

建筑装饰

聚焦长三角一体化：人口集聚与政策引领驱动未来持续发展

人口集聚是长三角区域未来持续发展的根本动力。从世界历史经验看，由于分工需要和基础设施的规模效应，人口等要素向大城市群集聚是一般规律。参考东京湾等世界超级城市群经验，我国未来人口继续向长三角、珠三角、京津冀等城市群集中预计仍将是长期趋势。长三角长期人口流入将带来地区城市间基础设施、商业、工业、住宅的不断加密，触发相关投资需求。从目前人均基建存量角度看，长三角、中部、华南等基建未来潜力仍充足。

对比东京湾区，长三角城市市内及城际轨道交通网差距较大。我们梳理了东京湾区高速公路、轨道交通网、房屋的存量和历史流量数据，从存量密度及人均对比来看，长三角区域市内及城际间轨道交通具备极大潜力，东京 50km 半径范围（覆盖范围略大于上海）内轨交网长度为 2459 公里，而轨交最发达的上海规划至 2035 年目标约 2200 公里，才与东京相当。长三角区域内浙江、江苏两省公路、铁路等基建人均及里程密度均还有较大差距。

长三角一体化上升为国家战略将促区域发展提速。2018 年 11 月习近平主席在进博会上表示将支持长三角一体化发展，并上升为国家战略（与京津冀协同、一带一路、长江经济带等国家战略协同）。3 月 5 日两会政府工作报告再次明确将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要。上海市市委书记提出将在沪苏浙三省市交界区域建设“长三角一体化发展示范区”。推动长三角一体化发展是总书记亲自谋划、亲自部署的重大战略，事关国家发展全局，后续进程将显著提速。根据规划，加强生态保护修复和综合交通运输体系建设是重要方向。我们不仅看好国家战略对于长三角建设的政策推动，更看好人口与资源集聚带来的区域长期发展趋势。

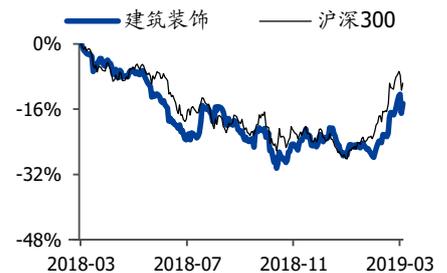
长三角基建投资近年来保持较快增长，未来规划空间广阔。长三角地区 12-17 年基建投资增速保持在平均 15% 以上的较快增速。参照四省市十三五规划，长三角整体规划较十二五仍有大幅增长：上海市未来聚焦轨道交通及交通枢纽建设；江苏发力城际铁路；安徽公路建设提前完成规划，后续重点在铁路，规划交通投资较十二五增长 57%；浙江规划铁路、轨交新增里程较十二五翻倍，总交通投资约 2 万亿。近期发改委加速审批通过上海轨交、江苏城际铁路等多项规划，总投资达 7000 多亿，后续建设有望提速。

投资建议：长三角地区一体化战略地位上升，建设进程提速，未来基建等投资空间广阔。重点推荐：1) 长三角地区设计龙头苏交科、中设集团等。2) 直接受益的上海地方建筑国企上海建工、隧道股份等。3) 深耕长三角地区的 PPP 民营龙头龙元建设。4) 生态环保领域可关注东珠生态，装饰领域关注金螳螂、亚厦股份、全筑股份。

风险提示：规划实施进度不达预期风险，地产调控风险，融资进度不达预期风险，政策效果不达预期风险等。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

1、《建筑装饰：聚焦基本面优质品种，关注 PPP 政策明晰的促进效应》2019-03-10

2、《建筑装饰：财金 10 号文点评：明确细节促发展，鼓励民企强信心》2019-03-09

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600170	上海建工	买入	0.29	0.31	0.37	0.41	13.3	12.5	10.4	9.4
600820	隧道股份	--	0.58	0.63	0.7	0.77	12.9	11.9	10.7	9.7
300284	苏交科	买入	0.57	0.75	0.94	1.16	22.8	17.3	13.8	11.2
603018	中设集团	买入	0.95	1.26	1.65	2.13	22.5	17.0	13.0	10.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

人口集聚是一般规律，长三角未来发展潜力巨大	5
长三角城市群概况	5
人口向大城市群集中是经济发展一般规律	6
长三角与世界领先城市群相比潜力较大。	7
他山之石：日本东京湾区发展	8
日本东京湾情况概述	8
东京湾地区行政投资历史情况	9
交通基建特点：高速公路建设成熟，轨道交通网络极为发达	11
高速公路：建设已经成熟，使用年限较久	11
轨道交通：世界领先的多制式高密度网络	12
房地产市场情况：住宅新开工在全国占比始终高位	14
长三角一体化战略地位上升，发展提速	15
长三角一体化上升至国家战略	15
长三角一体化发展提速，交通综合体系建设为重大方向	17
四省市“两会”均着重强调推动长三角一体化进程，示范区有望建立	17
长三角未来基建投资空间仍大	18
长三角基建投资近年来维持较快增速，全国占比保持稳定	18
中国整体基建并未过剩，地区上看长三角、中部、华南空间较大	22
长三角轨道交通发展潜力极大，浙江与江苏基建人均及密度落后	26
长三角未来规划基建投资空间广阔	29
长三角房地产投资近两年快于全国	31
投资建议与重点公司概况	32
苏交科	32
中设集团	33
上海建工	34
隧道股份	35
龙元建设	35
风险提示	36

图表目录

图表 1: 长江三角洲城市群范围图	5
图表 2: 世界部分大城市数据对比	6
图表 3: 东京湾区人口及增长率	7
图表 4: 东京湾区人口在全国人口中的占比	7
图表 5: 部分核心城市群前五大城市人口占全国人口比例	7
图表 6: 长三角部分城市数据与世界主要城市群数据对比	8
图表 7: 东京湾基本数据情况	8
图表 8: 东京湾地区年净新增人口	9
图表 9: 东京湾地区行政投资额与全国对比	10
图表 10: 东京湾地区行政投资额占全国比	10
图表 11: 东京湾地区人均行政投资额与全国对比	11
图表 12: 可住地单位面积的行政投资额 (亿日元/每平方公里)	11
图表 13: 截至 2018 年 4 月首都高速公路现状	12

图表 14: 东京都地区高速公路分部图.....	12
图表 15: 东京湾地区轨道交通运营里程.....	13
图表 16: 2010 年日本三大都市圈轨道交通网营业情况.....	13
图表 17: 世界主要城市城市铁路网的比较.....	14
图表 18: 东京湾住宅新开工面积及占全国的比重.....	14
图表 19: 首都圈存量建筑年份分布.....	15
图表 20: 近年长三角规划文件及其中涉及基建内容.....	16
图表 21: 几大重要战略对比.....	17
图表 22: 长三角四省市 2019 年“两会”中对长三角一体化的相关描述.....	18
图表 23: 沪苏浙三省市交界区示意图.....	18
图表 24: 长三角四省基建投资合计.....	19
图表 25: 长三角四省基建投资占全国基建投资比例.....	19
图表 26: 上海市电力、燃气及水生产业投资规模及增速.....	19
图表 27: 上海市交运、仓储及邮政业投资规模及增速.....	19
图表 28: 上海市水利、环境和公共设施投资规模及增速.....	20
图表 29: 上海市历年全口径基建投资规模及增速.....	20
图表 30: 江苏省电力、燃气及水生产业投资规模及增速.....	20
图表 31: 江苏省交运、仓储及邮政业投资规模及增速.....	20
图表 32: 江苏省水利、环境和公共设施投资规模及增速.....	20
图表 33: 江苏省历年全口径基建投资规模及增速.....	20
图表 34: 安徽省电力、燃气及水生产业投资规模及增速.....	21
图表 35: 安徽省交运、仓储及邮政业投资规模及增速.....	21
图表 36: 安徽省水利、环境和公共设施投资规模及增速.....	21
图表 37: 安徽省历年全口径基建投资规模及增速.....	21
图表 38: 浙江省电力、燃气及水生产业投资规模及增速.....	22
图表 39: 浙江省交运、仓储及邮政业投资规模及增速.....	22
图表 40: 浙江省水利、环境和公共设施投资规模及增速.....	22
图表 41: 浙江省历年全口径基建投资规模及增速.....	22
图表 42: 世界主要国家资本存量（截至 2015 年，单位为十亿 2011 年不变价的国际美元）.....	23
图表 43: 世界主要国家资本存量占 GDP 的比（2015 年数据）.....	23
图表 44: 世界主要国家人均资本存量（截至 2015 年，单位为 2011 年不变价的国际美元/人）.....	23
图表 45: 世界主要国家单位面积资本存量（截至 2015 年，单位为 2011 年不变价的国际美元/平方公里）.....	24
图表 46: 我国基建资本存量历年的永续盘存值（2017 年不变价）及增速.....	24
图表 47: 我国人均基建资本存量历年的永续盘存值（2017 年不变价）及增速.....	25
图表 48: 分省市基建资本存量测算结果.....	26
图表 49: 长三角合计高速公路里程.....	27
图表 50: 长三角高速公路里程占全国比重.....	27
图表 51: 上海与东京湾轨道交通网长度对比.....	27
图表 52: 长三角拥有轨交城市与东京湾数据对比.....	28
图表 53: 长三角地区交通基础设施存量情况.....	28
图表 54: 长三角地区交通基础设施人均存量情况.....	28
图表 55: 长三角地区交通基础设施密度情况.....	29
图表 56: 上海市“十二五”交通运输投资完成情况及“十三五”交通运输规划目标.....	29
图表 57: 江苏省交通运输规划目标.....	30
图表 58: 浙江省交通运输规划目标.....	30
图表 59: 安徽省交通运输规划目标.....	31

图表 60: 发改委近期审批长三角地区项目	31
图表 61: 长三角四省市房地产开发投资占全国比重	32
图表 62: 长三角四省市房地产开发投资增速与全国增速对比	32

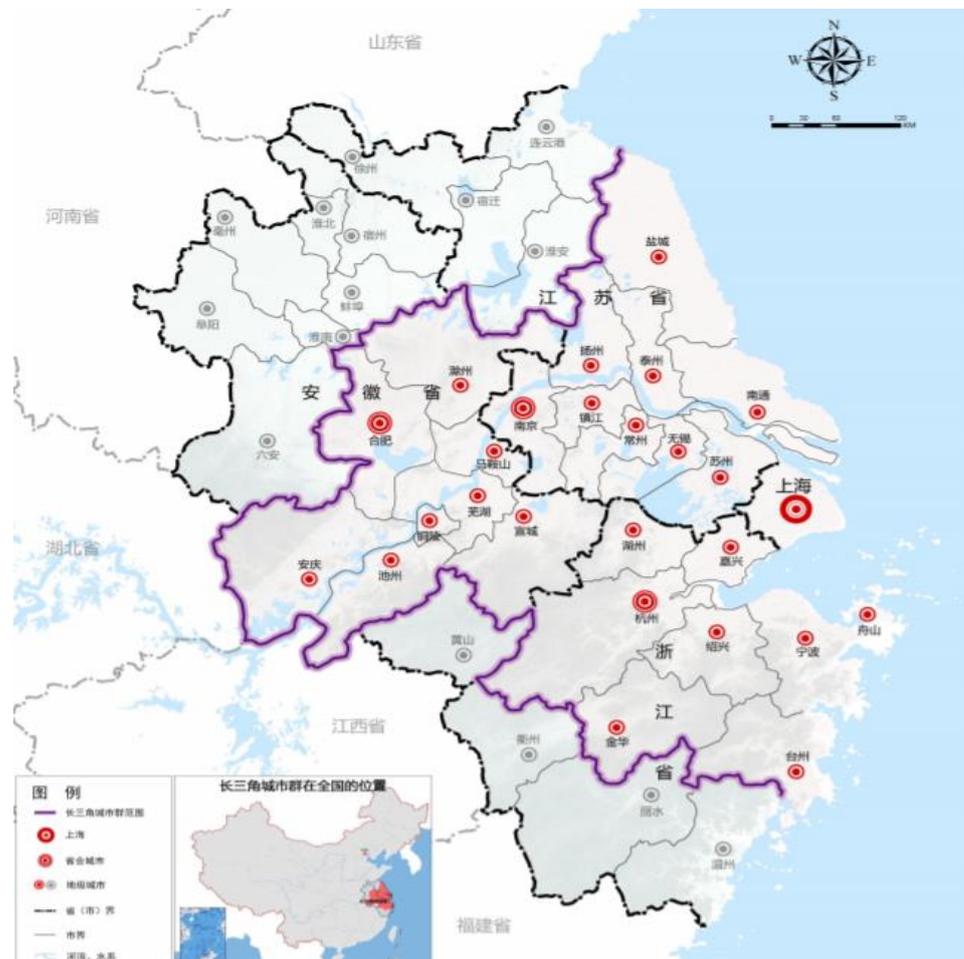
人口集聚是一般规律，长三角未来发展潜力巨大

长三角城市群概况

根据 2016 年 5 月国务院批准的《长江三角洲城市群发展规划》，长三角城市群包括：上海，江苏省的南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州，浙江省的杭州、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、金华、舟山、台州，安徽省的合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城等 26 市。根据文件内容，长三角城市群是“一带一路”与长江经济带的重要交汇地带，在中国国家现代化建设大局和全方位开放格局中具有举足轻重的战略地位。是中国参与国际竞争的重要平台、经济社会发展的重要引擎，是长江经济带的引领发展区，是中国城镇化基础最好的地区之一。

如果按照长三角 26 市的范围统计，该区域总人口共计 1.53 亿，占全国人口的 11%，GDP 合计 16.54 万亿，占全国 GDP 的 18.4%，人均 GDP10.8 万元。总面积 21.2 万平方公里，占全国的 2.2%。

图表 1: 长江三角洲城市群范围图



资料来源：《长江三角洲城市群发展规划》，国盛证券研究所

人口向大城市群集中是经济发展一般规律

从世界城市发展的历史来看，在高速城镇化时期，人口和要素向大城市及周边地区集聚是一般规律。城市成为规模经济和放大效应集中显现的地方，也成为经济持续增长和财富聚集的核心动力。主要来看，在城市快速发展的阶段，人口等资源密度的提升带来的好处主要有：

