

深度报告

建筑建材
建筑工程
宏润建设(002062)
谨慎推荐

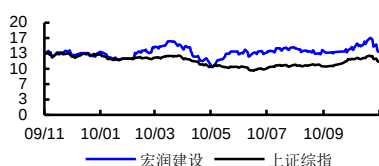
价值区间: 14.2~17.5 元 昨收盘: 14.19 元 (维持评级)

2010年11月23日

本报告的独到之处

- 对未来地铁市场容量进行了量化测算
- 深入测算和分析了公司各项业务发展状况

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	450.0/146.3
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	6,232.5/2,025.8
上证综指/深圳成指	2,865.45/12,146.15
12 个月最高/最低(元)	23.91/10.40

财务数据

净资产(百万元)	1,681.18
每股净资产(元)	3.74
市净率	3.71
资产负债率	76.09%
息率	1.44%

相关研究报告:

《宏润建设: 2011 年进入规模回报期》——2010-2-23

分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209050334

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

估值有优势 业绩释放暂需时日

●轨道交通将迎来万亿投资

根据我们的测算, 未来十年, 轨道交通市场投资额将达 2.5 万亿, 其中土建市场的投资规模超过 1.3 万亿, 年均投资额 1300 亿, 公司将受益轨道交通大发展。

●渗透式发展+联合竞标模式帮助公司实现异地扩张

公司与中国中铁、中国铁建、隧道股份等大型国企相比, 并无明显优势, 但作为一家民营企业, 公司采取一贯的务实的做法, 通过渗透式发展与联合竞标的模式成功实现跨区域扩张, 这一模式仍有望继续复制。

●土地储备丰富、地产业绩释放仍需时日

公司土地储备 400 万平, 权益土地储备已达 300 万平, 接近一个中型地产公司规模, 在建项目 4 个, 建面 121.8 万平米, 权益建面 87.3 万平米, 将从 2011 年逐步结算, 但目前在建项目开发进度与销售进度略低于预期, 今年推盘项目几乎出现断档, 运营能力还有待提升, 2010、2011 年均只有一个项目结算, 业绩空间打开可能要到 2012 年。

●期待新能源业务华丽转身

当前公司“地产+建筑”模式受到考验, 公司适时进入太阳能光伏产业, 尽管投资资金太阳电力尚停留在财务投资层面, 却凸显公司危机意识和跟随政策导向进行转型的战略意图, 未来有可能谋求建筑业与太阳能的产业结合, 因太阳能建筑一体化是未来建筑发展的一个重要方向, 此次尝试或能帮助公司实现华丽转身。

●合理价值在 14.22~17.53 元/股之间, 给予“谨慎推荐”评级

公司地产业务 RNAV8.6 元, 结合绝对估值和相对估值得出的合理价值为 14.22~17.53 元/股, 预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.78 元、0.79 元、1.05 元, 对应 10~12 年动态 PE 分别为 19X、19X、12X, 考虑到公司业绩释放可能要到 2012 年, 给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,816.50	5,991.36	7,097	7,961	8,843
(+/-%)	29.53%	24.39%	18.4%	12.2%	11.1%
净利润(百万元)	247.64	309.44	353	355	474
(+/-%)	59.87%	24.96%	14.0%	0.6%	33.5%
每股收益(元)	1.24	1.03	0.78	0.79	1.05
EBIT Margin	8.24%	7.5%	8.3%	8.5%	10.4%
净资产收益率(ROE)	20.04%	20.27%	19.9%	17.6%	20.1%
市盈率(PE)	11.19	13.43	18.8	18.7	14.0
EV/EBITDA	7.47	16.3	18.7	16.8	12.4
市净率(PB)	2.24	2.72	3.74	3.28	2.82

投资摘要

估值与投资建议

预计公司建筑业务将保持稳定增长，房地产业务今明两年可结算项目少，2012年以后才进入业绩释放期，预计10-12年每股盈利分别为0.78、0.79和1.05元，目前股价（13.85元）对应动态市盈率分别是19倍、19倍和12倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，不考虑增发的情形下，公司合理价值为14.22~17.53元/股，目前股价为13.85元，估值有一定优势、由于我们预期公司新能源业务开拓有待观察、业绩释放暂需时日，暂给予“谨慎推荐”的评级。

核心假设或逻辑的变化

（1）2010-2012年的建筑业务增长分别为：20%、10%和6%；（2）公司10-12年房地产业务结算面积分别为5.5万平米、10.7万平米、17.9万平米，房价维持目前水平。

与市场预期的差异之处

市场认为公司“建筑+地产”模式双轮驱动公司业绩释放，我们认为公司“建筑+地产”模式发展并非一帆风顺，现有在建项目的开发进度较慢，今年几乎出现了项目的断档，而含量保价的销售策略也拖累了销售进度，公司在房地产开发业务上的运营能力还有待提升，公司业绩释放可能要到2012年。

市场认为公司做大太阳能的战略意图非常清晰，我们认为公司投资金太阳电力目前还停留在财务投资层面，以公司目前的资金状况和能力，短期还难以在此方面进行大规模的投资，公司未来在太阳能方面进一步的发展尚需观察。

股价变化的催化因素

我们认为如果房地产调控周期短于市场预期，则公司地产业务估值有望得到提升，如果公司蒙古小区项目开发进度提前或者销量与价格超预期，则公司业绩释放时间将提前，如果公司在光伏太阳能业务上进一步拓展，成功实现建筑业与太阳能的产业结合，则公司估值空间将完全打开。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、固定资产投资进一步放缓；
- 2、房价出现大幅下跌、房地产成交量大幅萎缩。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
绝对估值法: 16.40-18.02 元/股	5
相对估值法: 12.64-15.80 元/股	5
综合估值法: 16.25-18.80 元/股	6
给予“谨慎推荐”的投资评级.....	7
公司概况.....	7
建筑业务是公司营收的主要来源.....	7
营收持续增长.....	8
毛利率稳步提长.....	9
资金偏紧、财务费用大幅上升.....	9
轨道交通大发展的受益者.....	10
轨道交通合同已成为公司新签合同主要来源.....	10
轨道交通将迎来万亿投资.....	11
渗透式发展+联合竞标模式帮助公司实现跨区域扩张.....	12
优质土地储备确保未来发展空间.....	13
在建项目规模扩张但进展较慢.....	13
土地储备丰富, 未来空间可期.....	15
业绩释放至少要到 12 年.....	16
进军太阳能期待华丽转身.....	16
盈利预测与投资评级.....	17
附表 1: 财务预测与估值.....	18
国信证券投资评级.....	19
免责条款.....	19

