

浦东建设 (600284.SH)

建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 10.55元

传统业务作支撑, 转型拓展新空间

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	661.04
总市值(百万元)	70.14
年内股价最高最低(元)	14.70/8.35
沪深 300 指数	2190.37
上证指数	2075.24



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.721	0.712	0.643	0.734	0.860
每股净资产(元)	5.82	6.67	7.18	7.78	8.51
每股经营性现金流(元)	0.03	-0.12	0.29	-0.38	0.34
市盈率(倍)	12.17	14.84	16.42	14.37	12.26
行业优化市盈率(倍)	18.36	12.52	11.43	11.43	11.43
净利润增长率(%)	75.24%	37.42%	-9.77%	14.23%	17.20%
净资产收益率(%)	12.38%	10.68%	8.95%	9.43%	10.10%
总股本(百万股)	498.24	693.04	693.04	693.04	693.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **BT 项目管理收入带动业绩快速增长:** 1、2013 年报, 公司实现营业收入 19.43 亿元, 归属于上市公司股东净利润 4.93 亿元, 同比分别增长 60.90%、37.42%, 按期末股本摊薄后每股收益 0.71 元; 2、报告期内 BT 项目管理收入较上年同期增加 3.17 亿元, 贡献了业绩增长主要部分。
- **传统业务将保持稳健:** 1、施工项目方面, 预计随着公司新签订单逐步转化, 今年收入相比上年将有所增长; 2、投资收益方面, 今年迪士尼其余配套道路项目顺利完工, 归属于上市公司投资收益有望进一步增长; BT 项目管理收入方面, 项目审计决算时间点具有不确定性, 但数额较大, 对于公司业绩会有较大影响, 需要后续重点跟踪关注。
- **传统业务为后续转型提供有力支撑:** 公司在年报中提及向环保等业务转型, 我们认为公司具备以下转型优势: 1、**资金优势:** 一方面公司融资实力较强, 另一方面公司资金充裕, 过往项目贡献较好现金流; 2、**人员优势:** 从人员数量上看, 不构成转型负担, 从人员素质上看, 公司人员中具有大学专科以上学历人员占比 6 成以上; 从盈利角度来看, 公司人均收入以及人均利润远高于传统建筑类公司; 3、**并购浦建集团:** 一方面有助于拓展公司业务领域, 另一方面有助于增强公司在浦东区域路桥建设的市占率, 并可在报告期内增厚公司业绩。
- **公司估值:** 1、相比成都路桥、四川路桥, 公司估值略高, 这一定程度上反映了公司所在的区域优势以及资源优势; 2、考虑到公司现金流稳定, 具备可预测性, 且 BT 项目管理收入对现金流影响相对较小的特点, 我们认为公司更适合绝对估值, 经我们测算, 公司每股价值在 10.7-12.7 元。

投资建议

- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.64、0.73、0.86 元, 分别对应 16、14、12 倍估值水平, 给予“买入”评级。

风险提示

- 转型进度低于预期
- 项目审计进度低于预期
- 小非解禁, 可能会对短期股价造成一定影响

孙鹏 分析师 SAC 执业编号: S1130513090001
(8621)60230248
sunp@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

2013 公司经营情况	3
收入、利润保持较快增长	3
公司业绩增长主要源于 BT 项目管理收入	3
2014 年业绩展望	4
报告期内新签大量施工及 BT 订单，保障后续业务稳健	4
关注迪士尼配套项目竣工后审计情况	4
传统业务支撑公司转型	5
资金优势	5
人员优势	6
并购浦建集团，增强工程实力	6
公司估值	7
投资建议	8
风险提示	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

