

## 宏润建设(002062)深度研究报告

# 区域轨交龙头有望借力基建政策东风,看好未来成长性

## 推荐(首次)

目标价: 5.27 元

当前价: 4.61 元

❖ **区域轨交民企龙头,业绩增长稳健。**公司主营建筑施工及市政基础设施投资服务,自2017年以来建筑施工及市政基础设施投资服务收入占比均达80%以上,2019年占比达87.63%。2019年公司业绩再创新高,实现营业收入119.43亿元,同比+20.78%;实现归母净利润3.51亿元,同比+16.38%。公司深耕华东地区轨道交通建设,同时面向全国其它地区积极拓展,目前公司轨道交通工程已进入全国18个城市,另外近年开发的房地产项目主要分布于东北、华东等地。订单方面,2019年公司累计新签项目55项,合计金额77.56亿元,同比-34.10%,2019年公司建筑业新中标工程92.94亿元,同比-29.94%,其中轨道交通、市政工程占比63.54%。2020Q1新中标工程25.64亿元,同比+8.14%,我们认为随着今年逆周期调节加码,公司订单有望持续复苏。

❖ **基建逆周期调控加码,公司有望受益。**1) 行业资金面持续向好,广义基建固定资产投资增速回正:截至2020年5月31日,全国专项债已发行2.15万亿,其中投向基建的专项债资金比重显著提升,占比约65.12%;4月新增社融规模3.09万亿元,同比增长1.42万亿元。行业资金面持续向好,专项债支持力度加大。同时,广义基建4月单月增速回正至4.8%,超2019全年增速,细分行业均回归正增长,一定程度表明基建领域复工复产情况乐观,基建稳增长效果初显,上行逻辑清晰。2) 浙江轨交建设全面提速,省内龙头有望率先受益:《交通强国浙江方案》发布,公司作为省内民营轨交建设龙头企业,拥有“双特双甲”资质,近年建设业绩丰富,根据公司战略计划,未来将以市场为导向开拓布局,发挥轨道交通及地下工程、市政及路桥等业务优势和工程总承包能力,加强基础设施和政府重大项目投资建设承接,有望率先受益。3) 长江三角洲基建继续加码,轨道交通发展空间广阔:《长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划》印发,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。我们认为随着《规划》的提出,长三角地区轨道交通项目将会进入密集批复和建设期,公司今后几年的轨道交通订单有望进一步增长。

❖ **各项财务指标良好,未来成长可期。**1) 盈利能力较为稳定:公司近几年毛利率整体处于稳定,基本保持在10%以上。2019年净利率回升,同比+1.25pp至3.25%。2) 销售费用率保持平稳:公司2019年期间费用率同比-0.75pp至5.15%,主要系财务费用率及管理(含研发)费用率降低。3) 现金流改善明显,资产负债率维持高位:2019年公司经营性现金流量净额同比多流入6.94亿元,达到11.04亿元,每股现金流为1.00元,同比+169.23%,资产负债率2019年略降0.05个pp至78.84%。

❖ **盈利预测、估值及投资评级:**我们预计公司2020-2022年EPS各为0.35、0.39元、0.43元/股,对应PE为13x、12x、11x。逆周期持续加码基建,公司作为区域性轨道交通基建龙头,估值和业绩均有望受益,参考2018年至今的平均估值水平(15.08x),给予公司2020年15倍估值,对应目标价5.27元。首次覆盖,给予“推荐”评级。

❖ **风险提示:**疫情扩散超预期、基建投资增速不达预期、地产调控超预期。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	11,943	13,293	14,729	16,231
同比增速(%)	20.8%	11.3%	10.8%	10.2%
归母净利润(百万)	351	387	428	472
同比增速(%)	16.8%	10.4%	10.5%	10.2%
每股盈利(元)	0.32	0.35	0.39	0.43
市盈率(倍)	14	13	12	11
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2020年6月3日收盘价

### 华创证券研究所

证券分析师: 王彬鹏

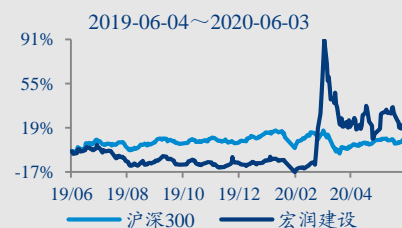
邮箱: wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360519060002

### 公司基本数据

总股本(万股)	110,250
已上市流通股(万股)	96,297
总市值(亿元)	50.83
流通市值(亿元)	44.39
资产负债率(%)	77.8
每股净资产(元)	3.0
12个月内最高/最低价	7.22/3.04

### 市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

我们结合公司 2019 年报及 2020 一季报对公司经营情况和业务构成进行了梳理，同时结合近期出台的基建利好政策分析公司作为区域轨道交通龙头的优势所在。

### 投资逻辑

首先我们梳理了公司主营业务构成及营收情况，再对公司订单构成及体量进行分析，结合近期的财政货币政策、基建利好政策分析公司的竞争优势，并对公司的财务状况进行了简单分析。我们认为公司业绩稳健，业务结构合理，具备资质齐全，在手订单充沛，同时行业资金面持续向好，专项债支持力度加大，广义基建固投增速回正，配合近期出台的基建利好政策，公司作为区域性轨道交通龙头，未来成长性高，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 关键假设、估值与盈利预测

受益于专项债加速发行及基建逆周期调控加码政策红利，公司作为区域性和省级轨道交通建设龙头竞争优势明显，公司资质完备，在手订单充足，看好公司未来成长性。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 各为 0.35、0.39 元、0.43 元/股，对应 PE 为 13x、12x、11x。逆周期持续加码基建，公司作为区域性轨道交通基建龙头，估值和业绩均有望受益，参考 2018 年至今的平均估值水平（15.08x），给予公司 2020 年 15 倍估值，对应目标价 5.27 元。

# 目录

一、区域轨交龙头，业绩增长稳健.....	5
（一）营收情况：深耕华东地区，业绩增长稳健.....	5
（二）订单情况：在手订单充沛，房建项目增幅明显.....	7
二、基建逆周期调控加码，公司有望受益.....	9
1、行业资金面持续向好，广义基建固定资产投资增速回正.....	9
2、浙江轨交建设全面提速，省内龙头有望率先受益.....	10
3、长江三角洲基建继续加码，轨道交通发展空间广阔.....	11
三、财务分析：各项财务指标良好，未来成长可期.....	12
1、盈利能力稳定，期间费用率稳定.....	12
2、现金流改善明显，资产负债率维持高位.....	12
四、盈利预测及投资评级.....	13
五、风险提示.....	13