- 1、人口的聚集使得大规模的分工成为可能。足够的人口才能产生一定规模的细分市场，消费的规模效应就更加突出，针对性的生产及服务才成为可能，各种专业化的活动才能广泛存在，创造更多的就业。
- 2、人口的集聚带来的规模效应也使得交通等公共设施的高成本可以由更多人来分担，单个使用者支付的成本会降低，基础设施的使用效率会提升，才能支撑更完备的基础设施建设，推动整个城市生产力的进一步提升。

人口的集聚带来的经济效应凸显。人口密度的提升意味着越高的规模经济效应，同时也代表着更高的财富集中度。纵观世界大型城市群，基本都是一国内，甚至全世界范围内财富最集中的地区。如东京、伦敦、首尔等面积较小国家的首都，通常人口占比在10%以上，面积占比约在0.6%左右，贡献GDP最高可达25%以上。而如纽约、孟买、圣保罗等面积较大国家的核心城市，面积占比均仅为0.1%-0.2%，人口占比平均约3%，GDP占比平均7%。

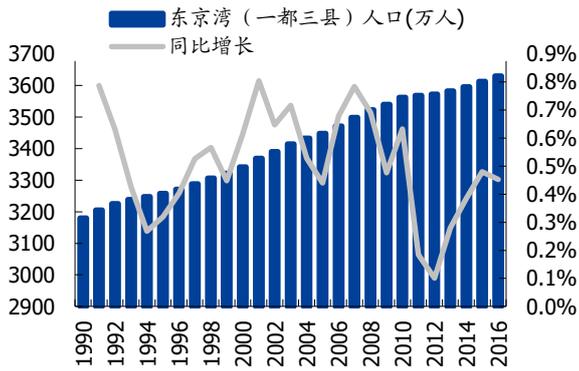
图表 2: 世界部分大城市数据对比

	GDP (亿美元)	人口(万人)	面积(平方公里)	人口密度(人/平方公里)	GDP 占比	人口占比	面积占比	人均 GDP (万美元/人)
东京	9723	1362	2191	6218	21.63%	10.73%	0.58%	6.95
伦敦	5188	892	1577	5653	14.92%	13.70%	0.65%	5.82
首尔	4120	994	605	16426	26.93%	19.33%	0.60%	4.14
孟买	1608	1976	603	32763	6.16%	1.52%	0.02%	0.81
纽约	9007	851	789	10786	4.85%	2.63%	0.01%	10.58
圣保罗	1962	1197	1522	7863	10.90%	5.73%	0.02%	1.64

资料来源: Bloomberg, IMF 等, 圣保罗为 2015 年数据, 其余为 2016 年, 国盛证券研究所

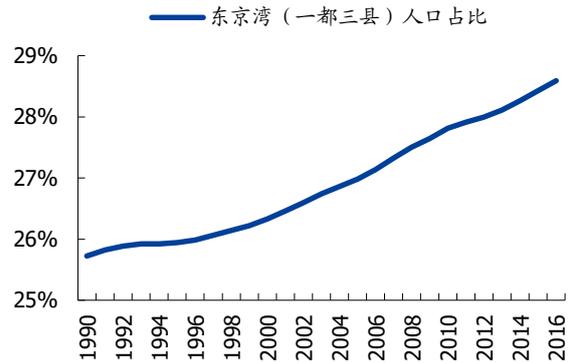
人口向大城市群集中是长期趋势。以东京湾地区为例，虽然进入 90 年代后日本整体经济增速放缓，人口老龄化不断攀升，增长基本停滞，但东京湾地区的人口在持续增长。1990 年-2016 年，26 年间东京湾区总人口由 3180 万人增长至 3629 万，增长 450 万人，在全国总人口占比由 25.7% 升至 28.6%。而期间日本全国人口仅增长 332 万人，表明除东京湾区外的人口出现了减少。

图表3: 东京湾区人口及增长率



资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

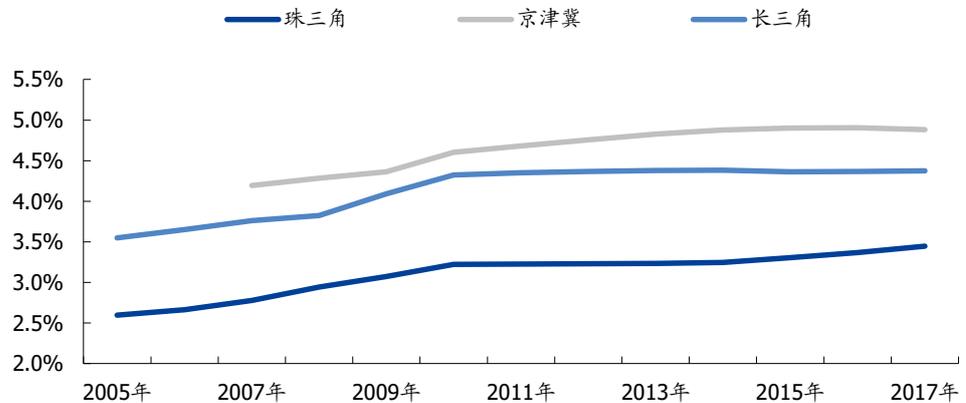
图表4: 东京湾区人口在全国人口中的占比



资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

我国人口也持续向核心城市群集聚。我们选取长三角、珠三角、京津冀三个核心城市群，分别计算每个城市群前五大城市人口占全国人口比例的变化。总体看我国人口也在持续向核心城市群流入，从2005年-2017年，长三角、珠三角、京津冀前五大核心城市人口占全国人口比分别提升了0.83/0.85/0.69个PCT。近几年长三角与京津冀地区人口聚集速度开始放慢，而珠三角则有加速趋势，可能跟部分地区施行的大城市疏导政策有关。而粤港澳大湾区、长三角一体化、京津冀协同发展等战略的提出，有望重新促进人口加速向核心城市群集聚。

图表5: 部分核心城市群前五大城市人口占全国人口比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

长三角与世界领先城市群相比潜力较大。

长三角发展仍有差距，人口有进一步流入空间。长三角是中国城镇化基础最好的地区之一，有望成为世界最具影响力的城市群龙头之一。如果按照长三角26市的范围统计，该区域总人口共计1.53亿，占全国人口的11%，GDP合计16.54万亿，占全国GDP的18.4%，人均GDP10.8万元。总面积21.2万平方公里，占全国的2.2%。整体人均GDP与人口密度大幅落后于日本及美国核心湾区城市群，相较于国内粤港澳大湾区也有一定

差距。单看核心城市上海，其人均 GDP 为 13.5 万元，也明显低于其他湾区整体人均数据。此外上海在人口密度上也明显低于首尔、东京、孟买等亚洲大城市，未来人口流入仍有空间。

长三角人口的流入将带来更多的基建、工业、居住需求，从而带动相关基建和房建的投资。目前仅从静态的存量数据看（见后文分析），长三角地区的基建等仍有潜力，随着人口的进一步聚集，预计长三角未来基建、地产、工业投资仍处在持续增长的过程。

图表 6: 长三角部分城市数据与世界主要城市群数据对比

地区	总 GDP (亿人民币)	人口(万人)	面积(平方公里)	人口密度 (人/平方公里)	GDP 占比	人口占比	面积占比	人均 GDP (万元/人)
上海	32,680	2,418	6,341	3,814	3.6%	1.7%	0.1%	13.5
江苏	92,595	8,029	107,200	749	10.3%	5.8%	1.1%	11.5
浙江	56,197	5,657	105,500	536	6.2%	4.1%	1.1%	9.9
安徽	30,007	6,255	140,000	447	3.3%	4.5%	1.5%	4.8
长三角城市群(26市)	165,404	15,270	211,700	721	20.2%	11.0%	2.2%	10.8
粤港澳大湾区(港澳+广东9市)	101,246	6,862	56,000	1,225	12.3%	4.9%	0.6%	14.8
日本东京湾	93,117	3,613	13,562	2,664	33.0%	28.0%	3.6%	25.8
美国纽约湾区	99,635	2340	21,500	1,088	8.1%	7%	0.23%	42.6
美国旧金山湾区	50,402	768	16,650	461	4.1%	2%	0.18%	65.6

资料来源: 国家统计局, 日本国土交通省, 美国统计局, 国盛证券研究所

他山之石: 日本东京湾区发展

日本东京湾情况概述

东京湾区的界定有两种，第一种狭义的东京湾区涵盖东京都、千葉、埼玉和神奈川，统称“一都三县（即东京圈）”，面积占全国的 3.6%，但人口占全国 28%，GDP 为全国的 28%。

第二种东京湾区通常指东京、千葉、埼玉、神奈川和周边四县，统称“一都七县”（即首都圈），土地面积仅占全国十分之一，却拥有 35%的人口，占全国国内生产总值(GDP) 近 40%。

图表 7: 东京湾基本数据情况

地区	总 GDP(亿人民币)	人口(万人)	面积(平方公里)	人口密度 (人/平方公里)	GDP 占比	人口占比	面积占比	人均 GDP (万元/人)
东京湾(狭义)	93,117	3,613	13,562	2,664	33.0%	28.0%	3.6%	25.8
东京湾(广义)	110,589	4,383	36,895	1,188	39.0%	35.0%	9.8%	25.2

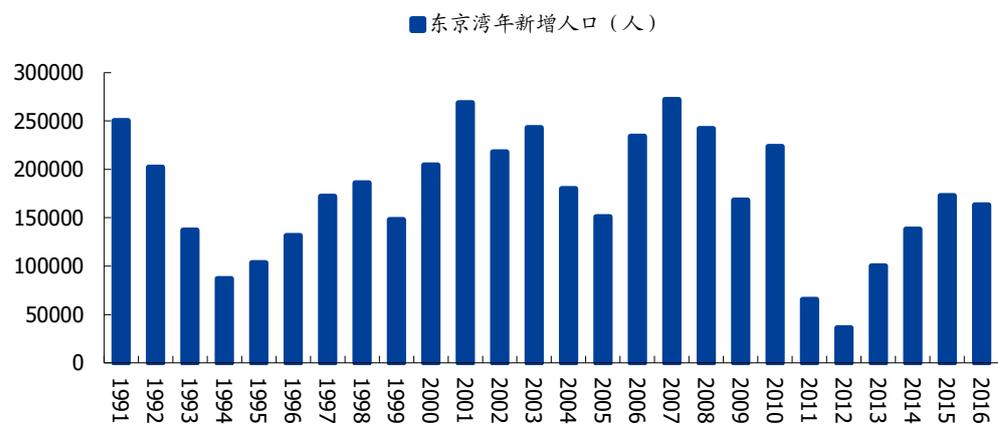
资料来源: 日本政府统计网站 e-Stat, 国盛证券研究所

世界著名的工业中心、金融中心、研发中心、娱乐中心和消费中心。东京湾的开发始于江户时代，随着日本政治中心东移，东京逐步成为日本新的政治经济中心。东京湾的现代化开发经历了两个阶段，第一波建设始于19世界后半期，日本自海外引进先进工业，如纺织业、机械加工业、钢铁业，这些行业必须依赖港口。东京湾较好的湾区环境为经济发展提供了有力的条件。第二波建设高峰主要在二战以后，日本经济自战后恢复，城市化大幅加速，逐渐形成了两大工业带，以银座为中心，向西（川崎市和神奈川县方向）发展出京滨工业地带，向东（千叶县方向）发展出了京叶工业地带。这两大工业带集中了包括钢铁、有色冶金、炼油、石化、机械、电子、汽车、造船、现代物流等产业，成为全球最大的工业产业地带。东京都区的金融、研发、文化和大型娱乐设施和大型商业设施与工业地带密切配合互动，成为世界核心的工业中心、金融中心、研发中心、娱乐中心和消费中心。¹

便捷发达的海陆交通基础设施是东京湾成功的重大支撑。东京湾周边拥有六大港口，分别是东京港、横滨港、千叶港、川崎港、横须贺港和木更津港，这六大港口与羽田、成田两大国际机场和6条新干线、高速公路、发达的轨道交通网连接在一起，构成了东京湾与日本内陆和全球主要城市之间海陆空立体交通网。²

日本国内人口向东京湾持续集聚。90年代后，日本经济进入缓慢发展期，但人口依然向东京湾区不断集聚，自1990-2016年累计新增人口450万人，在全国总人口占比由25.7%升至28.6%。而期间日本全国人口仅增长332万人，表明除东京湾区外的人口出现了减少。这个阶段人口流入高峰为2000-2010年，共流入240万人，在经历两年人口增长低谷后，近几年人口流入又开始加速。

图表 8: 东京湾地区年净新增人口



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

东京湾地区行政投资历史情况

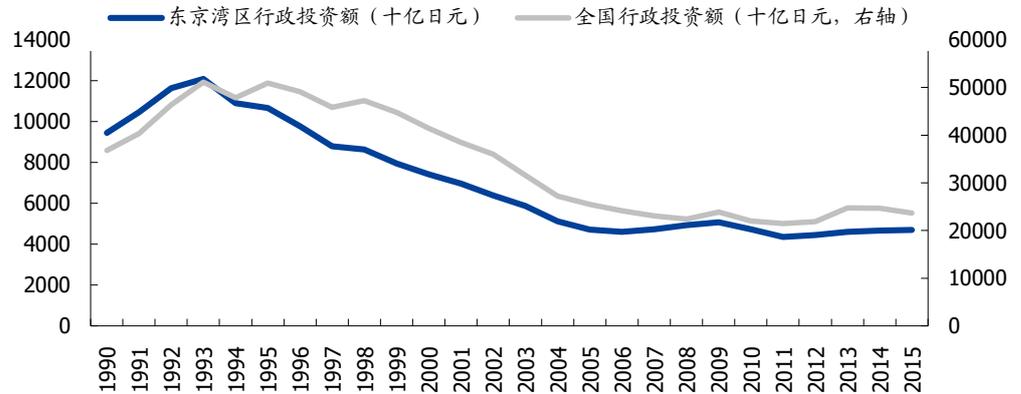
我们使用日本官方公布的“行政投资额”（包含道路、港湾、机场、国土保全、农林渔业、住宅、都市计划、环境、福利、文教、水利等投资）来近似代替政府主导的基建等相关投资。东京湾（一都三县）该数据在1993年达到12万亿日元顶峰后开始下降，降至2006年的4.6万亿日元的最低谷（为高峰不到40%）后企稳，近十几年来在4.3-5万亿

