

# 宏润建设 (002062)

证券研究报告

2017年03月27日

## 业务结构持续改善，区域龙头加大 PPP 布局

### 基建相关业务结构持续改善，PPP 发力高额目标有望实现

公司 2016 年建筑施工业务新承接订单超过 100 亿元，同增 30%，签订商品房销售合同 21.97 亿元，同增 23.84%。轨道交通、地下工程及市政、路桥承接业务占比为 85%，业务结构持续改善。去年 9 月发改委已批复 43 个城市 8600 公里轨道交通项目，公司作为区域龙头将继续受益于此。2017 年公司计划新承接施工业务 150 亿元，与 16 年实际中标额相比增长 50%，其中 PPP 项目 60 亿元，可见公司在此发力的决心。在政府积极引入社会资本的大背景下，PPP 有望引领公司业绩增长。

### 营收小幅增长，毛利率上升

公司 2016 年营业收入 87.98 亿元，同增 3.41%，其中：建筑施工收入 56.06 亿元，同减 9.61%，报告期 PPP 项目投入金额 9.94 亿元；房地产业务收入 30.72 亿元，同增 43.21%。主要原因为抓住房地产去库存良好态势，加快销售。17 年计划实现销售 93 亿元，增速小幅上升，预计 PPP 项目的收入占比逐步增加，若实现公司盈利将显著上升。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出 2016 年度的毛利率为 9.03%，与去年相比上升 1.5 个百分点。主要原因为 PPP 项目带动综合毛利提升。

### 期间费用率下降，经营现金流充沛

期间费用率 4.68%，较去年同期上升 1.21 个百分点，销售费用与管理费用率基本不变，财务费用同增 88.39%，主要是由报告期内利息资本化金额较上年大幅减少以及公司海外房地产开发项目当期发生汇兑损失所致。归母净利润 2.33 亿元，同比增长 10.36%。经营活动产生的现金流量净额同增 34%，主要原因为报告期内公司收到已完工 BT 项目回购款及商品房销售款。收现比基本维持去年同期水平，付现比由去年 0.68 下降为 0.56。

### 非公开发行已受理，助力公司主业拓展

公司非公开发行募集 12 亿资金用于 PPP 项目的申请已获证监会受理。若募集资金到位，公司的资本实力将增强，该项目预计内部收益率为 6%，因此将进一步提升盈利。

### 投资建议

公司新签订单持续增长，现金流充裕，资本实力或将提升；发力 PPP 基建项目，盈利能力有望进一步提升。综上，公司经营情况稳健，我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.26、0.31、0.36 元/股。对应 PE 为 26、22、18 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

### 风险提示：PPP 项目进度不及预期；投资增速不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,507.98	8,797.77	9,651.06	11,568.20	13,867.68
增长率(%)	6.70	3.41	9.70	19.86	19.88
EBITDA(百万元)	473.07	657.48	663.28	779.63	923.37
净利润(百万元)	211.12	232.99	281.59	337.47	401.91
增长率(%)	3.23	10.36	20.86	19.84	19.10
EPS(元/股)	0.19	0.21	0.26	0.31	0.36
市盈率(P/E)	34.73	31.47	26.04	21.73	18.24
市净率(P/B)	3.07	2.90	2.65	2.36	2.09
市销率(P/S)	0.86	0.83	0.76	0.63	0.53
EV/EBITDA	21.36	12.58	11.68	11.05	8.71

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.65 元
目标价格	7.32 元
上次目标价	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,102.50
流通 A 股股本(百万股)	942.00
A 股总市值(百万元)	7,331.63
流通 A 股市值(百万元)	6,264.30
每股净资产(元)	2.29
资产负债率(%)	79.03
一年内最高/最低(元)	8.59/5.19

