

# 未来两年进入业绩高峰期

## 研究结论

- 2008 年度公司完成营业收入 114,890.86 万元, 比 07 年同比增长 32.25%; 实现营业利润 11,381.92 万元, 比 07 年同比减少 10.32 %; 实现净利润 11,173.69 万元, 比 07 年同比减少 3.11%; 其中, 实现归属于母公司所有者的净利润 11,145.63 万元, 同比减少 0.78%。
- 公司的利润构成中投资收益 9715 万元, 占到利润总额的 77.8%, 包括 4540 万元的财务公司投资收益和 4960 万元的 BT 项目债券投资收益, 其中 BT 项目投资收益同比增长了 43%。
- 公司主营业务利润率由 07 年的 9.35% 下降至 7.20%, 主要是 08 年原材料价格较高以及毛利率较高的沥青摊铺施工任务较往年大幅减少。
- 浦东建设从事的主营业务为公路和市政道路投资、市政工程施工、沥青摊铺及沥青砼销售业务等。主要业务集中在上海、江苏、安徽、浙江等长三角地区。在上海浦东新区市政工程施工企业中处于细分建筑领域龙头地位, 路面摊铺占有率在 70% 以上, 道路工程路基部分公司在浦东地区占有率约为 15%。
- 上海世博会的相关工程要求在 09 年 10 月 31 号之前完工, 使上海浦东新区的基础建设特别是路面摊铺工程 (路面摊铺一般属于施工后期工序) 在 09 年进入高峰期, 公司 08 年路面摊铺吨位为 40 多万吨, 09 年预计将达到历史峰值 200 万吨。公司目前在手的市政工程施工业务为 24 亿元, 要求 08 年和 09 年两年之内全部完成, 两者将构成公司 09 年的业绩增长。
- 从 2010 年-2017 年浦东区政府每年将向北通公司支付 17.8 亿元回购款来回购浦东机场北通道建设项目 (前期增发募集资金项目), 公司在浦东三林地区长青路等标段的 BT 项目等在未来三年也将进入回购款支付期, 预计公司 2009 年和 2010 年分别合计约有 3.3 亿元和 13.6 亿元的回购款支付额 (北通道项目按照 55% 的权益计算)。按照 07 年之前公司所有 BT 项目的 11.8% 的综合收益率 (投资收益/回购款) 计算, 公司在 09 年和 10 年 BT 项目上的投资收益分别可达 0.39 亿元和 1.60 亿元。
- 我们预测公司 09 年和 10 年业绩分别为 0.50、0.72 元, 未来两年业绩将达到增长峰值, 维持 “增持” 评级。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

罗果

建材建筑行业资深分析师

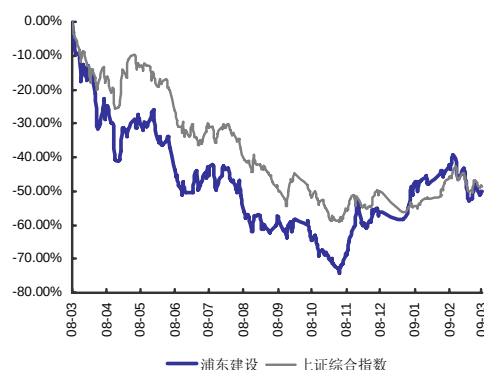
8621-63325888 × 6070

luoguo@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

|                      |                 |
|----------------------|-----------------|
| 股价 (2009 年 3 月 11 日) | 10.55 元         |
| 目标价格 (6 个月)          | 12.50 元         |
| 总股本/A 股 (万股)         | 34600/34600     |
| A 股市值 (百万元)          | 3650            |
| 国家/地区                | 中国              |
| 行业                   | 建筑施工            |
| 报告日期                 | 2009 年 3 月 12 日 |

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------|------|------|-------|
| 绝对表现 (%) | -7   | 6    | -50   |
| 相对表现 (%) | -4   | 4    | -2    |