¹徐静波《日本如何将东京湾建设成世界最成功的大湾区》

²王宪明《日本东京湾港口群的发展研究及启示》

日元的范围内震荡。与全国投资相比，东京湾地区投资与全国同步见顶，但回落速度更快，并先于全国见底企稳。

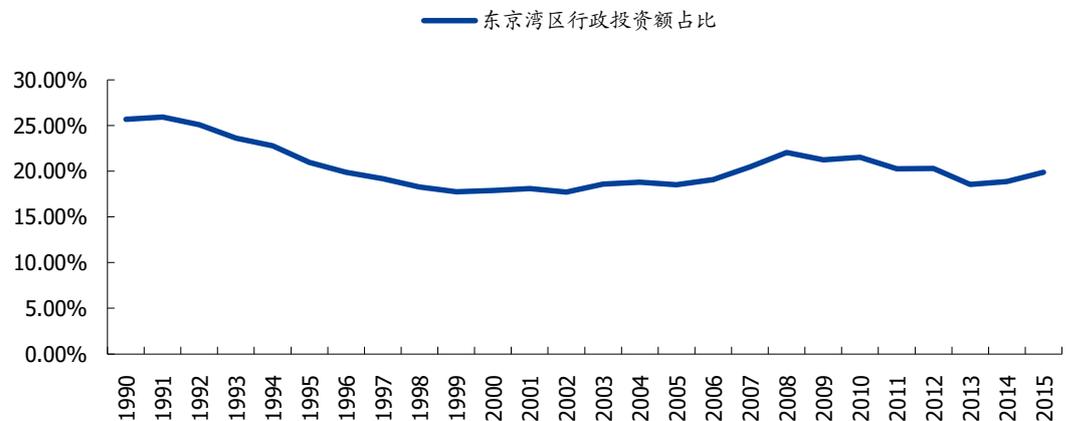
图表 9: 东京湾地区行政投资额与全国对比



资料来源: 日本政府统计网站 e-Stat, 国盛证券研究所

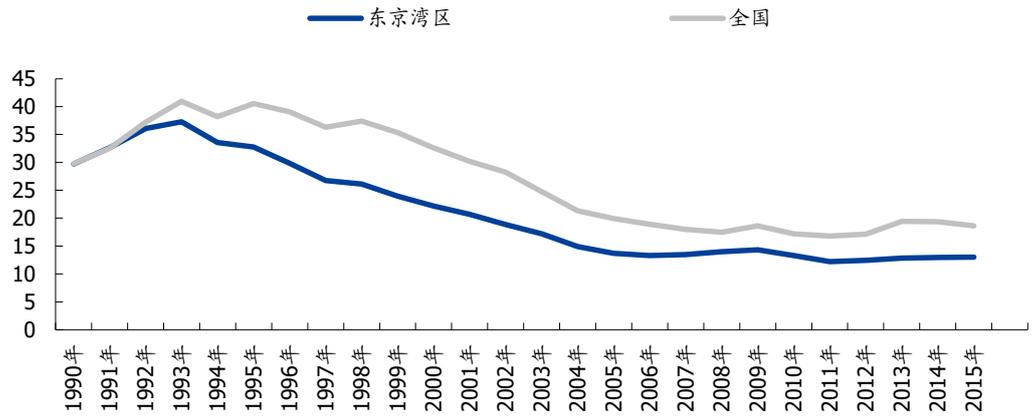
东京湾地区行政投资占全国的比重最高峰为 1991 年的约 26%，随后开始下行，最低跌至 2002 年占全国的 17.7%，随后开始震荡回升，近年来维持在 20% 左右。而东京湾 GDP 在全国 GDP 中占约三分之一。东京湾地区的单位居住面积承担的行政投资远超全国平均水平，而人均投资额则低于全国平均水平。

图表 10: 东京湾地区行政投资额占全国比



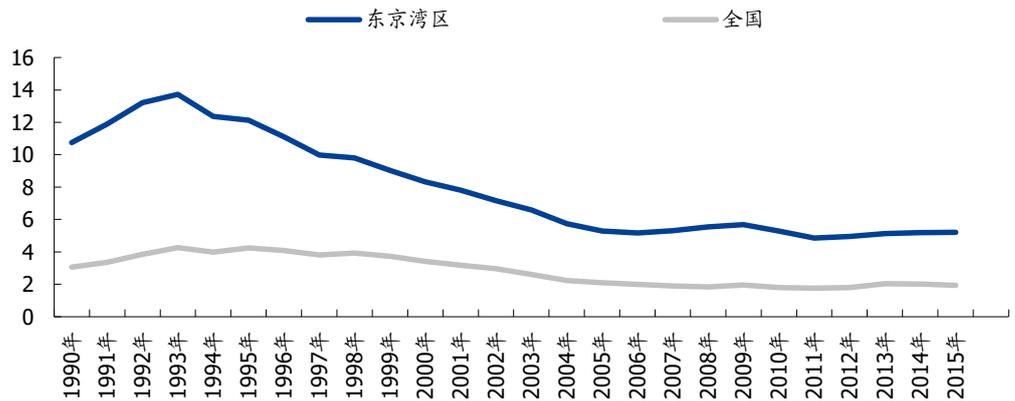
资料来源: 日本政府统计网站 e-Stat, 国盛证券研究所

图表 11: 东京湾地区人均行政投资额与全国对比



资料来源: 日本政府统计网站 e-Stat, 国盛证券研究所

图表 12: 可住地单位面积的行政投资额 (亿日元/每平方公里)



资料来源: 日本政府统计网站 e-Stat, 国盛证券研究所

交通基建特点: 高速公路建设成熟, 轨道交通网络极为发达

高速公路: 建设已经成熟, 使用年限较久

高速公路高龄化严重。根据日本首都高速公路株式会社,截至2018年4月,总长约320Km的首都高速路中,40年以上的线路占全体的约4成(约132Km),30年以上的线路达到6成以上(约201Km)。近10年修建的高速公路仅为26.6Km,占比仅为8.31%,道路高龄化现象较为严重。

1969-1978 年为首都圈高速公路建造最快时期,期间年均新增 8.45Km,其次为 1979-1988 年间,年均新增 6.92Km,较最高峰下降 18%;随着日本经济进入 90 年代泡沫时期,高速公路修建明显放慢,1989-2008 年均增幅仅为 4.63Km,较最高峰时期下降 45%。近 9 年年均新增 2.96Km,较前 20 年年均又下降了 36%,较最高峰下降 65%。

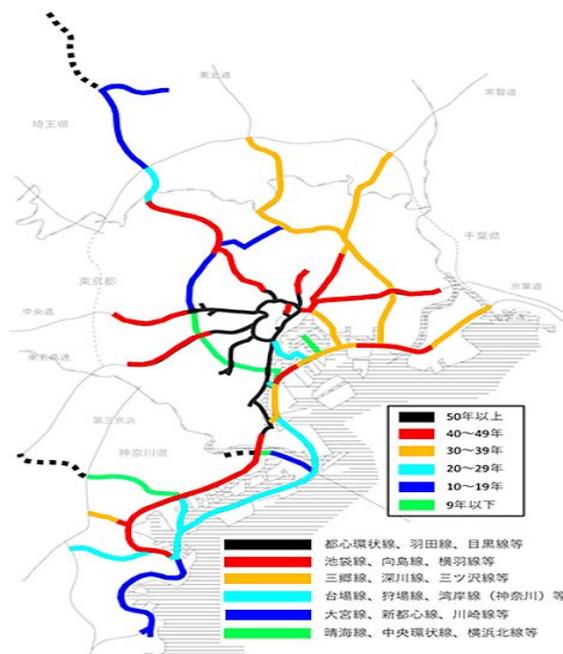
图表 13: 截至 2018 年 4 月首都高速公路现状

高速公路投入使用时长	里程数 (Km)	占比
50 年以上	47.2	14.75%
40-49 年	84.5	26.40%
30-39 年	69.2	21.62%
20-29 年	46.9	14.65%
10-19 年	45.7	14.28%
9 年以下	26.6	8.31%
总计	320.1	100.00%

资料来源: 日本首都高速公路株式会社, 国盛证券研究所

东京都地区高速公路总长约 320Km, 集中分部于东京都以及神奈川县, 下文假设以东京都和神奈川的人口、面积为基础进行计算。东京都和神奈川 2016 年的人口为 2277 万人, 人均公路里程为 0.14Km/万人; 总面积为 4607 平方公里, 公路运营密度为 0.07Km/Km²; 可住地面积为 2889 平方公里, 公路运营密度为 0.11Km/Km²。

图表 14: 东京都地区高速公路分部图



资料来源: 日本首都高速公路株式会社, 国盛证券研究所

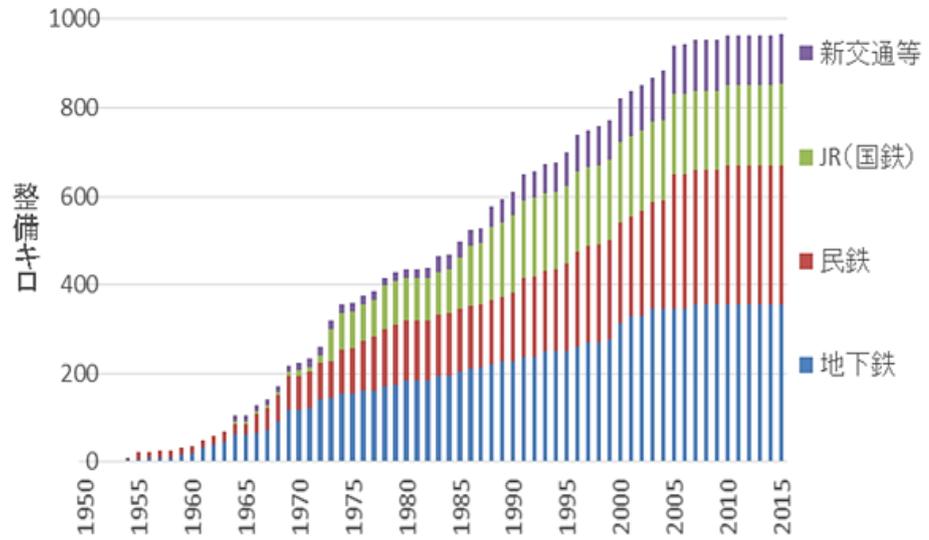
轨道交通: 世界领先的多制式高密度网络

多种形式轨道交通组成发达网络, 目前已经基本成熟。东京湾地区的轨道交通形式包括地铁、JR (国营铁路)、民铁以及其他新交通形式。根据日本国土交通省的数据, 2015 年日本东京湾 (东京都、神奈川、埼玉、千叶和茨城南部分地区) 在运营轨道交通网 (包含市内铁路) 约 960Km, 其中地下铁约 350Km, JR 约 200Km, 民铁约 300Km, 新交通约为 110Km。

东京湾区轨道交通系统自 1950 年起开始建设, 至约 1970 年共 20 年建设通车超过 200Km

里程。1970-1978 年仅 8 年通车约 200Km，随后大约保持每 10 年建设 200Km 的进度。自 2005 年整个轨道交通网达到约 950Km 总里程后保持稳定。

图表 15: 东京湾地区轨道交通运营里程



资料来源: 日本国土交通省, 国盛证券研究所

营业里程占全国仅 9%，运输人次占全国 63%。东京圈轨道交通网营业里程（此处东京圈是指东京站半径 50Km 以内）为 2459 公里，占全国营业里程的 9%，年运输人数 143 亿人次，占全国运输人次的 63%。

由于东京站半径 50Km 包含了东京都、埼玉、千叶、神奈川四个地区，因此我们暂时假设该运营里程数据为整个东京湾轨交运营里程数。2010 年东京湾人口为 3562 万人，人均铁路运营里程为 0.69Km/万人；2010 年东京湾总面积为 13558 平方千米，铁路线运营密度为 0.18Km/Km²；2010 东京湾可住地面积为 8964 平方公里，对应铁路线运营密度为 0.4Km/Km²。

图表 16: 2010 年日本三大都市圈轨道交通网营业情况

范围	营业里程 (Km)	占比	年度输送人数 (百万人)	占比	
东京圈	东京站半径 50Km	2459	9%	14329	63%
名古屋圈	名古屋站半径 40Km	977	4%	1113	5%
大阪圈	大阪站半径 50Km	1504	5%	4647	20%
三大都市圈		4939	18%	20090	88%
全国		27643	100%	22733	100%

资料来源: 日本国土交通省, 国盛证券研究所

车站密度和线路密度在世界大都市中领先。东京湾区中铁路线路最为密集的核心区域是东京，根据日本官方数据，东京的铁路车站密度和铁路路线密度均在全世界主要大都市中名列前茅。东京市内车站密度与线路密度均排在第二名，仅次于巴黎。上海的车站与线路密度排在第 8 位。

图表 17: 世界主要城市城市铁路网的比较

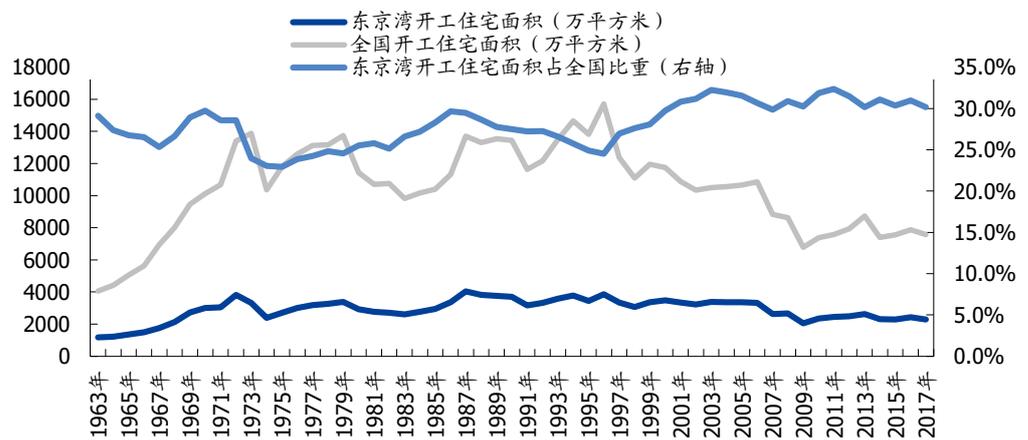
名次	城市名称	面积 (km ²)	人口 (千人)	人口密度 (千人/km ²)	铁路车站 (站)	铁路路线 (km)	铁路车站密度 (站/km ²)	铁路路线密度 (km/km ²)
1	伦敦	1,572	8,308	5.28	659	894	0.42 (5位)	0.57 (5位)
2	纽约	784	8,406	10.72	569	587	0.73 (3位)	0.75 (3位)
3	巴黎	105	2,273	21.65	363	208	3.46 (1位)	1.98 (1位)
4	东京	623	9,103	14.61	661	760	1.06 (2位)	1.22 (2位)
5	新加坡	716	5,399	7.54	109	151	0.15 (6位)	0.21 (6位)
6	首尔	605	10,388	17.17	373	406	0.62 (4位)	0.67 (4位)
9	香港	1,105	7,220	6.53	87	221	0.08 (7位)	0.2 (7位)
15	上海	6,341	23,804	3.75	336	674	0.05 (8位)	0.11 (8位)

