

**龙元建设(600491)/建筑工程**
**超强基本面助力 PPP 王者归来**
**评级：买入(维持)**

市场价格：10.47

目标价格：15.05

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师：杨涛

执业证书编号：S0740516080005

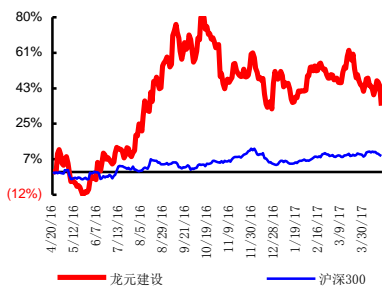
Email: yangtao@r.qlzq.com.cn

联系人：程龙戈

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,262
流通股本(百万股)	948
市价(元)	10.47
市值(百万元)	13,214
流通市值(百万元)	9,921

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 乘 PPP 之风，打造 PPP 资产管理平台龙头

**公司盈利预测及估值**

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	16,230.3	16,028.8	17,196.9	21,804.3	27,136.7
增长率 yoy%	5.9%	-1.2%	7.3%	26.8%	24.5%
净利润	241.8	205.0	347.6	661.6	1,057.8
增长率 yoy%	9.1%	-15.2%	69.5%	90.4%	59.9%
每股收益(元)	0.19	0.16	0.28	0.43	0.68
每股现金流量	-0.29	-0.54	0.64	0.32	-0.27
净资产收益率	7.3%	5.8%	7.0%	7.6%	11.0%
P/E	54.6	64.5	38.0	24.6	15.4
PEG	1.4	0.9	2.2	0.6	0.2
P/B	4.0	3.7	2.7	1.9	1.7

备注：

**投资要点**

- PPP 项目落地加速，建筑公司订单继续迎来高速增长。**2015/2016 年财政部库项目签约 0.4/1.8 万亿，预计今年将签 3 万亿，较去年增长超 60%，建筑公司今年还将迎来订单高速增长。相关公司 16 年下半年才进入拿单状态，17 年将全年拿单，预计 PPP 板块整体订单增速将达 70% 以上。政策面 PPP 资产证券化推进如火如荼，PPP 立法稳步推进。同时财政部即将推出第四批 PPP 示范项目，打造行业精品与改革示范区，并将严格执行 PPP 项目信息公开管理办法，引导市场规范发展，第三批示范项目共有 1.17 万亿（516 个），估计第四批规模有望超过第三批，强大示范效应带动落地进一步提速。
- 一体两翼构架完成，PPP 人才与模式优势显著。**公司 2014 年成立 PPP 专业投融资子公司龙元明城，2015 年收购项目建设管理机构杭州城投补充甲方思维，一体两翼 PPP 业务构架搭建完毕。龙元明城拥有 50 余名专业 PPP 人员，其核心成员具有多年的基础设施领域投融资经验，金融背景人才占 40% 以上，杭州城投共拥有员工 110 余名，其中工程技术、管理类人才 85% 以上。公司 4 名员工入选财政部或发改委 PPP 专家库，其中 3 人为两库专家，人才优势明显。龙元建设构建开放式平台，整合各类外部战略合作资源要素，与大多数参与 PPP 的建筑企业不同，并不是想用投资拉动施工主业，而是定位精通建筑、融资、运营的投资人，核心竞争力在于 PPP 的专业性以及资源的整合能力。平台化战略也使得公司并不局限在单一行业领域的 PPP 项目，而是瞄准整个 PPP 大市场，因而具有更加广阔的潜在市场空间。
- PPP 订单趋势强劲，一季度同比大幅增长。**公司 2016 年累计新承接业务量约 377.51 亿元，同比增长 54.34%；其中单一施工合同模式 153.7 亿元，同比下滑 8.5%，主要因公司主动控制传统模式订单承接；新签 PPP 合同共计 223.8 亿元，同比大幅增长 192.4%。传统单一施工合同订单占比已由 2015 年的 68.7% 下降至 2016 年的 40.7%。公司一季度公告中标（含预中标）PPP 订单 71 亿元，较去年同期增长 450%，趋势强劲，预计 2017 年公司 PPP 订单仍将实现快速增长，业务结构及客户结构都将得到进一步优化。
- 在手 PPP 订单充裕，后续业绩高速增长趋势明确。**公司 2015 年新签 PPP 订单 76.53 亿元，2016 年新签 223.8 亿元，2017 年截至目前中标（含预中标）78 亿元，合计 378 亿元。根据财报披露 2016 年上半年公司结算 PPP 项目毛利率高达 21.22%，远超公司传统土建施工的毛利率；净利率为 9.1%（纯施工部分约 4%-5%），也远高于传统业务。随着 PPP 项目逐个进入施工阶段，PPP 贡献收入占比将进一步提升，公司盈利能力将得到显著增强，业绩具有极高弹性。PPP 订单的大幅增长叠加盈利水平的显著提升，将驱动业绩加速增长。
- 增发补充资金实力，加速项目执行与承接。**公司公告拟以不低于 10.74 元/股价格，非公开发行不超过 2.9 亿股，募集不超过 31.1 亿元用于 PPP 项目，有望改善公司的财务结构，增强资金实力加速 PPP 项目的承接和执行。
- 投资建议：**我们预测公司 2016-2018 年净利润分别为 3.48/6.62/10.58 亿元，对应三年 EPS 分别为（考虑增发摊薄）0.28/0.43/0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 38/25/15 倍，给予目标价 15.05 元（对应 17 年 35 倍 PE），买入评级。
- 风险提示：**PPP 落地不达预期风险，传统业务下滑风险。