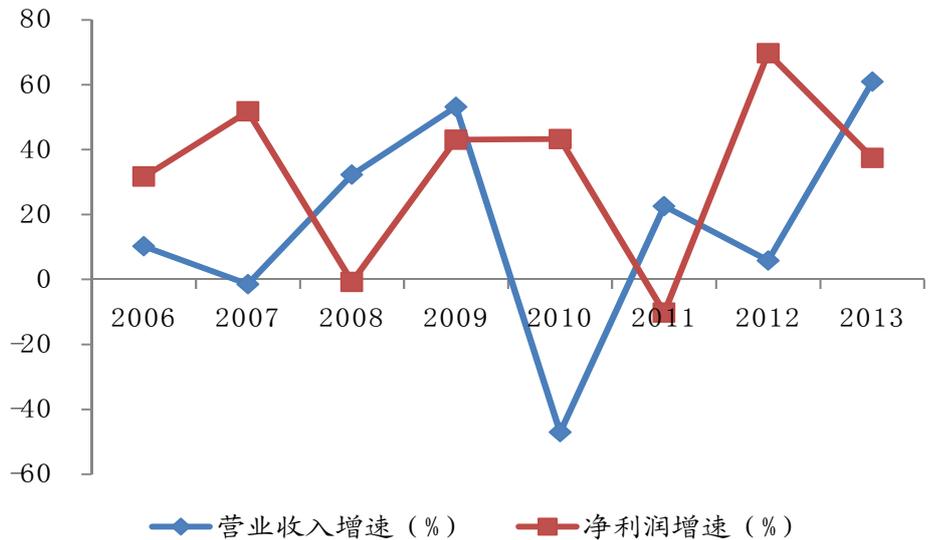
图表 1：公司收入、利润增速较快	3
图表 2：北通公司、浦兴公司近两年收入情况（主要是项目管理收入，万元）	4
图表 3：13 年以来公司新签订单情况	4
图表 4：公司打通了银、证、保	5
图表 5：BT 项目投资收益占营业利润比重提高	6
图表 6：公司账上资金充裕	6
图表 7：公司人均收入、利润较高	6
图表 8：浦建集团参股公司	7
图表 9：浦建集团近三年一期财务数据（万元）	7
图表 10：BT 项目管理收入使得公司业绩波动较大	7
图表 11：公司绝对估值测算	8

2013 公司经营情况

收入、利润保持较快增长

- 公司实现营业收入 19.43 亿元，同比增长 60.90%，实现归属于上市公司股东净利润 4.93 亿元，同比增长 37.42%，按期末股本摊薄后每股收益 0.71 元。

