

2010年8月20日

# 浦东建设

## 后续大项目攫取能力仍受限

**A**
**持有**

600284.SS - 人民币 13.61

目标价格: 人民币 14.50

**李攀**

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对 (%)	(2)	14	23	3
相对新华富时A50指数 (%)	21	8	20	14

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	346
流通股 (%)	77
流通股市值 (人民币 百万)	3,643
3个月日均交易额 (人民币 百万)	80
净负债比率 (%)	160
主要股东 (%)	
上海浦东发展(集团)有限公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

浦东建设公告 2010 中期归属母公司股东净利润 2.47 亿人民币, 同比增幅为 407.5%。机场北通道项目如期回购, 贡献投资收益约 5.9 亿元。然而分析财务费用项目, 上半年只反映了四个月左右的财务费用 (北通道项目利息费用化从 3 月初开始计算), 我们预计下半年仍需要确认 1.5 亿左右的财务费用, 考虑到少数股东权益冲减, 实际净利润影响在 6400 万左右, 可能稍大于下半年传统主营业务净利润贡献。公司北通道项目刚获首期回购款, 负债率仍高企, 未来大项目获取能力有限, 且北通道项目回购的后续几年发生业绩平滑影响, 公司近几年业绩增速有限。我们暂维持之前 14.50 元的目标价以及持有评级。

### 支撑评级的要点

- 北通道项目已进入回购期, 反映在投资收益上存在前高后低的特征
- 下半年公司后续资产注入预期可能重新发酵升温。
- 受益迪斯尼、新浦东、两中心的长期基建需求。

### 评级面临的主要风险

- 净负债率较一季度末大幅回落, 从 181% 回落至 115%; 但该项指标仍然太高, 不利于后续扩张。

### 估值

- 2010-12 年盈利预测分别为人民币 0.684、0.768 和 0.812 元。我们暂维持之前 14.50 元的目标价以及持有评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	1,149	1,760	1,142	1,416	1,690
变动 (%)	32	53	(35)	24	19
净利润 (人民币 百万)	111	159	237	266	281
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.322	0.461	0.684	0.768	0.812
变动 (%)	(35.2)	43.7	48.5	12.2	5.7
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.718	0.950	-
先前预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.736	0.814	0.872
调整幅度 (%)	-	-	(7.0)	(5.7)	(6.9)
核心每股收益 (人民币)	0.269	0.419	0.658	0.746	0.790
变动 (%)	(44.3)	56.7	57.1	13.3	5.9
全面摊薄市盈率 (倍)	42.3	29.5	19.9	17.7	16.8
核心市盈率 (倍)	50.7	32.5	20.7	18.2	17.2
每股现金流量 (人民币)	0.16	0.18	0.20	0.35	0.37
价格/每股现金流量 (倍)	86.2	74.7	67.5	39.3	37.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	179.7	75.7	159.8	80.3	54.5
每股股息 (人民币)	0.089	0.130	0.171	0.192	0.203
股息率 (%)	0.7	1.0	1.3	1.4	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

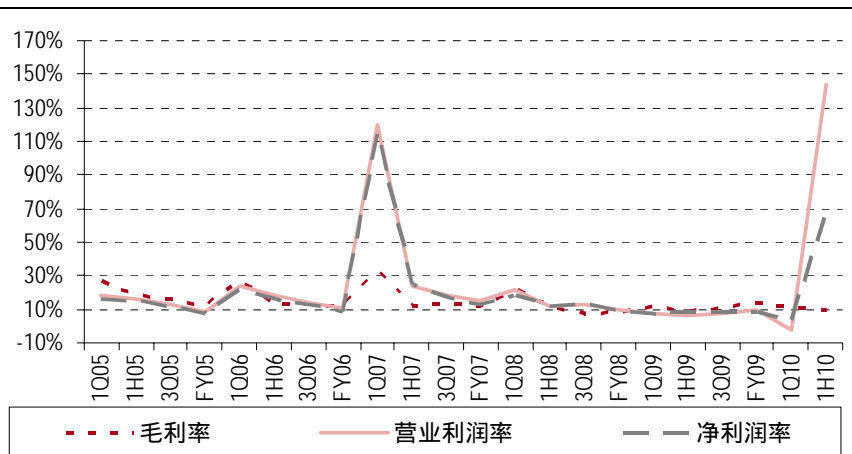
图表 2. 中报业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变化%
营业收入	564	365	(35.3)
营业成本	(515)	(329)	(36.2)
营业税金及附加	(5)	(7)	38.8
销售费用	(1)	(0)	(47.0)
管理费用	(21)	(27)	28.9
财务费用	(12)	(117)	848.4
资产减值损失	(1)	6	(682.1)
公允价值变动	0	0	N.M
投资收益	25	633	2,459.6
汇兑净收益	0	0	N.M
营业利润	33	524	1,480.2
营业外收入	23	15	(34.2)
营业外支出	(0)	(2)	N.M
利润总额	56	537	858.0
所得税费用	(7)	(119)	1,614.7
净利润	49	418	751.2
少数股东损益	(1)	(172)	29,537.4
归属于母公司所有者的净利润	49	247	407.5

