

投资收益下滑拖累业绩增长

——浦东建设（600284）2011 年年报点评

2012 年 3 月 6 日

推荐/维持

浦东建设

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	电话：010-66554031	执业资格证号：S1480510120012
联系人：张鹏	电话：010-66554029	Zhengmg@dxzq.net.cn	

事件：

公司发布 2011 年年报。2011 年，公司完成营业收入 114,177 万元，比去年增加 21,013 万元，增长幅度 22.55%；实现营业利润 39,409 万元，比上年减少 4,533 万元，同比下降 10.31%；利润总额 41,302 万元，比去年减少 4,186 万元，减少幅度 9.20%；归属于母公司所有者的净利润 20,493 万元，比去年同期减少 2,338 万元，减少幅度 10.24%，基本每股收益 0.5 元，同比减少 10.24%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	167.73	197.07	202.79	364.05	128.74	279.62	187.12	546.29
增长率（%）	-25.34%	-41.89%	-25.66%	-60.56%	-23.25%	41.89%	-7.73%	50.06%
毛利率（%）	10.24%	9.66%	16.13%	15.60%	14.17%	11.52%	14.10%	19.55%
期间费用率（%）	17.18%	58.62%	46.00%	31.06%	72.20%	40.50%	59.31%	19.31%
营业利润率（%）	-2.51%	268.03%	-16.88%	-13.83%	-48.51%	179.08%	-35.23%	3.98%
净利润（百万元）	0.76	417.69	-20.24	-35.95	-45.28	385.47	-49.05	29.54
增长率（%）	-95.56%	1207.08%	-178.29%	-140.21%	-6028.69%	-7.71%	142.32%	-182.17%
每股盈利（季度，元）	0.015	0.698	-0.004	-0.049	-0.066	0.625	-0.074	0.101
资产负债率（%）	68.80%	72.11%	70.06%	68.94%	70.05%	67.47%	66.04%	67.29%
净资产收益率（%）	0.02%	10.40%	-0.50%	-0.90%	-1.14%	8.89%	-1.16%	0.69%
总资产收益率（%）	0.01%	2.90%	-0.15%	-0.28%	-0.34%	2.89%	-0.39%	0.23%

评论：

积极因素：

- **公司施工业务毛利稳步增长。**报告期内，公司的路桥施工业务实现营业收入10.06亿元，同比增长15.85%，增长的主要原因是迪斯尼项目开工拉动了本业务营业收入的增长；沥青砼及相关产品实现营业收入0.98亿元，同比增长122.15%；环保产业实现营业收入0.29亿元，同比增长44.76%。报告期内，公司的路桥施工工程业务营业利率达14.43%，较2011年增长2.01个百分点，沥青砼及相关产品的营业利润率达21.84%，较2011年减少2.58个百分点，环保产业营业利润率达到44.76%，较2011年增加8.36个百分点。

表 1：公司业务收入分类情况

分行业	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	营业利润率(%)	营业收入比上年 增减(%)	营业成本比上年 增减(%)	营业利润率比上年增 减(%)
路桥施工工程项目	1,006.48	861.25	14.43	15.85	13.2	增加 2.01 个百分点
沥青砼及相关产品	98.32	76.84	21.84	122.15	129.73	减少 2.58 个百分点
环保产业	29.81	16.46	44.76	74.17	51.27	增加 8.36 个百分点

资料来源：公司年报，东兴证券

表 2：公司业务区域变动情况

地区	营业收入	营业收入比上年增减(%)
上海	1060.96	40.97
非上海地区	73.65	-58.5

资料来源：公司年报，东兴证券

- 公司以长三角区域为重点，不断开拓新的市场，保持了持续、稳步经营的态势。2011 年，公司积极参与迪士尼配套工程建设。继2010 年公司中标浦东新区航城路（S2—南六公路）、唐黄路（S1—周邓公路）新建工程项目后，公司于2011 年上半年就上述两个项目签订了BT回购协议，下半年，公司又签署完成浦东秀浦路（申江路~S2）、周邓公路（申江路~南六公路）、南六公路（S1~S32）及六奉公路（周邓公路~南次入口）回购协议。同时公司参与投资建设的常州市武进区市政道路BT 项目顺利进入回购期，并在原有框架协议范围内签订了常州市广电东路回购协议。作为BT 项目回购风险管理的工作重点，公司积极推进各个BT 项目回购款的催收工作，与回购方保持了积极有效的沟通，从而保证了各项目回购款的及时到位。

