



迪斯尼与浦东二次腾飞提供发展新契机

公司是专注核心路桥业务的区域工程龙头：公司专注于传统优势的路桥施工业务和上海市场，两者在公司营业收入的占比都在90%以上。

公司 BT 业务的复制性强：BT 项目对公司的利润贡献总体快速提升，1-3Q10 已达 110%；公司战略上重点发展成为提供投融资管理、分包管理、运营管理的工程集成服务商，其经营模式独特，轻资产明显，BT 项目的复制性较强，类似中工国际。

迪斯尼与浦东新区二次腾飞提供长期发展新契机：上海迪斯尼项目已开工，加上配套项目总投资预计上千亿，BT 是一重点模式。公司已中标一施工项目，并以 BT 模式承揽两项目，BT 项目合同总金额 10.4 亿元，未来有望在后续路桥及其他项目上取得突破；另外，浦东新区已规划二次腾飞，十二五投资有望达到 3000 亿元。为公司长期发展提供了新契机，并提供较好的主题投资机会。

2011 年业绩快速增长确定性高，期待超预期，长期增长看融资：2011 年业绩快速增长驱动力在于传统施工业务恢复至正常盈利水平、粗估逾 12 亿的 BT 项目进入回购期，而北通道项目的审价差有望提供超预期，而且受益于加息。公司优势市场优质 BT 项目需求旺盛，长期增长看融资，如成功股权融资将加快发展步伐。

盈利预测与投资建议：在北通道审价差 5% 的中性预期下，公司 2010、2011EPS 分别为 0.71 元和 1.73 元，不考虑审价差为 0.71 元和 0.95 元。FCFE 的绝对估值和 PE 相对估值下公司的合理价值是 28 元，首次给予增持评级。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	1759.75	1145.83	2039.35	1606.96
主营收入增长率	53.17%	-34.89%	77.98%	-21.20%
EBITDA（百万）	159.42	762.15	1461.23	1045.11
EBITDA 增长率	43.03%	196.52%	91.73%	-28.48%
净利润（百万）	13.77%	246.18	596.99	474.61
净利润增长率	4.95%	54.42%	142.50%	-20.50%
ROE	4.95%	10.05%	20.45%	12.29%
EPS（元）	39.63	0.71	1.73	1.37
P/E	2.83	27.83	11.48	14.43
P/B	26.19	2.76	2.23	1.96
EV/EBITDA	1759.75	20.49	10.15	15.31

浦东建设 (600284)

首次评级

增持

田东红

tiaandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

当前股价：20.43 元

目标价格 6 个月：28 元

调研日期：2011 年 1 月 5-6 日

发布日期：2011 年 1 月 13 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	8.50/9.18	44.18/42.24	49.92/62.57
12 月最高/最低价 (元)			21.69/9.63
总股本 (万股)			34600.00
流通 A 股 (万股)			34600.00
总市值 (亿元)			70.69
流通市值 (亿元)			70.69
近 3 月日均成交量 (万)			1484.72
主要股东			
上海浦东发展(集团)有限公司			34.66%

股价表现





目录

调研目的	1
调研结论	1
调研内容	1
公司概况——专注核心路桥工程的区域龙头.....	1
战略转型——积极拓展 BT 业务	2
长期发展新契机：迪斯尼与浦东新区大规划.....	5
2011 年业绩快速增长有保障.....	7
业绩长期持续增长的关键在于融资	8
盈利预测	9
估值	10
绝对估值法—现金流折现法（FCFE）	10
相对估值法——市盈率法（PE）	10
估值结论：合理价值 27 元	11
投资评价和建议	11
风险分析	12
指标分析	13
报表预测	15

图表目录

图 1：公司分板块收入（左图）、利润占比（右图）	2
图 2：2009 年公司营业收入按区域构成	2
图 3：公司 BT 项目贡献投资收益快速上升	5
图 4：上海迪斯尼规划草图	6
图 5：公司核心业务的毛利率水平	7
图 6：公司近年来收入和净利润总体持续增长.....	7
预测和比率	1
表 1：近年来公司公告的大型 BT 项目情况	4
表 2：全球迪士尼乐园情况	6
表 3：上海浦东“7+1”生产力布局	7
表 4：机场北通道 BT 项目回购期间的利润贡献预测（假设审价差为+5%）	9
表 5：公司其他 BT 项目回购期间的利润贡献预测（假设审价差为+5%）	9
表 6：FCFE 估值假设.....	10
表 7：FCFE 估值敏感性测试表.....	10
表 8：A 股代表性建筑工程可比公司相对估值情况.....	11

调研目的

- 1、BT 项目市场作为公司的重点目标市场，期望通过调研了解在该市场的竞争优势、未来的发展战略和瓶颈；
- 2、2010 年前三季度传统的施工主业是略亏，其主要原因和 2011 年这块市场会如何也是调研的重点；
- 3、未来上海迪斯尼的大量配套建设和浦东新区的二次发展，给公司提供了发展新契机。通过调研了解公司对这块市场的预期和发展战略；
- 4、机场北通道 BT 项目对公司利润影响巨大，期望通过调研了解北通道项目进展和竣工审计进度。

