

2023年03月01日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 转型成效初显，订单爆发奠定业绩基础

## —浦东建设（600284.SH）公司深度报告

买入(维持)

投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002

huangjw@cfsc.com.cn

联系人：华潇 S1050122110013

huaxiao@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-03-01

当前股价(元)	7.31
总市值(亿元)	71
总股本(百万股)	970
流通股本(百万股)	970
52周价格范围(元)	5.86-8.95
日均成交额(百万元)	160.65

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《浦东建设（600284）：Q3业绩如期修复，订单高增提升2023年业绩增长确定性》2022-10-30
- 2、《浦东建设（600284）：转型成效初显，政策红利可期》2022-09-26

### 浦东基建排头兵，核心竞争优势明显

上海浦东建设股份有限公司成立于1998年，是以城市基建投资、工程建设为主业的区域龙头国企。1) 公司系浦东发展集团下属唯一建筑施工上市公司，股东背景实力雄厚；2) 公司主营业务明确，建筑工程施工业务近五年来营收占比在90%以上，目前公司正转型“科技型全产业链基建业务运营商”，探索全产业链战略转型提升盈利能力；3) 公司盈利能力较强，2022Q3毛利率净利率分别为7.51%/4.85%，净利率高于行业平均(-2.76%)；资产负债率处于合理区间，现金流状况良好，资产负债率为71.14%，账面货币资金为28.16亿、交易性金融资产47.19亿；再融资能力较强，上市以来直接融资额度达到112.50亿，银行授信额度达到152.95亿，目前尚有129.52亿未使用，资金链断裂风险低，抗风险能力强；4) 2022年公司中标项目金额达到167.88亿，同比增长9%，新签订单为168.21亿，同比增长17%，订单稳定增长反映了公司较强的抗风险能力和持续成长力。

### 经济稳增长发力，基建行业拐点显现

2022年国内经济增长放缓，出口、消费恢复乏力，基础设施投资成为经济增长重要动力来源：1) 政策端：稳增长政策密集出台，基建投资逆周期发力；2) 资金端：专项债发力，2022年全国累计发行专项债5.12万亿，2019-2022GAGR达到25.53%；3) 市场端：行业龙头订单猛增，行业拐点显现。且2023年上海投资有望加速，我们预计将有超过2000亿基建投资增量释放。

### 长三角一体化释放行业中长期红利，前瞻布局下公司有望充分受益

疫情影响消退+稳增长将加速长三角一体化进程，公司面临长期发展机遇。1) “基础设施互联互通”政策指引将催生长三角大量基建投资，未来行业面临增量；2) 目前长三角地区建筑业外向程度较低，区域一体化加速将会激励企业“走出去”，从而提高经营效益；3) 丰富的项目资源为建筑企业提供充足空间，据不完全统计，十四五期间，仅安徽省实施长三角一体化发展规划“十四五”重大项目626个，总投资约2.67万亿元，江浙皖沪总体规划投资总额逾16万亿元，中长期发展空间广阔；4) 公司在长三角建筑行业具备优势，具备丰富项目建设经验，积累了一定知名度与客户资源，目前已在常州、无锡等市承接多个项目，我们认为长三角一体化战略将在中长期维度为公司提供重要发展机遇。

## ■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 128.45、176.63、230.96 亿元，EPS 分别为 0.67、0.95、1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 10.9、7.7、5.6 倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

1) 不可控因素带来的经济下行风险；2) 基建投资不及预期；3) 疫情影响公司回款风险加大；4) 公司转型不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	11,395	12,845	17,663	23,096
增长率 (%)	36.0%	12.7%	37.5%	30.8%
归母净利润 (百万元)	535	653	925	1,277
增长率 (%)	20.3%	22.1%	41.6%	38.0%
摊薄每股收益 (元)	0.55	0.67	0.95	1.32
ROE (%)	7.7%	9.1%	12.3%	15.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 浦东基建排头兵，业务转型打开新空间.....	5
1.1、 施工工程为主业的综合投资建设商，浦东新区基建排头兵 .....	5
1.2、 大股东实力雄厚，管理层产业背景强 .....	6
1.3、 业务结构：建筑工程施工贡献主要营收，转型成效初步显现.....	8
1.4、 近年营利稳定增长，2022 年业绩仍有望逆势增长.....	10
1.5、 资质、研发、资金三大核心优势构筑竞争壁垒 .....	13
2、 经济承压，稳增长促基建行业拐点显现.....	17
2.1、 经济大盘持续受压，稳增长任务艰巨 .....	17
2.2、 基建投资逆周期发力，行业回暖景气度提升 .....	18
2.3、 预期目标坚定，上海打开基建投资规模空间 .....	20
2.4、 承接区域基建红利，订单量增奠定公司未来业绩基础 .....	21
3、 长三角一体化释放行业中长期红利，前瞻布局下公司有望充分受益.....	22
3.1、 一体化要求“基础设施互联互通”，催生行业需求增量 .....	22
3.2、 一体化进程加速，激励企业“走出去”、提升行业经济效率.....	23
3.3、 地方规划已密集出台，丰富项目资源为行业提供广阔发展空间.....	24
3.4、 前瞻布局+强竞争力，公司可抓长三角一体化机遇 .....	25
4、 盈利预测评级.....	26
5、 风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构图 .....	7
图表 3：浦发集团七家主要子公司 .....	7
图表 4：公司涉足五大业务领域 .....	8
图表 5：公司营收结构.....	9
图表 6：PPP 和 BT 项目投资收益对业绩贡献愈发显著.....	9
图表 7：公司一体两翼转型架构 .....	9
图表 8：投资浦东机场通道项目 .....	10
图表 9：设计浦东市民中心项目 .....	10
图表 10：“Top 芯联”园区项目 .....	10
图表 11：德勤园区航拍图 .....	10
图表 12：公司营收和归母净利润稳步增长 .....	11
图表 13：公司毛利率、归母净利率于 2012 年达到历史顶点 .....	11
图表 14：公司 2022Q3 毛利率逆势上升 .....	11
图表 15：施工工程项目为公司主要营收来源 .....	12
图表 16：公司主要财务指标领先同业 .....	12

图表 17: 2022 年前三季度, 公司人均产值在同业竞争者二倍以上.....	13
图表 18: 2021 年公司人均薪酬位居同业前列.....	13
图表 19: 浦东建设各类建设资质齐全, 可覆盖业务范围广.....	13
图表 20: 公司本科及以上学历员工占比 80.3%.....	14
图表 21: 近三年公司研发费用增长迅猛.....	14
图表 22: 公司承建浦东新区及周边地区多项基建、房建等重要工程.....	14
图表 23: 公司资金状况良好.....	15
图表 24: 公司直接融资路径多样.....	16
图表 25: 间接融资方面, 公司银行授信额度充沛.....	16
图表 26: 全国累积确诊新冠病例.....	17
图表 27: 全国 GDP 同比增速.....	17
图表 28: 目前全国失业率处于较高水平.....	17
图表 29: 出口、消费、投资累计同比.....	18
图表 30: 近期基建政策梳理.....	18
图表 31: 2022 年专项债发行进度较快.....	19
图表 32: 2022 年地方专项债发行规模超过五万亿.....	19
图表 33: 浦东新区 23 年基建投资规模测算 (方法一).....	20
图表 34: 浦东新区 23 年基建投资规模测算 (方法二).....	21
图表 35: 2022 年公司订单规模增速较快.....	21
图表 36: 《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》提出建设一批基础设施互联互通项目.....	22
图表 37: 长三角一体化发展指数迅速提高.....	23
图表 38: 相较京津冀地区, 长三角地区建筑业外向度偏低.....	23
图表 39: 三省一市“十四五”期间和 2022 年规划项目.....	24
图表 40: 公司中标的部分市外重大工程项目.....	25

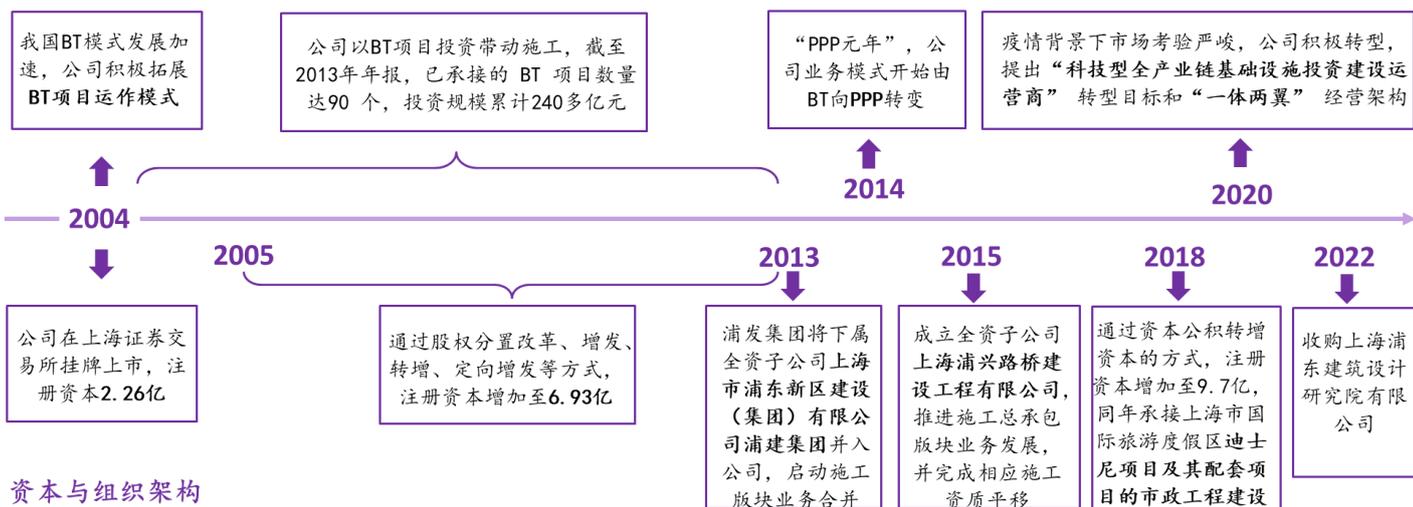
# 1、浦东基建排头兵，业务转型打开新空间

## 1.1、施工工程为主业的综合投资建设商，浦东新区基建排头兵

上海浦东建设股份有限公司（简称“浦东建设”）成立于1998年，2004年在上海证券交易所挂牌上市，历经24年发展，现已成为一家以城市基础设施投融资为龙头，工程建设为主业，集工程投资、管理、研发、施工、测试、养护、沥青混合料供应、环保产品供应、绿化工程为一体的综合型投资建设商。作为浦东国资领域内唯一一家以工程施工为主业的上市公司，公司跟随浦东开发开放历史洪流一路成长，承担了浦东新区大量基建、房建等重要工程，为浦东新区基建市场排头兵；在“立足浦东，辐射长三角”战略引领下，公司积极向周边拓展业务，项目遍及上海、江苏、浙江、安徽等省市。