资料来源: 日本国土交通省, 国盛证券研究所

房地产市场情况: 住宅新开工在全国占比始终高位

住宅新开工在全国占比始终高位。东京湾地区的住宅新开工面积自1963年起持续增长, 到1972年达到阶段顶峰, 当年新开工住宅3825万平方米, 占全国的28.6%, 随后开始震荡。第二个高峰是在1987年, 当年开工4039万平方米, 为历史最高值, 占全国的29.5%。后续东京湾区的新开工在全国的份额不断下降, 直至1996年。由于在1996年后全国新开工开始快速下滑, 而东京湾区的新开工维持稳定, 占比快速提升, 近年来维持在30%以上。2017年东京湾区新开工住宅面积2287万平方米, 是1987年峰值的57%, 而全国新开工7583万平方米, 仅为1996年最高峰值的48%

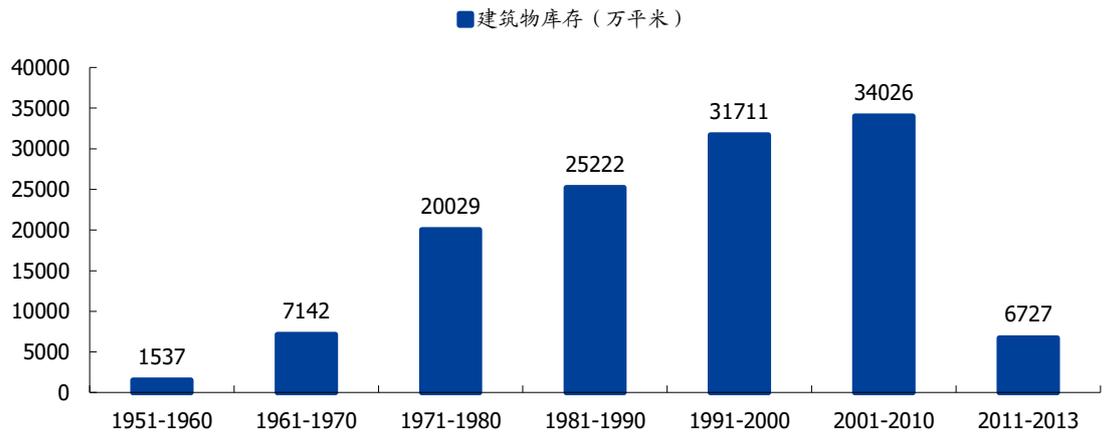
图表 18: 东京湾住宅新开工面积及占全国的比重



资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

存量建筑以2001-2010年建造最多, 2010年后新增建筑量放缓。根据统计, 截止2013年东京首都圈存量建筑13.58亿平米, 其中以2001-2010年建成比例最高, 占比为25%。其次为1991-2000年间建筑, 占比23%。进入2010年后, 新增建筑量放缓, 年均增长2242万平方米, 是2001-2010年年均量的66%。

图表 19: 首都圈存量建筑年份分布



资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

长三角一体化战略地位上升，发展提速

长三角一体化上升至国家战略

长三角一体化长期以来是国家重点发展战略。自 2008 年以来，国家层面针对长三角地区发展出台过部分文件，提出要进一步推进长三角地区改革开放和经济社会发展，并明确长三角地区发展的战略定位是：亚太地区重要的国际门户、全球重要的现代服务业和先进制造业中心、具有较强国际竞争力的世界级城市群。

近期长三角一体化发展进程显著提速。2018 年 4 月习近平主席主持召开长江经济带发展座谈会，在上海市委提交的《关于推动长三角地区一体化发展有关情况的报告》上作出重要批示，明确提出“实现更高质量一体化发展”的目标；2018 年 6 月出台的《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》提出目标到 2020 年，长三角地区要基本形成世界级城市群框架；2018 年 11 月，习近平主席在中国进口博览会上表示将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略，长三角一体化发展预计将显著提速。3 月 5 日两会政府工作报告明确将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要，长江经济带发展要坚持上中下游协同，加强生态保护修复和综合交通运输体系建设，打造高质量发展经济带。

图表 20: 近年长三角规划文件及其中涉及基建内容

时间	规划文件	基础设施建设内容
2008年9月	《关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》	要进一步推进长三角地区改革开放和经济社会发展。在基础设施方面,积极推进重大基础设施一体化建设,增强区域发展的支撑能力:完善综合交通运输体系,铁路要以客运专线和城际轨道交通建设为重点,优化路网结构;加快石油、天然气基础设施建设,优化电力基础设施建设与布局;统筹协调区域水利基础设施建设;改进和健全信息基础设施等。
2010年5月	《长江三角洲地区区域规划》	推进跨区域重大基础设施一体化建设,提升交通、能源、水利、信息等基础设施的共建共享和互联互通水平,形成分工合作、功能互补的基础设施体系,增强区域发展支撑能力,完善交通通道建设,加快综合枢纽建设,推进能源基础设施建设,改善水利基础设施,健全信息基础设施。
2016年3月	《长江经济带发展规划纲要》	加快交通基础设施互联互通,要着力推进长江水脉畅通,把长江全流域打造成黄金水道;统筹铁路、公路、航空、管道建设,率先建成网络化、标准化、智能化的综合立体交通走廊,增强对长江经济带发展的战略支撑力;加强新型城市建设,新型城镇化进程,增强城市经济、基础设施、公共服务和资源环境的承载能力,建设和谐宜居、充满活力的新型城市;
2016年5月	《长江三角洲城市群发展规划》	提出健全互联互通的基础设施网络,统筹推进交通、信息、能源、水利等基础设施建设,推进军地资源优化配置、功能兼容、合理共享,构建布局合理、设施配套、功能完善、安全高效的现代基础设施网络。构筑以轨道交通为主的综合交通网络,完善城际综合交通网络,提升综合交通枢纽辐射能力,加快打造都市圈交通网,并推出系列交通基础设施重点工程;构建泛在普惠的信息网络;调整优化能源结构和布局,推进能源基础设施互联互通。
2018年4月	习近平主席主持召开长江经济带发展座谈会	在上海市提交的《关于推动长三角地区一体化发展有关情况的报告》上作出重要批示,明确提出“实现更高质量一体化发展”的目标,要求上海发挥“龙头带动作用”、苏浙皖“各扬其长”,更好引领长江经济带发展,更好服务国家发展大局。
2018年6月	《长三角地区一体化发展三年行动计划(2018-2020年)》和《长三角地区合作近期工作要点》	目标到2020年,长三角地区要基本形成世界级城市群框架,基本建成枢纽型、功能性、网络化的基础设施体系。提出共建互联互通综合交通体系建设畅通便捷长三角,加快轨道交通网建设,全面提升省级公路运输能力,持续推进区域港航协同发展,协力打造长三角世界级机场群,完善公交一体化服务等。加快编制长三角地区城际铁路网规划和民航协同发展战略规划,滚动编制打通省际断头路年度计划,并落实推进第一批17个重点项目,进一步完善能源基础设施布局。
2018年11月	习近平主席在中国进口博览会演讲	提到为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用,将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略。
2019年1月	《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》	国家发改委当前正编制《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》
2019年3月	“两会”政府工作报告	将长三角区域一体化发展上升为国家战略,编制实施发展规划纲要。长江经济带发展要坚持上中下游协同,加强生态保护修复和综合交通运输体系建设,打造高质量发展经济带。

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

长三角一体化战略地位上升。国家发改委在答复记者问时表示: 2018年11月5日, 习近平总书记首届中国国际进口博览会开幕式上正式宣布, 支持长江三角洲区域一体化发展上升为国家战略, 同“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展和粤港澳大湾区建设相互配合, 完善中国改革开放空间布局。推动长江三角洲一体化发展, 是习近平总书记亲自谋划、亲自部署的重大战略, 事关国家发展全局, 意义十分重大。

图表 21: 几大重要战略对比

战略	战略地位描述
雄安新区	雄安新区是以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，是千年大计、国家大事。
粤港澳大湾区	粤港澳大湾区建设是习近平总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的国家战略。总书记亲自出席《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》签署仪式
长三角一体化	支持长江三角洲区域一体化发展上升为国家战略，同“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展和粤港澳大湾区建设相互配合，完善中国改革开放空间布局。推动长江三角洲一体化发展，是习近平总书记亲自谋划、亲自部署的重大战略，事关国家发展全局，意义十分重大。

资料来源：发改委网站、政府网站、新闻公开报道整理，国盛证券研究所

长三角一体化发展提速，交通综合体系建设为重大方向

长三角一体化发展核心要点，互联互通的综合交通体系排在首位。根据 2018 年 6 月发布的《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》，其中列出了七个重要发展方向，即：1）共建互联互通综合交通体系，建设通达便捷长三角；2）提升能源互济互保能力，建设安全高效长三角；3）强化创新驱动，建设协同创新长三角；4）共建高速泛在的信息网络，建设数字智慧长三角；5）合力搭好污染防治攻坚战，建设绿色美丽长三角；6）共享普惠便利的公共服务，建设幸福和谐长三角；7）共创有序透明的市场环境，建设开放活力的长三角。

综合交通体系以轨道交通网络为主，完善城际间的交通是重要方向。从已经发布的文件来看：2010 年 5 月的《长江三角洲地区区域规划》文件中提到推进跨区域重大基础设施一体化建设，提升交通、能源、水利、信息等基础设施的共建共享和互联互通水平；2016 年 5 月发布的《长江三角洲城市群发展规划》提出健全互联互通的基础设施网络，构筑以轨道交通为主的综合交通网络，完善城际综合交通网络，提升综合交通枢纽辐射能力，加快打造都市圈交通网；2018 年 6 月出台的《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》提出目标到 2020 年，长三角地区要基本形成世界级城市群框架，基本建成枢纽型、功能性、网络化的基础设施体系，提出共建互联互通综合交通体系建设畅通便捷长三角，加快轨道交通网建设，全面提升省级公路运输能力，持续推进区域港航协同发展，协力打造长三角世界级机场群，完善公交一体化服务等。综合来看，打造以跨区域重大基础设施一体化，构筑以轨道交通为主的综合交通网络，完善城际综合交通网络是长三角地区未来基础设施发展的主要方向。

四省市“两会”均着重强调推动长三角一体化进程，示范区有望建立

2019 年“两会”中四省市均出台举措大力推动长三角一体化进程。其中上海“两会”中提出将推动制定长三角一体化发展三年行动计划，合力推进长三角一体化发展示范区建设；江苏“两会”中强调将加强谋划，做好规划，大力实施《三年行动计划》；浙江“两会”中提出将制定浙江推进长三角一体化发展行动纲要，共同打造长三角一体化发展示范区，并加快嘉兴全面接轨上海；安徽“两会”中提出将深度参与长江三角洲区域一体

化发展国家战略规划纲要编制，制定安徽实施方案。

图表 22: 长三角四省市 2019 年“两会”中对长三角一体化的相关描述

省市	2019 年“两会”中对长三角一体化的相关描述
上海	1. 长三角一体化发展全面提速。创新区域协作机制，跨省市合作机制实体化运作。推动制定长三角一体化发展三年行动计划。 2. 全力实施长江三角洲区域一体化发展国家战略，合力推进长三角一体化发展示范区建设。
江苏	积极融入长三角区域一体化发展。主动与国家层面对接，加强谋划，做好规划，大力实施《三年行动计划》。
浙江	加快落实长三角一体化发展国家战略。制定浙江推进长三角一体化发展行动纲要，共同打造长三角一体化发展示范区。加快嘉兴全面接轨上海，提升舟山群岛新区建设水平，共建 G60 科创走廊，牵头抓好数字长三角、世界级港口集群、油气贸易中心建设。
安徽	加快长三角更高质量一体化发展。深度参与长江三角洲区域一体化发展国家战略规划纲要编制，制定安徽实施方案。推进长三角科技创新共同体和产业合作示范基地建设。

资料来源: 各省市 2019 年“两会”政府工作报告, 国盛证券研究所

沪苏浙三省市交界区域将建设“长三角一体化发展示范区”。3月6日，上海市委书记李强在十三届全国人大二次会议上海代表团表示，上海正会同苏浙两省抓紧研究制定长三角一体化发展示范区建设方案，将在沪苏浙三省市交界区域建设“长三角一体化发展示范区”。2019年2月，《青浦、吴江、嘉善2019年一体化发展工作方案》发布，根据方案，三地将共同开展沪苏浙毗邻区域概念性规划研究，编制毗邻区域现状图。青嘉吴三地毗邻地区为沪苏浙交界地区，未来有望成为长三角一体化示范区。

图表 23: 沪苏浙三省市交界区示意图



资料来源: 苏州电视台, 国盛证券研究所

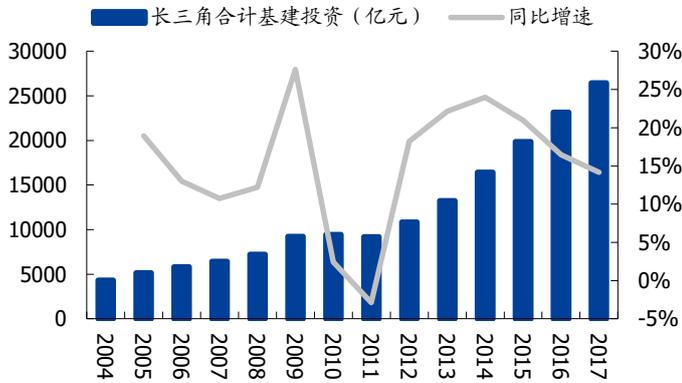
长三角未来基建投资空间仍大

长三角基建投资近年来维持较快增速，全国占比保持稳定

长三角基建投资近年来保持 **15%以上**的较快增长，在全国整体占比保持稳定。长三角地区（上海、江苏、浙江、安徽四省市合计）基建投资增速在 2009 年“四万亿”时增