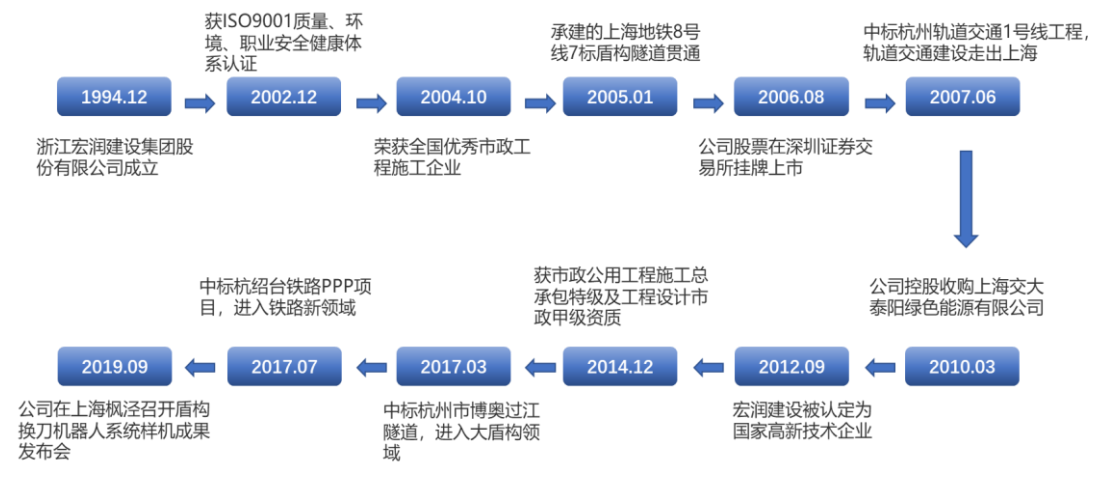
# 图表目录

图表 1	公司发展历程.....	5
图表 2	公司营业收入及增速.....	5
图表 3	公司归母净利润及增速.....	5
图表 4	建筑施工及市政基础设施投资服务营收及增速.....	6
图表 5	2019 年公司营收占比.....	6
图表 6	公司轨道交通项目和房建项目提速明显.....	6
图表 7	2015 年公司营收地区分布.....	7
图表 8	2019 年公司营收地区分布.....	7
图表 9	公司主要轨道交通项目.....	7
图表 10	2019 年房建项目新签合同额增幅明显.....	8
图表 11	公司完成盾构掘进公里数情况（2012-2019）.....	8
图表 12	2019 年公司中标重大工程项目.....	8
图表 13	公司近年新签房地产销售合同额（亿元）.....	9
图表 14	公司青海 80 兆瓦光伏并网电站发电量情况.....	9
图表 15	专项债周发行量与累计发行量（亿元）.....	9
图表 16	2019 年初至今社会融资增量情况.....	9
图表 17	固定资产投资完成额累计同比收窄 5.8pp.....	10
图表 18	电力、热力投资带动广义基建增速回升.....	10
图表 19	浙江省“十大千亿”工程项目.....	10
图表 20	长三角地区轨道交通网规划示意图.....	11
图表 21	公司毛利率及净利率情况.....	12
图表 22	公司期间费用率情况.....	12
图表 23	公司现金流情况.....	12
图表 24	公司资产负债率情况.....	12
图表 25	主要财务指标.....	13
图表 26	公司历史 PE（TTM）.....	13

## 一、区域轨交龙头，业绩增长稳健

宏润建设成立于 1994 年，为国家高新技术企业，2006 年在深圳证券交易所上市公司。公司主营市政工程、轨道交通、地下空间（综合管廊）、公路桥梁、房屋建筑等工程施工，此外还进行房地产开发，基础设施项目投资建设，光伏产业经营。公司从 1995 年开始参与上海轨道交通工程建设，是国内第一家进行城市轨道交通地下盾构施工的民营企业，目前已参与承建全国 18 个城市的轨道交通项目，具有行业核心竞争力。

图表 1 公司发展历程

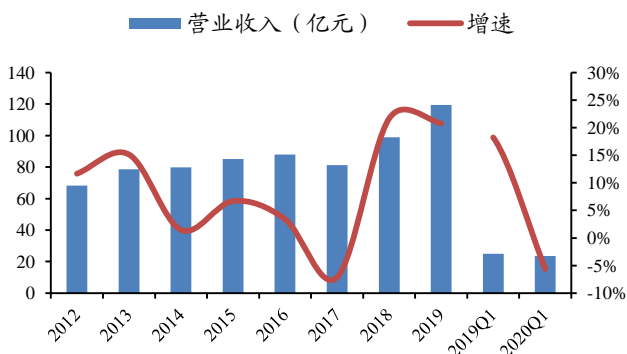


资料来源：公司官网、华创证券

### （一）营收情况：深耕华东地区，业绩增长稳健

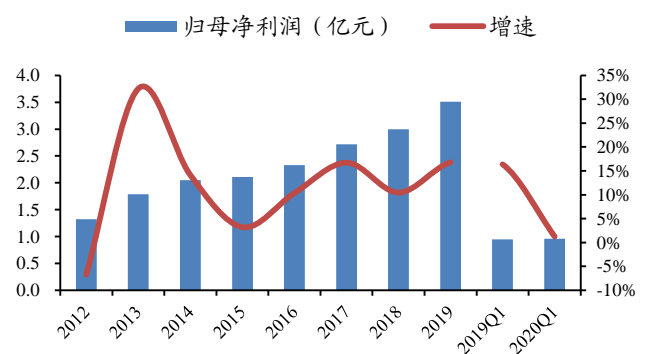
2019 年公司业绩再创新高，实现营业收入 119.43 亿元，同比+20.78%；实现归母净利润 3.51 亿元，同比+16.38%。我们认为利润增速低于营收增速的主要原因是 1) 毛利率降低；2) 公司投资收益相较 2018 年减少；3) 少数股东损益增加。2020Q1 受国内新冠疫情影响，公司相关业务无法正常开展，营业收入同比-5.62%至 23.64 亿元，净利润增速+0.79%至 0.94 亿。

