

宏润建设 (002062)

参股金太阳电力公司点评

地铁建设行业系列报告六



韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

本报告导读:

参股金太阳电力 30% 股权。考虑送股和定增因素调整 2010-11 年 EPS0.76、0.95 元，同增 20%、26%，调整目标价至 14 元，维持增持评级。地产调控将影响 2011 年业绩。

投资要点:

周末公告公司拟与自然人吴灵霖在上海签署《投资合作协议》，作为战略投资者以现金方式投资 6750 万元，参股金太阳电力（靖江）有限公司，成立于 2010 年 1 月 5 日。增资后金太阳电力公司注册资本将变更为 7500 万元，期中吴灵霖占 70% 股权，宏润建设占 30% 股权。

金太阳公司业务为硅料拉棒、切片，生产太阳能电池片，电池组件，太阳能系统工程等。预计 2010 年实现收入 4 亿、净利润 4000 万元。本次增资后将引进国际先进的第二代太阳能电池及组件生产流水线，计划投资 1 亿元，建设期 1 年半，投产后年产能 100 兆瓦，实现收入 10 亿元，净利润 1 亿元。力争 5 年内将产能增加至 500 兆瓦以上。

近年来公司一致谋求建筑施工业务之外领域拓展，首先在房地产领域进行了成功尝试，该事项为公司该种战略延伸、不是第一次也不是最后一次。对于新的陌生领域既带来业务增量、但也更需要时间检验。

公司 2009 年新签订地铁合同 20 亿、同增 27%，轨道交通在建合同金额 40 亿。全国 2010~15 年地铁建设投资规划 11568 亿元、长三角 2211 亿元，未来地铁业务成长空间巨大。公司计划以不低于 13.28 元不超过 4050 万股定向增发融资增加 9 台盾构机及补充流动资金。

2009 年房地产净利润占 46%，房地产注入时承诺 2010 年净利润 1.40 亿。2010 年后无锡和杭州为主要贡献利润房地产项目。考虑送股和定向增发因素调整 2010-11 年 EPS0.76、0.95 元，同增 20%、26%，调整目标价至 14 元，维持增持评级。目前地产调控将影响 2011 年业绩。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,817	5,991	7,190	8,689	10,554
(+/-)%	29.5%	24.4%	20.0%	20.9%	21.5%
经营利润 (EBIT)	360	444	516	649	831
(+/-)%	87%	23%	16%	26%	28%
净利润	248	309	370	468	609
(+/-)%	60%	25%	20%	26%	30%
每股净收益 (元)	1.24	1.03	0.76	0.95	1.24
每股股利 (元)	0.20	0.00	0.15	0.19	0.24

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	7%	7%	7%	7%	8%
净资产收益率 (%)	20%	20%	20%	21%	23%
投入资本回报率 (%)	17%	19%	18%	19%	21%
EV/EBITDA	8.5	6.9	5.9	4.7	3.8
市盈率	9.7	11.6	15.8	12.5	9.6
股息率 (%)	1.7%	0.0%	1.2%	1.5%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.00

上次预测: 28.00

当前价格: 11.95

2010.05.31

交易数据

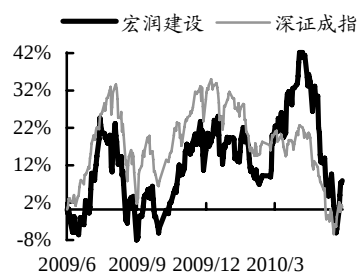
52 周内股价区间 (元)	10.00-24.20
总市值 (百万元)	5,378
总股本/流通 A 股 (百万股)	450/146
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	33%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	72

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,581
每股净资产	3.51
市净率	3.4
净负债率	139%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.17	0.11
Q2	0.24	0.20
Q3	0.29	0.22
Q4	0.33	0.23
全年	1.03	0.76

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	-8%	8%
相对指数	-3%	7%	5%

相关报告

《2010 年业绩拐点, 2011-12 年进入业绩爆发期》	2010.03.16
《362 家中小板估值倒数第一: 提升潜力巨大》	2010.03.03
《地铁空间巨大, 地产 10 年有承诺 11 年兑现》	2010.02.25
《平静中期待突破》	2009.11.04
《业绩符合预期, 估值相对低估》	2009.10.23

