

建筑工程行业研究小组
 联系人: 王小勇
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2009年7月11日

宏润建设(002062.SZ)/19.23元

城轨拓展持续发力，地产业务再促估值提升

工业·建筑工程

目标估值: 25元

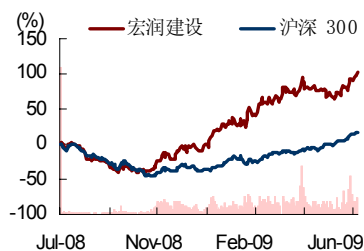
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3114
总股本(万股)	30000
已上市流通股(万股)	9178
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	21.6
资产负债率	70.8%
主要股东	浙江宏润控股
主要股东持股比例	29.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	110	100
相对表现	7	33	87



相关报告

- 1、《施工业务毛利率提升超预期》2009/03/21
- 2、《短期目标价已超越，估值还有上升空间》2009/02/11
- 3、《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
- 4、《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

我们认为，宏润建设是有一个具有鲜明特点的建筑类公司，“双主业”型业务结构比较简单，发展战略非常明晰，盈利能力强劲。施工方面，是民营企业进入城市轨道交通领域的先锋；地产方面，加大土地储备和积极推进项目进度，做厚业绩。

- **受益我国城轨建设的大规模投资，公司城轨施工业务拓展持续发力。**公司目前在城轨市场最大的长三角占有稳定之市场份额，如上海 10%、杭州 50% 左右、宁波 30% 左右，充分显示了公司在城轨业务拓展上强大的竞争力。而 7 月 2 日公司公告称中标武汉市轨道交通四号线一期工程区间及车站土建施工第一标段工程，这显示了公司的城轨施工业务将不再局限于长三角。预计公司 09 年全年城轨业施工业务新签合同额达到 20~30 亿元左右。
- **房地产业务有望超预期。**随着长三角房地产市场复苏，公司 09 年主要结算的两个项目（象山宏润花园、无锡宏诚花园）将获得超预期的收入。我们预计，随着公司 150 万平方米的土地储备（规划建筑面积 160 万平方米）不断投入开发，未来的房地产业务对公司的业绩贡献有望更上一层楼。
- **房地产板块估值的提升将促使公司估值提升。**目前房地产板块的估值在复苏背景下得到了显著提升。截止 7 月 11 日，房地产板块 09 年平均 PE 为 35 倍左右。从目前公司近期股价表现来看，市场正重新对公司的地产业务进行估值。我们认为公司估值有较大的提升空间。
- **预估每股收益 09 年 1.18 元、10 年 1.42 元**，同比分别增长 39% 和 20%；我们测算，地产业务 09 年、10 年分别贡献 0.54 元左右、0.63 元左右，其中 10 年盈利预测由原来的 1.32 元上调了 0.11 元。
- **维持“强烈推荐-A”的投资评级：**在房地产估值提升的前提下，给予 09 年公司地产业务 25 倍 PE、施工业务 20 倍 PE 进行估值，6 个月目标价 25 元。实际上，我们通过多篇报告对公司进行强烈推荐，公司股价（后复权）自 13 元涨至目前的最高 29.55 元，与我们之前的目标价 30 元基本接近。随着房地产业务的估值的提升，我们相应的提高公司的目标价至 25 元（后复权 37.5 元），维持公司“强烈推荐-A”的投资评级不变。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3563	4817	5710	6876	7938
同比增长	30%	35%	19%	20%	15%
营业利润(百万元)	137	335	416	500	578
同比增长	53%	144%	24%	20%	16%
净利润(百万元)	116	256	355	425	490
同比增长	68%	121%	39%	20%	15%
每股收益(元)	0.39	0.85	1.18	1.42	1.63
PE	49.8	22.5	16.2	13.6	11.8
PB	8.2	4.7	4.0	3.6	3.2

资料来源: 招商证券

表 1: 公司土地储备不完全统计 (单位: 平方米)

