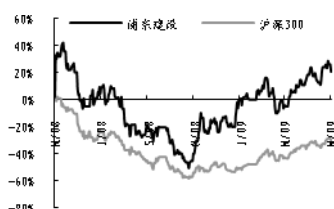


建筑业
评级: 增持
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
浦东建设	1.9	9.1	-12.3
沪深 300	5.0	17.1	-29.7

市场数据 2009.5.11

当前价格 (元)	13.3
52 周价格区间 (元)	5.43-15.65
总市值 (百万)	4602
流通市值 (百万)	4602
总股本 (万股)	34600
流通股 (万股)	34600
日均成交额 (百万)	16200
近一月换手 (%)	78.6

相关报告
分析师

卜忠东

电话: 0755-83716694

邮件: buzhd@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司是以工程建设为龙头、机械化施工为依托,集工程投资管理、施工、运输、沥青混合料生产、建材供应等为一体的综合性股份制企业,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%。
- 公司主营业务突出,施工主业为路桥施工工程项目,即:市政工程施工和沥青摊铺业务。公司在新型路面材料研究、道路安全性(防滑性、排水性)研究、铺装工艺研究方面具有明显的优势,这些技术优势、品牌优势以及公司在上海地区具有成本优势和信用度高的优势,均为公司承接路桥施工业务赢得了优势,公司的施工业务保持稳步增长态势;但由于竞争激烈,公司施工业务的毛利率近年来有所下滑。
- 为了进一步实施差异化竞争的策略,公司逐步完善了“项目投资、股权融资、结构金融”的创新盈利模式,积极拓展以 BT 项目投资拉动施工业务,利润结构也逐步由单一的施工业务利润为主向投资收益和施工收益并举转变。
- BT 项目投资收益已成为公司利润的主要来源。尤其是投资额达 100 亿元的机场北通道项目将在 2010 年开始回购,将拉动公司的业绩明显增长。
- 基于谨慎性原则,笔者预测 2009--2011 年公司的每股收益分别为 0.45 元、0.63 元及 0.70 元,业绩有望持续增长。
- 结合公司的业绩成长性综合分析,给予增持的投资评级,建议投资者择机逢低增持。
- 政府的基础设施及市政工程项目投资计划和投资规模将直接影响公司的生产经营状况和经营业绩;回购主体的承付能力及其他不确定因素也可能影响 BT 项目的顺利实施。

预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	869	1149	1826	1631
营业利润 (百万元)	127	114	171	249
净利润 (百万元)	112	111	155	217
摊薄每股收益 (元)	0.50	0.39	0.45	0.63
摊薄每股净资产 (元)	3.62	6.10	6.55	7.18
摊薄 ROE (%)	13.72	5.28	6.87	8.77

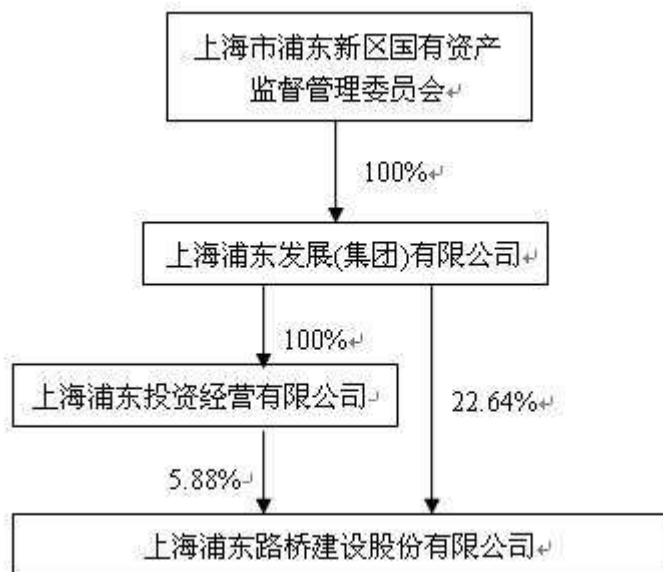
公司为国有控股的建筑公司

公司是 1998 年由上海市浦东新区建设（集团）有限公司、上海市浦东新区公路建设管理署、上海张桥经济发展总公司、上海东缆技术工程有限公司、上海同济企业发展总公司、上海浦东路桥建设股份有限公司职工持股会等共同出资发起设立的。