模型更新时间: 2010.05.30

股票研究

工业
建筑工程业

宏润建设 (002062)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.00

上次预测: 28.00

当前价格: 11.95

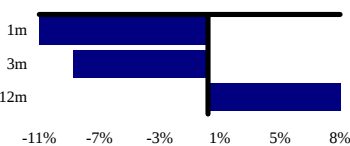
公司网址

www.chinahongrun.com

公司简介

公司拥有市政公用工程施工总承包、房屋建筑工程施工总承包、城市轨道交通工程专业承包等八项壹级资质。公司业务包括城市道路、高架立交、轨道交通等。公司作为全国第一家已成功进入上海地铁盾构施工领域的民营企业,同时具备地面、地上、地下全面的市政工程施工能力。公司在上海、浙江等地广泛开展业务,正逐步面向全国,并稳步拓展国际业务。公司先后7次荣获中国建筑工程鲁班奖,12次荣获中国市政工程金杯奖,还荣获100余项各类省、市优质工程奖,工程合格率100%。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

10.00-24.20

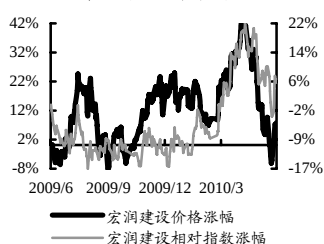
市值 (百万)

5,378

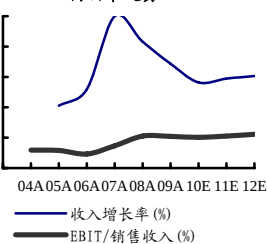
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,024	2,319	2,745	3,719	4,817	5,991	7,190	8,689	10,554
主营业务成本	1,848	2,125	2,530	3,313	4,143	5,187	6,243	7,521	9,093
税金及附加	62	70	83	152	199	241	289	349	424
主营业务利润	114	124	132	254	475	564	658	819	1,037
其他业务利润	3	4	0	-7	22	7	8	10	12
营业费用	1	1	1	18	12	10	12	14	17
管理费用	30	32	39	50	81	103	122	146	177
EBIT	86	96	91	192	360	444	516	649	831
财务费用	0	2	1	3	35	34	38	46	56
营业利润	86	93	90	189	324	410	478	603	775
所得税	29	30	26	46	87	106	123	156	203
少数股东损益	7	6	-2	-3	1	0	0	0	0
净利润	52	61	69	155	248	309	370	468	609
资产负债表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、短期投资	197	257	427	430	666	1,411	1,699	2,135	2,722
其他流动资产	504	662	856	2,687	3,372	3,919	4,703	5,684	6,904
长期投资	8	9	9	33	29	166	176	190	218
固定资产合计	105	126	217	320	478	509	608	668	734
无形资产及其他资产	4	6	3	48	79	72	86	104	127
资产合计	818	1,061	1,522	3,543	4,655	6,110	7,312	8,829	10,764
流动负债	521	757	888	2,349	3,208	3,346	4,012	4,847	5,895
长期负债	0	0	1	150	165	1,045	1,250	1,508	1,844
股东权益	266	269	595	979	1,236	1,527	1,825	2,202	2,692
投入资本(IC)	129	124	266	1,220	1,536	1,786	2,140	2,519	2,983
