



新城建设中崛起的BT服务提供商

——浦东建设（600284）调研快报

2011年12月20日

推荐/首次

浦东建设

调研快报

郑闵钢	建筑工程行业分析师	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.ent.cn
联系人: 张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn

事件:

今天我们与浦东建设的董秘及证代会面，了解了公司的经营模式及公司未来的发展前景。

关注 1: 公司着眼长三角城镇化，立足浦东城市基础设施建设

公司认为，下一个十年的城镇化是保障体系建立好之后的城镇化。目前我们的城市化建设和美国还差很远，浦东还有很大空间。从浦东的细部区域来看，目前陆家嘴地区做的很好，但往东和往南的基础设施很差，因此城市基础设施建设还有空间。世博会后公司新增有浦东迪士尼配套设施项目。从可持续性来讲，长三角的城镇化仍将继续，同时伴随着产业结构调整，重工业往西部移，东部留下轻工业和服务业。基础设施建设未必有爆发性的空间但增长还会比较稳定，基础设施建设仍有 10 年的较好时期。

关注 2: 利润结构调整已完成，可持续性大大增强

利润结构调整基本已经完成，以前是靠施工，上市之后加大投资管理业务的比例，主营的施工业务已经不是利润的支撑，投资管理占 90%以上。目前公司在行业内靠前，投融资业务在拓展，正在做大做强知识密集型和资本密集型的投融资业务，这使利润的增长和可持续性得到更大保障。

关注 3: 公司是专业的 BT (build-transfer, 建造并移交) 项目投资商

公司目前的商业模式主要是依靠承接 BT 项目并进行投资管理，投资规模达 180 亿，利润来源有三方面：1、管理性收入，即政府回购价款与项目实际投资支出的价差。2、政府补贴利息收入与实际利息收入差额。3、施工业务毛利。公司的 BT 项目投资与其他施工单位的不同之处在于公司的 BT 项目并不是为了拉动施工业务，而是单纯的投资管理运营。公司目前已经组建了专门的投融资管理团队进行专业化管理，同时公司有意控制施工队伍人员和固定资产的增加量以削减成本，逐步向专业的投资管理方向转型。

关注 4: 公司具有明显的先发优势

首先，公司在市政基础方面建立了信誉或者口碑；其次，公司的道路施工在浦东占了绝大部分；第三，公司通过各种市政基础设施业务，与政府建立起了良好的合作基础。

关注 5: 公司对风险把控严格

对于公司来说，做 BT 最大的风险是政府回购风险。因此公司以长三角为主要选择的地区，并只考虑信用好、财政实力强的地方政府作为合作对象。目前除了浦东地区，公司在常州、无锡和嘉兴地区跟当地政府均有较多的合作。

投资建议：

公司隶属于浦东区国资委，并且在基础设施建设方面有较为雄厚的实力，公司在项目获取方面有较大优势。公司转型 BT 项目投资商，较传统的施工业务有更大的发展和利润空间，目前公司这方面的业务架构和管理支持已经明显领先于其他传统施工业务较强的企业。目前公司处在转型及发展期，目前公司的发展受制于资金的瓶颈，如果公司融资方面有所突破，将对股价形成较强的刺激。我们预计公司 2011 年至 2013 年的销售收入分别达 11.66 亿元、14.96 亿元和 19.97 亿元，每股收益分别为 0.69 元、0.82 元和 0.93 元，对应的 PE 分别为 11.48、9.57 和 8.47。我们首次给予“推荐”的投资评级。按 12 年业绩 12 倍 PE，我们给予公司六个月的目標价为 10 元。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	3030	1431	1943	2830	营业收入	932	1166	1496	1997
货币资金	521	350	449	711	营业成本	806	1008	1288	1719
应收账款	306	319	410	547	营业税金及附加	19	23	30	40
其他应收款	14	18	23	31	营业费用	2	2	3	4
预付款项	34	54	79	114	管理费用	76	70	90	120
存货	620	691	882	1178	财务费用	272	309	344	404
其他流动资产	0	0	99	249	资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	9869	9953	10794	11505	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	393	393	393	393	投资净收益	682.80	696.46	780.03	873.64
固定资产	88	77	67	57	营业利润	439	449	522	584
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	19.56	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	4.10	5.00	5.00	5.00
资产总计	12899	11384	12736	14335	利润总额	455	464	537	599
流动负债合计	2274	1484	1130	1158	所得税	93	93	118	144
短期借款	641	646	168	0	净利润	362	371	419	455
应付账款	599	552	706	942	少数股东损益	134	134	134	134
预收款项	131	108	78	38	归属母公司净利润	228	237	285	321
非流动负债合计	6619	5807	7437	8937	EBITDA	727	769	876	998
长期借款	4300	5800	7300	8800	BPS (元)	0.66	0.69	0.82	0.93
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	8892	7291	8567	10095		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1588	1722	1855	1989	成长能力				
实收资本(或股本)	346	346	346	346	营业收入增长	-47.1%	25.12%	28.36%	33.46%
资本公积	1401	1401	1401	1401	营业利润增长	123.9%	2.16%	16.21%	11.95%
未分配利润	582	459	311	144	归属于母公司净利润增长	43.2%	3.88%	20.02%	12.87%
归母公司股东权益合计	2419	2371	2314	2250	获利能力				
负债和所有者权益	12899	11384	12736	14335	毛利率(%)	13.49%	13.50%	13.91%	13.91%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	38.88%	31.84%	27.98%	22.80%
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	1.77%	2.08%	2.24%	2.24%
经营活动现金流	32	-705	-166	-433	ROE(%)	9%	10%	12%	14%
净利润	362	371	419	455	偿债能力				
折旧摊销	15.21	0.00	10.44	10.44	资产负债率(%)	69%	64%	67%	70%
财务费用	272	309	344	404	流动比率	1.33	0.96	1.72	2.44
应付帐款的变化	0	-47	153	236	速动比率	1.06	0.50	0.94	1.43
预收帐款的变化	0	-23	-30	-40	营运能力				
投资活动现金流	0	2020	-71	152	总资产周转率	0.08	0.10	0.12	0.15
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	2.98	3.73	4.10	4.17
长期投资	393	393	393	393	应付账款周转率	1.47	2.02	2.38	2.42
投资收益	683	696	780	874	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-1486	336	543	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.69	0.82	0.93
短期借款	641	646	168	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.16	-0.50	0.29	0.76
长期借款	4300	5800	7300	8800	每股净资产(最新摊薄)	6.99	6.85	6.69	6.50
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	11.93	11.48	9.57	8.47
财务费用	0.00	-309	-344	-404	P/B	1.13	1.15	1.18	1.21
现金净增加额	32	-171	99	262	EV/EBITDA	10.87	11.47	11.12	10.83

分析师简介

郑闵钢

房地产行业高级研究员，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。