



上市公司新股研究报告

证券研究报告
建筑工程—房建

建议询价区间：3.92-5.22 元

宁波建工（601789）

2011 年 8 月 2 日

具备制度优势的民营区域建筑龙头

建筑工程行业首席分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047

kljiang@htsec.com
021-23219422

赵 健
联系人

zhaoj@htsec.com
021-23219472

合理价值区间：4.35-5.80 元；建议询价区间：3.92-5.22 元

投资要点：

宁波建工是宁波建筑施工龙头，宁波市场占有率第一。作为一家早期改制的民营企业，公司具备一定的制度优势，同时公司资质齐全，可提供从设计到末端装饰的全产业链服务。公司拟发行不超过 1 亿股，发行后总股本不超过 4.0066 亿股。

1. 公司由国企改制而来，董事长徐文卫等 7 人为一致行动人，实际控制公司；部分高管通过直接和间接方式持有公司股权；

2. 公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级等 14 项资质，可提供从设计到末端装饰的全产业链服务，业务种类齐全；

3. 公司业务收入的 70% 来自宁波地区，近年来省外区域收入占比逐步提高，最近两年 CAGR 达到 38.4%，增长迅速；

4. 今年上半年宁波地区固定资产投资和房地产开发投资仍然保持在高位，我们预计未来 3 年增速有望稳定在 10% 以上；

5. 公司 86% 的收入来自于房建及安装业务，装饰业务近两年稳定增长，目前收入占比约为 9%；

6. 公司的 ROA 和总资产周转率领先于同行，我们认为作为一家早期改制的民营企业，公司的资金运用效率更高。

7. 公司的回款情况好于龙元建设，但不及上海建工，近两年资产减值损失略微上升，主要由于部分诉讼造成的准备计提；

综合考虑，我们认为公司是国内质地优良的民营建筑企业，公司立足宁波，逐步开拓省外市场，未来有望实现稳步增长，预计 2011-2013 年 EPS 为 0.29 元、0.40 元、0.49 元，两年 CAGR 为 29.46%，给予 2011 年 15-20 倍 PE，合理价值区间为 4.35-5.80 元，考虑二级市场 10% 的收益，建议询价区间为 3.92-5.22 元。

