

宏润建设（002062）：房地产增长可持续

买入（维持）

建筑业

2009年7月24日

天相建筑建材组

事件描述：

010-66045419 wangd@txsec.com

近期，我们对宏润建设进行了调研，就当前房地产与市政业务现状以及未来发展规划等问题与公司进行深入的交流，调研信息如下。

评论：

1. “施工+地产”双主业模式

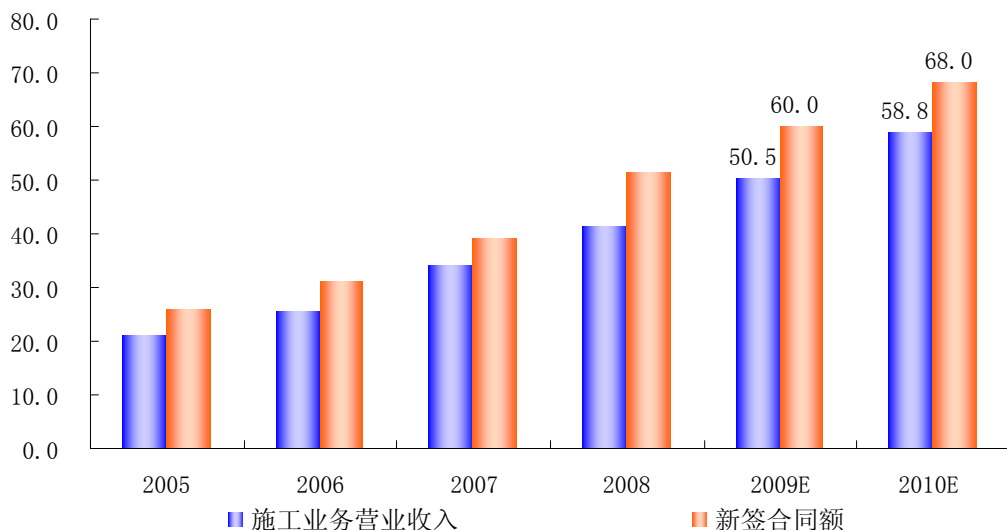
公司是第一家进入上海地铁施工市场的民营企业，建筑施工为传统主业，08年大股东将旗下开发性房地产项目注入上市公司，目前宏润建设形成了“施工+地产”的典型建筑业经营模式。

2. 施工业务稳步增长，BT项目提升盈利能力

近年来公司施工业务保持20%以上的增速，以不垫资的市政项目为主，此外还有部分房建项目和BT项目。宏润建设毛利率明显高于上海地区同类型的国有企业，地铁施工毛利率在8.5%以上，高于隧道股份2个百分点，房建项目毛利率在7%左右，高出上海建工约1.5个百分点。公司通过成熟的激励方案，有效的控制施工成本，将利润率锁定在较高的水平，长年稳定在7.5%以上。08年随着启东BT项目的实施，施工毛利率提升至10.5%，2010年宁波BT项目也将进入回购期，公司盈利能力仍有提升空间。

08年公司施工业务实现收入41.4亿元，新签合同额51.4亿元，我们预计09年收入在50亿元左右，合同额约60亿元，预计公司09年施工业务净利润在1.3亿元。

图表 1：宏润建设施工业务收入、新签合同额及预测（亿元）



资料来源：公司资料、天相投顾



3. 地产业务增长可持续

公司目前房地产项目主要分为两大类，中高档商品住宅和保障性经济适用房。宏润建设目前有科润、宏宙两个经济适用房项目，盈利模式为“施工+政府回购”，每平米300~500元的固定回报，与其他房地产企业相比，公司建筑—销售一体化产业链的优势在于除固定利润空间外，还可享受一定的施工利润，公司房建业务净利润率在3~4%。但整体上看，房地产主要利润来源还依仗商业住宅的几个项目。目前公司的商业地产项目主要有以下5个：

→ 象山宏润花园：该项目是公司09年房地产主要的利润来源，资产注入时预测销售价格在7200元左右，但目前售价已经在万元以上。我们预计该项目09年结算面积在6万平方米左右，2009年和2010年净利润分别在1.4亿元和0.7亿元。

