

增持 首次

成都路桥（002628）

2012 年 12 月 28 日

股票价格

12 月 27 日收盘价	9.1 元
6 个月内目标价	12 元
52 周内股价波动	6.84 -28.98 元

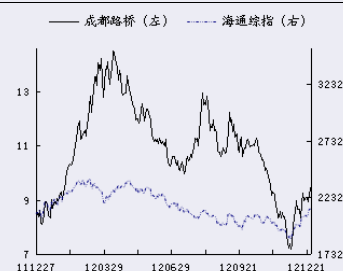
主要估值指标

	2012E	2013E	2014E
市盈率	13.03	10.12	8.55
市净率	1.91	1.63	1.39
PEG	0.60	0.35	0.47

股本结构

总股本（百万股）	334
流通 A 股（百万股）	184
H 股（百万股）	0

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

成都路桥询价报告：运营高效的区域民营路桥工程企业（建议询价区间：18.36-21.6 元）

建筑工程行业高级分析师

赵健
SAC 执业证书编号：
S0850512080002
电话：021-23219472
Email: zhaoj@htsec.com

联系人

张显宁
电话：021-23219813
Email: zxn6700@htsec.com

借新型城镇化之东风，抢占西部大开发先机

成都路桥是四川领先的路桥和市政工程企业，公司将在未来几年四川交通建设和成都城区和新区建设中受益。作为一家改制的民营企业，从高管到一般员工都持有公司股份，公司具备一定的制度优势；同时公司各项经营指标均处于行业领先水平，且在 BT 项目的运作经验丰富。

主要财务数据及预测

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	2552.18	3444.03	4476.31	5371.22
营业收入增长率（%）	49.32	34.94	29.97	19.99
净利润（百万元）	191.63	235.19	299.04	354.09
净利润增长率（%）	61.68	22.73	27.15	18.41
综合毛利率（%）	15.53	14.49	14.39	14.39
每股收益（元）	0.57	0.70	0.90	1.06

资料来源：Wind，海通证券研究所

- **民营体制，员工持股，具备省外扩张能力。**公司由全民所有制企业改制而来，董事长郑渝力实际控制公司；近半数的员工直接和间接方式持有公司股权。公司拥有路桥工程施工总承包一级等 7 项资质，在成都市的市场占有率约为 15%。**08-11 年省外收入 CAGR 达到 119%。**
- **盈利水平远超同行，比肩金螳螂。**公司毛利率、净利率显著高于同行，回款控制行业最优。**净利率是四川路桥的 2.68 倍，加权 ROE 达到 33%，人均净利润达到金螳螂的 2.6 倍，**资金运用效率很高。
- **不同于其他地区，未来几年四川处于巨量投资阶段。**省内高速公路、成都中心城区、天府新区、成都北改的市政建设空间广阔，十二五规划的项目在陆续进入实施。我们估计未来 3 年**成都市政快速路将新建 320 公里，省内高速还将新建 2200 公里，对应总投资约 1680 亿（含动拆迁）；**考虑配套支路和改扩建，投资额还可能扩大。预计未来 3 年省内累计高速公路投资额为 1200 亿，比“十一五”期间后三年增长 135%；成都中心城区规划“三环十六射”，全长 290.5 公里，预计将在十二五末建成，目前仅形成“2 环 6 射”共 176 公里，预计未来 3 年还需建设 120 公里快速路，对应 180 亿投资额；在市政快速路方面，天府新区将形成“四横六纵”的快速路网格，规划区内快速路总长度约 317 公里，预计未来 3 年还需建设 200 公里，对应 300 亿投资额；此外，成都最大民生工程“北改”初显成效，后续市政道路的改扩建订单可期。
- **公司中标大量项目，保证后续业绩。2012 年至今中标大项目估计达到 56 亿，**其中 BT 项目 31.4 亿，总承包项目为 24.6 亿，而公司 11 年收入仅为 25 亿。目前这些项目陆续进入主体开工阶段，业主资金落实情况较好，公司未来两年的业绩有支撑。
- **投资建议：从投资角度，我们认为公司是质地优良的路桥工程企业，四川，尤其是成都周边未来几年处于巨量投资阶段，**不同于一般的认识，作为路桥企业，公司仍然有不错的成长性，并且具备优秀的省外扩张能力。**预计 2012-2014 年 EPS 为 0.7 元、0.9 元和 1.06 元，3 年 CAGR 为 23%，给予 2012 年 15-17 倍 PE，合理价值区间为 10.5-11.9 元，首次给予“增持”评级。**
- **主要风险：**坏账风险；业务区域集中风险；增发业绩摊薄风险；小非出售股票风险。

目 录

1 路桥公司中的成长精品，具备省外扩张能力	7
1.1 四川建筑企业最佳效益排名第 2	7
1.2 成长性：正在继续	7
1.3 业务集中于四川省，省外业务拓展迅速	8
2 盈利能力：远超行业平均水平，比肩金螳螂	9
3.1 同行比较：盈利水平、周转效率显著领先	9
3.2 跨行比较：加权 ROE33.27%，人均利润为金螳螂的 2.6 倍	10
3.3 回款：控制能力行业最优	11
3 “十二五”期间“成都市中心区+天府新区”市政道路建设盛宴拉开大幕	12
3.1 中心城区“三环十六射”快速道路系统建设全面启动，未来三年投资额 180 亿	12
3.2 天府新区：构建“两横四纵”、“四横六纵”路网，预计未来 3 年投资额 300 亿	14
3.3 北改工程：成都最大民生工程全面启动，总投资 3300 亿	17
4 四川省内高速公路：“十二五”期间投资翻倍增长	17
5 优质公司+高强度投资环境=中标大量订单	19
5.1 中标大量项目，保证未来两年业绩	19
5.2 公司 BT 项目经验丰富，回款控制很好	21
6 拟公增融资 11 亿，7 亿用于元华路南延线 BT 项目、4 亿补充流动资金	21
7 业绩预测和估值	22
8 主要风险	23
8.1 回款风险	23
8.2 业务区域相对集中的风险	23
8.3 增发业绩摊薄风险	23
8.4 小非出售股票风险	23

图目录

图 1 成都路桥的历史沿革	5
图 2 成都路桥目前的股权结构	6
图 3 2008-2012Q1-3 公司收入和利润情况	8
图 4 公司在同行中收入增长波动较为稳定	8
图 5 2009-2012H1 年公司各项业务收入结构（万元）	8
图 6 2008-2012H1 年公司各项业务毛利率（%）	8
图 7 2008 年-2012H1 公司收入的地域分布（百万元）	9
图 8 2008-2012H1 公司四川省外收入占比（%）	9
图 9 2006-2012Q1-3 成都路桥毛利率水平较高（%）	9
图 10 2006-2012Q1-3 公司净利率水平远高于同行（%）	9
图 11 2006-2012Q1-3 路桥公司管理费用率对比（%）	9
图 12 2006-2012Q1-3 路桥公司销售费用率（%）	9
图 13 2006-2011 年各公司 ROE（%）	10
图 14 2008-2011 年各公司总资产周转率	10
图 15 2007-2011 年成都路桥和金螳螂的 ROE（%）	10
图 16 2006-2011 年成都路桥和金螳螂总资产周转率	10
图 17 2007-2012Q1-3 年成都路桥和金螳螂的净利率（%）	11
图 18 2006-2011 年成都路桥和金螳螂权益乘数	11
图 19 2012 年上半年成都路桥和金螳螂的人均产值（万元）	11
图 20 2012 年上半年成都路桥和金螳螂的人均利润（万元）	11
图 21 2006-2011 年各公司（存货+应收账款）/收入比例（%）	12
图 22 （存货+应收账款+预付账款-预收账款）/收入比例（%）	12
图 23 成都市近期建设规划中心城区交通建设规划部分（2011 年-2015 年） ..	13
图 24 成都市固定资产投资和地产投资	14
图 25 成都市地方财政预算收入	14
图 26 天府新区与成都主城道路规划示意图	15
图 27 成都市天府新区规划图	15
图 28 天府新区“两横四纵”高速路和“四横六纵”快速路系统规划图	16
图 29 “北改”区域示意图	17

图 30	成都北城金牛区五大主干道改造.....	17
图 31	交通固定资产投资增速（%）.....	18
图 32	四川省“十二五”高速公路规划图.....	18
图 33	四川 2013-2015 年高速公路投资额达 1200 亿（亿元）.....	19
图 34	2011-2013 年四川高速公路里程迎来高速增长时期.....	19
图 35	2008-2011H1 公司 BT 项目毛利率较高（%）.....	21
图 36	2011H1BT 项目收入占公司主营业务收入 8%.....	21
图 37	公司主要 BT 项目的回款情况良好（万元）.....	21

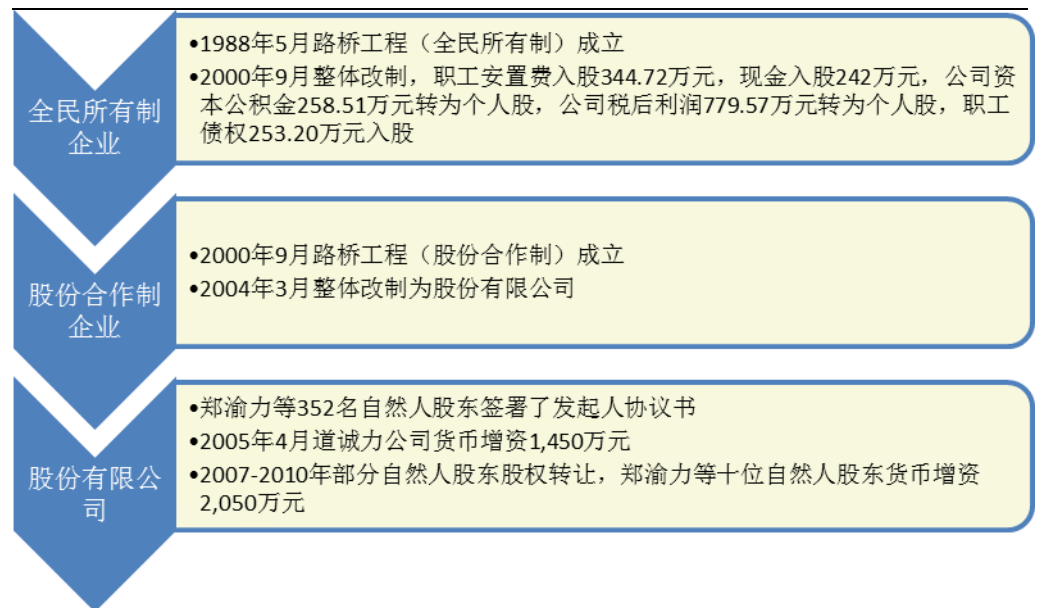
表目录

表 1 公司高管与核心人员持股情况	6
表 2 公司资质情况	7
表 3 公司在成都市路桥建设市场的份额	7
表 4 公司中标的大项目单位投资额都比较大	14
表 5 天府新区“三纵一横”快速路项目	16
表 6 四川省境内高速公路典型单位投资（万元/公里）	19
表 7 2012 年初至今公司新承接的大项目	20
表 8 拟公开增发募集资金投向	22
表 9 收支预测（百万）	22
表 10 未来资金需求预计（万元）	23