速达到顶峰（27.6%），但随后增速大幅下滑。2012年开始触底回升，12-17年保持平均在15%以上的较快增速。四省市合计基建投资在全国基建投资中的占比自2004年后逐年下滑，从占比24.4%下降至2010年最低14.6%，近几年占比略微回升。2017年占比为15.7%。

图表 24: 长三角四省基建投资合计



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 长三角四省基建投资占全国基建投资比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上海市基建投资在经历09年四万亿高峰后回落，近几年基建规模逐步回升。2004-2017年，基建投资规模由643亿元增长至1983亿元，CAGR为9.05%。2009年4万亿刺激下基建投资达到1941亿的阶段历史高点，随后经历了连续三年的负增长。2013-2017年在交通仓储及市政等投资带动下，规模逐步回升，2017年再次超过2009年的规模。

图表 26: 上海市电力、燃气及水生产供应业投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 上海市交通、仓储及邮政业投资规模及增速



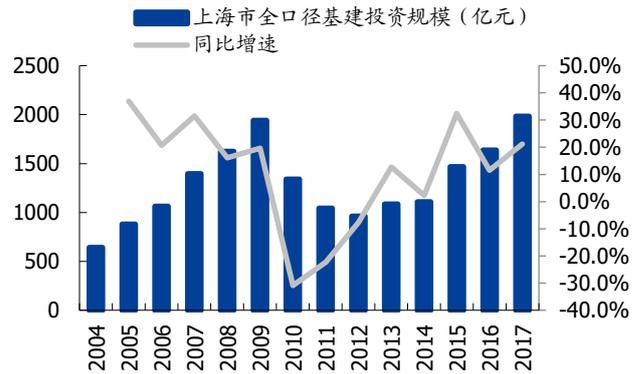
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 上海市水利、环境和公共设施投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 上海市历年全口径基建投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

江苏省全口径基建投资规模增长稳健。2004-2017年,江苏省基建投资规模由1720亿元增长至9258亿元,CAGR为13.82%。江苏省基建投资同样在2009年大幅增长43.1%,随后增速明显回落,但总规模始终保持增长。电力燃气、交运仓储邮政、水利环境市政等三大领域均保持稳健增速。

图表 30: 江苏省电力、燃气及水生产业投资规模及增速



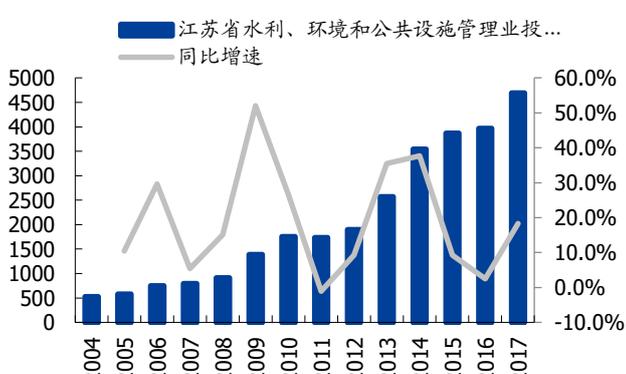
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 江苏省交运、仓储及邮政业投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 江苏省水利、环境和公共设施投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

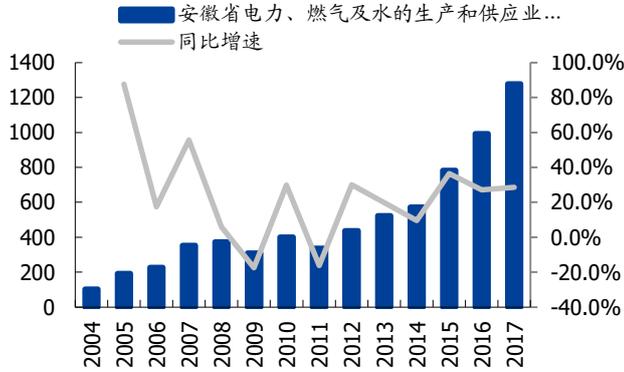
图表 33: 江苏省历年全口径基建投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

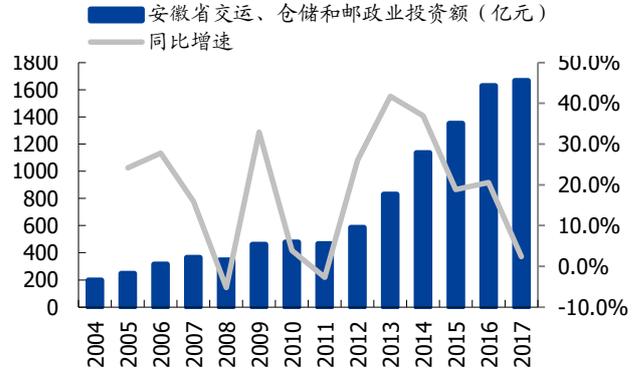
安徽省全口径基建投资复合增速领跑长三角。2004-2017年，安徽省基建投资规模由433亿元增长至6245亿元，CAGR达到22.78%，是四个省市中最快的地区。三大基建细分领域中，除交运仓储邮政领域在2017年增速较低外，其余细分领域均保持20%以上的较快增长。

图表 34: 安徽省电力、燃气及水生产供应业投资规模及增速



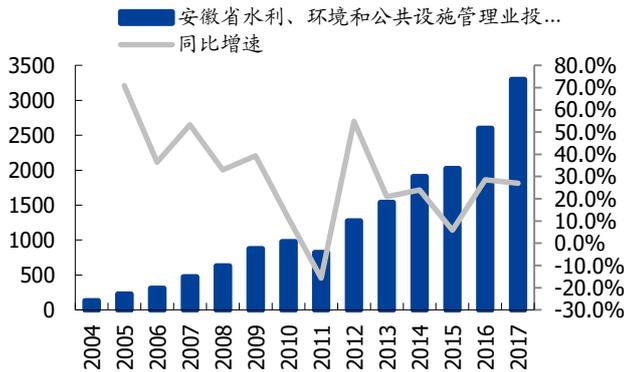
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 安徽省交运、仓储及邮政业投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 安徽省水利、环境和公共设施投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

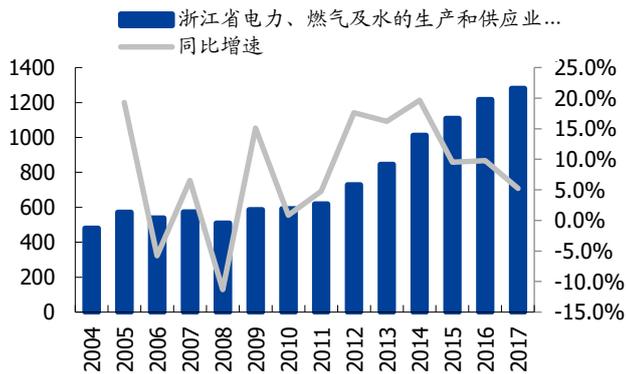
图表 37: 安徽省历年全口径基建投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

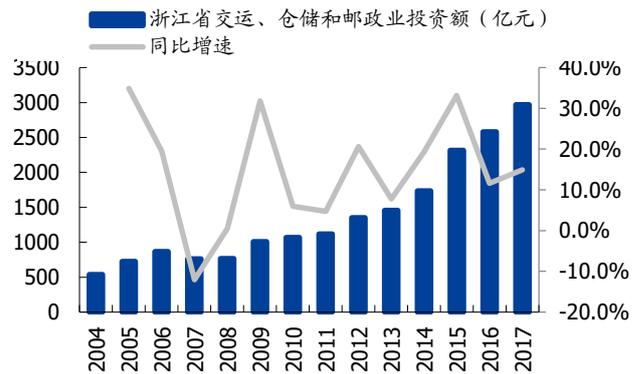
浙江省全口径基建投资增速较快，17年明显放缓。2004-2017年，浙江省基建投资规模由1533亿元增长至8951亿元，CAGR达到14.54%；其中水利、环境及公共设施管理投资规模由517亿元增长至4702亿元，CAGR为18.51%，在三大基建分类中是增速最快的板块，电力、燃气及水生产供应业投资规模由479亿元增长至1281亿元，CAGR为7.86%；交运、仓储及邮政业投资规模由537亿元增长至2967亿元，CAGR为14.06%。2017年由于水利环境及公共设施管理投资增速明显放缓，浙江省总体基建投资增速也出现下降。

图表 38: 浙江省电力、燃气及水生产业投资规模及增速



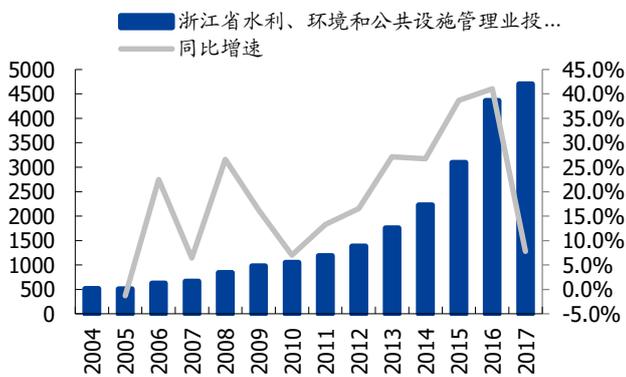
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 浙江省交运、仓储及邮政业投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 浙江省水利、环境和公共设施投资规模及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 浙江省历年全口径基建投资规模及增速



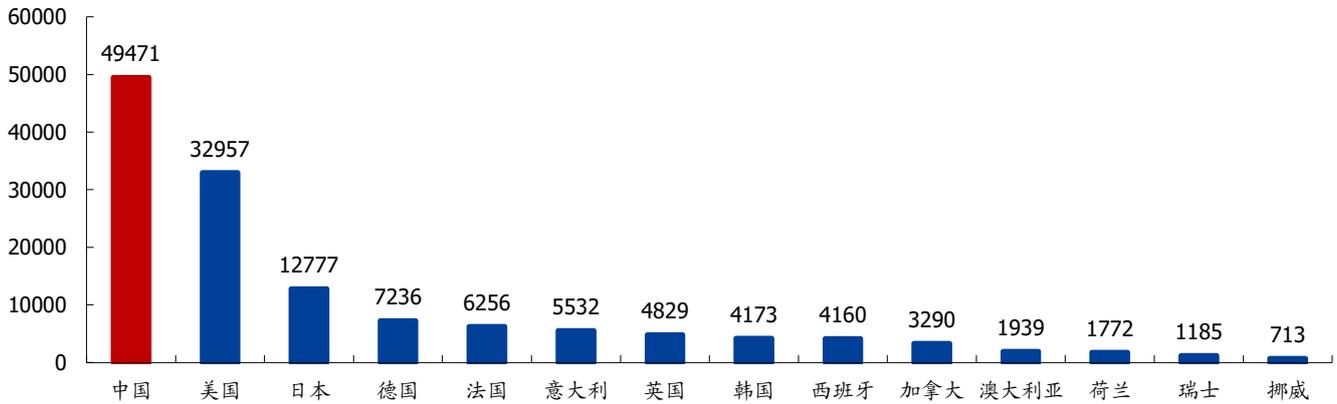
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中国整体基建并未过剩，地区上看长三角、中部、华南空间较大

我国资本存量总量第一。根据 IMF 数据，以 2011 年不变价的国际美元（international dollars）计算，截至 2015 年我国资本存量达 49.5 万亿国际美元，居世界资本存量第一位置；其次为美国，33.0 万亿国际美元；日本第三，为 12.8 万亿国际美元。2015 年我国资本存量占 GDP 的比值为 270%，在世界主要国家中排名第 4，位于日本、意大利、西班牙之后，明显高于澳大利亚、英国及美国等国家。

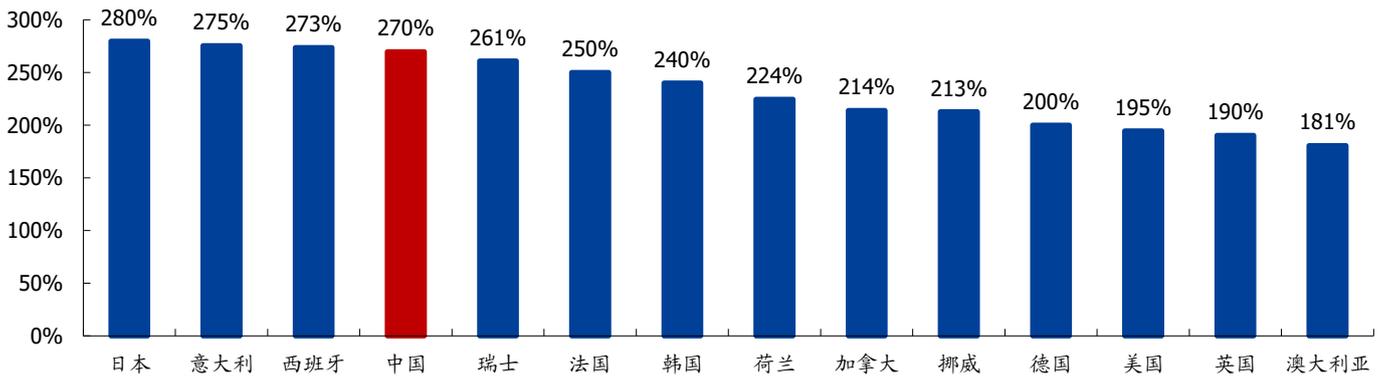
人均及单位面积资本存量仍低。以 2011 年不变价的国际美元计算，截至 2015 年我国人均资本存量仅 3599 国际美元，在世界主要国家中排名最后，瑞士、挪威、荷兰等欧洲国家分别是我国的 4.0/3.8/2.9 倍，美国、日本则分别是我国的 2.8/2.8 倍。2015 年我国每平方公里资本存量为 51.4 国际美元，仅为荷兰的十分之一，在世界主要国家中高于美国、挪威、加拿大、澳大利亚。考虑到中国的人口密度远高于美国、挪威、加拿大、澳大利亚，中国单位面积资本存量可能仍较低，至少未明显过剩。