公司主营业务为：道路、桥梁、各类基础设施施工以及建材的研制开发和生产；目前主要从事道路桥梁工程总承包及沥青混合料生产和沥青路面摊铺。公司具有国家市政公用工程施工总承包一级资质，公路路面工程专业承包一级资质，具备独立承接公路路面工程项目、市政公用工程项目资质与能力。

公司地处上海市，承担了浦东大部分基础设施建设任务，是以工程建设为龙头、机械化施工为依托，集工程投资管理、施工、运输、沥青混合料生产、建材供应等为一体的综合性股份制企业。公司的实际控制人为上海市浦东新区国有资产监督管理委员会。

图 1 公司与实际控制人之间的控制关系图



资料来源 公司公告

公司主营业务突出 但施工主业的门槛较低，竞争激烈

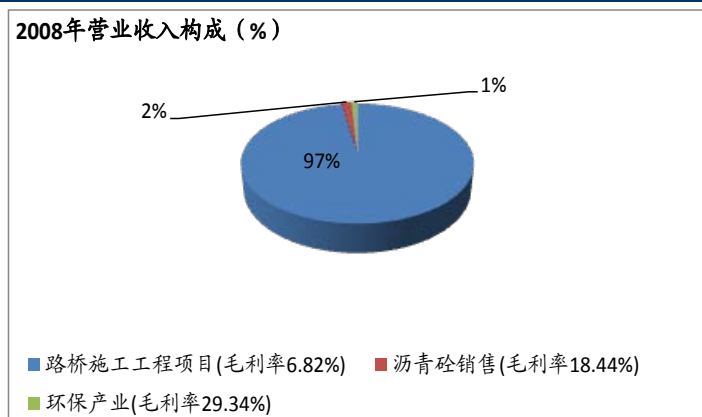
1、公司主营业务突出

公司的主要业务包括道路、公路、桥梁路面摊铺施工（简称“沥青路面摊铺”）、其他基础工程总包施工（简称“市政基础工程”）、沥青销售和其他建筑材料销售。其中沥青路面摊铺和其他基础工程总包施工

两类业务的收入占主营业务收入的绝大部分，是公司的主要业务。

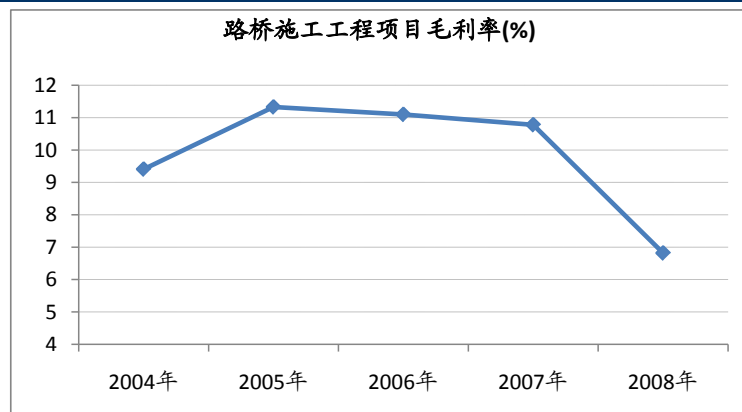
公司主营业务突出，施工主业为路桥施工工程项目（即：市政工程施工和沥青摊铺业务）。2008 年路桥施工工程项目占公司营业收入的 97.3%，具体业务构成及各业务的毛利率情况见下图 2 及表 1：

图 2 2008 年营业收入构成及各业务的毛利率情况



资料来源：公司年报

图 3 公司历年的路桥施工工程项目的毛利率



资料来源：wind

2008 年路桥施工工程项目收入占公司营业收入的 97.3% (2007 年这一比重为 95.47%)，但毛利率仅为 6.82%，较上年的 10.78% 有所下降，造成 2008 年毛利率下降的主要原因是因为部分工程由于拆迁进度放慢等因素，导致其沥青摊铺业务亏损，拖累了公司的总体盈利水平。预计 2009 年公司施工业务的毛利率可能会有所回升。