近半数员工持股，制度优势明显

成都路桥的核心业务主要为公路工程、桥梁工程、市政工程的施工和公路养护等业务，为四川地区主要的路桥建设施工企业之一。成都路桥是由隶属于成都市交通局的成都市公路桥梁工程公司（“路桥工程”）改制而来。路桥工程成立于 1988 年 5 月，在 2000 年和 2004 年先后分别改制为股份合作制企业和股份有限公司。

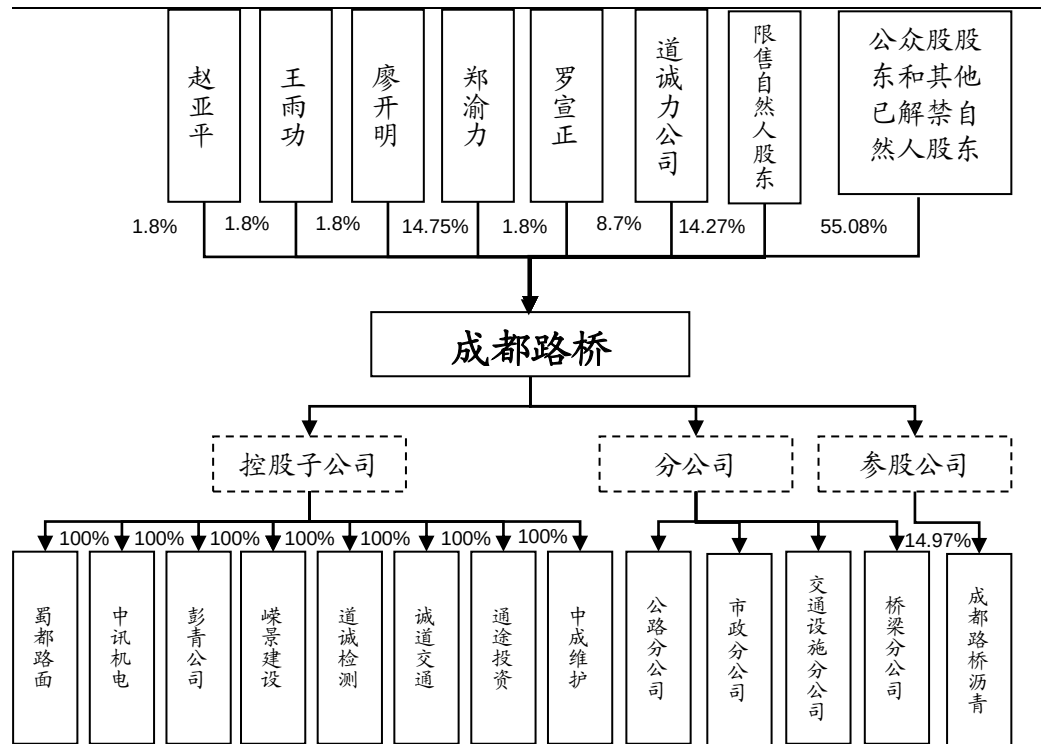
图 1 成都路桥的历史沿革



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

截止到 2012 年 3 季度末，董事长郑渝力先生直接持有公司 4928 万股份，持股比例为 14.75%；通过公司第二大股东道诚力公司间接控制公司 8.68%的股份的表决权。2008 年，公司 48 名股东签署了一致行动《承诺函》，承诺在公司今后的重大经营决策过程中（包括历次的股东大会决策程序中）与郑渝力事前协商一致并保持一致行动，因此郑渝力通过一致行动协议控制公司 21.49%的股份的表决权。董事长郑渝力先生合计控制公司 44.92%（14.75%+8.68%+21.49%）的股份表决权，是成都路桥的实际控制人。

图 2 成都路桥目前的股权结构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司高管和核心工作人员等 11 人等都持有公司股权,合计持有公司 27.78%的股份。截止 2012 年 2 季度末,公司共有员工 451 人,上市初期公司近半数员工直接或间接持有公司股份,员工激励较为充分。2012 年 11 月 5 日公司解除限售股份的数量为 9995 万股,占公司总股本的 29.93%,申请解除股份限售的股东人数为 132 人,因此股权结构较上市时有所变化,流通股已经占到总股本的 55.08%。

表 1 公司高管与核心人员持股情况

序号	姓名	职务	直接持股数（股）	间接持股数（股）	合计持股（股）	持股比例
1	郑渝力	董事长	49276358	5330200	54606558	16.35%
2	罗宣正	副董事长	6008422	1864700	7873122	2.36%
3	周维刚	董事、总经理	3275418	3712000	6987418	2.09%
4	胡晓晗	董事、董事会秘书	1937964	3152300	5090264	1.52%
5	王继伟	董事、副总经理	1204068	223300	1427368	0.43%
6	邱小玲	董事、副总经理、财务总监	2001638	533600	2537238	0.76%
7	廖开明	监事会主席	6008422	1864700	7873122	2.36%
8	王建勇	副总经理	867654	266800	1134454	0.34%
9	王云贵	监事	473064	223300	696364	0.21%
10	徐基伟	副总经理、总工程师	1204000	800400	2004400	0.60%
11	冯梅	总经济师	2003638	533600	2537238	0.76%
	合计		74260646	18504900	92767546	27.78%

资料来源：招股说明书、2011 年年报，海通证券研究所

1 路桥公司中的成长精品，具备省外扩张能力

1.1 四川建筑企业最佳效益排名第 2

公司是四川地区路桥工程行业的领先企业，路桥工程类施工资质齐全。公司拥有总承包资质 2 项、专业承包资质 5 项，能提供从设计到最后装修的全产业链服务。在四川省地区同时具有公路工程施工总承包一级、公路路面工程专业承包一级、公路路基工程专业承包一级、桥梁工程专业承包一级和隧道工程专业承包一级的建筑企业只有 5 家。

表 2 公司资质情况

总承包	
1	公路工程施工总承包壹级
2	市政公用工程施工总承包壹级
专业承包	
3	桥梁工程专业承包壹级
4	公路路面工程专业承包壹级
5	公路路基工程专业承包壹级
6	公路交通工程专业承包壹级
7	隧道工程专业承包壹级

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司的主要业务分布在四川省内，而成都市及周边的工程项目又占了公司主要项目的较大份额。2007-2010 年，成都路桥在成都市场累计市场份额为 16%。2010 年公司被四川省统计局认定为“四川建筑企业最佳效益 10 强”，排名第 2（首位为中水七局）。

表 3 公司在成都市路桥建设市场的份额

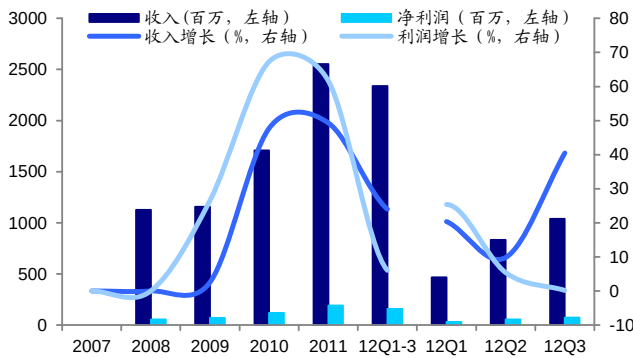
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
成都市开工项目公里数（KM）	238.80	214.69	247.48	235.92
公司承建项目公里数（KM）	49.27	25.348	41.91	35.12
公司承建项目份额（%）	20.63	11.81	16.93	14.89

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

1.2 成长性：正在继续

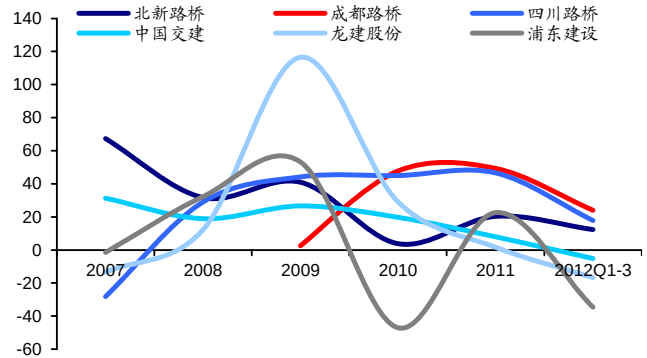
公司 2011 年收入 25.5 亿，在 A 股 6 家上市的专业路桥施工公司中收入规模排行第五；而净利润为 1.91 亿，仅次于中国交建和浦东建设。公司近三年收入增长迅速，2011 年收入同比增长 49.32%，净利润增长 61.68%；2012 年前三季度收入同比增长 24%，净利润同比增长 6.06%，较 2011 年所有放缓，2012 年当年新签的一些大项目逐步进入大规模主体施工阶段，收入确认进度有所加快，但毛利率同比下降较多，因此净利润增长有限。

图 3 2008-2012Q1-3 公司收入和利润情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 4 公司在同行中收入增长波动较为稳定