图表 42: 世界主要国家资本存量 (截至 2015 年, 单位为十亿 2011 年不变价的国际美元)



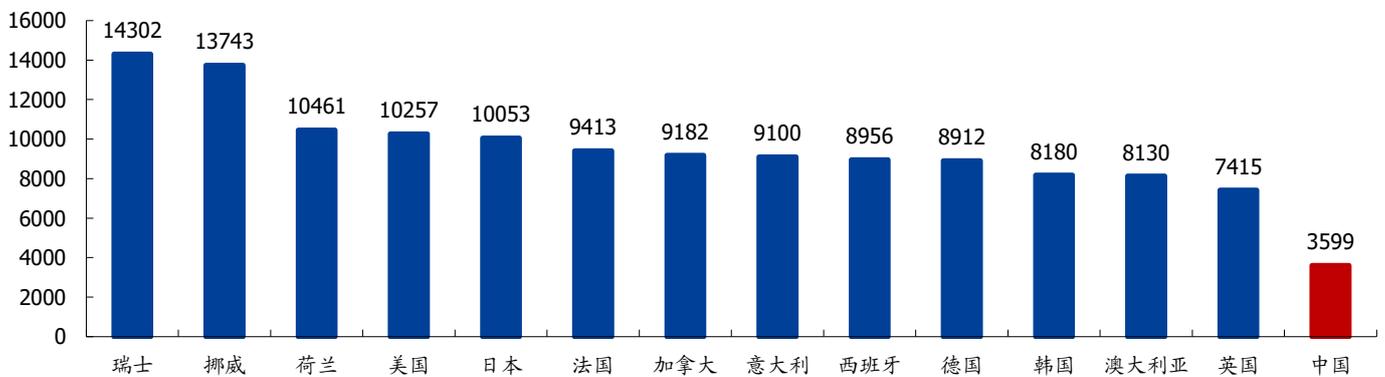
资料来源: IMF, 国盛证券研究所

图表 43: 世界主要国家资本存量占 GDP 的比 (2015 年数据)



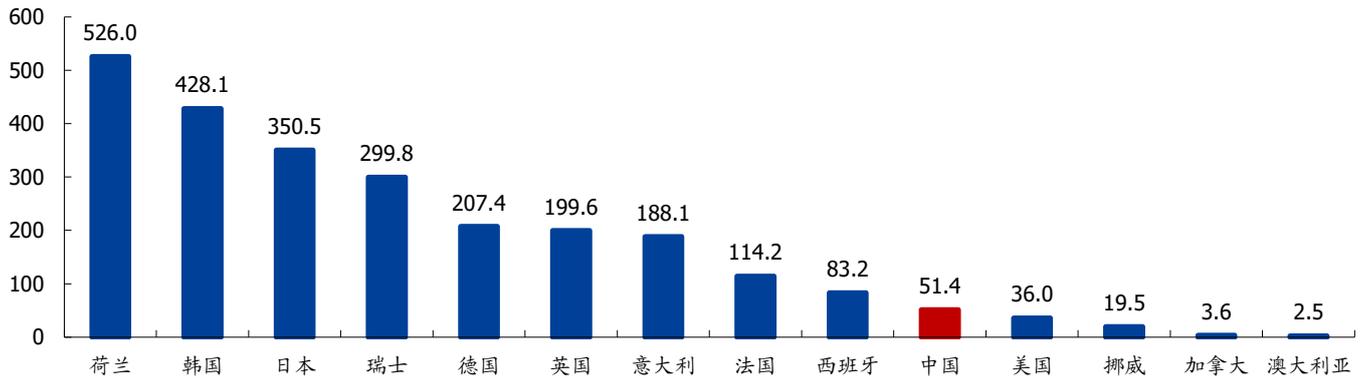
资料来源: IMF, 国盛证券研究所

图表 44: 世界主要国家人均资本存量 (截至 2015 年, 单位为 2011 年不变价的国际美元/人)



资料来源: IMF, 国盛证券研究所

图表 45: 世界主要国家单位面积资本存量 (截至 2015 年, 单位为 2011 年不变价的国际美元/平方公里)

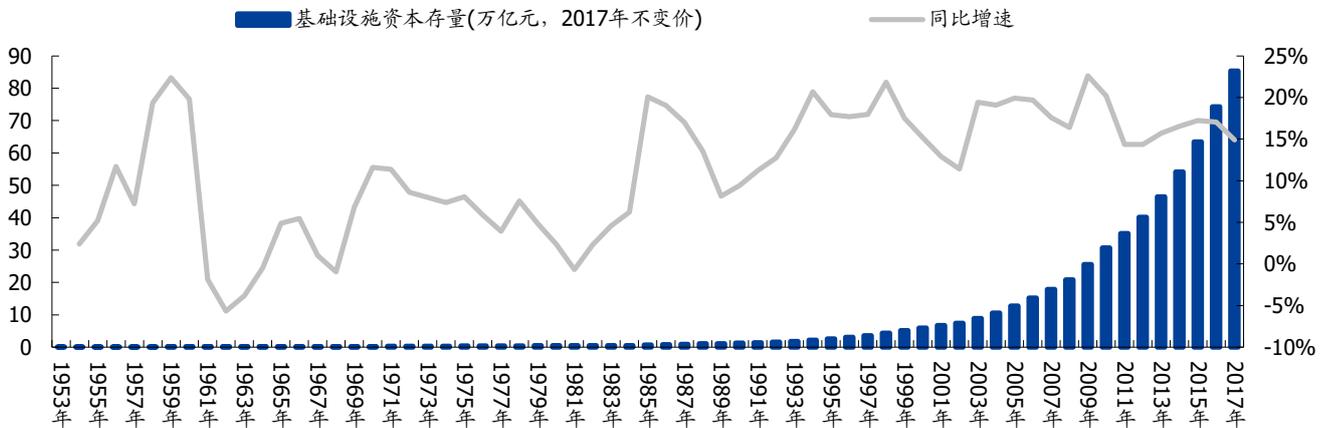


资料来源: IMF, 国盛证券研究所

我国基建资本存量估算: 我们借鉴金戈(《中国基础设施资本存量估算》, 经济研究, 2012年第4期)所描述的测算方式, 对我国1953年以来历年的资本存量进行永续盘存。得出以2017年不变价测算的我国基建资本存量为85.36万亿元, 1953-2017年CAGR为11.18%。

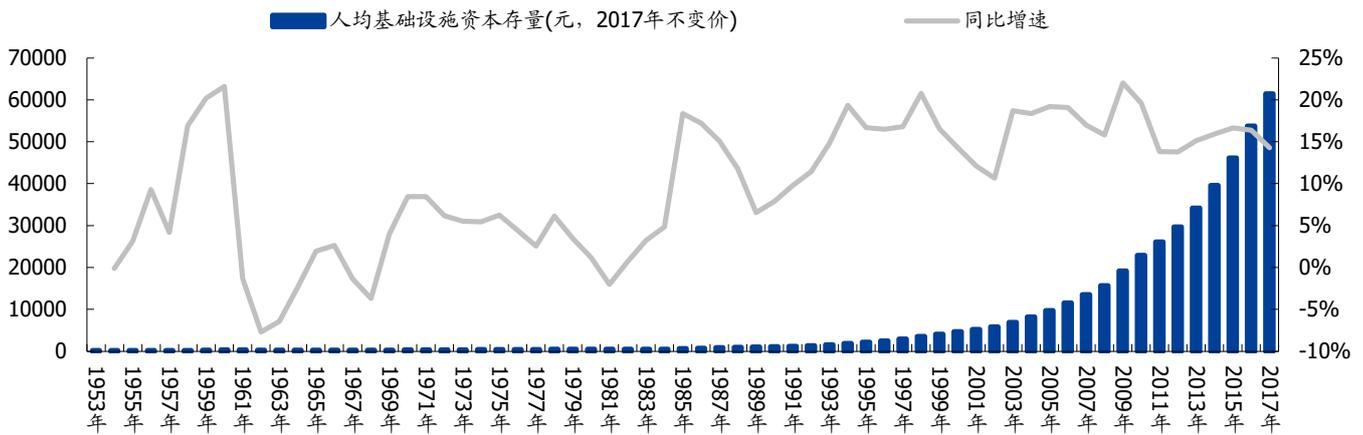
进一步地, 我们将历年资本存量除以我国历年总人口, 得出2017年我国人均资本存量为6.14万元, 1953-2018年CAGR为9.69%。

图表 46: 我国基建资本存量历年的永续盘存值 (2017年不变价) 及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 我国人均基建资本存量历年的永续盘存值 (2017 年不变价) 及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在已估算出全国基建资本存量的基础上 (2017 年为 85.36 万亿元), 分省的基建资本存量数据相当于将存量分配到这 31 个省市之中。而由于省级的每年基建数据最早只能追溯到 2003 年, 若以盘存的方式来测算, 则 2003 年的初始值对于结果的影响太大, 且 2003 年的初始值很难确定。因此我们使用学者金戈 (《中国基础设施资本存量估算》, 经济研究, 2012 年第 4 期) 的估算方法, 即以 2017 年各省市的基建投资规模作为权重将全国资本存量进行分配。

西部基建可能超前或受国家战略影响, 中部及华南相对落后, 长三角地区仍有空间。截至到 2017 年, 全国人均基建存量 6.14 万元/人, 每平方公里基建存量 886 万元。从各省市基建存量人均数据上看, 东北、中部、华南等地区低于全国水平。考虑到中部及广东等省份经济发展情况较好, 其人均基建存量可能偏低。而西部地区, 特别是西北地区人均存量大幅高于全国平均, 可能这些地区的基建投资较为超前或受到国家战略安全考虑的影响。长三角地区整体人均基建存量仅在全国平均水平, 特别是上海、江苏等地人均远低于北京、天津等城市, 未来建设仍有一定空间。

图表 48: 分省市基建资本存量测算结果

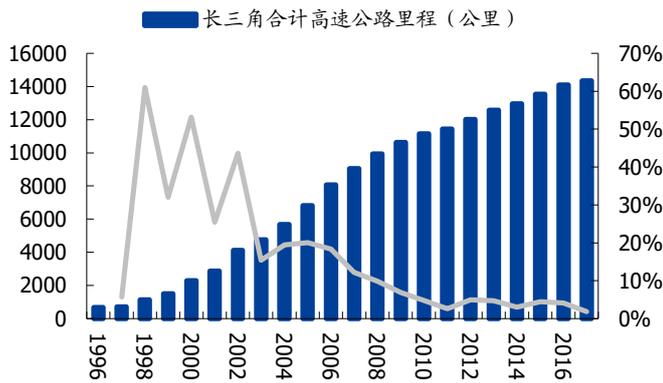
地区	2017年基建存量 (亿元)	人均基建存量 (元/人)	单位面积基建存量 (万元/平方公里)	地区	2017年基建存量 (亿元)	人均基建存量 (元/人)	单位面积基建存量 (万元/平方公里)
华北	99973	61584	641	华南及中部	212834	52368	2093
北京	12854	94479	7832	河南	47274	41554	2831
天津	12049	114754	10109	湖北	42040	68450	2260
河北	38550	50181	2054	湖南	43951	60238	2078
山西	9469	25576	604	广东	45982	49353	2560
内蒙古	27051	110932	228	广西	27884	49796	1175
东北	37922	36419	481	海南	5702	62633	1613
辽宁	8019	19109	545	西南	157458	71444	674
吉林	16615	63520	879	四川	54741	60067	1126
黑龙江	13288	36904	294	重庆	28278	83421	3433
华东	250977	62627	3134	贵州	32132	71804	1824
上海	10231	70313	16140	云南	36643	77390	940
江苏	47935	61501	4649	西藏	5664	173592	47
浙江	45111	90992	4330	西北	94422	91696	312
安徽	31664	44855	2277	陕西	43917	110453	2136
福建	42370	111279	3437	甘肃	10483	37835	248
江西	20640	41342	1236	青海	8081	138218	116
山东	53026	52980	3358	宁夏	6131	90279	923
全国	853585	61405	886	新疆	25810	112869	158

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

长三角轨道交通发展潜力极大, 浙江与江苏基建人均及密度落后

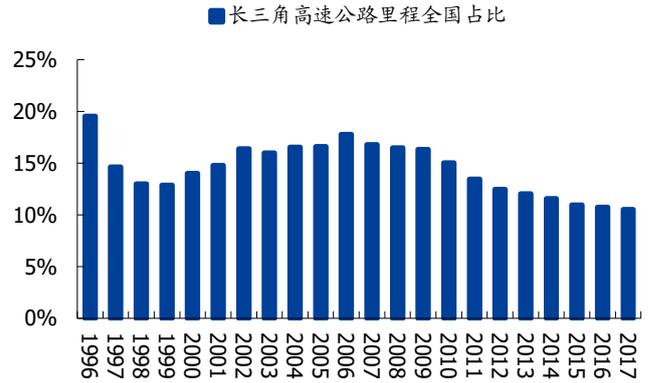
高速公路进入平稳增长期, 近 10 年落后全国建设进度。长三角四省市高速公路里程 2017 年合计数为 1.43 万公里, 同比增长 1.8%, 已经连续 10 年增长低于 10%, 处于平稳增长期。在全国高速里程中的占比自 2006 年后也不断下降, 目前仅占全国的 10.5%。

图表 49: 长三角合计高速公路里程



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

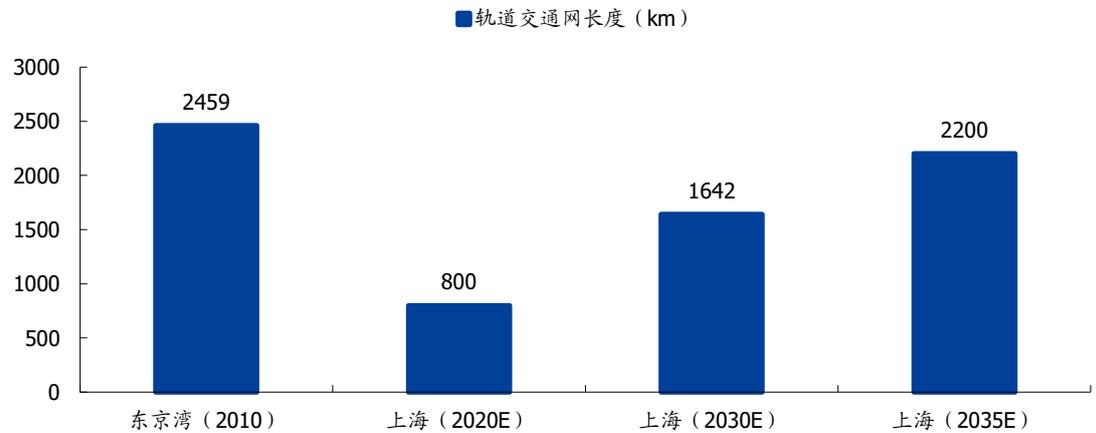
图表 50: 长三角高速公路里程占全国比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