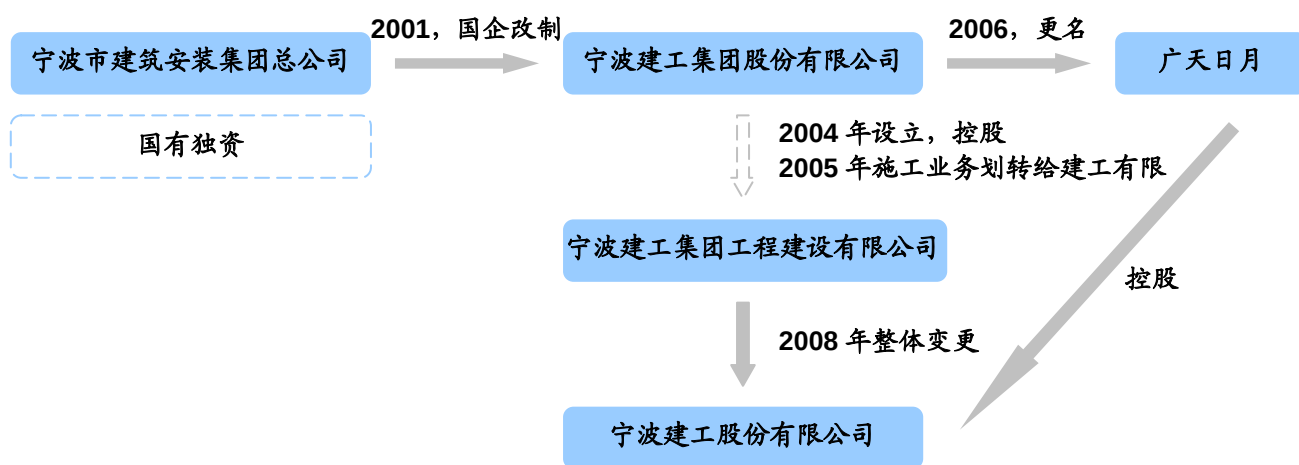
1. 一致行动人实际控制公司，部分高管持有股权

宁波建工核心业务主要为房建、市政及装饰施工等业务，为宁波地区的龙头建筑施工企业。

宁波建工前身为宁波建工集团工程建设有限公司（“建工有限”），建工有限成立于 2004 年年底，当时控股股东为宁波建工集团股份有限公司（“建工集团股份”），2005 年建工集团股份将其与建筑施工业务相关的主要分支机构及其相应资产、业务和人员一并划转给建工有限。2008 年建工有限整体变更为宁波建工股份有限公司（“宁波建工”）。

广天日月前身为国有独资企业宁波市建筑安装集团总公司（“建安集团”），2001 年完成国企改制，将资产转让给建安集团职工，更名为宁波建工集团股份有限公司，后在 2006 年进一步更名为广天日月。目前广天日月为宁波建工控股股东。