资料来源：公司数据

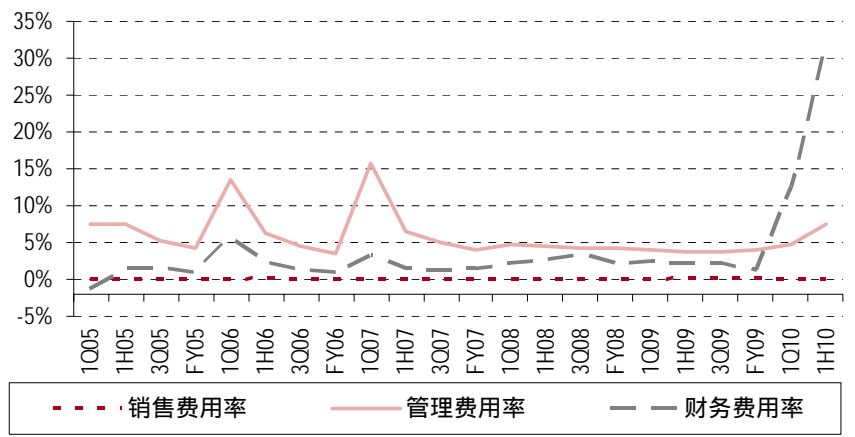
盈利预测及估值。公司业绩较之前预增公告乐观，达到了400%以上的增长。分析财务费用项目，上半年只反映了四个月左右的财务费用（北通道项目利息费用化从3月初开始计算），我们预计下半年仍需要确认1.5亿左右的财务费用，考虑到少数股东权益冲减，实际净利润影响在6400万左右，可能稍大于下半年传统主营业务的净利润贡献。经调整后的2010-12年的盈利预测分别为人民币0.684、0.768和0.812元。公司北通道项目刚获得首期回购款，负债率仍然高企，将限制其未来大项目获取能力，且北通道项目回购的后续几年发生业绩平滑影响，公司近几年业绩增速有限。我们暂维持之前14.50元的目标价以及**持有**评级。