2008 年沥青砼及相关产品销售营业收入比上年减少 29.31%，主要是控股子公司沥青材料公司 2008 年进行了重组，对生产的产品进行了结构调整，导致沥青砼业务有一定幅度的下降；公司沥青砼销售的毛利率 2008 年下降了 3.61 个百分点，是因成本价格上涨等因素。新兴路面材料在国内尚未大规模应用，受成本、资金等因素制约，尚无法大规模推广。例如，降噪排水的沥青路面成本将比普通路面增加约 10%。随着路面环保要求的提高，预计公司的沥青砼销售有望逐渐提升。

表 1 公司主营业务构成

2008 年报	营业收入(元)	营业成本(元)	营业利润(元)	毛利率: %	收入构成: %
路桥施工工程项目	1,117,839,583	1,030,102,833	87,736,750	6.82	97.3
沥青砼销售	18,290,295	14,867,944	3,422,351	18.44	1.59
环保产业	11,001,207	7,948,945	3,052,261	29.34	0.96
合计	1,147,131,085	1,052,919,722	94,211,363	8.33	100

资料来源：wind

2、公司各主营业务的盈利能力分析

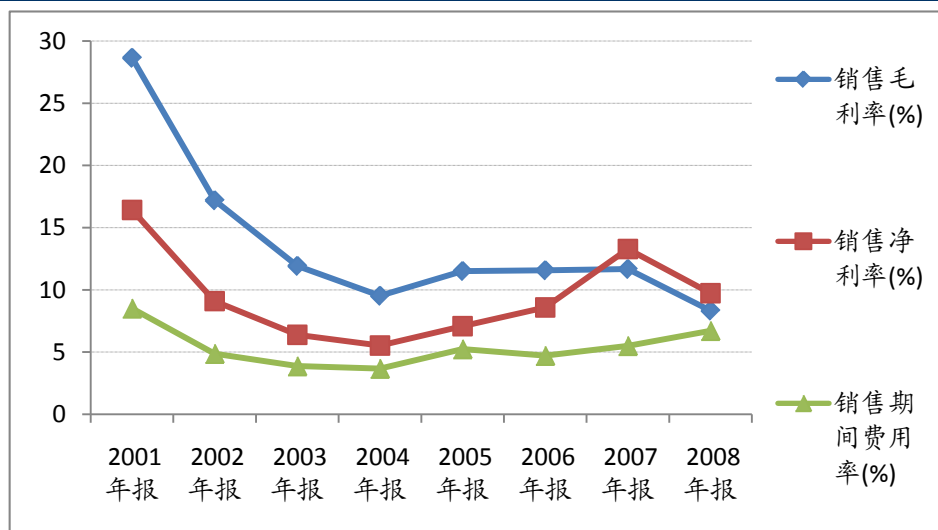
公司拥有市政公用工程施工总承包一级和公路路面工程专业承包一级资质及沥青混合料生产一级资质。公司的核心业务为沥青混合料生产及摊铺，其专业化的道路施工为业内所称道。公司的施工优势在于路面摊铺的核心技术及项目管理能力，核心技术为从原料生产、运输到路面摊铺的“黑色一条龙”。

由于路桥施工项目的技术含量不高，竞争者较多；沥青摊铺业务虽有一定的技术含量，但进入门槛也不高，这导致公司所处的施工领域竞争很激烈。由于市政施工的区域性特点，公司的竞争对手主要是上海及周边地区的道路等基础设施施工企业，其中具有市政和公路施工一级资质的企业有 50 多家。

公司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%。

从上图 3 及下图 4 可看到：公司近年来的路桥施工毛利率及总体毛利率均逐步下滑，这与行业的竞争激烈密切相关。

图 4 公司历年的盈利能力变化



资料来源 wind

公司在新型路面材料研究、道路安全性（防滑性、排水性）研究、铺装工艺研究方面具有明显的优势，这些技术优势、品牌优势以及公司在上海地区具有成本优势和信用度高的优势，均为公司承接路桥施工业务赢得了优势，公司的施工业务保持稳步增长态势。由于上海的劳动力成本高，公司施工业务不会粗放式扩张。公司将根据其目前的施工能力和人员配备，有节奏地发展施工业务。2009 年公司预计实现营业收入 18.26 亿元，营业成本 15.77 亿元；据此推算，2009 年公司的毛利率

