



2019-04-11

公司深度报告

买入/首次

宏润建设(002062)

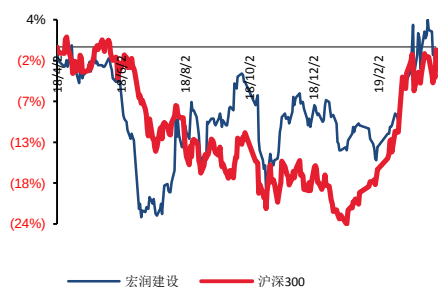
目标价: 6.24

昨收盘: 4.7

工业 资本货物

## 宏润建设：长三角一体化东风至，民营轨交龙头踏浪来

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 1,102/959   |
| 总市值/流通(百万元)   | 5,182/4,505 |
| 12 个月最高/最低(元) | 4.70/3.44   |

### 相关研究报告：

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

### 报告摘要

**受益于长三角一体化建设，轨交业务有望进入快速上升通道：**根据我们统计，2018Q4 发改委累计批复长三角重点项目 6247 亿，占发改委批复项目总投资的 57% 左右，凸显了长三角一体化的战略升级及在基建补短板中的重要地位。而由于 1) 发展空间最为广阔，2) 申请城市通常为人口密集、财政实力良好的一二线城市及 3) 2018H2 国家批复 4 个长三角轨道交通项目，项目建设预计在 2019H2 开始加速，轨道交通是我们长三角地区最为看好的基建子板块。公司作为长三角轨道交通区域龙头（轨道交通订单占比 43%）核心受益，轨交业务有望进入快速上升通道；

**市政业务预计稳定增长：**考虑到 1) 长三角一体化的建设将进一步刺激产业园、工业厂房、市政中心的建设；2) 由于长三角地区互联互通需求的提升，我们预计市内公路的改造需求十三五期间也将稳定增长及 3) 长三角流域环境治理、海绵城市的建设将提振给排水及相关工程需求，我们认为十三五期间长三角地区市政工程建设需求将保持强劲，从而支撑公司相关业务稳定增长；

**深耕华东，在手订单充裕，成长确定性高：**2018 年，公司 80% 收入来自于华东地区，资产负债率维持在 80% 以下的良好水平。同时，截止 2018 年底，公司在手未完成订单 266.3 亿元，是公司 2018 年收入的 2.7 倍，订单保障充足，因此我们认为公司未来两年内生增长的确定性较高。而同时目前公司估值处于历史底部，考虑到较高的增长确定性，我们认为公司估值有充分的修复空间；

**投资建议：**预计公司 2019/2020 年净利润 3.82/4.42 亿元，同比分别增长 27.1%/15.7%，EPS 0.35/0.40。给予公司 2019E 净利润 18x PE 估值，目标价 6.24 元，首次覆盖给予“买入”评级；

**风险提示：**基建投资恢复慢于预期，毛利结转低于预期。

### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8127   | 9888   | 11169  | 12741  |
| (+/-%)    | -7.62% | 21.67% | 12.96% | 14.07% |
| 净利润(百万元)  | 272    | 300    | 382    | 442    |
| (+/-%)    | 16.72% | 10.47% | 27.14% | 15.66% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.25   | 0.27   | 0.35   | 0.40   |
| 市盈率(PE)   | 18.53  | 16.77  | 13.19  | 11.40  |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 投资故事 .....                   | 4  |
| 盈利预测与投资建议 .....              | 5  |
| 长三角基建迎拐点，轨道交通发展空间广阔 .....    | 6  |
| 长三角基建发展空间仍然广阔 .....          | 6  |
| 政策发力，2019 长三角基建迎拐点 .....     | 7  |
| 轨道交通是长三角地区我们最看好的基建子板块 .....  | 8  |
| 深化转型，业绩估值将迎拐点 .....          | 12 |
| 起源浙江，深耕长三角二十余载 .....         | 13 |
| 轨道交通业务占比高，长三角轨交加速最大受益者 ..... | 14 |
| 市政业务预计稳步发展 .....             | 14 |
| 房建、地产业务无需过度担忧 .....          | 15 |
| 深耕华东，在手订单充足，增长确定性高 .....     | 16 |
| 风险提示 .....                   | 17 |

## 图表目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司盈利预测.....                                | 5  |
| 图表 2: 世界六大城市群对比.....                             | 6  |
| 图表 3: 长三角与东京都高速公路密度对比.....                       | 6  |
| 图表 4: 长三角与发达国家地区铁路密度对比.....                      | 6  |
| 图表 5: 长三角与发达城市轨道交通密度对比.....                      | 7  |
| 图表 6: 发改委每季度批复重点项目投资额.....                       | 7  |
| 图表 7: 发改委每季度批复长三角重点项目投资额.....                    | 7  |
| 图表 8: 长三角一体化建设重要时间节点.....                        | 8  |
| 图表 9: 我国各省一般预算内收入自足率.....                        | 8  |
| 图表 10: 分省十三五轨道交通运营里程规划.....                      | 9  |
| 图表 11: 十三五长三角地区基建运营里程年复合增速对比.....                | 10 |
| 图表 12: 2018 年四季度重点项目分版块投资额.....                  | 11 |
| 图表 13: 主要基建项目单位里程投资额对比.....                      | 11 |
| 图表 14: 2018H2 发改委批复长三角轨道交通项目.....                | 11 |
| 图表 15: 申请地铁城市财政状况显著好于中西部省份 (2017 年数据, 单位亿元)..... | 11 |
| 图表 16: 10 号文 PPP 监管收严, 项目质量及现金流更加重要.....         | 12 |
| 图表 17: 历史上无轨道交通项目因质量问题被清库.....                   | 12 |
| 图表 18: 公司收入结构拆分.....                             | 13 |
| 图表 19: 公司股权结构.....                               | 13 |
| 图表 20: 公司近期签约轨道交通项目.....                         | 14 |
| 图表 21: G60 科创走廊示意图.....                          | 14 |
| 图表 22: 公司近期签约市政项目.....                           | 15 |
| 图表 23: 各省棚改货币化去库存面积占商品房销售面积比重.....               | 15 |
| 图表 24: 2018 年公司分地区收入划分.....                      | 16 |
| 图表 25: 公司资产负债率.....                              | 16 |
| 图表 26: 公司 PE-BAND.....                           | 16 |
| 图表 27: 公司 PB-BAND.....                           | 16 |