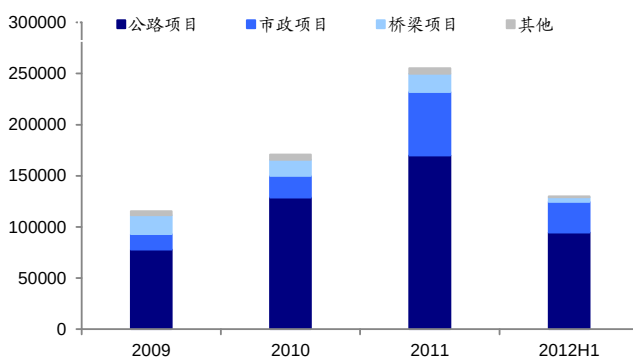


资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 业务集中于四川省，省外业务拓展迅速

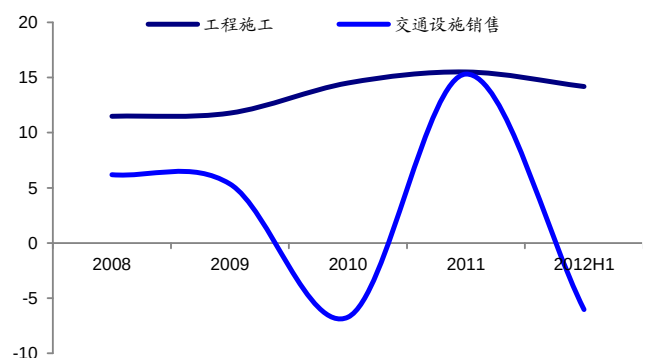
2012 上半年公司工程施工业务占到收入的 99.69%，其中公路、市政和桥梁项目分别占收入的 73%、23%和 3.5%。工程施工毛利率在 2008 年和 2009 年基本维持在 11.5% 左右，而在 2010 年和 2011 年分别提高到 14.51%和 15.51%，2012 年上半年为 14.19%，同比也增加了 0.4 个百分点。这一方面由于公司项目管理的效益在提升，另一方面是公司优化了业务结构，加大了对毛利率较高的沥青路面施工业务和 BT 项目的投入。

图 5 2009-2012H1 年公司各项业务收入结构（万元）



资料来源：2012 年中报，海通证券研究所

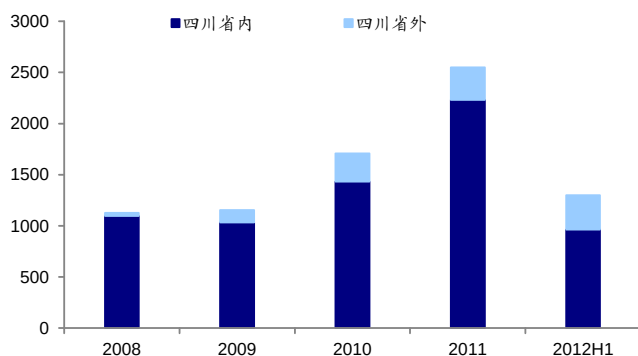
图 6 2008-2012H1 年公司各项业务毛利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

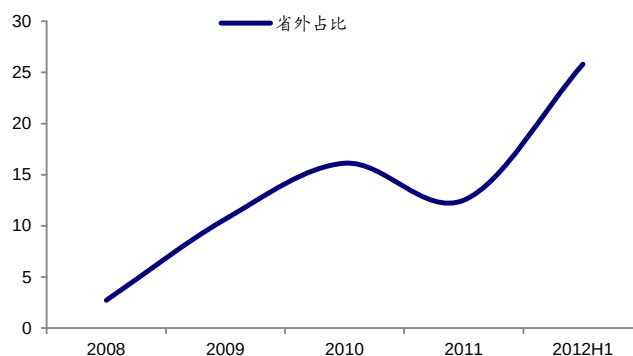
公司四川省内的收入在 2008 年达到 97.11%，2012H1 年为 74.2%。最近 4 年，省外收入占比有所上升，从 2008 年的 3000 万元上升到 2011 年的 3.19 亿元，CAGR 达到 119%，2012 年上半年省外收入，增长势头迅猛。西藏、新疆、贵州、湖南和甘肃等西部地区是公司未来将要进一步拓展的省外市场。

图 7 2008 年-2012H1 公司收入的地域分布（百万元）



资料来源：2012 年中报，海通证券研究所

图 8 2008-2012H1 公司四川省外收入占比（%）



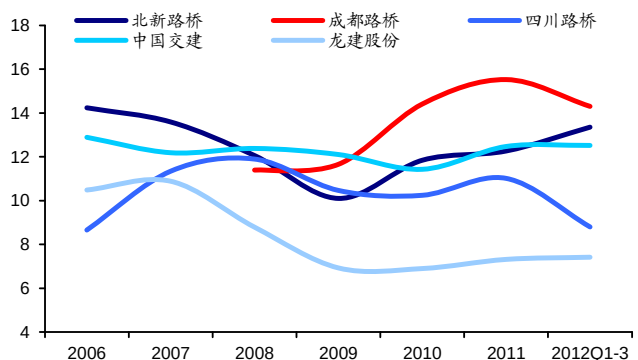
资料来源：2012 年中报，海通证券研究所

2 盈利能力：远超行业平均水平，比肩金螳螂

3.1 同行比较：盈利水平、周转效率显著领先

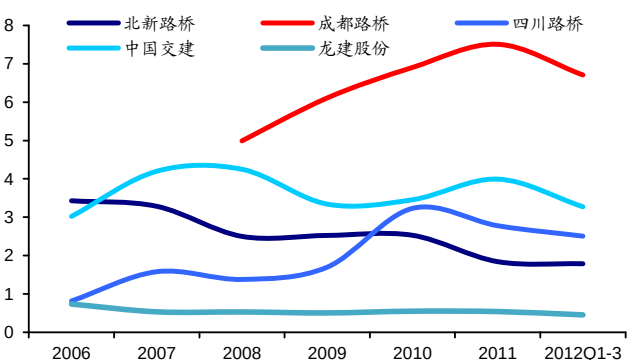
公司综合毛利率高于同行业上市公司。2011 年毛利率为 15.53%。同时公司的费用率控制良好，管理费用率和销售费用率处于行业较低水平。整体看来，公司净利率水平也远高于同行，2012 年前三季度达到 6.71%，是四川路桥的 2.68 倍。

图 9 2006-2012Q1-3 成都路桥毛利率水平较高（%）



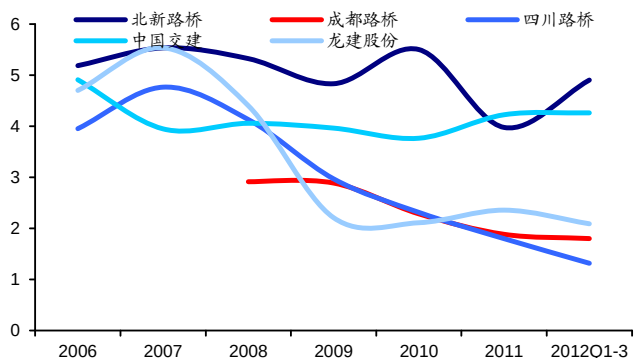
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 10 2006-2012Q1-3 公司净利率水平远高于同行（%）



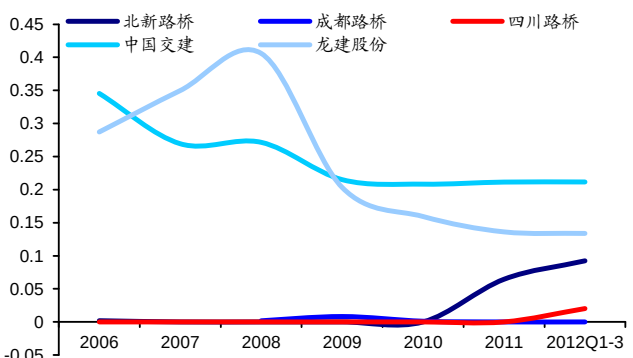
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 11 2006-2012Q1-3 路桥公司管理费用率对比（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

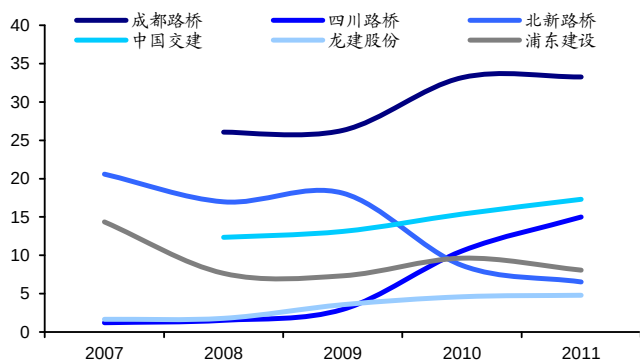
图 12 2006-2012Q1-3 路桥公司销售费用率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

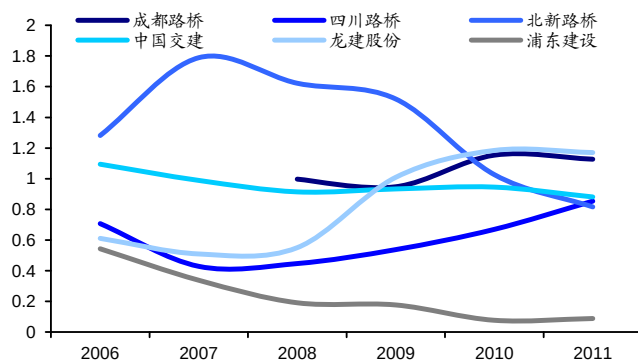
2011 年公司 ROE 达到 33.27%，明显高于其他上市的路桥建设公司。同时，公司的总资产周转率在 2011 年也达到 1.13，基本处于行业最好的水平。我们认为，作为一家较早经过改制的民营企业，公司的资金运用效率领先于同行，公司去年上市超募资金 4.6 亿，在超募资金的撬动下，公司有望保持稳定增长。

图 13 2006-2011 年各公司 ROE (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 14 2008-2011 年各公司总资产周转率

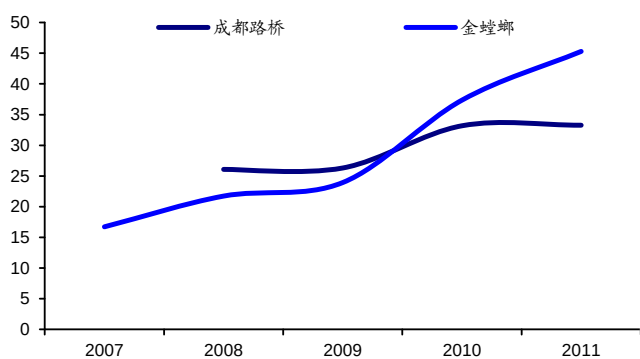


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 跨行比较：加权 ROE33.27%，人均利润为金螳螂的 2.6 倍

