



规模效益齐升，二次创业迎新发展

买入 维持

目标价格：4.00元

投资要点：

- **规模效益同步提升，业绩好于预期。**2013年公司实现营业收入5604.4亿元、归属于母公司股东净利润93.7亿元，YOY+15.8%/26.9%，EPS0.44元，好于我们及市场预期。业绩增长主要来自于收入增长（贡献15.8pct）及期间费用率下降（贡献10.7pct）。
- **新签订单快速增长，庞大在手合同保障持续增长。**2013年公司新签订单9296.5亿元，YOY+27.2%。基建/勘察设计咨询/工程设备制造/房地产新签合同YOY+36.3%/27.5%/7.6%/27.7%，其中，基建中铁路/公路/市政/城轨新签订单YOY+72.6%/41.4%/21.4%/13.4%。期末未完合同额17,152.5亿元，YOY+31.8%，合同收入比达3.1倍。
- **盈利质量稳步提升，现金流状况明显好转。**公司2013年综合毛利率10.46%，同比下降0.33pct；除勘察设计毛利率提升0.6pct外，其他业务毛利率均有所下降，其中基建因保工期、变更索赔滞后等毛利率下降0.3pct。三项费用率为5.05%，同比下降0.64pct；销售费用率同比基本持平，管理费用率/财务费用率分别受益于管理改善及融资成本下降而同比下降0.34/0.29pct。收现比0.97，同比提高0.03；经营净现金流79.97亿元，我们判断一方面是铁路等收款状况明显好转，同时公司加强管理应收款项专项清收活动取得较好成效。
- **基建仍面临较大发展空间，公司二次创业将实现更大发展。**铁路、公路建设将保持较大规模，2014年国家铁路将安排固定资产投资6300亿元，《国家公路网规划（2013-2030年）》为公路建设带来新空间。新型城镇化将拉动公共交通、管网、污水和垃圾处理、生态园林等基础设施建设。公司表示将在“十二五”后三年将围绕“推进两大转变，实现二次创业”，以开展管理提升活动为契机，全面推进产业、产品、组织、人员结构优化升级，推动公司实现更好更持续地增长。
- **风险因素：**铁路基建投资下滑风险、海外风险等。
- **盈利预测、估值及评级。**预测2014/15/16年全面摊薄EPS分别为0.50/0.56/0.62元（CAGR达12.1%）。当前价2.74元，对应2013/14/15年PE分别为5/4/4倍，PB分别为0.6/0.5/0.5倍。综合考虑行业估值及公司增长情况，给予2013年8倍PE，对应目标价4.00元，维持“买入”评级。

建筑工程研究小组

分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

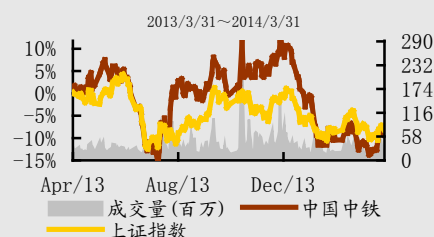
Email: baorongfu@hysec.com

傅盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	483992	560444	621405	682448	743083
增长率(%)	5.1	15.8	10.9	9.8	8.9
归母净利润(百万)	7355	9375	10728	11993	13214
增长率(%)	9.9	27.5	14.4	11.8	10.2
每股收益	0.35	0.44	0.50	0.56	0.62
市盈率	7	6	5	4	4

利润表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	483,992	560,444	621,405	682,448	743,083
营业成本	431,754	501,843	553,804	608,059	661,888
毛利率	10.8%	10.5%	10.9%	10.9%	10.9%
营业税金及附加	15,198	18,290	20,217	22,135	24,027
营业费用	2,031	2,327	2,518	2,697	2,862
营业费用率	0.42%	0.42%	0.41%	0.40%	0.39%
管理费用	20,920	22,248	23,613	25,592	27,494
管理费用率	4.32%	3.97%	3.80%	3.75%	3.70%
财务费用	4,618	3,710	8,272	9,047	10,330
财务费用率	0.95%	0.66%	1.33%	1.33%	1.39%
投资收益	1,024	1,082	1,200	1,260	1,323
营业利润	9,745	12,361	14,221	15,984	17,681
营业利润率	2.01%	2.21%	2.29%	2.34%	2.38%
营业外收入	1,083	1,380	1,400	1,470	1,544
营业外支出	238	229	248	268	289
利润总额	10,591	13,511	15,373	17,186	18,935
所得税	2,557	3,435	3,843	4,296	4,734
所得税率	24.1%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	679	701	802	896	988
归属于母公司股东的净利润	7,355	9,375	10,728	11,993	13,214
净利率	1.52%	1.67%	1.73%	1.76%	1.78%
EPS (元)	0.35	0.44	0.50	0.56	0.62