图表 1：公司发展历程

### 战略与业务



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

上市以来，公司发展历程可分为三个阶段：

**2004-2013年：**以BT项目投资带动施工，由传统施工企业向集成化投资建设商转型。2004年，国务院颁布《国务院关于投资体制改革的决定》（国发[2004]年20号），规定“放宽社会资本的投资领域，允许社会资本进入法律法规未禁入的基础设施、公用事业及其他行业和领域”，在政策刺激下，BT模式快速发展。公司抓住BT发展机遇，于2004年提出“通过BT和BOT的规范运作，在稳步扩大市场份额的同时，强化资金和经营风险控制”，充分发挥上市后的投融资优势，积极拓展BT项目运作模式，通过以BT项目投资带动施工突破单纯施工的经营模式，成功向投资建设商转型，多样化的利润来源和构成使得公司综合回报率长期高于行业平均水平。据统计，公司在此阶段累计承接BT项目数量90余个，投资规模达240多亿元，形成了较为成熟的项目运作模式，公司在该业务领域的持续扩张。

**2014-2019年：**BT降温，发展PPP模式继续成长。2012年底，四部委联合发“463号文”限制BT模式的应用；2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》

（简称“43号文”）明确指出规范的地方政府基础设施建设投融资模式仅限于政府发债和PPP模式等形式，同年年底，财政部和发改委相继推出PPP操作模式与合同指南；2015年5月，国务院转发财政部、发改委、人民银行三部门联合发布《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》，推动PPP加速发展。在此背景下，公司长期经营的长三角地区市政工程BT项目投资量缩减，此外，“新常态”背景下，全国基础设施投资增速持续下滑，基础设施投资项目数量相应减少，2015年公司主营业务区域（上海市浦东新区）的基础设施投资在经历世博会、迪士尼的建设高峰后也处于相对低谷。**种种不利因素叠加下，公司及时顺应国家推广的PPP业务模式，加快由BT向PPP转变，2015年提出实现由“投融资+施工”向“设计+投融资+施工+运营”的综合基础设施全产业链发展转型；**此后承接了浙江山水六旗基础设施配套PPP项目、海盐县山水六期基础设施配套工程PPP项目、杨高路（世纪大道-浦建路）—PPP项目等多个项目，2020年PPP项目投资收益达到4059.72万元。

**2020年-至今：向上下游产业链延伸，加快转型探索新领域。**2020年，在中美贸易冲突及新冠疫情内外冲击背景下，国内固定资产投资受到影响，建筑业投资增速有所下降，市场竞争激烈。在严峻的市场考验下，公司积极探索转型，于2020年十三五战略规划收官之际启动新一轮战略规划与行动方案修编工作，提出“**科技型全产业链基础设施投资建设运营商**”战略转型目标和“**一体两翼**”（“**一体**”为施工主业，“**两翼**”为科技+金融）的经营架构，意在进一步扩大公司在基础设施生命周期全过程中的运作空间，发展附加价值更高的上下游产业链和高端价值链业务。同年，公司还提出未来将强化产业协同，提升基础设施投资建设主业，同时积极开拓公共服务、资源环境、生态环保建设、区域片区开发等新领域。2022年3月3日，公司披露《关于收购上海浦东建筑设计研究院有限公司股权的公告》，标志着公司向科技型全产业链基础设施投资建设运营商战略转型升级迈出了坚实一步。

## 1.2、大股东实力雄厚，管理层产业背景强

**浦东新区国资委实际控制**，上海浦东发展（集团）有限公司（简称“浦发集团”）作为公司第一大股东，与其全资子公司上海浦东投资经营有限公司合计持有公司37%的股份。浦发集团由浦东新区国资委持有100%股权，后者为公司实际控制人。**公司管理层履历丰富**，董事长杨明曾在上海浦东发展集团财务有限责任公司任职，董事邱畅、陈怡、朱音分别曾任上海浦东工程建设管理有限公司总经理、浦东新区国资委规划发展处（研究室）副处长、海浦城热电能源有限公司财务总监，产业背景较强。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究

浦发集团背景强大、实力雄厚，浦东建设为集团体系中重要的建筑公司，可充分受益集团资源。浦发集团是浦东新区下属的大型国有集团公司之一，为浦东新区重点工程和重大项目市场化运作的投资、建设和管理主体，以及浦东新区国有资产的主要经营管理者。一方面，浦东新区政府在资金、土地资源、项目资源等诸多方面给予浦发集团大力支持；另一方面，作为浦东新区国资委下属全资子公司，浦发集团在浦东新区基础设施建设领域拥有核心龙头地位，与区域外的企业相比，在对区内项目的竞争中具有先天的地缘优势，与区域内的企业相比，作为区域内最大的基础设施建设企业，拥有较高资质水平。集团成立 15 年来承建了浦东新区绝大多数重点市政工程项目，先后承担 520 余项上海市和浦东新区重点工程的建设管理任务。浦东建设是浦发集团旗下唯一的上市公司，也是集团七家主要子公司中唯一以建筑工程施工为主营业务的企业，集团雄厚的实力为公司在资金、项目资源等方面提供了充足保障。

图表 3：浦发集团七家主要子公司

子公司名称	主要营业收入板块	持股比例
上海浦东建设股份有限公司	基础设施项目投资、建筑工程施工、沥青砼及相关产品生产销售及环保业务	37%
上海浦东发展集团财务有限责任公司	利息收入、委托贷款手续费收入、咨询收入	100%
上海浦东国有资产投资管理有限公司	商铺、办公楼出租收入	100%
上海浦东新区房地产(集团)有限公司	房地产开发业务、租赁业务、物业经营业务、贸易业务	100%
上海浦东投资经营有限公司	高尔夫相关业务、别墅出租、物业管理	100%
上海南汇发展(集团)有限公司	商品房销售收入、工程施工收入、验车服务、港口运营、	100%

风电项目、租赁服务、房屋租赁收入

上海浦东环保发展有限公司

环保业务

100%

资料来源：浦发集团债券募集说明书，华鑫证券研究

### 1.3、业务结构：建筑工程施工贡献主要营收，转型成效初步显现

近年来，公司在保证传统建筑工程施工主业竞争力的同时，逐步转变为市政基础设施“投资建设商”并拓展多元业务，盈利结构也从单一的施工利润转变为投资利润、施工利润等多样化结构模式。目前公司主要业务包括建筑工程施工、基础设施项目投资、园区开发、沥青砼及相关产品生产销售、环保业务五个部分。

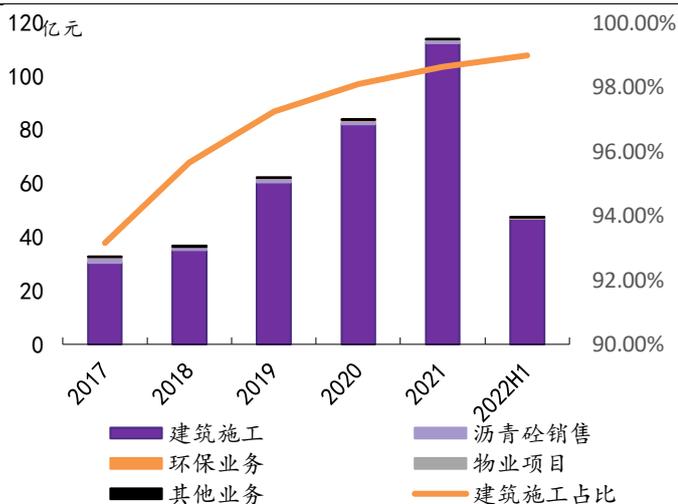
图表 4：公司涉足五大业务领域

业务名称	业务特点或发展情况
建筑工程施工业务	<p>1) <b>专业资质过硬</b>：全资子公司浦东路桥和浦建集团具备公路、水利、环保等多领域的工程承包专业资质。</p> <p>2) <b>技术能力强</b>：公司沥青路面摊铺施工技术能力在业界具有较高的知名度，承建的项目曾多次获得“中国市政金杯示范工程奖”、“国家优质工程奖”等奖项。</p>
基础设施项目投资业务	<p><b>合作方政府财政实力强</b>：公司运作的基础设施投资项目目前主要集中于长三角等经济发达地区，合作的各级地方政府均具有较为雄厚的财政实力，保证了公司投资项目收益来源的持续稳健。</p>
园区开发业务 (商业办公地产和产业园区开发、运营)	<p>1) <b>与施工主业协同</b>：园区开发与运营方面，公司可通过施工主业优势和业务资源，提高项目开发水平。</p> <p>2) <b>“基金+基地”产业园区运营模式</b>：公司通过参与投资科创基金，打通“基金+基地”的产业园区运营模式，获得资产运营和产业投资的双重收益。</p>
沥青砼及相关产品生产销售业务	<p>1) <b>产业链完善</b>：公司全资沥青材料构建了完备的“自主研发技术—沥青生产—沥青销售”的路用沥青产业链。</p> <p>2) <b>资质过硬</b>：沥青材料具有上海市路基材料行业资质审查领导小组办公室核准的沥青混合料生产一级资质，技术处于业界领先水平。</p>
环保业务 (生活垃圾焚烧产生的飞灰等废弃物的运输业务)	<p><b>盈利能力强</b>：该业务毛利率在公司几类业务中相对较高，2022H1 达 14.85%；但目前贡献营收占比仍相对较低。</p>

