

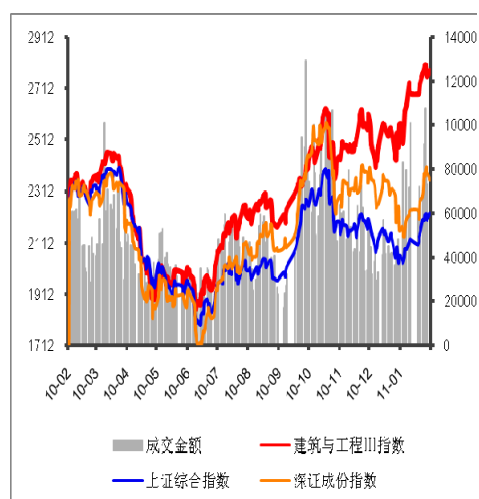
推荐

宏观政策双双发力 持续看好水利城轨

市场数据

上证指数	2932.25
深圳成指	12872.47
建筑工程指数（申万）	2786.55

相对市场表现



建筑建材研究小组：

联系人：闵雄军

8621-68761616-8678

zhengyn@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 19 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要：

CPI 二季度见顶、投资结构性加速：根据过往经验，CPI 见顶相对于政策密集调控滞后 3-5 个月，政策密集出台开始于去年 10 月，预计 CPI 见顶在二季度。固定资产投资增速及房地产开发投资均处于历史较高水平但是已经呈现下滑态势，投资呈现结构性加速增长。建筑装饰、水利工程、城市轨道交通工程增速最为明显，且在 11 年增速保持高位水平甚至加速，但是建筑装饰涨幅过大且在 08 年反弹以来持续跑赢指数，我们不看好其在 11 年仍旧有显著超越指数的表现，而对后 2 个子行业给予推荐评级。

水利工程行业内外开花，持续看好：水资源分布不均、旱涝灾害损失超过水利投资以及兑现节能减排承诺均需要大力发展水利。在中央 1 号文的支持下，资金来源问题得到了较好的解决，而实际投资很可能超过 1 号文的年均 4000 的投资规模。由于水利水电工程建设周期相对较长，我们预计前 3 年水利投资增速将会显著高于 4000 亿，11 年水利投资增速将高达 100%。水利的大力发展主要在不发达国家，海外政策相对于国内宽松，而经济优势逐步向好，因此海外水利市场值得期待。在内外开花的背景下我们持续看好水利工程行业，推荐次序依次是葛洲坝、粤水电、安徽水利。

城市轨道交通建设工程将逐步进入加速发展期：我国轨道交通建设还处于初级阶段，根据发达国家的经验，我国轨道建设最高峰将出现在 2023 年前后，在此之前是发展的高峰期。截至 10 年底已有 28 个城市规划获得批准和 8 个城市规划上报，根据规划，11 年地铁投资增速为 37.5%，里程数增速为 21%。我们看好轨道交通工程在“十二五”期间的发展，推荐股票次序依次是隧道股份、粤水电、宏润建设。

风险提示：相关投资低于预期，房地产调控超预期。

	现价	12 月目标	10EPS	11EPS	12EPS
葛洲坝	14.94	20.10	0.48	0.67	0.85
隧道股份	11.51	17.00	0.65	0.85	1.03
宏润建设	14.61	19.20	0.75	0.96	1.23

目录

1.宏观：CPI 二季度见顶及投资结构性加速	1
1.1 CPI：二季度见顶	1
1.2 投资：结构性加速	1
1.2.1 城镇 FAI：仍处于高位水平，但开始回落	1
1.2.2 房地产开发投资	1
2.水利工程行业：内外开花	2
2.1 大力发展水利建设的必要性	2
2.1.1 水资源时空分布不均	2
2.1.2 连续两年旱涝灾害损失超过水利建设投资	4
2.1.3 节能减排要求	4
2.2“十二五”对水利建设的支持	5
2.2.1 资金来源	5
2.2.2 投资额预计	6
2.3 水利工程：内外开花 持续看好	6
2.4 投资标的选择	7
3. 城市轨道交通行业：进入加速发展期	8
3.1 我国城市轨道交通还处于初级阶段	8
3.1.1 运力角度	8
3.1.2 城镇化率：发达国家的历史经验	9
3.2 政策支持，未来十年是轨道交通发展的黄金十年	10

3.2.1 规划里程	10
3.2.2 规划投资	14
3.3 标的选择	15
4. 重点推荐公司介绍	16
4.1 葛洲坝	16
4.2 隧道股份	16
4.3 宏润建设	17

图目录

图 1CPI 预期在二季度见顶	1
图 2 城镇 FAI 增速维持高位但开始回落	1
图 32011 年新增房地产开发投资增速预计在 20-25%	2
图 4 地方投资将继续超过中央投资	2
图 5 人均径流量对比	3
图 6 地下水资源对比	3
图 7 水利建设长期落后于固定资产投资的局面将会改变	4
图 8 水利投资及其增速预计	4
图 9 新增水电装机及增速	5
图 10 图 11 五年规划水电投资及增速	5
图 12IMF 对 2011 年世界经济增速预测	6
图 13 对外工程承包及同比增速	7
图 14 对外工程承包新签合同额及同比增速	7
图 15 前 10 大运营里程数的城市	8
图 16 人均运营里程对比	9
图 17 单位面积运营里程对比	9
图 18 主要城市轨道运力占总运力比重对比	9
图 19 我国城镇化率及预计	9
图 20 来自日本的历史经验	10
图 21 “十二五”规划里程（公里）及分布	10
图 22 地铁投资增速及预测	14
图 23 地铁投资额分布	14