现金流量表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	57	65	66	148	266	331	387	487	623
折旧与摊销	14	13	24	44	77	92	119	142	156
流动资金增量	19	(28)	55	806	127	226	241	302	375
资本支出	123	36	112	192	266	115	233	220	245
自由现金流	(72)	70	(76)	(806)	(50)	81	33	108	159
经营现金流	(19)	94	48	(217)	192	252	196	244	300
投资现金流	(30)	(19)	(103)	(306)	(279)	(106)	(233)	(220)	(245)
融资现金流	4	(14)	224	430	281	585	(16)	(19)	(20)
现金流净额	(45)	60	169	(93)	194	731	(54)	5	35
财务指标	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性									
收入增长率		14.6%	18.4%	35.5%	29.5%	24.4%	20.0%	20.9%	21.5%
EBIT 增长率		11.1%	-4.5%	110.6%	87.2%	23.5%	16.2%	25.7%	28.1%
净利润增长率		16.7%	13.3%	124.3%	59.9%	25.0%	19.6%	26.4%	30.1%
利润率									
毛利率	8.7%	8.4%	7.8%	10.9%	14.0%	13.4%	13.2%	13.4%	13.8%
EBIT 率	4.2%	4.1%	3.3%	5.2%	7.5%	7.4%	7.2%	7.5%	7.9%
净利润率	2.6%	2.6%	2.5%	4.2%	5.1%	5.2%	5.1%	5.4%	5.8%
收益率									
净资产收益率(ROE)	19.7%	22.7%	11.6%	15.8%	20.0%	20.3%	20.3%	21.2%	22.6%
总资产收益率(ROA)	6.4%	5.7%	4.5%	4.4%	5.3%	5.1%	5.1%	5.3%	5.7%
投入资本回报率(ROIC)	44.3%	52.8%	24.8%	12.1%	17.3%	18.5%	18.1%	19.3%	20.9%
运营能力									
存货周转天数	12.2	27.0	42.3	130.8	189.9	177.2	173.9	173.9	174.3
应收账款周转天数	65.79	73.48	60.30	64.63	75.58	52.96	52.96	52.96	52.96
总资产周转天数	147.6	166.9	202.4	347.7	352.8	372.2	371.2	370.9	372.3
净利润现金含量	-0.36	1.54	0.70	-1.40	0.77	0.81	0.53	0.52	0.49
资本支出/收入	6%	2%	4%	5%	6%	2%	3%	3%	2%
偿债能力									
资产负债率	63.7%	71.4%	58.4%	70.6%	72.5%	71.9%	72.0%	72.0%	71.9%
净负债率	-60.6%	-63.6%	-60.2%	2.4%	8.7%	-29.3%	-30.0%	-33.9%	-38.0%
估值比率									
PE	32.0	27.4	32.5	26.2	16.4	19.7	15.8	12.5	9.6
PB	6.3	6.2	3.8	4.1	3.3	4.0	3.2	2.7	2.2
P/S	0.8	0.7	0.8	1.1	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	62.17	57.57	54.01	26.37	14.27	11.62	5.85	4.70	3.77
股息率			0.5%	0.0%	1.0%	0.0%	1.2%	1.5%	2.0%