## 内容目录

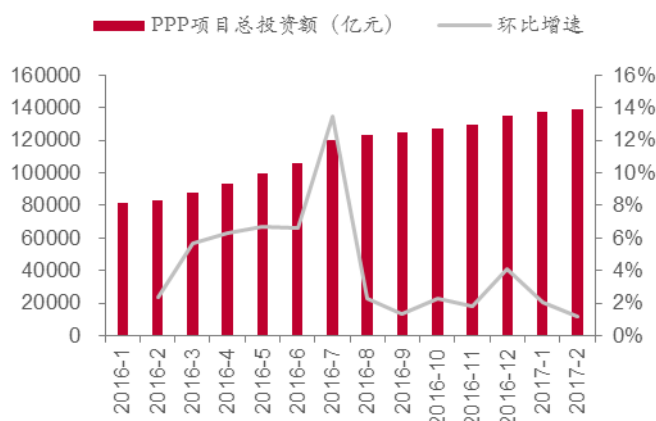
1. PPP 项目签约今年预计仍将大幅增长，落地率快速提升.....	- 3 -
1.1. PPP 项目预计今年签约仍将大幅增长.....	- 3 -
1.2. PPP 资产证券化落地，金融生态圈逐步搭建.....	- 4 -
2. “一体两翼”布局完成，公司 PPP 业务优势突出.....	- 6 -
2.1. PPP 业务一体两翼构架搭建完成.....	- 6 -
2.2. 平台化运营模式实现多方共赢.....	- 7 -
2.3. PPP 专业人才优势领先.....	- 8 -
2.4. PPP 项目入库比例高，充分展现专业实力.....	- 9 -
3. PPP 订单趋势强劲，业绩高增长预期明确.....	- 9 -
3.1. PPP 订单趋势强劲，一季度同比大幅增长.....	- 9 -
3.2. 在手 PPP 订单充裕，后续业绩高增长趋势明确.....	- 11 -
5. 增发提升资金实力加速 PPP 项目执行和承接.....	- 11 -
6. 盈利预测、估值与投资建议.....	- 12 -
6.1. 盈利预测.....	- 12 -
6.2. 估值与投资建议.....	- 13 -
7. 风险提示.....	- 14 -

## 1. PPP 项目签约今年预计仍将大幅增长，落地率快速提升

### 1.1. PPP 项目预计今年签约仍将大幅增长

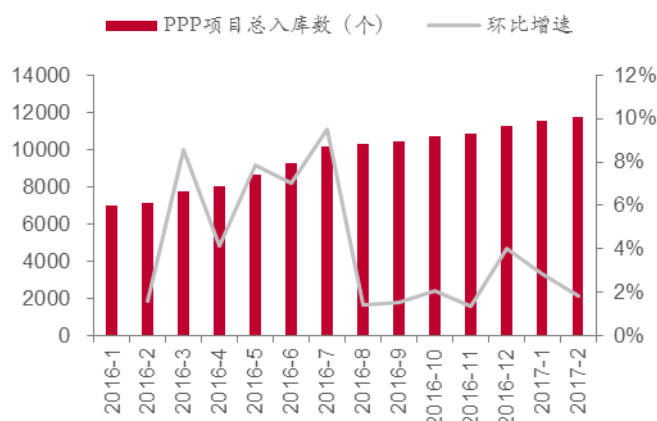
- 入库项目总数持续增加，但增速有所放缓。**截至 2017 年 2 月末，全国 PPP 综合信息平台项目库入库项目共计 11784 个，投资额 13.94 万亿元。从单季度入库项目数量来看，2016 年第二、第三、第四季度分别入库项目 1564/1186/789 个，对应投资额分别为 1.83/1.86/1.04 万亿，入库项目增速有所放缓。我们认为这是项目库在经历各地集中申报阶段后的正常现象，预计后续项目库会更注重质量的审核和落地率的提升，2017 年整体入库项目数会保持平稳。