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	5
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	5
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	5
表 5: 国内建筑上市公司市盈率比较.....	6
表 6: 宏润建设分项业务估值.....	6
表 7: 宏润建设 RNAV 测算.....	7
图 1: 宏润建设营收结构.....	8
图 2: 宏润建设毛利结构.....	8
图 3: 宏润建设营收增速.....	8
图 4: 宏润建设净利润增速.....	8
图 5: 宏润建设建筑业务营收增速.....	9
图 6: 宏润建设房地产业务营收增速.....	9
图 7: 宏润建设综合毛利率.....	9
图 8: 宏润建设分业务毛利率.....	9
图 9: 宏润建设三费率.....	10
图 10: 宏润建设三费率.....	10
图 13: 宏润建设在手合同结构 (按行业).....	10
图 14: 宏润建设在手合同结构 (按签订年份).....	10
表 8: 轨道交通与其它运输方式比较的优势.....	11
图 11: 十一五计划发展项目的优先顺序.....	11
图 12: 轨道交通建设成本构成.....	11
表 9: 主要城市轨道交通建设规划.....	12
表 10: 宏润建设 09 年至今中标的宁波项目.....	12
表 11: 宏润建设 09 年至今承接的轨道交通合同.....	13
图 15: 宏润建设轨道交通项目分布图.....	13
图 16: 象山宏润花园位置图.....	14
图 17: 象山宏润花园实景图.....	14
图 18: 无锡宏诚花园位置图.....	14
图 19: 无锡宏诚花园效果图.....	14
图 20: 龙口宏润花园位置图.....	15
图 21: 龙口宏润花园效果图.....	15
表 12: 宏润建设土地储备 (万平方米).....	15
表 13: 宏润建设 10-12 年房地产项目结算明细.....	16

估值与投资建议

绝对估值法：16.40-18.02 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。出于谨慎的目的，我们假设公司获得与行业持平的增长速度，永续阶段，保持 2% 的增长，据此得到宏润建设绝对估值的合理区间在 16.4-18.02 元之间，价值中枢为 17.21 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	29.8%	35.2%	24.4%	18.4%	12.2%	11.1%	8.0%	5.0%	4.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销货成本 / 销售收入	91.9%	85.8%	86.6%	85.2%	85.0%	83.1%	85.1%	85.0%	84.7%	84.6%	84.5%	84.8%
管理费用 / 销售收入	0.99%	1.67%	1.69%	1.72%	1.69%	1.68%	1.69%	1.69%	1.70%	1.69%	1.69%	1.69%
所得税税率	19.3%	25.9%	25.5%	25.9%	25.5%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	18.6%	20.6%	36.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	4.00%	Ke	11.47%
行业平均 Beta	1.15	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)	6638	E/(D+E)	75.87%
债务总额(D)	2231	D/(D+E)	24.13%
Kd	5.56%	WACC	9.70%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
8.7%	17.84	18.62	19.51	20.55	21.78
9.2%	16.45	17.10	17.85	18.71	19.71
9.70%	15.21	15.77	16.40	17.11	17.94
10.2%	14.10	14.58	15.11	15.72	16.40
10.7%	13.10	13.51	13.97	14.48	15.06

资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
10.5%	19.20	19.68	20.23	20.84	21.53
11.0%	18.18	18.60	19.06	19.58	20.17
11.47%	17.25	17.62	18.02	18.47	18.97
12.0%	16.41	16.73	17.08	17.46	17.89
12.5%	15.64	15.92	16.22	16.56	16.93

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值法：12.64-15.8 元/股

我们预测宏润建设 10-12 年每股盈利为 0.78、0.79 和 1.05 元，动态市盈率为 19 倍、19 倍和 12 倍。我们参考国内可比上市公司估值水平，试图对公司的合理价值做出正确判断，从 PE 看，宏润建设估值水平高于大型央企，但在中小板上市公司及区域性建筑公司中，估值处于较低水平，参考国内建筑上市公司的 PE 区间，

给予其 11 年每股盈余 16-20 倍的估值，对应每股价值为 12.64-15.8 元，价值中枢为 14.22 元。

表 5: 国内建筑上市公司市盈率比较

公司名称	代码	股价 1118	EPS				PE			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中工国际	002051.SZ	53.48	1.11	1.62	2.03	2.39	48.36	32.94	26.29	22.36
粤水电	002060.SZ	8.56	0.26	0.40	0.66	0.68	33.29	21.16	13.05	12.65
东南网架	002135.SZ	13.27	0.21	0.36	0.46	0.63	63.31	36.61	29.16	20.98
北新路桥	002307.SZ	22.30	0.31	0.42	0.64	0.85	72.10	53.48	35.06	26.32
葛洲坝	600068.SH	10.71	0.62	0.47	0.60	0.79	17.38	22.82	17.83	13.52
上海建工	600170.SH	15.87	0.50	0.85	1.05	1.25	31.76	18.61	15.12	12.67
浦东建设	600284.SH	17.37	0.46	0.72	1.00	0.97	37.70	24.14	17.42	17.83
杭萧钢构	600477.SH	7.78	0.31	0.30	0.35	0.40	24.94	26.36	22.26	19.26
龙元建设	600491.SH	12.17	0.38	0.55	0.95	1.76	31.74	21.97	12.78	6.91
精工钢构	600496.SH	12.14	0.50	0.62	0.78	0.99	24.45	19.57	15.51	12.25
中铁二局	600528.SH	9.34	0.47	0.70	0.88	1.09	19.92	13.27	10.67	8.57
新疆城建	600545.SH	10.95	0.23	0.32	0.39	0.50	47.63	34.70	27.96	21.96
隧道股份	600820.SH	11.45	0.49	0.65	0.79	0.92	23.28	17.71	14.56	12.39
龙建股份	600853.SH	4.53	0.05	0.09	0.17	0.27	92.07	50.50	26.18	16.82
中材国际	600970.SH	29.70	1.76	1.72	2.14	2.67	16.84	17.24	13.91	11.13
中国化学	601117.SH	5.16	0.20	0.29	0.36	0.43	25.99	18.07	14.31	12.00
中国铁建	601186.SH	7.17	0.53	0.53	0.87	1.11	13.40	13.56	8.26	6.47
中国中铁	601390.SH	4.51	0.32	0.41	0.50	0.60	13.95	10.99	9.00	7.52
中国中冶	601618.SH	4.04	0.22	0.26	0.31	0.37	18.24	15.65	13.11	10.78
中国建筑	601668.SH	3.44	0.19	0.29	0.36	0.46	18.01	11.85	9.44	7.51
平均							32.75	23.70	17.38	13.86