图表 2 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表 3 公司归母净利润及增速

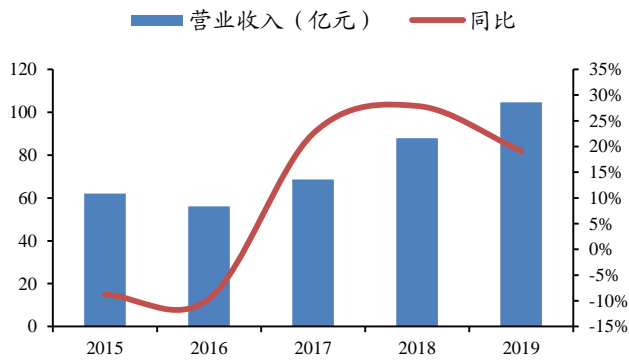


资料来源：公司公告、华创证券

**公司主营建筑施工及市政基础设施投资服务。**公司 1995 年开始参与上海地区地铁工程建设，自 2017 年以来建筑施工及市政基础设施投资服务收入占比均达 80% 以上，2019 年占比达 87.63%。公司建筑施工及市政基础设施投资服务营收同比+19.14%至 104.66 亿元，其中轨道交通/市政/房建营收分别为 59.44 亿/28.86 亿/16.35 亿，同比分别

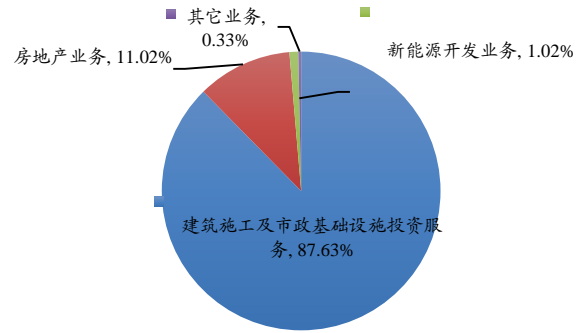
+45.77%/-17.37%/+34.70%。2019 年公司努力发挥优势, 加强市场拓展, 积极开发轨道交通、市政路桥等基础设施和政府重大工程项目, 公司轨道交通项目和房建项目提速明显, 较 2018 年同比增速分别+11.41pp/+65.32 pp; 市政项目经过两年高增长后增速回落。

图表 4 建筑施工及市政基础设施投资服务营收及增速



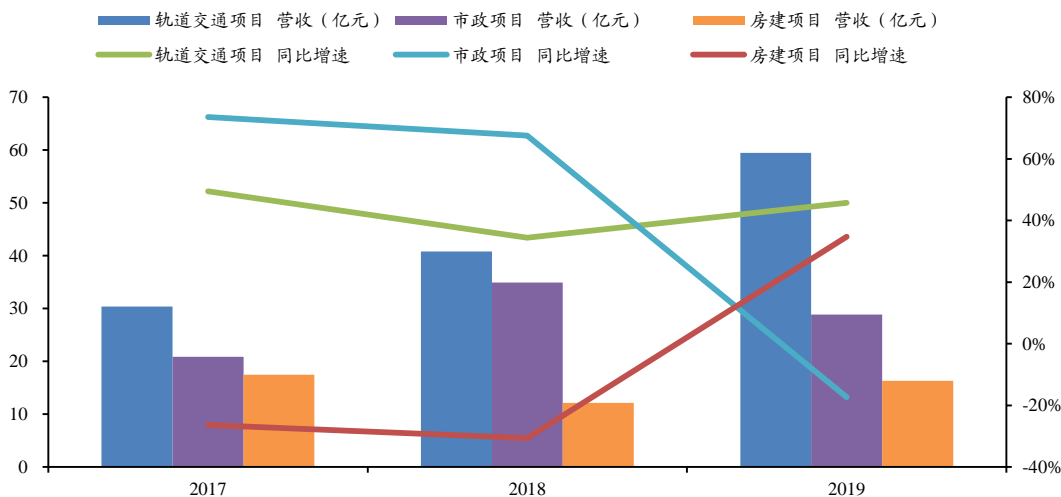
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 5 2019 年公司营收占比



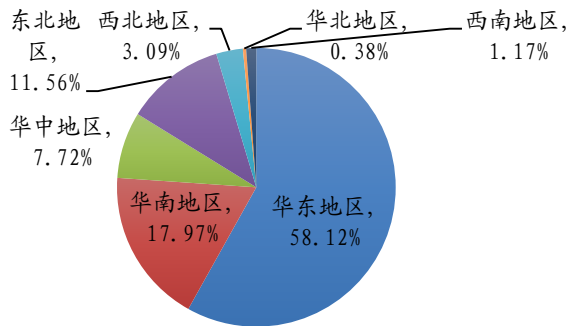
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 6 公司轨道交通项目和房建项目提速明显

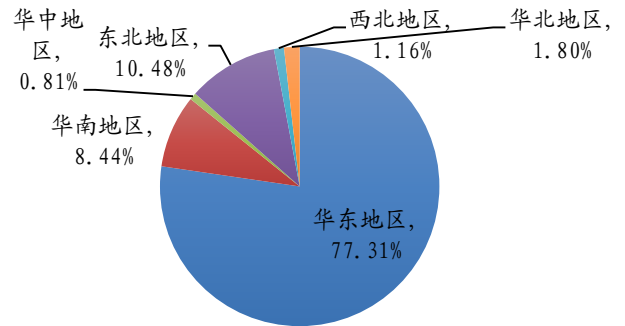


资料来源: 公司公告, 华创证券

公司深耕华东地区轨道交通建设, 在上海先后承建了南北高架、延安路高架、鲁班路立交、徐浦大桥、卢浦大桥、浦东世纪大道、浦东国际机场主进场高架、轨道交通、世博会、虹桥枢纽、青草沙供水、污水治理、远洋大厦等标志性工程项目, 同时面向全国其它地区积极拓展。目前公司轨道交通工程已进入全国 18 个城市, 包括上海、杭州、苏州、南京、武汉、大连、天津、西安、青岛、宁波、广州、南昌、太原、郑州、合肥、金华、石家庄、深圳。近年开发的房地产项目主要分布于东北、华东等地。2019 年公司分区域营收占比分别为: 华东地区 77.31%, 东北地区 10.48%, 华南地区 8.44%, 华北地区 1.80%, 西北地区 1.16%, 华中地区 0.81%。公司以良好的诚信意识、优良的工程质量、领先的技术优势、优质的服务理念获得了社会的广泛认同, 树立了宏润品牌。

