



盈利能力持续走高，三季度报依然靓丽

买入 维持

目标价格： 3.6 元

经营数据：

公司 2013 前三季度实现营业总收入 2476.52 亿元，同比增长 20.18%；实现归属于上市公司股东的净利润为 62.57 亿元，同比增长 46.44%；对应每股收益 0.29 元。

- **由于 2012 年投资基数前低后高，第三季度新签订单增速环比放缓。** 2013 年 1-9 月，公司完成新签合同额 5,327.9 亿元，同比增加 18.2%，其中基建业务新签订单 4180.1 亿元，同增 32.5%。基建业务中的铁路新签订单 1,357.6 亿元，同比增长 200.8%；公路新签订单 711.2 亿元，同比增长 24.0%。相对于上半年，订单增速全部趋缓。
- **综合毛利率 9.51%，同比下跌 0.49 个百分点。** 上半年，公司基建、工程设备和零件制造、房地产及有限多元化业务毛利率全线下行，而前三季度公司综合毛利率的同比跌幅超出 1-6 月份 0.01 个百分点，我们认为毛利率走势应该较为平稳。其中，总收入占比达 80% 以上的基建业务盈利水平降低并拉低整体毛利率，主要系处于建设初期的项目较多，铁总成立时间较短，导致项目变更索赔滞后。
- **期间费用率 4.94%，同比减少 0.59 个百分点，净利率提升至 1.75%。** 报告期内，公司管理、财务费用率分别为 3.60% 和 0.89%，较上年同期下降 0.45、0.19 个百分点；销售费用率 0.41%，同比增加 0.05 个百分点；第三季度的费用控制明显好于上半年。由于费用控制得当，公司净利率同比增厚 0.31 个百分点，且增幅呈上行走势。
- **应收账款管控得力，现金流有所改善。** 报告期内，公司应收账款余额 1149.32 亿，较年初增加 13.83%，低于 20.18% 的收入增速；预付账款余额 383.18 亿元，较年初增长 34.09%，增幅较大主要系物资贸易业务增加所致。由于 BT、房地产、矿产资源业务投入较多，公司经营性净现金流仍为负值 -22.19 亿元，但同比减少流出 64.05 亿。
- **盈利预测及评级。** 我们预计 2013 年铁路基建投资达 5300-5600 亿元，看好下半年铁路建设前景，并维持对公司 2013-2015 年 EPS 0.40 元 / 0.44 元 / 0.48 元的盈利预测，当前股价对应 13/14/15 年 PE 6.7/6.1/5.5 倍，目标价 3.60 元（对应 13 年 9 倍 PE），维持“买入”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	2167.73	2841.74	3864.76	5217.43	6782.66
同比增长率	43.72%	31.09%	36.00%	35.00%	30.00%
净利润(百万)	136.10	204.47	299.79	423.42	559.06
同比增长率	40.31%	50.24%	46.62%	41.24%	32.03%
每股收益(元)	0.197	0.296	0.434	0.613	0.810
净资产收益率	10.45%	13.73%	16.75%	19.13%	20.17%

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

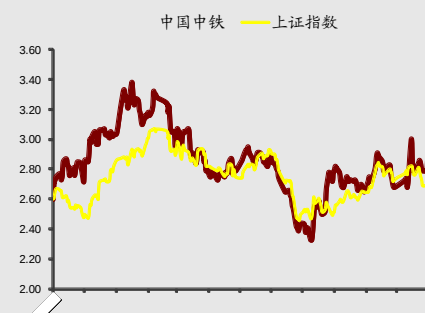
Email: zhourongzi@hysec.com

傅 盈 (S1180113080027)

电话：021-51782238

Email: fuyingyi@hysec.com

市场表现



资产负债表						利润表					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产						营业收入	460,720	483,992	536,340	588,872	641,460
流动资产						减: 营业成本	412,033	431,754	477,400	524,321	570,888
货币资金	63,583	72,491	53,634	58,887	64,146	营业税金及附加	14,948	15,198	16,788	18,374	19,950
应收账款	96,345	100,972	105,659	116,020	126,393	销售费用	1,813	2,031	2,143	2,295	2,435
预付款项	24,746	28,576	30,134	33,096	36,035	管理费用	19,126	20,920	21,990	23,849	25,658
其他应收款	20,597	29,551	26,066	28,562	31,050	财务费用	3,043	4,618	7,185	7,720	9,115
存货	151,699	198,028	181,265	209,559	228,170	资产减值损失	683	589	-48	241	231
其他流动资产	2,933	5,046	5,107	5,244	5,380	加: 投资收益	80	1,024	700	735	772
非流动资产						营业利润	9,155	9,905	11,582	12,807	13,954
长期股权投资	7,021	7,857	7,857	7,857	7,857	加: 营业外收支净额	576	845	780	800	872
固定资产	32,359	34,723	40,039	40,224	38,656	减: 所得税	2,361	2,557	2,967	3,266	3,558
在建工程	4,907	6,588	4,087	3,764	4,016	净利润	7,370	8,193	9,395	10,342	11,267
无形资产	45,518	45,277	45,164	45,045	44,921						
其他非流动资产	19,024	21,619	20,613	19,560	18,456	应占:					
资产总计	468,732	550,728	519,626	567,817	605,080	母公司股东	6,690	7,355	8,601	9,468	10,315
负债						少数股东权益	550	679	794	874	952
流动负债											
短期借款	51,013	60,259	31,693	46,168	49,071	每股收益(全面摊薄)	0.31	0.35	0.40	0.44	0.48
应付账款	145,585	160,441	143,220	157,296	171,266						
其他应付款	25,258	30,496	32,020	33,621	35,303	现金流量表					
应交税费	9,907	10,433	11,868	13,063	14,233	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
其他流动负债	73,807	104,491	108,896	117,885	126,857	经营活动产生的现金流量	-13,480	-4,186	25,131	4,237	16,405
非流动负债						投资性活动产生的现金流量	-11,712	-11,976	-5,967	-3,252	-2,235
长期借款	49,386	60,849	60,749	60,649	60,549	筹资活动产生的现金流量	30,598	23,672	-38,021	4,268	-8,911
其他非流动负债	32,425	35,196	35,176	35,156	35,136	现金本期增加或减少	5,406	7,511	-18,857	5,253	5,259
负债合计	387,382	462,165	423,623	463,840	492,414						
所有者权益						主要财务指标					
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300		2011	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	31,090	31,142	31,142	31,142	31,142	资产负债率(%)	82.64	83.92	81.52	81.69	81.38
留存收益	19,852	26,117	32,568	39,669	47,406	净资产收益率(%)	9.29	9.39	10.12	10.28	10.33
少数股东权益	9,330	10,199	10,992	11,866	12,818	毛利率(%)	10.57	10.79	10.99	10.96	11.00
外币报表折算差额	-221	-195	0	0	0	净利率(%)	1.45	1.52	1.60	1.61	1.61
累计未确认投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	1.18	1.19	1.23	1.23	1.24
所有者权益合计	81,350	88,563	96,003	103,977	112,666	营业收入增长率(%)	-2.73	5.05	10.82	9.79	8.93
负债及所有者权益总计	468,732	550,728	519,626	567,817	605,080	净利润增长率(%)	-10.66	9.94	16.95	10.07	8.95

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(世界 500 强)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)。

周蓉姿: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 东北大学管理学硕士。
主要研究覆盖公司: 棕榈园林、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、广田股份、普邦园林、江河幕墙、中国建筑、东华科技、中材国际、中国化学、光正钢构、北新路桥、鸿路钢构等。

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
	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
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@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	zhoudi@hysec.com
		赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		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。