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

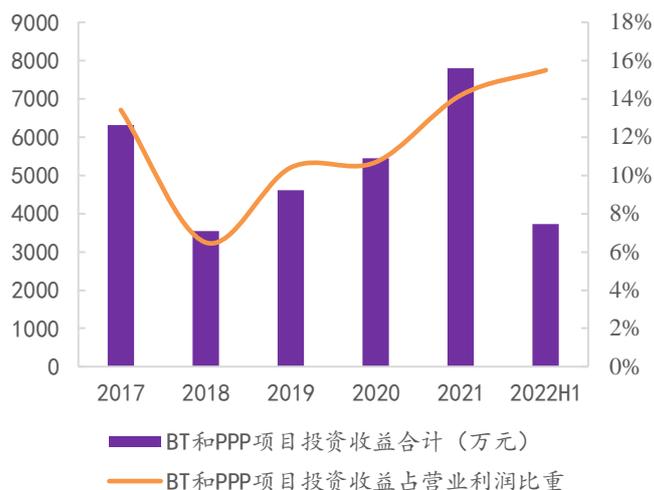
建筑工程施工业务为公司营收主要来源，近五年来营收占比始终在 90%以上且逐年提高，2022H1 年贡献营收 46.81 亿元，占比高达 98.98%，其主业地位保持稳固。基础设施项目投资业务，一方面可间接拉动传统施工业务的增长，提升施工收益；另一方面 PPP 和 BT 项目可直接带来丰厚的投资收益，进一步提升公司盈利水平。近三年内，PPP 和 BT 项目投资收益的绝对水平和占营业利润比重均呈现稳定上升态势，2022H1 达 3730.36 万元，占营业利润比重为 15.50%，该部分业务对业绩的贡献愈发显著。

图表 5: 公司营收结构



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 6: PPP 和 BT 项目投资收益对业绩贡献愈发显著



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

目前公司正转型“科技型全产业链基建业务运营商”。建筑行业准入门槛较低，市场竞争激烈，行业企业毛利率水平处于较低状态。为了提升公司盈利能力，公司积极进行战略转型调整，向全产业链业务拓展，实施投融资、施工管理一体化的商业运作模式，设计、施工、投资、园区运营各业务板块彼此融合互动，进而实现主业升级突破，公司盈利结构模式持续优化。

图表 7: 公司一体两翼转型架构



资料来源: 公司 2021 年度社会责任书, 华鑫证券

全产业链投资+建设转型，EPC 业务拓展能力提升。公司已实现从传统的施工企业向市政基础设施“投资建设商”的转变，在深耕施工主营业务的同时，发挥公司强大的资金实力，大力投资快速路、骨干路以及高等级公路的建设，累积投资规模超 350 亿元。此外，公司向上游工程设计业务延伸，收购浦东建筑设计院，并设立全资子公司上海浦绘，以项目策划和规划设计切入市场高端开发模式，有利于实现设计、采购、施工三个环节的叠加盈利，提升公司以 EPC 为代表的工程总承包能力。全产业链业务的战略转型加深了公司在建筑企业领域的护城河，有利于公司在更广阔的业务领域开疆拓土，稳固行业市场地位。

图表 8：投资浦东机场通道项目



资料来源：公司官网、华鑫证券研究

图表 9：设计浦东市民中心项目



资料来源：公司官网、华鑫证券研究

**园区运营商转型，BIM 赋能数字化管理。**2019 年中，由公司负责开发、运营的德勤园正式开园，标志着公司完成由产业园区建设向产业园区开发、运营延伸转变。同时，公司介入张江科创股权投资基金，打通“基金+基地”的产业园区运营模式，实现投资运营双收益。目前，公司首个商办类开发项目“Top 芯联”建面 14.2 万方，定位高档次甲级办公楼及配套商业设施，拉动了项目开发与工程施工融合发展，进一步加快公司“投资+建设+运营”多领域多环节模式转型节奏。

图表 10：“Top 芯联”园区项目



资料来源：公司 2021 年度社会责任书，华鑫证券研究

图表 11：德勤园区航拍图

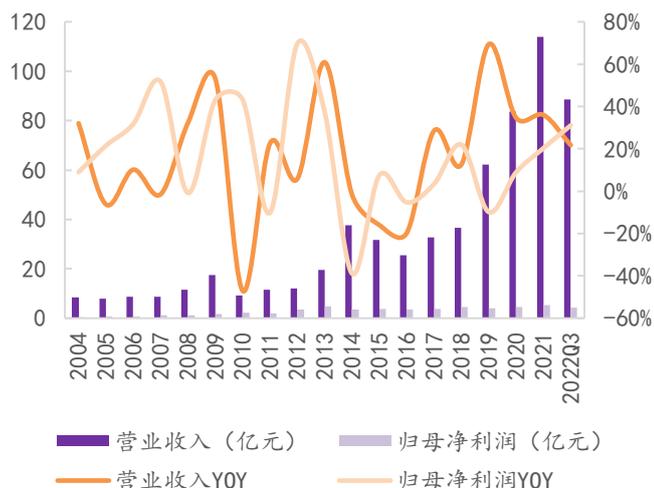


资料来源：公司 2019 年度社会责任书，华鑫证券研究

## 1.4、近年营利稳定增长，2022 年业绩仍有望逆势增长

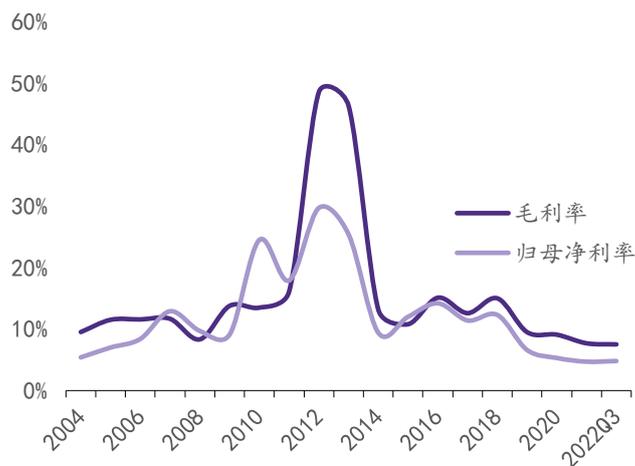
公司 2004-2021 营收/归母净利润分别由 8.5/0.46 亿元增至 113.9/5.35 亿元，上市 17 年内 CAGR 分别为 16.5%/15.5%，增长较稳定；同期，公司归母净利率/毛利率先升后降，2012 年在 BT 项目繁荣背景下，公司归母净利率/毛利率分别达历史最高点 29.7%/48.5%，此后政府对 BT 模式进行限制并大力推广 PPP 模式，公司适应风向及时转型，BT 业务规模逐渐下降，PPP 业务规模上升，毛利率也因此回落，近三年分别下跌至 8%/5%左右。

图表 12: 公司营收和归母净利润稳步增长



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 13: 公司毛利率、归母净利润率于 2012 年达到历史顶点

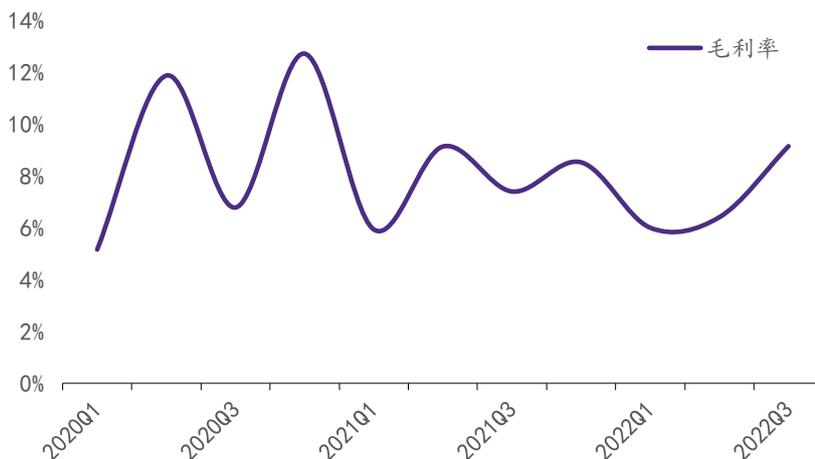


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

疫情冲击下公司业绩正常承压, 2022Q3 成功实现反弹。2022 前三季度公司营收/归母净利润分别实现 88.61/4.26 亿元, 同比增 21.72%/31.07%。其中 Q1 营收/归母净利分别为 38.66/1.57 亿元, 同比增 35.07%/30.24%, 增势良好; Q2 受上海疫情影响, 公司工程建设招投标活动减少, 营收/归母净利下降至 8.62/0.75 亿元, 同比减 47.09%/21.00%; Q3 随上海疫情得到有效控制, 公司业绩触底反弹, 营收/归母净利润回升至 41.32/1.95 亿元, 同比增 48.22%/76.43%。到 2022 年底, 公司全年新签订单规模达 168.21 亿元, 同比增长 17%, 大量的在手订单和丰富的储备项目有望显著增厚公司 2023 年业绩, 为公司持续盈利奠定基础。

公司盈利能力保持稳定, 2022Q3 毛利率、净利率逆势提升。公司 2022 年前三季度净利率/毛利率分别为 4.85%/7.51%, 同比+0.34/+0.30pct, 主要系毛利率较高的环保业务营收增加, 拉动整体盈利能力提升所致。其中 Q1 分别为 4.05%/6.00%, 同比-0.20/+0.07pct; Q2 分别为 8.74%/6.40%, 同比+2.89/-2.73pct, Q3 分别为 4.78%/9.15%, 同比+0.79/1.75pct。