轨道交通发展仍具极大潜力。与东京湾发展情况相比,长三角轨道交通网络有较大发展空间。仅以长三角轨交发展最发达的上海市为例,根据上海市规划到 2020 年,轨道交通总通车里程约 800 公里,远低于东京周围 50Km 内(覆盖面积与上海近似) 2459 千米的网络长度。上海规划到 2035 年,轨道交通线网总长度约 2200 公里,其中地铁线 1043 公里,市域铁路 1157 公里,此时才与东京湾基本持平。而考虑到长三角地区的面积及中心城市数量,市内及城际间的轨道交通的潜力还非常大。

图表 51: 上海与东京湾轨道交通网长度对比



资料来源: 日本国土交通省, 《上海市综合交通“十三五”规划》, 国盛证券研究所

图表 52: 长三角拥有轨交城市与东京湾数据对比

对比城市	轨交线路长度(公里)	总人口(万人)	辖区面积(平方公里)	轨交人口密度(公里/十万人)	轨交线路密度(公里/百平方公里)
上海	732.2	2418.3	6339.0	3.03	11.55
南京	364.3	833.5	6587.0	4.37	5.53
苏州	138.4	1068.4	8657.0	1.30	1.60
杭州	103.7	946.8	16596.0	1.10	0.62
宁波	74.5	800.5	9816.0	0.93	0.76
无锡	55.7	655.3	4627.0	0.85	1.20
合肥	52.3	796.5	11445.0	0.66	0.46
淮安	20.0	491.4	10030.0	0.41	0.20
东京湾 (50km 半径)	2459.0	3562.0	7900	6.9	31.13

资料来源: 轨道交通协会, 日本国土交通省, 国盛证券研究所

长三角内部对比, 江苏省与浙江省在铁路与公路上仍有空间。单从区域内部人均存量及密度对比, 由于江苏、浙江、安徽整体面积、人口等体量具备一定可比性, 江苏省的人均高铁与铁路里程数最低, 而浙江的公路与铁路密度较低。

图表 53: 长三角地区交通基础设施存量情况

省市区域	公路里程(km)	高速公路里程(km)	铁路里程(km)	高速铁路(km)	机场	内河航道里程(km)	高等级内河航道里程(km)	人口(万人)	面积(平方公里)
上海	13,322.00	829.00	465.10	110.00	2	2,142.00	190.00	2,418.33	6,340
江苏	158,475.00	4,688.00	2,816.44	846.00	9	24,383.00	2,254.00	8,029.30	107,200
浙江	120,101.00	4,154.00	2,623.97	1,485.00	7	9,761.00	1,451.00	5,657.00	105,500
安徽	203,285.00	4,673.00	4,274.61	1,403.00	5	5,641.00	1,428.00	6,254.80	139,700
合计	495,183.00	14,344.00	10,180.11	3,844.00	23	41,927.00	5,323.00	22,359.43	358,740

资料来源: 国家统计局、各地方政府十三五交通设施规划文件, 国盛证券研究所

图表 54: 长三角地区交通基础设施人均存量情况

省市区域	人均公路里程(km/万人)	人均高速里程(km/万人)	人均铁路里程(km/万人)	人均高铁里程(km/万人)	人均内河航道里程(km/万人)	人均高等级内河航道里程(km/万人)
上海	5.51	0.34	0.19	0.05	0.89	0.08
江苏	19.74	0.58	0.35	0.11	3.04	0.28
浙江	21.23	0.73	0.46	0.26	1.73	0.26
安徽	32.50	0.75	0.68	0.22	0.90	0.23
累计平均	22.15	0.64	0.46	0.17	1.88	0.24

资料来源: 国家统计局、各地方政府十三五交通设施规划文件, 国盛证券研究所

图表 55: 长三角地区交通基础设施密度情况

省市区域	公路密度 (km/平方公里)	高速密度 (km/平方公里)	铁路密度 (km/平方公里)	高铁密度 (km/平方公里)	内河航道密度 (km/平方公里)	高等级内河航道密度 (km/平方公里)
上海	2.10	0.13	0.07	0.02	0.34	0.03
江苏	1.48	0.04	0.03	0.01	0.23	0.02
浙江	1.14	0.04	0.02	0.01	0.09	0.01
安徽	1.46	0.03	0.03	0.01	0.04	0.01
累计平均	1.38	0.04	0.03	0.01	0.12	0.01

资料来源: 国家统计局、各地方政府十三五交通设施规划文件, 国盛证券研究所

长三角未来规划基建投资空间广阔

上海聚焦轨道交通与交通枢纽建设。上海地区整体基础设施较为完善, 未来主要聚焦于轨道交通及交通枢纽建设。根据上海市政府公布的《上海市综合交通“十三五”规划》以及近期发改委通过的《上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2023年)》显示, “十三五”及未来城轨是上海市基建投资的主要着力点, 第三期轨道交通建设规划总投资超过 2983 亿元。

图表 56: 上海市“十二五”交通运输投资完成情况及“十三五”交通运输规划目标

	截至 2015 年 存量	十二五实际 新增量	十三五规划新增量	2016 年新增 量	2017 年新增 量	合计新增 量	完成率
公路(公里)	13195	1221	1305	97	30	127	10%
其中高速公路	825	50	75	0	4	4	5%
铁路(公里)	465	43	--	0	0	0	--
城市轨道交通(公里)	618	165	182	0	49	49	27%
机场(吞吐万人次)	9919	2731	12000	727	542	1270	11%
内河航道(公里)	2176	-50	--	0	-34	-34	--

资料来源: 《上海市综合交通“十三五”规划》、《上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2023年)》, 国盛证券研究所

江苏省未来将大力推进城际铁路网建设。根据发改委批复的《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划(2019-2025年)》以及江苏省政府印发的《江苏省长江经济带综合立体交通运输走廊规划(2018-2035)》, 预计到 2025 年江苏省铁路营运总里程达到 6600 公里, 十三五及十四五目标新增 1276/2600 公里, 较十二五新增营运里程大幅增长。截至 2017 年铁路建设完成率仅 7%, 因此预计铁路特别是城际铁路将是江苏省“十三五”建设期间最后两年的重要发力点, 具备较大空间。

图表 57: 江苏省交通运输规划目标

	截至 2015 年 存量	十二五实际 新增量	十三五规划 新增量	2016 年新增量	2017 年新增量	合计新增量	完成率
公路(公里)	158805	8498	--	-1501	1171	-330	--
其中高速公路	4539	480	361	118	31	149	41%
铁路(公里)	2724	803	1276	44	49	93	7%
城市轨道(公里)	338	261	500	61	185	246	49%
机场(吞吐万人 次)	3100	1369	3900	626	720	1346	35%
内河航道(公里)	24383	161	260	-6	0	-6	-2%

资料来源:《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划》、《江苏省长江经济带综合立体交通运输走廊规划(2018-2035)》,国盛证券研究所

浙江省目标打造高水平的综合交通基础设施网络,构建高水平的综合交通运输服务体系。未来将在铁路、城轨、公路及航道多方面持续并进。十三五计划新增铁路运营 1500 公里,较十二五期间几乎翻倍,新增轨道交通 250 公里,较十二五增加 120 公里。十三五期间,浙江省计划公路总投资 1 万亿元,其中高速投资 4000 亿;铁路轨交等总投资 5000 亿元;航道投资 750 亿;机场投资 250 亿,年均交通投资 3990 亿。2018 年,浙江省完成交通投资 2712 亿元,并规划 2019 年目标交通投资达到 3000 亿元,同比增长 10.7%,根据规划投资额后续空间较大。

图表 58: 浙江省交通运输规划目标

	截至 2015 年 存量	十二五实际新增 量	十三五规划新增 量	2016 年新 增量	2017 年新 增量	合计新增 量	完成 率
公路(公里)	118015	7838	4985	1038	1048	2086	42%
其中高速公路	3917	534	883	145	92	237	27%
铁路(公里)	2564	789	1436	13	47	60	4%
城市轨道(公里)	130	--	250	26	22	48	19%
机场(吞吐万人次)	4521	1649	2479	530	708	1238	50%
内河航道(公里)	9765	62	--	0	-4	-4	--

资料来源:《浙江省综合交通运输发展“十三五”规划》,国盛证券研究所

安徽省交通基础设施:公路提前完成规划,铁路仍是短板。“十三五”期间,安徽省交通建设总投资目标 6940 亿元,较十二五的 4414 亿元增长 57%。其中铁路建设 3600 亿元,公路建设 2700 亿元,目标新增铁路里程 1700 公里,新增高速公路 1000 公里,比“十二五”时期分别增长 44.6%/22.5%。铁路新增 1700 公里的目标目前仅完成 6%,是“十三五”期间下半场的重要发力点。

图表 59: 安徽省交通运输规划目标

	截至 2015 年 存量	十二五实际 新增量	十三五规划 新增量	2016 年 新增量	2017 年 新增量	合计 新增量	完成率
公路 (公里)	186940	37558	13060	10648	5697	16345	125%
其中高速公路	4249	1324	951	294	130	424	45%
铁路 (公里)	4169	1319	1700	74	32	106	6%
城市轨道交通 (公里)	--	--	--	25	28	52	--
机场 (吞吐万人次)	815	380	--	98	229	327	--
内河航道 (公里)	5641	45	372	0	0	0	0%

资料来源:《安徽省“十三五”综合交通运输体系发展规划》,国盛证券研究所

发改委近期审批长三角项目明显提速。近期发改委加速批复各项重大项目,其中涉及长三角地区的批复项目主要为城际铁路及城轨等建设规划。包括苏州、杭州以及上海的轨道交通建设项目,以及江苏、浙江及上海之间的城际铁路建设等,总投资超过 7000 亿元。

图表 60: 发改委近期审批长三角地区项目

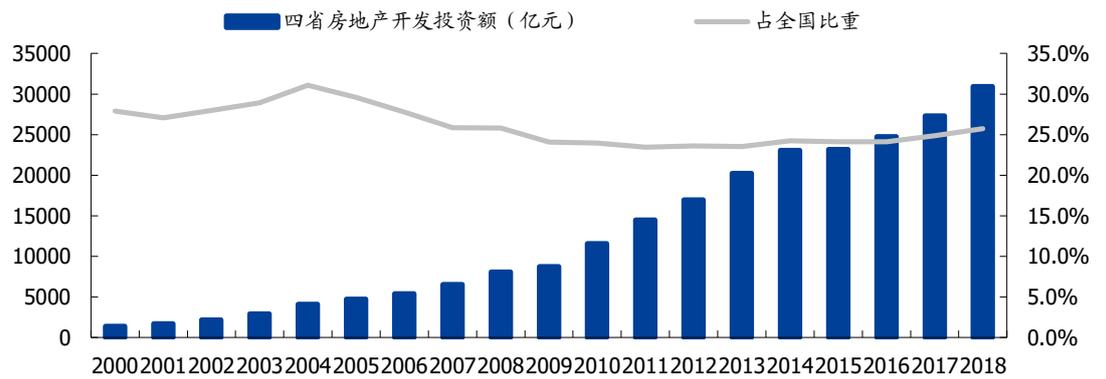
项目时间	项目名称	项目省份	项目总投资 (亿元)
2018 年 8 月	苏州市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	江苏	933.2
2018 年 10 月	新建上海经苏州至湖州铁路	上海、江苏、浙江	367.95
2018 年 11 月	调整杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (2017~2022 年)	浙江	462.1
2018 年 12 月	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	上海	2983.48
2019 年 1 月	江苏省沿江城市群城际铁路建设规划 (2019-2025 年)	江苏	2317
合计			7063.73

资料来源:发改委网站,国盛证券研究所

长三角房地产投资近两年快于全国

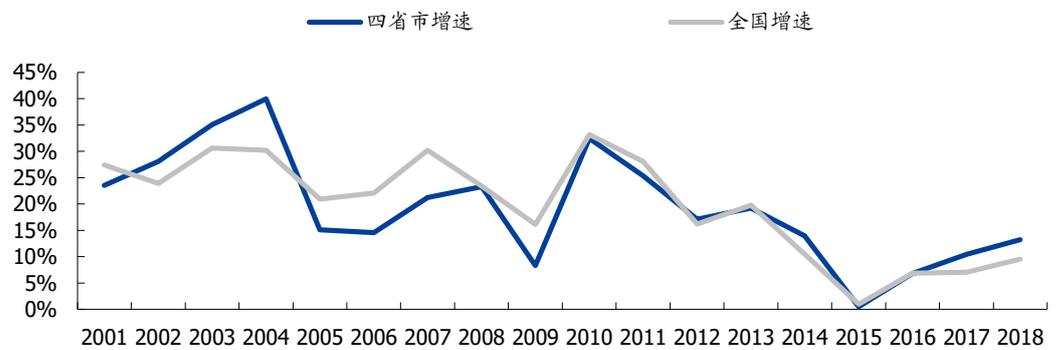
长三角近两年地产投资快于全国增长,占比回升。长三角地区四省市房地产开发投资合计占全国的比重最高为 2004 年的 31%,随后增长慢于全国整体,所占比例开始下降,到 2009 年后保持在 24%左右震荡。2017/2018 年四省市房地产投资合计分别增长 11%/13%,快于全国的 7%和 10%增速,占比开始明显回升。

图表 61: 长三角四省市房地产开发投资占全国比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 62: 长三角四省市房地产开发投资增速与全国增速对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议与重点公司概况

长三角地区一体化战略地位上升, 建设进程提速, 未来基建等投资空间广阔。重点推荐: 1) 长三角地区设计龙头苏交科、中设集团等。2) 直接受益的上海地方建筑国企上海建工、隧道股份等。3) 深耕长三角地区的 PPP 民营龙头龙元建设。4) 生态环保领域可关注东珠生态, 装饰领域关注金螳螂、亚厦股份、全筑股份。