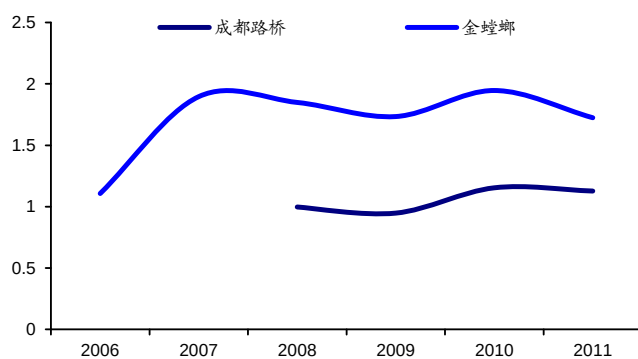
公司加权 ROE 水平与前近几年金螳螂的平均水平相当，近两年低于金螳螂。总体来看，**公司的净利率与金螳螂相当，ROE 的差距主要体现在总资产的周转率**，金螳螂的总资产周转率明显高于成都路桥，也就是说**是资产重于金螳螂**。

图 15 2007-2011 年成都路桥和金螳螂的 ROE (%)



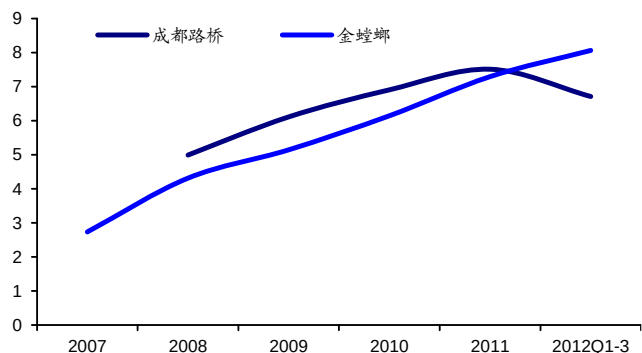
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 16 2006-2011 年成都路桥和金螳螂总资产周转率



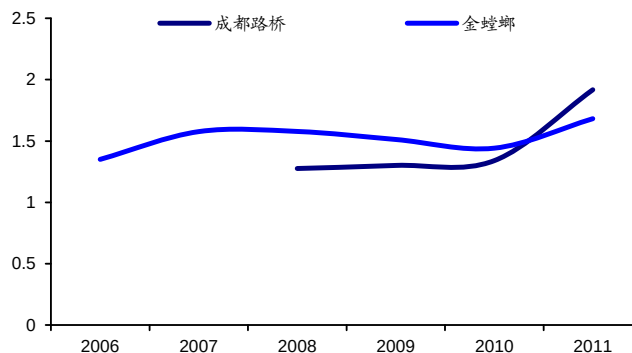
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 17 2007-2012Q1-3 年成都路桥和金螳螂的净利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

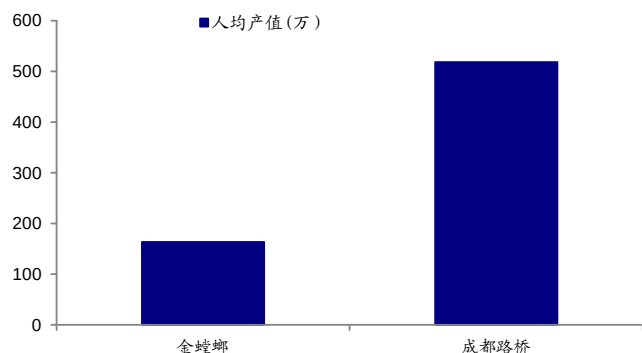
图 18 2006-2011 年成都路桥和金螳螂权益乘数



资料来源：Wind，海通证券研究所

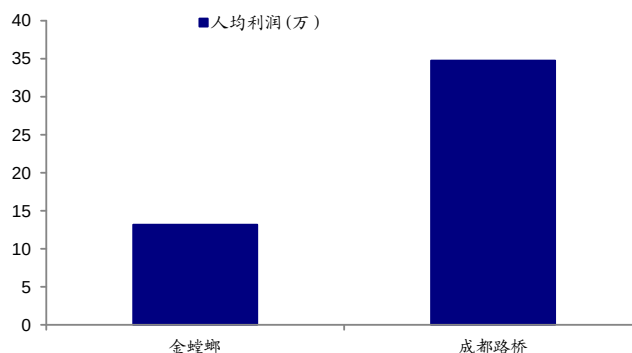
2012 年上半年末公司员工共 451 人，而金螳螂为 5370 人，公司的人均利润约为金螳螂的 2.6 倍。

图 19 2012 年上半年成都路桥和金螳螂的人均产值（万元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 20 2012 年上半年成都路桥和金螳螂的人均利润（万元）

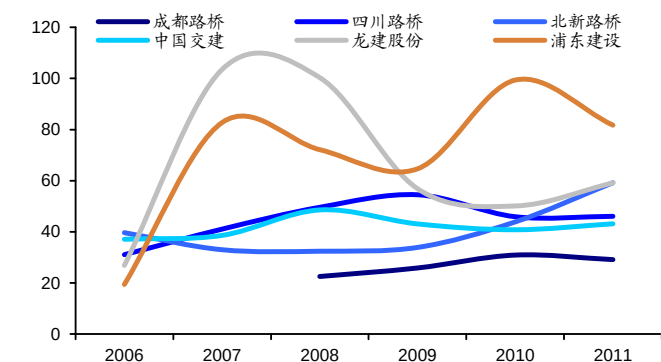


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 回款：控制能力行业最优

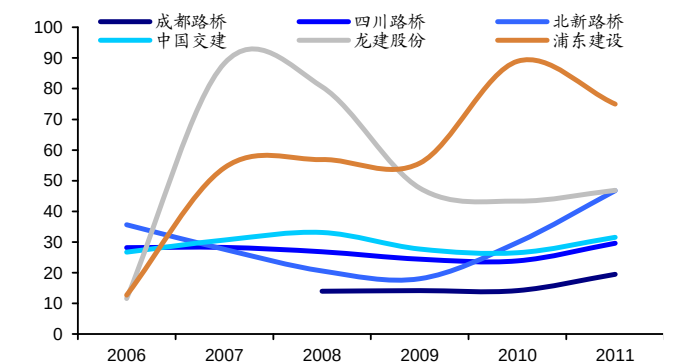
公司的 (存货+应收账款)/收入 的比率处于行业最低水平，说明公司对客户的回款情况管理较好；再考虑到公司对上游供应商现金流的控制能力，(存货+应收账款+预付账款-预收账款)/收入 的比率也处于行业内最低水平，说明公司整体的资金管理效率较高。

图 21 2006-2011 年各公司（存货+应收账款）/收入比例（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 22 （存货+应收账款+预付账款-预收账款）/收入比例（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

3 “十二五”期间“成都市中心区+天府新区”市政道路建设盛宴拉开大幕

3.1 中心城区“三环十六射”快速道路系统建设全面启动，未来三年投资额 180 亿

依据《成都市城市总体规划(2011-2020)》，成都中心区将建成“高速路网、快速路网、主干路网”三大体系，其中的快速路网体系规划了“三环十六射”，全长 290.5 公里，预计在十二五期末建成，目前仅形成“2 环 6 射”共 176 公里，预计未来 3 年还需建设 120 公里快速路；根据成都市近年来新建和改扩建市政道路的投资情况来看，平均每公里的投资额约为 1.5 亿（含部分动拆迁），那么未来三年的市场空间约为 180 亿。“三环十六射”快速路系统中的三环包括二环（主要以改造为主，成都路桥在 2012 年上半年分别中了东段和西段的 2 个标段，其中西段 4 标段的合同总价为 5.9 亿。）、三环和外环路（成都第一绕城高速），将以二环路为最内环，并接入 10 条以上的放射状快速路，以此形成快速进出城的道路条件。目前已经接入二环的快速路有 5 条，包括北新干线、成彭高架、成雅高速、成渝高速、成绵高速等。2012 年开工的红星路快速路（成都路桥 2012 年上半年中标，今年 7 月份开工，预计 13 年 3 月竣工，合同总额为 2.6 亿。）和成温邛快速路，主要是为了打通南面和西面的快速出城通道。

图 23 成都市近期建设规划中心城区交通建设规划部分（2011 年-2015 年）

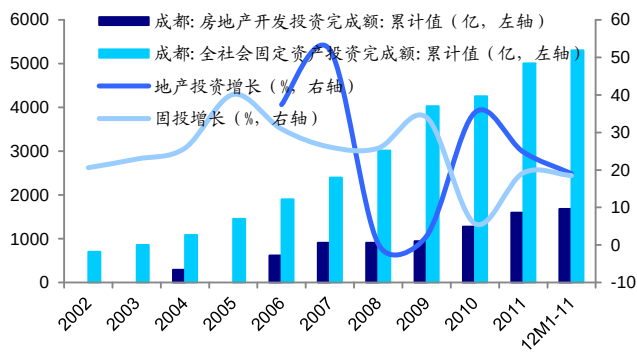
完善中心城区“环+放射”干线路网体系，基本形成“轨道交通为骨干，地面公交成网络”的公共交通体系，公共交通分担率达到35%以上。



资料来源：成都市规划局，海通证券研究所

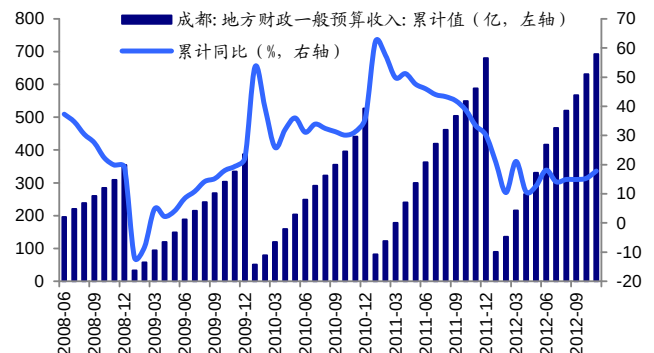
2012 年和 2013 年上半年成都中心区市政建设的主要任务是“两快两射两环”市政道路建设。“两快”指的是二环路快速路、二环路快速公交，“两射”指的是红星路及成温路两条快速通道，“两环”指的是是指 2.5 环贯通及一环路节点改造。2.5 环将在今年国庆前打通所有节点，彻底形成一个通畅的“交通环”，为二环路、三环路分流。“两快两射两环”项目是实现成都“两快十六射目标”的组成部分。根据上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司道桥院副总工程师、成都“两快两射”设计负责人之一的张云龙介绍，成都“两快两射”的设计充分吸取了上海城市建设的经验，上海目前已经形成快速路网系统，快速路密度达到 0.5km/km²；成都在“三环十六射”形成后可达到 0.54km/km²。