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

综合估值法：16.25-18.80 元/股

我们将公司业务进行分拆，对公司建筑业务采用 PE 估值，对房地产业务进行 RNAV 估值。

根据我们的预测，宏润建设建筑业务 10-12 贡献 EPS 分别为 0.46 元、0.51 元、0.56 元，给予公司建筑业务 11 年 16-20 倍 PE，则合理价值为 7.65-10.20 元。

我们的估值模型显示，公司地产业务 RNAV8.6 元，我们的模型基于以下假设：公司现有项目所在地房价保持当前水平；WACC 为 9.7%；我们的敏感性分析结果显示，房价按年每变动 5%，公司 RNAV 相应变化 1.7 元。

综合建筑业务和房地产业务，公司的合理价值为 16.25-18.80 元，价值中枢 17.53 元。

表 6: 宏润建设分业务估值

业务	EPS			方法	估值 价值（元）
	10	11	12		
建筑业	0.46	0.51	0.56	PE	7.65-10.2
房地产	0.32	0.27	0.47	RNAV	8.60
合计	0.78	0.78	1.03		16.25-18.80

资料来源：国信证券经济研究所

表 7：宏润建设 RNAV 测算

项目	权益	未 结 算 建 面 (万平)	面结算均价 (元/平)	楼面地价 (元/平)	毛利率	资产净值 (万元)	权益资产净值 (万元)	净利润 (万元)	现值权益净利润 (万元)
韶光花园	100%	0.3	8500	2100	49%	939	939	439	439
衡阳华中国际数码港	79%	3.1	9000	1500	41%	9228	7290	5062	3999
象山宏润花园	100%	4.8	12800	2000	63%	24378	24378	14978	14978
无锡宏城花园	52%	42.2	7500	2100	39%	131030	68136	63150	32838
山东龙口宏润花园	100%	5.4	3900	1000	9%	4908	4908	819	819
蒙古上海小区	80%	60.0	7800	129	51%	80410	64328	75043	60035
杭州全景项目	40%	10.0	10000	1500	52%	25742	10297	14962	5985
上海浦江镇地块	45%	25.6	6000	1800	35%	49592	22317	18239	8208
上海君莲地块	70%	23.6	9000	3600	30%	80349	56244	22498	15749
南汇航头镇新选址基地 6 号地块	90%	15.6	5000	1500	33%	25614	23052	9323	8390
姜堰地块	100%	23.0	5000	800	48%	30366	30366	17142	17142
黑龙江 (2009HTQ013)	80%	65.8	10000	456	42%	175152	140122	82519	66015
哈尔滨 2010HTS024-27	80%	15.9	15000	750	49%	45096	36077	33669	26935
2010HTQ06 号地块	80%	81.2	4200	147	52%	85629	68503	50615	40492
嘉兴市 2010-06 号地块	100%	16.2	6000	736	54%	23405	23405	14789	14789
合计		393.3				795074.8	583597.9	424600.9	318165.9
09 年底地产业务净资产 (万元)									68610.4
RNAV 合计 (万元)									386776.3
每股 RNAV (元)									8.6

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

给予“谨慎推荐”的投资评级

综合三种估值方法的结果，公司合理价值为 14.22-17.53 元/股，价值中枢为 16.32，考虑到公司拥有丰富而低廉的土地储备，我们认为公司目前估值仍有优势，但由于房地产业务开发进度较慢，业绩释放暂需时日，我们暂时给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

公司概况

建筑业务是公司营收的主要来源

宏润建设集团股份有限公司成立于 1994 年，公司主要业务包括建筑施工、房地产开发和基础设施项目投资建设。

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、公路工程施工总承包、地基与基础工程专业承包、建筑装饰装修工程专业承包、钢结构工程专业承包等一级资质和城市轨道交通工程专业承包等多项资质。

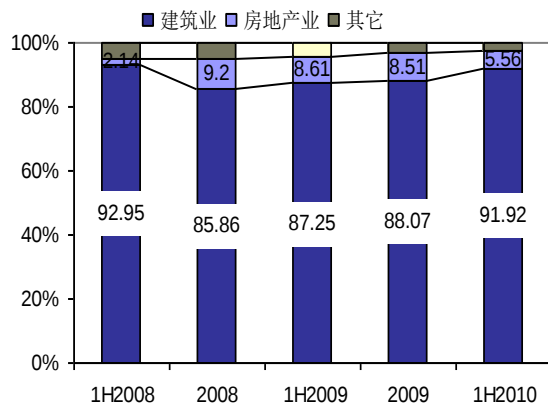
公司于 1995 年开始参与上海地铁工程建设，已承建上海、杭州、苏州、南京、武汉、南京、天津、西安、青岛等城市轨道交通项目，已成功进入了地铁盾构施工领域，具备地上、地面、地下全面的建筑工程施工能力。

公司能独立承建轨道交通、城市道路、高架立交、公路桥梁、房屋建筑、装饰安装、生态环保等工程。

公司先后荣获国家优质工程奖、中国建筑工程鲁班奖、中国市政工程金杯奖、上海市白玉兰奖、浙江省钱江杯奖等省市级以上奖项数百项。公司被授予全国先进建筑施工企业、全国优秀市政工程施工企业、全国工程建设质量管理优秀企业、全国质量效益型先进企业、全国用户满意企业、全国实施卓越绩效模式先进企业、创鲁班奖工程特别荣誉企业、上海市优秀施工企业、上海市重大工程立功竞赛优秀公司、上海市创白玉兰奖工程杰出贡献单位、浙江省进沪施工先进单位等荣誉称号。

