

买入 维持

浦东建设（600284）

2010 年 03 月 19 日

主营业务大幅增长；2010 年开始 BT 项目贡献更大的收益

建筑工程行业分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047
kljiang@htsec.com
021-23219422

蒲世林
联系人
pusl@htsec.com
021-23219054

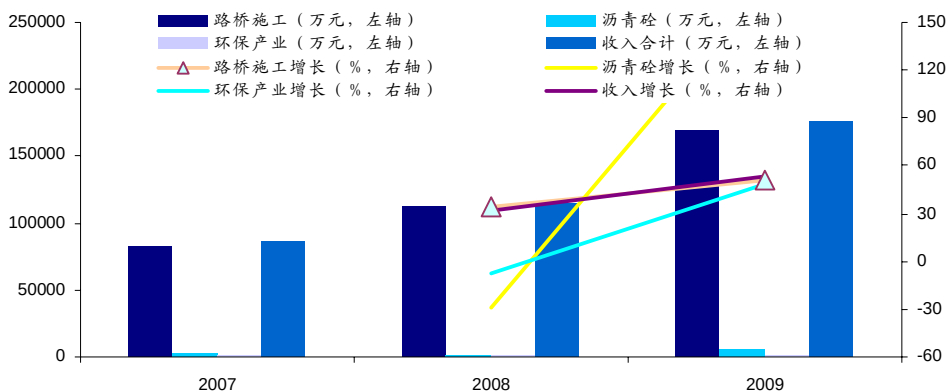
事件。2009 年，公司完成营业收入 175975 万元，比去年同期增长 53.17%；实现营业利润 17635 万元，比去年同期增长 54.94%；实现净利润 16442 万元，比去年同期增长 47.15%；其中，实现归属于母公司所有者的净利润 15942 万元，比去年同期增长 43.03%。折合每股收益 0.46 元。分配方案，公司拟以 2009 年末总股本 34600 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税）。

简评：公司之前已经公告了业绩方案，业绩稍好于我们的预期。业绩较好的原因是公司的主业收入增速和毛利率均较好。2010 年世博会召开对公司可能有一些影响，但竣工项目的延迟结算导致 2010 年的主业仍然保持稳定，而且 BT 项目机场北通道项目 2010 年开始贡献收益，2010 年公司利润将大幅度增长。

我们预计公司 2010-2012 年每股收益 0.86 元、0.95 元和 1.02 元。目前估计公司 2010-2012 年动态市盈率分别为 15.9 倍、14.1 倍和 13.4 倍，公司估值有一定的吸引力，维持“买入”投资评级，给予公司 2010 年 19-21 倍动态市盈率估值，六个月目标价 16.34 元。

收入实现较快增长。主要原因是公司承建的中环线浦东段、机场北通道、内环线快速化改造工程、三林系列 BT 项目等世博重大工程进入决战和收关的重要阶段，造成收入增长较快。其中：路桥施工工程项目营业收入比上年同期增长 50.94%，成本比上年同期增长 43.34%。沥青砼及相关产品销售营业收入比上年同期增长 173.47%。

图 1 2007-2009 公司分项收入及增长率（%）



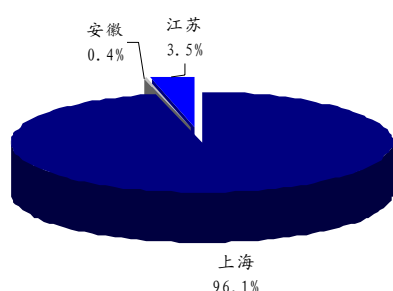
资料来源：公司公告、海通证券研究所

施工毛利率大幅度提升，三项费用率控制有效。2009 年公司的毛利率达到 13.77%，而 2008 年同期的毛利率仅 8.33%，本期大幅度提高 5.44 个百分点。

本期毛利的增长，一方面是 2009 年，公司营业收入创下了历史新高，其产生的规模效应摊薄了主营业务成本；另一方面，公司设立了采购招标中心，对大宗原材料实行集中招标采购，节约了原材料采购成本。

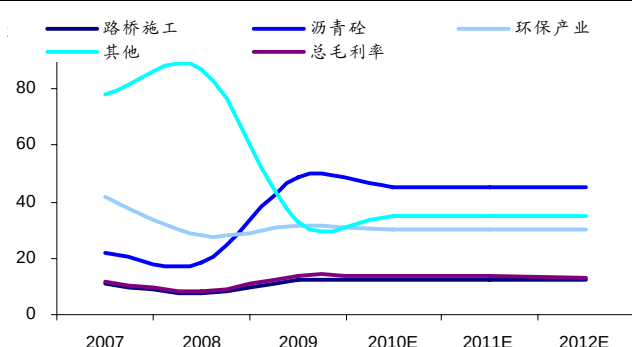
三项费用率从 2008 年的 6.7% 下降到 2009 年的 5.46%，其中：财务费用率从 2008 年的 2.33% 下降到 1.36%，管理费用率从 2008 年的 4.31% 下降到 3.94%。报告期内，公司发生管理费用 6926 万元，与上年同期相比增加 1971 万元；财务费用 2392 万元，比上年同期减少 295 万元，占年初预算 3604 万元 66.39%。本期财务费用减少主要因为借款利息支出减少 959 万元；另外，本期公司为提高资金使用效率，尽可能减少日均存款金额，从而使存款利息收入减少近 500 万元；为降低融资成本，对工程款和材料款的支付尽可能采用票据支付方式，从而使银行手续费及贴现利息费用增加 164 万元。

