

城地股份 (603887)

证券研究报告

2018 年 05 月 23 日

23 亿收购香江科技，转型云计算 IDC 迈出坚实一步

一、基础工程行业起家，业绩稳定增长，区域资质优势，在手订单充足

公司原有主营业务包括桩基、基坑围护及岩土领域相关设计等地基与基础工程服务。2013-2017 年，公司主营业务收入及利润整体呈上涨趋势，2017 年营收和净利润分别为达到 8.13 和 0.66 亿元，同比增长 43.72%和 19.96%。

公司在华东地区拥有明显区域优势。施工资质是基础工程行业竞争的关键因素之一，公司及其全资子公司拥有地基与基础工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包三级资质等，资质齐全。根据公司公告，2018 年第一季度，公司及其全资子公司新签合同金额达到 4.2 亿元，同比增长 200%。整体来看，2017 年以来，公司在手订单充足，在手合同金额不断增长，将有力保证公司未来盈利的增长。

二、23 亿重磅收购香江科技，布局 IDC 业务，正式转型云计算

公司公告拟通过发行股份及支付现金的方式购买香江科技 100%股份，总的交易价格为 23.33 亿元。香江科技承诺 2018-2020 年扣非净利润分别不低于 1.8 亿元、2.48 亿元和 2.72 亿元。

本次交易完成后，如果不考虑募集配套资金，谢晓东和卢静芳合计持有上市公司股份比例为 27.24%，仍然为上市公司控股股东和实际控制人。

香江科技作为领先的 IDC 服务商，主营业务为 IDC 相关设备及解决方案、IDC 系统集成以及 IDC 运营管理和增值服务。香江科技近两年的营业收入和净利润均保持高速增长。2016、2017 年实现营业收入分别为 4.90 和 8.93 亿元，净利润分别为 3682 万和 8707 万元。我们认为香江科技未来业绩有望维持高速增长；1、IDC 设备和集成业务受益于国内 IDC 行业整体的持续增长及公司积极开拓客户带来市场份额提升，业绩有望维持快速增长；2、机柜运营业务未来空间广阔，“上海联通周浦 IDC 二期项目”开始逐渐上架，后续有望在更多区域实现扩张。

三、盈利预测及估值：

公司作为传统优秀的基础工程商，转型云计算 IDC 迈出坚实第一步，未来值得期待。由于收购处于预案阶段，暂不考虑香江并表预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.85、1.08 和 1.32 元。假设收购香江科技成功，则预计公司 18、19 年备考利润分别为 2.7 亿、3.6 亿元，对应摊薄（不考虑配套资金）估值分别为 20、15 倍。由于从 PE/PB、公司的业绩及市值和未来转型预期三个角度来看，公司即使收购失败，当前市值向下空间仍然较小，如果收购成功则估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：收购香江科技失败；基础工程业务增速放缓；

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	565.60	812.91	1,178.71	1,532.33	1,838.79
增长率(%)	1.81	43.72	45.00	30.00	20.00
EBITDA(百万元)	69.08	84.27	115.35	147.60	181.63
净利润(百万元)	55.35	66.39	87.39	111.67	136.42
增长率(%)	(1.10)	19.96	31.63	27.78	22.16
EPS(元/股)	0.54	0.64	0.85	1.08	1.32
市盈率(P/E)	55.14	45.97	14.97	27.33	22.37
市净率(P/B)	4.47	4.05	3.30	2.94	2.60
市销率(P/S)	5.40	3.75	2.59	1.99	1.66
EV/EBITDA	73.74	29.14	21.64	20.58	14.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	32.59 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	103.00
流通 A 股股本(百万股)	57.79
A 股总市值(百万元)	3,356.77
流通 A 股市值(百万元)	1,883.43
每股净资产(元)	7.55
资产负债率(%)	37.26
一年内最高/最低(元)	38.07/23.20

作者

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

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



内容目录

1. 基础工程起家，业绩稳定增长，在手订单充足	4
1.1. 业绩稳定增长的综合基础工程商	4
1.2. 股权集中，公司管理控制较为稳定	4
1.3. 拥有区域及资质优势，在手订单充足，未来可持续盈利强	5
1.3.1. 下游行业推动地基业务稳定发展，行业容量有所扩大	5
1.3.2. 公司资质齐全，拥有区域竞争优势	5
1.3.3. 在手订单充足，未来持续盈利性强	5
2. 重磅收购香江科技布局 IDC，转型云计算迈出第一步	6
2.1. 香江科技：高速增长中的领先 IDC 设备、集成及服务商	6
2.1.1. IDC 设备及解决方案：提供一整套 IDC 产品解决方案	8
2.1.2. IDC 系统集成业务：高可靠、低 PUE、高效率	9
2.1.3. IDC 运营管理及增值业务：未来增长空间大	9
2.2. IDC 行业：受益云计算，全球快速增长，国内增速更高	10
2.2.1. 全球 IDC 市场：IaaS、SaaS 快速增长	10
2.2.2. 国内 IDC 市场：高速增长，运营商仍是主力	11
2.2.3. 第三方 IDC 运营服务商：比较分散，批发、零售两种模式	12
3. 盈利预测及估值	12
3.1. 盈利预测	12
3.2. 估值	13
风险提示：收购香江科技失败；基础工程业务增速放缓；	13

图表目录

图 1：2013-2017 年主营业务收入（单位：万元）	4
图 2：2013-2017 年主营业务毛利率	4
图 3：截止 2018 年 3 月 31 日股权结构	4
图 4：全国房地产开发投资额（单位：亿元）	5
图 5：全国房屋施工面积（单位：亿平方米）	5
图 6：香江科技营收净利润（亿元）	7
图 7：香江科技各项业务收入（亿元）	7
图 8：2016 年香江科技业务结构收入占比	7
图 9：2017 年香江科技业务结构收入占比	7
图 10：香江科技业务结构	8
图 11：香江科技相关 IDC 设备	8
图 12：香江科技集成业务	9
图 13：全球云计算收入规模	10
图 14：全球 IDC 市场规模	11