图表 1：2016 年至今财政部 PPP 项目投资额



来源：财政部 PPP 中心，中泰证券研究所

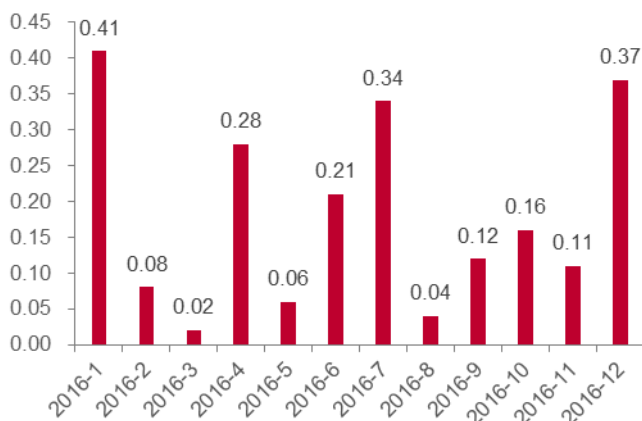
图表 2：2016 年至今财政部 PPP 入库项目数



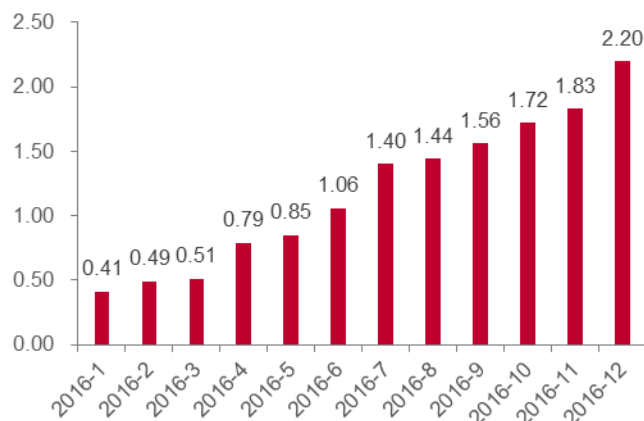
来源：财政部 PPP 中心，中泰证券研究所

- PPP 项目落地率稳步提升，进入执行阶段项目投资额已达 2.23 万亿。**截至 2016 年 12 月末，进入执行阶段的项目总投资额达 2.23 万亿，分季度来看，2016 年第二、第三、第四季度分别落地 0.55/0.5/0.64 万亿，四季度落地总额显著提升，12 月单月落地 3700 亿，落地进度略超预期。截止至 12 月落地率为 31%，稳步提升，首次突破 30%。

图表 3：单月落地项目投资额 (亿元)



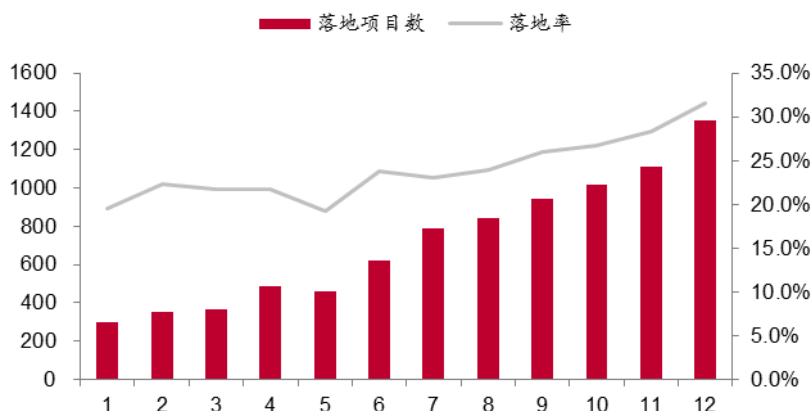
图表 4：进入执行阶段的项目投资额 (亿元)