**图表 7 2015 年公司营收地区分布**


资料来源：公司公告、华创证券

**图表 8 2019 年公司营收地区分布**


资料来源：公司公告、华创证券

**图表 9 公司主要轨道交通项目**

城市	项目	城市	项目
上海	轨道交通 9 号线 3 期 4 标	杭州	地铁 9 号线一期工程昌达路车辆段施工 1 标段
	轨道交通 15 号线 4 标及 23 标		机场轨道快线土建施工 SGJC-3 标段
	轨道交通 18 号线工程装修安装 4 标	南京	地铁 3 号线 D3-TA-07 标
	轨道交通 9 号线二期 7 标		南京南站至禄口机场城际快速轨道 DJ-TA01-A 标
	轨道交通 10 号线 11 标	苏州	轨道交通 5 号线施工 V-TS-01 标
	轨道交通 11 号线北段二期 11-G-3 标		高新区有轨电车 1 号线延伸线施工总承包 2 标
	轨道交通 12 号线 16 标	宁波	轨道交通 3 号线一期土建工程 TJ3106 标
	轨道交通 11 号线南段 2-1 标		轨道交通 4 号线 TJ4008 标
	轨道交通 12 号线 22 标		轨道交通 5 号线一期 TJ5107 标
	轨道交通 13 号线二期工程 104 标	合肥	轨道交通 4 号线施工总承包 3 标
	轨道交通 17 号线 7 标蟠龙路站	太原	轨道交通 2 号线一期施工 203 标
	轨道交通 18 号线 7 标	西安	地铁 6 号线二期 14 标
杭州	地铁 1 号线	广州	轨道交通 21 号线 17 标
	地铁 2 号线一期工程		轨道交通 7 号线一期西延顺德段 07 标
	地铁 2 号线一期工程 SG2-2 标段	武汉	轨道交通 4 号线一期 1 标
	地铁 3 号线一期 SG3-9 标		轨道交通 4 号线二期 8 标
	地铁 4 号线二期施工总承包标段	西安	地铁一号线 D1TJSG-4 标
	地铁 4 号线二期 SG4-2-2 标	大连	地铁一号线一期 104 标
	地铁 6 号线一期施工 SG6-12 标奥体站	天津	地铁 2 号线
	地铁 7 号线市民中心站	青岛	地铁一期 3 号线 16 标

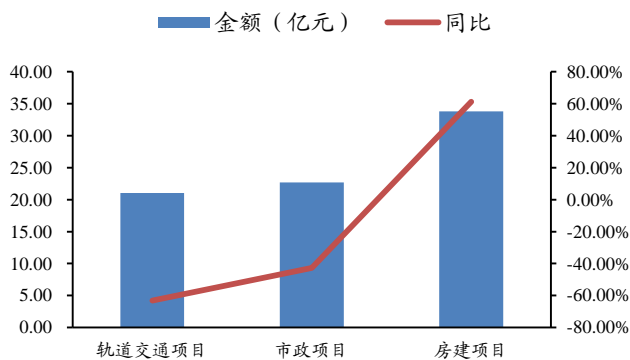
资料来源：公司官网，华创证券

## (二) 订单情况：在手订单充沛，房建项目增幅明显

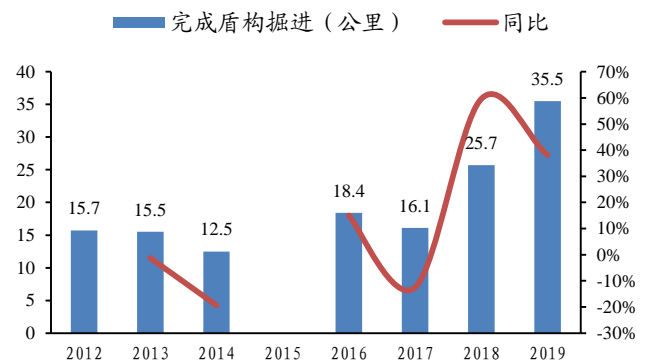
2019 年公司新签合同总金额及新中标工程金额有所下降。2019 年公司累计新签项目 55 项，合计金额 77.56 亿元，同比-34.10%。新签项目中轨道交通项目 14 项，合计金额 21.06 亿元，同比-63.16%；市政项目 22 项，合计金额 22.68

亿元,同比-42.68%;房建项目19项,合计金额33.82亿元,同比+61.24%;公司近两年未新签PPP项目。2019年公司建筑业新中标工程92.94亿元,同比-29.94%。其中轨道交通、市政工程占比63.54%。公司2019完成盾构掘进公里数达到历史新高,同比+38.13%至35.5公里。

受新冠疫情影响,公司无法正常开展业务,2020Q1公司新签项目7项,2020Q1新中标工程25.64亿元,同比+8.14%。**公司在手订单充沛,未来业绩保障强。**截至2020年3月31日,累计已签约未完工合同共110项,总金额同比-8.44%至251.92亿元,为2019年全年营收的2.11倍。2020年公司计划新承接建筑业务138亿元,其中以投资带动的工程业务30亿元。随着各地基建复工情况良好,广义基建固定投资单月增速回正,我们预计公司订单数量会有回升。

**图表 10 2019年房建项目新签合同额增幅明显**


资料来源:公司公告,华创证券

**图表 11 公司完成盾构掘进公里数情况(2012-2019)**


资料来源:公司公告,华创证券 注:2015年数据缺失

**图表 12 2019年公司中标重大工程项目**

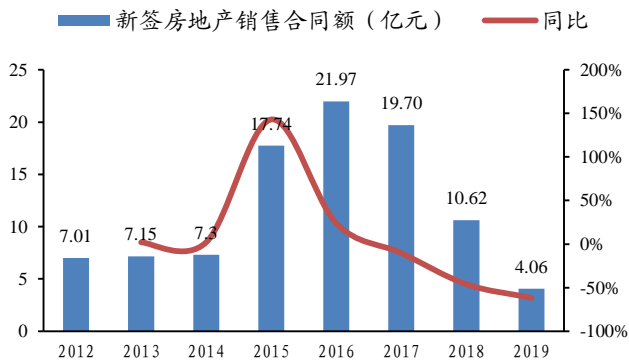
序号	时间	项目名称	项目金额	项目工期
1	2019年1月	宁波市兴宁路(兴宁桥至福明路)综合整治工程II标段项目	1.58亿元	480日历天
2	2019年3月	上海卢湾区第52街坊肇嘉浜路18号地块总承包工程	10.69亿元	1000日历天
3	2019年5月	上海闵行区梅陇镇MHPO-0304单元02-10-01B地块工程	3.19亿元	679日历天
4	2019年6月	杭州地铁9号线一期工程昌达路车辆段施工I标段项目	16.71亿元	487日历天
5	2019年8月	杭州九环路(钱江变-艮山东路)电力隧道工程	1.14亿元	180日历天
6	2019年8月	宁波世纪大道快速路(东明路-永乐路)工程施工II标段项目	4.33亿元	750日历天
7	2019年10月	杭州地铁3号线一期工程土建施工SG3-9-1标段项目	2.16亿元	579日历天
8	2019年10月	杭州机场轨道快线土建施工SGJC-3标段	13.29亿元	1010日历天
9	2019年10月	福州晋安湖项目第1标段施工项目	5.65亿元	540日历天

资料来源:公司公告,华创证券

自2016年起,公司新签房地产新签销售合同额逐年下降。近两年受国家地产调控加码影响,房地产销售合同额降幅较明显,2019年公司房地产新签销售合同额同比-61.77%至4.06亿元。此外,公司青海80兆瓦光伏电站自2014年起陆续并网,一直保持正常运营状态,2019年全年完成发电量13631万度。

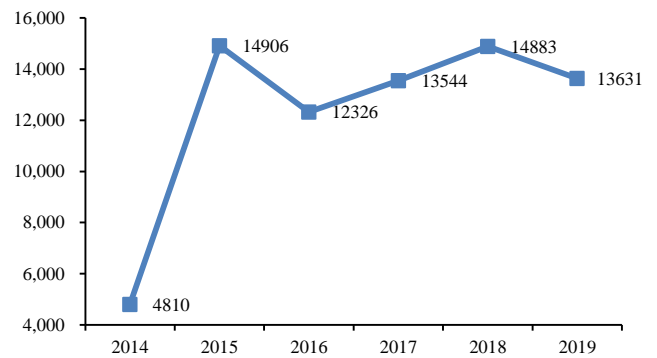


图表 13 公司近年新签房地产销售合同额(亿元)



资料来源:公司公告、华创证券

图表 14 公司青海 80 兆瓦光伏并网电站发电量情况



资料来源:公司公告、华创证券

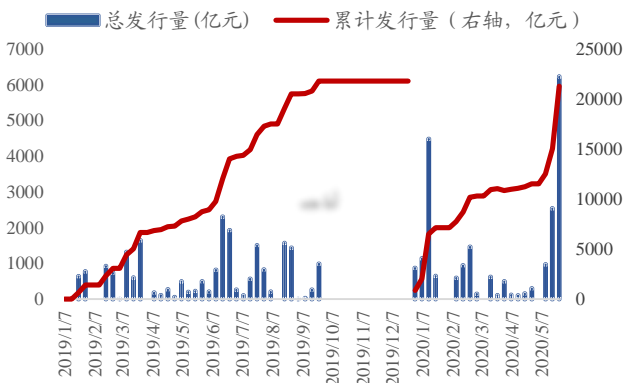
## 二、基建逆周期调控加码, 公司有望受益

### 1、行业资金面持续向好, 广义基建固定投资增速回正

建筑行业资金面持续向好, 专项债支持力度加大。截至 2020 年 5 月 31 日, 全国专项债已发行 2.15 万亿。由于提前下达的 2020 年专项债项目不得包含土储、棚改项目, 所以投向基建的专项债资金比重显著提升, 在已发行的 2.15 万亿中, 约 1.36 万亿用于基建, 占比 65.12%, 主要用于公路铁路、轨道交通、水资源及生态环保项目。同时, 根据央行公布的 4 月金融数据, 2020 年 1-4 月新增社融规模 14.19 万亿元, 同比增长 3.91 万亿元; 4 月新增社融规模 3.09 万亿元, 同比增长 1.42 万亿元。截至 4 月末, 社会融资规模存量为 265.22 万亿元, 同比增长 12.0%。

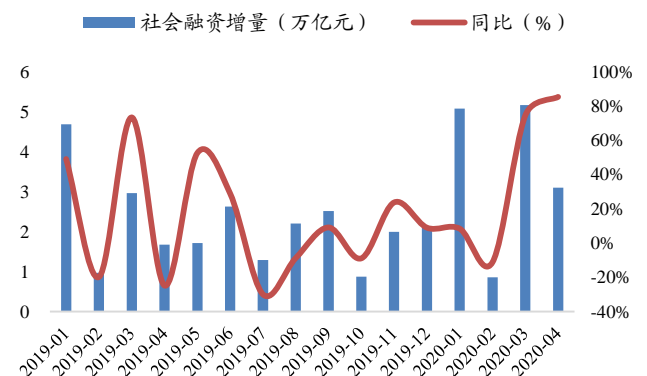
广义基建 4 月单月增速回正至 4.8%, 超 2019 全年增速。截至 2020 年 4 月, 全国固投完成额 13.7 万亿, 累计同比-10.3%, 降幅较上月收窄 5.8pp。分行业看, 广义基建累计下滑 8.8%, 狭义基建(不含电力)累计下滑 11.8%, 降幅各收窄 7.6pp、7.9pp。基建持续发力, 广义基建 4 月单月同比增速由负转正至 4.8%, 较上月提升 12.8pp, 超过 2018、2019 全年广义基建增速(分别为 1.8%、3.3%), 其中交运仓储邮政、水利环境公共各下滑 12.1%、11.2%, 降幅各收窄 8.6pp、7.3pp, 4 月单月同比增速分别+3.1%、+2.2%。电热气水投资提升明显, 累计增速为 7.6%, 较上月提速 5.6pp, 4 月单月同比增速+17.1pp 至 17.3%, 带动广义基建增速回升。细分行业均回归正增长, 一定程度表明基建领域复工复产情况乐观, 基建稳增长效果初显, 上行逻辑清晰。

图表 15 专项债周发行量与累计发行量(亿元)

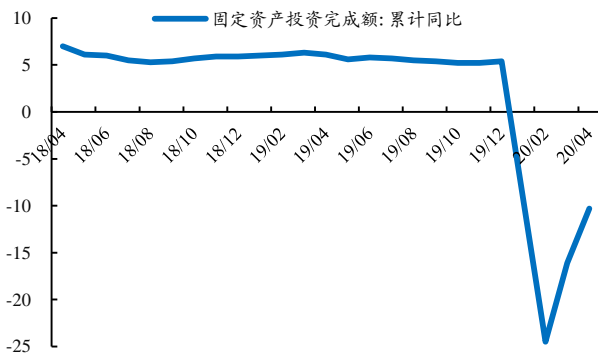


资料来源: Wind、华创证券

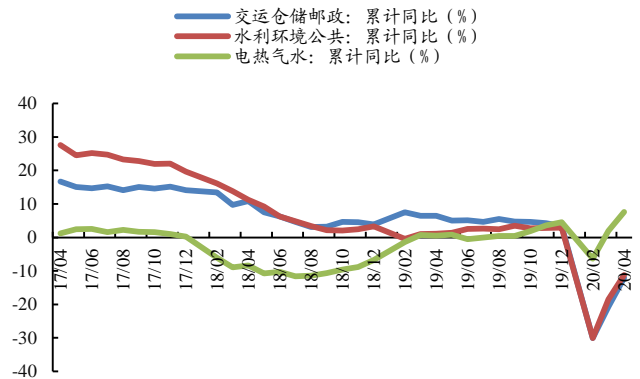
图表 16 2019 年初至今社会融资增量情况



资料来源: Wind、华创证券

**图表 17 固定资产投资完成额累计同比收窄 5.8pp**


资料来源: 国家统计局、华创证券

**图表 18 电力、热力投资带动广义基建增速回升**


资料来源: 国家统计局、华创证券

## 2、浙江轨交建设全面提速，省内龙头有望率先受益

2020年4月17日,《交通强国浙江方案》发布,提出“十大千亿”工程和“百大百亿”工程,总投资超过3.6万亿。其中“十大千亿”工程均为超级交通工程,包括沿海高铁、杭州萧山机场枢纽工程、沪杭甬超级磁浮等10个项目,“百大百亿”工程包括103个项目,涵盖铁路、城市轨交、公路等多种交通运输方式,浙江省内轨道交通建设全面提速。公司作为省内民营轨交建设龙头企业,拥有“双特双甲”资质(市政公用工程施工总承包、建筑工程施工总承包双特级和工程设计市政行业、建筑行业双甲级资质),且近年来轨道交通、公路桥梁、市政高架、地下空间及综合管廊、房屋建筑、生态环保等工程项目的建设业绩丰富,拿单优势显著。同时,公司自2017年以来深化业务转型,基础设施建设与投资业务占收入比重接近90%,根据公司战略计划,未来将以市场为导向开拓布局,发挥轨道交通及地下工程、市政及路桥等业务优势和工程总承包能力,加强基础设施和政府重大项目投资建设承接。在基建领域固定投资持续发力的情况下,公司有望迎来广阔的发展机遇。

**图表 19 浙江省“十大千亿”工程项目**

序号	项目名称	项目体量	总投资	项目细节
1	沿海高铁工程	总里程 520 公里	1300 亿元	由沪嘉甬铁路和甬台温福高铁构成,国家高速铁路网“八纵八横”主骨架之一,全省沿海铁路客运大通道组成部分,支持大湾区建设和长三角一体化。
2	环杭州湾智慧高速公路工程	总里程 450 公里	1000 亿元	新建杭绍甬智慧高速公路,智能化改造沪杭甬高速、杭州湾跨海大桥,实现湾区全域高速公路智能化;近期支持车路协同,远期支持自动驾驶等“未来科技”。
3	杭州萧山机场综合枢纽工程	旅客吞吐能力 1 亿人次	1600 亿元	建设四跑道、四航站楼,集航空、高铁、城市轨道交通、高速公路于一体,构建“一枢两环五轨十连”格局,成为国际枢纽机场,也是我省对外开放的重要门户。
4	千吨级内河航道提升工程	总里程 1600 公里	1200 亿元	长三角地区国家高等级航道网的重要组成部分;全面实施三级航道改造提升工程,实现“市市”通江达海,对推进交通运输结构调整,促进降本增效意义重大。
5	杭州都市圈环线工程	总里程 380 公里	1500 亿元	由杭州第二绕城高速公路和杭州中环两大环线组成,连接杭州西站、萧山机场、萧山南站等大型交通枢纽;对拓展杭州都市圈发展空间、提升城市发展能级意义重大。

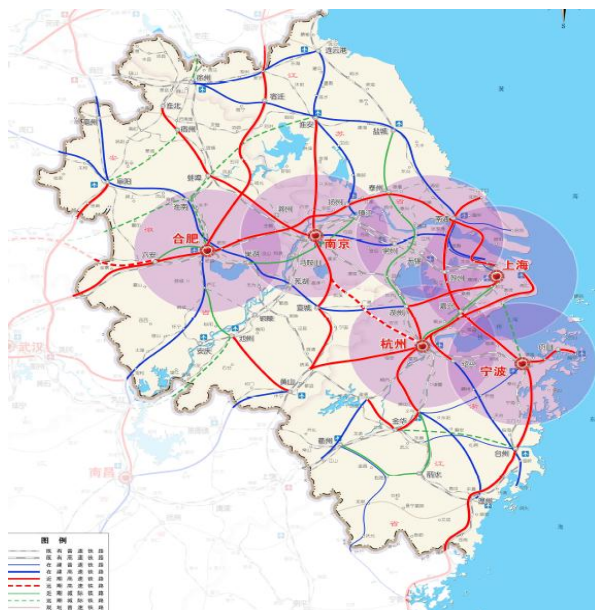
序号	项目名称	项目体量	总投资	项目细节
6	洋山港区整体开发工程	4000 万标箱集装箱吞吐能力	1000 亿元	上海国际航运中心建设核心，是未来长三角港口一体化建设的新空间、新标杆；对我国参与全球战略资源配置，提升国家综合竞争力意义重大。
7	宁波西综合枢纽工程	旅客吞吐能力 6000 万人次	1000 亿元	建设三跑道，是空铁轨一体化的大型综合枢纽，是宁波对外交通的重要门户，也是国家综合交通枢纽新标杆。
8	沪杭超级磁浮工程		1000 亿元	著述现代双城记，时速超 600 公里的速度与激情，改变时空格局，支撑大湾区同城化通勤。
9	沪甬跨海大通道工程	总里程 70 公里	1000 亿元	公铁合建，是国家沿海大通道的重要组成部分，是长三角区域一体化世纪性、标志性工程。
10	沪舟甬跨海大通道工程	总里程 160 公里	1000 亿元	公铁合建，连接世界最大港口群，是国家沿海运输大通道的组成部分；对打造对外开放桥头堡，实现上海、浙江自由贸易港融合发展具有重要意义。