→ 无锡宏诚花园：规划总建筑面积42万平方米，可售建筑面积41.1万平方米，公司享有52%的权益。本项目是大股东08年注入的项目，由于当时房地产市场持续低迷，公司当时盈利预测时将销售价格定在5000元左右，但随着09年房价上涨，目前项目周边楼盘售价普遍达到7000元以上，我们预计本项目最终销售价格在7500元左右，项目2010年开始销售，也是当年地产业务的主要利润来源。

→ 山东龙口府东生活区：可销售面积21万平米，公司权益为100%，分为两期建设。一期可售面积7万平米，目前具备销售条件的约有4万平米，由于当地目前消费水平相对较低，山东项目目前基本处于盈亏平衡状态。公司土地成本在1000元左右，建筑成本约2000元，而周边项目价格约3000元，相对于其他土地，本项目盈利相对较小，但当前房价上涨趋势较为明显，未来也不排除出现盈利的可能。

→ 浙江全景置业：可销售面积9.7万平米，公司权益40%，属于参股项目，将以投资收益的形式体现业绩。该地块是公司所有土地项目中受益价格上涨最明显的一块，目前周边地区售价已经超过2万元。项目土地成本约4000元，再加上施工等全部成本不超过1万元，毛利率有望超过50%。

→ 蒙古乌兰巴托市上海宏润小区：公司08年海外签约项目，总投资额3亿美元。项目可销售面积60万平米，土地成本只有500万美元，折合人民币每平米土地成本不足60元，超低的土地成本为项目后期的盈利保留了充分的空间。同时由于乌兰巴托商品房供应相对有限，类似本项目的大型社区更是几乎没有，因此销售前景也较为乐观。公司计划首批投入1.5亿美元，其中0.5亿美元为自有资金，约1亿美元的贷款目前正在申请中，优惠利率约为3%。此外，鉴于当地矿产资源丰富，“项目换资源”寻求再次开发也是可能的前景之一。

图表 2：公司主要商业住宅项目盈利测算

项目名称	可售面积 (m ²)	销售单价预测 (元/m ²)	单位土地成本 (元/m ²)	建筑及其他费用 (元/m ²)	公司权益	权益毛利润 (亿元)	权益净利润 (亿元)	预计结算年份
象山宏润花园	125133	10000	1000	4000	100%	6.26	4.07	2008~2010
无锡宏诚花园	411112	7500	1600	3500	52%	5.13	3.33	2009~2011
浙江全景置业	97000	23000	4000	6000	40%	5.04	3.28	2010~2012
蒙古宏润小区	600000	\$ 1300	\$ 8	\$ 680	80%	\$ 2.94	\$ 1.91	2012 年以后

资料来源：公司调研资料整理、天相投顾

（注：象山项目09年以前部分销售价格相对较低，实际盈利将低于表中数据）

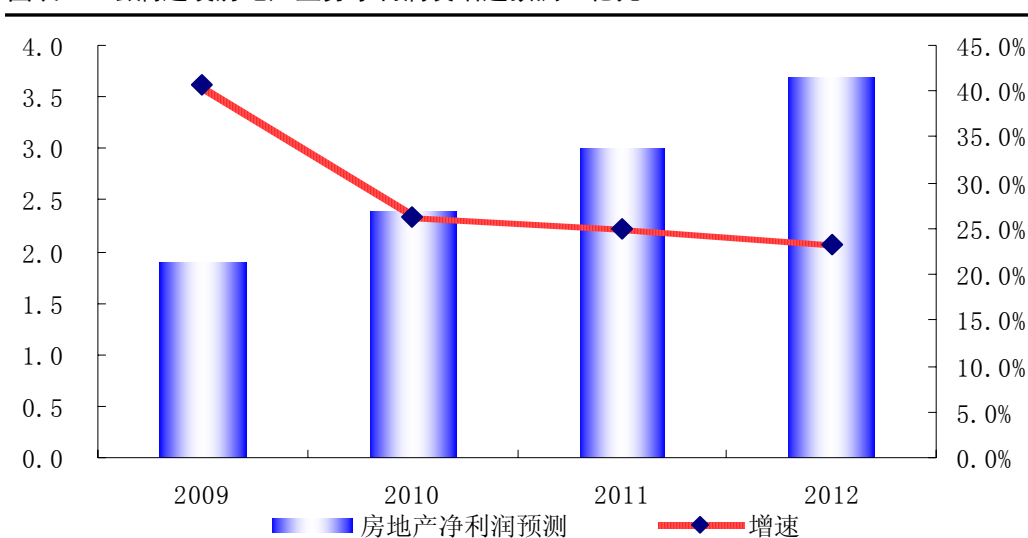
从公司目前项目情况看，至少在2013年以前，每年都有可以结算的地产项目，其房地产业务未来增长是可持续的。在不考虑其他新签项目情况下，我们预计公司2009~2012年房地产部分净利润分别为1.9亿元、2.4亿元、3.0亿元和3.7亿元，复合增长率约24.9%。