为 13.636%，较 2008 年的 8.33% 有所上升。

基于市政行业及企业的特点，公司的业务收入主要在三、四季度实现，三、四季度的收入约占公司全年收入的 70% 左右。

3、公司主营业务的地域分布

鉴于地域特征，公司的施工项目主要集中在上海以及江苏、浙江、安徽等周边省市公司。2008 年公司营业总收入的 96.76% 来自上海市，其余约 2.32% 来自江苏、0.75% 来自安徽，0.01% 来自浙江。公司是个地域色彩很浓的建筑公司。公司业务立足上海及长三角的原因是这几个地区政府的市场化意识强，经济实力强，有能力加强基础设施投入且支付能力强，违约率低，未来发展的空间较大。预计未来几年公司的发展仍将围绕长三角地区展开。

表 2 公司营业收入的地域分布

收入构成	2008 年报	2007 年报	2006 年报	2005 年报	2004 年报
上海 (%)	96.76	41.22	58.49	63.86	52.59
江苏 (%)	2.32	18.71	22.87	31.26	35.21
安徽 (%)	0.75	19.29	12.65	3.82	12.19
浙江 (%)	0.01	20.78	5.98	1.06	

资料来源 wind

确立新盈利模式，BT 项目将成为公司利润的主要来源

1、公司逐步从传统的施工业务向投资施工一体化转变

公司主业为市政施工和沥青摊铺业务，这个行业因准入门槛较低，竞争激烈，毛利率低。为缓解行业竞争对公司的影响，公司努力借助上市公司的直接融资优势，向上延伸产业链，拓展业务领域，从传统的施工业务向投资施工一体化转变。

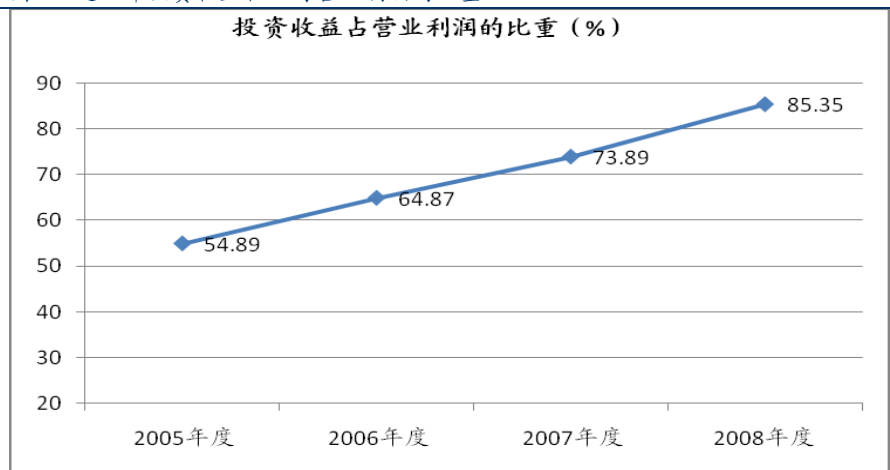
公司 2004 年报中提出了“创新盈利模式，适应政府投融资改革要求，通过 BT 和 BOT 的规范运作，在稳步扩大市场份额的同时，强化资金和经营风险控制”的发展思路。为了进一步实施差异化竞争的策略，公司逐步完善了“项目投资、股权融资、结构金融”的创新盈利模式，积极拓展以 BT 项目投资拉动施工业务，利润结构也逐步由单一的施工业务利润为主向投资收益和施工收益并举转变，随着公司 2008 年公开增发的实施，资产规模进一步扩大，公司在投资、施工领域获得综合收益的能力也将随之增强，与传统建筑行业的竞争优势也进一步体现。