图 2 2009 年收入区域来源



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 2007-2012 年公司分项业务毛利率及预测



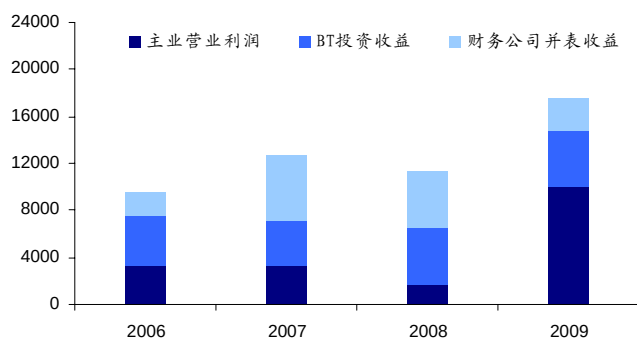
资料来源：公司公告，海通证券研究所

建筑施工的主营业务利润贡献提升。2009 年公司利润总额主要来源于营业利润的贡献，占利润总额的 86.80%，其中：投资收益为 7540 万元，占利润总额的比例为 37.11%。投资收益占利润总额的比重较 2008 年减少了 40.69%。主要因为世博重大工程的建设使公司主营业务利润显著增长，使得扣除投资收益后的营业利润占利润总额的比例较去年增加了 36.34 个百分点。

2009 年，公司实现投资收益 7540 万元，比上年同期减少 2175 万元，下降 22.39%。其中，BT 项目投资收益 4404.90 万元，比上年同期下降 4.51%；财务公司投资收益 2833.74 万元，比上年同期下降 37.59%。

2010 年 BT 项目收益将增大。2010 年公司投资的 BT 项目机场北通道项目将开始进入回购期，我们预计这将给公司带来 0.35 元左右的每股收益。

图 4 2006 - 2009 年公司的主营业务利润构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2010 年公司继续实施稳健的经营计划。公司在 2010 年将努力使世博会成为推动公司转型发展的重要契机，充分利用传统施工大大缓解的间隙，积极谋划“世博后”发展战略，努力实现公司的转型发展。2010 年，公司预计实现营业收入 10.8 亿元，营业成本 9.4 亿元。

预测及估值。我们预计公司 2010 - 2012 年每股收益 0.86 元、0.95 元和 1.02 元。目前估计公司 2010 - 2012 年动态市盈率分别为 15.9 倍、14.1 倍和 13.4 倍，公司估值有一定的吸引力，维持“买入”投资评级，给予公司 2010 年 19-21 倍动态市盈率估值，六个月目标价 16.34 元。

表 1 浦东建设利润预测表

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	88181	86873	114891	175975	185111	222097	255887
同比增长 (%)		-1.48	32.25	53.17	5.19	19.98	15.21
营业成本(万元)	77976	76738	105316	151749	159756	191683	221942
毛利率 (%)	11.57	11.67	8.33	13.77	13.70	13.69	13.27
营业税金及附加(万元)	1763	1901	1165	3614	3795	4553	5246
营业税金及附加/营业收入 (%)	2.00	2.19	1.01	2.05	2.05	2.05	2.05
销售费用(万元)	98	95	65	294	315	378	435
销售费用/营业收入 (%)	0.11	0.11	0.06	0.17	0.17	0.17	0.17
管理费用(万元)	3133	3387	4955	6926	7127	8218	9212
管理费用/营业收入 (%)	3.55	3.90	4.31	3.94	3.85	3.70	3.60
财务费用(万元)	925	1297	2688	2392	2406	2665	2815
财务费用/营业收入 (%)	1.05	1.49	2.34	1.36	1.30	1.20	1.10
三项费用率 (%)	4.71	5.50	6.71	5.46	5.32	5.07	4.87
资产减值损失(万元)	954	140	-963	905	1000	1000	1000
非经营性净收益(万元)	6151	9378	9715	7540	25000	27000	28000
投资净收益(万元)	6151	9378	9715	7540	25000	26000	26000
其中：对联营合营企业投资收益(万元)	1922	5674	4756	2834	3500	4000	4500
营业利润(万元)	9483	12692	11382	17635	35712	40600	43238
同比增长 (%)		33.84	-10.32	54.94	102.50	13.69	6.50
加：营业外收入(万元)	484	809	1329	2969	3000	3000	4000
减：营业外支出(万元)	814	280	224	288	200	300	400
利润总额(万元)	9152	13220	12487	20317	38512	43300	46838
同比增长 (%)		44.45	-5.54	62.70	89.56	12.43	8.17
减：所得税费用(万元)	1588	1687	1314	3875	7702	9526	10304
有效所得税费用率 (%)	17.35	12.76	10.52	19.07	20.00	22.00	22.00
净利润(万元)	7564	11534	11174	16442	30810	33774	36533
同比增长 (%)		52.48	-3.12	47.15	87.39	9.62	8.17
净利润率 (%)	8.58	13.28	9.73	9.34	16.64	15.21	14.28
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7403	11234	11146	15942	29886	32761	35437
少数股东损益(万元)	161	300	28	500	924	1013	1096
少数股东损益/净利润 (%)	2.13	2.60	0.25	3.04	3.00	3.00	3.00
七、每股收益							
全面摊薄每股收益(元)	0.21	0.32	0.32	0.46	0.86	0.95	1.02

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：联系人

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、金螳螂、东华科技

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。