苏交科

2018 年业绩大幅增长 31% 超市场预期。公司公告 2018 年实现营收 69.9 亿元, 同比增长 7%; 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 31%, 超市场预期。此前公司公告预计 2018 年非经常性损益对净利润的影响为 0.65-0.85 亿元, 据此可以测算 2018 年公司扣非归母净利润增速区间约为 22%-26%, 增长稳健。2018 年 Q4 单季公司实现营收 22.9 亿元, 同比下滑 7%, 增速下滑主要系公司所出售的 TestAmerica 财报出表所致; Q4 单季实现归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 51.6%, 显著加速。当前稳增长基建顺周期趋势

下，预计公司19年增长动力充足，未来有望继续保持稳健增长。

海外业务整合持续推进，现金流有望显著改善。公司积极整合海外收购标的，预计Eptisa2018年贡献营收与去年同期7.7亿元基本持平，有望扭亏为盈；TestAmerica股权转让已顺利完成，预计实现小幅投资收益。自基建补短板、保障融资平台合理融资需求政策出台后，下游城投平台融资边际改善，付款有望加快，同时苏交科作为民营设计公司有望受益于政策开展专项清欠民企账款活动，长账龄应收账款得以部分回收，全年现金流有望改善。

基建延续触底回升趋势，基建设计龙头有望持续受益。2019年多省市政府工作报告中要求加快启动及实施重点大型项目，抓住基建补短板战略机遇，并积极储备新的投资项目，不断落实基建补短板政策。目前货币宽松环境，叠加专项债密集发行，配套资金及交通投资建设土地指标到位加快，预计上半年基建投资增速仍能延续触底回升趋势。同时各地抓住基建补短板政策机遇，积极补充新投资项目，2019年基建设计龙头订单有望保持较快增长。

设计行业市场大集中度低，龙头市占率有望不断提升。据ENR公布数据，2017年国内设计行业市场规模达5000亿，工程设计企业前60名共实现营收1322亿元，仅占27.3%。未来设计龙头有望通过三方面提升市占率：1) 异地扩张：持续推动省外及海外并购扩张战略；2) 业务横向及纵向拓展：不断向综合设计拓展，并涉及EPC及环境检测等业务；3) 项目大型化：下游基建行业由融资平台向PPP等招投标方式转变导致项目体量不断增长。设计龙头公司有望展现优异成长性。

投资建议：我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为6.1/7.6/9.4亿元，同比增长31%/25%/23%，对应EPS分别为0.75/0.94/1.16元（2017-2020年CAGR 26.3%）。当前股价对应PE分别为17/14/11倍，维持“买入”评级。

风险提示：基建政策落地不及预期风险，收购整合不及预期风险等。

中设集团

盈利增长34%略超预期，拟10转4.8股派3.8元，年报整体表现优异。公司2018年实现营业收入42.0亿元，同比增长51%；实现归母净利润4.0亿元，同比增长34%，略超市场预期。其中营收增速显著快于业绩增速主要系公司EPC业务快速扩张所致，2018年公司实现EPC业务营收6.6亿元，同比大幅增长259%，若剔除EPC业务，则公司勘察设计类业务收入增长约36%，亦实现较快增长。Q1-Q4收入同比增长31%/97%/56%/34%，归母净利润同比增长21%/51%/27%/31%，Q4业绩有所加快。2018年拟10转4.8股派3.8元（税前），分红率继续保持30%水平。年报整体表现优异。

异地扩张持续推进，新签订单快速增长，在手订单饱满，2019年信心充足。公司在牢牢把握江苏省内市场话语权的同时，积极开拓省外市场，2018年省内及省外业务营业收入分别为26亿元及16亿元，占比分别为62%及38%，剔除EPC影响后，省外收入占比为45.4%，同比提升1.2个pct。2018年新签订单64.1亿元，同增25%。其中勘察设计类业务新签订单57.0亿元，同增21.3%，勘察设计类订单/收入覆盖率为172%（YoY+12个pct），勘察设计订单较为饱满。基于设计和项目管理的EPC业务取得高速增长，较2017年增长400%，展现了公司从单一设计机构向全专业链、全产业链转变。公司2019年计划新签订单增长15-35%、收入增长20-40%、盈利增长15-35%，对保持继续较快增长展示较强信心。公司力争通过“产业化、平台化、国际化”战略引领，三年内打造国内首家“百亿级”设计集团。

毛利率与费用率下降，现金流持续优异。2018年公司毛利率26.2%，YoY-5.5个pct；其中省内/省外毛利率分别为27.3%/24.2%，YoY-6.2/-4.8个pct。剔除EPC后毛利率30.5%，YoY-3.2个pct，预计因公司业务外协比例有所加大。期间费用率11.4%，YoY-3.1个pct，其中销售/管理（加回研发）/财务费用率YoY-1.5/-1.7/+0.1个pct，销售与管理费用率下降主要系公司经营效率提升以及EPC业务营收占比提高所致。资产减值损失多计提0.4亿元，主要系应收款坏账损失计提增加。所得税率较上期下降1.1个pct。归母净利率9.4%，YoY-1.3个pct。受益于政策开展专项清欠民企账款政策，公司经营活动现金净流入3.3亿元，同比增长13%，表现良好。收现比与付现比分别为83%与88%，YoY-4.6/-5.3个pct，主要受EPC业务影响。

回购及首期员工持股计划凝聚力量，彰显信心。公司于去年10月发布回购预案，截至目前公司已回购股份172万股，占公司总股本0.55%，支付总金额3000万元。3月5日公司公告将已回购股份全部用于开展第一期员工持股计划，购买价17.41元/股，资金来源为持有人自筹资金和公司按3:1计提的奖励基金，参与人数不超过140人（含董、监、高12人），锁定期12个月。本次员工持股计划显示公司现金较为充沛，对未来发展充足信心。

投资建议：我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为5.2/6.7/8.4亿元，同比增长31%/29%/25%，对应EPS分别为1.65/2.13/2.67元，2019-2021年CAGR为28%，当前股价对应PE分别为13/10/8倍，考虑到公司良好的成长性和现金流，目前仍具较强投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：交通投资下滑、应收账款坏账、省外业务开拓不达预期风险等。

上海建工

长三角国企建工龙头，资质齐全全产业链布局竞争优势领先。公司上海市重点工程市占率50%以上，承接了东方明珠，上海中心等一批地标工程，具备设计、开发、施工、混凝土等领域几乎全部最高等级资质，布局投资、施工、地产、建筑工业、设计咨询五大板块，产业链一体化布局竞争力强。2017年施工/地产/工业/其他收入占比分别为80%/8%/3%/9%。公司于1998年6月在上交所上市。目前上海建工总公司持有公司30.19%股份，为公司的控股股东。上海市国资平台国盛集团持股22.89%，员工激励计划持股4.69%。

受益长三角一体化提速，在手订单充裕，收入转化有望加快。2016-2018年新签订单增速分别为27.6%/20.1%/17.7%，显著快于同期收入平均增速。近三年新签订单与当年收入的比值在160%以上，因此目前在手订单非常充裕。预计随着基建稳增长政策发挥效果，同时长三角一体化上升到国家战略，进程有望加快，未来订单向收入转化将开始加速。根据业绩快报公司2018年实现收入同比大幅增长19.7%，创出自2011年来新高。

减值计提后19年轻装上阵，后续业绩动力充足。公司公告业绩快报2018年收入实现1700亿，同比增长19.69%，明显加速，而归母净利润27.3亿元，同比增长5.65%，扣非归母净利润增长27.32%。利润增长低于收入增速，主要因公司计提资产减值损失预计为7.0亿元，其中坏账准备3亿元，可供出售金融资产减值准备3.6亿元（预计继续发生概率较低），充分计提后19年业绩轻装上阵。后续随着基建及地产业务占比提升，及经营效率的优化，盈利能力也有望逐步提升。2020年初员工持股将到期解禁，当前股价激励动能充足。复权持股成本3.02元，当前股价对应三年收益仅6.6%。

经营稳健，现金流优异，高分红低估值性价比优。公司经营稳健，去年三季报在手货币

与短期刚性债务比为 7.28。有息负债率为 21.73%，低于可比公司。经营性现金流情况优异，过去三年经营性现金流净额均大幅覆盖净利润。公司 14-17 年分红率平均在 45% 以上，当前股息率 (ttm) 为 4.19%，排在板块前列，高于其他建筑央企及地方国企。当前公司 PB (MRQ) 为 0.92 倍，处于历史低位，高分红低估值具备较强性价比。

投资建议：我们预测公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 27.3/32.6/36.1 亿元，同比增长 6%/20%/11%，对应 EPS 分别为 0.31/0.37/0.41 元，2017-2020 年 CAGR 为 12.2%。当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观调控政策效果不及预期风险，财务风险，市场风险等。

隧道股份

轨交审批加速，地下工程龙头显著受益。2017 年下半年至 2018 年由于地方政府债务规范，部分地区轨交建设及审批被叫停。2018 年 7 月 13 日，国务院办公厅下发文件对轨交建设标准、项目审批、风险管理等作出了严格规范，政策逐渐明朗。近期发改委又连续批复了上海、长春、苏州等地新一轮地铁规划，其中上海 2018-2023 年规划投资达 2900 亿元，标志轨道交通建设在基建补短板背景下将成为重点方向。公司作为同时具备超大型隧道的大型市政工程施工和地下装备制造能力企业，同时拥有国家级企业技术中心和盾构工程中心，在轨道交通等地下工程具备极强竞争力，特别在上海市场市占率领先，有望显著受益此轮轨交建设浪潮。

在手订单充裕，长三角一体化提速带来红利。公司 2016/2017 年新签施工订单 467/629 亿元，同比增长 35.5%/34.79%，两年新签订单总量是 2017 年收入的 3.5 倍。2018 年新签订单 554 亿元，同比下滑 11.96%，主要因轨道交通及 PPP 类订单下滑较多，但仍大幅超过 2017 年收入，目前在手订单十分充裕。展望未来，长三角一体化上升为国家战略，建设进程提速，其中轨道交通网建设是重点方向，同时叠加近期地铁规划的密集批复，轨道交通订单有望大幅反弹。此外公司深耕上海及长三角地区，也将显著受益长三角一体化带来的其他各类大型交通设施的加速建设，未来订单有望继续保持较快增长。

激励机制优化，增强公司业绩动力。2018 年 12 月公司董事会通过增量业绩激励计划，在 2018-2020 年连续三个会计年度，在达到提取增量业绩奖励的约束条件的情况下，每年提取一定金额的增量业绩奖励授予符合条件管理层或重大贡献员工。三年约束条件中净利润规定分别达到 19.6/21.3/23 亿元，当年提取奖励总额为不超过当年扣非归母净利润与前三年扣非归母净利润均值之差的 10%。激励机制的优化有望显著激发公司业绩动力。

投资建议：预计公司 2018-2020 年业绩分别为 19.9/21.9/24.1 亿元，三年复合增速为 10%，EPS 分别为 0.63/0.70/0.77，对应 PE 分别为 12/11/10 倍。

风险提示：政策进度及效果不达预期风险，施工进度不达预期风险。

龙元建设

2018 年业绩预增 50%-60%，逆势高增长难能可贵。公司预告 2018 年实现归母净利润 9.1-9.7 亿元，同比增长 50%-60%，略超预期；实现扣非归母净利润 7.8-8.1 亿元，同比增长 63.1%-69.4%；其中 Q4 单季实现归母净利润 3.5-4.1 亿元，同比继续大幅增

长 45%-70%。公司在经济下行及同业公司业绩普遍低于预期之际实现逆势高增长难能可贵。这得益于公司在 PPP 领域的专业能力以及对资产负债表的合理管理：在 PPP 行业经历调整之际公司凭借出众的 PPP 专业能力避免了项目的停摆，使得项目如期推进；在合适的时候正确选择股权融资充实资本，使得在信用收缩环境中公司拥有充足现金平稳度过。公司业绩持续高增长主要系在手优质 PPP 项目持续落地转化所致。预计随着 PPP 行业触底回归健康发展，融资环境持续改善趋于宽松，2019 年公司在手 PPP 订单有望继续保持较快转化、实现业绩持续快速增长。

在手现金及优质订单充足，未来业绩增长动力强劲。公司 15 年/16 年/17 年/18 年新承接 PPP 订单额分别为 76.5/217.1/309.4/205.2 亿元。2018 年公司在在手订单较为充足的情况下优先追求订单质量，适度放慢了订单承接速度。目前在手 PPP 订单约为 700 亿元，约为 2018 年预计 PPP 相关收入的 9 倍，十分充足。公司截至最新披露财报账上货币资金达 41.3 亿元，在当前紧信用的环境下，充足资金有助于强化竞争优势、跨越成长。

财金 10 号文再次明确了中央推动 PPP 发展态度，强化民企信心。财政部近日发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号），进一步明确了中央推动 PPP 发展的态度，给出了清晰的合规 PPP 标准，解答了项目操作中的一些模糊问题，给予民企进一步的支持鼓励，有利于促进当前 PPP 加快发展。结合当前信用趋于扩张、资金成本下降的环境下，PPP 行业触底有望回暖，公司将趋势受益。

投资建议：我们预测 2018-2020 年公司净利润分别为 9.4/12.4/16.2 亿元（17-20 年 CAGR=39%），对应 EPS 分别为 0.62/0.81/1.06 元，当前股价对应 PE 分别为 12/9/7 倍。考虑到公司在行业内独特的竞争力及未来持续快速增长潜力，目前具有较强投资吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：PPP 项目融资进度不及预期风险，PPP 政策风险，利率大幅波动风险，应收账款风险。

风险提示

风险提示：规划实施进度不达预期风险，地产调控风险，融资进度不达预期风险，政策效果不达预期风险等。

规划实施进度不达预期：规划实施需要多个地区共同协调进行，进度可能受到不可预测因素影响导致低于预期。

地产调控风险：地产政策的调控对地区内的地产销售和建设产生较大影响，从而对人口流入进度产生影响。地产行业波动对相关房建、地产上市公司影响较大。

融资进度不达预期：由于基建项目需要前期大额投资，融资的落实对于项目进度推进具有重大影响。如果受到国家政策调控及地方政府债务问题影响，部分项目可能融资落实进度放缓。

政策效果不达预期：整体区域政策规划推进受到多重影响，可能导致优惠和支持政策效果不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com