554	659	短期借款	427	774	1,713	2,405	2,979
营业利润率	12.25%	13.59%	15.68%	15.76%	15.62%	应付账款	426	493	687	887	1,065
营业外收入	3	8	8	10	10	其他流动负债	475	768	980	1,134	1,261
营业外支出	0	5	6	6	6	流动负债	1,328	2,035	3,381	4,426	5,304
利润总额	150	266	426	558	662	长期负债	6	20	20	20	20
所得税	20	41	65	85	101	其他长期负债	12	2	2	1	0
所得税率	13.4%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	非流动性负债	18	22	22	21	20
少数股东损益	0	-2	-3	-4	-5	负债合计	1,345	2,058	3,402	4,447	5,324
归母净利润	130	227	364	477	566	股本	519	1,165	1,165	1,165	1,165
净利率	10.82%	11.76%	13.47%	13.56%	13.41%	资本公积	853	938	938	938	938
EPS (元)	0.11	0.19	0.31	0.41	0.49	股东权益合计	1,670	2,603	2,894	3,275	3,728
						少数股东权益	15	86	84	80	75
						负债权益总计	3,030	4,748	6,380	7,802	9,127
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	130	227	364	477	566	增长率 (%)					
少数股东权益	0	-2	-3	-4	-5	营业收入	138.53	60.38	40.00	30.00	20.00
折旧和摊销	70	111	63	95	94	营业利润	79.16	77.91	61.44	30.73	18.89
营运资金变动	-493	-520	-596	-662	-616	净利润	84.26	74.29	60.30	30.92	18.70
其他	53	74	47	119	112	利润率 (%)					
经营现金流	-239	-110	-125	24	151	毛利率	27.38	29.17	29.50	30.00	30.00
资本支出	-90	-104	-272	-95	-100	EBIT Margin	16.53	17.38	18.40	18.91	18.88
投资收益	4	11	13	13	14	EBITDA Margin	22.39	23.11	20.74	21.60	21.12
资产变卖	2	0	-94	-99	-104	净利率	10.82	11.76	13.47	13.56	13.41
其他	-37	-225	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-121	-318	-353	-180	-190	净资产收益率	7.80	10.63	13.24	15.45	16.15
发行股票	127	728	0	0	0	总资产收益率	4.32	5.92	6.64	6.80	6.74
负债变化	-3	126	900	650	533	其他 (%)					
股息支出	0	0	-73	-95	-113	资产负债率	44.39	43.34	53.33	57.00	58.33
其他	36	219	-53	-87	-111	所得税率	13.42	15.30	15.30	15.30	15.30
融资现金流	160	1,073	774	468	309	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	-200	645	297	311	270						

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周松，建筑行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn