

业绩逐季加速，设计注入只待东风

买入 维持
目标价格：3.80元

报告摘要：

- **前三季度业绩同增10.7%，主要来自收入规模增长及期间费用率下降贡献。**公司2013年前三季度/第三季度实现归属上市公司股东净利润32.26亿元/9.96亿元，同比分别增长11.97%/14.86%；前三季度EPS 0.34元，符合我们预期。业绩增长主要得益于营业收入较快增长及期间费用率下降（贡献4.06pct），拉低业绩的因素主要是少数股东权益占比上升（贡献-5.14pct，主要系收购南国置业产生少数股东权益15.29亿元）、非经常性损益（贡献-3.12pct，主要系投资收益因参股联营企业收益减少而下降78%）。
- **毛利率微降，期间费用率下降，现金流状况有所改善。**公司前三季度/第三季度综合毛利率分别为13.34%/12.67%，同比分别下降0.21/0.52pct；期间费用率分别为6.57%/6.29%，同比分别下降0.34/0.56pct。经营性现金流明显改善，同比增加23.9%；2013前三季度收现比0.87，环比上半年增加0.07。长期应收款143.4亿元，同比增长49.8%，主要是由于BT项目规模快速增长。存货因房地产开发成本/开发产品增幅较大而同比增加53.7%。
- **新签订单增势良好，中水顾注入已进入窗口期。**公司1-9月公司新签合同1,413.36亿元（YOY+11.24%），为全年新签合同计划总金额的70.6%。国内新签合同939.09亿元（YOY+9.52%），其中国内水利电力246.68亿元（YOY-28.96%），国内非水利电力690.35亿元（YOY+35.31%），国外新签合同474.27亿元（YOY+14.8%）。目前母公司水电风电勘察设计版块的改制工作基本完成（1-9月该板块实现营业收入131.5亿，利润总额20.7亿），根据上市时承诺目前已进入注入窗口期，但若按照目前股价注入测算对EPS无增厚，因此我们判断公司将选择在股价上升到一定价位后择机启动设计注入。
- **风险因素：**宏观经济波动风险、国际经济政治局势变化风险等。
- **盈利预测和估值。**我们维持公司2013/14/15年EPS0.48/0.55/0.62元的盈利预测。当前价2.81元，对应2013/14/15年PE为6/5/5倍，给予公司3.80元目标价(13年8倍PE)，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

傅盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

周蓉姿(S1180050120006)

电话：010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



相关研究

《中国水电半年报点评：地产增长迅猛，中水顾注入可期》

2013/8/30

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	113471	127037	143603	162825	183109
增长率 (%)	11.8	12.0	13.0	13.4	12.5
归母净利润(百万)	3619	4094	4637	5293	5988
增长率 (%)	24.3	13.1	13.3	14.1	13.1
每股收益	0.38	0.43	0.48	0.55	0.62
市盈率	9	8	7	6	5

表1：中国水电分季度主要指标（百万元）

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2012Q1-3	2013Q1-3	前三季度同比	第三季度同比
营业收入	24200.01	30989.03	33112.52	38735.02	27863.31	38326.24	39054.63	88301.55	105244.19	19.19%	17.95%
营业成本	21198.59	26392.23	28743.05	33124.09	24411.21	32689.27	34104.52	76333.87	91205.00	19.48%	18.65%
毛利率	12.40%	14.83%	13.20%	14.49%	12.39%	14.71%	12.67%	13.55%	13.34%	-0.21%	-0.52%
销售费用	35.89	30.85	52.21	76.36	47.80	62.04	78.63	118.95	188.46	58.44%	50.60%
管理费用	1060.97	1448.37	1469.80	2147.70	1078.80	1623.65	1604.63	3979.14	4307.08	8.24%	9.17%
管理费用率	4.38%	4.67%	4.44%	5.54%	3.87%	4.24%	4.11%	4.51%	4.09%	-0.41%	-0.33%
财务费用	523.36	733.07	745.04	654.39	754.47	894.06	772.77	2001.46	2421.29	20.98%	3.72%
期间费用率	6.70%	7.14%	6.85%	7.43%	6.75%	6.73%	6.29%	6.91%	6.57%	-0.34%	-0.56%
利润总额	874.00	1721.78	1177.28	1742.81	985.30	2049.21	1327.56	3773.06	4362.07	15.61%	12.77%
所得税	131.95	378.83	188.01	455.90	168.28	433.39	160.35	698.79	762.02	9.05%	-14.71%
所得税率	15.10%	22.00%	15.97%	26.16%	17.08%	21.15%	12.08%	18.52%	17.47%	-1.05%	-3.89%
净利润	742.05	1342.94	989.27	1286.91	817.02	1615.81	1167.21	3074.27	3600.04	17.10%	17.99%
少数股东损益	20.97	49.59	122.56	73.80	9.19	193.25	171.72	193.12	374.16	93.74%	40.11%
少数股东损益占比	2.83%	3.69%	12.39%	5.73%	1.12%	11.96%	14.71%	6.28%	10.39%	4.11%	2.32%
归属母公司股东的净利润	721.08	1293.35	866.71	1213.10	807.83	1422.56	995.50	2881.14	3225.89	11.97%	14.86%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.13	0.09	0.13	0.08	0.15	0.10	0.30	0.34	11.97%	14.86%
净利润率	3.07%	4.33%	2.99%	3.32%	2.93%	4.22%	2.99%	3.48%	3.42%	-0.06%	0.00%
销售费用率	0.15%	0.10%	0.16%	0.20%	0.17%	0.16%	0.20%	0.13%	0.18%	0.04%	0.04%
管理费用率	4.38%	4.67%	4.44%	5.54%	3.87%	4.24%	4.11%	4.51%	4.09%	-0.41%	-0.33%
财务费用率	2.16%	2.37%	2.25%	1.69%	2.71%	2.33%	1.98%	2.27%	2.30%	0.03%	-0.27%
期间费用率	6.70%	7.14%	6.85%	7.43%	6.75%	6.73%	6.29%	6.91%	6.57%	-0.34%	-0.56%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所整理