图 15：全球大型 IDC 分布	11
图 16：阿里云数据中心全球分布	11
图 17：中国 IDC 市场规模	12
图 18：中国 IDC 机房分布	12
表 1：公司及其子公司获得资质情况	5
表 2：已签署重大项目	6

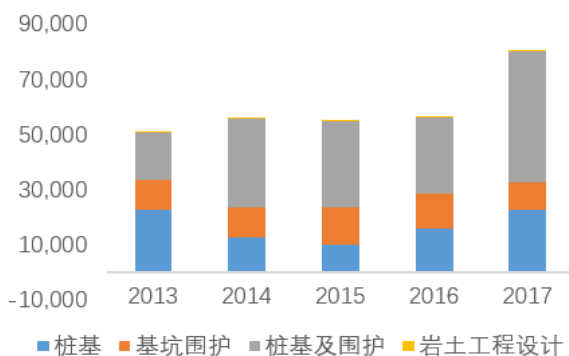
1. 基础工程起家，业绩稳定增长，在手订单充足

1.1. 业绩稳定增长的综合基础工程商

公司创建于 1997 年，主要业务是在以上海为主的华东地区，是中国首家以地下工程为主业的 A 股主板上市公司。公司主营业务包括桩基、基坑围护及岩土领域相关设计等地基与基础工程服务，业务领域涉及房地产、是市政工程、公用设施、工业厂房等基础设施，是具备总承包、专业承包、勘察、设计一体化施工能力的综合服务商。

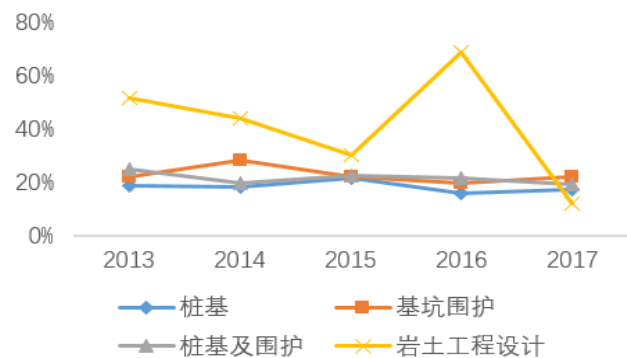
2013-2017 年，公司主营业务收入整体呈上涨趋势，2017 年营收和净利润分别为达到 8.13 和 0.66 亿元，同比增长 43.72%和 19.96%。其中桩基及围护业务收入最高，为 4.74 亿元，占主营业务收入的 58.28%。2013-2017 年，公司桩基、基坑围护和桩基及围护业务毛利率基本维持稳定，在 16%-25%之间，而岩土工程设计毛利率波动较大，最高可达 68.94%。

图 1：2013-2017 年主营业务收入（单位：万元）



资料来源：招股说明书、公司年报、天风证券研究所

图 2：2013-2017 年主营业务毛利率

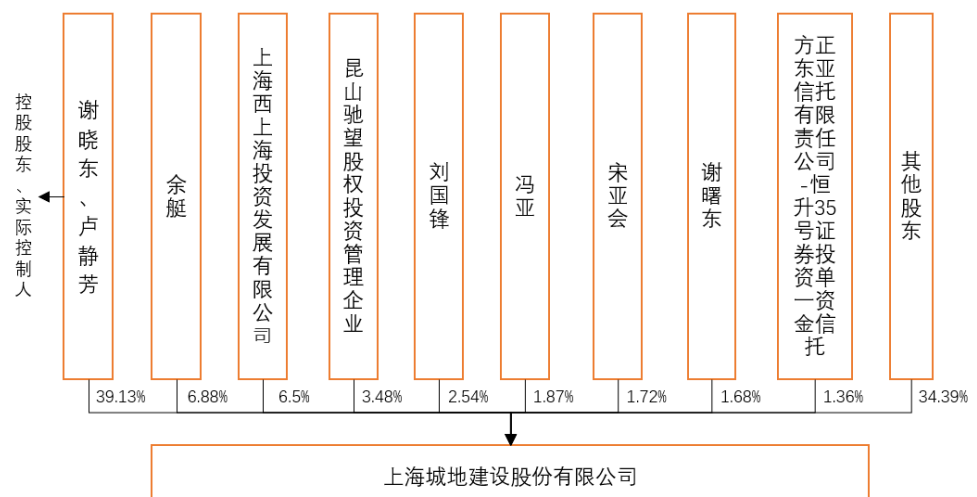


资料来源：招股说明书、公司年报、天风证券研究所

1.2. 股权集中，公司管理控制较为稳定

公司股权结构相对集中，截止 2018 年 3 月，前十名股东共持有公司 65.61%的股份，其中控股股东谢晓东、卢静芳为夫妻关系，属于一致行动人，分别持有公司 31.31%和 7.83%的股份，为公司的实际控制人，并担任公司总经理。

图 3：截止 2018 年 3 月 31 日股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 拥有区域及资质优势，在手订单充足，未来可持续盈利强