## 投资故事

**1、长三角轨道交通建设预计 2019 年起进入快速上升通道。**尽管长三角基础设施建设强度及城镇化水平在全国属于领先水平，但与发达地区相比仍有较为广阔的发展空间，而由于 1) 参照发达国家基础设施密度及十三五规划，轨道交通是长三角地区发展空间最大的基建子板块；2) 在国家提高准入门槛后，申请轨道交通项目的城市多为人口密集、经济实力良好的一二线及强三线城市，项目执行情况一般较好且受 PPP 监管趋严的影响较小及 3) 2018H2 以来发改委已批复苏州、上海、杭州、江苏（城际铁路群）四个轨道交通项目，按照项目设计及建设施工流程，2019H2 起长三角轨道交通项目订单及建设将明显加速，我们预计 2019 年起长三角轨道交通建设将进入快速上升通道，作为深耕长三角轨交市场的区域龙头（轨交订单占比 40%），公司核心受益，相关业务有望快速发展；

**2、市政业务预计稳定发展。**考虑到：1) 长三角一体化建设将提振产业园区、工业厂房、市政中心等相关建设需求；2) 基于互联互通的市内公路建设及改造需求有望逐渐释放以及 3) 长三角流域综合治理以及海绵城市的建设将提振给排水工程及地下管廊的建设需求，我们认为十三五期间长三角市政建设需求将维持强劲，从而支撑公司相关业务稳定发展；

**3、房建业务无需过度担忧。**尽管房地产行业 2019 年下行压力较大，但由于长三角地区房地产市场对棚改货币化的依赖程度不高，我们预计当地地产市场受到此轮政策收紧的影响较小，同时由于目前全国房地产库存仍总体处于低位，我们预计 2019 年房地产新开工不会出现显著下滑，从而使得公司房建业务总体维持韧性；

**4、深耕华东，在手订单充足，成长确定性高。**2018 年，华东地区占公司总收入的 80% 左右，资产负债率维持在 80% 以下的良好水平。同时，截止 2018 年底，公司在手未完成订单 266.3 亿元，是公司 2018 年收入的 2.7 倍，订单保障充足，因此我们认为公司未来两年内生增长的确切性较高。而同时目前公司估值处于历史底部，考虑到较高的增长确定性，我们认为公司估值有充分的修复空间；

## 盈利预测与投资建议

考虑到公司新签订单加速以及一次性损益影响的消除，我们认为 2019-2020 年业绩将稳步增长，估值中枢也有望提升。预计公司 2019/2020 年净利润 3.82/4.42 亿元，同比分别增长 27.1%/15.7%，EPS 0.35/0.40。给予公司 2019E 净利润 18x PE 估值，目标价 6.24 元，首次覆盖给予“买入”评级；

图表 1：公司盈利预测

| (人民币百万)        | 2017  | 2018  | 2019E  | 2020E  |
|----------------|-------|-------|--------|--------|
| 新签轨交订单         | 5,494 | 5,715 | 6,858  | 8,229  |
| 新签市政订单(包括 PPP) | 3,520 | 5,670 | 6,237  | 6,861  |
| 新签房建订单         | 878   | 1,823 | 1,458  | 1,167  |
| 收入             | 8,127 | 9,888 | 11,169 | 12,741 |
| 同比增速           | -7.6% | 21.7% | 13.0%  | 14.1%  |
| 净利润            | 272   | 300   | 382    | 442    |
| 同比增速           | 16.7% | 10.5% | 27.1%  | 15.7%  |

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

## 长三角基建迎拐点，轨道交通发展空间广阔

尽管长三角地区基础设施在我国处于较高水平，但与发达国家及地区相比，仍有广阔发展空间。随着 2018Q4 基建补短板以来项目密集批复以及 2019 年长三角一体化建设上升至国家战略，我们认为 2019 年长三角基建将迎来加速拐点，其中轨道交通发展空间最大。

### 长三角基建发展空间仍然广阔

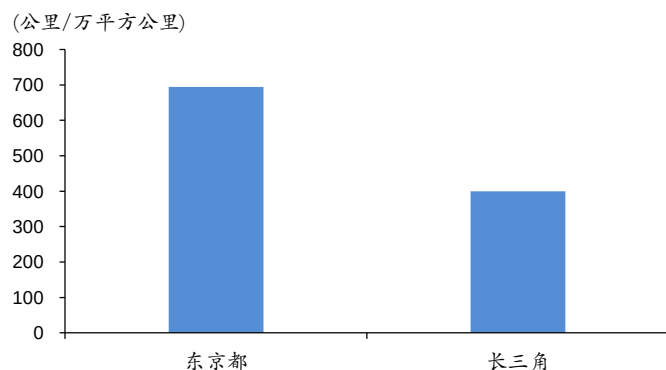
根据 2016 年国务院批准的《长江三角洲城市群发展规划》，长三角包括上海、江苏、浙江及安徽 26 市，是世界六大城市群之一，也是中国城镇化基础最好的地区之一。尽管长三角地区基础设施强度在我国属于发达地区，但与发达国家地区相比仍有较大发展空间：1) 尽管长三角地区高速公路密度达到发达国家平均水平，但是与同样拥有高人口密度的发达地区东京区相比，高速公路设施密度仅为东京区高速公路密度的 58% 左右；2) 长三角铁路密度相比发达国家地区平均水平同样偏低，且区域内发展不均衡，苏北多市仍未通高铁，且与南方主要城市无直达铁路；3) 与发达城市相比，长三角轨道交通强度同样较低。

图表 2：世界六大城市群对比

|                  | 长三角    | 美国东北部  | 北美五大湖  | 日本太平洋沿岸 | 欧洲西北部  | 英国中南部  |
|------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 面积 (万平方公里)       | 21.2   | 13.8   | 24.5   | 3.5     | 14.5   | 4.5    |
| 人口 (万人)          | 15,033 | 6,500  | 5,000  | 7,000   | 4,600  | 3,650  |
| GDP (亿美元)        | 20,652 | 40,320 | 33,600 | 33,820  | 21,000 | 20,186 |
| 人均GDP (美元)       | 13,717 | 62,030 | 67,200 | 48,315  | 45,652 | 55,305 |
| 地均GDP (万美元/平方公里) | 974    | 2,920  | 1,370  | 9,662   | 1,448  | 4,485  |

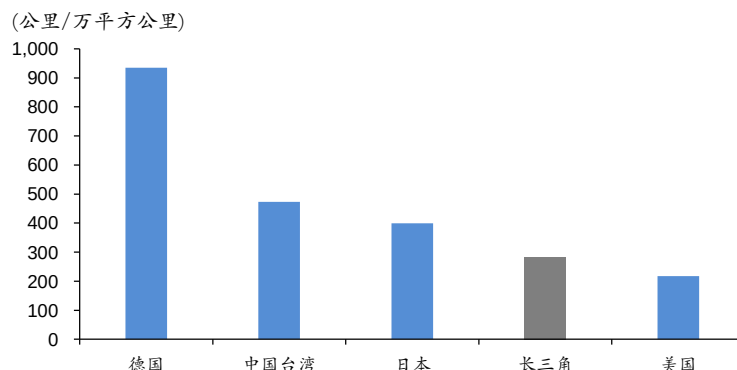
资料来源：网络公开信息整理，太平洋证券研究院

图表 3：长三角与东京都高速公路密度对比



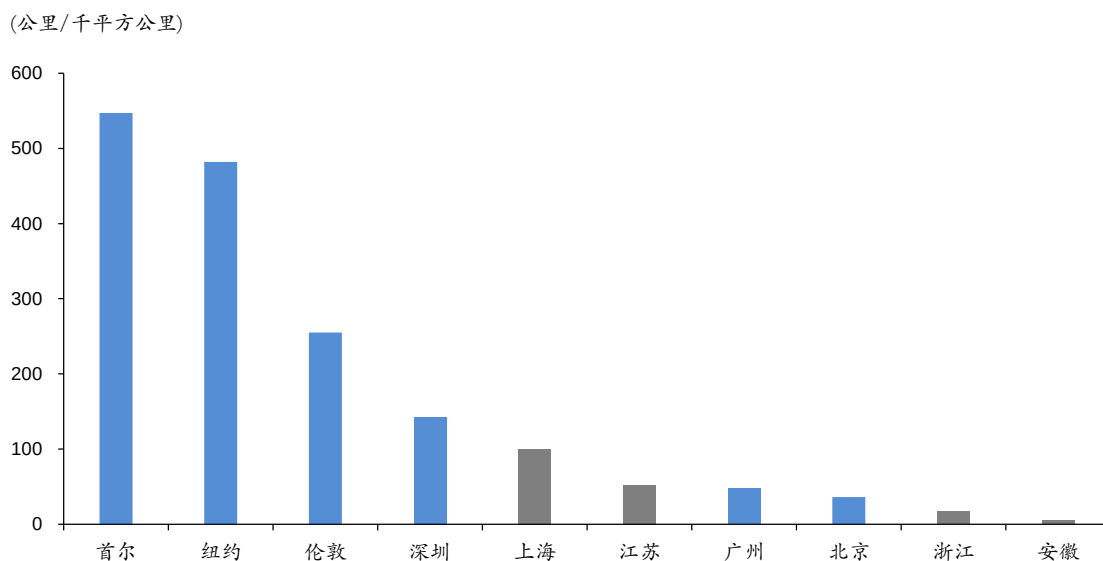
资料来源：日本东京都交通株式会社，太平洋证券研究院

图表 4：长三角与发达国家地区铁路密度对比



资料来源：CEIC，太平洋证券研究院

图表 5: 长三角与发达城市轨道交通密度对比

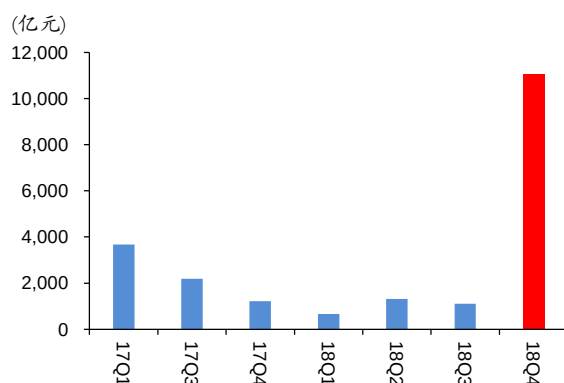


资料来源: 中国轨道交通协会, 网络公开信息整理, 太平洋证券研究院

### 政策发力, 2019 长三角基建迎拐点

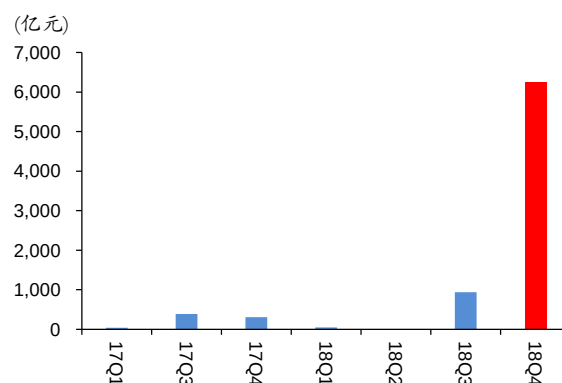
2018 年四季度起, 为配合国家基建补短板政策, 发改委加速审批项目。根据我们统计, 2018Q4 发改委共批复重点项目 1.1 万亿, 其中长三角地区项目 6247 亿, 远超过 2017 年以来任何一个进度, 体现了国家基建托底经济的决心, 同时也体现了长三角一体化建设在国家战略中的重要地位。