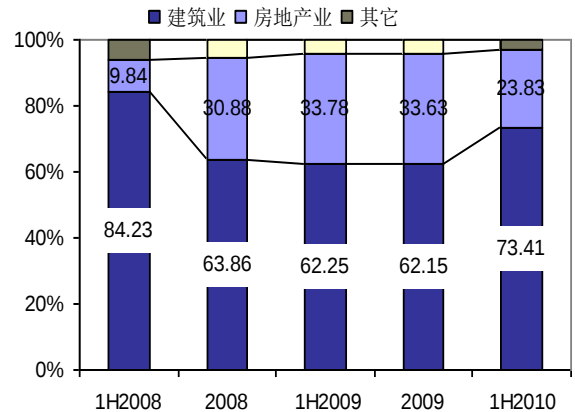
建筑业务是公司最主要的营收来源，占到营收的 9 成，房地产开发虽然占公司营收比例不到 10%，但贡献了超过 30% 的毛利。

图 1: 宏润建设营收结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2: 宏润建设毛利结构

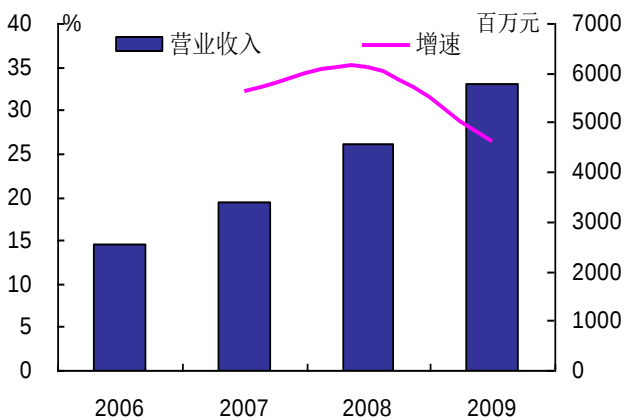


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

营收持续增长

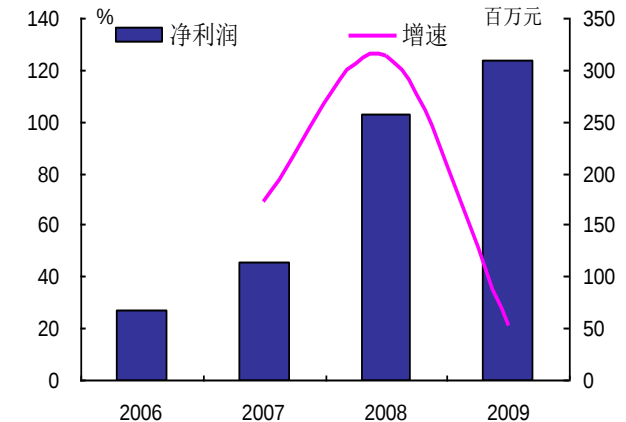
受益于 4 万亿投资和 08 年注入的地产业务，公司近三年增长表现出色，即使是金融危机的 2008 年，也实现了营业收入的正增长，07-09 年营业收入复合增长率 31%，净利润复合增长率 66%，其中建筑业近三年营收增长保持在 25% 以上，房地产业则波动较大。

图 3: 宏润建设营收增速



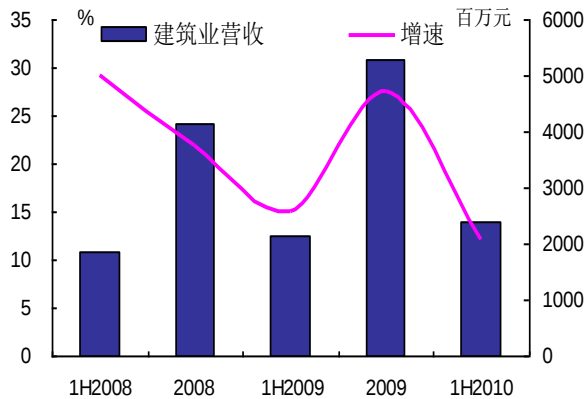
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 4: 宏润建设净利润增速



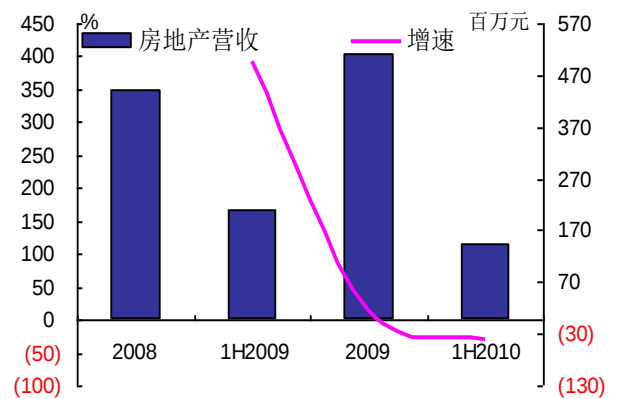
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 5: 宏润建设建筑业务收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 6: 宏润建设房地产业务收入增速



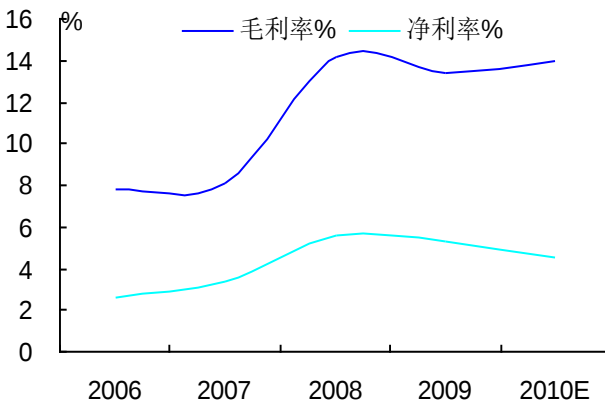
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

毛利率稳步提升

公司 07 年以来综合毛利率稳步上升, 3Q10 达到 14.98%, 同比增加 1.51 个百分点, 净利率确在 08 年达到峰值逐步回落, 主要原因是三费率提升。