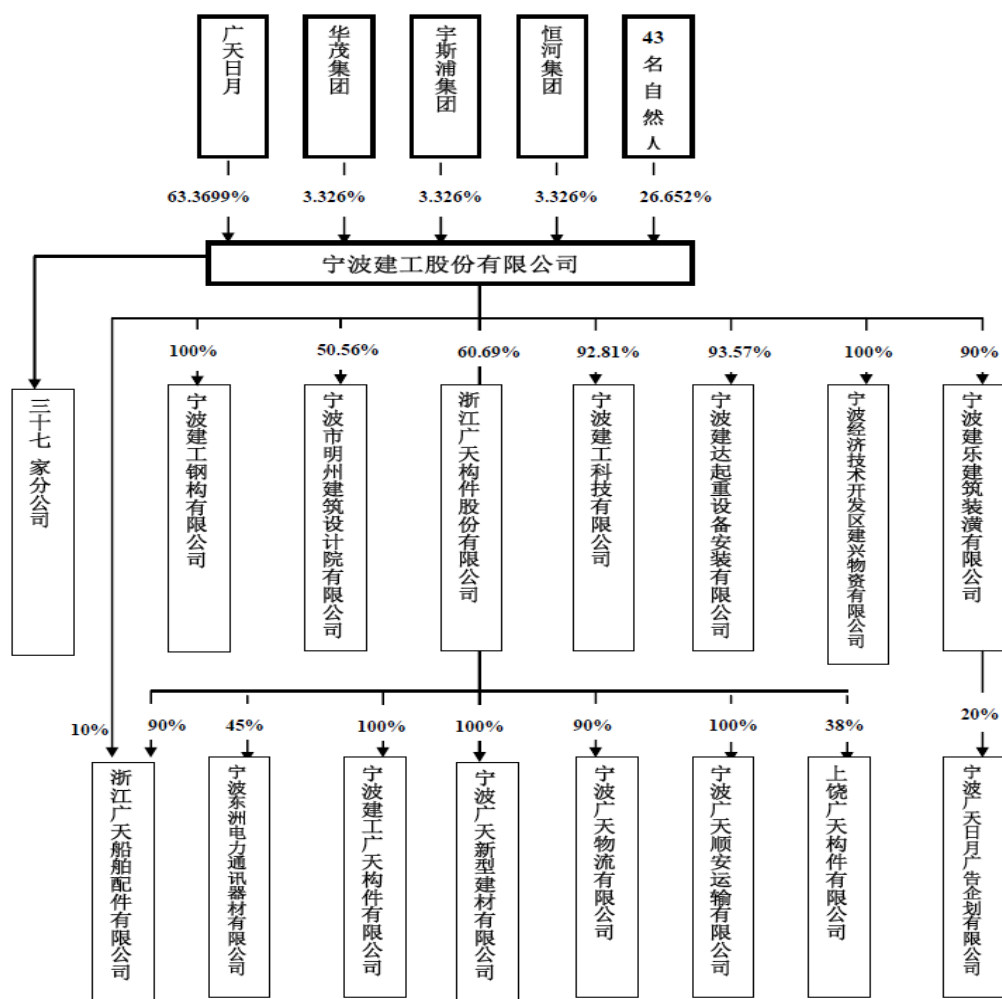
图 1 宁波建工历史沿革



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

目前，广天日月为公司控股股东，持有公司发行前 63.37%的股权。宁波建工控股 7 家子公司，涉及到从设计到施工的全产业链业务。

图 2 宁波建工发行前股权结构



公司董事长徐文卫等 7 人签署了一致行动协议，7 人合计持有广天日月 50.44%的股权，实际控制公司。同时公司董事长、总经理等持有公司股权。

表 1 公司高管持股情况（万股）

姓名	直接持股	间接持股	合计持股	发行前比例（%）	发行后比例（%）	广天日月职位	宁波建工职位
王一丁	2083.2	4208.25	6291.45	20.93	15.70	副董事长	
何明德	1000	74.76	1074.76	3.57	2.68		
鲍林春	500	74.76	574.76	1.91	1.43		董事
乌家瑜	300	1121.50	1421.50	4.73	3.55	副董事长	监事会主席
陈建国	300	1134.59	1434.59	4.77	3.58	董事	董事
潘信强	300	1132.71	1432.71	4.77	3.58	副董事长	副董事长
徐文卫	300	560.74	860.74	2.86	2.15	董事长、总裁	董事长
翁海勇	300	616.83	916.83	3.05	2.29		董事、总经理
陈贤华	200	760.38	960.38	3.19	2.40	董事	董事
胡茂璋	200	560.74	760.74	2.53	1.90	财务总监	
戴兵	200	560.74	760.74	2.53	1.90	副董事长	
范尧根	150	571.96	721.96	2.40	1.80	董事、副总裁	

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2. 区域建筑龙头，业务种类齐全

公司是宁波建筑行业的龙头企业，市场占有率第一，公司拥有总承包资质 3 项、专业承包资质 9 项、设计资质 4 项，能提供从设计到最后装修的全产业链服务。

表 2 公司资质情况

总承包	
1	房屋建筑工程施工总承包特级
2	市政公用工程施工总承包壹级
3	机电安装工程施工总承包壹级
专业承包	
4	钢结构工程专业承包壹级
5	消防设施工程专业承包壹级
6	建筑智能化工程专业承包壹级
7	建筑装修装饰工程专业承包壹级
8	建筑幕墙工程专业承包壹级
9	预拌商品混凝土专业承包贰级
10	混凝土预制构件专业贰级
11	地基与基础工程专业承包叁级
12	城市园林绿化叁级资质
设计	
13	工程设计甲级
14	建筑智能化系统集成（其中消防系统除外）专项工程设计甲级
15	建筑装修专项工程设计甲级
16	建筑幕墙专项工程设计甲级

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司，一级建筑师、建造师、结构师等各类注册工程师约 169 名。公司有国家级、省级工法 26 项；获授权专利 26 项，其中 6 项发明专利，20 项实用新型专利。2007-2009 年每年各获得“鲁班奖”一项，在装饰领域，获得全国建筑装饰工程奖两项。