图表 6: 发改委每季度批复重点项目投资额



资料来源: 发改委, 太平洋证券研究院

图表 7: 发改委每季度批复长三角重点项目投资额



资料来源: 发改委, 太平洋证券研究院

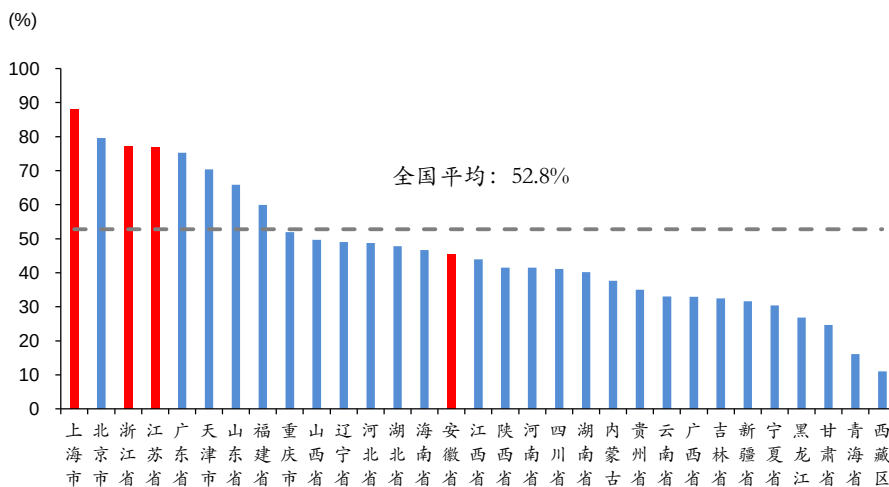
除项目审批外，我们也注意到了2019年以来长三角一体化建设执行的加速。1月3日，《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》正式签署；1月9日，长三角协同优势产业基金正式成立，预计可以撬动500-1000亿元资本；1月16日，《上海大都市圈规划》编制工作正式启动；而3月两会的政府工作报告再次强调了长三角一体化建设的加速已经上升为国家战略，因此我们认为2019年是长三角一体化升级为国家级战略的元年，其基建项目有望进一步加速。除强劲的基建规划外，长三角地区政府财力良好，财政自足率高，因此我们对长三角地区的基建项目执行持乐观态度。

图表8：长三角一体化建设重要时间节点

| 时间      | 事件                                    |
|---------|---------------------------------------|
| 2018/07 | 《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020年）》下发      |
| 2018/11 | 进博会期间习主席明确表态将长三角一体化发展上升为国家战略          |
| 2019/01 | 三省一市签署《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》           |
| 2019/01 | 上海国资委公告长三角协同优势产业基金成立                  |
| 2019/01 | 上海大都市圈规划正式启动                          |
| 2019/03 | 2019两会政府工作报告再次明确长三角一体化为国家战略，并要求编制规划纲要 |

资料来源：政府公开信息整理，太平洋证券研究院

图表9：我国各省一般预算内收入自足率



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

## 轨道交通是长三角地区我们最看好的基建子板块

在长三角所有子板块中，轨道交通是我们最看好的子板块，按照设计建设周期，2019H2起长三角地区轨道交通设计及施工将进入快速上升通道。

首先，华东轨道交通相对于发达国家的发展空间最大，十三五内规划的建设速度也最快。根据我们统计，长三角地区十三五每年需增加轨道交通运营里程435公里，年复合增速

达到 22.7%，远高于公路和铁路。

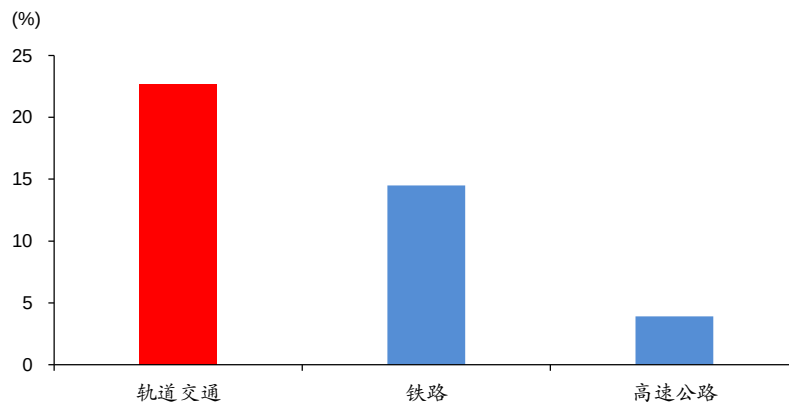
图表 10: 分省十三五轨道交通运营里程规划

| (公里)      | 2017 年底运营    | 2020 目标      |
|-----------|--------------|--------------|
| <b>全国</b> | <b>5,033</b> | <b>9,983</b> |
| <b>华北</b> | <b>889</b>   | <b>1,905</b> |
| 北京        | 685          | 1,177        |
| 天津        | 175          | 513          |
| 石家庄       | 28           | 72           |
| 太原        | -            | 49           |
| 呼和浩特      | -            | 51           |
| 包头        | -            | 42           |
| <b>东北</b> | <b>410</b>   | <b>691</b>   |
| 沈阳        | 123          | 150          |
| 大连        | 182          | 299          |
| 长春        | 82           | 119          |
| 吉林        | -            | 21           |
| 哈尔滨       | 23           | 102          |
| <b>华东</b> | <b>1,698</b> | <b>3,489</b> |
| 上海        | 732          | 800          |
| 南京        | 364          | 540          |
| 苏州        | 138          | 359          |
| 无锡        | 56           | 119          |
| 常州        | -            | 54           |
| 南通        | -            | 60           |
| 徐州        | -            | 67           |
| 杭州        | 104          | 197          |
| 宁波        | 75           | 100          |
| 绍兴        | -            | 41           |
| 温州        | -            | 205          |
| 合肥        | 52           | 166          |
| 淮安        | 20           | 50           |
| 芜湖        | -            | 47           |
| 马鞍山       | -            | 41           |
| 福州        | 25           | 148          |
| 厦门        | 30           | 152          |
| 南昌        | 49           | 82           |
| 济南        | -            | 81           |
| 青岛        | 54           | 182          |
| <b>中南</b> | <b>1,251</b> | <b>2,474</b> |
| 郑州        | 137          | 167          |
| 洛阳        | -            | 41           |
| 武汉        | 251          | 275          |
| 宜昌        | -            | 125          |
| 长沙        | 67           | 260          |
| 广州        | 365          | 520          |
| 深圳        | 298          | 597          |

|           |            |              |
|-----------|------------|--------------|
| 东莞        | 38         | 165          |
| 佛山        | 34         | 102          |
| 中山        | -          | 91           |
| 珠海        | 9          | 25           |
| 南宁        | 53         | 107          |
| <b>西南</b> | <b>635</b> | <b>1,148</b> |
| 重庆        | 264        | 410          |
| 成都        | 269        | 460          |
| 贵阳        | 13         | 90           |
| 昆明        | 89         | 188          |
| <b>西北</b> | <b>150</b> | <b>276</b>   |
| 西安        | 89         | 198          |
| 兰州        | 61         | 36           |
| 乌鲁木齐      | -          | 42           |