1.3.1. 下游行业推动地基业务稳定发展，行业容量有所扩大

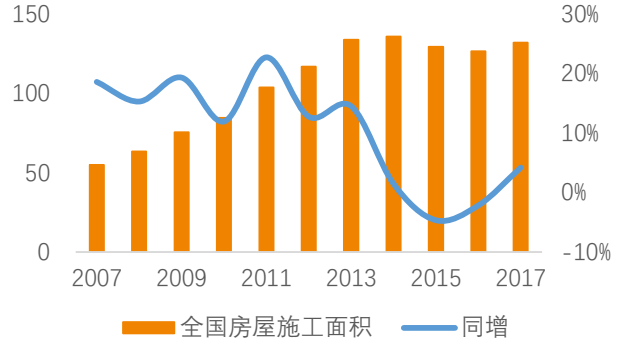
房地产领域目前是桩基和基坑围护最大的应用领域，主要包括商业、住宅、办公楼、保障房等工程项目的地基加固及地下空间处理。根据国家统计局公布的数据，2017 年全国房地产投资额达到 109,798.5 亿元，同比增长 7.04%。随着房地产投资的逐步加大，我国房屋的施工面积也保持较大规模，2017 年房屋施工面积达到 131.72 亿平方米，同比增长 4.18%。

图 4：全国房地产开发投资额（单位：亿元）



资料来源：国家统计局网站、天风证券研究所

图 5：全国房屋施工面积（单位：亿平方米）



资料来源：国家统计局网站、天风证券研究所

除房地产行业外，公司提供的桩基、基坑围护及岩土领域相关设计等地基与基础工程服务业务领域亦应用于铁路、城市轨道交通、地下综合管廊、海绵城市建设等领域。

1.3.2. 公司资质齐全，拥有区域竞争优势

受益于国民经济快速发展，十几年间房地产、市政工程、公用设施、工业厂房等领域投资迅速增长，为地基与基础工程的广泛引用提供较大市场空间，吸引了众多企业加入。

由于与业主长期合作的施工方中标概率较大，所以区域间会存在一定的壁垒，加上经验、专业技术和资质的限制，导致目前行业集中度较低。

公司在区域性以及资质方面拥有行业相对优势，在华东区域的市场位居领先，保障未来几年主营业务稳定增长。

公司及全资子公司拥有地基与基础工程专业承包一级资质、土石方工程专业承包三级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、岩土工程勘察乙级资质、岩土工程设计乙级资质等，资质齐全。

表 1：公司及其子公司获得资质情况

主体	主项/增项资质	资质
城地建设	主项资质	地基与基础工程专业承包一级资质
	增项资质	土石方工程专业承包三级资质
静地建设	主项资质	房屋建筑工程施工总承包三级资质
	增项资质	建筑装修装饰工程专业承包三级资质
	增项资质	土石方工程专业承包三级资质
	增项资质	地基与基础工程专业承包三级资质
城地岩土	--	岩土工程勘察乙级资质
	--	岩土工程设计乙级资质

资料来源：公司公告、招股说明书、天风证券研究所

1.3.3. 在手订单充足，未来持续盈利性强

2017 年度公司及其下属子公司新签合同累计金额 7.04 亿元，较上年增长约 22.19%，其中建筑施工业务累计新签合同额为 7.03 亿元，占比 99.86%。而 2018 年第一季度，公司及其

下属子公司新签金额达到 4.2 亿元，较上年同期增长 200%，其中建筑施工业务新签金额约为 4.2 亿元，占比接近 100%。2017 年以来，公司整体在手订单充足，在手合同金额稳定增长，将有力保证公司未来盈利的增长。

近年来，公司签署的重大项目合同金额保持稳定增长，其中 2018 年第一季度签署的重大项目“上海龙湖刘行社区项目桩基及围护工程”和“奉化国际滨海旅游健康小镇项目首期三标段灌注桩工程”合同金额共计 1.95 亿元。

表 2：已签署重大项目

项目名称	合同总额 (万元)	占上年营 收比重	建设期
上海龙湖颀桥项目桩基、基坑围护及临时设施	9438.18	11.72%	--
上海龙湖刘行社区项目桩基及围护工程	9528.80	11.72%	45/85 日历天
奉化国际滨海旅游健康小镇项目首期三标段灌注桩工程	9947.30	12.24%	60 日历天

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 重磅收购香江科技布局 IDC，转型云计算迈出第一步

2.1. 香江科技：高速增长中的领先 IDC 设备、集成及服务商

公司公告拟通过发行股份及支付现金的方式，购买沙正勇、谢晓东等 15 名交易对方合计持有的香江科技 100% 股份。总的交易价格为 23.33 亿元，其中股份对价为 19.51 亿元，现金对价 3.82 亿元，本次发行股份购买资产发行价格为 24.35 元/股。香江科技承诺 2018-2020 年扣非净利润分别不低于 1.8 亿元、2.48 亿元和 2.72 亿元。

另外，公司拟向不超过 10 名符合条件的特定投资者募集配套资金，用于支付本次交易的现金对价、中介机构费用及相关交易费用。募集配套资金金额不高于 4.4 亿元。

本次交易完成后，如果不考虑募集配套资金，谢晓东和卢静芳合计持有上市公司股份比例为 27.24%，第二大股东沙正勇持有上市公司 11.47% 股份。本次交易完成后，谢晓东、卢静芳仍然为上市公司控股股东和实际控制人。

香江科技是国内领先的 IDC 设备集成及运营服务商。近两年业绩保持高速增长。香江科技 2016、2017 年实现营业收入分别为 4.90 和 8.93 亿元，净利润分别为 3682 万和 8707 万元。香江科技 2017 年营收和净利润增速分别为 82% 和 140%，主要得益于行业高增速以及香江的客户市场积极开拓带来的份额提升。从分项业务收入来看：

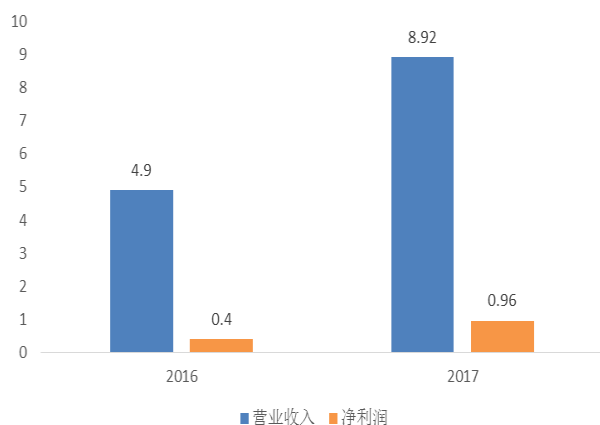
1、IDC 设备及解决方案业务收入同比增长 71.22%。其中对运营商客户销售收入增长 1.6 亿，同比增长 128%。根据公司收购反馈公告，2018 年中国移动及华为将对香江科技的设备业务贡献较多，预计 IDC 设备及解决方案业务 2018 年稳定增长。

2、IDC 集成业务收入同比增长 221.54%，主要是运营商客户收入大幅增长。根据公司收购反馈公告，目前已完工及在执行的项目情况来看，2018 年香江科技系统集成业务营业收入预计将比 2017 年度增加 2.78 亿元，同比增长超过 200%，继续保持高速增长。

3、IDC 运营及增值服务收入同比增长 782.87%。主要是上海联通周浦 IDC 二期项目自 2016 年 10 月投入试运营，根据公司收购反馈公告披露，设计总机柜数达到 3649 台。2017 年出租机柜数迅速提升，2017 年底运营机柜达到 1435 台。预计 2018 年底实现 2700 个以上机柜出租，出租率 70% 以上，IDC 运营及增值服务收入 2018 年有望继续实现大幅增长。

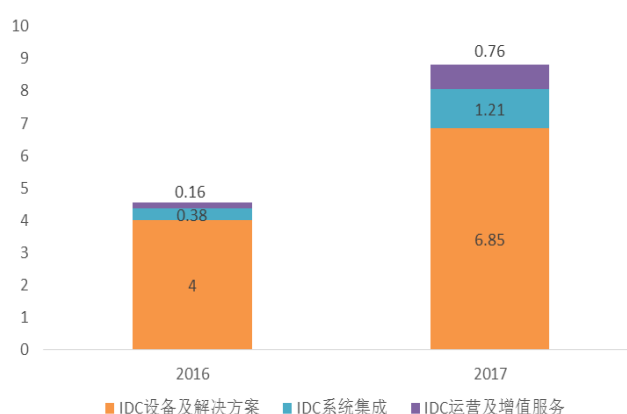
整体上，我们判断香江科技未来两年将保持高速增长：1、设备、集成业务受益于国内 IDC 行业整体的持续增长和公司积极开拓运营商和其他客户带来的市场份额提升，未来几年业绩有望维持快速增长；2、机柜运营业务空间广阔，“上海联通周浦 IDC 二期项目”开始逐渐上架，后续有望在更多区域实现扩张。

图 6：香江科技营收净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

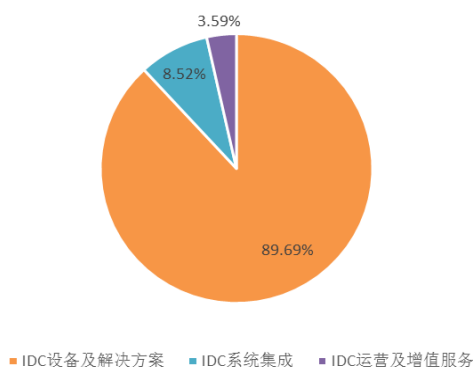
图 7：香江科技各项业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

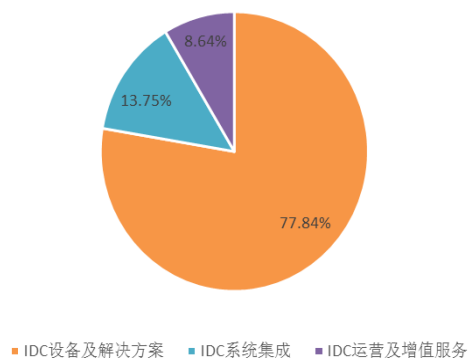
从 16、17 年收入占比来看，IDC 设备及解决方案是公司近两年最主要业务，占比约 80%。IDC 集成、运营及增值服务业务占比显著提升，未来将成为公司新的增长点。2016 年 IDC 设备及解决方案收入占比 89.69%，IDC 系统集成收入占比 8.52%，IDC 运营及增值服务收入占比 3.59%；2017 年 IDC 设备及解决方案收入占比 77.84%，IDC 集成收入占比 13.75%，IDC 运营及增值服务占比 8.64%。

图 8：2016 年香江科技业务结构收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

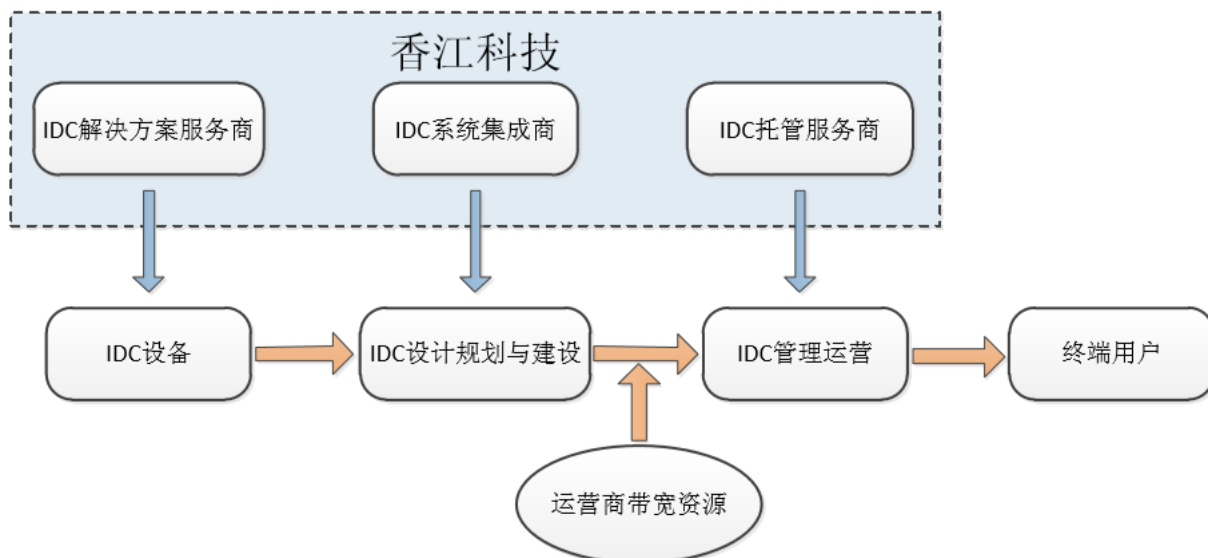
图 9：2017 年香江科技业务结构收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

香江科技目前的主营业务主要有三类：1、IDC 相关设备及解决方案；2、IDC 系统集成；3、IDC 运营管理和增值服务。综合下来，香江的竞争优势：1、从设备、集成到机柜运营的上下游产业链布局。2、领先的设备和设计方案保证机房低 PUE、高可靠，在同行中占据领先；3、同三大运营商维持了良好的业务合作关系，而运营商在国内 IDC 行业占据绝大部分市场份额。

图 10：香江科技业务结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.1. IDC 设备及解决方案：提供一整套 IDC 产品解决方案

香江科技的 IDC 设备与解决方案业务主要为 IDC 及通信行业相关设施提供硬件解决方案和各类设备，产品应用范围涵盖数据中心、智能电气、接入网等诸多领域。

主要包括数据中心机房内的高低压配电柜、智能数据母线、UPS 电源输入输出柜、精密配电柜、微模块（标准机柜、冷通道）、精密节能制冷系统、机房监控软件、综合布线系统（光纤槽道、走线架）等，以及数据中心机房外的户外机柜、光缆交接箱、光缆分纤箱等。

公司 IDC 设备及解决方案的客户主要有两类：1、运营商客户，其中移动是香江科技 18 年最重要客户。根据公司公告，预计中国移动 2018 年对香江科技收入贡献超过 3 亿元；2、其他客户，包括华为云、部分第三方集成商，预计 2018 年对公司 IDC 设备业务贡献收入约 3 亿元。

截止 2018 年 3 月，根据公司收购反馈公告的披露，根据目前已完工及在执行的项目情况，合同金额已经基本和去年收入全年持平，随着后续拿到新的 IDC 设备订单，香江科技 IDC 设备收入有望维持稳定增长。

图 11：香江科技相关 IDC 设备



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. IDC 系统集成业务：高可靠、低 PUE、高效率

香江科技的 IDC 系统集成业务主要根据电信运营商或其他 IDC 投资方的建设需求，提供 IDC 的工程咨询、设备采购、施工建设等服务。

香江的咨询及建设规划包括：

- 1) 建设规模：根据客户需求、市场发展状况、当地的环境与运营成本判断当地可建设 IDC 的机柜和托管服务器的规模；
- 2) 可靠性：根据客户需求，确定机房的可靠性标准（国际标准 T1-T4 或国内标准 C-A）；
- 3) PUE：根据当地自然条件，确定 IDC 机房的结构与制冷方式，最大程度地优化运营成本与建设成本的结构；
- 4) 单机柜功率：根据当地的成本构成与客户服务器集群配置制定每机柜最优的功率标准，为后续机电设计提供依据；
- 5) 供配电系统；冷却系统。

香江科技于 2018 年已执行完毕（含待验收）的项目包括湖南移动项目、交叉中心机房项目、贵州铜仁项目及南京香华项目（一期）等。

根据目前已完工及在执行的项目情况来看，2018 年香江科技系统集成业务的营业收入预计将比 2017 年度增加 2.78 亿元，同比增长超过 200%，维持高速增长。

香江科技凭借自身在 IDC 设备研发和生产方面的深厚基础和技术积累，可以提高整个 IDC 项目的 PUE 控制水平和施工效率，在保证工程质量的前提下有效缩短工期，从而在其他 IDC 系统集成商的竞争中获得优势。

图 12：香江科技集成业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.3. IDC 运营管理及增值业务：未来增长空间大

IDC 基础运营管理服务包括机柜和机位等物理空间服务、服务器托管等资源型通信服务。

IDC 增值服务是在 IDC 基础运营管理服务之外向客户提供的定制化机房服务、全天候安全监控等增值服务。

香江科技全资子公司上海启斯在上海市浦东新区建设并运营“上海联通周浦 IDC 二期项目”，依靠联通的销售渠道对外出租机柜资源。

根据公司收购反馈公告中披露，周浦数据中心二期机房总的机柜数为 3649 个，截止 2017 年底，已经实现上架运营机柜数 1435 台。预计 2018 年底实现 2700 个以上机柜出租，出租率 70%以上。目前已吸引腾讯、银联、万国等知名企业入驻，同时成为联通云计算华东区域混合云的核心节点。