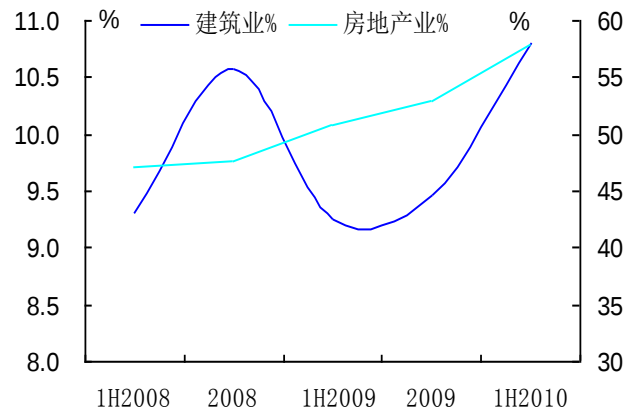
从业务分布看, 公司建筑业和房地产业毛利率自 09 年以来都有所提升。1H10 建筑业毛利率 10.8%, 同比增加 1.55 个百分点, 房地产业毛利率 57.97%, 同比增加 7.08 个百分点。

图 7: 宏润建设综合毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 8: 宏润建设分业务毛利率

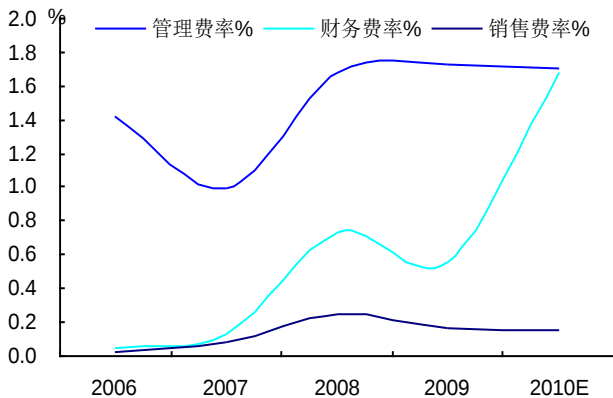


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

短期贷款增加、财务费用大幅上升

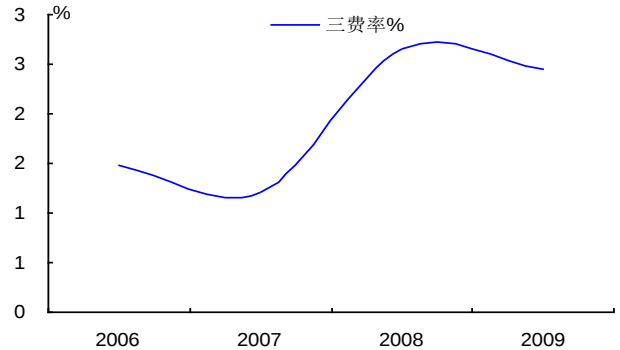
公司三费率在 08 年注入房地产业务后, 有一个明显的上升, 尤其是管理费率和财务费率, 分别从 07 年 0.99%和 0.13%上升到 09 年的 1.73%和 0.56%, 而 10 年以来, 由于公司资金偏紧, 短期贷款大幅增加, 3Q10 短期贷款 13.2 亿, 较去年同期增加 83%, 财务费率在 3Q10 更是大幅上升至 1.67%。

图 9: 宏润建设三费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 10: 宏润建设三费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

轨道交通大发展的受益者

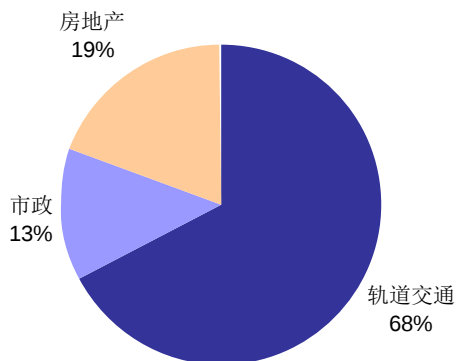
轨道交通合同已成为公司新签合同主要来源

公司过去工程承包业务采用“三三制”发展思路,即工程承包业务中房建、市政、地铁施工业务营收占比将各为 1/3,其中,房建业务主要采取和雅居乐等大型地产商合作的方式,承接片区建设业务;地铁施工业务将采取“一个一个城市走”的策略,通过竞标主要城市大型工程,进行渗透式发展。

但从公司公布的重大工程中标情况看,轨道交通已成为公司工程承包业务新签合同的主要来源,公司未来营收的增长将主要受益于轨道交通建设的快速发展。

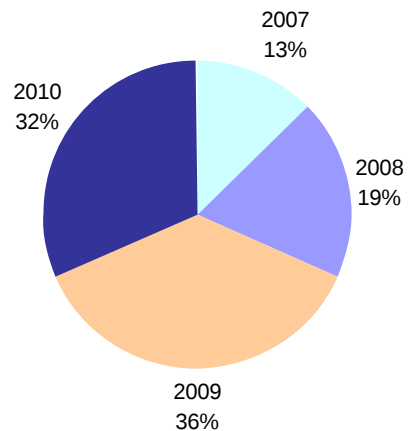
公司目前未完工合同超过 60 亿,其中轨道交通 48.7 亿,市政 9.6 亿,房建 14.0 亿。

图 13: 宏润建设在手合同结构 (按行业)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 14: 宏润建设在手合同结构 (按签订年份)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

轨道交通将迎来万亿投资

公司是最早进入轨道交通建设领域的民营企业之一，轨道交通作为公共客运交通体系的组成部分，与公路、水路、航空运输相比，具有快速、准时、大运量、经济、舒适性高等优势，同时还具有能耗低、环境污染小的特点，符合国家可持续发展战略和节能环保要求。

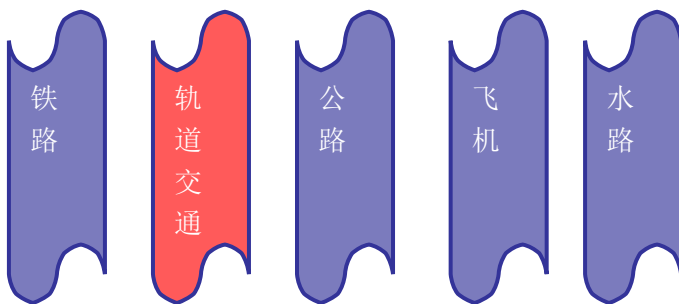
国家在“十一五”规划中明确提出：优先发展公共交通，完善城市路网结构和公共交通场站，有条件的大城市 and 城市群地区要把轨道交通作为优先选择，超前规划，适时建设。

表 8：轨道交通与其它运输方式比较的优势

比较项目	公路	航空	水路	轨道交通
能耗	8-10	40-45	1-1.2	1.5-1.8
污染	44.6	19.4		0
优缺点	灵活，但能耗高	快速，成本高	经济，线路有限	经济适用，不够灵活