资料来源：中国轨道交通协会，太平洋证券研究院

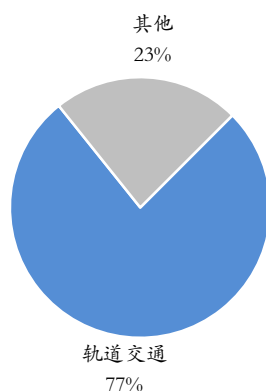
图表 11：十三五长三角地区基建运营里程年复合增速对比



资料来源：各省政府信息公开文件，中国轨道交通协会，太平洋证券研究院

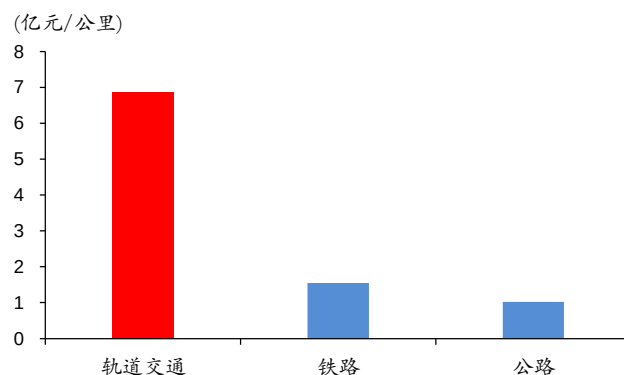
其次，自 2018Q4 以来，轨道交通是基建补短板最重要的载体。根据我们统计，2018Q4 发改委合计批复轨道交通重点项目 8497 亿元，占全部批复重点项目的 77%，同时考虑到单位里程轨道交通投资额相比铁路公路更高，对基建投资的拉动效果最为明显，我们认为一旦经济低于预期，发改委有可能进一步加速轨道交通项目审批托底经济。而就长三角地区而言，2018H2 以来，发改委总共批复苏州、杭州、上海、江苏（城际铁路）四个长三角地区轨道交通项目，按照设计建设周期，2019H2 起长三角地区轨道交通设计及施工将进入快速上升通道。

图表 12: 2018 年四季度重点项目分板块投资额



资料来源: 发改委, 太平洋证券研究院

图表 13: 主要基建项目单位里程投资额对比



资料来源: 发改委, 太平洋证券研究院

图表 14: 2018H2 发改委批复长三角轨道交通项目

| 项目名称                          | 投资额 (亿元) | 里程 (公里) |
|-------------------------------|----------|---------|
| 苏州城市轨道交通第三期建设规划 (2018-2023)   | 368      | 164     |
| 调整杭州市城市轨道交通第三期 2017-2022 建设规划 | 560      | 68      |
| 上海城市轨道交通第三期建设规划 2018-2023     | 2,983    | 286     |
| 江苏沿江城市群城际铁路近期规划               | 2,317    | 1,063   |

资料来源: 发改委, 太平洋证券研究院

最后, 我们认为从资金的角度考虑, 轨道交通的确定性最强: 1) 在国家提高轨道交通准入门槛后, 申请轨道交通的城市大多为人口密集、经济条件较好的一、二线城市, 政府财力较好; 2) 同时, 由于轨道交通使用者付费的商业模式, 我们认为轨道交通在所有基建板块中受 PPP 监管趋严的影响最低, 因此在所有基建板块中我们最看好轨道交通的执行。

图表 15: 申请地铁城市财政状况显著好于中西部省份 (2017 年数据, 单位亿元)

|            | 总财政收<br>入 | 其中: 一般公共<br>预算收入 | 一般公共<br>预算支出 | 总收入/一般预<br>算支出 | 一般预算收入/<br>一般预算支出 |
|------------|-----------|------------------|--------------|----------------|-------------------|
| 杭州         | 2,921     | 1,567            | 1,541        | 190%           | 102%              |
| 上海         | 12,839    | 6,642            | 7,547        | 170%           | 88%               |
| 武汉         | 2,677     | 1,402            | 1,728        | 155%           | 81%               |
| 江西省 (2016) | 3,123     | 2,151            | 4,620        | 68%            | 47%               |
| 河南省        | 5,238     | 3,397            | 8,225        | 64%            | 41%               |
| 云南省        | 3,392     | 1,886            | 5,784        | 59%            | 33%               |
| 甘肃省        | 1,241     | 816              | 3,307        | 38%            | 25%               |
| 青海省        | 409       | 246              | 1,530        | 27%            | 16%               |

资料来源: Wind, 各省财政厅, 各省国民经济发展统计公报, 太平洋证券研究院

图表 16: 10 号文 PPP 监管收严, 项目质量及现金流更加重要

| 10 号文                                                                                                                                                                             | 此前政策                                                                                                                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1) 强调实质重于形式; 2) 财政支出责任占比超过 5% 地区, 不得新上政府付费项目, 3) 打捆包装项目内容无实质关联、使用者付费比例低于 10% 的不予入库, 4) 付费机制与考核完全挂钩, 不得变向锁定政府支出责任, 5) 继续强调 10% 红线, 超过 10% 地区新项目不得入库 6) 新签项目不得以政府性基金、国有资本经营预算安排运营补贴 | 1) 可行性缺口补助项目需要建立产出绩效挂钩相关机制, 挂钩部分不得低于 30%, 2) 不宜继续采用 PPP 模式的项目 (例如 1 年内无进展, 财政超红线) 实施清库, 3) 政府付费及可行性缺口补助项目支付需连续平滑, 不得导致某一时间段支出压力过大 |