图表1: 公司收入、利润增速较快

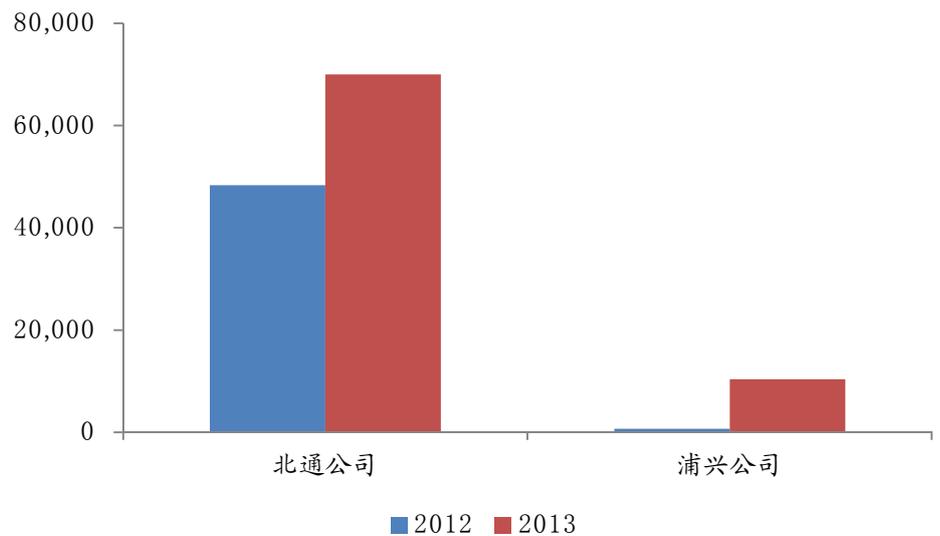


来源：公司公告 国金证券研究所

公司业绩增长主要源于 BT 项目管理收入

- 从公司利润主要由三部分组成：进度款施工业务、BT 项目管理收入、BT 项目投资收益。
 - **施工工程：**报告期内，公司施工工程收入增长 3.68 亿元，但同时毛利率由上年同期 12.68% 下降到 6.68%，因此，报告期内施工工程实际贡献毛利要少于上年同期；
 - **投资收益：**报告期内，公司投资收益 6.17 亿元，相比上年同期 7.22 亿元少了 1.05 亿元；
 - **BT 项目管理收入：**报告期内，BT 项目管理收入增加 3.16 亿元，主要源于机场北通道项目红线前期及绿线前期，唐黄路，航城路工程审计结束确认管理收入。

图表2: 北通公司、浦兴公司近两年收入情况 (主要是项目管理收入, 万元)



来源: 公司公告 国金证券研究所

注: 北通公司、浦兴公司是浦东建设控股子公司

2014 年业绩展望

报告期内新签大量施工及 BT 订单, 保障后续业务稳健

- 报告期内, 公司新签大量施工及 BT 订单, 保障了后续业务稳健。

图表3: 13 年以来公司新签订单情况

时间	订单情况
2013/2/5	公司中标沪南公路(康花路-上南路)道路改建工程3标段等多项重大工程项目, 中标金额总计44,943.67万元
2013/3/27	公司中标东营市银河工程【东三路河工程(北外环桥工程)】施工项目, 中标金额总计13,945.07万元
2013/8/3	公司中标31省道诸暨王家湖至五泄段改建工程BT标段, 中标常州果香路(西太湖大道-龙江路)等道路工程, 两项中标BT项目合计投资金额为 1,825,115,025 元。
2013/9/23	公司中标中环线浦东段(军工路越江隧道-高科中路)新建工程17标黑色摊铺工程, 中标价21,599.8753万元
2013/12/27	公司中标张村地块基础设施建设及上汽地块配套道路桥梁BT项目市政工程, 中标价为313,634,580.11元
2014/2/11	区川沙新镇人民政府与公司、上海市浦东新区发展和改革委员会签订投资合作框架协议, 总投资合计暂定为人民币14.82亿元

来源: 公司公告 国金证券研究所

关注迪士尼配套项目竣工后审计情况

- 对于 14 年公司业绩情况判断
 - 施工项目, 随着公司新签订单逐步转化, 预计公司今年施工项目收入相比上年将有所增长;
 - 投资收益: 近三年来公司债权(长期应收款+一年内到期的非流动资产)一直较为稳定, 所以在利率相对稳定的情况下, 公司投资收益也会比较稳定, 今年迪士尼其余配套道路项目顺利完工, 有助于投资收益稳定, 如果考虑到浦东建设所持有北通公司与浦兴公司权益不同, 归属于上市公司股东的投资收益有望进一步增长。

- **BT 项目管理收入：**项目审计决算时间点具有不确定性，但数额较大，对于公司业绩会有较大影响，需要后续重点跟踪关注。

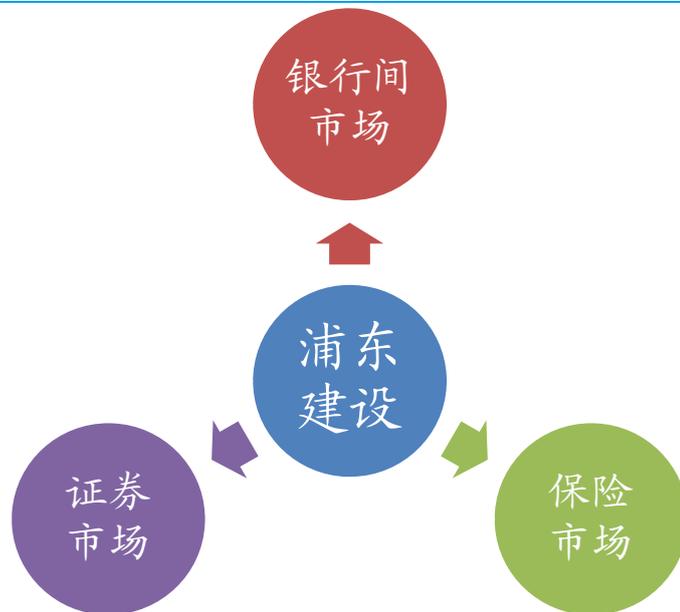
传统业务支撑公司转型

- 公司在年报中提及将积极跟踪探索环保 BOT、TOT、BOO 等经营性项目，将在条件成熟的情况下，按照公司战略要求进行相应投资。我们认为以公司目前情况，已经有能力逐步转型。