资料来源：《浙江省关于深入贯彻〈交通强国建设纲要〉建设高水平交通强省的实施意见》，华创证券

### 3、长江三角洲基建继续加码，轨道交通发展空间广阔

2020 年 4 月 27 日，国家发展改革委、交通运输部印发《长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划》。根据《规划》，到 2025 年，加快构建长三角地区现代化综合交通运输体系。目标包括：一体化交通基础设施网络总体形成，基本建成“轨道上的长三角”，铁路密度达到 507 公里/万平方公里，高速公路密度达到 500 公里/万平方公里等。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、杭州地铁 9 号线一期工程昌达路车辆段施工 I 标段、杭州地铁 3 号线一期工程土建施工 SG3-9-1 标段等多个轨道交通项目。截止 2020 年 3 月 31 日，公司已签约未完工轨道交通项目共 34 个，金额达 102.91 亿元，约为 2019 年轨道交通业务营收的 1.73 倍，在手订单充足。我们认为随着《规划》的提出，长三角地区轨道交通项目将会进入密集批复和建设期，公司今后几年的轨道交通订单增速有望进一步提升，看好公司未来轨道交通业务的营收情况。

图表 20 长三角地区轨道交通网规划示意图



资料来源：国家发改委、交通运输部《长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划》，华创证券

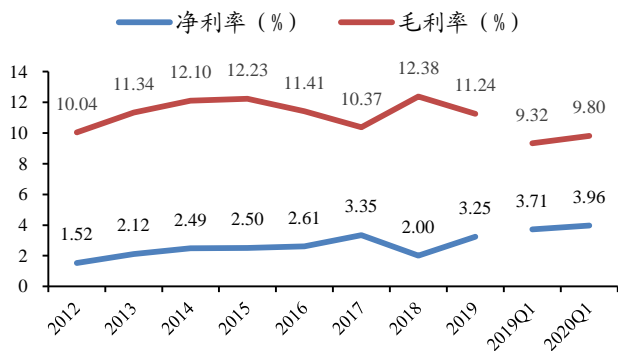
### 三、财务分析：各项财务指标良好，未来成长可期

#### 1、盈利能力稳定，期间费用率稳定

1) 公司近几年毛利率整体处于稳定，基本保持在 10% 以上。2019 年公司毛利率略有下滑，同比-1.14pp 至 11.24%；净利率回升，同比+1.25pp 至 3.25%，主要系公司费率降低。2020Q1 公司毛利率和净利率均有提升，同比分别+0.48pp、+0.25pp。

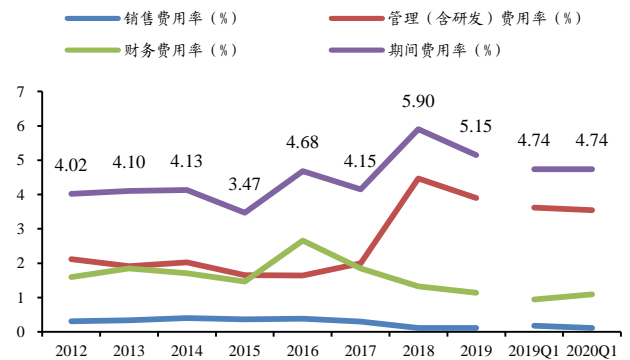
2) 公司销售费用率保持平稳，加大研发费用投入。公司 2019 年期间费用率同比-0.75pp 至 5.15%。主要系财务费用率及管理（含研发）费用率降低。公司坚持创新驱动发展，成绩显著，自 2018 年之后继续加大研发投入，实现国家科学技术奖“零的突破”，同时省级博士后工作站申报成功。2020Q1 公司期间费率与去年同期相比保持稳定。

图表 21 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 公司期间费用率情况

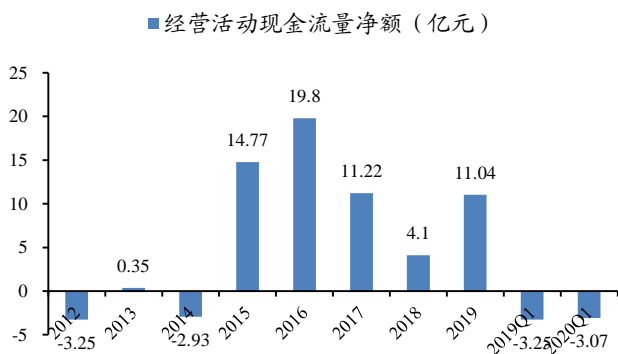


资料来源：公司公告，华创证券

#### 2、现金流改善明显，资产负债率维持高位

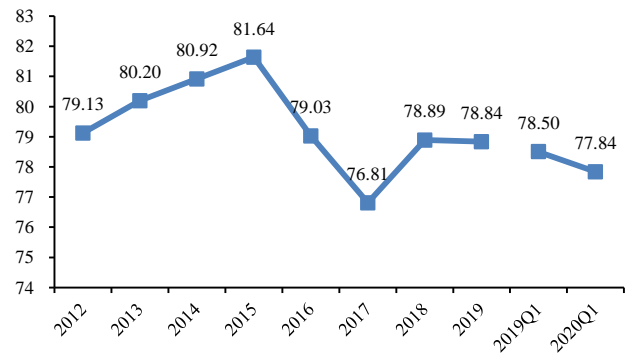
公司现金流情况大幅改善。2019 年公司经营性现金流量净额同比多流入 6.94 亿元，达到 11.04 亿元，每股现金流为 1.00 元，同比+169.23%。现金流好转的主要原因是公司着力资金管理筹划，有效提升了重大单体项目自身资金周转效率。公司资产负债率维持高位，2019 年略有改善，下降 0.05 个 pp 至 78.84%，2020Q1 同比-0.66pp 至 77.84%。