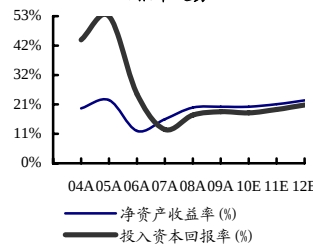
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

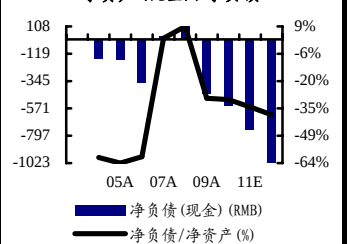


表 1: 单季度盈利

	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2008
主营业务收入	1985	1550	1414	1042	962	1044	1414	1397	4817
增速	42%	10%	35%	8%	16%	23%	32%	43%	30%
毛利率	13.3%	14.3%	12.9%	13.0%	11.5%	9.1%	15.9%	17.5%	14.0%
主营业务成本	1720	1329	1231	906	851	949	1190	1153	4143
业务税金	72	74	54	40	32	35	64	68	199
主营业务利润	193	146	128	96	78	59	161	176	475
资产减值损失	20	-2	-8	-4	6	-11	-3	30	22
/利润总额	15%	-2%	-8%	-6%	13%	-21%	-2%	29%	7%
营业费用	0	2	6	2	3	1	2	6	12
费用率	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.4%	0.3%
管理费用	38	15	25	25	18	16	20	27	81
费用率	1.9%	1.0%	1.8%	2.4%	1.9%	1.5%	1.4%	1.9%	1.7%
财务费用	4	10	8	12	7	12	14	2	35
费用率	0.2%	0.6%	0.5%	1.2%	0.8%	1.1%	1.0%	0.2%	0.7%
三项费用率	2.1%	1.8%	2.7%	3.8%	3.0%	2.8%	2.5%	2.5%	2.7%
营业利润	130	121	98	61	44	42	127	112	324
投资收益	1	-3	2	4	0	0	0	0	-1
/利润总额	1%	-2%	2%	6%	-1%	-1%	0%	0%	0%
营业外收入	1	0	0	1	3	14	5	0	22
/利润总额	1%	0%	0%	2%	6%	26%	4%	0%	7%
营业外支出	0	1	0	0	0	1	0	8	10
利润总额	132	117	100	66	45	54	132	104	336
所得税	34	31	25	17	12	13	33	29	87
所得税率	25%	26%	25%	25%	27%	24%	25%	27%	26%
少数股东损益	-1	-2	3	-1	0	0	3	-2	1
/利润总额	0%	-1%	3%	-1%	-1%	1%	2%	-2%	0%
净利润	99.20	88.09	72.28	50	33	41	96	78	248
增速		-8%	76%	49%	50%	23%	148%	28%	60%
净利润率	5.0%	5.7%	5.1%	4.8%	3.5%	3.9%	6.8%	5.6%	5.1%
EPS	0.33	0.29	0.24	0.17	0.11	0.14	0.32	0.26	0.83

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2: 分地区预测的地铁建设投资额 (亿元)

地区	2010 年	2011 ~ 2015 年	2016 ~ 2020 年	2021 ~ 2050 年
环渤海	503.17	2,413.10	2,093.53	3,554.84
珠三角	308.56	2,120.17	1,749.94	2,623.36
中部	217.25	2,094.52	1,454.31	5,206.26
长三角	386.49	1,824.33	4,973.00	2,007.55
西部	75.42	1,059.94	1,684.02	1,927.31
东北	146.60	262.62	881.40	1,487.74
东南	31.16	124.62	143.34	1,357.49

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 各城市预测的地铁建设投资额 (亿元)

城市	2010	2011 ~ 2015	2016 ~ 2020	2021 ~ 2050
1 北京	295.50	1,371.91	695.11	1,765.28
2 上海	159.99	778.25	758.27	-
3 深圳	99.27	1,230.08	565.99	882.04
4 广州	152.03	709.80	800.00	504.00
5 重庆	67.20	467.72	488.05	579.41
6 武汉	90.96	713.96	401.31	1,610.37
7 天津	137.14	413.09	350.12	-
8 青岛	14.36	399.76	778.29	1,482.91
9 宁波	32.87	259.39	710.99	-
10 成都	10.58	262.95	-	761.56
11 昆明	8.22	304.52	502.19	-
12 长沙	44.34	251.05	264.05	312.24
13 东莞	23.00	115.00	120.89	354.91
14 大连	56.17	228.34	270.02	306.65
15 南京	63.95	226.78	2,118.54	-
16 无锡	29.64	246.45	533.29	-
17 沈阳	20.70	195.71	466.69	715.09
18 南昌	6.90	267.50	105.20	531.45
19 西安	34.32	152.02	164.11	582.35
20 杭州	73.30	176.38	234.84	413.42
21 郑州	30.16	231.07	289.02	615.34
22 福州	31.16	124.62	143.34	697.49
23 苏州	26.74	137.09	433.09	1,270.13
24 哈尔滨	16.73	83.63	181.51	569.45
25 长春	109.17	-	233.20	203.20
26 合肥	-	215.97	230.61	792.96
27 南宁	-	190.90	126.60	379.79
28 佛山	34.25	99.54	263.06	882.41
29 乌鲁木齐	-	96.80	114.80	393.20
30 贵阳	-	-	302.45	429.20
31 兰州	-	-	149.93	145.71
32 常州	-	-	184.00	324.00
33 厦门	-	-	-	660.00
总计	1,668.65	9,899.29	12,979.54	18,164.55