图表 3：宏润建设房地产分项目汇总业绩测算（亿元）

	2009	2010	2011	2012	2013 年及以后
象山宏润花园	1.4	0.6	0	0	0
无锡宏诚花园	0	1.3	1.1	0.9	0
浙江全景置业	0	0	1.3	1.3	1.2
蒙古项目	0	0	0	0.6	12.3
衡阳、山东、保障项目、 其他项目尾房等	0.5	0.5	0.6	0.9	1.3
合计	1.9	2.4	3.0	3.7	14.8

资料来源：公司调研资料整理、天相投顾

图表 4：宏润建设房地产业务净利润及增速预测（亿元）



资料来源：公司调研资料整理、天相投顾

4. 坚持低价拿地的长期发展策略

公司目前土地储备约160万平米，其中境内部分约60万平米，相比于其他地产公司，公司土地储备并不算大，但与公司开发能力相匹配。

公司房地产业务毛利率在48%左右，远高于目前房地产上市公司约35%的均值，最主要的原因是公司低价的土地成本充分的保障了后续盈利空间，公司未来将继续坚持低成本的拿地策略，拿地将以二线城市为主。

5. 估值与投资评级

我们预计公司2009、2010年归属母公司净利润分别为3.34亿元和4.36亿元，EPS分别为1.12元和1.45元，对应的动态PE为18倍和14倍，预计宏润建设2009年建筑业务和房地产业务利润贡献比约为4:6，公司当前PE估值水平只有天相建筑和房地产行业重点公司按上述比例加权均值的49.4%，优势非常明显，维持“买入”的评级。

图表 5：宏润建设估值对比

	天相建筑业	天相房地产	对应行业加权（建筑：房地产=4：6）	宏润建设
2009 年动态 PE (X)	29.9	40	35.96	18
2010 年动态 PE (X)	23.8	32	28.72	14

资料来源：天相投顾

图表 6：宏润建设盈利预测表（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	274,493	371,854	481,650	585,036	685,489
增长率	18.36%	35.47%	29.53%	21.47%	17.17%
减：营业成本	253,006	331,293	413,219	501,599	584,833
毛利率	7.83%	10.91%	14.21%	14.26%	14.68%
减：营业税金及附加	8,280	15,203	19,865	24,104	28,105
销售费用	57	1,818	1,205	1,872	2,056
管理费用	3,902	5,033	8,103	9,127	9,940
财务费用	127	344	3,515	3,569	3,290
期间费用率	1.49%	1.93%	2.66%	2.49%	2.23%
资产减值损失	123	-704	2,205	117	137
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-28	621	-53	500	1,200
营业利润	8,969	19,488	33,486	45,149	58,327
增长率	-4.05%	117.28%	71.83%	34.83%	29.19%
加：营业外收入	459	587	2,185	585	685
减：营业外支出	76	290	1,015	193	206
利润总额	9,352	19,785	34,656	45,541	58,807
增长率	-3.01%	111.56%	75.16%	31.41%	29.13%
利润率	3.41%	5.32%	7.20%	7.78%	8.58%
减：所得税	2,603	4,578	8,987	11,659	14,702
实际税负比率	27.83%	23.14%	25.93%	25.60%	25.00%
净利润	6,749	15,208	25,669	33,883	44,105
归属母公司所有者的净利润	6,906	15,490	25,589	33,483	43,605
母公司净利润增长率	13.33%	124.29%	65.19%	30.85%	30.23%
净利润率	2.52%	4.17%	5.31%	5.72%	6.36%
少数股东权益	-158	-283	80	400	500
总股本（万股）	11,082	16,623	20,000	30,000	30,000
每股收益(元)	0.62	0.52	0.85	1.12	1.45
每股净资产（元）	5.28	4.22	6.16	4.49	5.94
净资产收益率（%）	11.74	16.53	20.76	27.31	26.23

数据来源：天相投资顾问有限公司

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 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 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 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 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 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100