现金流量表 (百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	7,355	9,375	10,728	11,993	13,214
少数股东权益	679	701	802	896	988
折旧和摊销	6,253	6,797	5,450	5,800	6,080
营运资金变动	-21,674	-12,602	-5,959	-6,814	-6,152
其他	3,201	3,727	7,426	7,981	9,131
经营现金流	-4,186	7,997	18,447	19,857	23,260
资本支出	-9,028	-9,370	-8,115	-5,507	-4,603
投资收益	1,610	1,599	1,200	1,260	1,323
资产变卖	54	54	0	0	0
其他	-4,612	-4,446	-679	-713	-749
投资现金流	-11,976	-12,163	-7,594	-4,961	-4,029
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	34,014	25,059	-19,718	2,654	-194
股息支出	-10,939	-12,463	-2,146	-2,399	-2,643
其他	597	-432	-8,272	-9,047	-10,330
融资现金流	23,672	12,164	-30,136	-8,792	-13,168
现金及现金等价物	7,511	7,998	-19,283	6,104	6,064

资产负债表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	72,491	81,424	62,141	68,245	74,308
存货	198,028	225,573	221,364	243,051	264,567
应收账款	100,972	123,090	128,407	137,677	146,268
其他流动资产	63,173	72,803	77,758	84,824	91,945
流动资产	434,664	502,889	489,670	533,796	577,088
固定资产	34,723	36,889	42,204	42,390	40,822
长期股权投资	7,857	9,136	9,136	9,136	9,136
无形资产	45,277	44,277	44,166	44,050	43,928
其他长期资产	28,206	35,010	33,364	33,941	35,140
非流动资产	116,064	125,312	128,870	129,516	129,025
资产总计	550,728	628,201	618,540	663,313	706,113
短期借款	60,259	62,761	43,163	45,937	45,863
应付账款	160,441	181,343	166,141	182,418	198,566
其他流动负债	145,420	176,138	191,620	206,971	222,258
流动负债	366,120	420,243	400,924	435,326	466,687
长期负债	60,849	67,111	67,011	66,911	66,811
其他长期负债	35,196	44,047	44,027	44,007	43,987
非流动性负债	96,045	111,158	111,038	110,918	110,798
负债合计	462,165	531,401	511,962	546,244	577,485
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300
资本公积	31,142	31,094	31,094	31,094	31,094
股东权益合计	78,559	87,028	95,610	105,204	115,775
少数股东权益	10,199	10,167	10,968	11,865	12,853
负债股东权益总计	550,728	628,201	618,540	663,313	706,113

主要财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率 (%)					
营业收入	5.05	15.80	10.88	9.82	8.88
营业利润	7.99	26.84	15.05	12.40	10.62
净利润	9.94	27.46	14.43	11.79	10.18
利润率 (%)					
毛利率	10.79	10.46	10.88	10.90	10.93
EBIT Margin	2.91	2.81	3.42	3.51	3.61
EBITDA Margin	4.20	4.02	4.30	4.36	4.43
净利率	1.52	1.67	1.73	1.76	1.78
回报率 (%)					
净资产收益率	9.36	11.32	11.75	11.94	11.96
总资产收益率	1.36	1.62	1.75	1.91	1.97
其他 (%)					
资产负债率	83.92	84.59	82.77	82.35	81.78
所得税率	24.15	25.43	25.00	25.00	25.00
股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00

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), 2013 年水晶球第二名, 新财富建筑工程行业第六名。

傅 盈: 宏源证券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; 2013 年水晶球第二名, 新财富建筑工程行业第六名。

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	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	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	程新星	021-65051257	18918523006	chenxinxing@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

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。