

建筑工程行业研究小组
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2009年2月11日

宏润建设(002062.SZ)/19.26元

短期目标价已超越，估值还有上升空间

工业·建筑工程

目标估值：25元

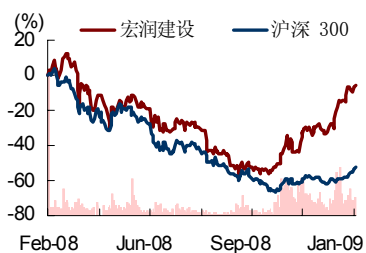
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2265
总股本(万股)	20000
已上市流通股(万股)	6072
总市值(亿元)	38.5
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	18.5
资产负债率	69.9%
主要股东	浙江宏润控股有限公司
主要股东持股比例	44.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	37	-6
相对表现	15	49	47



相关报告

- 1、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告(之一) - 己丑, 土生金, 利动土, 宜建筑》2009/02/04
- 2、《宏润建设(002062) - 受益长三角轨道大规模建设, 业绩爆发式增长可期》2009/01/13

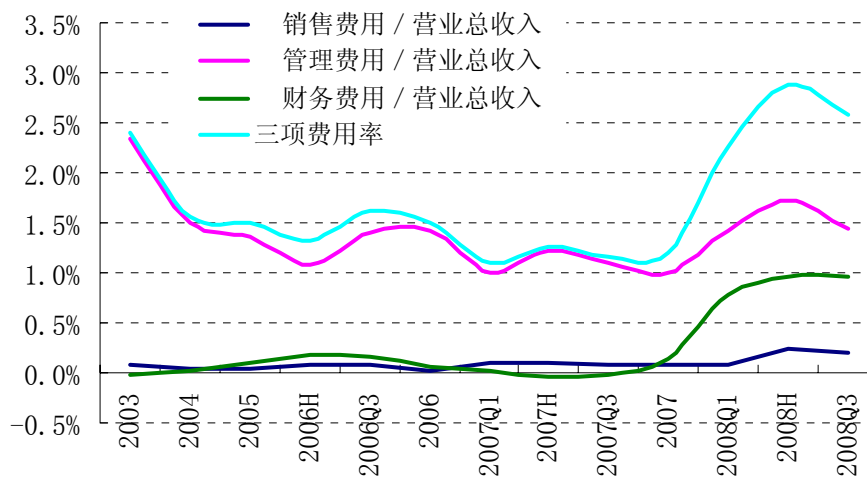
近期公司股价表现强劲, 2008 年 2 月 10 日收盘价为 19.26 元, 超越我们在 1 月 13 日《受益长三角轨道大规模建设, 业绩爆发式增长可期》中的短期目标价 19 元。我们坚持认为, 随着我国主要是长三角、珠三角区域的城市轨道交通建设不断推进, 公司业绩进入爆发周期指日可待, 维持公司“强烈推荐-A”的投资评级, 6 个月目标价 25 元。

- **公司全力打造城市轨道交通建设业务:** 我们在之前的报告中提到, 公司将加强以市政城市轨道交通作为主业的地位, 目前正全力拓展长三角城轨市场。在城轨施工设备方面, 公司拟在 2009 年引进新的盾构机加强该业务施工能力。
- **项目管理水平高, 管理费用率在同类上市中最低。**我们认为, 公司的项目管理水平主要体现在与项目经理进行利润分成的机制上。正是由于这个机制的存在, 从根源上遏制了项目的跑、冒、漏的情况出现, 提升了项目的毛利率水平。同时公司的经营机制灵活, 能适时地根据市场现状调整经营策略, 提升公司整体管理效率, 公司管理费用率连续 5 年保持在 1% 左右的水平。
- **公司盈利能力稳步增强。**考察公司的毛利率水平, 2008 年出现了显著的增长趋势。第三季度扣除房地产业务的影响, 我们初步测算公司建筑施工的毛利率水平与第二季度相比, 仍有 0.2~0.3% 左右的提升。
- **目前价位已超越我们 1 月 13 日的短期目标价 19 元, 我们认为公司估值仍有上升空间:** 公司股价 2 月 10 日收盘价为 19.26 元, 已超过我们 1 月 13 日设定的短期目标价位, 我们认为, 公司目前 PE 依然偏低, 09 年动态 PE 仅为 11 倍左右, 08 年静态 PE 也仅为 15 倍左右, 远低于同类建筑上市公司。在大盘估值不断向上的情况下, 我们认为公司的估值也将进一步上升, 维持公司“强烈推荐-A”的投资评级, 6 个月目标价 25 元。
- **风险提示:** 我们认为, 目前地产走势依然未明, 海外金融风险较大可能导致公司外蒙项目进展的不确定, 有可能影响公司部分业绩。其次, 公司 09 年可能引进盾构设备, 导致财务费用仍有可能提高。