表目录

表 1 南北水资源对比	3
表 2 水利建设资金来源	6

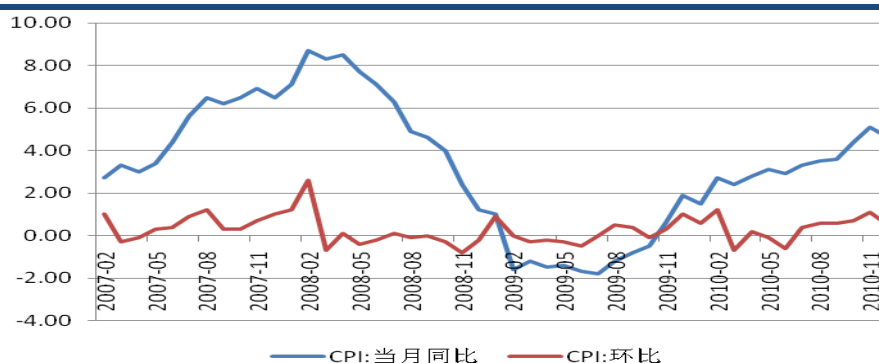
表 3 主要水利工程公司简要对比	7
表 4 公交、城市轨道与小汽车能耗对比	8
表 5 各大城市施工里程（公里）	11
表 6 各大城市新开工里程（公里）	12
表 7 各区域地铁投资额（亿元）	14
表 8 城市轨道交通工程主要企业对比	15

1. 宏观：CPI 二季度见顶及投资结构性加速

1.1 CPI：二季度见顶

从历史经验来看，调控密集出台到通胀见顶约 3-5 个月，随后会慢慢回落，与此相随的是政策的放松。股市也会对此提前作出反应。从去年 10 月份以来，周期性品种轮番表现，我们预计这种现象会延续至 4 月。作为传统周期性品种的一员，建筑工程行业也将会有相应的表现。

图 1CPI 预期在二季度见顶



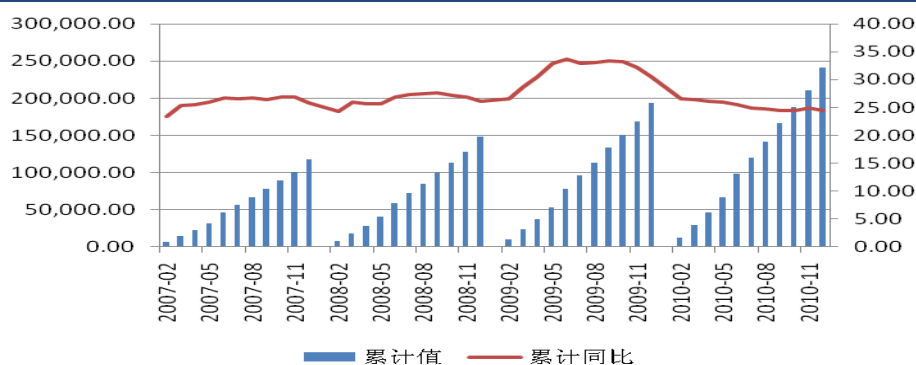
资料来源：国家统计局、德邦研究

1.2 投资：结构性加速

1.2.1 城镇 FAI：仍处于高位水平，但开始回落

由于 08 年末的经济刺激，09 年固定资产投资增速大幅上升，10 年有所回落，但仍然维持在较高水平，在政策元年的刺激下，我们预计 2011 年城镇 FAI 与 2010 年基本持平，在 20-25% 的水平，但是在经济结构调整的大背景下，以后的回落不可避免。

图 2 城镇 FAI 增速维持高位但开始回落



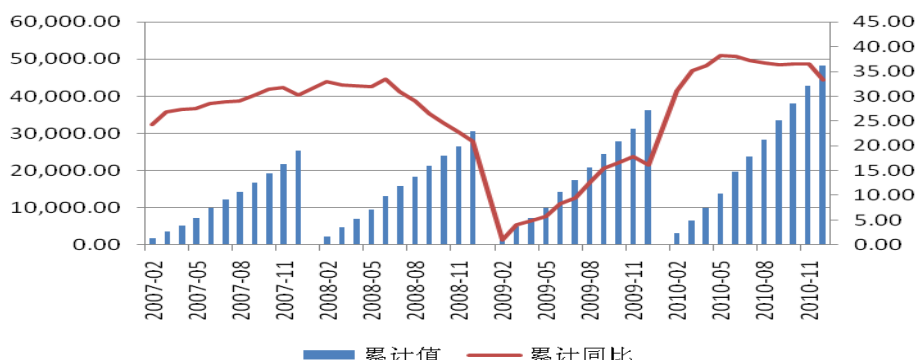
资料来源：国家统计局、德邦研究

1.2.2 房地产开发投资

我们预计 2011 年房地产开发投资增速在 20-25%，其中新开工面积增速为 15-20%，土地

购置面积增速在 5-10%，虽然土地供应会增加，但开发商的热情会有所减弱，因此土地购置面积增速相对于 10 年不会有打得变化。

图 3 2011 年新增房地产开发投资增速预计在 20-25%

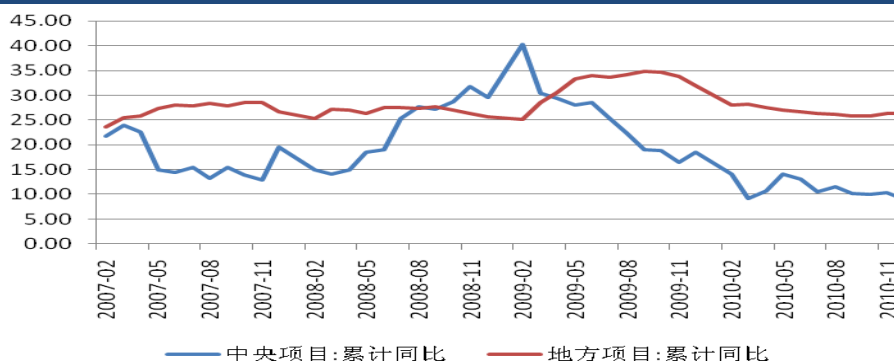


资料来源：国家统计局、德邦研究

2011 年以房地产为代表的地方投资增速仍然快于以铁公基为代表的中央投资增速，但是扣除保障房的影响后其差距将会缩窄。基建投资内部差异也很明显，在整体增速回落的背景下呈现结构性加速的现象，主要就是水利工程建设和城市轨道交通建设，这也是 2011 年上半年建筑工程行业最为看好的两个子行业。

从需求端来说，2011 年增速最快的依次是建筑装饰、水利工程建设和城市轨道交通建设，前者主要是消费驱动，后 2 者主要来自政策驱动。建筑装饰行业在 09 年、10 年持续大幅跑赢指数，且累计涨幅过大，我们不看好其在 2011 年有显著超越大盘的表现。而后 2 者是我们最为看好的 2 个子行业。