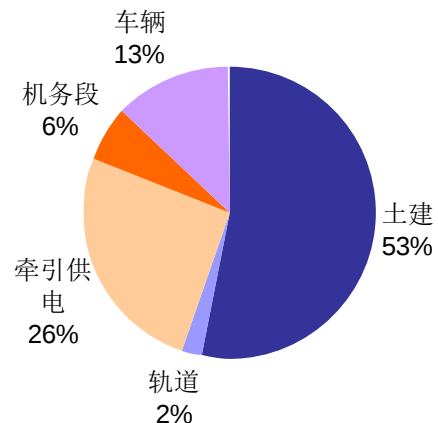
资料来源：国信证券经济研究所

图 11：十一五计划发展项目的优先顺序



资料来源：十一五规划，国信证券经济研究所

图 12：轨道交通建设成本构成



资料来源：国信证券经济研究所

未来 10 年，中国轨道交通建设将进入快速发展期。根据 2009 北京国际城市轨道交通展览会数据，至 2016 年，我国将新建轨道交通线路 89 条，总建设里程 2500km，总投资达 9937 亿元。其中，至 2010 年年底，将有 55 条线路通车，总通车里程达 1500km。截止目前，国家已批复了 25 个城市的轨道交通建设规划，规划建设里程超过 5000km，根据经验测算，每公里轨道交通投资约为 5 亿元，则 5000KM 总投资为 2.5 万亿元，而土建一般占总投资的 53%，即未来 10 年左右，轨道交通土建市场的规模将超过 1.3 万亿。

尽管公司轨道交通业务市场占有率很低（不到 1%），竞争力有限，但考虑到巨大的市场空间，我们认为至少可以为公司工程承包业务带来稳定的合同。

表 9：主要城市轨道交通建设规划

城市	运营里程 (Km)	总投资 (亿元)
沈阳	160.00	880.00
乌鲁木齐	151.20	831.60
贵阳市	56.67	311.69
昆明市	62.60	260.61
武汉城市圈城际轨道交通网规划	292.00	1606.00
西安市	100.73	380.80
东莞市	108.41	596.26
上海市	310.00	1705.00
北京	162.00	680.00
无锡市	56.11	308.61
福州市	180.00	990.00
郑州市	45.39	268.50
长沙市	45.92	221.71
长株潭城市群城际轨道交通网规划	760.00	4180.00
成都市	20.39	112.15
重庆市	83.95	461.73
青岛市	54.70	292.00
南昌市	50.60	274.40
大连市	58.10	319.55
北京	162.00	680.00
广州	140.56	503.87
深圳	120.70	364.00
合计	3182.03	16228.46

资料来源：国信证券经济研究所

注：该表并未列出所有已获批的城市

渗透式发展+联合竞标模式帮助公司实现跨区域扩张

在轨道交通建设市场，公司与中国中铁、中国铁建、隧道股份等大型国企相比，并无明显优势，但作为一家民营企业，公司采取一贯的务实的做法，通过渗透式发展与联合竞标的模式成功实现跨区域扩张。

新进入一个城市时，公司并不直接进入这一城市的轨道交通，而是通过竞标大型标志性工程，在当地站稳脚跟后，再在合适的时机切入轨道交通建设领域，公司在长三角城市的轨道交通建设中都是以这种模式发展，去年以来，公司相继中标宁波的多个大型项目，我们据此推测，宁波很可能成为公司轨道交通建设业务下一个进入的目标城市。

表 10：宏润建设 09 年至今中标的宁波项目

项目名称	签署时间	甲方	合同金额 (万元)
宁波甬金高速连接线工程三标段	2009 年 11 月	宁波市绕城高速连接线建设有限公司	11,780
宁波机场路北延工程 1 标段	2009 年 12 月	宁波市绕城高速连接线建设有限公司	15,068
宁波市南区污水处理厂二期土建工程	2010 年 3 月	宁波市城市排水有限公司	12,385
合计			39,233

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

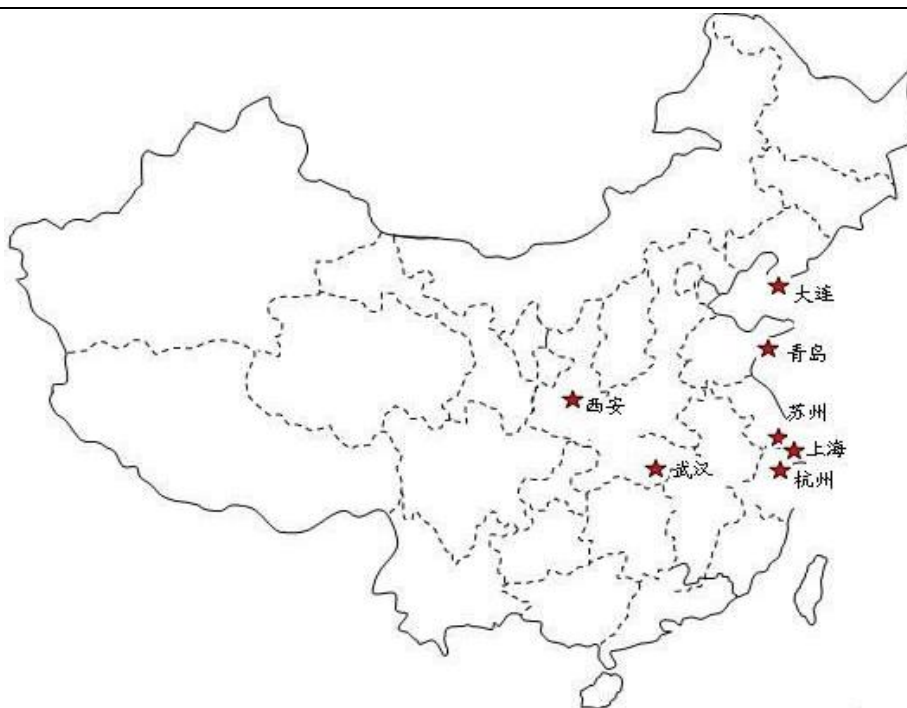
公司另一策略是与当地的城建集团组成联合体竞标，从而进入当地的轨道交通市场，由于当地的城建集团一般都与当地政府有千丝万缕的联系，但自身可能缺乏相关的资质，公司这一做法无疑是“傍上了大款”，充分利用了双方的优势，且这一模式具有可复制性，公司获得武汉、青岛地铁合同均是采用这一模式。