资金优势

- **融资实力强：**融资渠道来看，公司很早就已经做到了“银、证、保”三通，成为沪深市场中第一个实现在银行间市场、证券市场、保险资金市场均进行融资的上市公司，此外，公司参股浦发集团财务公司，也为公司融资提供了便利。就项目实施来看，截止 2013 年底，公司累计承接 BT 项目数量达到 90 余个，投资规模累计超过 240 亿元，公司此前成功承接机场北通道 BT 项目（体量超过 110 亿），可以很好的说明公司在融资方面的实力。

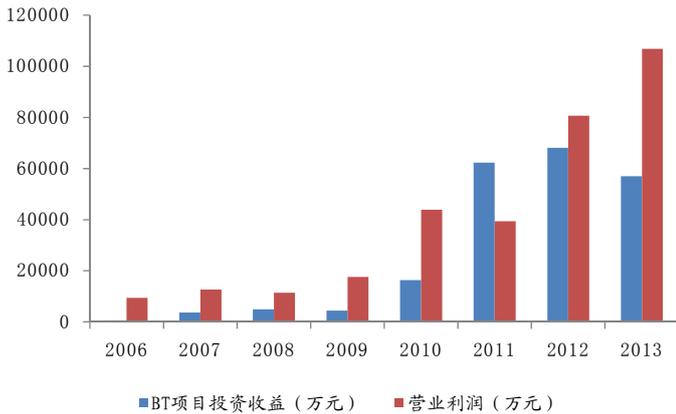
图表4：公司打通了银、证、保



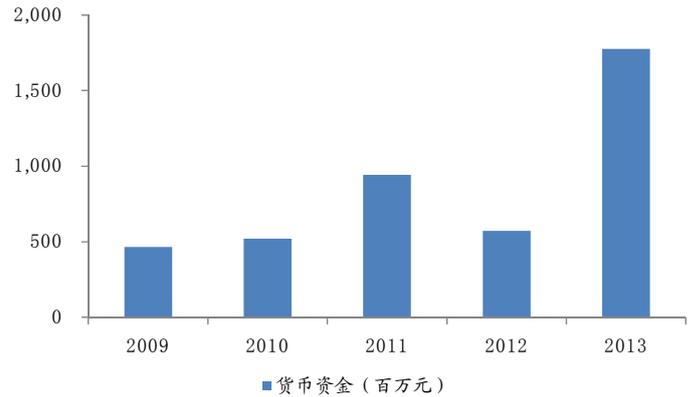
来源：公司公告 国金证券研究所

- **现金流充裕：**浦东建设不同于传统的建筑公司，进度款施工项目贡献业绩占比较小，主要业绩来源于前期完工 BT 项目的投资收益和管理收入，从这个角度来看，当 BT 项目竣工后，每年贡献的投资收益和现金流已经基本确定下来，10 年机场北通道项目竣工，今年迪士尼配套道路项目有望全部竣工，两个大项目完工不仅贡献大量的投资收益，更重要的是每年可以为公司带来稳定的 25-30 亿现金，目前公司账上资金 17.8 亿元，手中握有的债权 108 亿元（长期应收款+一年内到期的非流动资产），而且账款主要支付方是浦东区政府，具备较好的信誉和支付能力，所以从资金角度来讲，公司相比其他建筑公司转型具备了较好的优势，为公司转型提供了充足的现金。