表 3 公司近期重要奖项

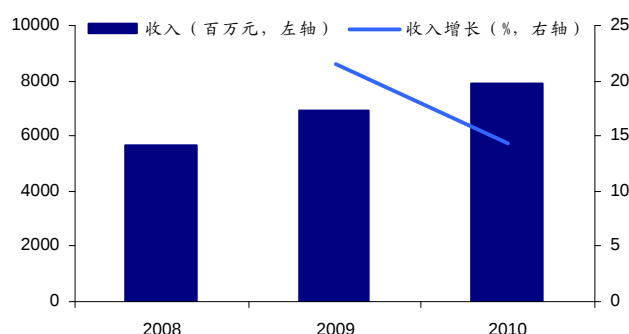
房建领域		
序号	项目名称	所获奖项
1	宁波科技广场综合办公楼	2010 鲁班奖
2	和义路滨江一号地块工程(万豪中心)	2008 年鲁班奖
3	丽水市财税大楼工程	2007 鲁班奖
装饰领域		
序号	项目名称	所获奖项
1	宁波万盛商务大厦 1 号楼幕墙工程	2009 年度全国建筑装饰工程奖
2	宁波市和义路滨江 1 号地块装饰工程	2008 年度全国建筑装饰工程奖

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3. 业务集中于宁波，装饰业务增长稳定，省外业务拓展迅速

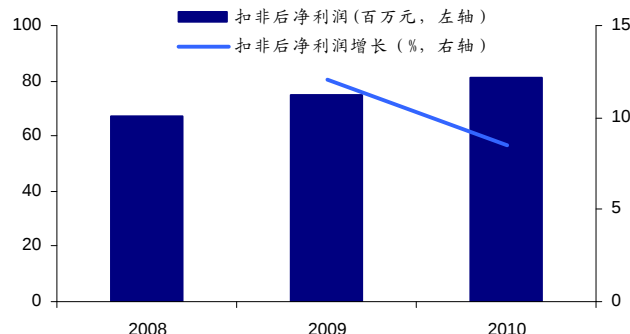
公司在过去 3 年中并表的子公司有所变化，也涉及到因胜诉导致的坏账准备转回，因此导致公司净利润略有波动，同时收入增长快于扣非后的归属母公司净利润增长，**2010 年收入同比增长 14.40%，扣非后净利润增长 8.55%**。

图 3 2008-2010 年公司各项业务收入情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

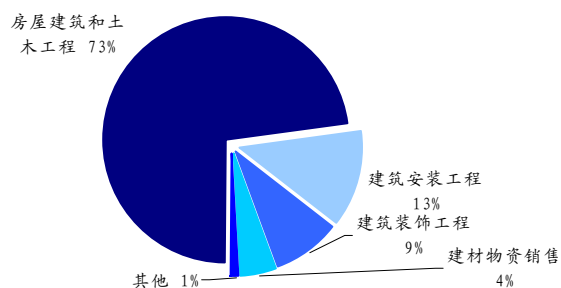
图 4 2008-2010 年公司扣非后净利润情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

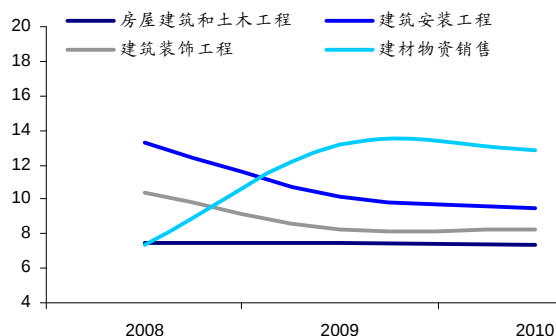
公司业务**房建和安装业务合计占到收入的 86%，房建毛利率基本维持在 7.5%左右**，建材销售毛利率最高，2010 年毛利率达到 12.85%。

图 5 2008-2010 年公司各项业务收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

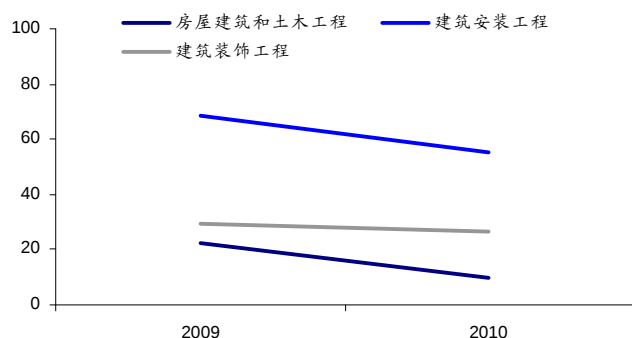
图 6 2008-2010 年公司各项业务毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