表 11: 宏润建设 09 年至今承接的轨道交通合同

所在城市	项目名称	签署时间	合同金额 (万元)
杭州	杭州地铁 2 号线一期工程 SG2-9 标段 (钱江路站)	2009 年 3 月	26,777
武汉	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	2009 年 7 月	33,966
上海	上海市轨道交通 12 号线土建工程 16 标段曲阜路站、汉中路站-曲阜路站-天潼路站区间土建施工	2009 年 9 月	25,195
上海	上海轨道交通 1 号线一期工程 13 (1) GT4 标祁连山南路站、祁连山南路站-真北路站区间	2009 年 10 月	17,881
大连	大连市地铁一期工程 104 标段工程施工项目	2009 年 11 月	33,966
西安	西安市地铁一号线后卫寨至汉城路段土建施工 D1TJSG-4 标段	2009 年 12 月	23,519
上海	上海轨道交通 12 号线工程中春路停车场工程	2010 年 3 月	13,985
杭州	杭州清水路站/人民路站/清水路站-人民路站、人民路站-杭发厂站 (3、4 号盾构)	2010 年 4 月	32,335
青岛	青岛市地铁一期工程 (3 号线) 土建施工 16 标段	2010 年 8 月	25,745
合计			267,569

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 15: 宏润建设轨道交通项目分布图



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

优质土地储备确保未来发展空间

在建项目规模扩张但进展较慢

公司房地产业务目前在建项目主要有 4 个, 分别是象山宏润花园、无锡宏诚花园、山东龙口宏润花园和蒙古上海小区, 在建项目建面 121.8 万平米, 权益建面 87.3 万平米, 超过公司过去所有开发项目建面之和, 但由于运营经验不足和较高的定价

策略，项目开发和销售的进度均较慢于预期，公司在售楼盘价格普遍比周边楼盘高出 10%，含量保价的策略在调控市中是否正确还值得观察。

象山宏润花园：象山宏润花园位于象山丹城东部的黄金热地，楼盘东到巨鹰路，南接象山港路，西至万象路，北接丹峰路，距象山城市中心人民广场约 800 米。项目总占地面积 4.5 万平方米，总建筑面积 13.9 万平方米，公司权益 100%，项目多层和高层已基本售完，目前在售的主要是商铺和别墅，销售均价 13500 元/平米，象山项目是公司 2010 结算收入的主要来源。

图 16：象山宏润花园位置图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 17：象山宏润花园实景图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

无锡宏诚花园：项目位于无锡市锡山区，南侧为学前东路，北侧是锡沪路，交通发达，出行方便是，周边社区氛围浓厚，配套完备。小区西侧与大型市民广场馨和园仅一街之隔。项目总占地面积 11.5 万平方米，总建筑面积 42.0 万平方米，公司权益 52%，预计 2011 年初开始预售，我们根据周边楼盘的价格推断其售价在 7500 元/平，11 年可结算面积不超过 10 万平米。

图 18：无锡宏诚花园位置图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 19：无锡宏诚花园效果图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

龙口宏润花园：项目位于龙口市新城区府东二路 201 号，占地面积 17.3 万平

米，建筑面积 34 万平米，相较于其它项目，此项目盈利能力较弱，因当地市场需求有限，销售进展缓慢，基本处在盈亏平衡附近，前期销售均价在 3500 元/平米，目前均价 4000-5000 元/平米，对公司利润影响不大。

图 20：龙口宏润花园位置图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 21：龙口宏润花园效果图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

蒙古乌兰巴托市上海宏润小区：这是公司首个海外项目，建筑面积 60 万平米，土地成本仅 500 万美元，折合人民币约 57 元/平米，极低的土地成本保证了项目的盈利空间，公司权益 80%，根据公司相关公告，该项目可为公司带来超过 10 亿人民币的权益净利润，我们预计，该项目为公司贡献利润至少要到 2012 年。

土地储备丰富，未来空间可期

公司目前土地储备接近 400 万平，权益土地储备达 300 万平，其中 2010 年新增土地储备 113 万平米，公司目前规模已接近一个中型地产开发企业的土地储备，以公司现有的开发能力，可满足公司未来至少 5 年的发展需要。

表 12：宏润建设土地储备（万平米）

项目名称	权益	建筑面积	权益建面
象山宏润花园	100%	9.6	9.6
无锡宏城花园	52%	46.8	24.4
山东龙口宏润花园	100%	5.4	5.4
蒙古上海小区	80%	60.0	48.0
杭州全景项目	40%	10.0	4.0
上海浦江镇地块	45%	25.6	11.5
上海君莲地块	70%	23.6	16.5
南汇航头镇新选址基地 6 号地块	90%	15.6	14.0
姜堰地块	100%	23.0	23.0
黑龙江（2009HTQ013）	80%	65.8	52.7
哈尔滨 2010HTS024-27	80%	15.9	12.7
2010HTQ06 号地块	80%	81.2	65.0
嘉兴市 2010-06 号地块	100%	16.2	16.2
合计		398.7	302.9

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司一直坚持低价拿地的策略，扩张的方向以二三线城市为主，异地扩张一般通过收购当地本土地产公司的方式切入，10 年新增的 113 万土地储备楼面地价均未超过 1000 元。

业绩释放可能要到 2012 年

市场普遍预期公司“建筑+地产”模式将双轮驱动公司业绩释放，但我们的研究结果显示，公司“建筑+地产”模式发展并非一帆风顺，现有在建项目的开发进度较慢，今年几乎出现了项目的断档，而含量保价的销售策略也拖累了销售进度，公司在房地产开发业务上的运营能力还有待提升，业绩释放可能要到 2012 年。

根据我们的测算，公司 10-12 年结算面积分别为 5.5 万平米、10.7 万平米、17.9 万平米，实现结算收入 5.6 亿、7.9 亿、12.6 亿，预计可实现权益净利润 1.45 亿、1.21 亿、2.14 亿，对应 EPS 分别为 0.32 元、0.27 元、0.47 元。

