

王小勇
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2010年3月3日

宏润建设(002062.SZ)/20.33 元

经营收入超预期，业绩释放待明年

投资评级： 审慎推荐-A

评级调整： 下调

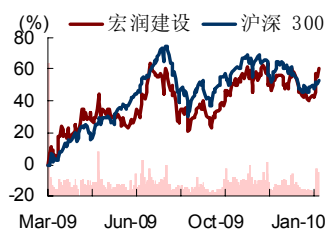
目标估值： 26 元

基础数据

总股本（万股）	30000
流通股本（万股）	9259
总市值（亿元）	62
流通市值（亿元）	19
52 周股价	15.5-26.0 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	33	63
相对表现	5	16	8



相关报告

1、《业绩基本符合预期，估值颇具吸引力》2009/10/23

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）- 受益于长三角轨道大规模建设，业绩爆发增长可期》2009/01/13

近日我们与公司领导对 09 年经营情况和 10 年经营规划进行了现场沟通。目前公司进入平稳发展期，未来将大力拓展城市轨道交通业务和房地产业务。城轨方面将大幅增加盾构机数量；11 年及以后房地产利润极其可观。但考虑到政策影响及“小富即安”的发展战略，我们暂时下调公司投资评级至“审慎推荐”，但上调目标价至 26 元。

□ **公司 09 年营业收入超预期，利润增速稍弱预期。**09 年全年营业收入达到 60 亿元，高于我们预测的 56.48 亿元；其中收入地产占比 10% 左右；施工占比达到 90%；施工业务中轨道、市政、房建各占比 1/3 左右。净利润 3.09 个亿，增速为 25%，稍低于我们的预期，其中地产与施工对半分。管理费用增加了 2000 万元左右，预计毛利率有所下降。

□ **地铁拓展稳步推进，外地市场多点开花。**

➢ 地铁施工业务是公司的一个亮点，目前在我国所有私营建筑企业中，公司是唯一能够在该领域与国有企业抗衡的。我们认为，这主要归功于公司过硬的工程质量以及良好的口碑。

➢ 目前公司地铁市场份额方面：上海市场占比超过 10%，几乎每条线路公司都有参与；杭州市场目前几乎以公司为主，现在杭州市政府几乎以公司施工工地为先进样板，是各级领导考察的重点对象；宁波市场由于非市场原因公司暂未中标，预计下半年的招标中公司可能中标。目前公司有地铁施工项目的城市有 8 个，预计 10 年还会进入几个城市。

➢ 地铁施工的主要设备盾构机，目前公司有 18 台，规模仅次于隧道股份（30 余台），比中铁下属各局都多。与 08 年相比，公司新增了 5 台盾构机，武汉、苏州、大连（各新买了一台）、西安（新买 2 台）。随着公司 2010 年地铁施工数量的增多，公司计划再购买 8-10 台盾构机。

➢ 如前所述，地铁施工收入占总施工收入的 1/3 左右，随着公司地铁市场的不断拓展以及盾构机的逐步到位，未来地铁施工收入占比将提升到 50% 以上。

□ **新签合同稳步增加，总量控制保证公司业绩稳步发展。**09 年公司业绩快报新签合同 60.5 亿元左右，同比增长 17.8%，其中地铁合同占 1/3，同比增长达到 27% 左右。近几年公司每年新合同额 10 亿元左右，我们预计 10 年新签合同将达到 70 亿元左右。

□ **地产业务稳步发展，对公司利润的提升起着至关重要的作用。**

➢ 09 年公司地产业务收入为 5-6 亿元，与上年相比增长 15-20% 左右，净利润 1.5 亿元左右，超过我们的预期。主要来自象山宏润花园。受益 09 年房价的大幅提升，公司象山项目售价提升了 50% 以上，由此使得公司 09 年地产业务利润基本上只需依靠象山项目便能完成经营目标。

象山宏润花园简介：“宏润花园”位于象山丹城东部的黄金热地,新一代国际化高尚居住区,与象山港国际大酒店、象山港路等共筑象山新世纪新形象的现代化高尚居住区,是象山城市的发展方向,也是将来象山的城市中心。楼盘东到巨鹰路,南接象山港路,西至万象路,北接丹峰路,距人民广场约 800 米。“宏润花园”总占地面积 73980 余平方米,总建筑面积 125558.4 平方米,总的规划户数 518 户,绿化率高达 35.5 %。

- 尽管公司 09 年地产业务比较圆满地完成了当年的目标,但从项目进度上来看,我们认为,无锡宏诚花园、杭州东方君悦花园进度明显低于预期。
- 我们预计 10 年地产业务的业绩来源仍将来自象山宏润花园。11 年及以后公司才可能将无锡宏诚花园、杭州东方君悦花园等项目纳入结算。
- 就目前市场关注的外蒙项目进展的问题,我们也与公司进行了沟通。该项目目前资金基本到位,但是受制于施工条件以及品牌建立等因素,该项目进展也稍弱于预期。我们之前预计公司 10 年可能会实现 2000 万人民币左右的净利润,实际上,外蒙项目 10 年预计只推出 10 套(户均 300 平方米,1000USD/平方米),销售收入总体约为 2000 万人民币左右。

□ **土储规模偏小,未来将根据实际情况增加土地储备。**

- 到 2009 年底,公司权益土地储备面积为 121.54 万平方米,权益可售面积预计为 139.45 万平方米。由于象山项目已经销售完毕,未计入上述数据。
- 未来公司拟通过各种渠道再增加土地储备 100 万平方米左右。
- 稳健拿地风格不变,坚持房地产开发利润为主的策略。3 月 2 日,由于成本过高,最近公告的三个收购方案都公告取消。实际上,公司现有地块拿地成本相对而言偏低,如无锡宏诚花园(52%的权益,土地成本在 1000 元/平方米左右)、杭州 10 万(40%的权益、土地成本 4000 元/平方米左右)。

□ 由于公司 09 年年报日期将近,我们在本报告中对公司盈利预测不再进行赘述。预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 1.30 元、1.91 元,同比增长 27%、46%。

□ **我们暂时下调公司投资评级至“审慎推荐-A”,公司目标价由 25 元上调至 26 元,对应 10 年 EPS、20 倍 PE。**主要理由是:一是国家目前对房地产市场的政策趋紧,各地政府针对开发商捂盘现象将做出严厉的惩罚,公司的利润为主的战略可能会面临威胁;二是公司发展战略“小富即安”,较缺乏进取精神;三是大股东解禁日期在 2011 年中期,在 11 年前可能暂无较大的利润释放动机。

参考报告:

1、《业绩基本符合预期,估值颇具吸引力》2009/10/23

我们提出,公司 09 年 3 季度对全年的盈利预测偏于保守。

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。

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。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力，并成功推荐了宏润建设、中铁二局、中材国际等多只个股。

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。