资料来源: WIND

## 财务预测

|              | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万)   | 869   | 1149  | 1925  | 1025  |
| 营业利润(百万)     | 127   | 114   | 207   | 297   |
| 净利润(百万)      | 112   | 111   | 173   | 249   |
| 每股收益(元)      | 0.32  | 0.32  | 0.50  | 0.72  |
| 净资产收益率(%)    | 12.71 | 5.30  | 7.62  | 10.50 |
| 市盈率(X)       | 32    | 32    | 21    | 15    |
| EV/EBITDA(X) | 35    | 36    | 21    | 14    |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

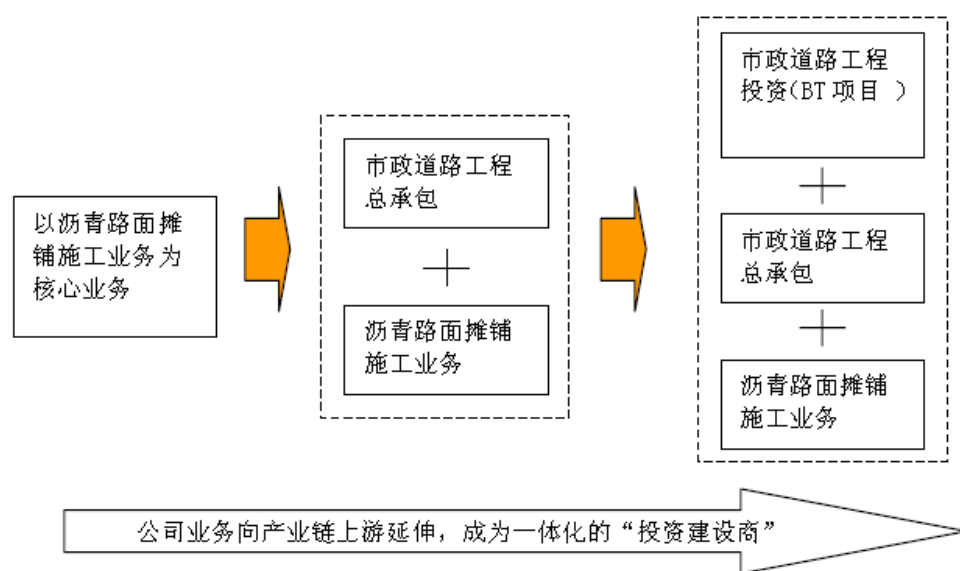
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 市政工程建设一体化的投资建设商

公司积极向产业链上游延伸，不断拓展新的盈利业务领域，从传统的施工企业逐步转变为市政工程“投资建设商”，盈利结构也从单一的施工利润转变为投资利润、施工利润等多样化的利润结构模式。通过投资BT项目，突破上海本地市场为主的经营模式，通过投资带动、扩大相应的施工业务规模和盈利。

图 1：公司盈利结构及业务发展示意图



资料来源：公司公告

公司的沥青路面摊铺施工，其主要过程为原材料（矿料和结合料）选择—混合料配合比设计—混合料生产—运输—摊铺—碾压—养护—再生利用等。关键技术主要表现为三个方面：原材料的加工和质量控制、混合料配合比设计、路面铺装技术。