表 13: 宏润建设 10-12 年房地产项目结算明细

项目	权益	建面 (万平)	权益建面 (万平)	结算均价楼面地价 (元/平) (元/平)		结算面积 (万平)			销售收入(万元)		
						2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
韶光花园	100%	5.2	5.2	8500	2100	0.1	0.1	0.1	771	794	409
衡阳华中国际数码港	79%	13.9	11.0	9000	1500	1.1	1.1	0.8	8932	9379	7386
象山宏润花园	100%	9.6	9.6	12800	2000	3.8	1.0	0.0	43033	11081	0
无锡宏城花园	52%	46.8	24.4	7500	2100	0.0	7.0	9.4	0	51008	74812
山东龙口宏润花园	100%	5.4	5.4	3900	1000	0.0	1.1	1.6	0	3543	5473
蒙古上海小区	80%	60.0	48.0	7800	129	0.0	0.0	6.0	0	0	37440
合计		156.7	119.4			5.4	10.7	17.9	56011.7	79146.3	125520.4

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

进军太阳能期待华丽转身

公司 2010 年 5 月公告拟与自然人吴灵霖在上海签署《投资合作协议》，吴灵霖承诺于 2010 年 6 月 12 日之前，将金太阳电力（靖江）有限公司（简称项目公司）实收注册资本由 1,000 万元增至 5,250 万元，在此基础上，公司作为战略投资者以现金方式投资 6,750 万元，增加项目公司注册资本 2,250 万元，增资后项目公司注册资本将变更为 7,500 万元，吴灵霖占 70% 股权，公司占 30% 股权。

资料显示项目公司主要业务包括硅料拉棒、切片，生产太阳能电池片，电池组件，太阳能系统工程等。该公司拥有熟悉太阳能研究生产的核心团队及技术专家，有硅棒、硅片等原材料供应渠道和成本优势，有先进的生产工艺可控制和降低生产成本，有国内外稳定的电池组件销售客户。项目公司预计 2010 年实现营业收入 4 亿元，净利润 4,000 万元。

我们认为，公司“地产+建筑”模式正在接受考验，公司明确意识到传统业务面临增长困境，适时进入太阳能光伏产业，我们认为公司当前对金太阳电力的投资还停留在财务投资层面，却凸显了公司的危机意识和跟随政策导向进行转型的战略意图，且在未来有可能谋求建筑业与太阳能的产业结合，因太阳能建筑一体化是未来建筑发展的一个重要方向，我们期待此次尝试帮助公司实现华丽转身。

盈利预测与投资评级

建筑业务: 我们预测公司建筑业务 10-12 年可实现营业收 63.31 亿、69.65 亿、73.82 亿, 隐含 10-12 年营收增速分别为 20%、10%、6%, 实现净利润 2.09 亿、2.31 亿、2.54 亿, 贡献 EPS 分别为 0.46 元、0.51 元、0.56 元。

地产业务: 公司 10-12 年结算面积分别为 5.5 万平米、10.7 万平米、17.9 万平米, 实现结算收入 5.6 亿、7.9 亿、12.6 亿, 预计可实现权益净利润 1.45 亿、1.21 亿、2.14 亿, 对应 EPS 分别为 0.32 元、0.27 元、0.47 元。

综合建筑业务、地产业务及投资收益, 我们预测公司 10-12 年归属母公司所有者净利润分别为 3.53 亿、3.55 亿、4.74 亿, 按 4.5 亿总股本计算的 EPS 为 0.78 元、0.79 元、1.05 元, 对应 10-12 年 PE 分别为 19X、19X、12X, 给予“谨慎推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1411	1200	1092	2045	营业收入	5991	7097	7961	8843
应收款项	869	680	742	799	营业成本	5187	6048	6770	7345
存货净额	2704	4845	5424	4629	营业税金及附加	241	319	358	398
其他流动资产	346	42	64	62	销售费用	10	7	12	18
流动资产合计	5330	6767	7322	7535	管理费用	103	134	147	161
固定资产	509	480	547	580	财务费用	34	121	137	153
无形资产及其他	60	48	36	24	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	179	179	179	179	资产减值及公允价值变动	(7)	(1)	1	2
长期股权投资	32	32	32	32	其他收入	(0)	12	18	22
资产总计	6110	7506	8116	8350	营业利润	414	479	557	792
短期借款及交易性金融负债	598	1154	1026	603	营业外净收支	1	3	3	3
应付款项	1500	1750	2064	2176	利润总额	415	481	560	795
其他流动负债	1247	1611	1746	1885	所得税费用	106	125	143	203
流动负债合计	3346	4515	4836	4663	少数股东损益	0	4	62	118
长期借款及应付债券	980	958	958	958	归属于母公司净利润	309	353	355	474
其他长期负债	69	69	69	69					
长期负债合计	1049	1027	1027	1027	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4395	5542	5863	5690		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	189	191	231	307	净利润	309	353	355	474
股东权益	1527	1774	2022	2354	资产减值准备	(15)	18	2	2
负债和股东权益总计	6110	7506	8116	8350	折旧摊销	89	64	69	75
					公允价值变动损失	7	1	(1)	(2)
关键财务与估值指标					财务费用	34	121	137	153
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	(338)	(1016)	(212)	992
每股收益	1.03	0.78	0.79	1.05	其它	15	(16)	38	74
每股红利	0.37	0.24	0.24	0.32	经营活动现金流	68	(596)	250	1615
每股净资产	5.09	3.94	4.49	5.23	资本开支	(96)	(42)	(124)	(96)
ROIC	12%	12%	12%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	20%	20%	18%	20%	投资活动现金流	(101)	(42)	(124)	(96)
毛利率	13%	15%	15%	17%	权益性融资	55	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	10%	负债净变化	345	(22)	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	11%	支付股利、利息	(112)	(106)	(107)	(142)
收入增长	24%	18%	12%	11%	其它融资现金流	256	555	(127)	(424)
净利润增长率	21%	14%	1%	34%	融资活动现金流	778	427	(234)	(566)
资产负债率	75%	76%	75%	72%	现金净变动	745	(211)	(108)	953
息率	2.5%	2.4%	2.4%	3.2%	货币资金的期初余额	666	1411	1200	1092
P/E	14.3	18.8	18.7	14.0	货币资金的期末余额	1411	1200	1092	2045
P/B	2.9	3.7	3.3	2.8	企业自由现金流	(8)	(559)	235	1658
EV/EBITDA	16.3	18.7	16.8	12.4	权益自由现金流	593	(62)	61	1204

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	