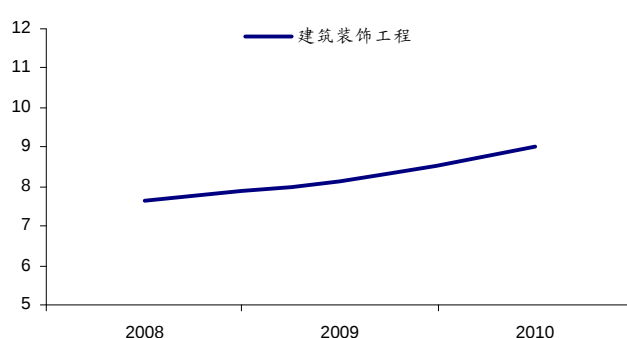
公司装饰业务毛利率低于专业上市公司，近两年都维持在 8.28% 左右，但增长稳定，2009 年和 2010 年增速分别为 29.39% 和 26.42%，收入占比也从 2008 年的 7.66% 上升到 2010 年的 9.00%。

图 7 2008-2010 年公司各项业务收入增长情况 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

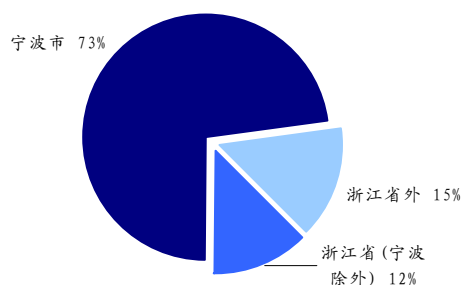
图 8 2008-2010 年公司装饰业务收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

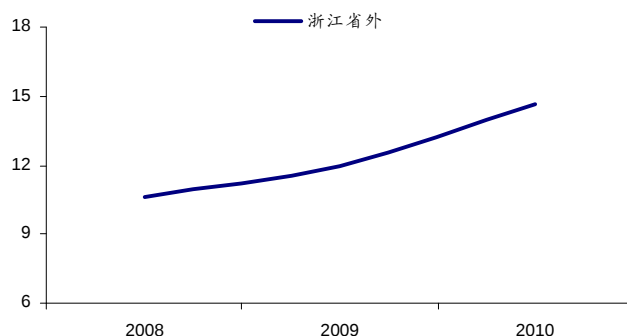
公司宁波市内的收入在 2008 年达到 78.22%，2009 和 2010 年都稳定在 70% 左右。最近三年，省外收入有所上升，从 2008 年的 6.05 亿元上升到 2010 年的 11.60 亿元，CAGR 达到 38.4%，增长势头迅猛。

图 9 2010 年公司收入的地域分布 (%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 10 2008-2010 年公司浙江省外收入占比 (%)