调研结论

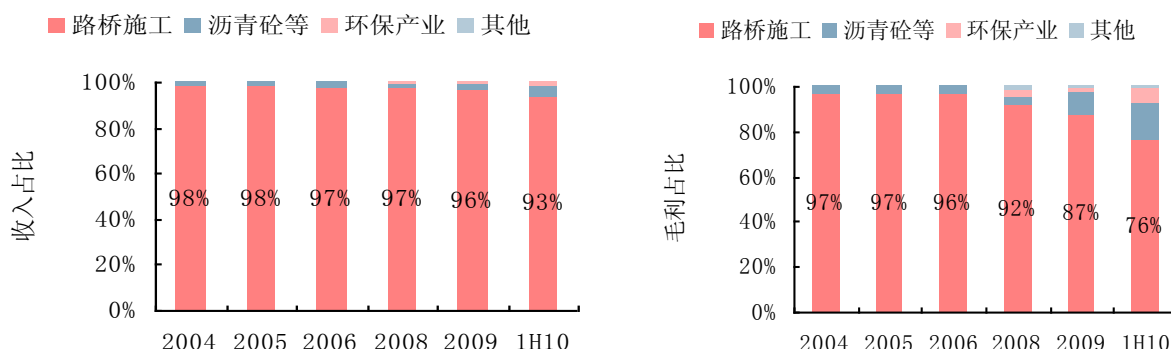
- 1、公司经营模式独特，是提供投融资管理、分包管理、运营管理的工程集成服务商，轻资产明显，BT 项目的复制性较强，类似中工国际；
- 2、公司在 BT 市场的主要优势为区域优势、融资渠道丰富、大量 BT 项目的成功运作经验和品牌积累；
- 3、2011 年业绩快速增长确定性强；
- 4、迪斯尼配套建设规模巨大（千亿规模）和浦东新区二次发展（预计十二五投资达 3000 亿元）提供公司发展新契机；
- 5、机场北通道 BT 项目竣工审计在推进中，审价差具有较大的不确定性，但为正的概率较大。

调研内容

公司概况——专注核心路桥工程的区域龙头

公司成立于 1998 年，2004 年挂牌上市，其控股股东为上海浦东发展（集团）有限公司。公司成立以来业务范围主要为道路桥梁工程，另外还包括各类基础工程施工、设备安装、装饰装修工程施工、园林绿化工程、建材研制及生产。在 2010 年 11 月在经营范围增加了“水利和港口工程建筑，房屋工程建筑，公路管理与养护，市政公共设施管理，工程准备，房地产开发经营，实业投资。在资质上，公司拥有市政公用工程施工总承包一级资质和公路路面工程专业承包一级资质，其中路桥施工一直是公司的传统核心业务，历年来在公司的营业收入占比在 90%以上，而毛利占比也在 75%以上（图 1）。

图 1：公司分板块收入（左图）、利润占比（右图）

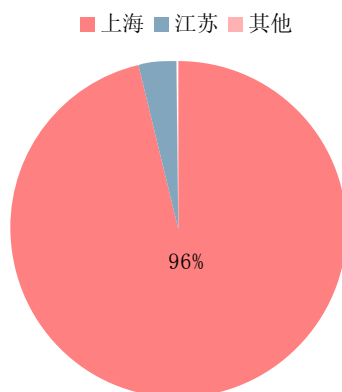


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司作为上海浦东国资委旗下的上海浦东发展（集团）有限公司旗下企业，其成立伊始的主要职责是承担浦东区的基础设施建设，随后业务扩张到全上海区域，是浦东乃至上海区域的工程龙头企业之一。公司也专注于上海这一优势市场，2009 年上海市场在公司营业收入的比重达到 96.2%（图 2）。

2010 年高新技术企业凸显地方扶持：公司控股子公司上海浦东路桥沥青材料有限公司、上海寰保渣业处置有限公司被认定为高新技术企业在预期之中，而公司在 2010 年 3 月公司也获批为高新技术企业，是国内传统的施工企业之中少有的高新技术企业，一方面显示了公司的技术能力（设有工程技术研究所和较高的研发投入比重），另外也凸显了地方政府对公司的扶持。

图 2：2009 年公司营业收入按区域构成



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

战略转型——积极拓展 BT 业务

公司 2004 年上市募集资金 3.88 亿元后，充分利用其融资平台优势和上海的国家金融中心的区域优势，并契合国内工程市场日益重视投融资能力的发展趋势，开始了公司的战略转型，即实行“多板块融合、立体化经营、专业一体化”发展战略，逐步强化投融资功能和培育建设管理功能，对相关优势项目实施投资，加速拓展 BT 业务，实现传统的施工主业向投资—建设—管理运营的专业化服务、集成化运作的城市基础设施投资建设商的战略转型。

公司可类比中工国际：BT 项目的可复制性强

中工国际作为一家专注海外工程市场的优秀公司，是海外工程项目开发（含部分双边项目的融资推动）、设计、分包管理、设备与材料的采购运输的国际工程集成服务商，其在 A 股建筑板块中独特的盈利模式和轻资产、无产能瓶颈、项目的可批量复制支撑的快速扩张获得了资本市场的认可。

我们认为公司在很大程度上可类比中工国际，这也是可给予公司估值溢价的核心理由：

- **目标市场的可持续发展预期：**驱动力——迪斯尼及配套建设、浦东新区发展大规划，下文专门分析；
- **轻资产特征明显：**尽管公司 2008、2009 年非流动资产比重在 80%以上，但主要为长期应收款、长期股权投资和持有至到期投资，其固定资产占比仅 1%左右，轻资产特征明显；
- **无明显的产能瓶颈，项目批量复制性强：**公司在 BT 项目中主要提供项目开发、设计、投融资与项目施工管理（基本上是外包出去，公司提供分包管理）的集成服务，公司大量项目（BT）的积累和标准化运作，批量复制性强（公司 BT 项目主要分包，一个中型 BT 项目往往只需派驻 2—4 人进行现场分包管理，投融资、招投标、设计等大量工作通过各职能部门集中完成，技术与管理人员、固定资产等不是扩张瓶颈），这也与中工国际类似，不同的是投融资管理对公司更为重要。
- **不同的地方在于：**公司是融资主体（而中工国际仅是推动双边贷款协议的达成），BT 项目的复制上存在着债务扩张瓶颈，而中工国际无需带资承包，现金流要显著好于公司；