图 24 成都市固定资产投资和地产投资



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 25 成都市地方财政预算收入



资料来源：Wind，海通证券研究所

二环路改造带来 19 个节点新建改建。目前二环路沿线有 6 座互通式立交（北新、刀具、双桥子、人南、永丰、营门口），5 座顺路向跨线桥（红牌楼、双楠、清水河、蜀汉路、交大路）。工程竣工后，全线新建或改建立交及重要路口节点 19 个（北站、北新、刀具、解放路、杉板桥、成龙、双桥子、红星、人南、神仙树、永丰、红牌楼、双楠、清水河—大石西路、光华村、成温、蜀汉路—羊西线、营门口、交大路—沙西线）。立交桥等节点的投资额较大，如成都路桥今年 3 季度中标的绕城高速与元华路互通立交桥、天府新区“三纵一横”绕城高速立交桥群项目，总合同金额达 7.65 亿。

表 4 公司中标的大项目单位投资额都比较大

序号	项目名称	地区	业主	总投资 (亿元)	里程(公 里)	单位投资额 (亿/公里)
1	蜀都大道东段（东风大桥-三环路）道路综合整治工程	成都	成都城建投资管理集团有限责任公司	3	6.5	0.46
2	成都市中心城区缓堵保畅“两快两射两环”项目二环路东段改造工程	成都	成都交通投资集团有限公司	50	13.1	3.82
3	中心城区缓堵保畅“两快两射两环”项目中二环路西段和成温路、红星路改造工程	成都	成都市新都香城建设投资集团有限公司	40	20.8	1.92
4	天府新区“三纵一横”重大基础设施建设项目融资建设元华路南延线 C 标段	成都	成都兴城投资集团有限公司	34.5	18.9	1.83
合计				127.5	59.3	2.15

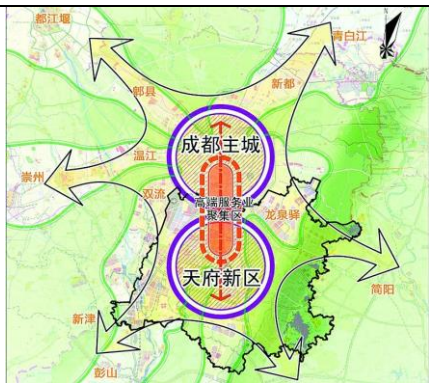
资料来源：公开资料，海通证券研究所

3.2 天府新区：构建“两横四纵”、“四横六纵”路网，预计未来 3 年投资额 300 亿

2011 年 5 月，国务院正式批复《成渝经济区区域规划》。《规划》明确要求规划建设成都市天府新区。成都市目前建成区面积约 843 平方公里，市区建成区面积 456 平方公里，而天府新区规划总面积 1578 平方公里，建设用地面积 650 平方公里，相当于再造一个成都。成都市规划局副局长王松涛表示，2011 年~2015 年新增城镇建设用地 160

平方公里。2011 年 12 月 25 日在成都举行天府新区建设启动仪式，150 个重大项目在此期间集中开工，包括成都的首批 84 个重点项目，总投资 2144 亿元，其中基础设施项目 29 项，投资额 434 亿。天府新区建设起步良好，2012 年 1-10 月，天府新区成都区域已完成投资 1026.6 亿元，2013 年计划总投资 1837.7 亿元。

图 26 天府新区与成都主城道路规划示意图



资料来源：Wind，海通证券研究所

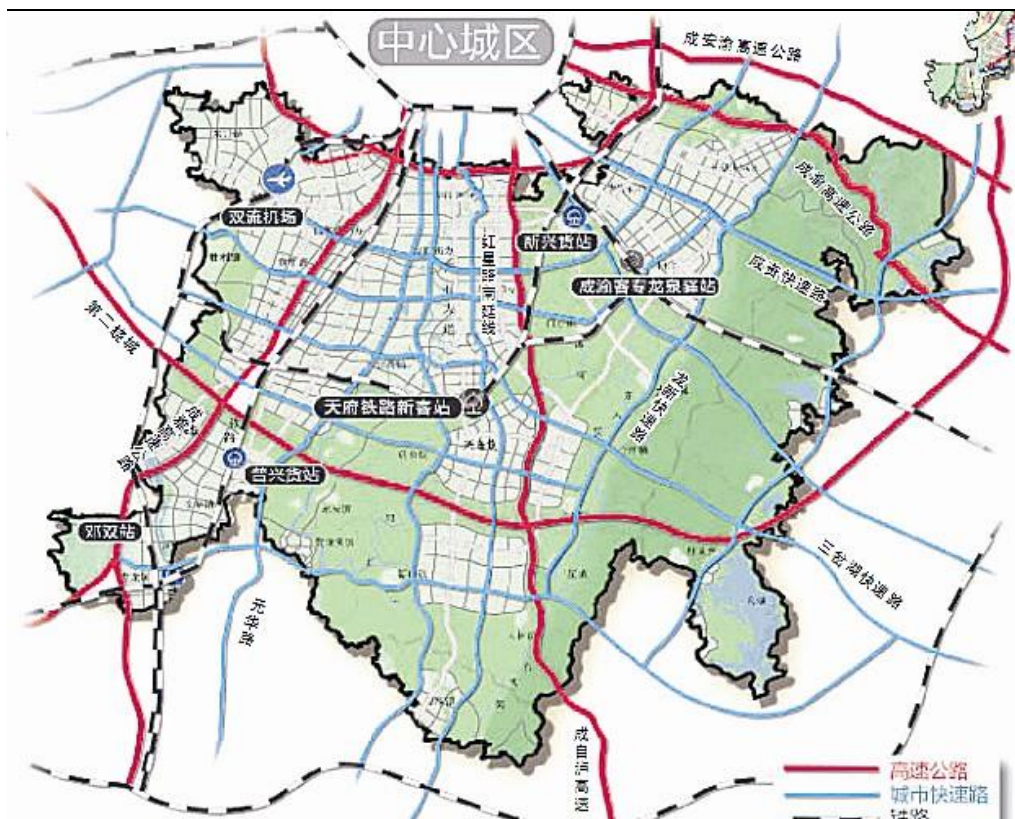
图 27 成都市天府新区规划图



资料来源：Wind，海通证券研究所

在市政道路交通方面，天府新区将构建“两横四纵”的高速路连接系统（其中四纵除了成自泸高速公路在施工外，其余都已经通车；两横指的是成都第二绕城高速公路和三绕，二绕 2010 年 7 月开工，计划 13 年底通车；三绕还在做环评，预计 2015 年通车，总投资计划 437.7 亿）。在快速路方面，天府新区将形成“四横六纵”的快速路网络格局，规划区内快速路总长度约 317 公里。其“四横”为华阳快速路、五环快速路、龙新快速路、彭三快速路。而“六纵”为元华快速路（开工）、站华快速路、红星路南延线（开工）、三岔湖旅游快速路（12 年 5 月份通车，9.5 公里，投资 10.37 亿）、双简快速路（通车）、成简快速路（于 2011 年 12 月通车，长 16.6 公里、双向四车道的一级公路，成都段投资约 18 亿）。

图 28 天府新区“两横四纵”高速路和“四横六纵”快速路系统规划图



资料来源：公开资料，海通证券研究所

2012 年“三纵一横”项目进入主体开工阶段，是“四纵六横”的组成部分，拉开了天府新区市政基础设施建设的序幕。“三纵一横”项目包括天府大道南延线、红星路南延线、元华路南延线以及正公路等 4 条市政主干道的建设，**全长 77.5 公里，估算工程投资 132.3 亿元，它们将成为天府新区的城市骨架。**整个项目计划在 2012 年 4 月初开工，其中，天府大道南延线、红星路南延线、元华路南延线在正公路以北路段，计划 2012 年年底形成通车能力，正公路(大件路至成自泸高速段)全线计划 2013 年底建成通车。预计“三纵一横”道路系统在 **2012 年将建成 29.8 公里，明年还将建成 47.5 公里。**

表 5 天府新区“三纵一横”快速路项目

项目	通车时间	里程(公里)	进度情况	投资(亿)	起止	中标单位
天府大道南延线	2013 年底	15.5	2012 年 4 月 10 日开工，到目前为止，已初步完成了便道、制梁场和驻地建设	39.3	起于华牧路，止于第二绕城高速	中国中铁
红星路南延线	2013 年底	18.9	2012 年底前将建成双流高新界到正公路段，长 6.4 公里	21.5	起于双流高新界，止于第二绕城高速	中国水电七局
元华路南延线	2013 年底	18.8	2012 年上半年开工，2012 年建成双流高新界至正公路段的 10.1 公里	30.4	起于双流高新界，止于第二绕城高速	成都路桥和中国中冶组成联合体
正公路	2014 年完成	24.6	2011 年底开工，2012 年将建成的路段为红星路与元华路中间路段长 8.2 公里	41.1	起于大件路，止于成自泸高速	中国铁建
合计		77.8		132.3		

资料来源：公开资料，海通证券研究所

我们预计天府新区未来还将有约 200 公里的快速路新建或改扩建项目开工，约对应 300 亿的投资规模。此外，在天府新区快速路系统初步形成的同时，大量的主干道也进

入新建和改扩建的阶段，公司作为成都市的领先市政和路桥施工企业将获得后续可观的市政道路订单。

3.3 北改工程：成都最大民生工程全面启动，总投资 3300 亿

成都市政府办公厅 2012 年 4 月下发了《关于进一步推进北城改造有关政策的意见》，对“北改”所涉及的规划、土地、项目报建、房屋征收、财政税收等方面的政策予以了明确。实施范围：东起新成华大道，西至西大街—金牛大道(老成灌路)，南抵一环路(局部至府河)，北至绕城高速金牛、成华北边界，总面积约 195 平方公里(含绕城高速内新都区部分区域)。北改的工程项目总共约 360 个，总投资 3300 亿元，使城北区域“一年出形象，三年见成效，五年大变化”。政府明确了交通先行指导方针，2012 年将启动总长约 46.5 公里的道路、立交桥等基础设施建设。考虑到旧城改造涉及到大量的市政道路改扩建项目，公司连续获得市政订单的概率很大。