公司曾经先后承接 50 多个 BT 项目，其中有 30 多个已处于回购期，还有 10 多个属于在建项目。一般 BT 项目的回购期为 3-5 年，也有少部分项目会根据情况提前回购（2008 年浦东软件园项目和普惠公司部分项目提前回购）。2008 年度公司实现投资收益 9,715 万元，占利润总额

的 77.80%，成为公司利润的主要来源；其中 BT 项目投资收益 4,960 万元，财务公司投资收益 4,540 万元。

从下图 5 可看到：近几年投资收益占公司营业利润的比重不断增长，2008 年已达到公司营业利润的 85.35%。通过几年的 BT 项目运作，改善了公司盈利结构，提高了公司综合盈利能力和市场竞争力，形成了投资收益、施工利润并举的利润结构。

图 5 近几年投资收益占公司营业利润的比重



资料来源 wind

2、浦东机场北通道等项目有望成为公司新的利润增长点

值得关注的是浦东机场北通道项目。根据协议，该项目的总投资额达 94 亿元左右，项目计划工期为 2007 年 10 月至 2009 年 12 月。项目竣工后，浦东新区人民政府将在 8 年内分期支付回购资金，回购期间从 2010 年起始，连续 8 年至 2017 年支付完最后一笔回购款止，初步估算的财务内部收益率为 8.38%。预计该项目将为公司带三方面的收益：施工收入，估计有 10 多亿元；一次性的损价差收入，将在施工结束后一至两年结算；投资收益，根据回购协议约定，项目回购期的内部收益率按 5 年以上期贷款年利率下浮 10.5% 计，目前尚不明确，将根据利率变化来定。2010 年机场北通道项目开始回购，预计每年可能为公司带来 1.2 亿元左右的投资收益（执行新会计准则将使公司单个 BT 项目的投资收益在回收期内呈现逐年递减的趋势，但投资收益总额不变）。

公司 2008 年的长期应收款规模约为 60 多亿，主要为支付重大 BT 项目的工程款，将在以后年度逐渐回购。具体情况见下表 3：

目前公司有 25 个 BT 项目已进入回购期，预计 2010 年是个回购的高峰期。预计 BT 项目投资将成为公司未来利润增长的主要来源。

表 3 2008 年报公司的长期应收款（主要是支付重大 BT 项目工程款）情况

单位：元 币种：人民币

项 目	期末账面余额	年初账面余额
北环路(二期)	3,300,689.43	33,982,799.29
惠源路南延伸		16,614,430.19
南环路西延伸	11,779,196.67	5,451,448.79
杨市路延伸	3,632,748.70	14,262,748.70
政和大道东延伸		46,601,702.95
钱洛路(二期)		4,761,524.90
纬三路(二期)		8,198,503.53
新藕路(二期)		1,659,146.22
园区环路(纬三路(K1+560))		4,226,732.51
南环路西延伸(污水厂路)	4,257,303.89	4,059,819.86
钱藕路(二期)		25,103.11
318 国道		16,850,952.57
嘉桐大道		173,680,925.25
机场北通道	5,917,576,362.60	1,303,023,937.30
三林世博功能区域东方路(龙阳路-浦东南路)改建工程	28,684,386.00	
三林世博功能区域杨思雨水泵站新建工程	14,444,076.00	
三林世博功能区域杨思东块雨水泵站新建工程	15,651,438.20	
三林世博功能区域成山路(长清路-杨高南路)拓建工程	39,172,875.25	
三林世博功能区域长清路(成山路-杨思路)扩建工程	48,080,307.00	
三林世博功能区域云台路(雪野路-浦东南路)改扩建工程	2,163,020.00	
藕乐苑二期安居房基础建设配套工程	29,738,408.15	
合 计	6,118,480,811.89	1,633,399,775.17

资料来源 公司公告

通过近几年的发展，公司已突破了单纯施工的经营模式，通过以 BT 项目投资带动施工，扩大了建设市场的占有份额及施工规模，提升了公司的综合收益率，实现了向投资建设商的转型，形成了集项目策划、投资、建设、管理和服务于一体的综合集成化运作思路。

