

增持 首次

围海股份（002586）

2011年8月26日

海堤工程业务增长提速，综合盈利水平提升

建筑工程行业首席分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047

kljiang@htsec.com

021-23219422

联系人：张显宁

zxn6700@htsec.com

021-23219813

联系人：赵健

zhaoj@htsec.com

021-23219472

2011年8月25日收盘价：32.87元

6个月目标价：34.8元

事项：

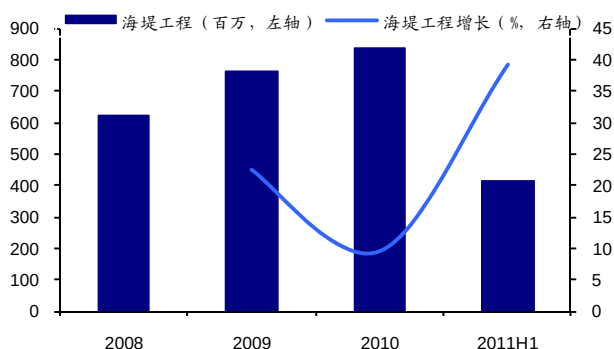
围海股份公布 2011 年中报，公司实现营业收入 4.76 亿元，同比增长 22.17%；实现归属母公司的净利润 2025 万元，同比增长 31.85%；扣非后归属母公司的净利润 2001 万元，同比增长 30.37%；实现摊薄每股收益 0.24 元。

公司预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 30%~50%。

简要评述：

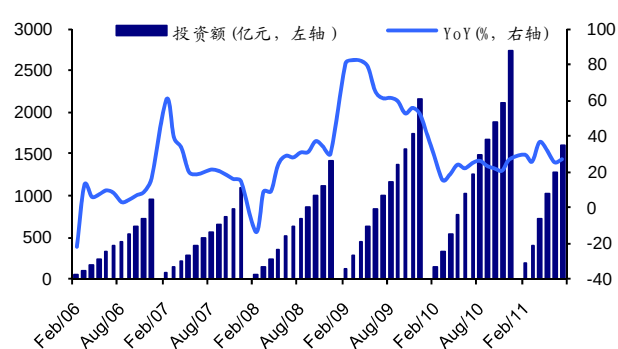
（1）海堤建设主业增长显著。公司上半年海堤工程收入增长提速，收入为 4.12 亿，同比增长 39.26%。在中央政策的支持下，年初至今水利管理行业固定资产投资增长在 29% 以上；未来几年的年均目标水利投资额是现在的两倍，行业增长的空间依然较大。此外，公司在 2011 年上半年尚未使用募投资金，在资金陆续投放后预计公司能维持较高的增速。

图 1 海底工程主业增长迅速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

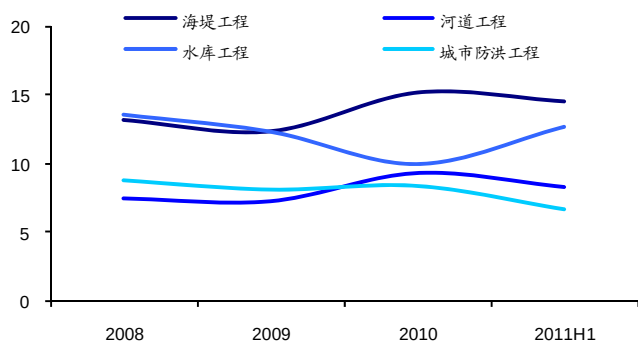
图 2 水利管理行业固定资产投资增长稳定



资料来源：Wind，海通证券研究所

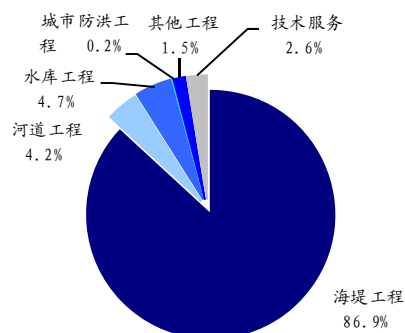
（2）综合毛利率 15.03%，同比上升 1.35%；净利润率 4.39%，同比提升 0.41%。公司在以“工程施工总承包”经营模式为主的基础上，重点突出直属项目、BT 项目、科技含量高的深大难项目以及强强联合项目，提高了公司的综合竞争力，提升了公司整体的盈利水平。预计未来的净利润率水平还有进一步提升的空间。