公司的 BT 项目的融资途径多样化

公司投融资管理能力突出，打通了银行、保险、信托、证券化等多重融资通道：（1）公司在国内首创 **BT 项目的资产证券化融资**：2004 年公司以在浦东新区、无锡，以及昆山三地所投资、建设的 13 个市政道路项目未来 4 年的回购款合同债权，总规模为 4.25 亿元，设立“专项资产管理计划”的形式出售给机构投资者，（2）**保险机构融资**：2010 年由浦发集团、浦东建设与中国人寿合作的《中国人寿—浦东建设债权投资计划》正式成立，从人寿获得 30 亿元、6 年期，基准利率下浮 13% 的保险资金，这也是保监会 2009 年颁布《保险资金间接投资基础设施债权投资计划管理指引》以后发行的第一批债权投资计划产品，（3）**信托融资**：与上海国际信托（1 年期，分别为 3.65%、同期贷款利率下浮 6%）、中海信托（1 年期，4%）等信托公司的多次良好合作；（4）**中期票据**；（5）**短期融资券**；（6）**银行及财务公司长期贷款**；（7）**股权融资**：2008 年增发 1.2 亿股，融资 12.8 亿元，用于浦东机场北通道 BT 项目。

公司 BT 项目的多融资途径，一方面凸显公司强大的融资能力与创新能力，可充分利用财务杠杆，加速 BT 项目发展；另一方面通过多样化的融资渠道，公司可保持相对较低的融资成本，拓展 BT 项目的息差收入空间；

BT 业务利润占比快速上升

地方 BT 项目市场的发展，推动因素为当地基础设施急需建设和良好的融资环境。公司大本营的浦东特区建设、世博会场馆及配套建设、其他长三角区域建设等提供了良好的市场需求环境，另外，上海是国家金融中心，其他长三角区域的民间借贷市场发达，区域融资环境较好，适应发展 BT 市场。公司拓展 BT 项目，也主要集中在上海这一传统优势市场，并逐渐向融资氛围较好的其他长三角延伸，主要 BT 项目分布在上海、无锡、常州、嘉兴、昆山等地。



公司 **BT 项目的三块利润来源**：（1）建设期的施工利润。公司提供分包管理，建筑行业的惯例是提取合同总额 1—2% 的管理费用；（2）项目建成后业主的审价差。是一次性收入，取决于公司的成本控制能力、与业主的议价能力；（3）回购期的投资收益。往往是一年一次，类似于银行的按揭收入，公司获得项目资本金的利息收入和融资的息差收入。

公司对两地 **BT 项目的融资回报较好**：公司股东大会限定了公司 **BT 项目区域为长三角地区**，项目的资本金内部收益率高于银行同期贷款利率 200 个基点，从制度上严格控制了 **BT 项目的投资风险和保障了投资收益率**。其中，回购期的投资收益是主要利润来源之一，这一块利润非常稳定，并且在加息周期之中因借贷息差扩大（**BT 项目规定同步调整回购期的约定利率**）和财务杠杆将增厚 **BT 项目的投资收益**。另外，在公司良好的成本控制能力下，所执行的 **BT 项目很少出现负的审价差**；

公司 **BT 项目经验丰富**：公司承揽的 **BT 项目** 主要包括浦东机场北通道 **BT 项目**（合同额暂定 106.3 亿元）、世博会功能区域系列 **BT 项目**（共 5 个合计总投资 4.69 亿元）、无锡南环路西延伸段工程 **BT 项目**（1.5 亿元）等多个项目。其中 2010 年公司累计投资的 **BT 项目** 共 62 个，总投资额为 137.5 亿元，是上海地区乃至全国 **BT 项目** 经验最为丰富的施工企业之一。

表 1：近年来公司公告的大型 BT 项目情况

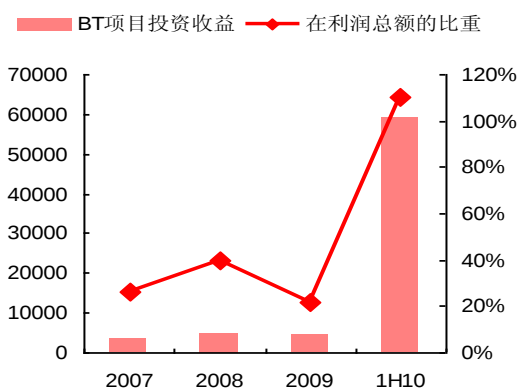
公告日期	项目名称	金额（亿元）	工期	回购期	约定利率	备注
Sep-10	浦东新区航城路（S2—南六公路）	4.46	2 年	8（2013—2020）		迪斯尼一期配套道路项目；前期投资暂定 1.99 亿，工程投资暂定 2.47 亿
Sep-10	唐黄路（S1—周邓公路）新建工程	5.9	2 年	8（2013—2020）		迪斯尼一期配套道路项目；前期资金暂定 2.16 亿，工程资金暂定 3.74 亿
Jun-09	无锡市南环路西延伸段工程	1.5	480 天	5（2011—2015）		
Jan-09	三林世博功能区	4.69	1 年	3（2011—2013）		世博会配套道路项目
Oct-07	浦东机场北通道 BT 项目	106.34	26 个月	8（2010—2017）	按 5 年以上期贷款年利率下浮 10.5%	世博会配套道路项目

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司对 **BT 项目的拓展力度持续加大**：公司 2009 年度股东大会上授权的城市基础设施 **BT 项目投资额度** 为 10 亿元，2010 年 9 月公司再次召开临时股东大会，将该额度大幅提升至 40 亿元；

随着公司 **BT 项目** 开拓力度的加大和逐步进入回购期，公司 **BT 项目** 贡献的投资收益总体快速上升，从 2007 年的 3471 万元快速上升到 1H2010 的 5.91 亿元，在利润总额中的比重也由 26.3% 提升到 109.9%，即使考虑到 1H10 因世博会带来的停工导致传统的施工业务亏损，**BT 项目** 带来的投资收益也已成为公司的最重要的利润来源。