消极因素：

- 公司投资收益有所下降。投资收益一直在公司的利润结构中占有较大比重，2011 年公司实现投资收益 64,183 万元，比上年减少4,097 万元，同比降低6.00%。
- 紧缩的政策使得公司的资金状况比较紧张，财务成本面临上升压力。

业务展望：

- 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。
- 公司的利润结构调整基本已经完成，改变了以前单纯依靠施工的状况，加大了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。

盈利预测

我们预测公司2012年至2014年的销售收入分别达13.66亿元、16.96亿元和20.97亿元，每股收益分别为0.66元、0.76元和0.85元。

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。公司处在转型及发展期，目前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2012年至2014年的每股收益分别为0.66元、0.76元和0.85元，对应的PE分别为14.24、13.27和11.06，维持“推荐”的投资评级。按12年业绩18倍PE，我们给予六个月的 target 价为11.88元。

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E		
流动资产合计	3459	2110	2717	3457	营业收入	1142	1366	1696	2097		
货币资金	943	915	1136	1405	营业成本	958	1154	1425	1762		
应收账款	279	337	418	517	营业税金及附加	18	27	34	42		
其他应收款	14	17	21	26	营业费用	7	3	3	4		
预付款项	39	51	65	83	管理费用	89	82	102	126		
存货	654	790	976	1207	财务费用	327	278	322	377		
其他流动资产	0	0	99	219	资产减值损失	-8.80	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	9627	9688	10478	11144	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	394	394	394	394	投资净收益	641.83	648.25	726.04	813.16		
固定资产	218	192	166	140	营业利润	394	470	536	599		
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	21.63	22.00	22.00	22.00		
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	2.70	5.00	5.00	5.00		
资产总计	13086	11798	13195	14602	利润总额	413	487	553	616		
流动负债合计	2259	2050	1764	1626	所得税	92	97	122	148		
短期借款	626	959	519	189	净利润	321	390	431	468		
应付账款	775	800	988	1221	少数股东损益	116	116	116	116		
预收款项	116	89	55	13	归属母公司净利润	205	274	315	352		
非流动负债合计	6547	5407	7037	8537	EBITDA	739	774	884	1002		
长期借款	3900	5400	6900	8400	EPS (元)	0.49	0.66	0.76	0.85		
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率						
负债合计	8806	7457	8801	10163			2011A	2012E	2013E	2014E	
少数股东权益	1702	1818	1934	2050	成长能力						
实收资本(或股本)	415	415	415	415	营业收入增长	22.6%	19.61%	24.21%	23.62%		
资本公积	1330	1330	1330	1330	营业利润增长	-9.2%	19.25%	13.97%	11.83%		
未分配利润	741	598	434	251	归属于母公司净利润增长	-10.2%	33.62%	15.14%	11.77%		
归母公司股东权益合计	2578	2523	2460	2389	获利能力						
负债和所有者权益	13086	11798	13195	14602	毛利率(%)	16.09%	15.50%	15.97%	15.97%		
现金流量表		单位:百万元				净利率(%)	28.09%	28.53%	25.41%	22.33%	
						总资产净利润(%)	1.57%	2.32%	2.39%	2.41%	
经营活动现金流	27	-648	-48	-223	ROE(%)	8%	11%	13%	15%		
净利润	321	390	431	468	偿债能力						
折旧摊销	18.36	0.00	25.91	25.91	资产负债率(%)	67%	63%	67%	70%		
财务费用	327	278	322	377	流动比率	1.53	1.03	1.54	2.13		
应付帐款的变化	0	24	188	233	速动比率	1.24	0.64	0.99	1.38		
预收帐款的变化	0	-27	-34	-42	营运能力						
投资活动现金流	0	2079	-90	121	总资产周转率	0.09	0.11	0.14	0.15		
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	3.90	4.43	4.49	4.48		
长期投资	394	394	394	394	应付账款周转率	1.66	1.73	1.90	1.90		
投资收益	642	648	726	813	每股指标(元)						
筹资活动现金流	0	-1458	359	370	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.66	0.76	0.85		
短期借款	626	959	519	189	每股净现金流(最新摊薄)	1.02	-0.07	0.53	0.65		
长期借款	3900	5400	6900	8400	每股净资产(最新摊薄)	6.21	6.08	5.92	5.75		
普通股增加	69	0	0	0	估值比率						
资本公积增加	-71	0	0	0	P/E	19.02	14.24	12.37	11.06		
财务费用	0.00	-278	-322	-377	P/B	1.51	1.55	1.59	1.63		
现金净增加额	27	-28	221	268	EV/EBITDA	12.00	12.07	11.52	11.06		

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业高级研究员，基础产业小组组长，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、建筑工程行业研究至今。

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、建筑工程研究工作至今。

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。