图表 14: 公司 2022Q3 毛利率逆势上升

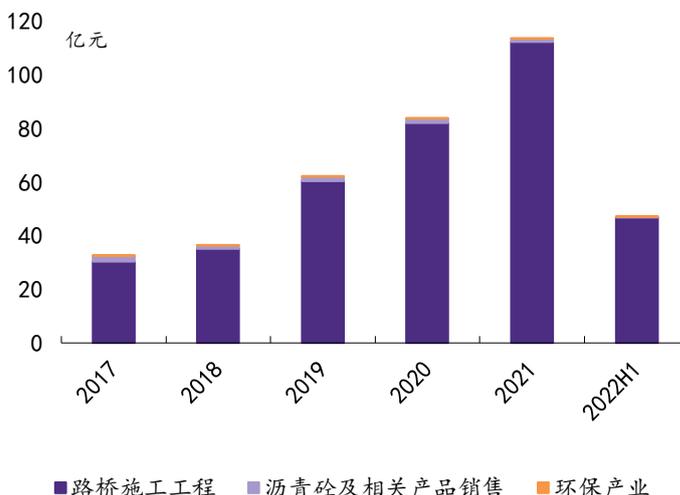


资料来源: Wind, 公司财报, 华鑫证券研究

施工工程项目贡献营收 90%以上, 为公司主要收入来源。考察公司 2022H1 营收结构: 1)

施工工程项目营收同比+6.36%，主要系本期在建项目实现工作量多于上年同期。毛利率同比-1.08pct，主要系本期确认 BT 项目管理收入较上年减少 2205.12 万元；剔除 BT 项目管理收入后，本期施工工程项目毛利率为 5.86%，同比-0.61pct。2) 沥青砼及相关产品营收同比-75.91%，毛利率同比-11.64pct，为本期原材料采购价格上涨所致。3) 环保业务营收同比增 18.38%，毛利率同比+14.62pct，主要系环保业务成本主要为固定成本，本期环保业务量增加可显著提高毛利率。

图表 15：施工工程项目为公司主要营收来源



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

**公司资产负债结构保持合理，货币资金维持充裕。**截至 2022Q3，公司资产负债率 71.14%，账面现金+交易性金融资产合计达 75.34 亿元；2022 前三季度公司经营性现金流出 2.40 亿元，较上年同期减少 7.06 亿元。融资方面，公司 2022 年多项债务融资获批：4 月，股东大会审议通过关于公司拟发行不超过 70 亿元债券类产品的议案；5 月，公司发行总额不超 7.17 亿元的国君-首创-浦东建设德勤园资产支持专项计划收到上交所的无异议函，公司为原始权益人；6 月，公司不超过 20 亿元的公司债注册申请获批；7 月，公司不超过 10 亿元的绿色债注册申请获批。公司较强的再融资能力，为其资金链顺畅周转提供良好保障。

**公司主要财务风险指标领先同业，综合竞争实力较强。**考察资产负债率、利息覆盖率、现金短债比、资产周转率等主要财务指标，公司均稳居同业前列，财务安全防线牢固。公司短期偿债能力尤其突出，现金短债比达 8.23，而同行该指标多在 3 倍以下。考虑到疫情背景下众多同行面临债务困境，而公司财务风险指标仍保持合理水平，彰显其强大的资金优势和出色的资金周转与风控能力。

图表 16：公司主要财务指标领先同业

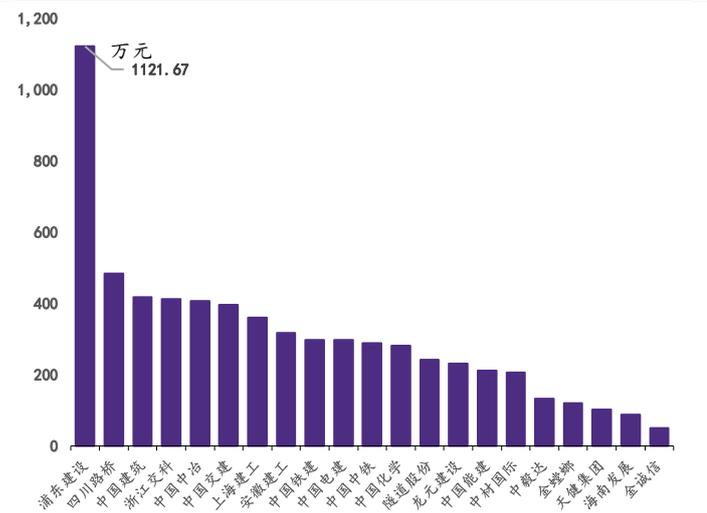
公司	PE	PB	资产负债率	期间费用率	ROE	利息覆盖率	现金短债比	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率
600284.SH 浦东建设	12.79	0.94	71.14%	4.83%	6.14%	3.73	8.23	0.38	3.11	4.19
002061.SZ 浙江文科	11.12	0.93	75.28%	4.28%	8.95%	5.37	1.41	0.59	14.72	7.22
600170.SH 上海建工	6.21	0.77	85.07%	6.80%	-0.61%	1.85	2.88	0.53	2.43	3.25
600502.SH 安徽建工	7.91	0.98	84.83%	7.11%	7.69%	2.63	0.91	0.40	2.72	1.80
600820.SH 隧道股份	7.09	0.66	76.03%	9.10%	5.39%	2.52	1.66	0.29	40.33	1.84

注：PE 截止至 2023-1-20，PB 截止至 2022-12-31，其余指标截止至 2022-9-30

资料来源：Wind，华鑫证券研究

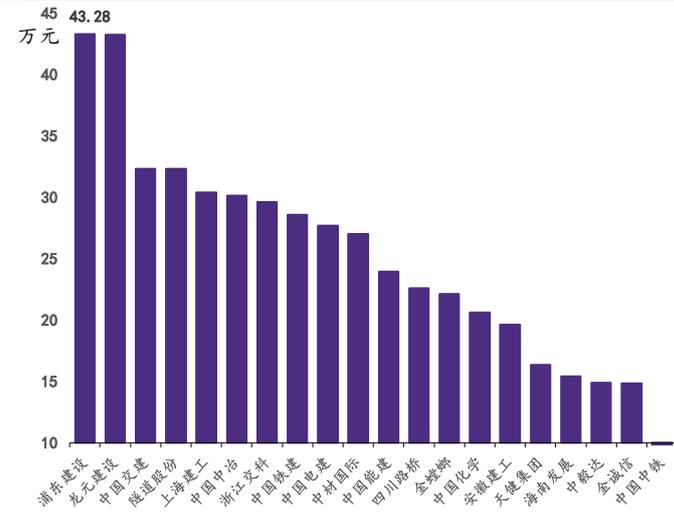
公司人员效率较高，人均产值与人均薪酬位居前列。2022 年前三季度公司人均创收 1121.67 万元，2021 年公司人均薪酬达 43.28 万元，均远超绝大多数业内公司。较高的人均产值和薪酬，一方面源自公司突出的经营管理体系和较高的人力资源管理效率，另一方面则得益于公司近年快速的成长和较强的人员工作能力。随公司订单量迅速增长和持续推进降本增效，公司人均产值和薪酬水平有望继续保持高位，助力公司吸引业内优秀人才，增强其市场竞争力。

图表 17：2022 年前三季度，公司人均产值在同业竞争者二倍以上



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 18：2021 年公司人均薪酬位居同业前列



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 1.5、资质、研发、资金三大核心优势构筑竞争壁垒

1) 各类建设资质齐全。公司拥有市政、建筑、公路和水利等多个领域的建设设计资质，主要包括市政公用工程施工总承包、桥梁工程专业承包、建筑工程施工总承包等 13 个一级资质，公路工程施工总承包等 6 个二级资质，城市规划设计等 7 个三级资质。丰富的专业资质资源为公司承接各类工程项目提供了坚实有力的基础，有利于公司进一步拓宽工程施工业务渠道。

图表 19：浦东建设各类建设资质齐全，可覆盖业务范围广

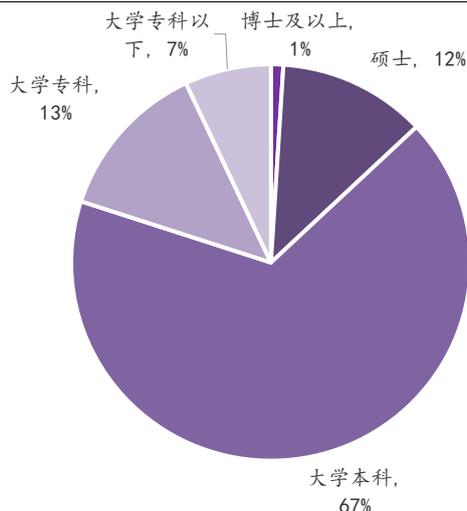
资质等级	市政	公路和水利	建筑和勘探	环境和养护
一级资质	市政公用工程施工总承包	水利水电工程施工总承包	房屋建筑工程施工总承包	道路综合养护
	地基基础工程专业承包		建筑装饰装修工程专业承包	绿化养护
	桥梁工程专业承包	公路路面工程专业承包	工程咨询	风景园林工程设计
	排水工程、道路工程			
二级资质	——	公路工程施工总承包	防水防腐保温工程	河湖整治工程专业承包

三级资质 城乡规划、工程勘察、市政给水 钢结构专业承包、机电工程总承包、建筑工程施工总承包 环保工程专业承包

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2) 科技研发能力突出和施工技术能力过硬。在研发能力方面，公司累计获得 44 项发明专利、130 项实用新型专利授权。截至 2021 年末，公司在岗员工总数 790 人，本科及以上学历员工占比为 80.3%。公司拥有一级注册建造师 166 人，二级注册建造师 92 人，注册造价工程师 23 人。

图表 20：公司本科及以上学历员工占比 80.3%



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 21：近三年公司研发费用增长迅猛



资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司重视研发投入，工程建设能力优秀。公司研发费用率连续多年超过 3%，2022Q3 公司研发费用率 3.49%，与中国建筑 (1.82%)、中国交建 (3.17%)、四川路桥 (2.44%) 等同业相比处较高水平。在持续研发支撑下，公司工程建设能力优秀，所承建工程项目多次获得“中国市政金杯示范工程奖”“国家优质工程奖”等奖项。

图表 22：公司承建浦东新区及周边地区多项基建、房建等重要工程

项目类型	项目名称	项目地点	项目外观
市政公路	浙江 31 省道诸暨王家湖至五泄段改建工程	浙江诸暨	
建筑	安徽国际会展中心项目	安徽合肥	
轨道交通	轨道交通 18 号线土建工程	浦东新区	
水利	高南河水系建设工程	浦东新区	