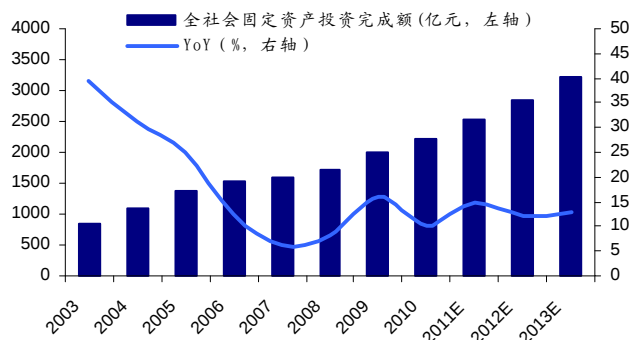


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 宁波市内投资增长未来有望继续维持在 10%以上

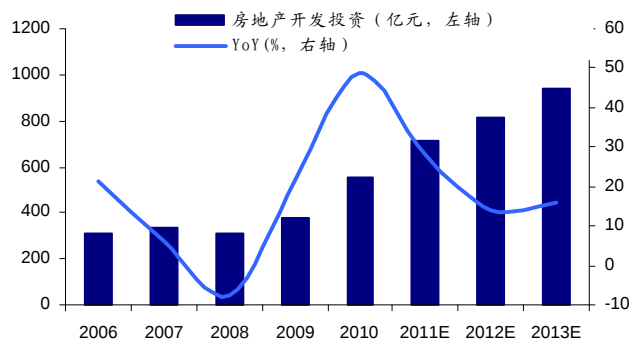
宁波作为浙江省内的重要城市，固定资产投资一直维持在较高水平，一般占到浙江全省固定资产投资的 15%-20%。2010 年宁波全社会固定资产投资达到 2206.5 亿元，同比增长 10.1%，其中房地产开发投资 557.3 亿元，同比增长 48.8%。

图 11 2003-2013E 宁波全社会固定资产投资情况



资料来源：宁波市统计局，海通证券研究所

图 12 2006-2013E 宁波房地产开发投资情况



资料来源：宁波市统计局，海通证券研究所

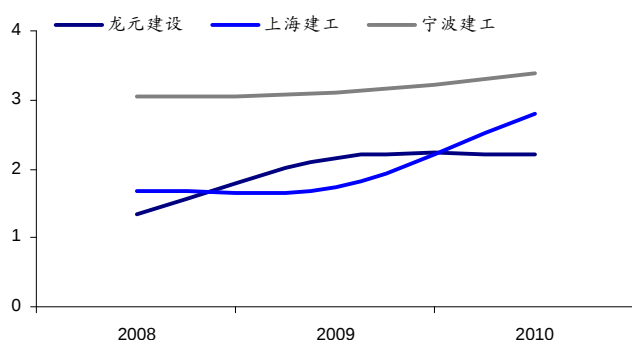
根据宁波统计局的统计，2011 年上半年，宁波完成固定资产投资 1085 亿元，同比增长 20.1%。其中基础设施投资 318.6 亿，同比增长 23.2%；房地产开发投资 349 亿元，同比增长 35.8%。住宅投资 200.6 亿元，增长 38%。商品房销售面积 232.95 万平方米，同比下降 11.2%。其中，住宅销售面积下降 12.4%。

我们预计，如果地产调控不放松，下半年及明年房地产开发投资和固定资产投资将有一定的压力，但未来三年宁波本地的建筑市场仍然有望保持 10%以上的增长。

5. 资金运用效率同行领先

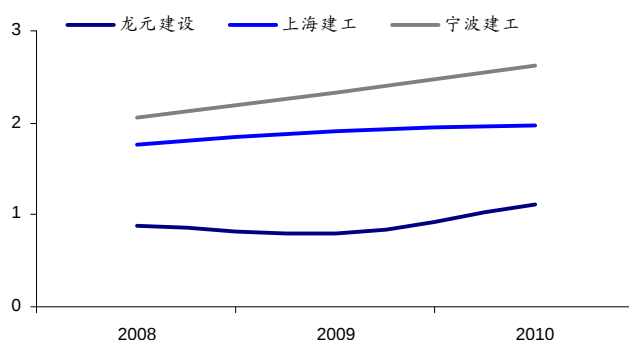
公司 ROA 达到 3.24%，明显高于上海建工的 2.78% 和龙元建设的 2.21%。同时，公司的总资产周转率在 2010 年也达到 2.61%，高于上海建工的 1.96% 和龙元建设的 1.12%。我们认为，作为一家较早经过改制的民营企业，公司的资金运用效率领先于同行，我们预计上市后在资本充裕的情况下，公司有望保持稳定增长。