资料来源: 财政部, 太平洋证券研究院

图表 17: 历史上无轨道交通项目因质量问题被清库

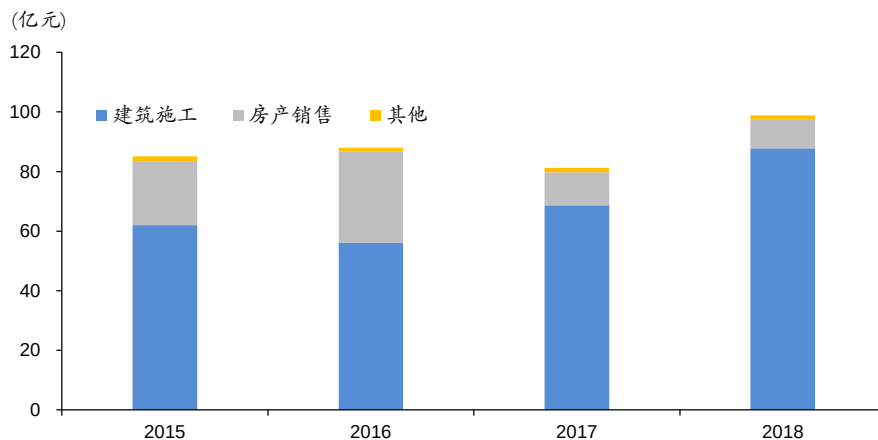
| 被取消项目      | 被取消原因           |
|------------|-----------------|
| 北京地铁 14 号线 | 主体不合规           |
| 北京地铁 16 号线 | 主体不合规           |
| 昆明地铁 4 号线  | 主体不合规、运作不规范     |
| 昆明地铁 5 号线  | 主体不合规、运作不规范     |
| 徐州地铁 1 号线  | 主体不合规           |
| 苏州地铁 1 号线  | 运作不规范、未按照要求披露信息 |

资料来源: 公开信息整理, 太平洋证券研究院

## 深化转型, 业绩估值将迎拐点

公司是长三角轨交建设区域龙头, 也是全国第一家进入上海地铁盾构施工领域的民营企业, 具备地上、地下全面的施工能力, 截止 2018 年, 公司拥有盾构装备 35 台。2017 年以来, 公司深化业务转型, 基础设施建设与投资业务占收入比重已进一步提升至近 90%。我们认为随着长三角地区基建 (特别是轨道交通) 在 2019-2020 年迎来高峰, 公司也将收获业绩及估值拐点。

图表 18: 公司收入结构拆分

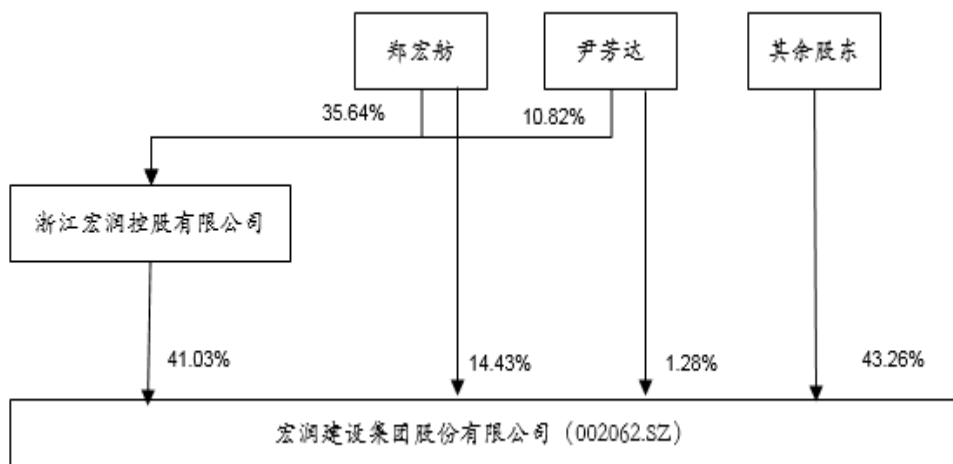


资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

### 起源浙江, 深耕长三角二十余载

公司 1994 年成立于浙江宁波, 主要从事市政项目建设施工业务, 1995 年开始参与上海地区地铁工程建设, 并于 2006 年上市, 2008 年通过定向增发吸收控股股东房地产开发业务后开始涉足地产行业, 但 2017 年起地产开发业务规模开始明显减少。截止 2018 年年报, 公司实际控制人郑宏舫直接并通过宏润控股间接合计持有公司 29% 的股份。

图表 19: 公司股权结构



资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

### 轨道交通业务占比高，长三角轨交加速最大受益者

公司深耕长三角地区轨道交通建设，是区域轨道交通建设龙头。2018 年，公司轨道交通新签订单/收入占公司全部业务的 43.2%/41.2%，在主要建筑上市公司中最高。2018 年以来，公司先后中标杭州地铁三号线 1 期、杭州地铁 7 号线、杭州地铁 4 号线二期 SG4-2-2 标段、杭州地铁四号线二期工程总承包、苏州轨道交通 6 号线 5 个轨道交通项目，合计金额 98.4 亿元，而截止 2018 年底，公司未完成轨道交通订单 99.6 亿元，是 2018 年轨道交通业务收入的 2.4 倍，在手订单充足。同时，我们认为由于近期长三角轨道交通项目的密集批复，预计 2019H2 开始进入设计及施工高峰期，公司 2019 年的轨道交通订单有望进一步加速，从而使得公司轨道交通业务在 2019-2020 年进入高速增长期。