图表5: BT项目投资收益占营业利润比重提高



图表6: 公司账上资金充裕

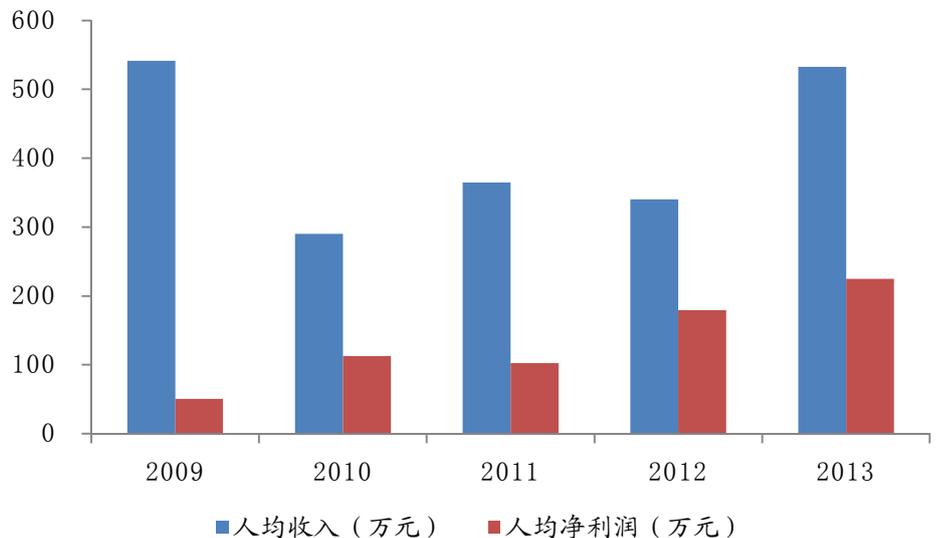


来源: 公司公告 国金证券研究所

人员优势

- 公司人员精简, 目前在职员工数量 365 人, 相比传统建筑公司来讲, 公司人员较少, 不构成转型负担, 此外, 公司人员中具有大学专科以上学历人员占比 6 成以上, 高素质的人力资源为传统业务实施以及后续转型奠定了良好的基础。
- 从盈利角度来看, 公司人均收入以及人均利润远高于传统建筑类公司, 这也一定程度上说明了公司是一个管理型公司, 拥有较强的投融资团队, 管理以及投融资经验在其他领域一样可以适用。

图表7: 公司人均收入、利润较高

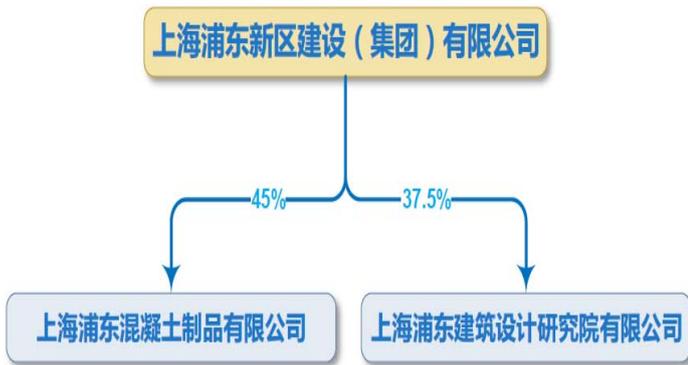


来源: 公司公告 国金证券研究所

并购浦建集团, 增强工程实力

- 公司此前公告拟收购浦建集团 100% 股权, 浦建集团主要从事市政公用工程、房屋建筑工程、河湖治理工程、市政设施养护工程, 且参股浦东混凝土制品有限公司和浦东建筑设计研究院有限公司, 浦东建设后续如能顺利收购, 一方面有助于拓展公司业务领域, 另一方面有助于增强公司在浦东区域路桥建设的市占率。
- 此次收购也会为公司提供大量的项目管理人员, 这有效的保障了公司未来自身的项目管理以及转型业务所需要的人才。此外, 此次收购可以在短期内增厚公司业绩。