图 4 地方投资将继续超过中央投资



资料来源：国家统计局、德邦研究

2. 水利工程行业：内外开花

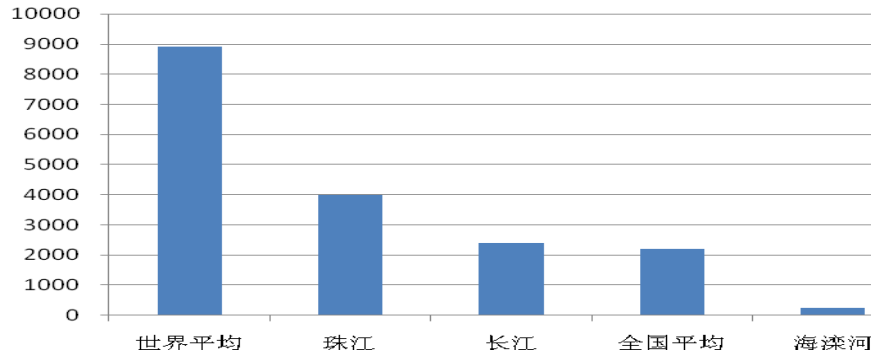
2.1 大力发展水利建设的必要性

2.1.1 水资源时空分布不均

受季风影响，我国水资源呈现夏秋多，冬春少的特点。从空间上看，从东南到西北依次递减，地表水以长江中下游地区、珠江三角洲地区、西南地区 and 东北地区地表水相对充足。中国人均径流量为 2200 立方米，是世界人均径流量的 24.7%。各大河的流域中，以

珠江流域人均水资源最多，人均径流量约 4000 立方米。长江流域稍高于全国平均数，约为 2300~2500 立方米。海滦河流域是全国水资源最紧张的地区，人均径流量不足 250 立方米。

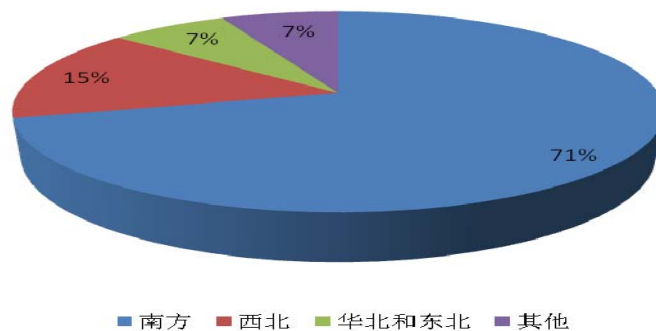
图 5 人均径流量对比



资料来源：公开资料整理

我国地下水资源南方丰富，北方贫乏。南方地区地下水淡水天然资源为 6100 多亿 m³/年，占全国地下水淡水资源天然资源总量的 71%，幅员广阔的西北地区只占全国的 15%，东北和华北地区仅占全国的 6%-8%。

图 6 地下水资源对比



资料来源：公开资料整理

水资源分布在时空上的严重不均衡导致水资源与土地、矿产资源分布以及生产力布局不相匹配，因此必须大兴水利建设解决水资源的分配问题。

表 1 南北水资源对比

	人口比例	耕地比例	水资源比例	人均水资源量
北方	44.4%	59.2%	14.7%	747 立方米
南方	50.6%	35.2%	80.4%	3480 立方米

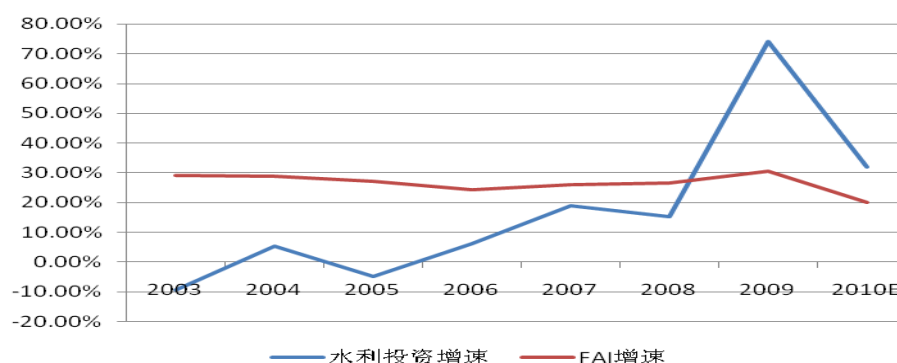
资料来源：公开资料整理

2.1.2 连续两年旱涝灾害损失超过水利建设投资

一方面，水利投资与水旱灾害造成的损失成反比。水利投资增长较快的大多数省份，如天津、上海、湖北、广西、西藏、新疆，农业水灾、旱灾受灾率和成灾率低于全国平均水平。说明水利投资的增长对水旱灾害的防御和治理整体上具有良好的效果。

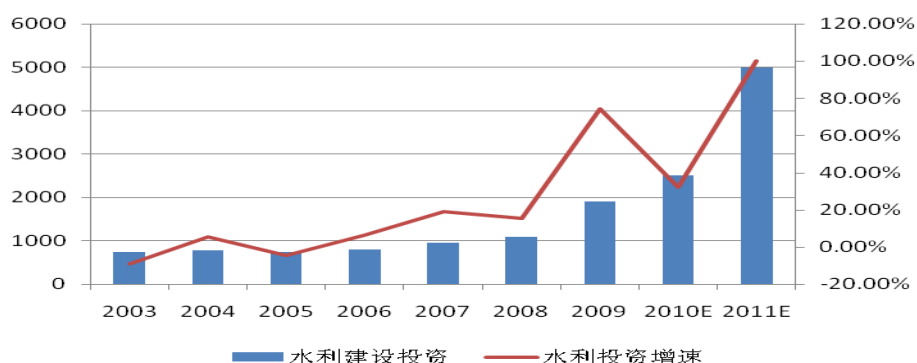
另一方面，09 年旱涝灾害造成的直接损失为 2052 亿，而 09 年水利建设投资为 1894 亿，这表明我国水利建设落后，水利设施老化严重。虽然水利建设从 07 年以来有所加速，但总体仍然低于固定资产投资增速，10 年预计水利投资为 2500 亿，同比增长 32%，其中南水北调工程投资约 500 亿，为前 7 年投资总和，同增约 200%。