来源：财政部，中泰证券研究所

来源：财政部，中泰证券研究所

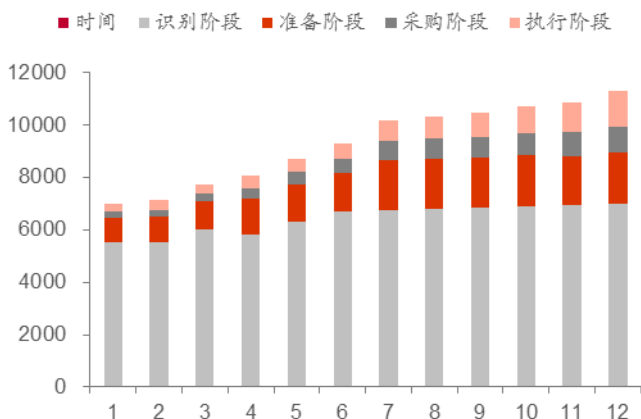
图表 5：2016 年 PPP 落地率稳步提升



来源：财政部 PPP 中心，中泰证券研究所

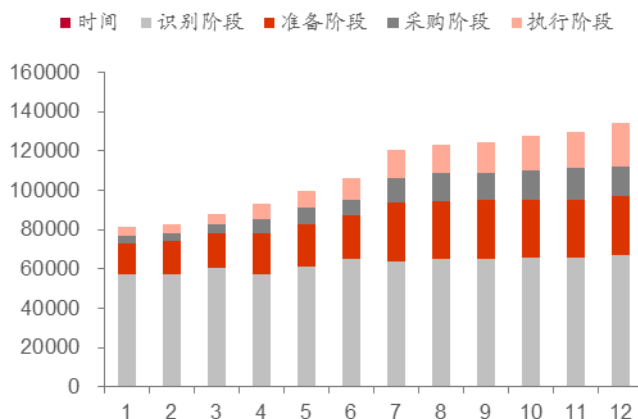
- 识别阶段项目占比大幅下降，2017 年将成为订单转化大年。截至 2016 年 12 月 31 日，从所处项目阶段来看，识别阶段、准备阶段、采购阶段、执行阶段分别为 6987、1936、986、1351 个，处于识别阶段的项目数占比由年初的 70.28% 下降到年末的 50%，显示 PPP 项目推行顺利，落地加速，预计 2017 年仍将是订单转化大年。
- 预计 2017 年新增落地项目可达 3 万亿，较 2016 年大幅增长 67%。如果以 2016 年四季度落地额 0.67 万亿等额递推，2017 年落地总额可达 2.68 万亿。如果再考虑金额环比有所增长，则 2017 年全年新落地项目金额可达 3 万亿，较 2016 年大幅增长 67%（其中，2015 年落地约 0.4 万亿，2016 年落地约 1.8 万亿）。

图表 6：2016 年全国入库 PPP 项目数分布（个）



来源：财政部 PPP 中心，中泰证券研究所

图表 7：2016 年全国入库 PPP 项目金额分布（亿元）



来源：财政部 PPP 中心，中泰证券研究所

## 1.2. PPP 资产证券化落地，金融生态圈逐步搭建

- **PPP 资产证券化推进高效，首批 4 单 PPP 资产证券化已成功发行。**去年十二月发改委证监会联手发文推动 PPP 项目的资产证券化工作，今年 2 月 17 日上报截止日，各地区共上报“PPP 证券化”试点项目 41 单，其中污水垃圾处理项目 21 单，公路交通项目 11 单，城市供热、园区基础设施、地下综合管廊、公共停车场等项目 7 单，能源项目 2 单。上交所、深交所、基金业协会两所一会同时发布通知推进 PPP 资产证券化业务，开辟绿色通道。
- **4 单首批资产证券化项目落地，侧重使用者付费类型，后续有望扩展至政府付费与可行性缺口补贴。**首批发行成功的四单项目来看主要偏重于模式成熟的、运营稳定的使用者付费类型项目，如污水处理、城市供热等。根据深交所最新修订的 ABS 业务问答，明确 PPP 现金流可以来源于有明确依据的政府付费、使用者付费以及政府补贴。预计后续将有政府付费与可行性缺口补助类型项目进行 ABS。从基础资产类型来看，已发行产品主要是收费收益权为基础资产的 ABS 项目，随着政策的不断完善，后续有望更进一步以股权资产为基础资产发行类 REITS 产品。

**图表 8：四单已发行的 PPP 资产证券化基本情况**

项目名称	原始权益人	管理人	基础资产	期限	规模	利率	增信措施
广发恒进-广晟东江环保虎门绿源 PPP 项目资产支持专项计划	东莞市虎门绿源水务有限公司	广发资管	污水处理收费收益权	15 年（优先共 5 档，3×5）	3.2 亿（优先 3 亿，次级 0.2 亿）	4.15%（优先）	原始权益人差额支付；第三方机构广东再担保连带担保
中信建投-网新建投庆春路隧道 PPP 项目资产支持专项计划	杭州庆春路过江隧道有限公司	中信建投	杭州市庆春路隧道《专营权合同》债权	14 年（各档证券均为 14 年）	11.58 亿（优先 A 级 7 亿，优先 B 级 4 亿，次级 0.58 亿）	4.05%（优先 A）； 4.15%（优先 B）	实际控制人网新集团差额支付、回售及/或赎回优先券
中信证券-首创股份污水处理 PPP 项目收费收益权资产支持专项计划	北京首创股份有限公司在山东的 6 家下属水务公司	中信证券	污水处理收费收益权	18 年（优先共 18 档，1×18）	5.3 亿（优先 5 亿，次级 0.3 亿）	3.7%-4.6%（优先）	首创股份差额补足、回售及/或赎回优先券，为原始权益人提供流动性支持
华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划	固安九通基业公用事业有限公司	招证资管	固安工业园区供热收费收益权	6 年（优先共 6 档，1×6）	7.06 亿（优先 6.7 亿，次级 0.36 亿）	3.9%-5.2%（优先）	华夏幸福差额支付、为原始权益人提供流动性支持；原始权益人购回或集团优先券