图 3：公司 BT 项目贡献投资收益快速上升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

长期发展新契机：迪斯尼与浦东新区大规划

迪斯尼及配套投资规模大

上海迪斯尼投资与占地规模大（图 4）：规划的上​​海迪斯尼项目区域被分为核心区、配套区、控制区三个区域进行统筹建设，占比面积分别为 7、13.6 和 86.5 平方公里，合计 107.1 平方公里，有望建成史上最大面积的迪斯尼乐园。一期规划建设的是 1.16 平方公里的核心区和 2.74 平方公里的配套区。迪斯尼主题公园预计投资 244.8 亿元。根据上海城乡和交通建设委员会网站消息，迪斯尼交通规划方案初步确定，迪斯尼园区周边配套项目包括：新建 A2 公路迪斯尼专用道及 A2 收费口南移、申江路高架专用道、周邓公路、六奉公路、秀浦路及迪斯尼西入口立交和 A2/周邓两个重要立交；为服务迪斯尼东部到发交通和改善浦东、南汇区域联系交通，改建南六公路及相关节点。内部交通近期主要建设为二期配套服务的交通设施，包括：新建二期配套道路、轨道交通 11 号线及综合车站、1 个公共交通枢纽和 1 个机动车公共停车场，再加上周边的商业配套建设，总配套投资规模预计将达到千亿规模。

公司已中标两条迪斯尼配套道路项目，模式为 BT：公司承揽了迪斯尼一期配套项目的前期准备工作的川沙 A-1 地块场地形成工程项目。2010 年 9 月公司公告已 BT 模式承揽浦东新区航城路（S2—南六公路）、唐黄路（S1—周邓公路）新建工程项目，两项目合同总金额 10.5 亿元。。这两个项目为迪斯尼一期项目中 7 条配套道路中先行对外公开招标的两条，公司控股子公司上海浦兴投资发展有限公司采用 BT 模式投资、建设，工程投资额分别为航城路暂定为 4.46 亿元（其中前期投资暂定 1.99 亿元，工程投资暂定 2.47 亿元）；唐黄路暂定为 5.90 亿元，（其中前期资金暂定 2.16 亿元，工程资金暂定 3.74 亿元）。项目施工工期约 2 年，回购期为 8 年，回购款每年支付一次。

预计公司在迪斯尼一期的路桥及水上项目等后续项目上有所斩获：一方面，从迪斯尼配套工程已经发标项目的承揽模式来看，BT 是一个重要的模式，这也符合其广泛吸引各种社会资本参与的思路，公司在 BT 项目的丰富经验和区域优势将发挥至关重要的作用；另一方面，后期仍将有大量的迪斯尼配套项目陆续招标，包括公司传统优势的路桥项目，公司有望获得较大份额；此外，水上乐园将成为上海迪斯尼项目一期的一大特点，一期将建一个面积为 0.39 平方公里、周长 5.5 公里的中心湖。结合公司在 2010 年 11 月将“水利和港口工程建设”等业务增加大公司的经营范围，为公司拓展水利工程等新的业务领域提供了良好的发展机遇。

图 4：上海迪斯尼规划草图



资料来源：中信建投证券研究发展部

表 2：全球迪士尼乐园情况

名称	地点	建成时间	占地面积 (公顷)	总投资	相关乐园
迪士尼乐园度假区	美国加州洛杉矶	1955	206	1700 万美元	迪士尼乐园；迪士尼加州冒险乐园
华特迪士尼世界	美国佛罗里达州	1971	12228	7.66 亿美元	神奇王国；艾波卡特中心；迪士尼一米高梅影城；迪士尼动物王国；
东京迪士尼度假区	东京	1983	201	1500 亿日元	东京迪士尼乐园；东京迪士尼海洋；
巴黎迪士尼度假区	巴黎	1992	1942	440 亿美元	巴黎迪士尼乐园；巴黎迪士尼影城；
香港迪士尼度假区	香港	2005	126	240 亿港元	香港迪士尼乐园
上海迪士尼乐园	上海	在建	10710	核心区 245 亿人民币	-

资料来源：中信建投证券研究发展部

浦东新区迎二次发展，十二五基建投资有望达 3000 亿

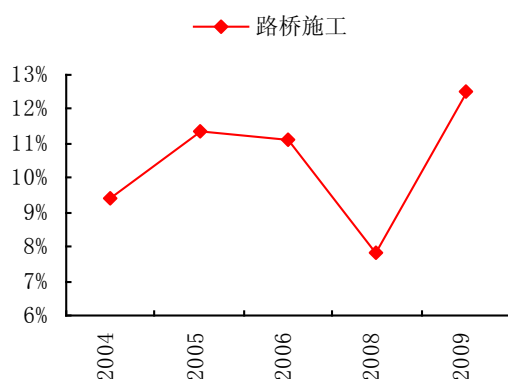
2009 年浦东新区的 GDP 约 4000 亿元，仅深圳的 1/2，也仅领先滨海新区 200 亿元，而 2010 年 GDP 更是将落后滨海新区，浦东新区的改革排头兵的地位受到较大挑战。因此，上海市提出了浦东二次发展计划，长期规划目标是到 2020 年 GDP 占上海全市的比重从目前的 1/4 提升至 1/3 以上。继 2009 年 4 月上海市将南汇区并入浦东后，在 2010 年 12 月初公布的上海十二五规划建议之中，上海市明确要深入推进浦东综合配套改革试点，争取更多先行先试的国家改革试点，以创建国际航运发展综合试验区、现代国际贸易示范区、国家自主创新示范区和探索实施服务业税制改革试点等为重点。浦东新区谋划打造 7+1 的生产力布局，即上海综合保税区板块、陆家嘴金融贸易区板块、张江高科技园区板块、上海临港产业区板块、金桥出口加工区板块、临港新城

板块和以迪士尼主题乐园项目为核心的国际旅游度假区板块，以及后世博板块（表）。相关产业板块的基础设施投资与基建投资将加大力度，全面启动，预计十二五期间浦东新区的基建投资有望达到 3000 亿元。

