

## 宏润建设 (002062): 盈利能力大幅加强, 未来增长仍可期待

增持 (维持)

### 建筑业

当前股价: 22.82 元

报告日期: 2009 年 3 月 23 日

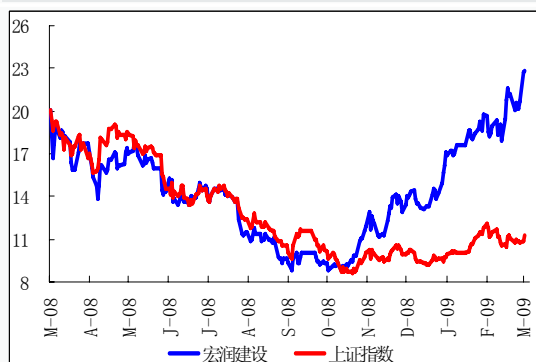
#### 主要财务指标 (单位: 百万元)

|            | 2007A       | 2008A       | 2009E       | 2010E       |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入       | 3,719       | 4,817       | 5,771       | 6,542       |
| (+/-)      | 35.47%      | 29.53%      | 19.81%      | 13.37%      |
| 营业利润       | 195         | 335         | 423         | 476         |
| (+/-)      | 117.28%     | 71.83%      | 26.46%      | 12.38%      |
| 归属于母公司的净利润 | 155         | 256         | 315         | 355         |
| (+/-)      | 125.3%      | 68.79%      | 23.52%      | 12.44%      |
| 每股收益 (元)   | <b>0.77</b> | <b>1.28</b> | <b>1.58</b> | <b>1.77</b> |
| 市盈率 (倍)    | 29          | 18          | 14          | 13          |

#### 公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 总股本/非限售流通股 (万股) | 20,000/6,070 |
| 非限售流通股市值 (亿元)   | 13.85        |
| 每股净资产 (元)       | 6.16         |
| 资产负债率 (%)       | 72.56        |

#### 股价表现 (最近一年)



联系人一天相建筑建材组

010-66045419 wangd@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 年报显示, 公司 08 年实现营业收入 48.2 亿元, 同比增长 29.5%; 营业利润 3.3 亿元, 同比增长 71.8%; 归属母公司净利润 2.6 亿元, 同比增长 65.2%; EPS 为 1.28 元, 上年同期业绩为 0.77 元; 其中第四季度实现营业收入 14.0 亿元, EPS0.42 元。分配预案为 10 转 5 股派 2 元 (含税)。

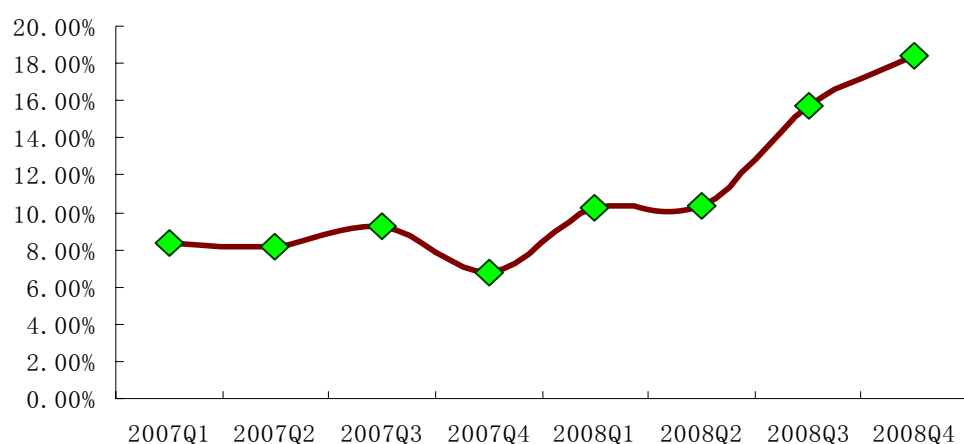
- **新签合同额快速增长, 轨道交通有望成为公司新的发展亮点:** 08 年新签合同额为 51.4 亿元, 同比增长 30.8%。公司积极拓展城市轨道交通承包市场, 07 年承接的杭州轨道交通业务近 10 亿元, 08 年又相继中标上海、苏州、武汉等城市地铁项目, 随着 4 万亿政策基建投资规模的扩大和“长三角”地区部分二线城市轨道交通规划的开展, 公司的轨道交通业务有望保持快速增长。公司计划 09 年新签合同 56 亿元以上, 同比增长超过 10%。

- **房地产业务的注入增厚公司业绩:** 08 年上半年, 公司以 17.52 元/股的价格向大股东浙江宏润控股公司非公开发行 3,377 万股, 购买上海宏润地产公司 100% 股权, 大股东旗下的房地产业务整体注入到上市公司, 由此公司的产业链由建筑施工业务延伸到房地产业务, 有利于两项业务协同效应的发挥, 将明显增厚上市公司业绩。大股东作出明确承诺, 收购的宏润地产 2009、2010 年净利润不低于 1.38 亿元和 1.4 亿元, 差额部分将以现金补足, 按此下限计算, 将在未来两年增厚 EPS 约 0.69 元和 0.70 元。