来源：网络资料整理，中泰证券研究所

- **PPP 资产交易平台成立，PPP 金融生态圈逐步成型。**2017 年 2 月 28 日和 3 月 1 日，财政部政府和社会资本合作中心（PPP 中心）先后与天津金融资产交易所和上海联合产权交易所合作成立 PPP 资产交易平台。将显著促进资产流动，有利于建立和完善 PPP 项目发起、融资、建设、运营、退出的整个生态链，破解融资难、融资贵、融资渠道不畅、产品单一等制约 PPP 落地因素。
- **资产证券化与资产交易平台组合拳，将显著激活资金参与 PPP 项目热情。**ABS 与资产交易平台组合，将打通 PPP 资产流转交易的二级市场，让各种资本看到适度的流动性，将有力促进 PPP 基础市场（一级）更加

繁荣，吸引更多资本进入 PPP 项目基础交易。根据上海联合交易产权交易所预测，第一个 PPP 项目二级市场交易高峰或将在 2-3 年内到来。我国将成为世界上最大的基础设施另类资产市场。

## 2. “一体两翼”布局完成，公司 PPP 业务优势突出

### 2.1. PPP 业务一体两翼构架搭建完成

- **成立龙元明城，收购杭州城投，PPP 业务“一体两翼”架构形成。**公司 PPP 业务“一体两翼”中的“一体”指公司自身为 PPP 主体，即施工总承包主体；“两翼”为公司 2014 年成立的龙元明城和 2015 年收购的杭州城投。其中龙元明城是 PPP 项目中的投融资主体，杭州城投是 PPP 项目建设管理主体。

**图表 9：“一体两翼”架构示意图**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **龙元明城业务包含 3 类，分别是 PPP 项目投资、PPP 基金投资及投行业务。**PPP 项目投资业务主要为整合各类资源，为 PPP 项目提供设计、融资、投资、建设、运营、移交等全生命周期的专业服务，以实现项目各方参与主体的共赢。PPP 基金投资负责利用自身优势，与相关方共建基金管理机构，发起设立 PPP 产业母基金、专项基金，筛选、投资 PPP 项目，为 PPP 项目股权、夹层融资提供资金支持，对被投项目进行风险监控，实现基金收益。投行业务则包括了融资顾问、投资顾问、交易顾问、资产管理、金融创新、投资研究。

**图表 10：龙元明城公司业务概览**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 收购杭州城投补充甲方思维。**龙元建设 2015 年 9 月收购杭州城投建设有限公司，完善布局“一体两翼”，将其作为 PPP 项目的建设管理主体，补充了公司作为施工企业所欠缺的甲方思维。杭州城投具备国有建设管理背景，原隶属于杭州市城市建设投资集团有限公司，是杭州城投集团系统内专业从事政府项目建设管理的团队，具有丰富的政府项目管理业绩，在城投系统内累计完成政府建设项目 100 亿元以上，拥有各类型项目建设管理经验。

## 2.2. 平台化运营模式实现多方共赢

- 平台化战略实现多方共赢，模式领先。**龙元建设构建开放式平台，整合各类外部战略合作资源要素，实现投资者的价值最大化；同时，利用资源整合的优势，为政府提供从规划、设计、融资、投资、建设、运营全生命周期的一站式综合服务，实现多方共赢。
- 公司在 2016 年 12 月斩获首个存量项目，无建设期，更偏重金融属性，标志着 PPP 平台战略的重要进展，同时也表明公司与大多数参与 PPP 的建筑企业不同，并不是想用投资拉动施工主业，而是定位精通建筑、融资、运营的投资人，核心竞争力在于 PPP 的专业性以及资源的整合能力。平台化战略也使得公司并不局限在单一行业领域的 PPP 项目，而是瞄准整个 PPP 大市场，因而具有更加广阔的潜在市场空间。