公司控股子公司上海浦东路桥沥青材料有限公司参与沥青混合料的生产，更有效地控制了混合料的质量。公司的路面摊铺业务在浦东地区处于绝对龙头地位。

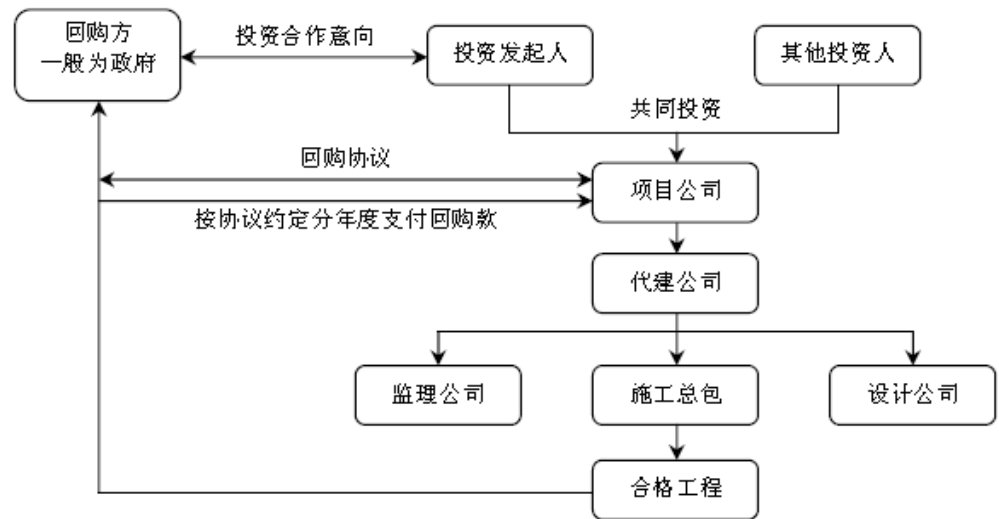
上海世博会的相关工程要求在 09 年 10 月 31 号之前完工，使上海浦东新区的基础建设特别是路面摊铺工程（路面摊铺一般属于施工后期工序）在 09 年进入高峰期。浦东新区政府 08 年建设总投资为 300-400 亿元，09 年总投资将达到 600 多亿元。公司 08 年路面摊铺吨位为 40 多万吨，09 年预计将达到历史峰值 200 万吨。公司目前在手的市政工程施工业务为 24 亿元，要求 08 年和 09 年两年之内全部完成，两者将构成公司 09 年的业绩增长。

## BT 项目投资收益构筑业绩基础

投资收益对公司近三年的利润贡献较大且对公司净利润的影响日益加强，其主

要原因是公司的投资收益主要来源于BT项目和参股财务公司的投资收益，而其中BT项目的投资收益是公司重要稳定的利润来源。

图 2：BT 项目业务流程图



资料来源：公司公告

公司控股 55%的上海北通投资发展有限公司负责总投资额 94 亿元的浦东机场北通道建设项目（前期增发募集资金项目），该项目按照 BT 模式运作。根据合同，从 2010 年-2017 年浦东区政府每年将向北通公司支付 17.8 亿元回购款来回购北通道项目。根据我们的测算，预计 2010 年开始未来 8 年内上市公司平均每年可获得 1.16 亿元的投资收益（但未来 8 年内的投资收益呈现先高后低，逐年递减的趋势），该项目的投资收益将构筑 2010 年的业绩增长。

除此之外，公司在浦东三林地区长青路等标段的 BT 项目等在未来三年也将进入回购款支付期，根据统计，公司 2009 年合计约有 3.3 亿元的回购款支付额，2010 年合计约有 13.6 亿元的回购款支付额（北通道项目按照 55%的权益计算）。按照 07 年之前公司所有 BT 项目的 11.8%的综合收益率计算（我们参考截至 2007 年底前公司承接的 40 个 BT 市政道路建设项目，完成 BT 项目投资约 27 亿元，累计收回回购款约 8.35 亿元，累计拉动主营业务收入 11.20 亿元，通过参与 BT 项目施工实现营业利润 1.41 亿元，BT 项目所带来的投资收益为 9,882.00 万元，投资收益/回购款综合比率为 11.18%。），公司在 09 年和 10 年 BT 项目上的投资收益分别可达 0.39 亿元和 1.60 亿元。

图 3：浦东机场北通道项目示意图



资料来源：公司公告

## 投资建议

我们预计公司 09 年和 10 年业绩分别为 0.50、0.72 元，未来两年业绩将达到增长峰值，2010 年之后的业绩较难维持增长趋势，公司正寻求盈利模式和产业的转型，但目前发展方向仍不明朗，维持公司的“增持”评级。

## 分析师承诺

**罗果：建材建筑行业资深分析师**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)