3、南汇区并入浦东区将为公司提供新的发展机遇

国务院近日批复了上海市《关于撤消南汇区建制将原南汇区行政区域划入浦东新区的请示》，同意撤消上海市南汇区，将其行政区域并入上海市浦东新区。原浦东新区面积为 532.75 平方公里，户籍人口 194.29 万，2008 年地区生产总值 3150.99 亿元；原南汇区面积 677.66 平方公里，户籍人口 74.31 万，2008 年地区生产总值 548.03 亿元。行政区划调整后的浦东新区，面积为 1210.41 平方公里，户籍人口 268.60 万。

上海市辖下的这两个行政区域的合并，有助于直接推动上海国际金融中心和上海国际航运中心的建设，对于浦东乃至上海未来的发展，具有重大意义。

新并入的南汇区面积巨大，但距离传统的市中心区距离较远，且大部分地区基础配套设施相对落后，预计区域整合后南汇区的基础设施建设必然会提速，这将为浦东建设带来新的发展机遇。

公司曾承担了浦东大部分基础设施建设任务，具有地域优势及品牌优势，在未来的浦东新区发展及原南汇区基础设施提升中，公司也有望面临较好的发展机遇。

公司的发展战略是建成专业化的城市基础设施投资建设运营集成商，以路面摊铺和施工业务为依托，提供“路面综合解决方案供应商”及“投资建筑商”两大盈利模式，延伸产业链，提升价值链。因此，预计未来公司的业务发展仍可能是以 BT 项目投资带动施工，成功融合施工经营及资本经营。

当然，公司承接的浦东机场北通道等项目使其目前业务相对饱满，我们认为浦东新区的这种利好作用对公司将是长期逐步体现的。

公司争取 BT 项目的实力主要体现在项目的策划能力、施工和金融方面的专业技术和人才，融资平台及资金实力等方面。浦东建设在寻求 BT 项目业务的同时，非常重视回购主体的商业信誉及偿债能力。

我们继续关注公司 BT 等业务的开展情况。

盈利预测

基于谨慎性原则，笔者对公司 2009—2011 年的业绩进行了预测。业绩预测的前提条件如下：

- 1、假定未来三年公司所处行业及经营环境不发生大的变化，原材料价格基本平稳；假定公司各 BT 项目施工及回购均进展顺利，没有大的违约事件发生；
- 2、假定未来三年公司路桥施工工程项目的毛利率较 2008 年略微回升 1 个百分点，达到 8.8%，沥青砼销售及环保产业的毛利率分别较 2008 年的毛利率微升 1 个百分点、微降 1 个百分点；
- 3、假定公司市政工程施工业务的规模较 2008 年平稳增长，2011 年达到销售收入 10 亿元以上；沥青摊铺业务销售收入平稳增长，2011 年销售收入达到 9 亿元以上；
- 4、假定未来三年公司的沥青砼销售及环保产业维持平稳增长态势；
- 5、假定未来三年公司的 BT 项目规模保持 10-20%的增速。

从下表 4 可看到：在上述假设前提下，公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.627 元和 0.698 元，有望保持较好的增长态势。

表 4 公司未来 3 年的业绩预测

单位: 百万元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	868.73	1,148.91	1826.00	1631.34	2034.69
二、营业总成本	835.59	1,132.24	1708.71	1600.84	1997.30
营业成本	767.38	1,053.16	1577.00	1480.04	1846.63
营业税金及附加	19.01	11.65	34.10	30.47	38.00
销售费用	0.95	0.65	1.51	1.35	1.68
管理费用	33.87	49.55	59.70	64.85	80.88
财务费用	12.97	26.88	36.40	24.14	30.11
三、其他经营收益					
投资净收益	93.78	97.15	53.37	218.71	238.36
四、营业利润	126.92	113.82	170.66	249.20	275.75
加: 营业外收入	8.09	13.29	17.27	11.13	13.89
减: 营业外支出	2.8	2.24	6.76	6.04	7.53
五、利润总额	132.2	124.87	181.18	254.30	282.11
减: 所得税	16.87	13.14	24.46	34.33	35.26
六、净利润	115.34	111.74	156.72	219.97	246.84
减: 少数股东损益	3	0.28	1.55	3.02	5.39
归属于母公司所有者的净利	112.34	111.46	155.17	216.95	241.45
七、每股收益: 元	0.497	0.390	0.448	0.627	0.698