- **盈利能力大幅提升, 第四季度尤为明显:** 公司 08 年综合毛利率为 14.2%, 同比增加 3.3 个百分点, 其中第四季度综合毛利率达到 18.4%, 同比增加 11.6 个百分点。由于公司工程订单多采取开口方式, 原材料价格波动对公司影响并不大, 我们认为公司盈利能力大幅增加主要基于以下因素: (1) 报告期内完成收购大股东盈利能力较强的房地产业务, 业务结构变化使公司综合毛利率有所增加; (2) 08 年公司市政、轨道交通业务占比有所增加, 传统的建筑业毛利率也有所提高, 由 8.09% 增加至 10.57%。2009 年, 在国家基建投资规模明显扩大, 建筑施工业务将保持快速增长, 我们预计公司房地产业务收入占比将有所降低, 综合毛利率也将随之降低, 但仍将明显好于 07 年水平。

- **签约蒙古项目，海外拓展取得重大突破：**公司目前经营范围为华中、华南地区，其中华中地区收入占比接近80%。报告期内，公司出资3亿美元投资蒙古国“乌兰巴托市上海宏润小区”项目，海外业务取得重大突破。经初步测算，该项目总建筑面积60万平方米，预计总收入约6亿美元，净利润约2亿美元。但考虑到项目计划开发周期为4年，预计短期内对净利润贡献将较为有限。
- **盈利预测与评级：**公司计划2009年实现营业收入53亿元以上，相当于较今年增长10%。考虑到公司目前施工业务合同储备丰富，我们预计完成这一目标难度并不大，预计公司2009、2010年EPS分别为1.58元和1.77元（暂不考虑本次转增股本摊薄的因素），当前股价对应的动态PE为14倍和13倍，具有一定的估值优势，维持“增持”的评级。
- **风险提示：**主要关注国家基建投资低于预期的风险和施工合同的履约风险。

图表 1：宏润建设单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、天相投资分析系统

图表 2：宏润建设 2008 年以来签订的重大项目情况

| 日期      | 项目名称                             | 金额     | 工期 |
|---------|----------------------------------|--------|----|
| 2008.12 | 上海市轨道交通11号线北段二期11.G.3标工程         | 17,000 | 23 |
| 2008.11 | 武汉市轨道交通二号线一期工程第十八标段18B分标段土建      | 31,139 | 27 |
| 2008.09 | 宁波市东外环—南外环立交工程建设—转让工程            | 56,292 | 20 |
| 2008.06 | 启东吕北公路北段工程                       | 11,331 | —  |
| 2008.05 | 上海市虹桥综合交通枢纽相关项目                  | 25,398 | 18 |
| 2008.03 | 青草沙水源地原水工程长兴岛域输水管线项目             | 47,579 | 35 |
| 2008.02 | 宁波市东外环路—通途路立交工程施工项目              | 36,578 | 19 |
| 2008.02 | 苏州市轨道交通一号线工程I-TS-07标(0006标段)土建工程 | 24,275 | 29 |
| 2008.01 | 龙口宏润花园                           | 10,300 | —  |
| 2008.01 | 宁波市东外环—江南公路互通立交工程                | 18,180 | —  |

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

图表 3：宏润建设（002062）盈利预测（万元）

|               | 2006A   | 2007A   | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入        | 274,493 | 371,854 | 481,650 | 577,060 | 654,200 |
| 营业收入增长率       | 18.36%  | 35.47%  | 29.53%  | 19.81%  | 13.37%  |
| 减：营业成本        | 253,006 | 331,293 | 413,219 | 498,071 | 565,724 |
| 毛利率           | 7.83%   | 10.91%  | 14.21%  | 13.69%  | 13.52%  |
| 营业税金及附加       | 8,280   | 15,203  | 19,865  | 23,948  | 27,149  |
| 资产减值损失        | 123     | -704    | 2,205   | 0       | 0       |
| 销售费用          | 57      | 1,818   | 1,205   | 1,731   | 1,963   |
| 管理费用          | 3,902   | 5,033   | 8,103   | 8,944   | 9,813   |
| 财务费用          | 127     | 344     | 3,515   | 2,020   | 1,963   |
| 期间费用率         | 1.49%   | 1.93%   | 2.66%   | 2.20%   | 2.10%   |
| 投资净收益         | -28     | 621     | -53     | 0       | 0       |
| 加：公允价值变动净收益   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 二、营业利润        | 8,969   | 19,488  | 33,486  | 42,346  | 47,589  |
| 营业利润率         | 3.27%   | 5.24%   | 6.95%   | 7.34%   | 7.27%   |
| 加：营业外收入       | 459     | 587     | 2,185   | 577     | 654     |
| 减：营业外支出       | 76      | 290     | 1,015   | 190     | 196     |
| 其中：非流动资产处置净损失 | 6       | 17      | 26      | 0       | 0       |
| 三、利润总额        | 9,352   | 19,785  | 34,656  | 42,733  | 48,047  |
| 减：所得税         | 2,603   | 4,578   | 8,987   | 11,025  | 12,396  |
| 实际所得税率        | 27.83%  | 23.14%  | 25.93%  | 25.80%  | 25.80%  |
| 四、净利润         | 6,749   | 15,208  | 25,669  | 31,708  | 35,651  |
| 净利润增长率        | 1.27%   | 125.34% | 68.79%  | 23.52%  | 12.44%  |
| 归属母公司所有者的净利润  | 6,906   | 15,490  | 25,589  | 31,508  | 35,451  |
| 母公司净利润增长率     | 13.33%  | 124.29% | 65.19%  | 23.13%  | 12.51%  |
| 净利率           | 2.52%   | 4.17%   | 5.31%   | 5.46%   | 5.42%   |
| 少数股东权益        | -158    | -283    | 80      | 200     | 200     |
| 每股收益(元)       | 0.62    | 0.77    | 1.28    | 1.58    | 1.77    |

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088            |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002            |