图表 11: 龙元建设平台模式示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

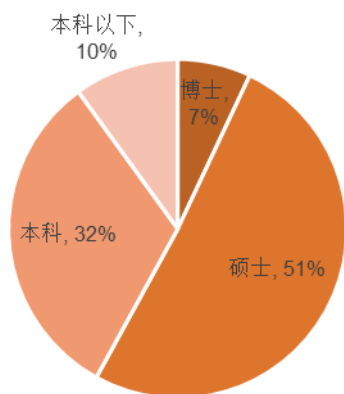
### 2.3. PPP 专业人才优势领先

■ 公司“两翼”具备显著 PPP 人才优势。

作为投融资主体的龙元明城拥有 50 余名专业 PPP 人员，其核心成员具有多年的基础设施领域投融资经验，是国内基础设施投融资行业专家，金融背景人才占 40% 以上，有 5 人拥有 CFA 证书。

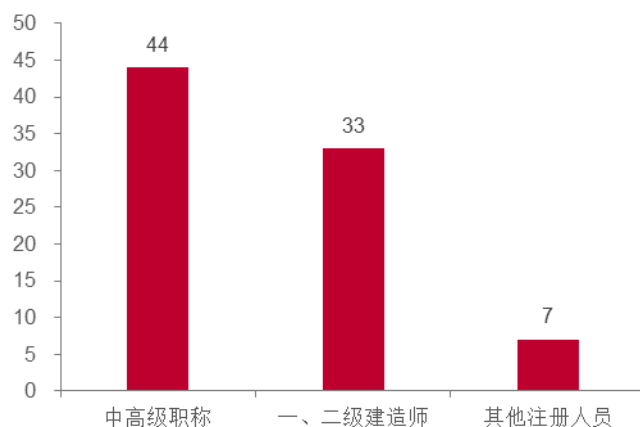
作为建设管理主体的杭州城投共拥有员工 110 余名，其中工程技术、管理类人才 85% 以上；本科及以上学历共 88 人，占总人数的 81%；职称上，中高级职称占总人数的 41%，一、二级建造师占总人数的 30%。

图表 12: 龙元明城成员学历情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 杭州城投成员资格证书情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 公司有四名专家入选财政部与发改委 PPP 专家库，其中三人位两库专家，充分显示了龙元建设在 PPP 领域的强大专业实力。

图表 14: 公司入选 PPP 专家库的专家



姓名	工作单位	职务	发改委 PPP 专家	财政部 PPP 专家
			库类别	库类别
苗纪江	龙元明城投资管理（上海）有限公司	副总经理	融资类	行业类
颜立群	龙元建设集团股份有限公司	副总裁	融资类	财务类
李雄坤	杭州城投建设有限公司	副总经理	项目管理类	行业类
章贵栋	龙元明城投资管理（上海）有限公司	副总经理	--	行业类

来源：公司官网，中泰证券研究所

## 2.4. PPP 项目入库比例高，充分展现专业实力

- 公司 PPP 项目入库占比高，项目质量整体较高。公司 2015 年至今所参与的 PPP 项目中，近半的项目额为入库项目，2015 年至 2017 年 4 月中旬，公司累计新签 PPP 订单额分别为 76.53/217.08/77.82 亿元，其中 PPP 入库额分别为 45.84/136.47/3.20 元，整体入库率达 49.94%，在板块处于领先地位，表明公司 PPP 项目较为优质，专业实力突出。

图表 15：公司 PPP 项目入库情况

年份	PPP 订单额（剔除框架，亿元）	PPP 入库额（亿元）	占比
2015 年	76.53	45.83	59.89%
2016 年	217.08	136.47	62.87%
2017/4/12	77.82	3.20	4.11%
汇总	371.43	185.50	49.94%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16：部分公司 PPP 项目入库情况

公司	总项目数	入库项目数
东方园林	41	23
龙元建设	30	19
铁汉生态	17	4
棕榈股份	10	6
蒙草生态	5	4
隧道股份	5	3
神州长城	4	3
丽鹏股份	4	1
上海建工	3	1
文科园林	3	1

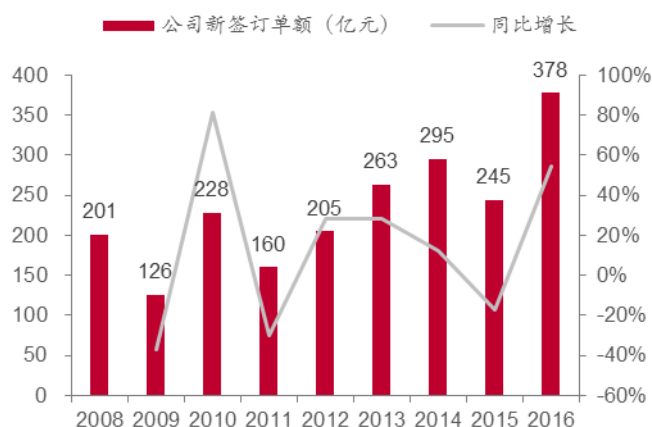
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 3. PPP 订单趋势强劲，业绩高增长预期明确