资料来源 wind, 国海证券研究所

敏感性分析

在业绩预测过程中, 笔者发现公司的投资收益对业绩影响很大; 在 BT 投资收益、沥青砼销售及环保产业平稳的情况下, 公司施工主业的扩张规模及毛利率变化对其业绩有一定的影响, 但不是很大。

在公司沥青砼销售及环保产业维持平稳增长 (毛利率分别较 2008 年的毛利率微升 1 个百分点、微降 1 个百分点) 的前提下, 笔者估算了公司业绩的相对保守及相对乐观情形下的业绩变化, 预测结果如下表 5:

表 5 浦东建设业绩的参考情况

敏感性分析	2010年施工业务收入: 亿元	2010年施工业务毛利率: %	2011年施工业务收入: 亿元	2011年施工业务毛利率: %	2010年投资收益: 百万元	2011年投资收益: 百万元	2010年每股收益: 元/股	2011年每股收益: 元/股
相对保守	13.01	6.8	15.05	6.8	199.88	203.06	0.57	0.592
一般情况	15.7	8.8	19.63	8.8	218.7	238.35	0.627	0.698
相对乐观	17.35	10	21.19	10	255.27	259.23	0.777	0.82

资料来源 国海证券研究所

综合上述结果, 公司 2010 年的每股收益可能在 0.57—0.78 元之间, 2011 年的每股收益可能在 0.59—0.82 元之间。

估值及投资建议

从下表 6 可看到: 与建筑施工板块相比, 浦东建设的市盈率水平略高些, 但市净率水平则偏低些。鉴于浦东建设比其他建筑公司的成长性好, 我们认为浦东建设享有一定的市盈率溢价是合理的。

表 6 浦东建设与其他公司的估值比较

板块名称	2008年报对应的市盈率	2009预测市盈率	2010预测市盈率	市净率
全部A股	21.97	18.85	16.09	2.84
沪深300	19.96	17.9	15.44	2.72
建筑施工板块	37.96	20.89	16.5	2.77
浦东建设	41.29	29.56	21.21	2.16

资料来源 wind (数据取 2009.5.11, 整体法统计, 剔除负数)

图 6、图 7 显示了 1994 年以来建筑板块的市盈率及市净率变化曲线, 建筑板块的市盈率中枢基本在 20-30 倍之间。根据 2009 年、2010 年、2011 年业绩预测及 2009 年 5 月 11 日收盘价, 浦东建设的市盈率分别为 29 倍、21 倍和 19 倍, 目前的估值处于相对合理且略偏低的水平。

结合浦东建设的业绩成长性, 综合分析, 给予其增持的投资评级, 建议投资者逢低择机增持。

图 6 1994 年以来建筑板块的市盈率变化



资料来源 wind

图 7 1994 年以来建筑板块的市净率变化



资料来源 wind

风险提示

1、公司的主营业务为市政工程施工, 这些项目的投资方一般是政府。因此, 政府的基础设施及市政工程项目投资计划和投资规模将直接

影响公司的生产经营状况和经营业绩。

2、公司主营业务的重要组成部分为沥青混合料生产及摊铺。沥青路面摊铺施工所用的主要原材料是沥青和石料，这两种原材料占公司原材料采购的绝大部分，项目施工对原材料的依赖程度较高。原材料价格的波动有可能影响公司的利润水平。

3、BT项目已成为公司利润的主要来源。由于回购时间较长，资金回收较慢，回购主体的承付能力及其他不确定因素可能会影响回购项目的顺利实施，公司存在一定的回购风险。

4、由于公司施工项目的工期较长，工程完工、工程验收、竣工决算、工程审价之间会有滞后期，导致公司应收帐款的周转速度较慢，有可能一定程度影响公司经营性活动产生的现金流量净额，从而间接影响公司债务偿还、支付股利和对外筹资的能力。

5、二级市场的震荡可能会对公司的估值水平产生不确定性影响。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。