装饰装修      浦东新区政务办理中心装修装饰工程      浦东新区



环保      常熟垃圾焚烧发电厂扩建工程      江苏常熟



地基基础      上海银行数据处理中心工程      浦东新区

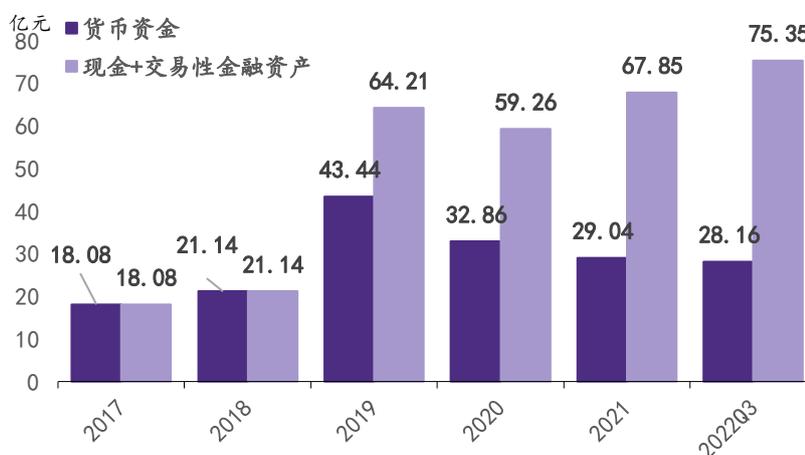


资料来源：公司官网，华鑫证券研究

**公司持续优化施工技术。**据统计，公司累计参与 21 份规划的设计、31 个基础设施工程，具备城市基础设施综合设计服务能力和施工总承包能力；同时公司顺应建筑行业发展的新趋势，强化产学研衔接，加大科技研发投入与智慧工地、智能建造（BIM 建筑信息模型技术）的应用探索力度，如对“北蔡中心河——大浦港桥节点”项目复杂重难点进行 BIM 深化应用，发现钢筋相关的碰撞问题 36 余项，经过对桩基、盖梁钢筋的调整优化，共节约钢筋 265 吨。公司沥青路面摊铺施工技术能力尤为突出，在业界具有较高知名度，子公司构建了完备的“自主研发技术—沥青生产—沥青销售”的路用沥青产业链，具有上海市路基材料行业资质审查领导小组办公室核准的沥青混合料生产一级资质，技术处于业界领先水平。公司在研的热拌超薄磨耗层技术，可在减少沥青使用量的情况下仍保持沥青路面铺装性能的可靠性，减少沥青材料浪费。我们认为，公司一方面狠抓科技创新，另一方面积极推进成果落地转化，可以加快科研技术转化效率，更为高效的完成各项施工设计建设任务。

**3) 账面资金充足，现金流持续改善。**截至 2022Q3，公司账面现金+交易性金融资产合计 75.34 亿元，同比上升 80.55%，环比上升 37.90%，扣除有息负债后公司账面可供使用资金达 43.38 亿元。2022 前三季度公司经营性现金净流出 2.40 亿元，较上年同期减少 7.06 亿元，现金流改善明显，其中 Q2、Q3 经营性现金流分别净流入 4.75、6.72 亿元，Q1 净流出 13.86 亿元，系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致。可观的流动资产保有量可支持公司参与更多的施工总承包项目，增加利润来源。公司可利用的货币资金和交易性金融资产大致与净利润成正比关系，充裕的流动性亦能支持公司未来持续承接项目与开展业务。

图表 23：公司资金状况良好



资料来源：Wind，华鑫研究

**公司偿债能力领先同业。**长期以来公司资产负债率均保持 60%以下，近年虽业务扩展，负债水平有所提高，但资产负债率仍低于同业，截至 2022Q3，公司资产负债率 71.14%，低于中国交建（73.21%）、中国建筑（74.32%）、四川路桥（77.82%）等。此外，受行业波动影响，2022Q3 公司净现比-0.56X，但仍高于中国交建（-2.16X）、中国建筑（-0.92X）等同业。良好的偿债能力可有效保障公司资金链安全性，且在经济承压下为公司生存和经营提供强有力支撑。

**公司融资渠道顺畅，融资能力强大。**直接融资方面，公司 2004 年上市，首发募集资金 3.88 亿；后增发两次，实际募资总额分别为 13.85 亿、12.77 亿元。公司累计发债券融资 82 亿元，现有公司存量债 28 亿元。**间接融资方面**，公司目前与浦发银行、上海银行、建设银行等为代表的 14 家银行达成深度合作，拥有 152.95 亿元银行授信额度，其中包括股东为公司提供 20 亿的综合授信业务。受上半年上海疫情影响，2022Q3 公司应收账款周转天数（63.96 天）较 2021H1（53.38 天）同比延长，但较 2022H1（75.43 天）环比改善。

图表 24：公司直接融资路径多样

直接融资结构统计	上市以来募资金额（万元）
首发	38,800.00
股权再融资	266,182.80
配股	--
定向增发	138,502.80
公开增发	127,680.00
优先股	--
可转债	--
发债券融资	820,000.00
合计	1,124,982.80

资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究

图表 25：间接融资方面，公司银行授信额度充沛

授信机构	授信额度（亿）	已使用（亿）	未使用（亿）
中国银行	4.5	--	4.5
财务公司	20.3	0.06	20.24
上海银行	20	1.41	18.59
温州银行	5	--	5
邮储银行	5	--	5
农业银行	7	--	7
光大银行	5	--	5
华夏银行	3	3	--
浦发银行	38.15	6.24	31.91
上海农商行	6.5	0.6	5.9
交通银行	3	--	3
中信银行	10	2.55	7.45
建设银行	20.5	8.67	11.83
厦门国际银行	5	0.9	4.1
合计	152.95	23.43	129.52

资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究

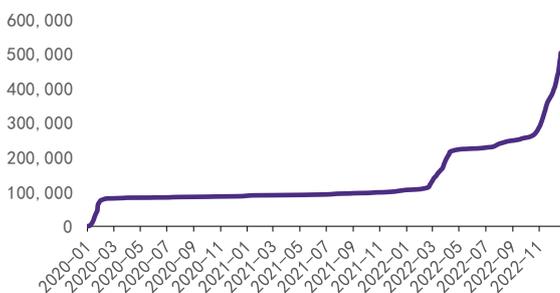
充足的流动性和多元畅通的融资渠道，可赋予公司更高的资金运用灵活性，为其带来更多的项目承接机会；同时支撑公司保质保量保工期完成工程建设，进一步强化业内声誉，助力公司长期向好发展。

## 2、经济承压，稳增长促基建行业拐点显现

### 2.1、经济大盘持续受压，稳增长任务艰巨

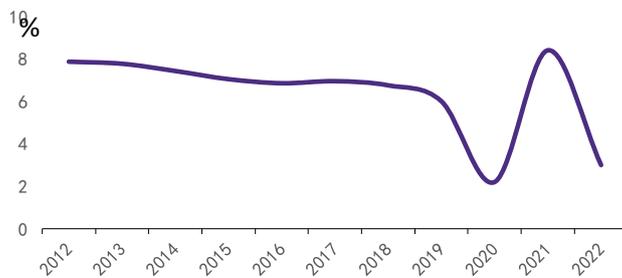
疫情风波持续起伏，经济数据多次触底。自 2020 年疫情爆发以来，全国疫情反复扰动，严重影响了国内经济正常发展。2020 年全年 GDP 增速为 2.2%，跌至历史低值，2022 年 GDP 同比增长 3%，经济增速受疫情拖累明显。虽 2022 年 12 月全国优化疫情防控措施后感染人数迅速过峰下降，但据国外经验，疫情对经济的影响仍有余波，叠加需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，经济增长阻力仍不容小觑。

图表 26：全国累积确诊新冠病例



资料来源：Wind，华鑫证券研究

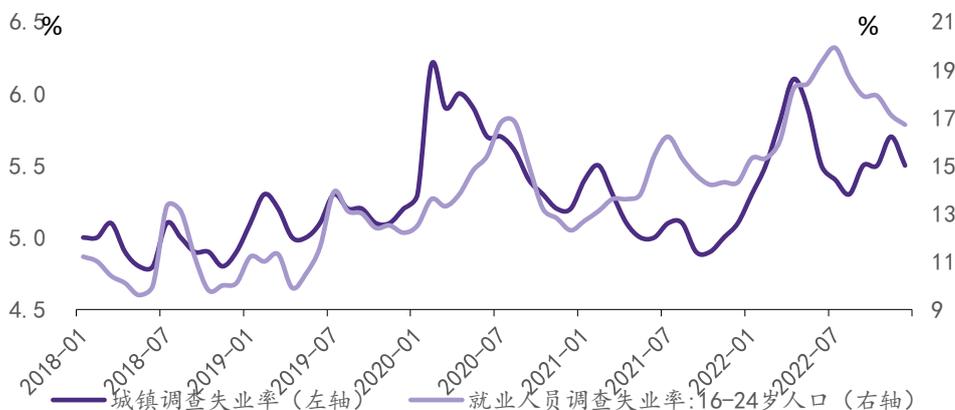
图表 27：全国 GDP 同比增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

**稳增长核心是保就业。**受经济增长乏力影响，2020Q1 和 2022Q2 城镇登记失业率高点分别为 6.2%、6.1%，同比+17%、+19.6%，居历史高位；16-24 岁人口失业率自 20 年以来持续攀升，22 年 7 月达 19.9%，同比+22.84%，截至目前，国内失业率仍然明显高于疫情前水平，处于较高区间。为此，各部门自 20 年始相继出台“六保六稳”相关措施，将保就业置于首位，尤其重视大学生等年轻群体的就业需求。