图表 20: 公司近期签约轨道交通项目

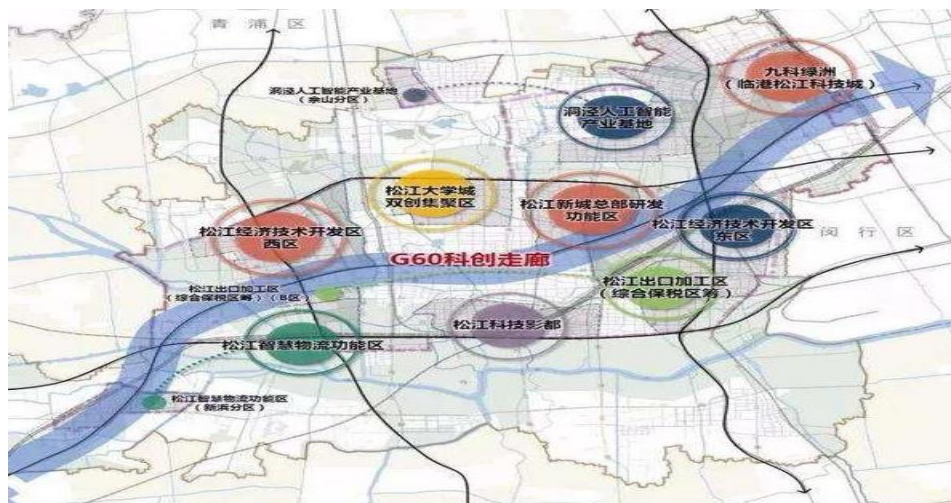
| 项目名称                               | 投资（万元）  |
|------------------------------------|---------|
| 杭州地铁 3 号线一期工程土建施工 SG3-9 标段         | 150,292 |
| 杭州地铁 7 号线工程土建施工 SG7-3 标段           | 73,297  |
| 杭州地铁 4 号线二期工程土建施工 SG4-2-2 标段       | 96,823  |
| 杭州地铁 4 号线二期工程施工总承包标段项              | 571,923 |
| 苏州市轨道交通 6 号线工程土建施工项目（首批）VI-TS-03 标 | 91,499  |

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

### 市政业务预计稳步发展

公司市政业务主要包括道路桥梁、市政建筑、给排水设施等施工建设业务，我们认为受益于长三角一体化的建设及相关政策的推动，公司市政业务在十三五期间能够稳定发展。首先，我们认为长三角科创中心的定为将刺激长三角市政建设需求。根据《中国制造2025-G60 科创走廊行动纲要》，长三角地区将打造高端装备、人工智能、集成电路、生物医药、新材料等多个行业的科创中心，因此我们认为相关产业园、工业厂房、市政中心等建设将加速。

图表 21: G60 科创走廊示意图



资料来源：新浪，公开信息整理，太平洋证券研究院

其次，由于长三角一体化建设的深化，基于互联互通需求的市内道路建设及改造需求将在十三五期间提速。同时，由于长三角地区流域综合治理及海绵城市建设，我们预计长三角地区给排水工程的需求也将稳定增长。

图表 22：公司近期签约市政项目

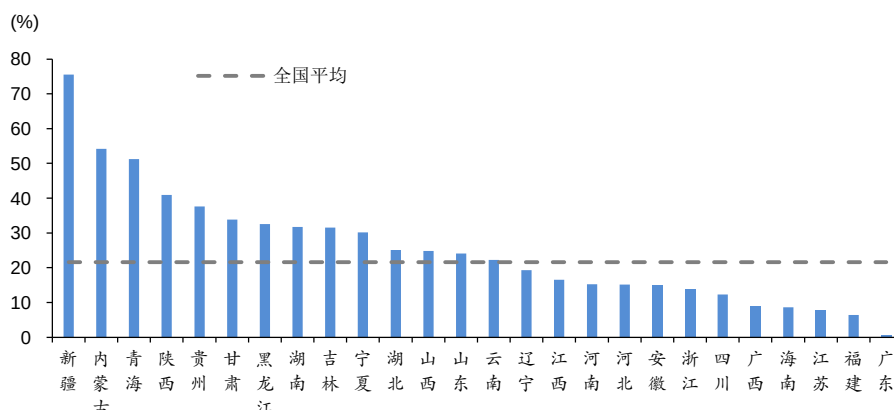
| 项目名称                                      | 投资（万元）  |
|-------------------------------------------|---------|
| 通途路（世纪大道-东外环）综合管廊工程施工 II 标段               | 31,311  |
| 大毛坞-仁和大道供水管道工程 IV 标段                      | 51,775  |
| 西洪大桥及接线工程（环镇北路-北环快速路）施工 II 标              | 58,961  |
| 杭州经绍兴至台州铁路站前工程 HSTZQ-2 标段                 | 225,700 |
| 鄞县大道（同德路-镇岚路）改造提升工程 I 标段 I-a 标段           | 29,666  |
| 安庆市经开区元山南路（外环北路-长风路）及西宁路（元山南路-皖江大道）道排工程施工 | 14,447  |
| 福建省平潭及闽江口水资源配置工程第 3 标段                    | 30,399  |
| 姚江南岸滨江休闲带（机场路-青林渡路）工程                     | 19,542  |
| 嘉兴市域外配水工程（杭州方向）盾构一标项目                     | 67,363  |
| 浙江海洋运动中心（亚帆中心）工程建设                        | 44,768  |
| 徐汇滨江公共开放空间（罗秀东路-徐浦大桥段）工程市政及配套建筑           | 76,968  |
| 宁波市兴宁路（兴宁桥至福明路）综合整治工程 II 标段               | 15,798  |

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

## 房建、地产业务无需过度担忧

尽管 2019 年房地产市场面临较大的下行压力，但我们认为对公司房建及地产业务无需过度担忧：1) 长三角地区房地产市场对棚改货币化依赖较小，且长期人口呈净流入趋势，预计受到此轮地产政策调控收紧影响不大；2) 全国房地产库存目前仍然处于低位；

图表 23：各省棚改货币化去库存面积占商品房销售面积比重

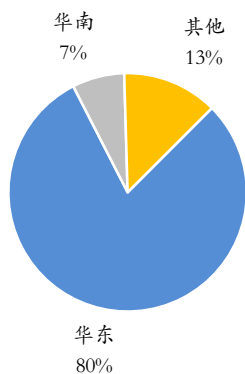


资料来源：克而瑞，易居，统计局，太平洋证券研究院

### 深耕华东，在手订单充足，增长确定性高

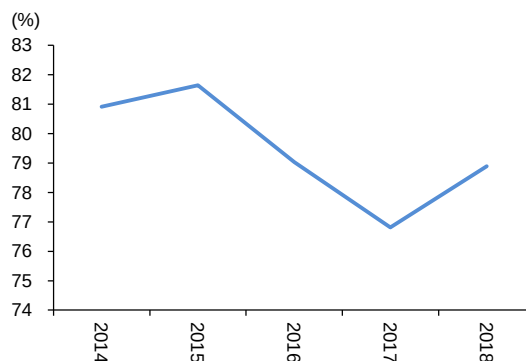
2018 年，华东地区占公司总收入的 80% 左右，资产负债率维持在 80% 以下的良好水平。同时，截止 2018 年底，公司在手未完成订单 266.3 亿元，是公司 2018 年收入的 2.7 倍，订单保障充足，因此我们认为公司未来两年内生增长的确性较高。而同时目前公司估值处于历史底部，考虑到较高的增长确定性，我们认为公司估值有充分的修复空间。