利润表 (百万元)
资产负债表 (百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	113,471	127,037	143,603	162,825	183,109	货币资金	32,912	27,080	21,540	24,424	27,466
营业成本	97,113	109,458	123,765	139,682	156,775	存货	30,819	38,901	39,022	44,296	51,559
毛利率	14.4%	13.8%	13.8%	14.2%	14.4%	应收账款	16,427	18,585	22,157	24,321	27,223
营业税金及附加	2,824	2,985	3,360	3,793	4,248	其他流动资产	15,690	16,200	17,640	19,514	21,513
营业费用	161	195	214	234	254	流动资产	95,849	100,766	100,359	112,554	127,761
营业费用率	0.14%	0.15%	0.15%	0.14%	0.14%	固定资产	37,129	40,919	44,131	43,963	42,157
管理费用	5,535	6,127	6,897	7,657	8,428	长期股权投资	1,656	2,208	2,208	2,208	2,208
管理费用率	4.88%	4.82%	4.80%	4.70%	4.60%	无形资产	15,281	16,529	16,528	16,527	16,526
财务费用	2,513	2,656	3,770	4,679	5,646	其他长期资产	13,299	21,105	32,136	43,911	55,160
财务费用率	2.21%	2.09%	2.63%	2.87%	3.08%	非流动资产	67,366	80,760	95,003	106,608	116,051
投资收益	190	149	156	164	172	资产总计	163,215	181,527	195,362	219,163	243,813
营业利润	4,938	5,314	6,035	6,909	7,834	短期借款	14,025	8,151	15,590	27,007	37,062
营业利润率	4.35%	4.18%	4.20%	4.24%	4.28%	应付账款	25,124	28,263	30,941	34,920	39,194
营业外收入	152	291	306	321	337	其他流动负债	42,905	49,721	63,126	67,217	72,657
营业外支出	104	89	94	99	103	流动负债	82,054	86,135	109,658	129,144	148,913
利润总额	4,987	5,516	6,247	7,131	8,067	长期负债	40,704	42,712	42,712	42,712	42,712
所得税	1,045	1,155	1,308	1,493	1,689	其他长期负债	8,861	17,819	4,294	4,294	4,294
所得税率	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%	非流动性负债	49,565	60,531	47,007	47,007	47,007
少数股东损益	322	267	302	345	390	负债合计	131,619	146,666	156,664	176,151	195,919
归属于母公司股东的净利润	3,619	4,094	4,637	5,293	5,988	股本	9,600	9,600	9,600	9,600	9,600
净利率	3.19%	3.22%	3.23%	3.25%	3.27%	资本公积	10,884	10,894	10,894	10,894	10,894
每股收益 (元) (摊薄)	113,471	127,037	143,603	162,825	183,109	股东权益合计	27,065	30,804	34,282	38,252	42,743
现金流量表 (百万元)						少数股东权益	4,334	3,931	4,233	4,578	4,969
						负债股东权益总计	163,215	181,527	195,362	219,163	243,813
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	3,619	4,094	4,637	5,293	5,988	增长率					
少数股东损益	322	267	302	345	390	营业收入	11.80	11.96	13.04	13.39	12.46
折旧和摊销	4,057	4,439	4,777	5,469	6,007	营业利润	22.82	7.61	13.57	14.47	13.39
营运资金变动	-5,024	-9,392	11,232	-1,277	-2,547	净利润	24.32	13.13	13.26	14.15	13.13
其他	2,831	3,015	3,388	4,549	5,570	利润率 (%)					
经营现金流	5,804	2,423	24,337	14,380	15,408	毛利率 (%)	14.42	13.84	13.81	14.21	14.38
资本支出	-13,246	-14,990	-9,044	-6,600	-4,450	EBIT Margin (%)	6.91	6.51	6.52	7.04	7.32
投资收益	112	172	156	164	172	EBITDA Margin (%)	10.48	10.01	9.85	10.40	10.60
资产变卖	-5	-478	0	0	0	净利率 (%)	3.19	3.22	3.23	3.25	3.27
其他	-294	1,166	-9,975	-10,475	-11,000	回报率 (%)					
投资现金流	-13,433	-14,129	-18,863	-16,911	-15,278	净资产收益率 (%)	13.37	14.15	14.25	14.60	14.79
发行股票	0	0	0	0	0	总资产收益率 (%)	2.28	2.43	2.52	2.61	2.64
负债变化	41,433	39,135	-6,084	11,416	10,055	其他 (%)					
股息支出	-3,561	-5,255	-1,159	-1,323	-1,497	资产负债率 (%)	80.64	80.80	80.19	80.37	80.36
其他	-10,496	-28,156	-3,770	-4,679	-5,646	所得税率 (%)	20.97	20.93	20.93	20.93	20.93
融资现金流	27,376	5,724	-11,014	5,414	2,912	股利支付率 (%)	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00
现金净增加额	19,747	-5,982	-5,540	2,883	3,043						

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					
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
机构	广深片区	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhao Yue@hysec.com
	上海保险/私募	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	北京保险/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
		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范围包括证券投资咨询业务。