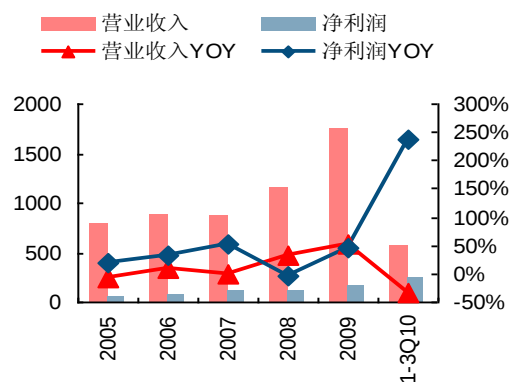
表 3：上海浦东“7+1”生产力布局

板块名称	规划面积（平方公里）	板块定位
上海综合保税区板块	22.76	包括外高桥保税区、洋山保税港区和浦东机场综合保税区，是上海国际航运中心和国际贸易中心建设的主要载体
陆家嘴金融贸易区板块	31.78	上海国际金融中心建设的主要载体，“十二五”期间，将推动上海中心、上海船厂地块、塘东地块等一批功能性项目，约 300 万平的商务楼宇建设
张江高科技园区板块	77.45	这一板块把张江与康桥、国际医学园区、张江东区和中区整合起来，形成了新的创新组团，将成为浦东一个新的重要增长极
7 临港装备制造板块	240	包括重装备产业区、物流园区和主产业区等。重点布局海洋工程、大型船用曲轴、石油平台、发电机组等高端制造、极端制造产业。还有布局在浦东国际机场南端的大飞机项目
金桥出口加工区板块	27.3	把南汇工业园区和空港工业园区整合在一起，形成一个先进制造业组团
临港新城板块	74	积极发展影视产业，打造国际化文化产业基地
国际旅游度假区板块	107.1	发展现代服务业的一个重要载体，包括迪斯尼乐园、三甲港旅游度假区等
1 后世博板块	8	世博区域完全有可能与陆家嘴一起成为新浦东发展金融、会展、商务的“双核”或“双城”。这一地区也是上海国际贸易中心建设的重要载体

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 5：公司核心业务的毛利率水平


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 6：公司近年来收入和净利润总体持续增长


2011 年业绩快速增长有保障

增长驱动力之一：传统路桥工程施工业务恢复至正常盈利水平

多年来公司路桥施工业务对营业收入和毛利的贡献稳定在 90% 和 75% 以上，是公司的核心利润来源，其毛利率总体上也比较稳定，在 09 年收入快速增长下毛利率也达到创新高的 12.5%（图 5）。但 1H10 因为世博会上海项目停工时间较长，导致该项业务收入大幅下降 38%，并带来较大的停工损失（折旧、费用基本照常摊销）。

1H10 公司营业收入也大幅下降 35%（图 6）。1H10 公司利润总额 5.37 亿元，其中投资收益 6.33 亿元，另外剔除掉 0.14 亿元的营业外净收支，1H10 公司主营业务实际亏损 1.1 亿元。而在 2009 年全年主营业务利润为 1.0 亿元，相当于 EPS 为 0.25 元（相比 2007-2008 年大幅增长的原因在于收入规模的显著增加，图 6）。未来公司的路桥施工业务将重归正常，考虑到其施工设备与人员规模，预计公司传统的施工业务将维持在与 2009 年类似的 15-18 亿元的规模，2011 年传统盈利能力也将恢复至类似 2009 年的正常水平，贡献 EPS 约 0.25 元左右。

增长驱动力之二：2011 年起上海三林世博功能区系列 BT 项目等进入回购期

截至 2010 年年底公司累计投资的 BT 项目约 137.5 亿元，剔除包括机场北通道项目等 2010 年前投资的 BT 项目，2010 年投资的 BT 项目在 16 亿左右，其中有常州 BT 项目（合同额约 6 亿元）等将于 2011 年进入回购期。另外，2010 年年底三林世博功能区域的锦绣路等 5 个项目基本已竣工，预计将于 2011 年进入回购期，项目总投资额初步约定 4.69 亿元，回购期 3 年，回购款每年支付一次。预计公司 2011 年进入回购期的 BT 项目总金额粗略估计约 12 亿，贡献投资收益增量约 0.7 亿元；

期待超预期：北通道项目的审价差有望大幅增厚 2011 年利润

北通道项目是公司最大的 BT 项目，项目初定总投资额 106.3 亿元，项目于 2009 年 12 月竣工，回购期从 2010 年-2017 年，共 8 年，回购期利率按照 5 年期以上的贷款利率下浮 10.5%，政府采用等额本息的方式。2010 年 6 月公司控股子公司上海北通投资发展有限公司（公司股比 55%，上海浦东城市建设投资公司占 45%）收到第一期回购款 17.41 亿元。

因该项目规模巨大、施工期较长，利率、材料、人工等成本变动较大，及其他诸多因素，北通道项目的审价未在 2010 年如期完成，预计将在 2011 年完成。若不给予审价差，该项目的年化投资收益率不到 3%，远低于 BT 项目市场的合理水平（同期贷款利率+1-2%），另外考虑到公司的区域优势和政府对公司的政策支持，政府通过正的审价差给予公司补偿的概率较大。但审价差的不确定非常大。如果以中性偏谨慎的 5% 预测，将增厚公司 2011 年 EPS 约 0.77 元。

业绩长期持续增长的关键在于融资

公司的长期发展战略是“投资建设管理运营的专业化服务、集成化运作的城市基础设施投资建设商”，即重点发展 BT、BOT 项目。从公司面临的迪斯尼和浦东二次发展的巨大基建投资带来的良好市场需求来看，公司能承揽的优质 BT 项目基本不用太担心，而决定公司持续增长的关键在于资本/融资。