图表8: 浦建集团参股公司



来源: 公司公告 国金证券研究所

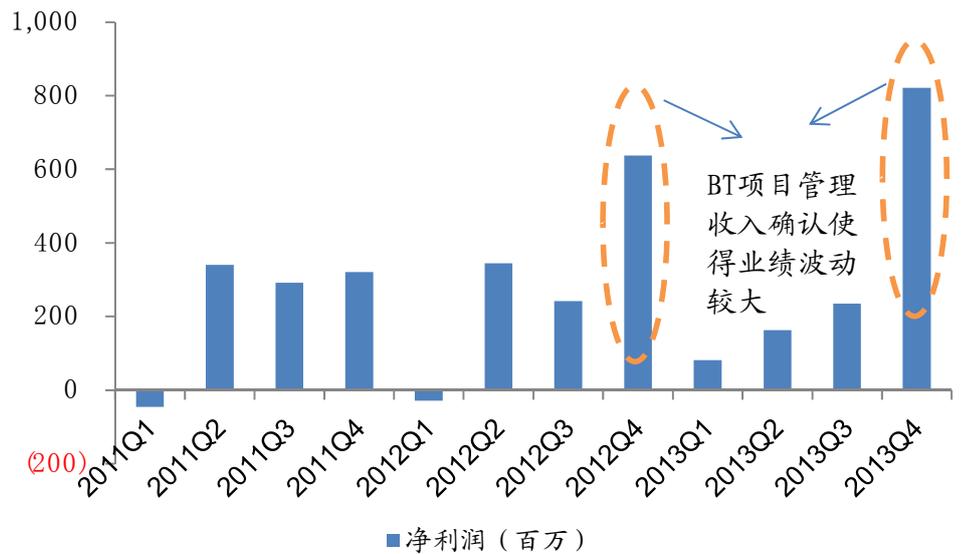
图表9: 浦建集团近三年一期财务数据(万元)

项目	2013年1-7月	2012年度	2011年度	2010年度
营业收入	107,741.80	148,499.71	154,763.15	152,157.74
利润总额	12,816.37	1,712.84	2,373.01	3,341.92
净利润	9,770.00	1,382.44	1,822.24	2,632.23

公司估值

- 公司 2013 年 EPS 为 0.71，对应 15 倍估值水平，相比成都路桥、四川路桥估值略高，这一定程度上反映了公司所在的区域优势以及资源优势，由于公司业绩中包含 BT 项目的管理收入，而审计结算时间点具有不确定性，使得公司年度业绩波动较大，这也直接影响了公司的相对估值。