图表 3. 主要利润率指标



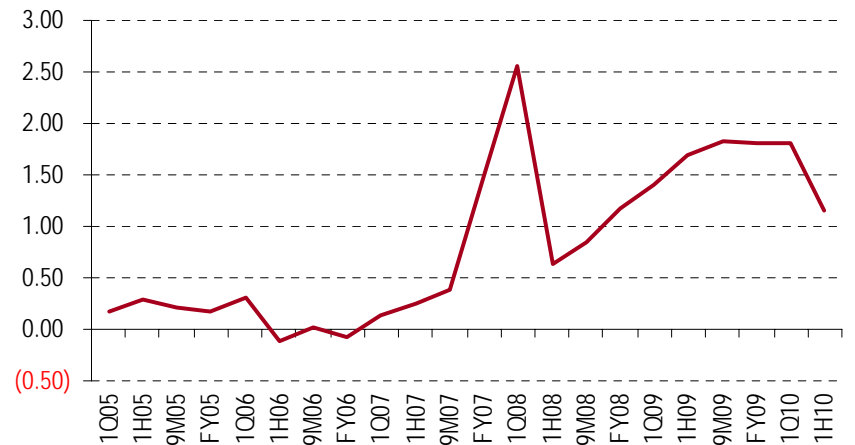
资料来源：公司数据

图表 4. 主要费用率指标



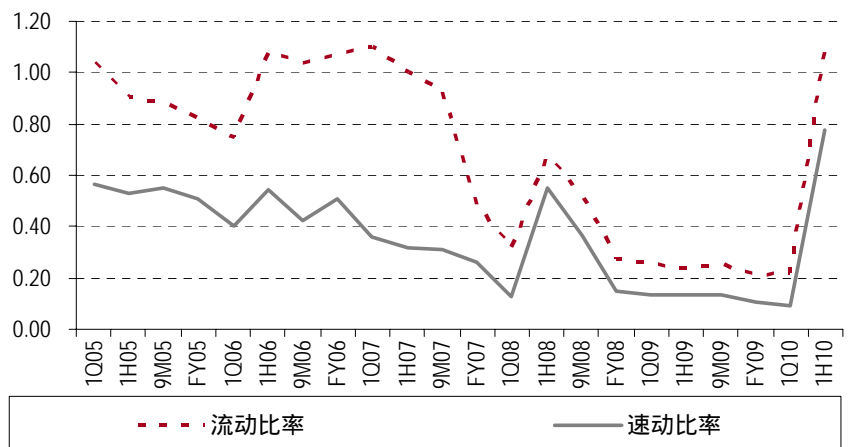
资料来源：公司数据

图表 5. 公司净负债率



资料来源：公司数据

图表 6. 公司流动和速动比率



资料来源：公司数据

**中期业绩好于此前预期。**浦东建设公告 2010 中期收入 3.65 亿人民币，下滑 35.3%；归属母公司股东净利润 2.47 亿人民币，同比增幅为 407.5%，盈利的大幅增长主要受益于公司控股子公司上海北通投资发展有限公司机场北通道项目的如期回购，贡献投资收益约 5.9 亿元。2010 年中期公司综合毛利率为 9.9%，较去年同期提高 1.3%，料毛利率较高的沥青摊铺量占比较大是主因。公司营业利润率达 143.6%，净利润率 67.6%，均系投资收益影响。公司销售费用率 0.107%，较去年同期小幅降低 0.02%；公司管理费用率为 7.5%，较去年同期大幅上升 3.7%；财务费用率高达 32%，系北通道项目进入回购及利息费用停止资本化影响。由于收到北通道项目第一期回购款，净负债率较一季度末大幅回落，从 181% 回落至 115%，但净负债率仍然太高，不利于后续扩张。公司短期流动及速动比例大幅改善。

**图表 7. 分项目收入**

主营收入	09 年上半年	10 年上半年	同比变化%
路桥施工工程项目	551	340	(38.3)
沥青砼及相关产品销售	7	17	139.0
环保产业	6	7	27.5
合计	564	364	(35.3)

资料来源：公司数据

**图表 8. 分项目毛利率**

毛利率	09 年上半年	10 年上半年	同比变化%
路桥施工工程项目	8.06	8.10	0.0
沥青砼及相关产品销售	39.94	34.43	(5.5)
环保产业	25.28	34.25	9.0
合计	8.64	9.87	1.2