项目	土地储备	建筑面积
外蒙项目	100 万 (权益占比 80%)	60 万
江干区的杭政储出[2007]32 号地块	17650	13 万
象山宏润花园	73980	13 万
无锡宏诚花园	11.5 万	42 万
山东龙口项目	14 万	17.3 万
衡阳数码城	16480	

资料来源: 招商证券研发中心整理

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3563	4817	5710	6876	7938
营业成本	3275	4132	4908	5905	6816
营业税金及附加	114	199	234	282	325
营业费用	3	12	17	21	24
管理费用	35	81	97	117	135
财务费用	5	35	39	53	62
资产减值损失	(5)	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	1	2	2
营业利润	137	335	416	500	578
营业外收入	6	22	22	22	22
营业外支出	2	10	10	10	10
利润总额	141	347	428	512	590
所得税	27	90	71	86	99
净利润	114	257	356	427	492
少数股东损益	(2)	1	1	1	1
归属于母公司净利润	116	256	355	425	490
EPS (元)	0.39	0.85	1.18	1.42	1.63

资料来源: 招商证券研发中心整理

表 3: 公司各业务分部的利润贡献

单位 (元)	2009E	2010E	2011E
基本每股收益 EPS	1.18	1.42	1.63
其中:			
房地产	0.54	0.63	0.69
施工业务	0.64	0.79	0.94

资料来源: 招商证券研发中心

表 4：房地产行业估值（20090710）

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E
000926.SZ	福星股份	0.55	0.52	0.63	21	17
000965.SZ	天保基建	0.37	0.39	0.69	32	18
600048.SH	保利地产	0.91	0.92	1.18	31	25
600052.SH	浙江广厦	0.42	0.49	0.67	23	17
600053.SH	中江地产	0.64	0.28	0.33	23	19
600064.SH	南京高科	0.56	0.70	0.64	29	32
600082.SH	海泰发展	0.43	0.24	0.28	35	30
600239.SH	云南城投	0.20	1.85	2.59	15	11
600240.SH	华业地产	0.15	0.20	0.32	29	20
600246.SH	万通地产	1.04	0.56	0.59	21	17
600256.SH	广汇股份	0.55	0.56	0.69	28	22
600322.SH	天房发展	0.10	0.12	0.19	52	35
600325.SH	华发股份	0.88	0.90	0.96	26	23
600376.SH	首开股份	0.70	0.78	0.89	29	25
600383.SH	金地集团	0.50	0.50	0.58	33	29
600533.SH	栖霞建设	0.19	0.26	0.56	27	13
600606.SH	金丰投资	0.39	0.42	0.48	26	23
600639.SH	浦东金桥	0.33	0.38	0.49	41	33
600641.SH	万业企业	0.83	0.51	0.49	21	21
600648.SH	外高桥	0.24	0.19	0.28	85	57
600663.SH	陆家嘴	0.47	0.55	0.62	50	44
600665.SH	天地源	0.18	0.24	0.35	29	20
600675.SH	中华企业	0.43	0.50	0.71	33	24
600684.SH	珠江实业	0.13	0.54	0.46	27	20
600736.SH	苏州高新	0.23	0.25	0.23	27	24
600745.SH	中茵股份	0.48	0.36	0.55	27	17
600748.SH	上实发展	0.34	0.40	0.44	48	43
600791.SH	京能置业	0.24	0.06	0.35	126	22
600823.SH	世茂股份	0.13	0.30	0.46	54	35
601588.SH	北辰实业	0.13	0.27	0.21	23	30
000002.SZ	万科 A	0.37	0.45	0.54	29	24
000006.SZ	深振业 A	0.30	0.71	0.78	21	17
000014.SZ	沙河股份	0.22	1.11	2.10	14	7
000024.SZ	招商地产	0.94	0.99	1.24	35	28
000029.SZ	深深房 A	0.02	0.03	0.04	172	135
000031.SZ	中粮地产	0.08	0.14	0.17	82	69
000042.SZ	深长城	0.03	0.52	0.64	35	31
000046.SZ	泛海建设	0.09	0.24	0.29	84	62
000402.SZ	金融街	0.43	0.50	0.58	28	24
000514.SZ	渝开发	0.20	0.18	0.25	97	70
000558.SZ	莱茵置业	0.28	0.37	0.49	23	17
000608.SZ	阳光股份	0.05	0.28	0.35	36	29
000616.SZ	亿城股份	0.45	0.34	0.37	24	22
000667.SZ	名流置业	0.24	0.22	0.31	32	23
002133.SZ	广宇集团	0.24	0.34	0.41	29	23
002146.SZ	荣盛发展	0.46	0.67	0.84	25	20
002208.SZ	合肥城建	0.53	0.75	0.84	21	19
002244.SZ	滨江集团	0.61	0.56	0.74	29	22
平均		0.38	0.47	0.60	35	26