依靠债务融资能支撑约 40 亿元的 BT 项目规模：尽管公司具有融资渠道丰富、金融创新能力突出的优势，但目前公司的资产负债率为 70.1%，位于较高水平，很难通过大举债务融资进行扩张。在未来的 3 年里，预计公司每年从 BT 项目收回的回购款约 17-20 亿元，归还约 3-4 亿元的利息费用后（假设维持当前的债务融资规模水平）按照 BT 项目 30% 左右的资本金比率，可撬动约 40 亿元的新 BT 项目开发规模，或每年新增约 20 亿元 BT 项目规模（永续），依靠回购款进行滚动开发。

若成功股权融资将加快扩张步伐：2008 年公司通过增发募集资金 12.8 亿元，投向机场北通道项目，迅速将 BT 项目规模提升至百亿元级别，对业绩的提升效应在 2010 年得到体现，1-3Q10 归属母公司的净利润同比增速高达 238%。假如公司通过增发募集资金 20 亿元，可撬动约 70 亿元的新 BT 项目开发规模，每年贡献利润约 3 亿元（不包括审价差）。

盈利预测

考虑到机场北通道项目对公司的利润贡献占比较大，我们单独对其业绩贡献进行了简单测算预测。假设公司对 BT 项目的约定财务利率取 6-12 个月的一年期同期贷款利率下浮 20%，对本金的归还按照 5 年平均计算，国内贷款的基准利率在 2011 年和 12 年都上调 50 个基点。若审价差为 0，则 2010-2012 年 EPS 贡献为 0.44、0.44 和 0.49 元。机场北通道 BT 项目的利润贡献呈稳步上升的趋势，主要是因为本金的归还、加息周期中的息差收入扩大。另外，在中性预期审价差+5%并在 2011 年确认和其他假设条件不变的前提下，预计该项目对公司 2010-2012 年的 EPS 贡献分别为 0.44、1.21 和 0.59 元。

表 4：机场北通道 BT 项目回购期间的利润贡献预测（假设审价差为+5%）

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
年初持有至到期投资（回购基数）	106.34	107.08	101.64	96.34	90.70
实际利率	5.50%	5.95%	6.40%	6.40%	5.95%
回购款	17.41	17.41	17.41	17.41	17.41
投资收益	5.84	6.37	6.50	6.17	5.40
冲减回购基数	11.57	11.04	10.90	11.24	12.01
年末持有至到期投资（回购基数）	94.77	96.04	90.74	85.10	78.69
融资利率	4.08%	4.48%	4.88%	4.88%	4.48%
债务本金	56.00	44.00	32.00	20.00	8.00
财务费用	2.28	1.97	1.56	0.98	0.36
归还本金	12.00	12.00	12.00	12.00	8.00
利润总额	3.56	10.05	4.94	5.19	5.04
净利润	2.78	7.64	3.71	3.89	3.78
EPS 贡献	0.44	1.21	0.59	0.62	0.60

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 5：公司其他 BT 项目回购期间的利润贡献预测（假设审价差为+5%）

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
年初持有至到期投资（回购基数）	9.60	19.40	36.05	41.56	44.76
实际利率	6.45%	6.98%	7.51%	6.98%	6.45%
回购款	2.20	4.70	7.20	9.70	12.20
投资收益	0.62	1.35	2.71	2.90	2.89
冲减回购基数	1.58	3.35	4.49	6.80	9.31
年末持有至到期投资（回购基数）	7.40	26.05	31.56	34.76	35.45
融资利率	4.08%	4.48%	4.88%	4.88%	4.48%
债务本金	8.40	14.70	17.50	18.80	18.60
财务费用	0.34	0.66	0.85	0.92	0.83
归还本金	2.10	4.20	5.70	7.20	8.70
利润总额	0.88	1.30	2.35	2.48	2.55
净利润	0.66	0.97	1.76	1.86	1.91
EPS 贡献	0.19	0.28	0.51	0.54	0.55

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

按照 3 季报的持有至到期的长期投资 104.8 亿剔除机场北通道项目约 95.2 亿元的回购基数，还有 9.6 亿元为在 2010 年处于回购期的 BT 项目的回购基数。另外三林世博系列 BT 项目和常州 BT 等约 12 亿元的 BT 项目将在 2011 年进入回购期，并假设 2012 年又有 10 亿的 BT 项目进入回购期，以及进入回购期的 BT 项目约 5% 的审价差，测算其他 BT 项目在 2010-2012 年对公司的 EPS 贡献分别为 0.19、0.28 和 0.51 元。再加上公司传统的工程施工业务在 2011 年开始恢复至正常的盈利水平和当年竣工的 BT 项目的分包管理利润，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.71、1.73、1.37 元。若不考虑机场北通道 BT 项目的审价差，则 EPS 为 0.71、0.95 和 1.27 元。

估值

我们对公司的估值主要沿用绝对估值法和相对估值法两种方法。

绝对估值法—现金流折现法（FCFE）

我们采用现金流折现法（FCFE）对公司进行估值，假设条件如表 6 所示，得出公司的合理价值为 28.58 元（表 7）。

表 6：FCFE 估值假设

假定	比率
无风险利率 Rf	3.27%
风险溢价 Rm	10.0%
Kd	4.20%
T	22.0%
β	1.40
Ke	12.69%
WACC	9.25%
长期增长率 g	1.0%

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 7：FCFE 估值敏感性测试表

		长期增长率（g）						
		1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%
KE	6.69%	35.70	36.34	37.08	37.96	39.01	40.28	41.84
	7.36%	32.63	33.12	33.68	34.34	35.12	36.05	37.18
	8.09%	29.95	30.32	30.75	31.25	31.83	32.52	33.35
	8.90%	27.59	27.88	28.20	28.58	29.02	29.54	30.15
	9.79%	25.51	25.72	25.98	26.26	26.60	26.98	27.44
	10.77%	23.65	23.82	24.01	24.23	24.48	24.78	25.12
	11.85%	21.98	22.12	22.26	22.43	22.62	22.85	23.10