图 7 水利建设长期落后于固定资产投资的局面将会改变



资料来源：WIND、水利部、德邦研究

图 8 水利投资及其增速预计



资料来源：水利部、德邦研究

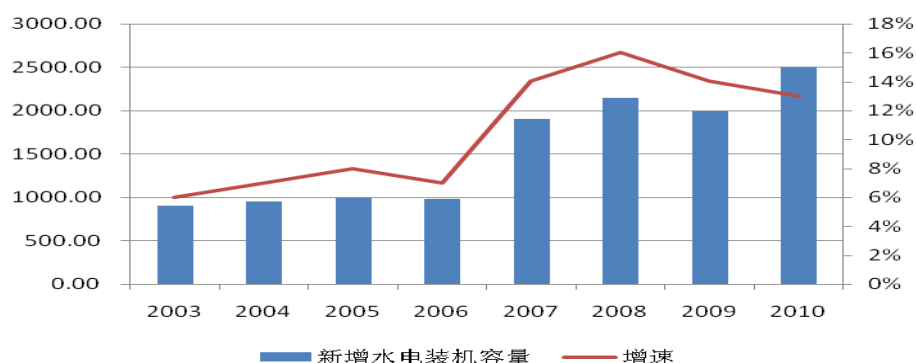
2.1.3 节能减排要求

我国承诺在 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右，而目前我国非化石能源占一次能源消费比重在 8% 左右，风能、太阳能、生物质能、地热能等非化石能源在我国能源消费中占比很小，达到目标主要靠发展水能和核能。要实现上述目标，水电开发规模需要达到 3.2 亿~3.5 亿千瓦，水电在我国清洁能源结构中的贡献率超过 50%。

根据中国水电工程顾问集团公司的预计，我国“十二五”水电发展的目标是到 2015 年，

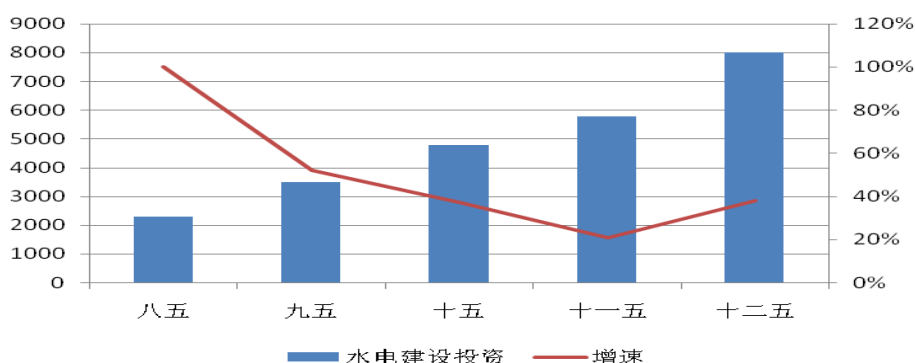
水电装机容量将达到 3.1 亿千瓦，2020 年将达到 3.8 亿千瓦。2009 年水电装机容量是到 1.97 亿千瓦，09 年新增装机容量 1989 万千瓦，增速 14%；08 年新增 2148 万千瓦，增速 16%；我们假设 2010 年新增 2500 万千瓦，增速 13%，那么截至“十一五”结束，我国水电装机容量为 2.2 亿千瓦。所以“十二五”的增量为 0.9 万千瓦，十三五的增量为 0.7 亿千瓦。十五期间投产水电工程项目平均单位造价为 8500-9000 元/千瓦，其中建筑工程单位造价最高，为 2663 元/千瓦，占 33.3%，照此测算，“十二五”期间水电建设投资将达到 8000 亿，相对“十一五”增速约 25%。

图 9 新增水电装机及增速



资料来源：WIND、中国水电工程顾问集团、德邦研究

图 10 图 11 五年规划水电投资及增速



资料来源：中国水电工程顾问集团、德邦研究

2.2“十二五”对水利建设的支持

1 月 29 日，中央 1 号文发布，是新中国成立 62 年来中共中央首次系统部署水利改革发展全面工作的决定，而且把水利发展提升到“国家安全”的重要位置，这也是建国以来的第一次。这意味着水利建设在“十二五”期间将再次进入高速发展期。

2.2.1 资金来源

水利建设具有很强的公益性，能否落实的关键在于资金来源。从本次文件发布的力度来看，中央十分重视，我们预计每年的投资有 50%以上来自中央，中央年投资额超过 2000 亿。同时该文件还规定土地出让金的 10%将用于农田水利建设，2010 年全国土地出让金

的规模为 2.7 万亿，如果按照这一比例，则每年将有超过 2000 亿的资金可用于农田水利建设。此外 1 月 25 日财政部、国家发展改革委、水利部三部委联合出台《水利建设基金筹集和使用管理办法》。这是出台的第一个关于加大水利建设的配套文件。水利建设基金一直是水利建设资金的第二大来源，但是在“十一五”期间由于重视不够其占比在水利投资额中逐年下降，在政策的强力推动下我们预计该项占比在未来几年逐步上升。

表 2 水利建设资金来源

中央投资	2000
土地出让金	2000
地方政府配套	1000
信贷	500
合计	5500

资料来源：德邦研究

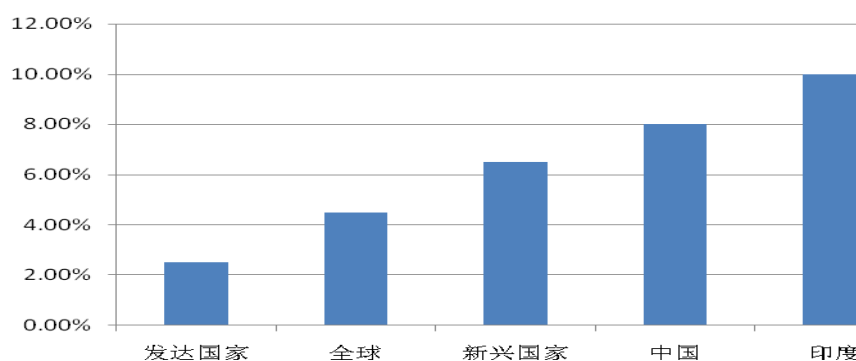
2.2.2 投资额预计

根据该项文件，未来 10 年年均水利投资规模将达到 4000 亿元，实际数额可能会更高。由于水利水电建设还具有兑现节能减排承诺的任务，而大型水电站建设一般为 7 年左右，小型水电站也要 2-5 年，因此“十二五”期间尤其是头 3 年水利建设规模将会显著高于 4000 亿元。

2.3 水利工程：内外开花 持续看好

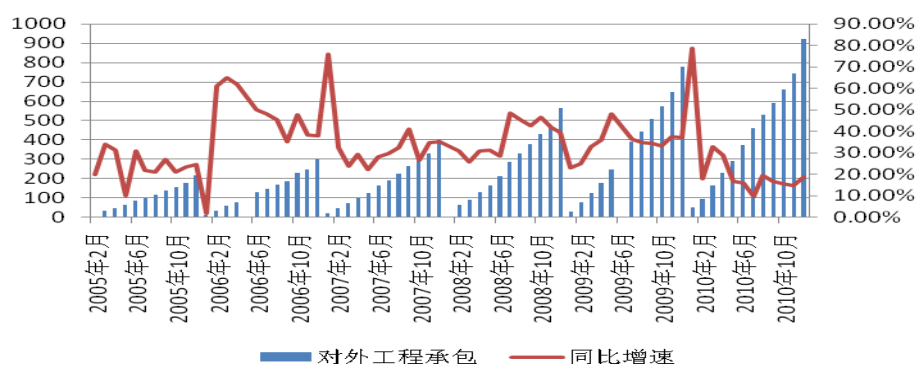
海外宏观经济逐步向好，且政策环境相对宽松，有利于海外工程，对外工程承包额同比也在去年 12 月由负转正，以葛洲坝为代表的水利工程公司 10 年海外合同同比增长 48%，占比 40%，其中水利工程占 80%，我们预计 11 年对外工程新签合同继续向好，而内部政策力度更是史无前例，水利工程值得持续看好。

图 12 IMF 对 2011 年世界经济增速预测



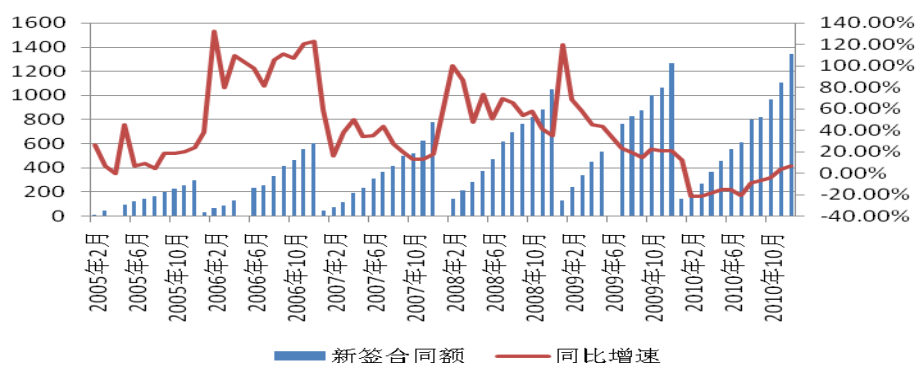
资料来源：IMF

图 13 对外工程承包及同比增速



资料来源：商务部、德邦研究

图 14 对外工程承包新签合同额及同比增速



资料来源：商务部、德邦研究

2.4 投资标的的选择

A 股涉及水利建设的主要公司是葛洲坝、粤水电和安徽水利。葛洲坝占整个水利建设市场 25%的份额，是全国性的龙头公司，水利工程占营收的比例为 80%，主要涉及的是大中型水利工程建设；粤水电是区域性水利工程公司，其水利工程业务占比在 30-40%之间，省内和省外业务各占 50%，主要涉及小水电建设，也是本次政策最为支持的部分；安徽水利约 50%的利润来自房地产，在 09 年更是主要利润来自房地产，受政策影响较大。从估值角度看，葛洲坝估值最低，粤水电次之，安徽水利最高。总体上我们推荐次序依次是葛洲坝、粤水电和安徽水利。

表 3 主要水利工程公司简要对比

	葛洲坝	粤水电	安徽水利
水利工程业务占比	80%	30%-40%	30%
水利业务类型	大型水利工程	小型工程	小型工程
受政策影响	不受影响	不受影响	受影响

资料来源：公司公告整理、德邦研究

3. 城市轨道交通行业：进入加速发展期

城市轨道交通是城市公共交通的骨干。它具有节能、省地、运量大、全天候、无污染（或少污染）等特点，属绿色环保交通体系，符合可持续发展的原则，特别适应于大中城市。城市轨道交通种类繁多，按照用途可分为城市铁路、市郊铁路、地下铁道、轻轨交通、城市有轨电车、独轨交通、磁悬浮线路、机场联络铁路、新交通系统等。

表 4 公交、城市轨道与小汽车能耗对比

	公交	城轨
与小汽车能耗相比	8.4%	5%
单位能耗与小汽车相比	节约 30 千焦	节约 2100 千焦
人均碳排放与小汽车相比		21.70%

资料来源：公开资料整理

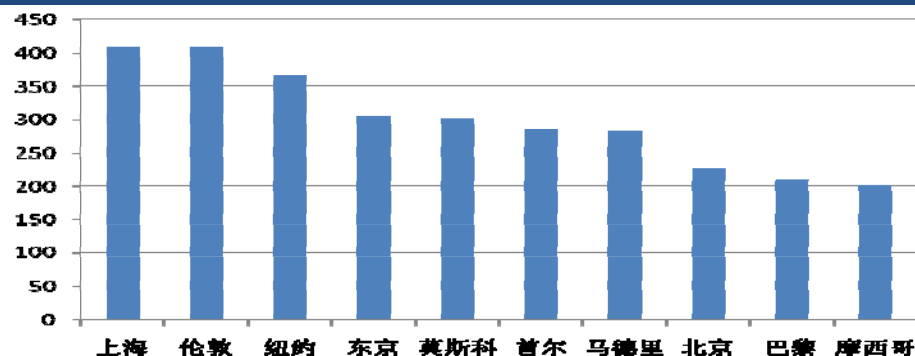
3.1 我国城市轨道交通还处于初级阶段

截至 09 年底，我国共有 11 个城市开通了城市轨道交通，总运营里程超过 1000 公里，其中上海市地铁运营里程数为 410 公里，位居世界第一。北京、上海两地城市轨道交通发展相对成熟，其他地区发展还很不充分。但是总体来看，与发达国家相比，我国城市轨道交通仍然处于初级发展阶段。

3.1.1 运力角度

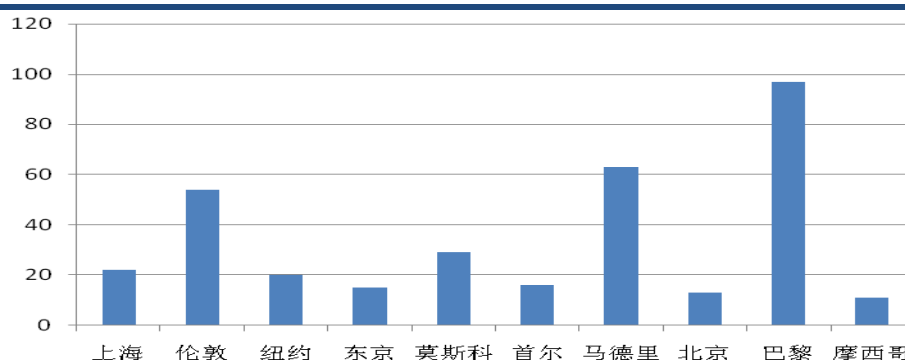
从运营总里程来说，上海已经跃居世界第一，单是不论从人均里程、单位面积里程还是地铁运力占整个城市运力比重，我国都处于较低水平。

图 15 前 10 大运营里程数的城市



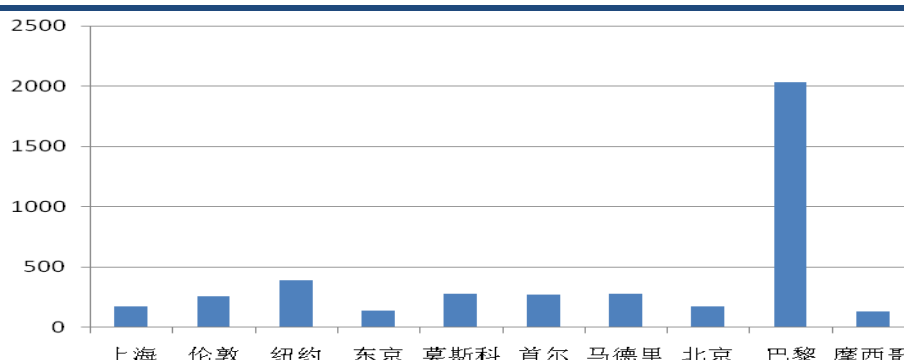
资料来源：公开资料整理、德邦研究

图 16 人均运营里程对比



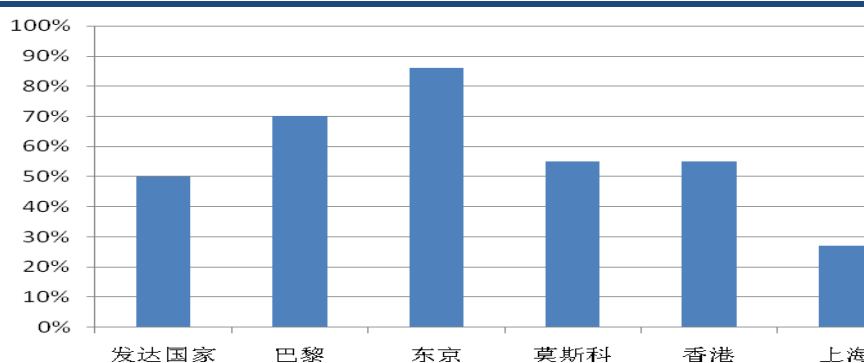
资料来源：公开资料整理、德邦研究

图 17 单位面积运营里程对比



资料来源：公开资料整理、德邦研究

图 18 主要城市轨道运力占总运力比重对比

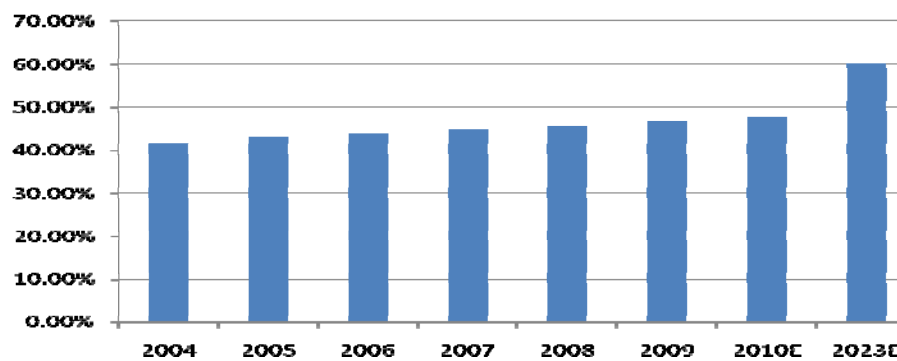


资料来源：公开资料整理、德邦研究

3.1.2 城镇化率：发达国家的历史经验

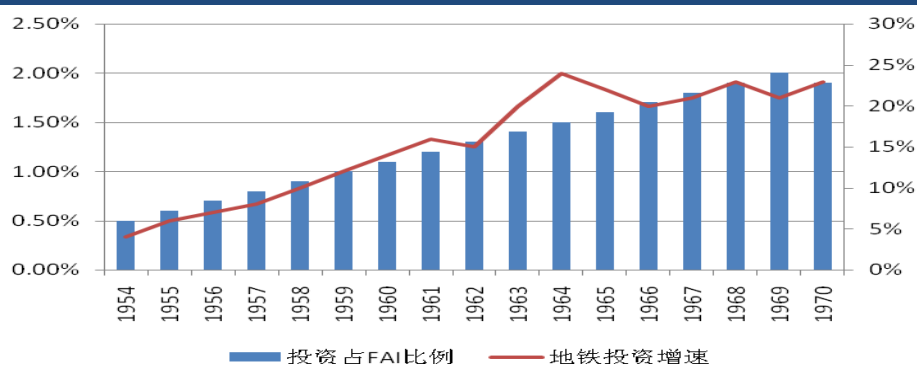
根据发达国家的经验，城镇化率达到 60%-70%时城市轨道交通建设力度是最后的加速阶段，其投资占整个固定资产投资比例也达到峰值，在 1.8%左右。我国城镇化率每年以 0.8-1%速度增加，而在 09 年我国的城镇化率为 46.60%，照此测算未来十年将是轨道建设逐步加速的时期，而峰值大约出现在 2025 年前后。

图 19 我国城镇化率及预计



资料来源：国家统计局、德邦研究

图 20 来自日本的历史经验



资料来源：日本统计局、德邦研究

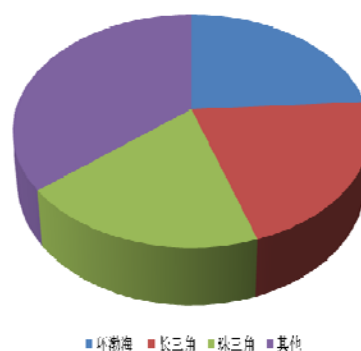
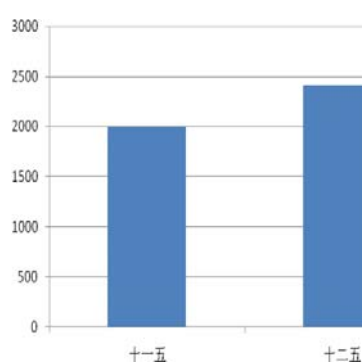
3.2 政策支持，未来十年是轨道交通发展的黄金十年

无论是从整体运力角度，还是从城镇化发展的角度，我国的轨道交通行业都有很大的空间，而政策也是十分配合以助推轨道交通行业。我们认为，轨道交通将会接棒公路、铁路建设，成为未来一段时间重点扶持的基建子行业。与以往还可能在适当时候叫停项目审批不同，截至 10 年底，已有 28 个城市的轨道交通规划获批，8 个城市的规划已经上报。从已经获批的情况来看，长三角、珠三角、环渤海区域投资力度最大。

3.2.1 规划里程

根据已经上报的规划，2011-2015 年总共新增 2411 公里，“十二五”期间新增里程数相对于“十一五”期间增长 21%。分区域来看，三大主要区域合计占新增里程数 65%；分城市来看，北上广深四大城市占比 42%。

图 21 “十二五”规划里程（公里）及分布



资料来源：地方政府网站、德邦研究

表 5 各大城市施工里程（公里）

	2008	2009	2010	2011	2012
北京	45	73	71	54	26
上海	47	50	37	37	20
天津	12	12	31	36	30
广州	28	50	32	30	10
南京	14	17	20	65	65
武汉	14	25	21	21	19
沈阳	10	13	15	15	15
长春	5	8	5	5	10
重庆	16	27	48	39	35
深圳	26	41	47	35	35
杭州	18	20	20	19	
哈尔滨	3	4	4	4	
青岛		4	4	4	12
大连		10	24	24	24
苏州	4	10	26	26	20

西安	4	12	12	16	10
成都	7	8	12	30	25
郑州		7	10	10	19
南昌		10	10	10	10
宁波		4	9	9	9
合肥		7	7	13	13
无锡		6	11	11	11
东莞		10	10	10	10
南宁		8	8	8	8
长沙		6	10	10	10
福州		6	9	9	9
昆明	5	15	19	19	5
佛山			21	21	21
兰州				4	4
合计	259	462	554	594	484

资料来源：地方政府网站、德邦研究

表 6 各大城市新开工里程（公里）

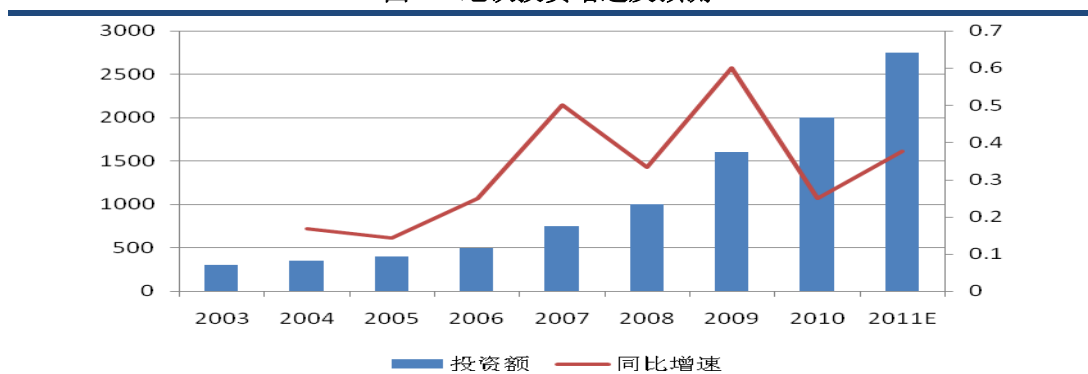
	2008	2009	2010	2011
北京		84	100	12
上海	74		68	35
天津			83	
广州	4	66	18	
南京			98	148
武汉		45	67	

沈阳		30	37	
长春	16		19	
重庆	19	24	86	
深圳		16	98	
杭州	30			
哈尔滨	14			
青岛		25		
大连		40	42	
苏州		27	83	
西安	26			28
成都			22	20
郑州		26	18	42
南昌			28	
宁波		21	28	
合肥		29		27
无锡		31	27	
东莞		59		
南宁		33		
长沙		22	24	
福州		29	27	
昆明		44	20	
佛山			92	
兰州				19
合计	184	650	1083	359

3.2.2 规划投资

2011-2020 年，我国轨道交通将新增里程数 5500 公里，总运营里程数达到 7400 公里，按照每公里造价 5 亿元计算，总投资额达到 27500 亿元，年均投资额达到 2750 亿元，而 09 年投资额仅 1500 亿元左右。

图 22 地铁投资增速及预测



资料来源：政府网站、德邦研究

分区域来看，投资力度最大的是环渤海区域，其次是珠三角区域。

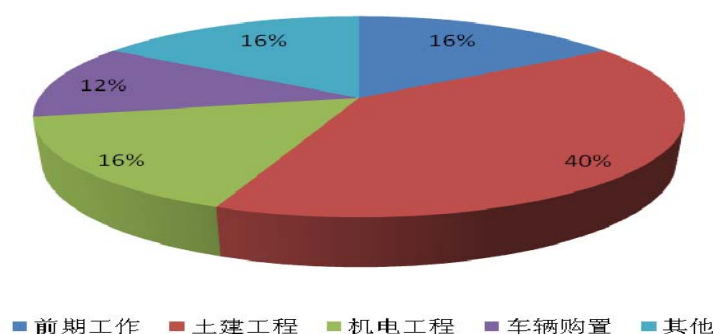
表 7 各区域地铁投资额（亿元）

	2010	2011-2015	2016-2020
环渤海	503.70	2413.10	2093.53
珠三角	308.56	2120.17	1749.94
中部	217.25	2094.52	1454.31
长三角	386.49	1824.33	4973.00
西部	75.42	1059.94	1684.02
东北	146.60	262.62	881.40
东南	31.16	124.62	143.34
合计	1669.18	9899.30	12979.54

资料来源：政府网站、德邦研究

整个地铁建设中，最先受益的是建筑类公司，其占投资额的比例也最大，约 40%。

图 23 地铁投资额分布



资料来源：政府网站、德邦研究

3.3 标的选择

A 股市场涉及城市轨道交通工程的上市公司主要有中国中铁、中铁铁建、中铁二局、隧道股份、上海建工、宏润建设、粤水电、腾达建设，其基本情况如下表：

表 8 城市轨道交通主要企业对比

	地铁相关业务收入	占总营收比例	市场占有率
中国中铁	656.84	86.8%	52.60%
中铁二局	91	39%	7.29%
隧道股份	111.89	89.50%	8.96%
粤水电	5.96	25.21%	0.48%
宏润建设	10.35	21.49%	0.83%
上海建工	51.66	16.90%	4.14%
腾达建设	4.23	23.33%	0.34%

资料来源：上市公司公告、德邦研究

从营收占比情况来看，隧道股份是最为纯正的城市轨道交通工程股，其次是粤水电和宏润建设；从业务区域分布来看，隧道股份主要在上海，区域收入占总收入比约 50%，宏润建设主要集中在华东地区，占比约 75%，但是其主要利润来自房地产业务，受政策影响较大；粤水电主要在广东地区，占比约 75%，且广东地区投资增速明显高于上海地区。综合来看在城市轨道交通工程方面我们推荐依次是隧道股份、粤水电、宏润建设。

4. 重点推荐公司介绍

4.1 葛洲坝

- **公司合同储备充分。**公司目前合同储备约 1100 亿元，是公司 10 年收入的 4 倍左右。合同储备充分为公司未来 3 年业绩提供了保底。
- **水利业务未来三年复合增速有望超 70%。**公司是上市公司唯一一家具有特级资质的水利施工企业，在中央一号文的支持下收益最为充分。公司海外业务增速明显，而水利建设在海外不发达国家发展同样也是大行其道。公司凭借良好的资质和与银行的合作，海外项目不断拓展，且盈利能力强于国内业务。总体来看公司水利业务增速未来三年有望超过 70%，而水利业务占公司营收 80%，照此估算公司未来三年符合增速在 50%以上。
- **水利发电、高速公路业务为公司提供了稳定的现金流。**高速公路业务虽然业绩很难超预期，但为公司提供了稳定现金，降低了公司的总体风险。
- **水泥业务迎来发展机遇。**公司是湖北地区第二大水泥企业，权益产能约 1800 万吨，毛利率在 17%左右。我们预计湖北地区在 11 年下半年将会出现供小于求的局面，是全国供需状况最好的区域。
- **民爆业务已经形成产、销、爆一体化。**公司目前产能 17.5 万吨，毛利率在 43%左右。民爆业务由于运输半径的存在主要以区域性公司为主，公司目前在西南和湖北均有布局，在固定资产投资增速较高的情况下该项业务增长会维持较高水平。
- **公司 10-12 年 EPS 分别为 0.48 元、0.67 元、0.85 元。**公司未来三年净利润符合增速在 40%以上，我们给予公司 11 年 30 倍 PE，12 个月公司合理目标价 20.10 元，给予公司买入评级。

4.2 隧道股份

- **市外业务逐步拓展，海外项目进展顺利。**公司目前主要业务来自上海市，由于隧道施工业务在上海地区发展相对较为成熟，公司也积极拓展市外业务以提升公司业绩增速。同时海外项目进展也较为顺利，目前主要在新加坡。
- **盾构机业务受益于国家政策扶持。**高端装备制造业是国家其大新兴产业之一，受到政策扶持，而公司的盾构机业务属于高端装备，目前实现自主研发的仅有隧道股份和北方重工。
- **地铁施工业务迎来黄金发展期。**正如我们上文分析，国内城市轨道交通在未来十年将逐步进入加速发展期，公司作为隧道施工企业龙头，受益明显。
- **我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.66 元、0.85 元、1.03 元。**给予公司 11 年 20 倍 PE，我们认为公司 12 个月合理目标价 17 元，给予公司买入评级。

4.3 宏润建设

- **地铁业务稳步推进。**未来 10 年将是城市轨道建设快速发展的黄金十年。截至目前公司相关合同储备约 20 亿，未来储备数量将会大幅增加，而地铁业务也有望占到公司总营收的 50%。公司目前拥有地铁建设主要设备盾构 28 台，仅次于隧道股份。
- **地产业务 10 年有保底，2011-2012 年进入集中结算期。**房地产业务注入上市公司时承诺 10 年净利润最低 1.40 亿，而现在房价远高于地产业务注入时的房价，我们预计实际贡献利润将显著高于 1.40 亿。2010 年地产业务主要由宁波象山项目提供；2011 年主要由杭州项目和山东龙口项目提供；2012 年由杭州项目、山东龙口项目及蒙古项目支持。
- **我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.75 元、0.96 元、1.23 元。**参照建筑类上市公司估值，给予公司 11 年 20 倍 PE，我们认为公司 6-12 个月合理目标价格为 19.2 元，给予公司买入评级。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