图表 24：2018 年公司分地区收入划分



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

图表 25：公司资产负债率



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

图表 26：公司 PE-BAND



资料来源：Wind，公司资料，太平洋证券研究院

图表 27：公司 PB-BAND



资料来源：Wind，公司资料，太平洋证券研究院

## 风险提示

- 基建投资恢复慢于预期；
- 结转毛利率低于预期；

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |        |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E |               | 2016A  | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  |
| 货币资金      | 2644  | 2971  | 2604  | 2457  | 2260  | 营业收入          | 8798   | 8127   | 9888   | 11169  | 12741  |
| 应收和预付款项   | 688   | 589   | 629   | 708   | 805   | 营业成本          | -7794  | -7284  | -8664  | -9810  | -11215 |
| 存货        | 7083  | 6388  | 7200  | 8152  | 9320  | 营业税金及附加       | -210   | -83    | -120   | -136   | -155   |
| 其他流动资产    | 560   | 433   | 457   | 457   | 457   | 销售费用          | -34    | -24    | -10    | -12    | -14    |
| 流动资产合计    | 10975 | 10381 | 10889 | 11774 | 12841 | 管理费用          | -144   | -163   | -442   | -499   | -570   |
| 长期股权投资    | 190   | 396   | 698   | 698   | 698   | 财务费用          | -234   | -150   | -130   | -129   | -112   |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失        | -115   | -80    | -16    | -30    | -30    |
| 固定资产      | 1087  | 1061  | 1196  | 1172  | 1187  | 投资收益          | 36     | 30     | 37     | 35     | 35     |
| 在建工程      | 25    | 14    | 44    | 122   | 161   | 公允价值变动        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产开发支出  | 31    | 30    | 29    | 28    | 28    | 营业利润          | 304    | 374    | 542    | 589    | 682    |
| 长期待摊费用    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他非经营损益       | 0      | -1     | -244   | 5      | 5      |
| 其他非流动资产   | 1040  | 1134  | 1672  | 1672  | 1672  | 利润总额          | 303    | 372    | 298    | 594    | 687    |
| 资产总计      | 13346 | 13016 | 14529 | 15467 | 16587 | 所得税           | -74    | -100   | -100   | -200   | -231   |
| 短期借款      | 2963  | 2439  | 2616  | 2616  | 2616  | 净利润           | 230    | 273    | 198    | 394    | 455    |
| 应付和预收款项   | 5080  | 5190  | 6299  | 6898  | 7633  | 少数股东损益        | 3      | -1     | 102    | -12    | -14    |
| 长期借款      | 1337  | 1221  | 1166  | 1166  | 1166  | 归母股东净利润       | 233    | 272    | 300    | 382    | 442    |
| 其他负债      | 1168  | 1147  | 1380  | 1380  | 1380  |               |        |        |        |        |        |
| 负债合计      | 10548 | 9997  | 11461 | 12061 | 12795 |               |        |        |        |        |        |
| 股本        | 1103  | 1103  | 1103  | 1103  | 1103  | 预测指标          |        |        |        |        |        |
| 资本公积      | 344   | 371   | 416   | 454   | 498   |               | 2016A  | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  |
| 留存收益      | 1082  | 1273  | 1473  | 1761  | 2089  | 毛利率           | 9.03%  | 9.35%  | 11.16% | 10.95% | 10.76% |
| 归母公司股东权益  | 2529  | 2747  | 2991  | 3318  | 3690  | 销售净利率         | 2.65%  | 3.35%  | 3.04%  | 3.42%  | 3.47%  |
| 少数股东权益    | 270   | 272   | 77    | 89    | 102   | 销售收入增长率       | 3.41%  | -7.62% | 21.67% | 12.96% | 14.07% |
| 股东权益合计    | 2799  | 3019  | 3068  | 3406  | 3792  | EBIT 增长率      | 32.10% | -6.98% | 13.65% | 9.36%  | 10.68% |
| 负债和股东权益   | 13346 | 13016 | 14529 | 15467 | 16587 | 净利润增长率        | 10.36% | 16.72% | 10.47% | 27.14% | 15.66% |
|           |       |       |       |       |       | ROE           | 9.21%  | 9.90%  | 10.04% | 11.51% | 11.97% |
|           |       |       |       |       |       | ROA           | 1.75%  | 2.09%  | 2.07%  | 2.47%  | 2.66%  |
|           |       |       |       |       |       | ROIC          | 5.23%  | 6.62%  | 6.47%  | 7.45%  | 7.73%  |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | EPS (X)       | 0.21   | 0.25   | 0.27   | 0.35   | 0.40   |
|           | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | PE (X)        | 21.62  | 18.53  | 16.77  | 13.19  | 11.40  |
| 经营性现金流    | 1980  | 1122  | 410   | 102   | 50    | PB (X)        | 1.99   | 1.83   | 1.68   | 1.52   | 1.37   |
| 投资性现金流    | -129  | -259  | -519  | -65   | -65   | PS (X)        | 0.57   | 0.62   | 0.51   | 0.45   | 0.40   |
| 融资性现金流    | -1451 | -498  | -351  | -184  | -182  | EV/EBITDA (X) | 5.52   | 6.05   | 5.49   | 5.37   | 4.88   |
| 现金增加额     | -36   | -2    | -8    | 0     | 0     |               |        |        |        |        |        |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 华北销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com       |
| 华北销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 华北销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com    |
| 华北销售    | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com   |
| 华东销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 华南销售副总监 | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhaf@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com     |

|      |     |             |                   |
|------|-----|-------------|-------------------|
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com  |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。