### 3.1. PPP 订单趋势强劲，一季度同比大幅增长

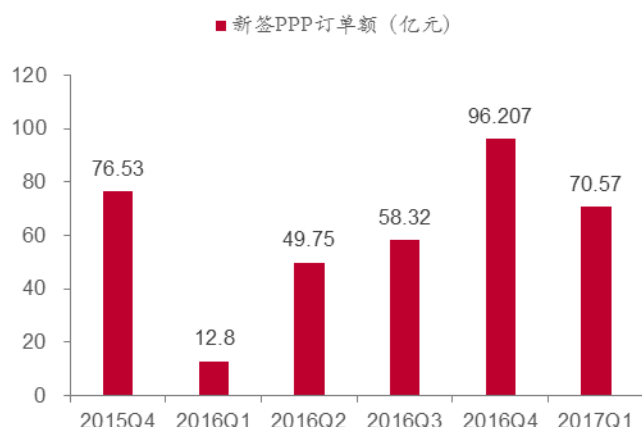
- 公司 2016 年累计新承接业务量约 377.51 亿元，同比增长 54.34%；其中单一施工合同模式 153.7 亿元，同比下滑 8.5%，主要因公司主动控制传统模式订单承接；新签 PPP 合同共计 223.8 亿元，同比大幅增长 192.4%。传统单一施工合同订单占比已由 2015 年的 68.7% 下降至 2016 年的 40.7%。公司一季度公告中标（含预中标）PPP 订单 71 亿元，较去年同期增长 450%，趋势强劲，预计 2017 年公司 PPP 订单仍将实现快速增长，业务结构及客户结构都将得到进一步优化。

图表 17：公司历年签订订单总额



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：公司单季度中标 PPP 订单额（含预中标）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 19：公司历年签订 PPP 订单列表

公告日期	项目名称	金额 (亿)	PPP 是否入库
2015/10/14	福建省晋江市国际会展中心 PPP 项目	9.71	是
2015/10/19	莒县人民政府基础设施建设项目政府与社会资本合作(PPP)项目	26.3	
2015/11/5	温州市鹿城区瓯江绕城高速至卧旗山段海塘工程和瓯江路西延(江滨路 A 线西段)二期道路工程 PPP 项目	15.68	是
2015/11/18	奉化市中山路延伸段和长汀路(西河路至东环线)道路工程项目 PPP 采购项目	4.4	
2015/12/14	洞头区状元南片市政基础设施工程 PPP 项目	16	是
2015/12/16	71 省道盛宁线东陈至茅洋段改建工程 PPP 项目	4.44	是
2015 年汇总		76.53	
2016/1/25	“三路一桥”PPP 项目东外环路快速改造工程项目	7.32	是
2016/2/29	陕西省商州区高级中学建设 (PPP) 项目	5.48	是
2016/5/11	海城市基础设施建设 PPP 项目	2.2	是
2016/6/1	城东至北峰快速通道及两侧片区棚户区(石结构房)改造 PPP 项目	39.73	是
2016/6/22	浙江省开化火车站站前片区基础设施配套工程 PPP 项目的预中标供应商	7.82	是
2016/7/7	万福河商贸物流片区基础设施及公共服务建设 PPP 项目	31.02	
2016/9/7	商洛市环城南路 PPP 项目	4.44	是
2016/9/12	渭南市临渭区 2016 年新建学校 PPP 项目	10.46	是
2016/9/28	宣城市阳德路道路建设工程 PPP 项目	12.4	是
2016/10/10	博山区五阳湖旅游基础设施建设 PPP 项目	5.75	是