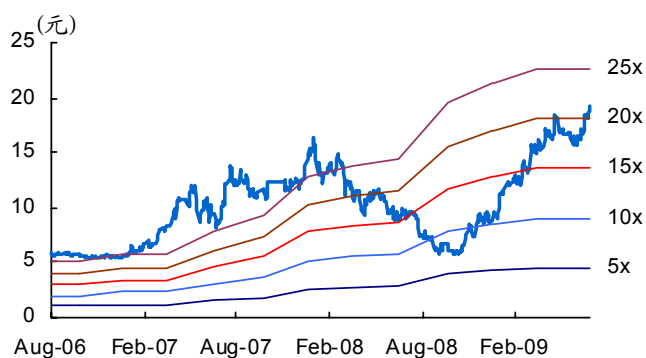
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表 5: 建筑工程行业估值 (20090710)

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E
600068.SH	葛洲坝	0.49	0.75	1.05	18	14
600170.SH	上海建工	0.42	0.48	0.53	35	32
600263.SH	路桥建设	0.24	0.31	0.39	29	23
600491.SH	龙元建设	0.31	0.47	0.61	20	16
600496.SH	精工钢构	0.36	0.47	0.60	17	13
600512.SH	腾达建设	0.08	0.22	0.27	27	22
600528.SH	中铁二局	0.32	0.54	0.80	28	17
600820.SH	隧道股份	0.43	0.55	0.62	23	20
600853.SH	龙建股份	0.02	0.09	0.14	56	36
600970.SH	中材国际	1.86	1.59	2.00	18	14
600986.SH	科达股份	0.06	0.09	0.33	72	21
601186.SH	中国铁建	0.32	0.47	0.63	22	16
601390.SH	中国中铁	0.05	0.28	0.37	24	18
002060.SZ	粤水电	0.32	0.36	0.46	21	16
002062.SZ	宏润建设	1.28	1.03	1.20	16	14
600039.SH	四川路桥	0.05	0.10	0.16	79	50
600284.SH	浦东建设	0.39	0.49	0.72	30	20
002081.SZ	金螳螂	0.98	0.81	1.00	22	18
平均		0.44	0.49	0.64	28	20

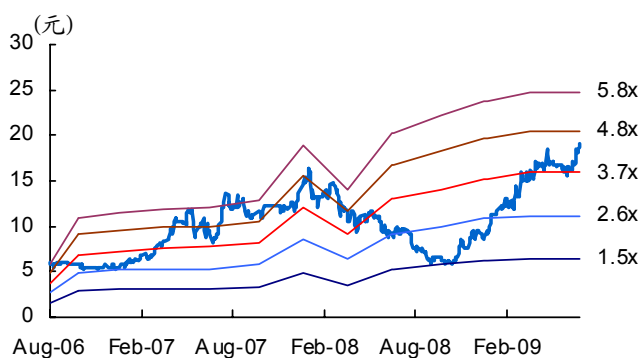
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 1: 宏润建设历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 宏润建设历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《施工业务毛利率提升超预期》2009/03/21