资料来源：公司数据

**公司业务展望。**BT 项目就单个项目而言，在目前会计准则下，投资收益确认体现为前高后低的特点，逐年递减。北通道项目已经进入回购期，未来反映在投资收益上，同样存在前高后低的特征，因此该项目所产生利润可能呈下滑趋势，将对冲公司其他业务的盈利释放，影响公司未来的盈利增速。公司后续资产注入可能重新发酵升温，值得关注。此外，公司正在申请水利三级资质，未来可能受益水利行业的投资加速。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,149	1,760	1,142	1,416	1,690
销售成本	(1,053)	(1,517)	(994)	(1,234)	(1,474)
经营费用	(45)	(91)	(78)	(65)	(71)
息税折旧前利润	51	151	70	117	145
折旧及摊销	(17)	(17)	(18)	(20)	(21)
经营利润(息税前利润)	34	134	51	98	124
净利息收入/(费用)	(27)	(24)	(255)	(197)	(139)
其他收益/(损失)	118	93	670	612	550
税前利润	125	203	467	512	535
所得税	(13)	(39)	(103)	(123)	(134)
少数股东权益	0	(5)	(127)	(124)	(120)
净利润	111	159	237	266	281
核心净利润	93	145	228	258	273
每股收益(人民币)	0.322	0.461	0.684	0.768	0.812
核心每股收益(人民币)	0.269	0.419	0.658	0.746	0.790
每股股息(人民币)	0.089	0.130	0.171	0.192	0.203
收入增长(%)	32	53	(35)	24	19
息税前利润增长(%)	(29)	295	(62)	90	27
息税折旧前利润增长(%)	(24)	197	(54)	68	24
每股收益增长(%)	(35)	43	49	12	6
核心每股收益增长(%)	(44)	56	57	13	6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	557	465	348	893	1,247
应收帐款	193	336	249	272	285
库存	653	819	536	666	795
其他流动资产	15	14	9	11	14
流动资产总计	1,418	1,633	1,142	1,842	2,341
固定资产	107	101	98	94	89
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	6,988	9,710	10,238	8,851	7,651
长期资产总计	7,096	9,811	10,336	8,945	7,740
总资产	8,514	11,444	11,478	10,788	10,081
应付帐款	810	1,435	939	1,165	1,392
短期债务	4,221	6,012	512	512	512
其他流动负债	132	180	406	446	467
流动负债总计	5,164	7,627	1,857	2,123	2,370
长期借款	58	458	5,958	4,670	3,382
其他长期负债	100	39	24	25	25
股本	346	346	346	346	346
储备	1,766	1,889	2,080	2,287	2,501
股东权益	2,112	2,235	2,426	2,633	2,847
少数股东权益	1,080	1,086	1,213	1,337	1,457
总负债及权益	8,514	11,444	11,478	10,788	10,081
每股帐面价值(人民币)	6.10	6.46	7.01	7.61	8.23
每股有形资产(人民币)	6.10	6.46	7.01	7.61	8.23
每股净负债/(现金)(人民币)	10.76	17.35	17.69	12.39	7.65

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	125	203	467	512	535
折旧与摊销	17	17	18	20	21
净利息费用	27	24	255	197	139
运营资本变动	6	(70)	89	112	102
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(120)	(111)	(759)	(722)	(671)
经营活动产生的现金流	55	63	70	120	126
购买固定资产净值	(27)	(29)	(17)	(19)	(19)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(4,366)	(2,024)	130	1,989	1,740
投资活动产生的现金流	(4,392)	(2,053)	113	1,970	1,721
净增权益	2,246	1	0	0	0
净增债务	2,475	2,182	0	(1,288)	(1,288)
支付股息	(52)	(31)	(45)	(59)	(66)
其他融资现金流	(266)	(255)	(255)	(197)	(139)
融资活动产生的现金流	4,402	1,898	(299)	(1,544)	(1,493)
现金变动	66	(92)	(117)	545	354
期初现金	492	557	465	348	893
公司自由现金流	(4,342)	(1,989)	183	2,089	1,847
权益自由现金流	(1,894)	169	(72)	604	421

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	4.4	8.6	6.1	8.3	8.6
息税前利润率	3.0	7.6	4.5	6.9	7.3
税前利润率	10.9	11.5	40.9	36.2	31.7
净利率	9.7	9.1	20.7	18.8	16.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.3	0.2	0.6	0.9	1.0
利息覆盖率	1.3	5.6	0.2	0.5	0.9
净权益负债率(%)	116.6	180.8	168.2	108.0	61.5
速动比率	0.1	0.1	0.3	0.6	0.7
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	42.3	29.5	19.9	17.7	16.8
核心业务市盈率	50.7	32.5	20.7	18.2	17.2
目标价对应核心业务市盈率	54.0	34.6	22.0	19.4	18.3
市净率	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7
价格/现金流	86.2	74.7	67.5	39.3	37.3
企业价值/息税折旧前利润	179.7	75.7	159.8	80.3	54.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	211.7	177.0	248.7	177.8	180.9
应收帐款周转天数	58.5	54.8	93.4	67.2	60.2
应付帐款周转天数	251.3	232.9	379.4	271.3	276.2
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	27.6	28.2	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	7.6	7.3	10.2	10.5	10.3
资产收益率	0.5	1.1	0.4	0.7	0.9
已运用资本收益率	0.7	1.6	0.5	1.0	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371