图 13 2008-2010 年各公司 ROA (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 14 2008-2010 年各公司总资产周转率

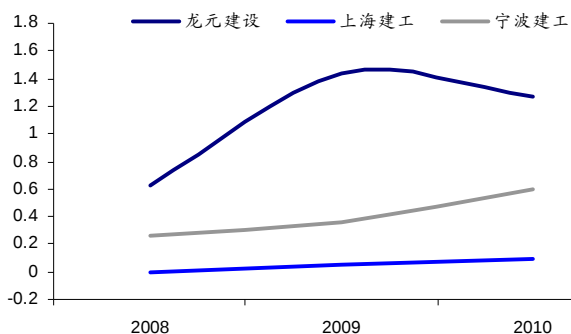


资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 回款控制良好

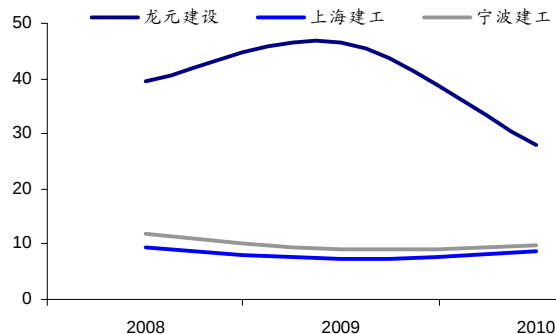
公司目前涉及到一些诉讼，但计提了相应的准备，同时这一指标近两年来处于上升状态。以过去三年的资产减值损失的收入占比衡量，公司低于龙元建设，但高于上海建工，应收账款净值/收入水平也介于两者之间。我们认为，公司的诉讼风险基本处于可控状态，应收账款比例较低。

图 15 2008-2010 年各公司资产减值损失/收入（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 16 2008-2010 年各公司应收账款/收入（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 募投项目降低采购成本，增加施工机械

公司募投项目主要涉及到增加施工机械，同时建立主材物流中心。主材物流中心主要目标是年供应建筑主材（钢材）40 万吨，基本实现覆盖公司在宁波市范围完成工程项目 70% 的钢材供应，并争取到 2011 年实现对外年供钢材 10 万吨以上。我们预计大规模采购钢材将给公司带来显著的成本节约。

表 4 公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资（万元）	本次募集资金投入（万元）
1	科研生产基地建设项目	4,236	4,236
2	施工机械设备购置项目	22,715	22,715
3	主材物流中心项目	16,138	8,000
4	外地分公司投资项目	7,425	7,425
合计		50,514	42,376

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

8. 业绩预测和估值

我们认为公司作为一家早期改制的民营施工企业，业务开拓具备一定的制度优势，综合考虑行业情况，预计 2011-2013 年 EPS 为 0.29 元、0.40 元、0.49 元，两年 CAGR 为 29.46%，给予 2011 年 15-20 倍 PE，合理价值区间为 4.35-5.80 元，考虑二级市场 10% 的收益，建议询价区间为 3.92-5.22 元。