图表 28：目前全国失业率处于较高水平

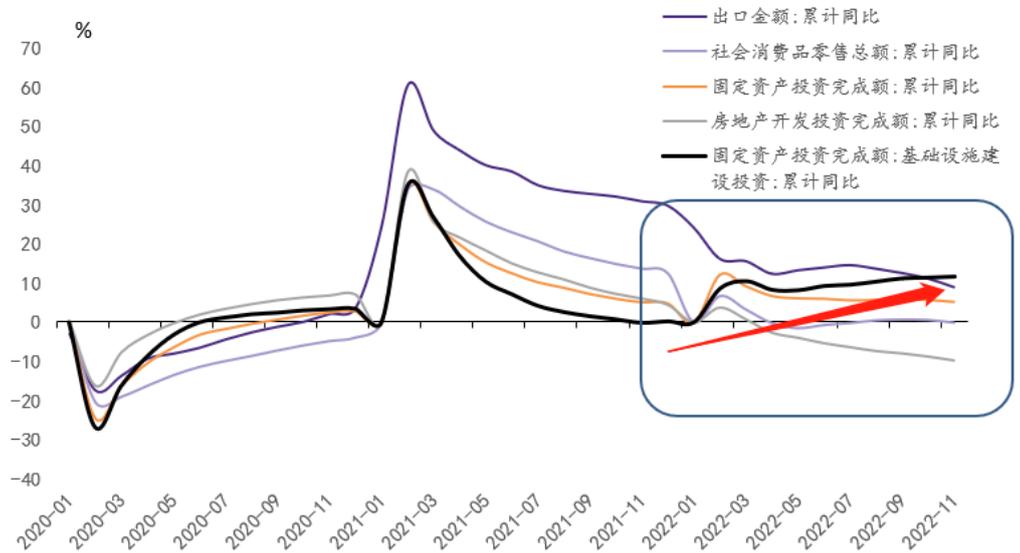


资料来源：Wind，华鑫证券研究

**出口消费恢复乏力，投资或成稳增长突破口。**受逆全球化和国内需求不振影响，出口、

消费、投资在 2021Q1 达到阶段性顶点后呈持续回落态势，2022 年除投资数据在一季度有所改善外，其余表现均相对较弱。从分量端看，房地产投资受 2021 年地产企业信用违约事件拖累较大，虽地产政策持续放松，但市场需求仍处于低迷阶段；基础设施投资则从 2021 年底开始发力，到 2022 年 12 月同比+11.52%，投资乘数成效显著，有望成为经济增长突破口。

图表 29：出口、消费、投资累计同比



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2023 年经济增长承压明显，我们认为，消费和出口恢复动能较缓，投资将充当拉动经济增长的主力角色，作为促稳定，保就业，扩内需，提振市场信心的重要动力，拉动经济向上发展。

## 2.2、基建投资逆周期发力，行业回暖景气度提升

**政策端：基建政策密集发力。**在目前经济下行压力加大的背景下，基础设施投资作为 GDP 的重要支柱领域，通过加大基建投资稳定经济增长、以工代赈促进就业的政策预期明显。2021 年底中央经济工作会议指出“各地要推出稳经济政策，政策发力适当靠前”，同月财政部宣布提前下达 2022 年地方新增专项债；2022 年 4 月，政治局会议指出“全面加强基础设施建设，适度超前开展基础设施投资”；2022 年 8 月底，国常会再次指出“再推进稳经济一揽子政策发挥效能，接续政策 9 月上旬应出尽出”。基建政策利好趋向持续发酵，预计 2023 年基建政策将进一步加大力度，并监督落实项目落地情况，切实保障政策实施效果。

图表 30：近期基建政策梳理

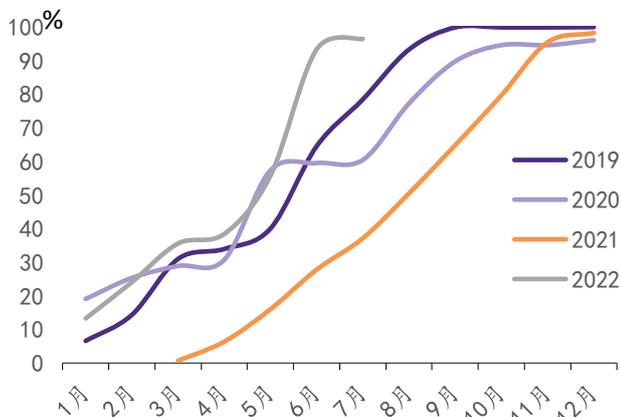
时间	部门	摘要
2021 年 12 月	中央经济工作会议	明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策， <b>政策发力适当靠前</b> 。跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。
2021 年 12 月	财政部	向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。额度分配上没有搞“一刀切”，而是充分考虑了各地项目资金的需求和施工条件， <b>项目资金需求多、施工条件好的地方多分，反之则适当少分</b> 。

2022年4月	政治局会议	全面加强基础设施建设，加强新基建建设，提升传统基建水平， <b>适度超前开展基础设施投资。</b>
2022年6月	国常会	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 <b>3000亿元</b> ，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。支持基建发展的相关配套政策已经进入加速出台阶段，力求 <b>引导基建资金落地，在年内形成工程量。</b>
2022年7月	国家发改委	在确保工程质量和符合进度要求等前提下，按照“应用尽用、能用尽用”的原则，充分挖掘主体工程建设及附属临建、工地服务保障、建后管护等方面用工潜力，围绕交通、水利、能源、农业农村、城镇建设、生态环境、灾后恢复重建等七大建设领域， <b>推动政府投资重点工程项目实施以工代赈。</b>
2022年8月	国常会	政策强调可持续、不搞大水漫灌，增量政策以促基建为主但规模有限——新增 <b>3000亿政策性金融工具额度</b> ，督促基建项目核准开工，并增加 <b>5000多亿专项债结存限额发债。</b>
2022年8月	国常会	要用“放管服”改革办法再推进稳经济一揽子政策发挥效能，接续政策细则9月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础。将上半年开工项目新增纳入支持， <b>以在三季度形成更多实物工作量。</b>
2022年8月	国务院	要求推动更多项目进入国家大盘子，强化施工能力、原材料供应等保障，确保项目顺利开工建设， <b>尽快形成更多实物工作量。</b>
2022年9月	发改委	将着力用好新增 <b>3000亿元以上</b> 政策性开发性金融工具，做好项目筛选和推荐，加快资金投放，督促地方抓住施工窗口期， <b>推动项目尽快开工建设。</b>
2022年12月	中央经济工作会议	2023年，要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资， <b>加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通，政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。</b>

资料来源：政府官网，华鑫证券研究

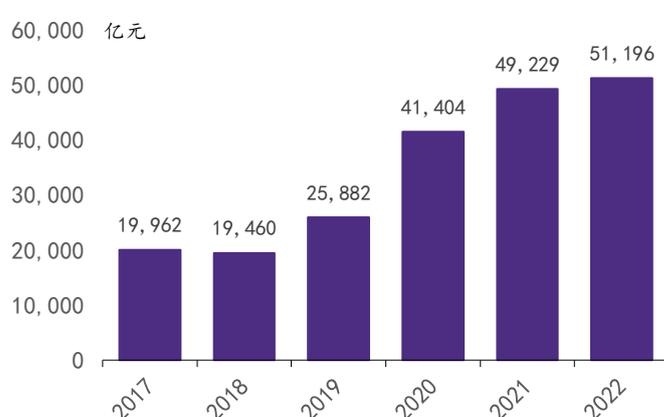
**资金端：专项债发力，加速形成实物工作量。**2022年6月，国常会宣布成立国家基础设施投资基金，进一步增强基建投资逆周期调节作用；同时财政部提出发行专项债力争8月底使用完毕，争取在三季度形成更多的实物工作量，为稳增长提供有力支撑。截止12月底，全国累积发行专项债金额5.12万亿，已超额完成全年任务，而随多项政策持续加码和2023年春节后疫情影响逐渐减弱，基建投资到实物工作量的转化有望加速。

图表 31：2022 年专项债发行进度较快



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 32：2022 年地方专项债发行规模超过五万亿



资料来源：Wind，华鑫证券研究

**市场端：项目开工提速，行业龙头订单猛增。**依靠基建政策及资金的支持，基建项目施工进度明显提速，据统计，2022年9月有超过1.5万亿的基建项目密集开工，包括多个总投资300亿元以上的大项目。企业新增订单方面，2022年中国中铁基建类项目新签合同达到2.6万亿元，同比+10.3%，中国铁建新签合同同比+15.09%。2022年下半年以来，建筑央企订单保持较高增长。我们认为，当前国家经济稳增长目标明确，政策资金规划合理，基建已在本轮经济周期中开始发力，行业景气度整体提高预期较强。

## 2.3、预期目标坚定，上海打开基建投资规模空间

**上海22年受疫情影响较大，基建发力预期愈强。**全国2022年基础设施投资同比增长9.4%，增速超过2020（0.9%）和2021年（0.4%），预计2023年能够继续保持高速增长。上海2022年基础设施投资受到疫情影响较大，截至2022年11月累计同比下降15.5%，但已连续6个月下跌幅度收窄。据上海市《政府工作报告》，2023年上海预计将持续推进重大工程建设，全年完成投资2150亿元，基础设施建设在2023年有望显著增加。

**我们预计上海23年的基建投资增量有望超2000亿，浦东新区基建投资量约750亿。**  
**测算方法一：**作为经济大市，2022年上海受二季度疫情影响巨大，预计全年GDP增速仅为2.7%。2022年上海GDP总量为44653亿，且2023年经济增长目标为5.5%，23出口和消费占经济总量之比保持2021年水平，上海2023年新增固定投资须实现10239亿元；对照过去3年基建投资量同期平均占比保守计算，上海2023基建投资须实现2101亿元。而公司所在的浦东新区作为社会主义现代化引领区先锋队，将承担更多发展责任，若以各区2021年经济体量占比为参考，**保守预计2023浦东新区须新增基建投资规模约为746亿。**

图表 33：浦东新区 2023 年基建投资规模测算（方法一）

	金额（亿）
2022 年上海 GDP 总量	44653
假设 2023 年目标增速	5.5%
2023 年上海 GDP 目标值	47108.704
预计 2023 年上海-出口额	17161
预计 2023 年上海-消费额	19709
预计 2023 年上海-投资额	10239
基建投资占比	20.52%
2023 上海-基建投资	2101
2021 年浦东新区 GDP 占比	35.50%
2023 年上海浦东-基建投资	746