图表 23 公司现金流情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 公司资产负债率情况



资料来源：公司公告，华创证券

#### 四、盈利预测及投资评级

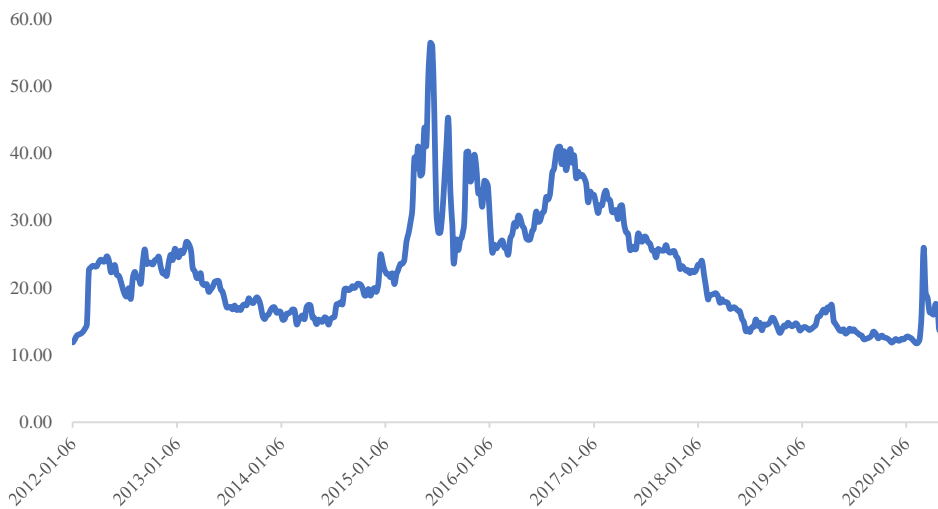
受益于专项债加速发行及基建逆周期调控加码政策红利，公司作为区域性和省级轨道交通建设龙头竞争优势明显，公司资质完备，在手订单充足，看好公司未来成长性。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 各为 0.35、0.39 元、0.43 元/股，对应 PE 为 13x、12x、11x。逆周期持续加码基建，公司作为区域性轨道交通基建龙头，估值和业绩均有望受益，参考 2018 年至今的平均估值水平（15.08x），给予公司 2020 年 15 倍估值，对应目标价 5.27 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 25 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	11,943	13,293	14,729	16,231
同比增速(%)	20.8%	11.3%	10.8%	10.2%
归母净利润(百万)	351	387	428	472
同比增速(%)	16.8%	10.4%	10.5%	10.2%
每股盈利(元)	0.32	0.35	0.39	0.43
市盈率(倍)	14	13	12	11
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源：Wind、华创证券预测

图表 26 公司历史 PE (TTM)



资料来源：Wind、华创证券

#### 五、风险提示

疫情扩散超预期、基建投资增速不达预期、地产调控超预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,874	3,193	3,850	4,397
应收票据	0	27	0	0
应收账款	1,225	979	964	930
预付账款	14	16	18	20
存货	7,442	8,220	8,842	9,607
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	546	592	642	693
流动资产合计	12,101	13,027	14,316	15,647
其他长期投资	1,283	1,428	1,583	1,744
长期股权投资	868	868	868	868
固定资产	1,247	1,170	1,171	1,167
在建工程	5	25	28	23
无形资产	28	25	23	21
其他非流动资产	200	188	176	168
非流动资产合计	3,631	3,704	3,849	3,991
<b>资产合计</b>	<b>15,732</b>	<b>16,731</b>	<b>18,165</b>	<b>19,638</b>
短期借款	2,370	2,385	2,456	2,494
应付票据	144	161	179	197
应付账款	5,832	6,541	7,263	8,010
预收款项	1,199	1,335	1,479	1,630
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	479	479	479	479
一年内到期的非流动负债	586	586	586	586
其他流动负债	287	387	490	594
流动负债合计	10,897	11,874	12,932	13,990
长期借款	1,234	1,199	1,165	1,131
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	273	7	7	7
非流动负债合计	1,507	1,206	1,172	1,138
<b>负债合计</b>	<b>12,404</b>	<b>13,080</b>	<b>14,104</b>	<b>15,128</b>
归属母公司所有者权益	3,222	3,511	3,884	4,292
少数股东权益	106	140	177	218
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,328</b>	<b>3,651</b>	<b>4,061</b>	<b>4,510</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,732</b>	<b>16,731</b>	<b>18,165</b>	<b>19,638</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,104</b>	<b>971</b>	<b>999</b>	<b>926</b>
现金收益	716	756	785	833
存货影响	-242	-778	-622	-765
经营性应收影响	-585	237	55	48
经营性应付影响	880	862	885	916
其他影响	334	-106	-103	-105
<b>投资活动现金流</b>	<b>-419</b>	<b>-130</b>	<b>-179</b>	<b>-166</b>
资本支出	-203	-143	-190	-174
股权投资	-170	0	0	0
其他长期资产变化	-46	13	11	8
<b>融资活动现金流</b>	<b>-344</b>	<b>-522</b>	<b>-163</b>	<b>-213</b>
借款增加	10	-19	36	4
股利及利息支付	-316	-283	-295	-298
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-38	-220	96	81

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>11,943</b>	<b>13,293</b>	<b>14,729</b>	<b>16,231</b>
营业成本	10,601	11,889	13,203	14,560
税金及附加	138	154	162	179
销售费用	13	13	15	16
管理费用	134	133	147	162
研发费用	332	399	442	487
财务费用	136	132	131	134
信用减值损失	-43	-30	-30	-30
资产减值损失	-26	-20	-15	-15
公允价值变动收益	3	3	3	3
投资收益	-3	35	35	35
其他收益	3	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>524</b>	<b>567</b>	<b>628</b>	<b>692</b>
营业外收入	1	6	5	5
营业外支出	2	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>523</b>	<b>568</b>	<b>628</b>	<b>692</b>
所得税	135	147	163	179
<b>净利润</b>	<b>388</b>	<b>421</b>	<b>465</b>	<b>513</b>
少数股东损益	37	34	37	41
<b>归属母公司净利润</b>	<b>351</b>	<b>387</b>	<b>428</b>	<b>472</b>
NOPLAT	489	519	562	612
EPS(摊薄) (元)	0.32	0.35	0.39	0.43

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	20.8%	11.3%	10.8%	10.2%
EBIT 增长率	53.8%	6.2%	8.4%	8.8%
归母净利润增长率	16.8%	10.4%	10.5%	10.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.2%	10.6%	10.4%	10.3%
净利率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
ROE	10.5%	10.6%	10.5%	10.5%
ROIC	10.8%	11.4%	11.6%	11.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.8%	78.2%	77.6%	77.0%
债务权益比	134.1%	114.4%	103.8%	93.5%
流动比率	111.0%	109.7%	110.7%	111.8%
速动比率	42.8%	40.5%	42.3%	43.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	27	30	24	21
应付账款周转天数	176	187	188	189
存货周转天数	249	237	233	228
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.32	0.35	0.39	0.43
每股经营现金流	1.00	0.88	0.91	0.84
每股净资产	2.92	3.18	3.52	3.89
<b>估值比率</b>				
P/E	14	13	12	11
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	16	15	14	13

## 建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500