图 29 “北改”区域示意图



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 30 成都北城金牛区五大主干道改造



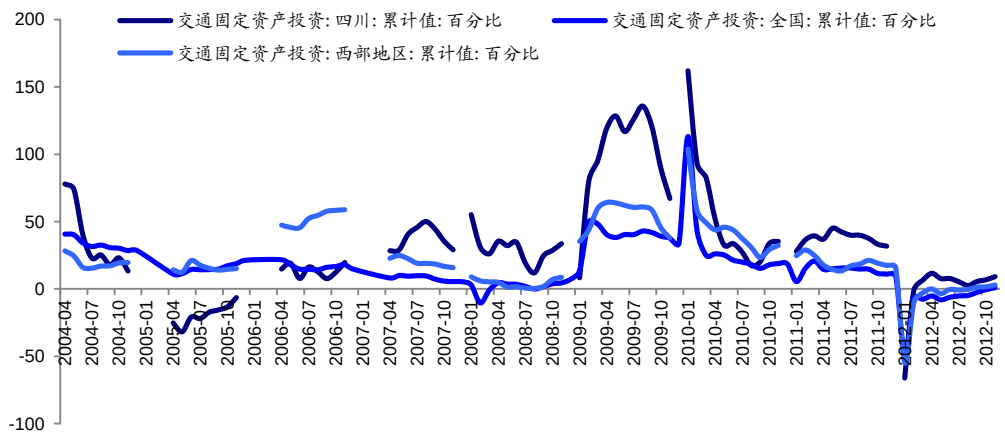
资料来源：Wind，海通证券研究所

截至 2012 年 11 月底，“北改”已完成总投资 450 亿元，整治完成交大路、解放北路等 5 条重大道路，加快建设货运大道、蜀龙路五期等 4 条断头路，启动 23 个棚户区改造，完成旧城拆迁面积 120 万平方米，调迁关闭货运场站 6 个，城北交通路网得到有效梳理，城市形象初步改善。重要道路节点加速推进，货运大道与绕城互通立交建成通车，三环路交大立交路基已基本形成，预计 12 月底全面竣工，蜀龙路五期跨三环立交正在加快建设。

4 四川省内高速公路：“十二五”期间投资翻倍增长

四川省作为西部大开发的重要地区，交通固定资产投资增速一直高于全国水平。2012年前11个月，全国的交通固定资产投资同比增长0.83%，西部地区的交通投资同比增长2.92%；而四川省交通投资同比增长9.14%，显著好于全国水平。

图 31 交通固定资产投资增速（%）



资料来源: Wind, 海通证券研究所

《四川省“十二五”综合交通建设规划》显示: 到 2015 年末, 四川将基本建成“贯通南北、连接东西、通江达海, 承接华南华中、连接西南西北、沟通中亚东南亚”的西部综合交通枢纽。“十二五”期间全省综合交通基础设施建设规划投资预计将达到 8453 亿元, 比“十一五”期间增长近两倍。其中铁路预计投资 2800 亿元, 公路 4138 亿元, 水运 410 亿元, 民航 200 亿元, 地铁 895 亿元, 邮政 10 亿元。四川省“十一五”期间公路投资额为 1943 亿, 预计省内公路的投资额在“十二五”期间还将翻倍增长。

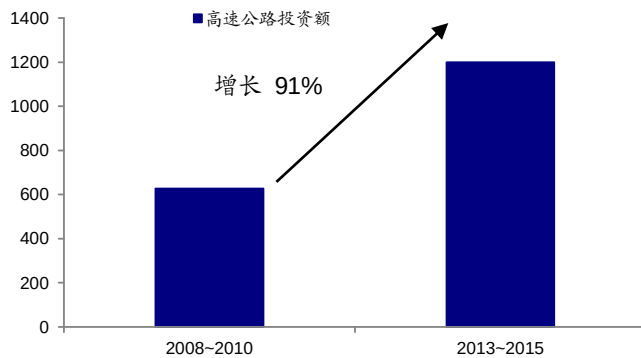
图 32 四川省“十二五”高速公路规划图



资料来源: 公开资料, 海通证券研究所

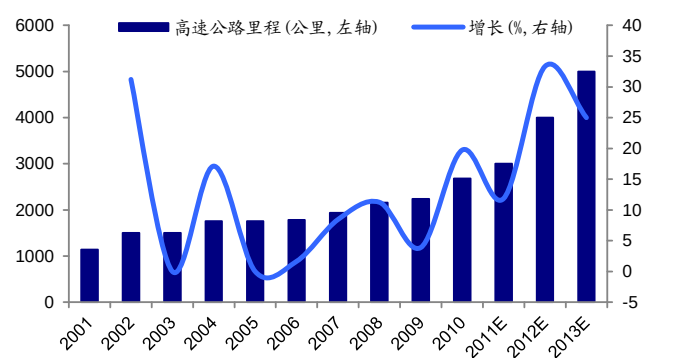
按照规划, “十二五”期间将新增高速公路通车里程 3700 公里, 进出川高速公路 11 条, 通车总里程达到 6350 公里。四川省交通运输厅表示, “十二五”头三年, 四川高速公路通车里程将以每年一千公里的台阶跃进: 2011 年, 四川高速公路里程突破 3000 公里; 2012 年达到 4121 公里, 2013 年预计将突破 5000 公里。

图 33 四川 2013-2015 年高速公路投资额达 1200 亿（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 34 2011-2013 年四川高速公路里程迎来高速增长时期



资料来源：Wind，海通证券研究所

根据近几年年四川路桥和成都路桥公布的高速公路中标项目估算，四川省境内一般的高速公路单位造价大约为 5000 万元每公里。（我们的估计相对偏保守，考虑到目前工程造价上涨的因素，现在高速公路平均造价动辄几千万，在经济高度发达的珠江三角洲地区，高速公路平均造价达到 7000 万元/km，部分路段车道多、施工难度大的甚至超过 1 亿元/km。）根据“十二五”规划开工的高速公路里程数，我们估算 **2013 年至 2015 年 3 年累计高速公路的投资额为 1200 亿左右**，而 2007-2010 年期间 4 年累计的投资额为 711 亿，**十二五“期间”后四年的工程投资额比“十一五”期间后四年的投资增长 91%**；平均每年投资约为 400 亿，而公司 2011 年的公路工程收入只有 17 亿，因此即使在省内地区，公司未来的市场空间依然不小。

表 6 四川省境内高速公路典型单位投资（万元/公里）

项目	地址	业主	里程(公里)	合同额(万元)	单位投资(万元/公里)	工期计划
宜泸路	四川省宜宾市江北高速公路北出口管理所	四川宜泸高速公路开发有限责任公司	77	452763.76	5880.05	09.08-13.08
成德绵复线	四川	四川成德绵高速公路开发有限公司	86.2	573600.00	6654.29	09.12-12.05
成都二绕(西段)TJ-B 标段	成都市郫县鹃兴路 729	四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司	87.1	401238.49	4606.64	11.03-13.04
成都路桥中标某段高速公路	四川		29.5	100800.00	3420.66	
合计			279.8	1528402.25	5140.41	

资料来源：四川路桥、成都路桥公司公告，海通证券研究所

5 优质公司+高强度投资环境=中标大量订单

5.1 中标大量项目，保证未来两年业绩

公司 2011 年底上市，超募资金 4.6 亿。2012 年年初以来，在充沛的资金支持下，公司连续中标大型 BT 以及总包项目。**2012 年初到 8 月份，公司新中标大项目达到 56 亿**（其中天府新区“三纵一横”扣除了五冶集团 51% 的合同份额，“两快两射两环”项目尚在设计阶段，工程造价未能确定，我们暂时按 5 亿元估计），**BT 项目 31.4 亿，施工总承包项目为 24.61 亿，而公司 11 年收入仅为 25 亿左右**。目前这些项目陆续进入主体开工阶段，业主资金落实情况较好，公司未来两年的业绩较有支撑。

表 7 2012 年初至今公司新承接的大项目

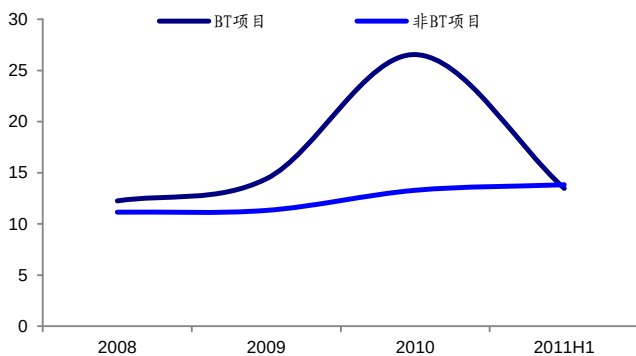
序号	状态	项目名称	类型	签订日期	地区	业主	合同价 (万)	工期	2012 年年底最新动态
1	签署合同	蜀都大道东段（东风大桥-三环路）道路综合整治工程施工合同	施工	2012 年 3 月 21 日	成都	成都城建投资管理集团有限责任公司	17568	本项目工期 205 天，具体开工时间以监理人下达的开工令为准。	
2	签署合同	交大路下穿金府路隧道建设工程项目勘察、设计、施工总承包	BT	2012 年 4 月 11 日	成都	成都市金牛区建设和交通局	15000	开工到 12.8.31	
3	签署合同	二环路西段工程项目“施工图设计-采购-施工总承包”EPC4 标段总承包合同	总包	2012 年 4 月 20 日	成都	成都兴城投资集团	59000	12.4.20-12.12.31	预计 13 年 5 月底竣工
4	中标	成都市中心城区缓堵保畅“两快两射两环”项目二环路东段改造工程“施工图设计—采购—施工”总承包 EPC1 合同段。	总包	2012 年 4 月 25 日	成都	成都交通投资集团有限公司	50000	13 年 5 月完工	预计 13 年 5 月底竣工
5	签署合同	新洛路（成青路口至龙泉驿界）改造工程施工	总包	2012 年 5 月 14 日	成都	成都市新都香城建设投资有限公司	17000	360 天	
6	签署合同	盘县两河至冯家庄（高铁站）至红果新城快速通道建设-移交（BT）项目合同协议书	BT	2012 年 6 月 28 日	贵州盘县	贵州省盘县人民政府	98669	2014 年 5 月 31 日	
7	签署合同	渠县北城快速通道建设工程	BT	2012 年 7 月 31 日	渠县	四川省渠县人民政府	51398	540 天	该项目主体工程已完成进度约 30%，预计 2013 年国庆通车
8	签署合同	天府新区“三纵一横”重大基础设施建设项目融资建设元华路南延线 C 标段	BT	2012 年 8 月 8 日	成都	成都兴城投资集团有限公司	148,960	元华路南延线在正公路以北路段于 2012 年底形成通车能力，其余路段于 2013 年 12 月 31 日前完成，19 个月工期	一期主车道贯通，截止到 2012 年 9 月 30 日，公司已累计投资 1.45 亿元。
9	签署合同	中心城区缓堵保畅两快两射两环项目中红星路改造工程“施工图设计-采购-施工总承包”（EPC）	总包	2012 年 8 月 8 日	成都	成都兴城投资集团有限公司	26000	竣工时间暂定为 2013 年 3 月 10 日	预计 2013 年 5 月 30 日通车
10	中标	绕城高速与元华路互通立交桥、天府新区“三纵一横”绕城高速立交桥群（剑南大道-濯锦南路）工程	总包	2012 年 8 月 8 日	成都	成都高投建设开发有限公司	76500	计划于 2012 年 8 月 25 日开工，2013 年 4 月 30 日前形成通车能力。	
合计							560095		