这是香江科技首个 IDC 机柜运营项目，未来计划在其他区域开拓更多的机柜运营项目，值得期待。

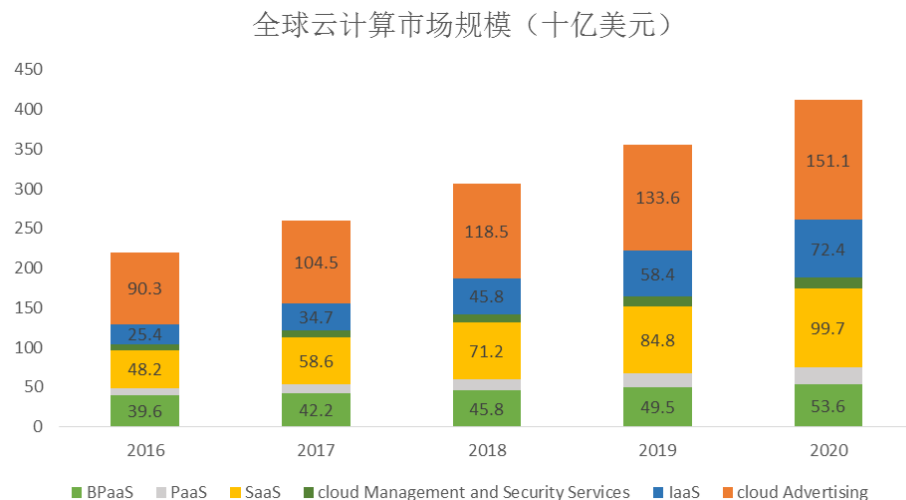
2.2. IDC 行业：受益云计算，全球快速增长，国内增速更高

2.2.1. 全球 IDC 市场：IaaS、SaaS 快速增长

Gartner2017 年全球云计算市场报告中，预计 2017 年全球公有云市场规模将达到 2602 亿美元，同比增长 18.5%。目前云计算在全球 IT 投入中占比 15%左右，预计 2020 年达到 25%以上。

其中 IaaS 和 SaaS 市场增长迅速。2017 年 IaaS 市场营收将达到 347 亿美元，同比增长 36.6%；2017 年 SaaS 市场的营收将达到 586 亿美元，同比增长 21.6%，占比分别为 13.3%和 22.5%。预计未来三年，IaaS 和 SaaS 复合增速达到 27%和 20%。

图 13：全球云计算收入规模

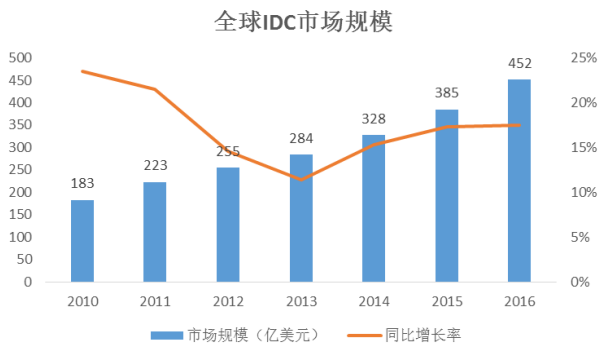


资料来源：Gartner，天风证券研究所

IDC 一方面作为 IaaS 的底层基础设施，受益于云计算的发展而发展。另外一方面，大数据带来流量爆炸时代对 IDC 的需求也进一步增加。

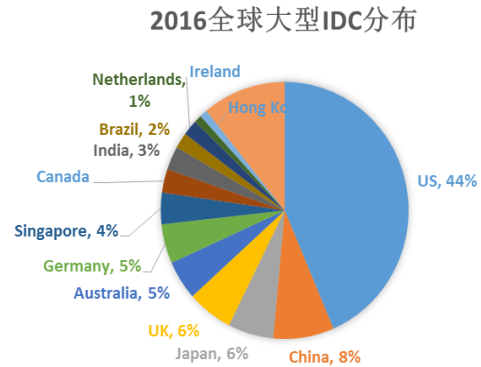
根据 IDC 的报告，2016 年全球 IDC 整体市场规模达到 451.9 亿美元，增速为 17.5%。大规模数据中心是趋势。据 Synergy Research 报告，2017 年全球大规模数据中心已经超过 390 个。绝大多数超大规模数据中心仍位于美国，占比 44%遥遥领先全球其他国家和地区。中国位居第二，占 8%。

图 14：全球 IDC 市场规模



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 15：全球大型 IDC 分布



资料来源：Synergy Research，天风证券研究所

阿里云目前在全球 18 个区域拥有超过 40 个超大型数据中心。对比亚马逊和微软，亚马逊全国有 30 个以上的服务区域，亚马逊拥有 50 个以上。IDC 已经成为云计算龙头竞争中作为军备竞赛的重要基础设施。

图 16：阿里云数据中心全球分布



资料来源：阿里云官网，天风证券研究所

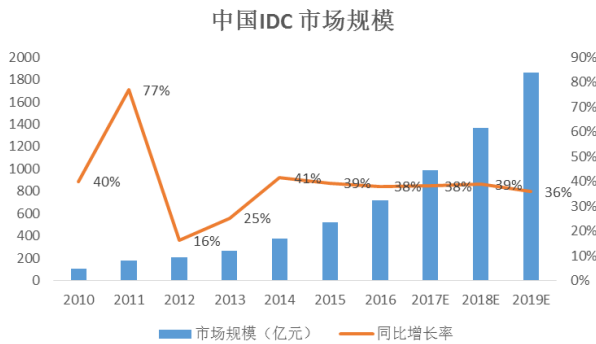
2.2.2. 国内 IDC 市场：高速增长，运营商仍是主力

从国内来看，根据 IDC 研究，2016 年中国 IDC 市场继续保持高速增长，市场总规模为 714.5 亿元人民币，同比增长 37.8%。预计未来三年中国 IDC 市场规模将持续上升，预计 2019 年接近 1900 亿元，复合增速达到 35%以上。

根据运营商年报，预计三大运营商的 IDC 收入占整个 IDC 市场比例接近 50%，中国电信、联通的机柜数分别在 20 万、10 万个以上，2017 年收入增长 20%左右；中国移动开始全面发力固网 IDC，根据 2017 年年报，中国移动 IDC 收入同比增长 85.9%，加速追赶电信联通机柜规模，后续将是国内 IDC 行业的重要增长点。

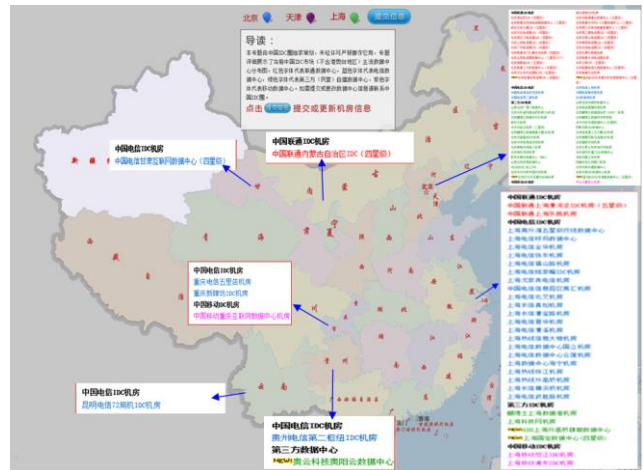
我们预计国内 IDC 的趋势未来有望加速向三大运营商及云计算龙头集中。作为众多第三方服务商，绑定运营商和大型云计算龙头有望获得市场份额集中带来的行业蛋糕。

图 17：中国 IDC 市场规模



资料来源：IDC，天风证券研究所

图 18：中国 IDC 机房分布



资料来源：IDC，天风证券研究所

2.2.3. 第三方 IDC 运营服务商：比较分散，批发、零售两种模式

国内第三方 IDC 服务商机柜规模较小，其中相对较大的包括光环新网、世纪互联（租用较多）、万国数据、宝信软件。

第三方 IDC 服务商处于快速建设期，其中光环新网、宝信软件、万国数据建设较多。

IDC 销售分批发和零售两种方式：批发型服务商客户主要是三大运营商，例如数据港；零售型服务商客户主要是终端的互联网公司、企业用户，包括光环、万国等。批发型数据中心规模大，但是单价低；零售型数据中心单机柜价格相对较高。

3. 盈利预测及估值

3.1. 盈利预测

我们对公司三个主要业务桩基与基坑围护混合、单一桩基、单一基坑围护的 2018-2020 年收入增速和毛利率做出假设：

2018-2020 年收入增速假设：桩基与基坑围护混合：55%、35%、20%；单一桩基：55%、30%、22%；单一基坑围护：-10%、-5%、0；

2018-2020 年毛利率假设：桩基与基坑围护混合：19%、18.5%、18.3%；单一桩基：17.5%、17.6%、17.6%；单一基坑围护：21%、20.5%、20%；

表 3、公司业务拆分预测

产品		2016	2017	2018E	2019E	2020E
桩基与基坑围护混合	业务收入 (亿元)	2.77	4.74	7.35	9.92	11.90
	同比增长率 (%)	-13.71%	47.66%	55%	35%	20%
	业务成本	2.17	3.83	5.95	8.08	9.72
	毛利率 (%)	21.49%	19.26%	19%	18.50%	18.30%
单一桩基	业务收入 (亿元)	1.56	2.24	3.47	4.51	5.51
	同比增长率 (%)	57.58%	43.59%	55%	30%	22%
	业务成本	1.31	1.86	2.86	3.72	4.54
	毛利率 (%)	16.04%	17.02%	17.50%	17.60%	17.60%

	业务收入（亿元）	1.27	1.02	0.92	0.87	0.87
单一基坑围护	同比增长率（%）	-6.62%	-19.69%	-10%	-5%	0%
	业务成本	1.02	0.79	0.73	0.69	0.70
	毛利率（%）	19.41%	22.06%	21%	20.50%	20.00%

资料来源：wind，天风证券研究所预测

注：公司还有很少部分其他业务收入并未统计在表格中，不影响主要业绩

3.2. 估值

公司主营地基与基础工程业务，可以对标的行业公司为 A 股的中化岩土、东方新星和港股的汛和集团。

从 2017 年的 PE 和 PB 来看，公司估值都在中下位置。1、从 PE 角度看，公司目前股价对应 2017 年 PE 是 52 倍，和汛和集团基本一致，低于中化岩土和东方新星的估值；2、从 PB 角度看，公司目前股价对应 2017 年 PB 是 4.32 倍，大于中化岩土的 PB，但是低于东方新星和汛和集团的 PB。

从业绩角度看，公司历年经营稳健，维持增长趋势。2013-2017 年，公司主营业务收入整体呈上涨趋势，2017 年营收和净利润分别同比增长 43.72%和 19.96%。在同行中表现也较优异。而且根据 2018 年一季度新签订单来看，公司及其下属子公司新签合同金额达到 4.2 亿元，同比增长 200%，展望 2018 年主营业务的业绩，有望表现靓丽。

最后从公司市值及转型预期角度看，自公司上市以来股价保持下跌趋势，已经相对充分消化了新股上市带来的估值溢价效应，目前市值 33 亿元，市值较小。从此次公司计划重组收购云计算 IDC 资产来看，公司未来战略转型新兴业务预期强烈，而新兴业务估值较传统的工程业务估值高，故可以给予公司一定的估值溢价。

综合以上三个角度来看，公司即使此次收购香江科技失败，当前市值向下空间较小。

表 4、可比公司 2017 年 PE、PB 估值及收入净利润增速

公司	PE（倍）	PB（倍）	收入增速	净利润增速
中化岩土	57	3.55	21.05%	-4.82%
东方新星	888	4.62	105.17%	138.17%
汛和集团	51	4.52	-58.77%	-84.78%
城地股份	52	4.32	43.72%	19.96%