9. 主要风险

回款风险；诉讼风险；地产调控风险。

报表分析和预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7926.67	8954.11	9846.56	10808.5
营业成本	7292.51	8235.82	9057.08	9940.86
营业税金及附加	270.80	308.92	339.71	372.89
营业税率 (%)	3.42	3.45	3.45	3.45
销售费用	5.65	16.12	16.74	15.13
销售费用率 (%)	0.07	0.18	0.17	0.14
管理费用	144.95	170.13	183.15	194.55
管理费用率 (%)	1.83	1.90	1.86	1.80
财务费用	35.15	15.27	5.71	-0.92
财务费用率 (%)	0.44	0.17	0.06	-0.01
期间费用率 (%)	2.34	2.25	2.09	1.93
资产减值损失	47.88	51.11	26.08	16.84
投资收益	7.98	8.00	7.00	7.00
营业利润	137.70	164.75	225.09	276.14
营业外收入	8.92	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	137.22	164.75	225.09	276.14
所得税	34.76	41.19	56.27	69.03
所得税率	25.33	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	4.21	6.18	8.44	10.36
归属于母公司股东的净利润	98.25	117.38	160.38	196.75
EPS (元)	0.25	0.29	0.40	0.49
盈利能力指标 (%)	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	8.00	8.02	8.02	8.03
EBITDA Margin	2.88	2.87	2.99	3.07
EBIT Margin	2.68	2.49	2.54	2.64
营业利润率	1.74	1.84	2.29	2.55
净利率	1.24	1.31	1.63	1.82
ROA	3.24	3.22	3.78	4.29
ROE	19.39	15.06	14.77	15.90
盈利增长 (%)	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	14.40	12.96	9.97	9.77
主营利润增长率	11.47	13.27	9.91	9.90
EBITDA 增长率	7.86	12.57	14.44	12.71
EBIT 增长率	8.01	4.88	11.99	14.08
净利润增长率	17.19	19.48	36.63	22.68
偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率 (%)	81.71	73.79	72.47	70.80
流动比率	1.10	1.21	1.22	1.27
速动比率	0.77	0.86	0.89	0.92
现金比率	0.15	0.24	0.25	0.26
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	31.84	33.22	33.41	33.43
存货周转天数	39.34	41.82	41.80	40.08
总资产周转率	2.61	2.46	2.32	2.35

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	388.53	716.33	787.72	864.68
存货	864.23	1049.24	1054.24	1159.50
应收账款	782.16	870.34	957.09	1050.59
其他流动资产	829.50	977.26	1075.68	1181.63
流动资产	2864.42	3613.18	3874.73	4256.40
流动资产占比	0.89	0.89	0.88	0.89
固定资产	159.96	282.02	361.75	337.90
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	109.47	109.44	109.42	109.39
其他非流动资产	72.93	76.04	65.93	63.91
非流动资产	342.36	467.50	537.10	511.21
非流动资产占比	0.11	0.11	0.12	0.11
资产总计	3206.78	4080.67	4411.83	4767.61
短期借款	503.50	591.94	531.37	445.04
应付账款	1079.79	1194.19	1313.28	1441.42
其他流动负债	1017.11	1204.92	1332.81	1469.18
流动负债	2600.39	2991.06	3177.45	3355.64
流动负债占比	0.99	0.99	0.99	0.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	20.00	20.00	20.00	20.00
非流动性负债	20.00	20.00	20.00	20.00
非流动负债占比	0.01	0.01	0.01	0.01
负债合计	2620.39	3011.06	3197.45	3375.64
股本	300.66	400.66	400.66	400.66
资本公积	34.96	309.36	309.36	309.36
留存收益	205.18	307.83	444.15	611.39
少数股东权益	45.58	51.76	60.20	70.56
股东权益合计	586.39	1069.61	1214.38	1391.97
负债股东权益总计	3206.78	4080.67	4411.83	4767.61
现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	98.25	117.38	160.38	196.75
折旧摊销	15.63	33.98	44.34	46.54
营运资金变动	-49.02	-169.84	30.73	-57.04
其他	92.96	64.55	33.23	19.28
经营活动现金流	157.82	46.08	268.67	205.53
资本支出	-104.24	-159.12	-113.94	-20.65
投资收益	14.08	8.00	7.00	7.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-90.16	-151.12	-106.94	-13.65
债务变化	-190.29	73.18	-66.28	-85.41
股票发行	0.00	374.40	0.00	0.00
其他	0.00	-14.74	-24.06	-29.51
筹资活动现金流	-190.29	432.84	-90.34	-114.92
现金净流量	-122.62	327.80	71.40	76.96
每股经营性现金流 (元)	0.52	0.12	0.67	0.51

信息披露

分析师声明

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、上海建工、海油工程、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中铁二局、精工钢构、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、棕榈园林、铁汉生态。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。