资料来源：重大合同公告，海通证券研究所

5.2 公司 BT 项目经验丰富，回款控制很好

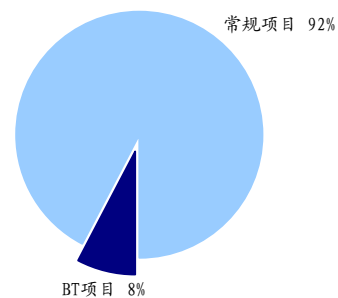
公司积极拓展 BT 的业务模式，积累了较为成功的 BT 项目运作经验。2011 年上半年公司 BT 项目收入占到主营业务的 8%。截至 2011 年 6 月 30 日，公司已承接了 12 个公路 BT 项目，合同总金额约 23.42 亿元，已完成 BT 项目投资约 15.87 亿元，累计收回回购款 13.01 亿元，累计拉动主营业务收入 13.90 亿元，通过参与 BT 项目施工实现营业利润 2.40 亿元。我们预计公司将继续推动 BT 项目在主营业务中的占比，从而提升公司的综合盈利能力。

图 35 2008-2011H1 公司 BT 项目毛利率较高（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

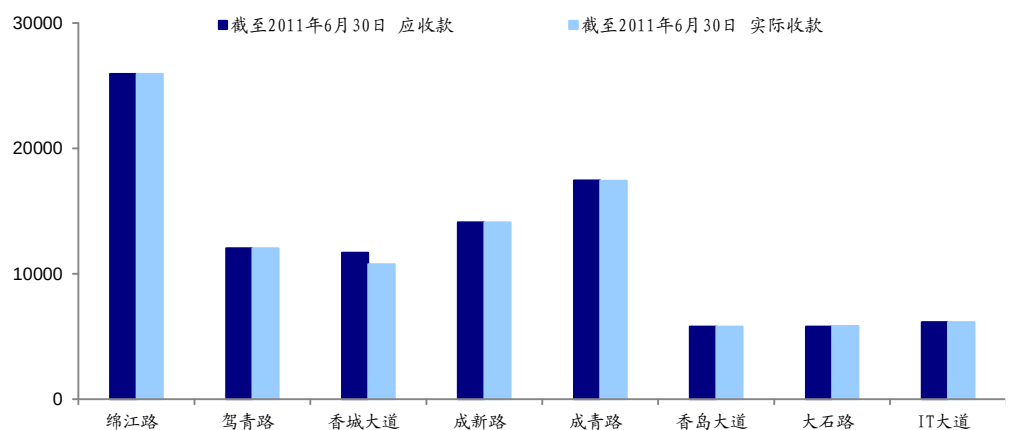
图 36 2011H1 BT 项目收入占公司主营业务收入 8%



资料来源：Wind，海通证券研究所

公司 BT 项目甄选经验、融资经验和回款经验丰富，之前承接的主要 BT 项目回款情况良好。自 2004 年以来，公司已逐步建立了完整的 BT 业务相关的管理制度，对 BT 项目业主本身的资信、回购的条件、投入的资金程度都有严格的要求和控制。至今公司的 BT 业务已进入了良性的资金和盈利循环，业务模式日臻成熟，BT 项目成为主营业务的重要补充。至 2011 年 6 月 30 日，除香城大道和成青路因审价等原因分别存在到期应收而未收回的款项 920.11 万元和 41.17 万元外，其他 BT 项目均不存在到期应收而未能收回款项的情况。

图 37 公司主要 BT 项目的回款情况良好（万元）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

6 拟公增融资 11 亿，7 亿用于元华路南延线 BT 项目、4 亿补充流动资金

公司 2012 年 11 月 26 日发布公告，拟公开发行不超过 1.3 亿股，募集资金总额不超过 11 亿元，募集资金拟用于补充流动资金和远华路 BT 项目。其中元华路南延线市政道路投融资建设项目由公司与中国五冶集团有限公司组成的联合体负责实施。该项目协议总投资匡算 30.4 亿元人民币，公司按合同工程的 49% 负责实施，拟以募集资金投入 7 亿元人民币。项目建设期工期 19 个月，计划 2013 年 12 月 31 日竣工验收。项目工程建设费用回购期为 24 个月。项目测算项目收入约 122457.58 万元，投资收益 20612.78 万元利润总额约 41,167.05 万元，净利润约 30875.29 万元，项目盈利能力优良。截止到 2012 年 9 月 30 日，公司已累计投资 14588.26 万元。

表 8 拟公开增发募集资金投向

序号	项目名称	预计总投资额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）	批准文号
1	元华路南延线市政道路工程（C 标段）投融资建设项目	122500.00	70000.00	成发改审[2012]340 号 [2012]341 号 [2012]342 号 [2012]343 号
2	补充运营资金项目	101031.51	40000.00	
	合计	223531.51	110000.00	

资料来源：公开增发公告，海通证券研究所

7 业绩预测和估值

根据公司的新签订单和工程工期的情况，公司未来 3 年的收入预测如下表所示：

表 9 收支预测（百万）

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入	1125.98	1154.21	1708.91	2550.62	3442.72	4301.87	5032.18
工程施工收入	1117.99	1145.15	1701.61	2545.00	3435.75	4294.688	5024.784
交通设施销售收入	0.77	5.18	5.09	5.624	6.97376	7.182973	7.398462
混凝土销售收入	7.22	3.88	2.21				
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入增长		2.51	48.06	49.25	34.98	24.96	16.98
工程施工收入(%)		2.43	48.59	49.56	35	25	17
交通设施销售收入(%)		572.73	-1.74	10.49	24	3	3
混凝土销售收入(%)		-46.26	-43.04				
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成本	998.83	1020.88	1462.21	2155.03	2944.11	3683.00	4313.16
工程施工收入	989.52	1010.19	1454.66	2150.271	2937.566	3676.253	4306.24
交通设施销售收入	0.72	4.9	5.43	4.762403	6.541387	6.751994	6.917562
混凝土销售收入	8.59	5.79	2.12	0	0	0	0
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛利率	11.29	11.55	14.44	15.51	14.48	14.39	14.29
工程施工	11.49	11.78	14.51	15.51	14.5	14.4	14.3
交通设施销售	6.19	5.35	-6.73	15.32	6.2	6	6.5
混凝土销售	-18.98	-49.45	4.3				

资料来源：招股说明书、2011 年报，海通证券研究所

考虑公司目前利润水平和历年盈利累积情况以及公司财务结构稳健性和业务发展持续性，预计公司未来两年有 11.7 亿元的资金缺口。公司近两年 BT 项目较多，进度款较少，我们估计未来大约还需融资 5 亿（不考虑增发的条件，通过短融等方式），未来两年平均每年新增约 2500 万的财务费用。

表 10 未来资金需求预计（万元）

未来业务资金需求		目前项目占用的公司资金	
投标保证金	2000	货币资金	73004
履约保证金	49950	预收账款	32168
小 计	51950	应付账款	93733
目前项目被占用资金		合计	198904
质量保证金	19191		
履约保证金	25973		
BT/EPC 项目占用	180070		
应收账款	30321		
预付账款	8430		
小 计	263986		
合计资金占用	315936	运营资金缺口金额	117032

资料来源：招股说明书、2011 年报，海通证券研究所

我们认为公司是国内质地优良的民营建筑企业，公司立足四川，分享川渝地区未来几年的投资盛宴，并逐步开拓省外市场，未来有望实现稳步增长，预计 2012-2014 年 EPS 为 0.7 元、0.9 元和 1.06 元，3 年 CAGR 为 23%，给予 2012 年 15-17 倍 PE，合理价值区间为 10.5-11.9 元，首次给予“增持”评级。

8 主要风险

8.1 回款风险

在项目施工过程中，公司一般需要先行垫付一定的资金，存在一定的回款风险；BT 项目的回购期一般需要 2-4 年，存在一定的回款风险。

8.2 业务区域相对集中的风险

公司业务目前主要集中在四川，特别是成都市场。四川市场公路建设波动对公司的影响较大。

8.3 增发业绩摊薄风险

公司拟公开增发融资 11 亿分别投入 7 亿到元华路南延线 BT 项目、4 亿于补充流动资金，对未来业绩有一定摊薄的风险。假设发行价为 10 元/股，需发行 1.1 亿股，考虑摊薄因素，2013 年业绩将摊薄 25%，摊薄后的业绩较 2012 年增长有限；如果发行价较高，摊薄的幅度会有所降低。

8.4 小非出售股票风险

2012 年 11 月 5 日公司解除限售股份的数量为 9995 万股，占公司总股本的 29.93%，申请解除股份限售的股东人数为 132 人；解禁的量比较大，小非如果集中出售股票可能对二级市场短期股价造成较大压力。