资料来源：wind，天风证券研究所；

注：汛和集团为截止 2017 年 9 月 30 日数据，PE 数据为 TTM 口径

公司作为传统优秀的基础工程商，转型云计算 IDC 迈出坚实第一步，未来值得期待。由于收购处于预案阶段，暂不考虑香江并表预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.85、1.08 和 1.32 元。假设收购香江科技成功，则预计公司 18、19 年备考利润分别为 2.7 亿、3.6 亿元，对应摊薄（不考虑配套资金）估值分别为 20、15 倍。由于从 PE/PB、公司的业绩及市值和未来转型预期三个角度来看，公司即使收购失败，当前市值向下空间仍然较小，如果收购成功则估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：收购香江科技失败；基础工程业务增速放缓；

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	237.32	200.99	352.02	122.59	262.04
应收账款	317.44	330.98	651.28	625.66	906.67
预付账款	3.55	4.15	17.20	14.10	27.79
存货	327.06	478.97	161.46	673.14	332.06
其他	19.27	75.71	117.93	177.32	126.44
流动资产合计	904.64	1,090.80	1,299.89	1,612.80	1,655.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	81.55	83.54	105.73	146.43	185.23
在建工程	4.82	9.11	41.47	72.88	73.73
无形资产	10.56	10.29	10.02	9.75	9.47
其他	23.12	36.92	205.00	205.00	205.00
非流动资产合计	120.05	139.86	362.21	434.05	473.43
资产总计	1,024.69	1,230.66	1,662.11	2,046.85	2,128.43
短期借款	20.00	89.50	0.00	248.10	0.00
应付账款	278.80	330.06	222.04	334.37	335.77
其他	27.45	48.24	471.22	319.81	570.65
流动负债合计	326.25	467.80	693.26	902.28	906.42
长期借款	7.53	0.00	0.00	61.78	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.00	8.78	40.00	40.00	40.00
非流动负债合计	15.53	8.78	40.00	101.78	40.00
负债合计	341.78	476.58	733.26	1,004.05	946.42
少数股东权益	0.00	0.00	2.70	4.98	7.77
股本	98.10	103.00	103.00	103.00	103.00
资本公积	344.93	440.27	440.27	440.27	440.27
留存收益	584.81	735.75	823.15	934.82	1,071.24
其他	(344.93)	(524.94)	(440.27)	(440.27)	(440.27)
股东权益合计	682.91	754.08	928.85	1,042.80	1,182.01
负债和股东权益总	1,024.69	1,230.66	1,662.11	2,046.85	2,128.43

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	55.35	66.39	87.39	111.67	136.42
折旧摊销	7.55	8.75	5.73	8.16	10.62
财务费用	2.18	2.89	1.00	1.00	1.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(120.48)	(243.91)	120.83	(581.42)	349.50
其它	7.44	30.35	2.70	2.28	2.78
经营活动现金流	(47.96)	(135.52)	217.66	(458.31)	500.33
资本支出	20.72	13.99	28.78	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(44.77)	(37.78)	(89.58)	(160.00)	(100.00)
投资活动现金流	(24.06)	(23.79)	(60.80)	(80.00)	(50.00)
债权融资	27.53	89.50	0.00	309.88	0.00
股权融资	274.21	14.58	83.67	(1.00)	(1.00)
其他	(50.52)	28.89	(89.50)	0.00	(309.88)
筹资活动现金流	251.22	132.96	(5.83)	308.88	(310.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	179.20	(26.35)	151.03	(229.43)	139.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	565.60	812.91	1,178.71	1,532.33	1,838.79
营业成本	455.02	660.27	960.65	1,251.91	1,507.81
营业税金及附加	(4.62)	1.91	3.54	4.60	5.52
营业费用	2.41	3.02	4.71	6.13	7.36
管理费用	41.63	71.78	100.19	130.25	147.10
财务费用	1.94	0.99	1.00	1.00	1.00
资产减值损失	9.63	0.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	(5.42)	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.59	79.95	108.62	138.44	170.01
营业外收入	0.05	5.62	6.00	6.00	6.00
营业外支出	0.17	0.00	2.00	2.00	2.00
利润总额	59.46	85.56	112.62	142.44	174.01
所得税	4.12	19.17	22.52	28.49	34.80
净利润	55.35	66.39	90.10	113.95	139.21
少数股东损益	0.00	0.00	2.70	2.28	2.78
归属于母公司净利润	55.35	66.39	87.39	111.67	136.42
每股收益（元）	0.54	0.64	0.85	1.08	1.32

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1.81%	43.72%	45.00%	30.00%	20.00%
营业利润	-0.81%	34.17%	35.86%	27.45%	22.80%
归属于母公司净利润	-1.10%	19.96%	31.63%	27.78%	22.16%
获利能力					
毛利率	19.55%	18.78%	18.50%	18.30%	18.00%
净利率	9.79%	8.17%	7.41%	7.29%	7.42%
ROE	8.10%	8.80%	9.44%	10.76%	11.62%
ROIC	16.97%	13.96%	14.48%	30.07%	13.36%
偿债能力					
资产负债率	33.35%	38.73%	44.12%	49.05%	44.47%
净负债率	35.33%	10.20%	20.03%	36.56%	48.36%
流动比率	2.77	2.33	1.88	1.79	1.83
速动比率	1.77	1.31	1.64	1.04	1.46
营运能力					
应收账款周转率	1.97	2.51	2.40	2.40	2.40
存货周转率	1.85	2.02	3.68	3.67	3.66
总资产周转率	0.66	0.72	0.81	0.83	0.88
每股指标（元）					
每股收益	0.54	0.64	0.85	1.08	1.32
每股经营现金流	-0.47	-1.32	2.11	-4.45	4.86
每股净资产	6.63	7.32	8.99	10.08	11.40
估值比率					
市盈率	55.14	45.97	14.97	27.33	22.37
市净率	4.47	4.05	3.30	2.94	2.60
EV/EBITDA	73.74	29.14	21.64	20.58	14.27
EV/EBIT	82.79	32.51	22.78	21.79	15.16

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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com