数据来源：国泰君安证券研究

注：如果 2010 年前（含）没有通线，但计算了建设投资额的，将其从 2011~2015 年的建设投资额中扣减。

表 4：宏润建设中标地铁建设项目

日期	城市	地铁号线	中标内容	中标金额(元)	工期(天)
2009-12-17	西安	1 号线	西安市地铁一号线后卫寨至汉城路段土建施工 D1TJSG-4 标段	235,190,000	711

	2009-10-30	大连	1 号线	大连市地铁一期工程 104 标段工程施工项目”经评审, 由公司与大连国合建设有限公司联合体中标承建。大连市区功成街、会展中心、星海广场三站及成功街---会展中心---星海广场两区间, 区间长 1.5 公里。	339,662,400	730
	2009-07-03	武汉	4 号线	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	339,660,000	916
	2009-03-25	杭州	2 号线	杭州地铁 2 号线一期工程 SG2-9 标段(钱江路站)	267,770,000	730
	2009-01-01	上海	2 号线	上海轨道交通 2 号线东延伸工程 17A 标——川沙停车场房建工程	105,920,000	
	2008-12-01	上海	11 号线	上海市轨道交通 11 号线北段二期 11.G.3 标(云锦路站土建)工程	169,700,000	700
	2008-11-11	武汉	2 号线	武汉市轨道交通二号线一期工程第十八标段 18B 分标段土建工程	311,390,000	813
	2008-02-27	苏州	1 号线	苏州市轨道交通 1 号线 I-TS-07 标土建工程	242,750,000	862
	2007-08-01	杭州	1 号线	杭州地铁 1 号线世纪大道站-汽车城站-乔司北站盾构区间地下明挖段、U 型槽段(18 号盾构)	228,550,000	
	小计				2,240,592,400	
已完工合同	2008-05-20	上海	虹桥枢纽站*	上海市虹桥综合交通枢纽内快速集散系统工程 4 标段、市政道路及配套工程 4 标段	253,980,000	538
	2007-11-07	杭州	1 号线	杭州地铁 1 号线工程彭埠站/凤起路站~武林广场站区间/火车东站~彭埠站区间(14、15 号盾构)	336,980,000	780
	2007-06-26	杭州	1 号线	杭州地铁 1 号线工程艮山门站/国铁联络线/艮山门站--闸弄口站-火车东站区间(5、6 号盾构)	348,230,000	827
	2006-08-01	上海	10 号线	上海轨道交通 10 号线工程 11 标段航中路站, 外环路站两站三区间土建工程	309,890,000	
	2006-01-01	上海	11 号线	上海市轨道交通 11 号线北段一期 11.7 标(祁连山路站、同济沪西分校站)地铁车站土建工程	135,370,000	
	2005-08-15	上海	8 号线	轨道交通杨浦线(M8)线一期工程土建 XIb 标段	78,960,000	
	2005-06-01	上海	9 号线	上海轨道交通 9 号线一期工程 R407B-七宝站	106,950,000	
	2005 年 100% 完工	上海	4 号线	轨道交通 L4 线蓝村路车站工程	70,253,561	
	2005 年 100% 完工	上海	4 号线	轨道交通明珠线二期兰村路站土建	91,263,919	
	2004 年 100% 完工	上海	3 号线	上海轨道交通明珠线二期工程停车场	46,760,000	

2004 年 100% 完工	上海	8 号线	上海轨道交通杨浦线 (M8)一期七标	279,656,997
2004 年 100% 完工	上海	1 号线	上海轨道交通 1 号线富锦路标段高架区间、地铁车站土建工程 4 标	60,338,029
小计				2,118,623,506

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

*：由于虹桥枢纽站将成为航空、城市公共交通的现代化客运中心，因此将其隧道工程也纳入考虑。

表 5：公司主要房地产项目

	开发面积	占地面积	持股
上海宏润国际花园	15.9	4.7	100%
上海宏润韶光花园	5.2	3.33	100%
上海浦江镇地块	25.57	14.69	45%
上海君莲地块	23.59	13.5	70%
象山宏润花园	13.9	4.4667	100%
无锡宏诚花园	42	11.53	52%
山东龙口宏润花园	34	17.26	100%
杭州全景项目	10	1.76	40%
哈尔滨项目	66	18	96%
蒙古上海小区	60	100	80%

数据来源：宏润建设，国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		