### 作者

唐笑 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

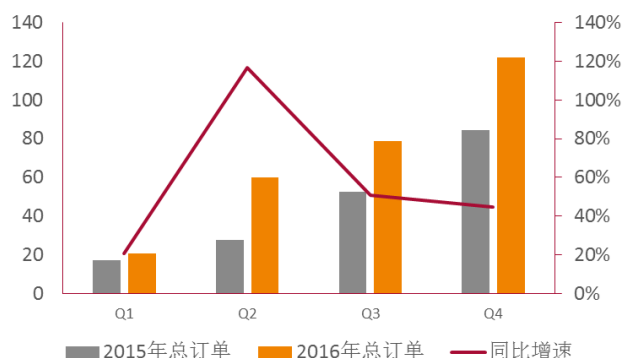
### 股价走势



资料来源：贝格数据

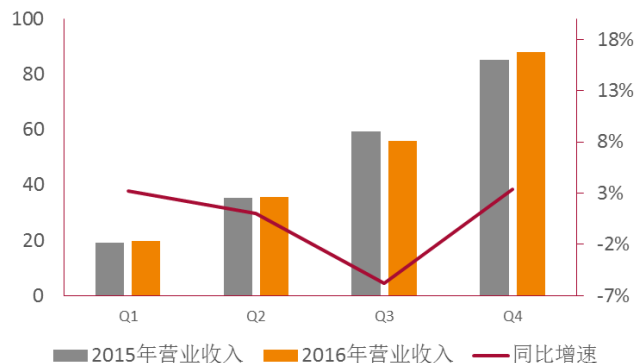
### 相关报告

图 1：2016 年与 2015 年公司订单情况及增速



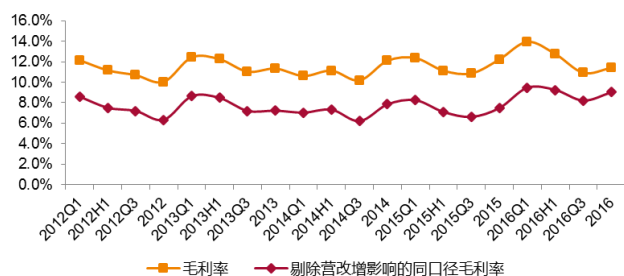
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2016 年与 2015 年公司营业收入及增速



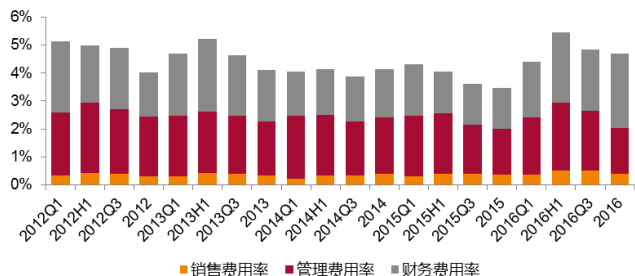
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：近五年公司毛利率及剔除营改增影响的同口径毛利率



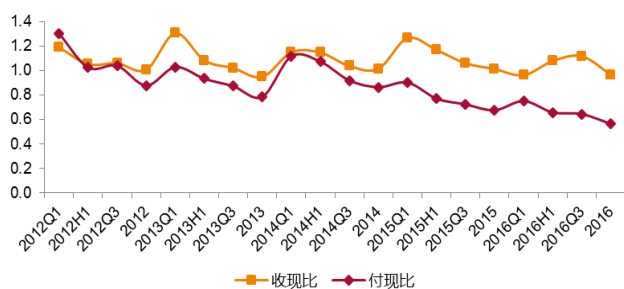
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：近五年公司三项费用率构成



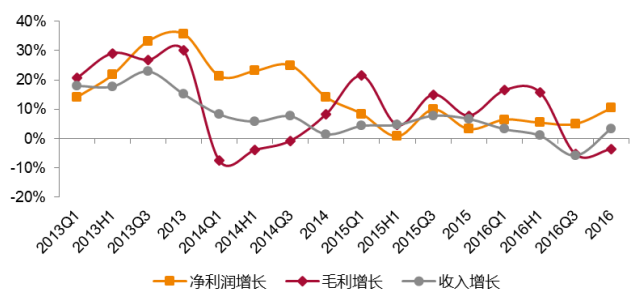
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：公司收现比和付现比呈下降趋势