资料来源：中信建投证券研究发展部

相对估值法——市盈率法（PE）

目前 A 股上市公司中，与公司可比性的主要是国际工程服务商的中工国际，上海建工、隧道股份等上海区域建筑龙头，以及路桥建设、北新路桥等路桥工程区域龙头，和粤水电、安徽水利等区域建筑龙头公司（表 8）。其中，与公司最具可比性的中工国际 2010 年和 2011 年的市盈率分别为 38.8 倍和 30.39 倍，另外两家上海区域工程龙头 2010、2011 年的 PE 分别约 17 倍和 14 倍，所有这些可比上市公司 2010、2011 年的平均市盈率分别为 30.47 倍和 23.27 倍。考虑到公司与中工国际的业务较强的可比性，不考虑北通道审价差，对应 2011 年 30 倍 PE，公司的合理价值为 28.5 元。或参考上海本地两家建筑股 2011 年 14 倍 PE 以及市场普遍给予的增持评级，给予公司 2011 年 16 倍 PE，对应合理价值为 27.68 元。

表 8：A 股代表性建筑工程可比公司相对估值情况

名称	收盘价(1 月 10 日)	总市值(亿元)	EPS			PE			PB
			2009	2010E	2011E	2009	2010	2011	3Q10
浦东建设	20.43	69.10	0.46	0.71	0.95	44.34	28.73	21.41	2.82
中工国际	39.81	123.36	1.11	1.04	1.31	35.86	38.28	30.39	9.41
隧道股份	11.17	86.19	0.49	0.65	0.79	22.80	17.28	14.20	2.06
上海建工	14.80	153.70	0.50	0.85	1.06	29.60	17.36	13.93	2.06
北新路桥	18.91	37.97	0.40	0.42	0.64	47.10	45.35	29.73	5.16
重庆路桥	9.26	42.44	0.22	0.29	0.35	41.84	31.90	26.12	2.85
四川路桥	8.52	25.23	0.09	-	0.29	94.67	-	29.43	3.14
路桥建设	13.57	48.81	0.30	0.56	0.66	45.23	24.23	20.41	2.47
中材国际	38.75	279.47	1.86	1.75	2.31	20.83	22.17	16.79	9.90
海油工程	7.99	302.60	0.30	0.11	0.25	26.63	70.15	32.08	3.30
粤水电	12.35	36.30	0.26	0.40	0.66	48.04	30.52	18.83	2.53
安徽水利	14.21	28.26	0.20	0.37	0.59	71.05	37.96	24.11	4.12
均值						43.97	30.47	23.27	4.27

资料来源：WIND, 中信建投证券研究发展部

估值结论：合理价值 28 元

综合考虑两种估值方法，我们认为给公司的合理价值为 28 元，对应 2010 年和 2011 年的动态市盈率分别是 38.8 倍和 16.2 倍。

投资评价和建议

我们测算的公司合理价值为 28 元，相对 1 月 11 日的 20.43 元收盘价还有 30% 以上的空间，因此首次给予公司“增持”的投资评级，推荐的核心逻辑为：

- **公司 2011 年业绩快速增长确定性高**，驱动因素为传统施工业务盈利回归正常水平，和机场北通道 BT 项目的审价差收入。
- **公司估值还有提升空间**：考虑到公司 BT 项目的可快速复制性，以及轻资产特征，可以参考同样为工程集成服务商的中工国际等公司给予估值溢价。目前价格对应 2011 年的 PE 仅 12.9 倍，若不考虑北通道审价收入的话是 22 倍，估值并不高；



- **迪斯尼和浦东二次发展提供新发展契机：**公司作为浦东的区域工程龙头，将是最大受益者，并具有良好的主题投资机会；
- 公司快速发展的主要瓶颈是资本，我们的盈利预测未考虑成功股权融资。**若公司能成功股权融资，将加速发展步伐，业绩也将明显超过我们的预期。**

风险分析

1、BT 项目审价差不确定较大：尽管公司累计 BT 项目经验多达 62 个，极少项目出现审价差为负的情况。但项目的审价受工程材料、人工、工程量、利率等诸多因素的变动，以及审计方法等主观因素的影响，不确定很大，不排除个别项目为负从而明显影响当期利润的风险；

2、BT 项目回款风险：尽管公司的 BT 项目集中在上海、江浙等经济发达、政府信用较好的长三角地区，但受地方融资平台清理、房地产宏观调控对地方财政收入的影响，公司 BT 项目的回购款的按期回收可能存在一定的风险；

3、BT 项目质量工期风险：公司重点拓展 BT 项目市场，对大部分 BT 项目基本是对外招标，公司负责分包管理，并制定了较为完善的质量、工期等风险控制体系，但不排除随着规模的快速扩张，个别分包项目出现质量问题和工期延迟的风险。



指标分析

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	53.17%	-34.89%	77.98%	-21.20%
营业利润	54.94%	162.47%	160.04%	-32.74%
归属于母公司净利润	43.03%	54.42%	142.50%	-20.50%
获利能力				
毛利率	13.77%	13.68%	37.87%	12.82%
净利率	9.34%	32.39%	46.53%	39.93%
ROE	4.95%	10.05%	20.45%	12.29%
ROIC	4.25%	5.19%	10.62%	7.17%
偿债能力				
资产负债率	70.99%	72.31%	67.84%	63.50%
净负债比率	79.64%	64.01%	52.97%	58.08%
流动比率	0.21	0.66	0.62	0.30
速动比率	0.11	0.42	0.37	0.09
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.09	0.15	0.11
应收账款周转率	7.12	3.50	6.00	6.00
应付账款周转率	2.64	2.00	5.00	5.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.71	1.73	1.37



每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	-1.04	3.55	-1.57
每股净资产(最新摊薄)	6.46	7.17	8.90	10.09
估值比率				
P/E	39.63	27.83	11.48	14.43
P/B	2.83	2.76	2.23	1.96
EV/EBITDA	26.19	20.49	10.15	15.31