资料来源：国家统计局，各级政府官网，华鑫证券研究

**测算方法二：**2022年上海GDP为44653亿元，2021年上海投资额占总GDP之比为21.74%，取相同比例，2022年上海全年投资额为9705亿元，对照过去3年基建投资量同期平均占比保守计算，2022年上海基建投资额为2191亿元，以各区2021年经济体量占比为参考，**保守预计2023浦东新区须新增基建投资规模约为778亿。**我们认为公司作为浦东新区基建的主攻手和排头兵，有望充分受益2023年基建投资增长和对应的稳经济政策红利。

图表 34：浦东新区 2023 年基建投资规模测算（方法二）

	金额（亿）
2022 年上海 GDP 总量	44653
2021 年投资占上海 GDP 比重	21.74%
2022 年上海投资额	9705
基建投资占比	20.52%
2022 年上海基建投资额	1992
2023 年基建投资增速	10%
2023 年上海基建投资额	2191
2021 年浦东新区 GDP 占比	35.50%
2023 年上海浦东-基建投资	778

资料来源：国家统计局，各级政府官网，华鑫证券研究

## 2.4、承接区域基建红利，订单量增奠定公司未来业绩基础

**依托平台优势，公司有望充分受益域内基建项目。**公司作为浦发集团旗下唯一一家工程施工为主业的上市公司，可有效发挥自身业务覆盖面广、资金实力雄厚、施工技术过硬的优势，包括但不限于：1) 公司可快速施工，利用人员和规模优势将施工饱和度第一时间打满，尽快形成实物工作量；2) 带资进场，发挥现金流充足优势，进一步将施工节奏前置；3) 发挥国企优势，集中人力物力财力，保质保量保进度完成本次经济稳增长挑战，收获稳增长红利。

**公司经营抗风险能力强，订单量稳定增长。**公司目前业务涵盖项目投融资、工程施工、设计、开发、运营、沥青、环保等多领域，为其业务发展提供充足的订单拓展空间，2020、2021 年，公司新签订单数量同比+9.4%、+54.3%，新签订单额同比+34%、+24%。充足的订单助力公司业绩猛增，2020、2021 年公司营收同比+34.68%、+36.30%，归母净利润同比+8.17%、+12.52%。2022 年受上海疫情影响，上半年新签订单金额同比下降 11.1%，但下半年以来公司新签订单规模增速加快，2022 年全年公司新签订单 326 笔，订单总额 168.21 亿元，新签订单额较去年全年订单规模增长 17%。其中，2022 年三季度公司新签订单 89 笔，总额 39.08 亿元，环比提高 68.87%；四季度新签订单 122 笔，总额达 52.03 亿元，环比提高 33.14%，反映出疫后公司订单获取潜力的迅速爆发。

图表 35：2022 年公司订单规模增速较快

	中标项目金额	新签订单金额（亿）	同比
一季度	20.22	53.97	49%
二季度	8.28	23.14	-54%
三季度	55.11	39.08	-2%
四季度	74.27	52.03	195%
合计	157.88	168.21	17%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

总体而言，当前国内经济稳增长压力仍存，基建行业将迎来周期拐点；公司多年来保持区域基建龙头地位，叠加浦东建设社会主义现代化引领区建设背景下，公司将充分发挥自身优势，展现国企责任担当，把握发展机遇，或将迎来业绩快速增长。

### 3、长三角一体化释放行业中长期红利，前瞻布局下公司有望充分受益

长江三角洲区域一体化发展，旨在通过打破行政、空间壁垒，畅通区域内要素流动，提升长三角地区整体综合实力。其最早正式提出于 2010 年，2018 年上升为国家战略，2020 年《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》（下称“《纲要》”）发布，标志着长三角一体化发展进入全面启动、实质性推进的新阶段。我们认为，长三角一体化战略，1) 可带来区域内基建项目增量，扩大建筑行业需求空间；2) 可通过降低要素流动成本、激励建筑企业“走出去”，提升行业经济效率，其中综合实力较强的企业将更多受益。目前三省一市已公布“十四五”期间重大项目，在此背景下，建筑行业在中长期内有望维持较高景气度。

#### 3.1、一体化要求“基础设施互联互通”，催生行业需求增量

“基础设施互联互通”的总体要求将催生长三角中长期内大量基建项目投资，为建筑行业带来需求增量。畅通的基础设施网络是打破空间壁垒、实现跨区域协调互动的重要保障。《纲要》高度重视基础设施建设，明确要求“统筹推进跨区域基础设施建设”和形成“互联互通、分工合作、管理协同”的基础设施体系，提出到 2025 年“基本实现基础设施互联互通，铁路网密度达到 507 公里/万平方公里，高速公路密度达到 5 公里/百平方公里”的发展目标，以及到 2035 年“基础设施互联互通全面实现”的发展展望，并明确列出长三角地区一批铁路、公路、机场、港口航道重点项目。

图表 36：《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》提出建设一批基础设施互联互通项目

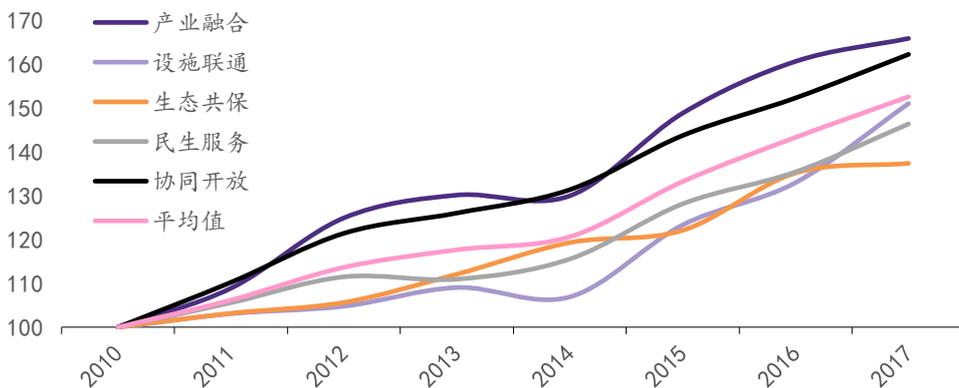
建设目标	部分项目
共建轨道上的长三角	1) 加快沪通铁路一期、商合杭铁路等在建项目建设。 2) 推动北沿江高铁、沿江高铁武合宁通道、沪通铁路二期、沪苏湖、通苏嘉甬、杭临绩、沪乍杭、合新、镇宣、宁宣黄、宁扬宁马等规划项目开工建设。 3) 推进沿淮、黄山—金华、温武吉铁路、安康（襄阳）—合肥、沪甬、甬台温福、宁杭二通道的规划对接和前期工作。 4) 积极审慎开展沪杭等磁悬浮项目规划研究。
提升省际公路通达能力	1) 加快推进宁马、合宁、京沪等高速公路改扩。 2) 完善过江跨海通道布局，规划建设常泰、龙潭、苏通第二、崇海等过江通道和东海二桥、沪舟甬等跨海通道。
合力打造世界级机场群	1) 规划建设南通新机场，成为上海国际航空枢纽的重要组成部分。 2) 支持苏南硕放机场建设区域性枢纽机场。 3) 加快合肥国际航空货运集散中心、淮安航空货运枢纽建设，规划建设嘉兴航空联运中心。
协同推进港口航道建设	1) 加快建设长江南京以下江海联运港区、舟山江海联运服务中心、芜湖马鞍山江海联运枢纽、连云港亚欧陆海联运通道、淮河出海通道。 2) 规划建设南通通州湾长江集装箱运输新出海口、小洋山北侧集装箱支线码头。

资料来源：《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，华鑫证券研究

### 3.2、一体化进程加速，激励企业“走出去”、提升行业经济效率

**疫情消退+稳增长落地加速一体化进程。**根据中国经济信息社联合中规院发布的“长三角一体化发展指数”显示，2020年最新一期指数为178.90点，自基期（2010年）以来CAGR达5.99%。2020年起疫情导致的停工停产或暂时延缓一体化进程，我们认为待疫情影响逐步消退，叠加疫后经济稳增长政策落地，长三角一体化有望加速，成为推动区域经济增长的强劲动力。

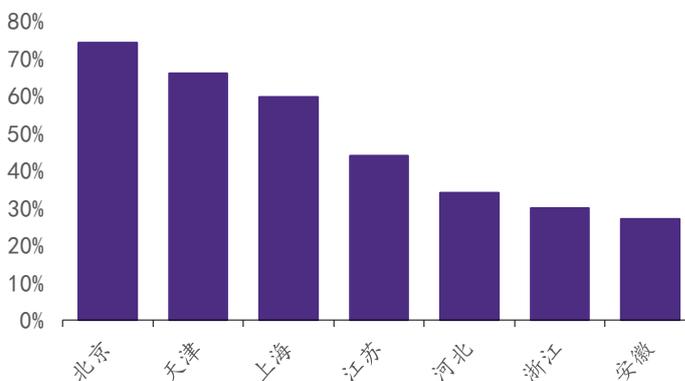
图表 37：长三角一体化发展指数迅速提高



资料来源：《新华·中规院长三角一体化发展城市指数》，华鑫证券研究

**一体化激励建筑企业“走出去”，提升行业经济效率。**现阶段长三角区域内建筑业一体化程度仍然偏低，从2021年数据看，“三省一市”建筑业外向度整体低于另一重要经济圈——京津冀（沪苏不及京津，浙皖不及冀）。2020年9月25日，长三角区域“数字建筑·数字造价”高峰论坛上，三省一市住建部门已就长三角建筑业一体化高质量发展达成战略协作框架协议，强调“加强建筑业领域交流与合作”、“营造要素自由流动的发展环境”，意在抓住长三角一体化机遇，推动区域内建筑业一体化发展。我们认为建筑业对劳动、资本要素依赖度高，随疫后一体化红利加快释放，此类要素流动成本有望降低，可激励建筑企业进一步突破本地市场、向整个长三角区域拓展，促进行业外向度提高和资源优化配置，从而提升建筑行业经济效率、推动建筑行业中长期发展。