我们提出，施工业务毛利率的提升超过我们的预期，提升公司目标价至 30 元。

2、《短期目标价已超越，估值还有上升空间》2009/02/11

3 《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 大细分子行业及相关的 9 只股票，其中也包括宏润建设。

4、《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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1707	4038	4461	5268	6003
现金	332	666	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	251	633	705	849	980
其它应收款	201	365	440	529	611
存货	878	2333	2773	3337	3851
其他	43	42	44	53	61
非流动资产	404	615	762	898	989
长期股权投资	28	27	27	27	27
固定资产	292	378	632	751	849
无形资产	45	70	63	56	51
其他	39	140	40	63	62
资产总计	2111	4652	5223	6165	6993
流动负债	1351	3208	3544	4305	4934
短期借款	304	633	614	869	1044
应付账款	727	1241	1570	1890	2181
预收账款	93	427	506	608	702
其他	228	907	854	937	1007
长期负债	4	168	200	210	210
长期借款	0	140	175	185	185
其他	4	28	25	25	25
负债合计	1355	3376	3744	4514	5144
股本	166	200	300	300	300
资本公积金	232	247	247	247	247
留存收益	302	786	888	1059	1255
少数股东权益	56	44	45	46	47
母公司所有者权益	701	1233	1435	1605	1801
负债及权益合计	2111	4652	5223	6165	6993

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(47)	192	386	301	444
净利润			355	425	490
折旧摊销			104	139	158
财务费用			39	53	62
投资收益			(1)	(2)	(2)
营运资金变动			(111)	(300)	(274)
其它			0	(14)	10
投资活动现金流	(298)	(279)	(251)	(250)	(250)
资本支出			(250)	(250)	(250)
其他投资			(1)	0	0
筹资活动现金流	213	281	(301)	(51)	(194)
借款变动			(109)	256	160
普通股增加			100	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(253)	(255)	(294)
其他			(38)	(51)	(60)
现金净增加额	(132)	194	(166)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3563	4817	5710	6876	7938
营业成本	3275	4132	4908	5905	6816
营业税金及附加	114	199	234	282	325
营业费用	3	12	17	21	24
管理费用	35	81	97	117	135
财务费用	5	35	39	53	62
资产减值损失	(5)	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	1	2	2
营业利润	137	335	416	500	578
营业外收入	6	22	22	22	22
营业外支出	2	10	10	10	10
利润总额	141	347	428	512	590
所得税	27	90	71	86	99
净利润	114	257	356	427	492
少数股东损益	(2)	1	1	1	1
母公司所有者净利润	116	256	355	425	490
EPS (元)	0.39	0.85	1.18	1.42	1.63

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	30%	35%	19%	20%	15%
营业利润	53%	144%	24%	20%	16%
净利润	68%	121%	39%	20%	15%
获利能力					
毛利率	8.1%	14.2%	14.0%	14.1%	14.1%
净利率	3.2%	5.3%	6.2%	6.2%	6.2%
ROE	16.5%	20.8%	24.7%	26.5%	27.2%
ROIC	10.8%	12.5%	16.5%	16.9%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	72.6%	71.7%	73.2%	73.6%
净负债比率	14.4%	19.8%	15.6%	17.3%	17.6%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	1.7	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	5.1	2.6	1.9	1.9	1.9
应收帐款周转率	11.9	10.9	8.5	8.9	8.7
应付帐款周转率	5.3	4.2	3.5	3.4	3.3
每股资料(元)					
每股收益	0.39	0.85	1.18	1.42	1.63
每股经营现金	-0.16	0.64	1.29	1.00	1.48
每股净资产	2.34	4.11	4.78	5.35	6.00
每股股利	0.50	0.00	0.71	0.85	0.98
估值比率					
PE	49.8	22.5	16.2	13.6	11.8
PB	8.2	4.7	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	15.1	6.2	5.0	4.0	3.5

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学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。主要研究建筑工程、建材行业。

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

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

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。