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：公司净利润增长率和毛利增长率呈上升趋势



资料来源：wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,183.96	2,643.66	1,930.21	2,313.64	2,773.54
应收账款	1,224.60	1,181.23	1,499.62	2,035.10	2,587.46
预付账款	21.94	32.36	39.76	30.66	60.48
存货	9,265.06	7,082.95	9,922.01	11,038.92	14,780.93
其他	50.47	34.76	103.48	47.52	101.36
<b>流动资产合计</b>	<b>12,746.04</b>	<b>10,974.95</b>	<b>13,495.09</b>	<b>15,465.84</b>	<b>20,303.77</b>
长期股权投资	119.34	189.50	209.50	209.50	209.50
固定资产	1,101.22	1,086.89	1,107.80	1,124.73	1,126.26
在建工程	53.84	24.95	44.97	44.98	26.99
无形资产	31.40	30.61	30.81	30.98	31.12
其他	845.40	1,039.51	958.14	929.27	965.84
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,151.20</b>	<b>2,371.45</b>	<b>2,351.22</b>	<b>2,339.46</b>	<b>2,359.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>14,897.24</b>	<b>13,346.41</b>	<b>15,846.31</b>	<b>17,805.30</b>	<b>22,663.49</b>
短期借款	2,630.00	2,323.00	2,007.11	3,091.73	3,312.36
应付账款	5,271.96	5,020.53	7,285.59	8,556.94	11,769.12
其他	2,774.90	1,782.39	3,389.78	2,432.88	3,688.17
<b>流动负债合计</b>	<b>10,676.87</b>	<b>9,125.92</b>	<b>12,682.48</b>	<b>14,081.56</b>	<b>18,769.65</b>
长期借款	1,212.50	1,336.80	0.00	190.57	0.00
应付债券	198.47	0.00	66.16	88.21	51.46
其他	74.36	85.09	61.93	73.79	73.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,485.33</b>	<b>1,421.89</b>	<b>128.09</b>	<b>352.57</b>	<b>125.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,162.19</b>	<b>10,547.81</b>	<b>12,810.57</b>	<b>14,434.13</b>	<b>18,894.71</b>
少数股东权益	347.74	269.97	266.74	264.70	260.41
股本	787.50	1,102.50	1,102.50	1,102.50	1,102.50
资本公积	40.03	40.03	40.03	40.03	40.03
留存收益	1,545.67	1,384.91	1,666.50	2,003.97	2,405.88
其他	14.10	1.19	(40.03)	(40.03)	(40.03)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,735.04</b>	<b>2,798.60</b>	<b>3,035.74</b>	<b>3,371.17</b>	<b>3,768.78</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>14,897.24</b>	<b>13,346.41</b>	<b>15,846.31</b>	<b>17,805.30</b>	<b>22,663.49</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	212.84	229.62	281.59	337.47	401.91
折旧摊销	83.88	121.69	59.86	63.89	67.31
财务费用	204.99	295.09	235.49	271.97	330.38
投资损失	9.23	(36.41)	(22.23)	(16.47)	(25.03)
营运资金变动	1,419.07	942.16	335.90	(1,159.72)	118.12
其它	(452.68)	427.42	(3.23)	(2.04)	(4.29)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,477.33</b>	<b>1,979.57</b>	<b>887.38</b>	<b>(504.91)</b>	<b>888.40</b>
资本支出	8.73	135.57	124.15	69.14	51.19
长期投资	(9.23)	70.16	20.00	0.00	0.00
其他	(115.91)	(334.34)	(222.92)	(133.67)	(77.15)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(116.41)</b>	<b>(128.62)</b>	<b>(78.77)</b>	<b>(64.53)</b>	<b>(25.97)</b>
债权融资	5,145.68	4,299.39	3,054.04	4,278.88	4,206.73
股权融资	(116.41)	68.37	(276.71)	(271.97)	(330.38)
其他	(5,749.35)	(5,818.27)	(4,299.39)	(3,054.04)	(4,278.88)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(720.08)</b>	<b>(1,450.50)</b>	<b>(1,522.06)</b>	<b>952.87</b>	<b>(402.53)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>640.83</b>	<b>400.45</b>	<b>(713.45)</b>	<b>383.43</b>	<b>459.90</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>8,507.98</b>	<b>8,797.77</b>	<b>9,651.06</b>	<b>11,568.20</b>	<b>13,867.68</b>
营业成本	7,467.24	7,793.96	8,502.48	10,197.21	12,230.45
营业税金及附加	403.58	209.78	230.12	275.84	330.67
营业费用	30.67	33.67	38.93	41.70	53.07
管理费用	139.98	144.12	158.79	189.50	228.16
财务费用	124.06	233.71	235.49	271.97	330.38
资产减值损失	66.64	115.33	139.55	164.67	194.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(9.23)	36.41	22.23	16.47	25.03
其他	18.47	(72.81)	(44.46)	(32.94)	(50.07)
<b>营业利润</b>	<b>266.59</b>	<b>303.61</b>	<b>367.93</b>	<b>443.78</b>	<b>525.68</b>
营业外收入	4.13	5.28	4.02	4.48	4.59
营业外支出	5.51	5.51	4.16	5.06	4.91
<b>利润总额</b>	<b>265.21</b>	<b>303.39</b>	<b>367.79</b>	<b>443.19</b>	<b>525.36</b>
所得税	52.37	73.77	89.43	107.77	127.75
<b>净利润</b>	<b>212.84</b>	<b>229.62</b>	<b>278.36</b>	<b>335.43</b>	<b>397.61</b>
少数股东损益	1.72	(3.38)	(3.23)	(2.04)	(4.29)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>211.12</b>	<b>232.99</b>	<b>281.59</b>	<b>337.47</b>	<b>401.91</b>
每股收益(元)	0.19	0.21	0.26	0.31	0.36

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.70%	3.41%	9.70%	19.86%	19.88%
营业利润	9.18%	13.89%	21.18%	20.61%	18.46%
归属于母公司净利润	3.23%	10.36%	20.86%	19.84%	19.10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.23%	11.41%	11.90%	11.85%	11.81%
净利率	2.48%	2.65%	2.92%	2.92%	2.90%
ROE	8.84%	9.21%	10.17%	10.86%	11.46%
ROIC	5.55%	8.38%	13.37%	17.02%	14.77%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	81.64%	79.03%	80.84%	81.07%	83.37%
净负债率	154.80%	172.68%	118.74%	232.15%	208.07%
流动比率	1.19	1.20	1.06	1.10	1.08
速动比率	0.33	0.43	0.28	0.31	0.29
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.48	7.31	7.20	6.55	6.00
存货周转率	0.94	1.08	1.14	1.10	1.07
总资产周转率	0.59	0.62	0.66	0.69	0.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.19	0.21	0.26	0.31	0.36
每股经营现金流	1.34	1.80	0.80	-0.46	0.81
每股净资产	2.17	2.29	2.51	2.82	3.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	34.73	31.47	26.04	21.73	18.24
市净率	3.07	2.90	2.65	2.36	2.09
EV/EBITDA	21.36	12.58	11.68	11.05	8.71
EV/EBIT	25.86	15.40	12.83	12.03	9.39

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com