图3 主业毛利同比提升(%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

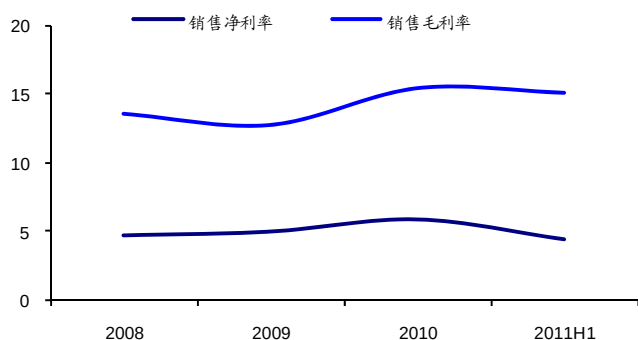
图4 2011H1 公司收入结构



资料来源:公司公告,海通证券研究所

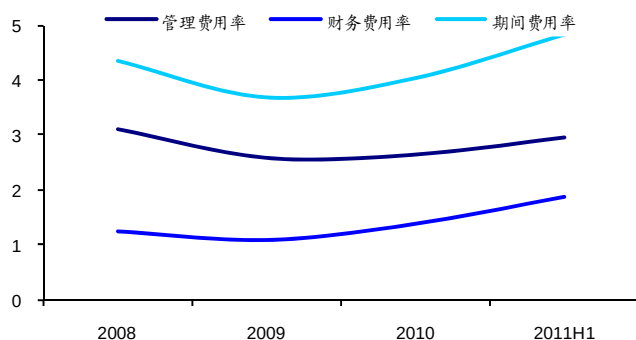
(3) 费用控制良好。公司销售费用都计入管理费用,上半年管理费用率为 2.95%,同比上升 0.05%,费用控制良好;财务费用率 1.89%,同比略微上升 0.21%,募集资金的利息收入暂时还没在财务费用中体现。

图5 盈利水平同比提升(%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

图6 管理费用率和销售费用率略有上升(%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

表 1 2011H1 V.S. 2010H1 财务数据

(人民币, 百万)	2010H1	2011H	YoY()	2010Q1	2011Q1	YoY(%)	2010Q2	2011Q2	YoY(%)
营业收入	389.95	476.39	22.17	195.37	224.73	15.03	194.58	251.67	29.34
营业成本	-336.59	-404.78	20.26	-170.22	-190.69	12.03	-166.37	-214.08	28.68
毛利润	53.36	71.62	34.22	25.15	34.03	35.33	28.21	37.58	33.23
销售税金	-12.72	-15.93	25.29	-6.53	-7.58	16.08	-6.19	-8.35	35.01
销售费用	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00	
管理费用	-11.33	-14.07	24.21	-6.04	-6.21	2.73	-5.28	-7.86	48.77
财务费用	-6.52	-8.98	37.73	-2.66	-4.15	56.15	-3.87	-4.83	25.07
资产减值损失	-1.23	-4.03	226.86	0.17	-0.17	-201.00	-1.40	-3.87	175.89
公允价值变动损益	0.08	0.00	-100.00	0.08	0.00	-100.00	0.00	0.00	
投资收益	-0.10	0.00	-100.00	-0.10	0.00	-100.00	0.00	0.00	
经营利润	21.54	28.60	32.79	10.0	15.93	58.28	11.47	12.67	10.44
营业外收入	0.20	0.31	56.50	0.00	0.31		0.20	0.00	-100.00
营业外支出	-0.66	-0.45	-31.00	-0.17	-0.21	19.88	-0.49	-0.25	-49.01
利润总额	21.08	28.46	35.01	9.89	16.04	62.12	11.19	12.42	11.04
所得税	-5.58	-7.55	35.27	-2.48	-4.05	63.52	-3.10	-3.49	12.68
少数股东权益	-0.14	-0.66	367.17	0.09	-0.46	-638.29	-0.23	-0.20	-12.73
归属母公司净利润	15.36	20.25	31.84	7.50	11.52	53.60	7.86	8.73	11.09
扣非净利润	15.35	20.01	30.36						
主要比率 (%)	2010H1	2011H1	YoY(%)	2010Q1	2011Q1	YoY(%)	2010Q2	2011Q2	YoY(%)
毛利率	13.68	15.03	1.35	12.87	15.15	2.27	14.50	14.93	0.44
销售费用率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用率	2.90	2.95	0.05	3.09	2.76	-0.33	2.72	3.12	.41
财务费用率	1.67	1.89	0.21	1.36	1.85	0.49	1.99	1.92	-0.07
经营利润率	5.52	6.00	0.48	5.15	7.09	1.94	5.90	5.03	-0.86
净利率	3.97	4.39	0.41	3.79	5.33	1.54	4.16	3.55	-0.61
所得税率	26.47	26.52	0.05	25.06	25.28	0.22	27.71	28.12	0.41
少数股东权益率	0.92	3.17	2.26	-1.16	3.87	5.04	2.82	2.23	-0.59

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（4）盈利预测及估值。在政策的推动下，我们认为水利投资增长将持续保持高位，公司作为海堤建设的第一股，未来两年的增长较有保障，未来还需关注公司业务跨区拓展的情况。我们预计 2011-2013 年的每股收益分别为 0.81 元、1.16 元和 1.27 元；考虑到公司未来两年的净利润将保持超过 30% 的复合增长，给予公司 2012 年 30 倍的动态市盈率，目标价为 34.8 元，首次给予“增持”投资评级。

主要风险：业绩低于预期风险；水利建设投资低于预期风险；回款风险。

报表分析和预测

利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1017.45	1279.19	1541.21	1812.80
营业成本	861.18	1078.63	1288.45	1526.28
营业税金及附加	33.66	42.34	51.01	60.00
营业税率(%)	3.31	3.31	3.31	3.31
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	26.90	33.51	39.30	44.41
管理费用率(%)	2.64	2.62	2.55	2.45
财务费用	14.16	-0.99	-5.83	-6.41
财务费用率(%)	1.39	-0.08	-0.38	-0.35
期间费用率(%)	4.04	2.54	2.17	2.10
资产减值损失	1.53	4.12	5.04	5.23
投资收益	-0.02	0.00	10.69	7.33
营业利润	79.99	121.57	173.92	190.62
营业外收入	1.34	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.99	121.57	173.92	190.62
所得税	19.88	29.78	42.61	46.70
所得税率	24.86	24.50	24.50	24.50
少数股东损益	3.37	5.14	7.35	8.06
归属于母公司股东的净利润	56.74	86.65	123.96	135.86
EPS(元)	0.53	0.81	1.16	1.27
盈利能力指标(%)	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	15.36	15.68	16.40	15.81
EBITDA Margin	9.41	10.69	12.40	11.73
EBIT Margin	9.41	9.75	10.54	10.05
营业利润率	7.86	9.50	11.28	10.52
净利率	5.91	7.18	8.52	7.94
ROA	7.47	7.92	8.43	8.00
ROE	26.16	16.05	13.79	13.27
盈利增长(%)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	10.46	25.72	20.48	17.62
主营利润增长率	33.62	28.34	26.03	13.36
EBITDA 增长率	52.80	42.91	39.69	11.30
EBIT 增长率	52.80	30.29	30.27	12.10
净利润增长率	31.48	52.71	43.06	9.60
偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率(%)	67.93	35.94	36.98	37.44
流动比率	1.09	2.04	1.84	1.94
速动比率	1.09	2.03	1.84	1.94
现金比率	0.24	0.83	0.63	0.71
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	111.01	107.37	108.95	110.15
存货周转天数	0.46	0.45	0.50	0.50
总资产周转率	1.34	1.17	1.05	1.07

资料来源：公司公告，海通证券研究所

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	134.57	407.31	369.76	484.94
存货	1.08	1.62	1.93	2.29
应收账款	339.95	423.09	509.75	599.58
其他流动资产	141.90	162.71	195.62	230.39
流动资产	617.49	994.72	1077.07	1317.20
流动资产占比	0.74	0.73	0.68	0.73
固定资产	47.74	120.94	287.70	282.72
投资性房地产	10.11	10.11	10.11	10.11
无形资产	9.70	9.57	9.44	9.31
其他非流动资产	145.36	223.26	197.63	195.62
非流动资产	212.92	363.88	504.88	497.76
非流动资产占比	0.26	0.27	0.32	0.27
资产总计	830.40	1358.60	1581.95	1814.96
短期借款	165.20	0.00	0.00	0.00
应付账款	264.07	323.59	386.53	457.88
其他流动负债	134.79	164.74	198.40	221.63
流动负债	564.06	488.32	584.94	679.51
流动负债占比	1.00	1.00	1.00	1.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动性负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债占比	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	564.06	488.32	584.94	679.51
股本	80.00	107.00	107.00	107.00
资本公积	11.61	497.61	497.61	497.61
留存收益	118.60	196.58	308.14	430.41
少数股东权益	25.78	30.92	38.27	46.33
股东权益合计	266.35	870.28	997.01	1135.45
负债股东权益总计	830.40	1358.60	1581.95	1814.96
现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	56.74	86.65	123.96	135.86
折旧摊销	0.00	12.08	28.62	30.56
营运资金变动	0.00	(19.15)	(28.33)	(35.61)
其他	(0.05)	16.08	3.70	7.65
经营活动现金流	56.69	95.65	127.95	138.46
资本支出	(15.92)	(91.00)	(169.62)	(23.44)
投资收益	2.38	0.00	10.69	7.33
其他	(23.87)	(72.05)	0.00	0.00
投资活动现金流	(37.41)	(163.05)	(158.93)	(16.11)
债务变化	26.75	(164.21)	5.83	6.41
股票发行	0.00	513.00	0.00	0.00
其他	0.00	(8.66)	(12.40)	(13.59)
筹资活动现金流	26.75	340.13	(6.57)	(7.18)
现金净流量	46.03	272.74	(37.55)	115.18
每股经营性现金流(元)	0.71	0.89	1.20	1.29

信息披露

分析师声明

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、上海建工、海油工程、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中铁二局、精工钢构、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、棕榈园林、铁汉生态、中化岩土、国海股份。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。