图表 38：长三角城市在外省完成的建筑业产值占地区建筑业总产值比例相对较低



资料来源：《2021年建筑业发展统计分析》，华鑫证券研究

### 3.3、地方规划已密集出台，丰富项目资源为行业提供广阔发展空间

十四五期间“三省一市”投资额达16万亿元，为建筑企业提供丰富项目资源。经统计，“十四五”期间，浙江、安徽、上海均出台了重大项目规划，江苏亦发布了综合交通运输体系发展规划，三省一市共提及项目投资额逾16万亿元；此外，2022年度，三省一市已安排重大项目达1237项，投资额逾1.3万亿元。同时，我们发现各省市重大项目均包括交通、水利等建设工程；而其他产业、民生、生态等类型的项目，则多涉及研发中心、厂房仓库、办公楼建设等房建工程。丰富的项目资源，将为“走出去”的建筑企业提供充足的业务机遇，中期维度上长三角建筑行业发展空间广阔。

图表 39：三省一市“十四五”期间和2022年规划项目

省（市）	公布时间	来源	规划内容	2022年项目数（个）	2022年投资额（亿元）	“十四五”项目投资额（亿元）
浙江	2021.5.28	《浙江省重大建设项目“十四五”规划》	1) 5大领域：科技创新、现代产业、交通设施、生态环保、社会民生。 2) 安排重大建设项目245个，总投资8.26万亿元，其中“十四五”计划投资5.4万亿元以上。			82,637
	2022.5.10	《2022年省重点建设和预安排项目计划》	1) 8大领域：水利设施、生态环保、综合交通、清洁能源、先进制造业、社会民生、新基建、现代物流。 2) 含重点建设项目形象进度计划611项，重点建设预安排项目计划185项，总投资约3万亿元。经统计，2022年度投资额约4184亿元。	611	4,184	
安徽	2022.2.28	《2022年安徽省长三角一体化发展重点项目计划》	1) 8大领域：推动区域协调发展、强化科技创新攻坚力量、加强产业链供应链协同、推进更高水平协同开放、提升城市发展质量、加强基础设施互联互通、推动生态环境共保联治、促进公共服务便利共享。 2) 实施163个项目，总投资1.2万亿元，2022年度计划投资1701.2亿元。163个项目中有93个项目列入国家推动长三角一体化发展年度重点工作安排项目。	163	1,701	
	2022.5.13	《安徽省实施长三角一体化发展规划“十四五”重大项目推进工作方案》	1) 5大领域：构建协同创新产业体系、加强基础设施互联互通、强化生态环境共保联治、促进公共服务便利共享、推进区域协调发展。 2) 组织实施重大项目626个，总投资逾2.67万亿元。			26,723
江苏	2021.10.28	《江苏省“十四五”综合交通运输体系发展规划》	到2025年江苏率先建成交通运输现代化示范区，力争完成投资1万亿元。			10,000
	2022.1.14	《2022年省重大项目清单》	1) 5大领域：创新载体、产业、民生、生态环保、基础设施。 2) 共安排实施项目220个、储备项目27个，年度投资5590亿元。	247	5,590	

	2022.6.23	《2022年上海市重大项目清单》	1) 5大领域：科技产业、社会民生、生态文明建设、城市基础设施、城乡融合与乡村振兴。 2) 共安排重大项目216项。其中重点建设项目173项，计划完成投资2000亿元以上。	216	2,000	
上海	2022.7.26	“潮涌浦江”投资上海全球分享季银企携手(重大项目 and 金融机构对接专场)活动	上海市发展改革委梳理形成了“十四五”重大项目投资矩阵，涉及总投资约4.2万亿元，其中“十四五”预计完成投资2.1万亿元。			42,000
合计				1237	13,475	161,360

资料来源：各省（市）政府网站，华鑫证券研究

**长三角一体化项目投资规模超过其他城市群，未来传统基建与新基建并行，望推动基建投资进一步放量。**从历史来看，国内珠三角和长三角的一体化水平较高，京津冀次之。十四五期间，长三角地区项目投资计划规模仍保持高位，而北京过去五年基础设施累计投入仅1.2万亿元，河北2023年基建投资规模仅5369.4亿元，与长三角地区存在一定差距；珠三角地区仅涉及广东一省，协调难度较低，一体化水平较高，目前基建投资以新基建为主，2023年广州、深圳投资计划分别为1764.9、1127.2亿元，其余城市除惠州俱低于1000亿元，规模均于上海2023年规划的2150亿元。目前长三角不同地区发展差距较大，传统基础设施建设仍有空间，未来传统基建与新基建项目有望并行，有力扩大基建规模。

### 3.4、前瞻布局+强竞争力，公司可抓长三角一体化机遇

**公司前瞻布局“辐射长三角”，市外工程经验丰富。**公司早在2007年就前瞻性提出“把握长三角一体化机遇”，加大在长三角区域的拓展力度；2013年则明确“立足浦东，辐射长三角”经营理念。早在上市之前，公司已承建江苏、安徽等地的施工工程，2004年参与投资浙江嘉兴经济开发区BT项目，此后中标江苏无锡、浙江诸暨、江苏常州、浙江嘉兴、江苏苏州等地多个重大工程项目，具备较丰富的长三角地区施工建设经验，并在市外建筑工程市场积累了一定的知名度和客户关系资源，可为其进一步拓展市外业务、分享长三角一体化红利提供有利条件。

图表 40：公司中标的部分市外重大工程项目

年份	地点	项目名称
2005	江苏无锡	无锡惠山区藕塘职教园区钱藕路、新藕路、纬三路BT道路建设及相应配套工程
2005	浙江嘉兴	嘉善至嘉兴至桐乡公路工程嘉兴至桐乡段BT工程
2013	浙江诸暨	31省道诸暨王家湖至五泄段改建工程投资建设移交BT项目
2013	江苏常州	果香路（西太湖大道—龙江路）等道路工程建设移交项目
2013	江苏无锡	张村地块基础设施建设及上汽地块配套道路桥梁BT项目市政工程
2017	浙江嘉兴	浙江山水六旗基础设施配套工程PPP项目
2017	江苏无锡	无锡西水东项目6#地块总承包工程

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

**公司在长三角建筑行业内优势明显、竞争力突出，长三角一体化战略将在中长期维度上拉动区域内的基建投资，为公司提供重要发展机遇。**公司成立以来积极面向长三角，参与投资建设了诸多项目，累计投资规模超过350亿元，与各地政府建立了良好的合作关系，得益于长三角地区基建投资建设的丰富经验，我们认为公司将长期受益于长三角一体化战略，在良好的发展环境下，业绩和盈利能力有望持续稳健提升。

## 4、盈利预测评级

预测公司 2022-2024 年收入分别为 128.45、176.63、230.96 亿元，净利润分别为 6.53、9.25、12.77 亿元，EPS 分别为 0.67、0.95、1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 10.9、7.7、5.6 倍，给予“买入”投资评级。

## 5、风险提示

- 1) 疫情对未来经济影响仍不明朗，存在不可控因素带来的经济下行风险。
- 2) 各地未来基建投资计划尚未完全定型，投资规模及进度或不及预期。
- 3) 受疫情影响，多家同行回款承压，公司目前收入质量较高，但仍面对一定的回款风险。
- 4) 公司正处转型期，存在转型进度及效果不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	2,904	3,155	3,653	3,949
应收款	2,477	2,815	3,871	5,062
存货	2,259	2,593	3,768	5,073
其他流动资产	7,816	8,299	9,905	11,716
流动资产合计	15,456	16,863	21,197	25,801
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	4,017	4,017	4,017	4,017
固定资产	180	183	191	208
在建工程	0	0	0	0
无形资产	336	349	362	375
长期股权投资	1,009	1,009	1,109	1,209
其他非流动资产	4,565	4,565	4,565	4,565
非流动资产合计	6,090	6,106	6,227	6,357
资产总计	21,546	22,969	27,424	32,158
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	100	100	100
应付账款、票据	10,147	10,046	13,299	16,719
其他流动负债	748	748	748	748
流动负债合计	12,144	12,302	16,082	20,098
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	2,116	3,116	3,416	3,616
其他非流动负债	384	384	384	384
非流动负债合计	2,500	3,500	3,800	4,000
负债合计	14,644	15,802	19,882	24,098
<b>所有者权益</b>				
股本	970	970	970	970
股东权益	6,902	7,167	7,542	8,060
负债和所有者权益	21,546	22,969	27,424	32,158

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	538	657	930	1284
少数股东权益	3	4	5	8
折旧摊销	43	29	30	31
公允价值变动	40	0	0	0
营运资金变动	277	-1098	-57	-291
经营活动现金净流量	902	-408	908	1031
投资活动现金净流量	-1857	-3	-108	-117
筹资活动现金净流量	1205	708	-255	-566
现金流量净额	251	297	546	348

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>11,395</b>	<b>12,845</b>	<b>17,663</b>	<b>23,096</b>
营业成本	10,519	11,800	16,141	20,993
营业税金及附加	25	28	39	51
销售费用	0	0	0	0
管理费用	149	166	214	277
财务费用	-3	16	32	33
研发费用	386	424	583	762
费用合计	532	606	829	1,072
资产减值损失	-23	-25	-25	-25
公允价值变动	40	0	0	0
投资收益	226	286	326	366
<b>营业利润</b>	<b>549</b>	<b>672</b>	<b>955</b>	<b>1,321</b>
加:营业外收入	12	12	14	16
减:营业外支出	3	3	4	5
<b>利润总额</b>	<b>558</b>	<b>681</b>	<b>965</b>	<b>1,332</b>
所得税费用	20	25	35	48
<b>净利润</b>	<b>538</b>	<b>657</b>	<b>930</b>	<b>1,284</b>
少数股东损益	3	4	5	8
<b>归母净利润</b>	<b>535</b>	<b>653</b>	<b>925</b>	<b>1,277</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	36.0%	12.7%	37.5%	30.8%
归母净利润增长率	20.3%	22.1%	41.6%	38.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	7.7%	8.1%	8.6%	9.1%
四项费用/营收	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%
净利率	4.7%	5.1%	5.3%	5.6%
ROE	7.7%	9.1%	12.3%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.0%	68.8%	72.5%	74.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
存货周转率	4.7	4.6	4.3	4.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.55	0.67	0.95	1.32
P/E	13.3	10.9	7.7	5.6
P/S	0.6	0.6	0.4	0.3
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9

## ■ 建筑建材组介绍

**黄俊伟：**同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

**华潇：**复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。