报表预测

	2009	2010E	增长率	2011E	增长率	2012E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	1759.75	1145.83	-34.89%	2039.35	77.98%	1606.96	-21.20%
营业成本	1517.49	989.07	-34.82%	1266.97	28.10%	1401.02	10.58%
营业税金及附加	36.14	23.49	-35.00%	41.81	77.98%	32.94	-21.20%
营业费用	2.94	1.83	-37.64%	2.45	33.49%	2.57	5.06%
管理费用	69.26	74.48	7.53%	79.53	6.79%	88.38	11.13%
财务费用	23.92	270.31	1030.06%	265.71	-1.70%	243.59	-8.33%
资产减值损失	9.05	0.00	-100.00%	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!
公允价值变动收益	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!
投资净收益	75.40	676.24	796.86%	820.77	21.37%	971.13	18.32%
营业利润	176.35	462.88	162.48%	1203.66	160.04%	809.58	-32.74%
营业外收入	29.69	15.00	-49.48%	15.00	0.00%	15.00	0.00%
营业外支出	2.88	2.00	-30.56%	2.00	0.00%	2.00	0.00%
利润总额	203.17	475.88	134.23%	1216.66	155.67%	822.58	-32.39%
所得税	38.75	104.69	170.17%	267.66	155.67%	180.97	-32.39%
净利润	164.42	371.18	125.75%	948.99	155.67%	641.61	-32.39%
少数股东损益	5.00	125.00	2400.00%	352.00	181.60%	167.00	-52.56%
归属母公司净利润	159.42	246.18	54.42%	596.99	142.50%	474.61	-20.50%
EBITDA	257.03	762.15	196.52%	1461.23	91.73%	1045.11	-28.48%
EPS（摊薄）	0.46	0.71	54.68%	1.73	142.50%	1.37	-20.50%
资产负债表（百万元）							
流动资产	1632.75	1994.86	22.18%	2466.70	23.65%	1251.82	-49.25%
现金	464.67	917.77	97.51%	1065.94	16.14%	160.70	-84.92%
应收账款	318.81	335.95	5.38%	343.83	2.35%	191.82	-44.21%
其它应收款	16.76	6.16	-63.27%	34.63	462.56%	0.00	-100.00%
预付账款	13.93	31.90	129.01%	36.08	13.09%	17.49	-51.52%
存货	818.57	703.08	-14.11%	986.21	40.27%	881.82	-10.59%
其他	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!
非流动资产	9811.08	11334.87	15.53%	11961.23	5.53%	13057.27	9.16%
长期投资	378.23	408.23	7.93%	456.23	11.76%	506.23	10.96%
固定资产	101.29	111.09	9.67%	105.23	-5.27%	99.70	-5.26%
无形资产	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!	0.00	#DIV/0!
其他	9331.56	10815.56	15.90%	11399.78	5.40%	12451.34	9.22%
资产总计	11443.83	13329.73	16.48%	14427.93	8.24%	14309.09	-0.82%
流动负债	7626.69	3042.74	-60.10%	3994.32	31.27%	4139.37	3.63%
短期借款	6011.60	800.00	-86.69%	800.00	0.00%	1551.94	93.99%
应付账款	672.23	316.85	-52.87%	189.94	-40.05%	370.47	95.04%



上市公司调研深度报告

其他	942.86	1925.90	104.26%	3004.38	56.00%	2216.97	-26.21%
非流动负债	496.74	6595.41	1227.74%	5793.04	-12.17%	4947.23	-14.60%
长期借款	457.86	4295.41	838.15%	3293.04	-23.34%	2547.23	-22.65%
其他	38.88	2300.00	5815.64%	2500.00	8.70%	2400.00	-4.00%
负债合计	8123.43	9638.15	18.65%	9787.36	1.55%	9086.60	-7.16%
少数股东权益	1085.77	1210.77	11.51%	1562.77	29.07%	1729.77	10.69%
归属母公司股东权益	2234.62	2480.80	11.02%	3077.80	24.06%	3492.71	13.48%
负债和股东权益	11443.83	13329.73	16.48%	14427.93	8.24%	14309.09	-0.82%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	534.18	-359.19	-167.24%	1227.64	-441.78%	-542.51	-144.19%
净利润	164.42	371.18	125.75%	948.99	155.67%	641.61	-32.39%
折旧摊销	53.87	33.15	-38.47%	23.73	-28.42%	27.15	14.43%
财务费用	23.92	270.31	1030.06%	265.71	-1.70%	243.59	-8.33%
投资损失	-75.40	-676.24	796.86%	-820.77	21.37%	-971.13	18.32%
营运资金变动	365.17	-355.21	-197.27%	610.03	-271.74%	-383.73	-162.90%
其它	2.20	-2.39	-208.70%	199.95	-8461.45%	-100.00	-150.01%
投资活动现金流	-2696.02	-878.31	-67.42%	170.74	-119.44%	-152.06	-189.06%
资本支出	42.86	-2263.57	-5381.31%	-205.86	-90.91%	94.47	-145.89%
长期投资	-4.52	-30.00	563.72%	-48.00	60.00%	-50.00	4.17%
其他	-2657.69	-3171.88	19.35%	-83.12	-97.38%	-107.59	29.44%
筹资活动现金流	2068.18	1690.61	-18.26%	-1250.21	-173.95%	-962.62	-23.00%
短期借款	1790.13	-5211.60	-391.13%	0.00	-100.00%	0.00	#DIV/0!
长期借款	400.00	3837.55	859.39%	-1002.37	-126.12%	-745.81	-25.60%
其他	-121.95	3064.66	-2613.05%	-247.84	-108.09%	-216.81	-12.52%
现金净增加额	-93.67	453.10	-583.72%	148.17	-67.30%	-1657.19	-1218.46%



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

分析师介绍

田东红：中南大学经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，10 年证券行业研究经历。2009 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

郑 军：建筑及水务行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，4 年证券从业经验，中级会计师；2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

韩 梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建材及轻工制造行业研究员。3 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。