报表分析和预测

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2552.18	3444.03	4476.31	5371.22
营业成本	2155.92	2945.16	3832.32	4598.41
营业税金及附加	85.53	115.03	149.51	179.40
营业税率 (%)	3.35	3.34	3.34	3.34
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.12	60.61	77.44	91.31
管理费用率 (%)	1.89	1.76	1.73	1.70
财务费用	28.73	36.92	60.80	72.56
财务费用率 (%)	1.13	1.07	1.36	1.35
期间费用率 (%)	3.01	2.83	3.09	3.05
资产减值损失	14.15	32.51	23.02	23.02
投资收益	28.52	55.00	65.00	65.00
营业利润	248.25	308.79	398.22	471.52
营业外收入	9.41	4.92	1.79	2.15
营业外支出	1.16	0.76	0.90	1.07
利润总额	256.50	312.96	399.12	472.59
所得税	64.86	78.24	99.78	118.15
所得税率	25.29	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	0.01	-0.47	0.30	0.35
归属于母公司股东的净利润	191.63	235.19	299.04	354.09
EPS (元)	0.57	0.70	0.90	1.06

盈利能力指标 (%)	2011	2012E	2013E	2014E
毛利率	15.53	14.49	14.39	14.39
EBITDA Margin	10.98	9.90	9.92	10.02
EBIT Margin	10.29	9.39	9.32	9.35
营业利润率	9.73	8.97	8.90	8.78
净利率	7.51	6.83	6.68	6.59
ROA	8.46	6.09	5.51	5.27
ROE	21.36	15.83	17.28	17.47

盈利增长 (%)	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入增长率	49.32	34.94	29.97	19.99
主营利润增长率	60.88	25.89	29.09	20.00
EBITDA 增长率	72.47	21.66	30.28	21.19
EBIT 增长率	74.70	23.08	29.03	20.40
净利润增长率	61.68	22.73	27.15	18.41

偿债能力指标	2011	2012E	2013E	2014E
资产负债率 (%)	52.14	67.10	68.93	70.50
流动比率	1.59	1.33	1.25	1.20
速动比率	1.27	1.09	1.02	1.01
现金比率	0.50	0.57	0.51	0.53

经营效率指标	2011	2012E	2013E	2014E
应收帐款周转天数	32.95	34.43	35.71	36.43
存货周转天数	67.10	74.23	75.98	72.30
总资产周转率	1.13	0.89	0.82	0.80

资料来源：2011 年报，海通证券研究所

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	756.91	1754.66	2003.60	2612.85
存货	478.18	736.29	881.43	965.67
应收账款	264.78	393.91	494.18	592.98
其他流动资产	888.71	1178.65	1474.15	1730.20
流动资产	2388.58	4063.51	4853.37	5901.70
流动资产占比	0.83	0.84	0.81	0.80
固定资产	107.85	99.65	168.91	225.27
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4.07	4.07	4.07	4.07
其他非流动资产	376.09	680.06	984.04	1288.04
非流动资产	488.02	783.77	1157.02	1517.38
非流动资产占比	0.17	0.16	0.19	0.20
资产总计	2876.60	4847.29	6010.39	7419.08
短期借款	290.00	1290.00	1490.00	1790.00
应付账款	700.41	765.74	1034.73	1379.52
其他流动负债	509.55	996.79	1368.51	1730.79
流动负债	1499.96	3052.53	3893.23	4900.31
流动负债占比	1.00	0.94	0.94	0.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	200.00	250.00	330.00
非流动性负债	0.00	200.00	250.00	330.00
非流动负债占比	0.00	0.06	0.06	0.06
负债合计	1499.96	3252.53	4143.23	5230.31
股本	167.00	334.00	334.00	334.00
资本公积	729.96	562.96	562.96	562.96
留存收益	471.72	687.74	956.88	1275.56
少数股东权益	0.64	0.17	0.47	0.82
股东权益合计	1376.64	1594.76	1867.16	2188.77
负债股东权益总计	2876.60	4847.29	6010.39	7419.08

现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	191.63	235.19	299.04	354.09
折旧摊销	17.57	17.65	27.04	36.08
营运资金变动	-405.37	-157.12	76.77	244.98
其他	5.23	12.53	18.08	29.51
经营活动现金流	-190.93	108.24	420.93	664.66
资本支出	-156.93	-9.40	-96.29	-92.44
投资收益	81.05	55.00	65.00	65.00
其他	0.00	-300.00	-300.00	-300.00
投资活动现金流	-75.88	-254.40	-331.29	-327.44
债务变化	-49.20	1163.08	189.20	307.44
股票发行	763.72	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-19.16	-29.90	-35.41
筹资活动现金流	714.52	1143.91	159.30	272.03
现金净流量	447.71	997.75	248.94	609.24
每股经营性现金流 (元)	-1.14	0.32	1.26	1.99

信息披露

分析师声明

赵健：建筑工程行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、中国建筑、海油工程、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国水电、国海股份、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林、精工钢构、鸿路钢构、江河幕墙、中化岩土、成都路桥、苏交科。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

李迅雷 副总裁/首席经济学家/所长
(021) 23219300
lxl@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021)23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021)23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
陈 勇 (021)23219800
曹 阳 (021)23219981
高 远 (021)23219669
李 宁 (021)23219431

cy8296@htsec.com
cy8666@htsec.com
gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队
荀玉根 (021)23219658
陈瑞明 (021)23219197
吴一萍 (021)23219387
汤 慧 (021)23219733

联系人
王 旭 (021)23219396
李 珂 (021)23219821

联系人
周 霞 (021)23219807

zx6701@htsec.com

xyg6052@htsec.com
chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
tangh@htsec.com

wx5937@htsec.com
lk6604@htsec.com

金融产品研究团队
娄 静 (021)23219450
单开佳 (021)23219448
倪韵婷 (021)23219419
罗 震 (021)23219326
唐洋运 (021)23219004
王广国 (021)23219819
孙志远 (021)23219443
陈 亮 (021)23219914
陈 瑶 (021)23219645
伍彦妮 (021)23219774
联系人
桑柳玉 (021)23219686
曾逸名 (021)23219773
陈韵骋 (021)23219444

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com
cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021)23219449
丁鲁明 (021)23219068
郑雅斌 (021)23219395
冯佳睿 (021)23219732
朱剑涛 (021)23219745
联系人
张欣慰 (021)23219370
周雨卉 (021)23219760
杨 勇 (021)23219945

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhuji@htsec.com

zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com
yy8314@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021)23219445
徐莹莹 (021)23219885

jiangix@htsec.com
xyy7285@htsec.com

政策研究团队
李明亮 (021)23219434
陈久红 (021)23219393
陈峥嵘 (021)23219433
联系人
倪玉娟 (021)23219820
朱 蕾 (021)23219946

lml@htsec.com
chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com
nyj6638@htsec.com
zl8316@htsec.com

计算机行业
陈美凤 (021)23219409
蒋 科 (021)23219474
联系人
安永平 (021)23219950

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

ayp8320@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021)23219438
刘惠莹 (021)23219441

zhb6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路 颖 (021)23219403
潘 鹤 (021)23219423
汪立亭 (021)23219399
联系人
李宏科 (021)23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
赵 健 (021)23219472
联系人
张显宁 (021)23219813

zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业
邓 勇 (021)23219404
联系人
王晓林 (021)23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙 华 (021)23219411
何继红 (021)23219674
联系人
熊哲颖 (021)23219407
胡宇飞 (021)23219810
黄 威 (021)23219963

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com
hyf6699@htsec.com
hw8478@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频 (021)23219405
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
联系人
杨艺娟 (021)23219811

yyj7006@htsec.com

非银行金融行业
丁文韬 (021)23219944
联系人
黄 娟 (021)23219638
吴绪越 (021)23219947

dwt8223@htsec.com
hm6139@htsec.com
wxy8318@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021)23219413
张孝达 (021)23219697
联系人
郑震湘 (021)23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
刘佳宁 (0755)82764281
白 洋 (021)23219646
联系人
薛婷婷 (021)23219775

ljin8634@htsec.com
baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021)23219420
钱列飞 (021)23219104
虞 楠 (021)23219382
联系人
李 晨 (021)23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021)23219473
冯梓钦 (021)23219402
联系人
陈鹏辉 (021)23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇 (0755)82775282
联系人
马浩博 (021)23219822

zhaoyong@htsec.com
mhb6614@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021)23219391
联系人
任玲燕 (021)23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业 刘宇(021)23219608 联系人 刘杰(021)23219269 冯皓琪(021)23219709 郑琴(021)23219808	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com fhq5945@htsec.com zq6670@htsec.com	有色金属行业 施毅(021)23219480 刘博(021)23219401 联系人 钟奇(021)23219962	sy8486@htsec.com liub5226@htsec.com zq8487@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 联系人 张瑞(021)23219634 朱睿(021)23219957	caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com zr8353@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 孔维娜(021)23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 张光鑫(021)23219818	 zgx7065@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩(021)23219383 牛品(021)23219390 房青(021)23219692 联系人 徐柏乔(021)23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com xbq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣(021)23219415 联系人 汤砚卿(021)23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 戴志锋(0755)23617160 刘瑞(021)23219635	dzf8134@htsec.com lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389	 lzy6050@htsec.com
房地产业 涂力磊(021)23219747 谢盐(021)23219436 联系人 费亚童(021)23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳(021)23219767	xl6048@htsec.com	通信行业 联系人 侯云哲(021)23219815 宋伟(021)23219949	hyz6671@htsec.com s_w8317@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021)63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021)23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 刘晶晶(0755)83255933 辜丽娟(0755)83253022 高艳娟(0755)83254133 伏财勇(0755)23607963 邓欣(0755)23607962	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高臻(021)23219386 孙俊(021)23219902 姜洋(021)23219442 季唯佳(021)23219384 胡雪梅(021)23219385 黄毓(021)23219410 张亮(021)23219397 朱健(021)23219592 王丛丛(021)23219454 卢倩(021)23219373	gaoqin@htsec.com sunj@htsec.com jy7911@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zl7842@htsec.com zhuj@htsec.com wcc6132@htsec.com lq7843@htsec.com	北京地区销售团队 赵春(010)58067977 郭文君(010)58067996 隋巍(010)58067944 张广宇(010)58067931 王秦豫(010)58067930 江虹(010)58067988 张楠(010)58067935	zc8614@htsec.com gwj8014@htsec.com sw7437@htsec.com zgy5863@htsec.com wqy6308@htsec.com jh8662@htsec.com zn7461@htsec.com
---	--	---	--	--	---

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com