图表10: BT 项目管理收入使得公司业绩波动较大



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 通过对公司业务模式研究，我们认为浦东建设相比其他公司更加适合绝对估值。
 - **现金流稳定，可预测：**相比公司每股收益，公司现金流更为稳定，当 BT 项目竣工后，每年回收的现金流可以根据回购基数以及利率进行推算，这有点类似于按揭购房后的还贷，因此公司每年的现金回收完全可以根据此前竣工项目进行预测，可预测性较强；
 - **BT 项目管理收入对现金流影响小：**每股收益会受 BT 项目审计决算的管理收入影响，波动较大，但从现金流角度来看，管理收入更多是影响回购基数，通过未来几年的现金流逐步反映，所以对现金流影响有限，而且从现金流折现角度考虑，管理收入不同时间计入不影响公司的整体价值。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,142	1,208	1,944	2,373	2,610	2,898	货币资金	943	572	1,776	2,627	3,028	4,134
增长率	5.8%	60.9%	22.1%	10.0%	11.0%		应收款项	303	431	373	440	483	536
主营业务成本	-958	-622	-1,043	-1,821	-2,003	-2,203	存货	654	477	613	798	878	966
% 销售收入	83.9%	51.5%	53.7%	76.7%	76.7%	76.0%	其他流动资产	1,560	1,875	2,030	2,237	2,845	3,027
毛利	184	586	900	552	608	695	流动资产	3,459	3,354	4,793	6,102	7,233	8,663
% 销售收入	16.1%	48.5%	46.3%	23.3%	23.3%	24.0%	% 总资产	26.4%	25.5%	33.4%	38.6%	45.1%	53.6%
营业税金及附加	-18	-47	-71	-83	-91	-101	长期投资	9,376	9,484	9,240	9,441	8,576	7,294
% 销售收入	1.5%	3.9%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	218	286	269	232	197	163
营业费用	-7	-5	-5	-6	-7	-7	% 总资产	1.7%	2.2%	1.9%	1.5%	1.2%	1.0%
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	22	20	18	0	0	8
管理费用	-89	-98	-113	-131	-144	-159	非流动资产	9,627	9,815	9,569	9,714	8,815	7,506
% 销售收入	7.8%	8.1%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	% 总资产	73.6%	74.5%	66.6%	61.4%	54.9%	46.4%
息税前利润 (EBIT)	70	437	711	333	366	427	资产总计	13,086	13,169	14,361	15,817	16,048	16,169
% 销售收入	6.2%	36.1%	36.6%	14.0%	14.0%	14.7%	短期借款	626	1,250	1,271	1,663	1,363	1,063
财务费用	-327	-343	-260	-268	-246	-191	应付款项	956	1,035	1,326	1,903	2,093	2,307
% 销售收入	28.6%	28.4%	13.3%	11.3%	9.4%	6.6%	其他流动负债	677	793	789	741	763	790
资产减值损失	9	-9	0	0	-1	0	流动负债	2,259	3,078	3,386	4,307	4,220	4,160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3,900	3,260	3,066	2,766	2,466	2,166
投资收益	642	722	617	649	646	611	其他长期负债	2,647	2,090	1,395	1,750	1,850	1,750
% 税前利润	155.4%	85.7%	56.8%	87.8%	81.7%	70.1%	负债	8,806	8,428	7,847	8,823	8,536	8,076
营业利润	394	807	1,069	714	765	846	普通股股东权益	2,578	2,901	4,620	4,975	5,394	5,900
营业利润率	34.5%	66.8%	55.0%	30.1%	29.3%	29.2%	少数股东权益	1,702	1,840	1,894	2,018	2,118	2,193
营业外收支	19	36	18	25	25	25	负债股东权益合计	13,086	13,169	14,361	15,817	16,048	16,169
税前利润	413	843	1,087	739	790	871	比率分析						
利润率	36.2%	69.8%	55.9%	31.2%	30.3%	30.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-92	-206	-266	-170	-182	-200	每股指标						
所得税率	22.4%	24.4%	24.5%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.494	0.721	0.712	0.643	0.734	0.860
净利润	321	637	821	569	609	671	每股净资产	6.208	5.823	6.666	7.179	7.783	8.513
少数股东损益	116	278	327	124	100	75	每股经营现金净流	0.066	0.027	-0.120	0.288	-0.379	0.340
归属于母公司的净利润	205	359	493	445	509	596	每股股利	0.128	0.100	0.156	0.130	0.130	0.130
净利率	17.9%	29.7%	25.4%	18.8%	19.5%	20.6%	回报率						
							净资产收益率	7.95%	12.38%	10.68%	8.95%	9.43%	10.10%
							总资产收益率	1.57%	2.73%	3.44%	2.82%	3.17%	3.69%
							投入资本收益率	0.54%	3.22%	4.60%	2.08%	2.28%	2.69%
							增长率						
							主营业务收入增长率	22.55%	5.81%	60.90%	22.07%	10.00%	11.02%
							EBIT增长率	143.53%	520.56%	62.78%	-53.19%	10.00%	16.57%
							净利润增长率	-10.24%	75.24%	37.42%	-9.77%	14.23%	17.20%
							总资产增长率	1.45%	0.64%	9.05%	10.13%	1.46%	0.75%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	93.5	102.9	69.4	60.0	60.0	60.0
							存货周转天数	242.7	331.8	190.7	160.0	160.0	160.0
							应付账款周转天数	261.8	419.0	287.2	300.0	300.0	300.0
							固定资产周转天数	69.7	86.4	50.5	35.8	27.6	20.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	116.20%	104.38%	51.81%	38.83%	24.16%	0.10%
							EBIT利息保障倍数	0.2	1.3	2.7	1.2	1.5	2.2
							资产负债率	67.29%	64.00%	54.64%	55.78%	53.19%	49.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD