

稳健增长，结构改善

报告摘要:

公司发布 2012 年半年报，实现营业收入 55934.13 万元，同比增长 17.41%；实现归属于上市公司股东的净利润 2553.67 万元，同比增长 26.12%；实现每股收益 0.13 元，同比增长 30%。

分业务来看，海堤工程实现收入 45426.86 万元，同比增长 10.14%，河道工程 798.76 万元，同比减少 59.58%，水库工程 2771.61 万元，同比增长 23.72%，城市防洪工程 4428.05 万元，同比大幅增长 5250.15%，其他工程 819.58 万元，同比增长 14.57%，技术服务 1520.57 万元，同比增长 24.8%。从业务结构来看，水库工程和城市防洪工程均有较快增长，但海堤工程依然是公司的核心业务，占比达到 81.21%。

毛利率同比小幅提升 0.86 个百分点，达到 15.89%，主要得益于海堤工程业务毛利率同比上升 1.89 个百分点，对整体毛利率起到向上提升作用。我们认为盈利能力的提升跟报告期内公司积极“调整完善经营结构，推进工程总承包，重点突出直属项目、BT 项目、科技含量高的深大难项目”，优化公司盈利模式和经营模式相关联。

期间费用率方面。管理费用 2330.68 万元，同比增长 65.68%，财务费用 876.68 万元，同比下滑 2.41% 万元，整体期间费用率为 5.73%，同比上升 0.89 个百分点。

我们认为随着国内“大海洋+大水利”政策格局的确立，未来海堤工程将迎来建设高峰期。同时随着海堤从防护功能到经济功能的转变，行业空间和经济价值进一步凸显。公司作为国内海堤工程建设龙头企业，技术和设备实力雄厚，目前在手订单相对充裕，未来增长潜力可期。尤其是公司上市后，资金实力和品牌美誉大为增强，对公司区域扩张和订单承接极有帮助。

盈利预测及投资评级。根据最新情况，我们预计公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益为 0.47 元、0.60 元、0.79 元，目前股价对应 PE 分别为 31x、24x、18x，给予“推荐”评级。

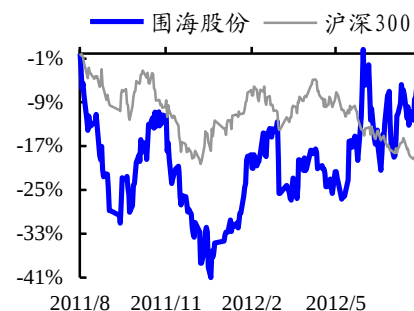
风险提示：合同履行进展低于预期；水利投资建设低于预期。

股票数据

2012/8/27

收盘价(元)	14.42
12个月股价区间(元)	12.70 ~ 32.80
总市值(百万元)	2,932
总股本(百万股)	203
A股(百万股)	203
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	5

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	15%	-13%
相对收益	7%	28%	10%

相关报告

证券分析师: 解文杰

执业证书编号: S0550511020012
(021)20361170 xiewj@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1017	1301	1582	1978	2442
(+/-)%	10.46%	27.85%	21.62%	25.02%	23.46%
净利润	60	78	98	126	165
(+/-)%	31.48%	31.82%	26.74%	28.25%	31.14%
每股收益(元)	0.71	0.70	0.47	0.60	0.79
市盈率	20	21	31	24	18
市净率	5	2	3	3	2
净资产收益率(%)	23.59%	9.49%	9.68%	11.04%	12.65%
股息收益率(%)	—	0.45%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	80	107	203	203	203

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	493	1345	777	901	净利润	78	98	126	165
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	20	15	18	16
应收款项	574	613	774	955	折旧及摊销	10	17	30	44
存货	9	5	8	10	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	84	89	96	财务费用	12	11	0	0
流动资产合计	1310	2225	1863	2230	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-144	555	-117	-117
长期投资净额	240	249	260	273	其他	13	196	5	13
固定资产	50	120	190	260	经营活动净现金流量	-30	710	62	116
无形资产	9	9	9	8	投资活动净现金流量	-216	-278	-230	-142
商誉	11	11	11	11	融资活动净现金流量	607	420	-400	150
非流动资产合计	436	688	879	970	企业自由现金流	-161	309	-135	-4
资产总计	1745	2912	2742	3200					
短期借款	318	0	0	0	财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
应付款项	447	725	770	836	每股指标				
预收款项	30	68	79	82	每股收益（元）	0.70	0.47	0.60	0.79
一年内到期的非流动负债	0	750	350	500	每股净资产（元）	7.37	4.82	5.42	6.21
流动负债合计	925	1988	1694	1984	每股经营性现金流量（元）	-0.28	3.50	0.31	0.57
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	0	0	0	0	营业收入增长率	27.85%	21.62%	25.02%	23.46%
长期负债合计	0	6	4	7	净利润增长率	31.82%	26.74%	28.25%	31.14%
负债合计	925	1994	1698	1991	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	788	979	1101	1260	毛利率	16.31%	16.37%	16.45%	16.66%
少数股东权益	32	35	40	46	净利率	5.75%	5.99%	6.15%	6.53%
负债和股东权益总计	1745	3008	2838	3296	运营效率指标				
					应收账款周转率（次）	136.98	124.11	126.47	127.43
					存货周转率（次）	1.62	1.24	1.16	1.21
					偿债能力指标				
					资产负债率	53.02%	66.29%	59.82%	60.39%
					流动比率	1.42	1.12	1.10	1.12
					速动比率	1.35	1.08	1.05	1.07
					费用率指标				
					销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					管理费用率	2.80%	3.00%	3.00%	3.00%
					财务费用率	0.96%	1.00%	0.87%	0.80%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.45%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E（倍）	21	31	24	18
					P/B（倍）	2	3	3	2
					P/S（倍）	1	2	1	1
					净资产收益率	9.49%	9.68%	11.04%	12.65%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760