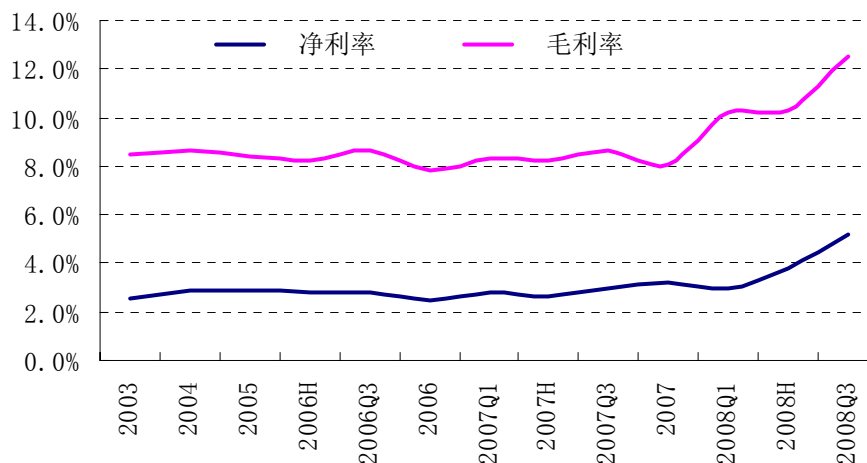
财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2745	3563	4937	6520	7447
同比增长	18%	30%	39%	32%	14%
营业利润(百万元)	90	137	325	444	533
同比增长	0%	53%	138%	36%	20%
净利润(百万元)	69	116	249	352	413
同比增长	26%	68%	115%	41%	17%
每股收益(元)	0.62	0.70	1.25	1.76	2.07
PE	30.9	27.6	15.4	10.9	9.3
PB	3.6	4.6	2.6	2.2	1.9

资料来源: 招商证券

图1：公司三项费用除财务费用外，销售费用、管理费用保持平稳


数据来源：公司公告、招商证券研发中心

图2：公司盈利指标不断趋好


数据来源：公司公告、招商证券研发中心

参考报告：

1、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告（之一）- 己丑，土生金，利动土，宜建筑》2009/02/04

我们在本篇报告中建议继续超配建筑行业，重点关注基建领域投资增长性较强的 5 大细分行业及相关的 9 只股票，其中也包括宏润建设。

2、《宏润建设（002062）- 受益长三角轨道大规模建设，业绩爆发式增长可期》2009/01/13

我们提出，公司受益长三角城轨建设市场大规模提速，新签合同大幅增长，业绩爆发式增长可期，短期目标价 19 元，长期目标价 25 元。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1283	1707	3782	4433	4798
现金	427	332	1128	908	769
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	0	0	0
应收款项	348	251	345	455	520
其它应收款	106	201	296	391	447
存货	396	878	1928	2564	2932
其他	7	43	86	114	130
非流动资产	239	404	409	461	506
长期股权投资	8	28	30	30	30
固定资产	146	292	324	380	429
无形资产	0	45	40	36	33
其他	85	39	15	15	14
资产总计	1522	2111	4192	4893	5304
流动负债	888	1351	2540	2878	2996
短期借款	69	304	650	580	450
应付账款	514	727	1071	1424	1629
预收账款	95	93	120	160	182
其他	210	228	699	714	735
长期负债	1	4	124	244	244
长期借款	1	0	120	240	240
其他	0	4	4	4	4
负债合计	889	1355	2664	3122	3240
股本	111	166	200	200	200
资本公积金	231	232	790	790	790
留存收益	253	302	477	723	1013
少数股东权益	38	56	61	57	62
母公司所有者权益	595	701	1467	1714	2003
负债及权益合计	1522	2111	4192	4893	5304

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	48	(47)	(84)	(21)	252
净利润			249	352	413
折旧摊销			42	48	54
财务费用			50	42	36
投资收益			1	1	1
营运资金变动			(437)	(462)	(257)
其它			10	(2)	5
投资活动现金流	(103)	(298)	(52)	(100)	(100)
资本支出			(50)	(100)	(100)
其他投资			(2)	0	0
筹资活动现金流	224	213	932	(99)	(291)
借款变动			466	50	(130)
普通股增加			34	0	0
资本公积增加			558	0	0
股利分配			(75)	(106)	(124)
其他			(51)	(43)	(37)
现金净增加额	169	(132)	796	(220)	(139)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2745	3563	4937	6520	7447
营业成本	2530	3275	4284	5697	6516
营业税金及附加	83	114	205	248	261
营业费用	1	3	7	10	11
管理费用	39	35	64	78	89
财务费用	1	5	50	42	36
资产减值损失	1	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	(1)	(1)	(1)
营业利润	90	137	325	444	533
营业外收入	5	6	16	23	25
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	94	141	339	465	556
所得税	26	27	85	116	139
净利润	67	114	255	349	417
少数股东损益	(2)	(2)	5	(3)	4
母公司所有者净利润	69	116	249	352	413
EPS (元)	0.62	0.70	1.25	1.76	2.07

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	18%	30%	39%	32%	14%
营业利润	0%	53%	138%	36%	20%
净利润	26%	68%	115%	41%	17%
获利能力					
毛利率	7.8%	8.1%	13.2%	12.6%	12.5%
净利率	2.5%	3.2%	5.1%	5.4%	5.5%
ROE	11.6%	16.5%	17.0%	20.6%	20.6%
ROIC	9.3%	10.8%	12.3%	14.1%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	58.4%	64.2%	63.5%	63.8%	61.1%
净负债比率	4.6%	14.4%	18.4%	16.8%	13.0%
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.0	0.6	0.7	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	1.8	1.7	1.2	1.3	1.4
存货周转率	8.6	5.1	3.1	2.5	2.4
应收帐款周转率	7.7	11.9	16.6	16.3	15.3
应付帐款周转率	5.5	5.3	4.8	4.6	4.3
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.70	1.25	1.76	2.07
每股经营现金	0.43	-0.28	-0.42	-0.11	1.26
每股净资产	5.37	4.22	7.33	8.57	10.01
每股股利	0.50	0.00	0.37	0.53	0.62
估值比率					
PE	30.9	27.6	15.4	10.9	9.3
PB	3.6	4.6	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	39.9	23.7	10.4	8.2	7.0

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学建筑技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 10 月加盟招商证券，从事建筑工程、建材行业研究。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，强烈看好铁路基建、城市轨道交通子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。