2016/11/11	福鼎(龙安)生态合成革产业园基础配套设施项目(福鼎市龙安工业区纬七路一期、纬八路一期、经八路二期、经九路一期道路工程)PPP 项目	1.18	是
2016/11/22	安义县城市建设(2016) PPP 项目	26.74	
2016/12/2	六枝特区人民医院改扩建 PPP 项目	4.85	是
2016/12/3	四川省自贡市城乡规划建设和社会保障局大安寨综合交通枢纽工程、汇柴口道路工程建设项目社会资本合作	7.52	
2016/12/15	丽水市公安局警务技能训练基地 PPP 项目	1.997	是
2016/12/15	象山县已建市政道路及其他基础实施 PPP 项目	30.03	是
2016/11/29	温州市温瑞平原西片排涝工程 PPP 项目	15.33	
2016/12/16	杭黄铁路建德东站连接线及站前广场项目政府和社会资本合作 PPP 项目	2.81	是
2016 年汇总		217.08	
2017/1/12	象山县石浦高速公路定塘连接线(马漕线改建)工程 PPP 项目	7.42	
2017/1/24	华阴市文体教育基础设施政府和社会资本合作(PPP)项目	5.28	
2017/2/16	中山翠亨新区翠海道地下综合管廊及同步建设工程 PPP 项目	41.7	
2017/3/2	丽水市瓯江文苑(民间博物馆)项目 PPP 项目协议	3.2	是
2017/3/8	渭南市华州区教育文体基础设施政府和社会资本合作(PPP)项目	12.97	
2017/4/5	宿迁山洼人家民宿 PPP 项目	7.25	
截至 2017 年 4 月中旬汇总		77.82	

来源:公司公告,中泰证券研究所

### 3.2.在手 PPP 订单充裕,后续业绩高增长趋势明确

- 公司 2015 年新签 PPP 订单 76.53 亿元,2016 年新签 223.8 亿元,2017 年截至目前中标(含预中标)78 亿元,合计 378 亿元。根据财报披露 2016 年上半年公司结算 PPP 项目毛利率高达 21.22%,远超公司传统土建施工的毛利率;净利率为 9.1%(纯施工部分约 4%-5%),也远高于传统业务。随着 PPP 项目逐个进入施工阶段,PPP 贡献收入占比将进一步提升,公司盈利能力将得到显著增强,业绩具有极高弹性。PPP 订单的大幅增长叠加盈利水平的显著提升,将驱动业绩加速增长。

## 5. 增发提升资金实力加速 PPP 项目执行和承接

- 公司拟向不超过十名特定投资者非公开发行股票,募集资金总额不超过 31 亿元(含发行费用),发行股份的数量不超过 2.90 亿股,发行底价为 10.74 元/股。非公开发行股票若顺利实施,将极大增强公司资金实力,加速 PPP 项目的执行和承接。目前公司股价与增发底价倒挂。

图表 20: 公司非公开发行股票募集资金投向(亿元)

序号	项目名称	公司投资总额	拟投入募集资金
1	渭南市临渭区 2016 年新建学校 PPP 项目	10.15	9.14
2	宣城市阳德路道路建设工程 PPP 项目	9.37	9.37
3	开花火车站站前片区基础设施配套工程 PPP 项目	7.76	7.02
4	高州区高级中学建设 PPP 项目	5.32	4.82
5	补充流动资金	0.77	0.77
合计		33.36	31.10

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 6. 盈利预测、估值与投资建议

### 6.1. 盈利预测

- PPP 施工收入预测：**假设 2017-2019 年公司新签 PPP 订单为 350/500/650 亿元，施工部分占订单总投资的 70%。2016-2019 年龙元自己施工项目比例占总订单比例分别为 70%/50%/50%/50%，剩余部分交由合作伙伴施工。每年订单转化为施工的比例见图 21，则 2016-2019 年 PPP 施工可贡献收入 20/84/143/174 亿元。

**图表 21：每年新签 PPP 订单转化为收入比例**

订单年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
2015 年	0	20%	40%	40%	
2016 年		10%	40%	40%	10%
2017 年			20%	40%	40%
2018 年				20%	40%
2019 年					20%

来源：中泰证券研究所

**图表 22：PPP 施工收入预测表（亿元）**

年份	新签 PPP 订单	自己施工订单	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
2015	76	76	15	30	30	0
2016	194	136	14	54	54	14
2017	350	175		35	70	70
2018	500	250			50	100
2019	650	325				65
订单合计	1770	962	29	120	205	249
可转化为 PPP 施工收入	1239	673	20	84	143	174

来源：公司公告，中泰证券研究所

- PPP 项目贡献利润主要包括**
  - 1) 施工利润：**根据 2016 年半年报，假设 PPP 施工项目净利率为 4%，根据预测施工收入，2016-2019 年施工净利润为 0.81/3.35/5.73/6.96 亿元。
  - 2) 合作伙伴施工管理费：**部分订单交由合作伙伴施工，龙元收取一部

分管理费，根据 2016 年半年报数据估算，管理费占转包项目总投资额的 1%。则 2016-2019 年管理费贡献净利润 0.58/1.75/2.5/3.23 亿元。

**3) 投资收益：**2016 年为收回奉化项目前期投资款获得投资收益预计税后 0.6 亿元。2018 年起项目陆续完工进入政府付费期，逐步产生投资收益，2017-2019 年预计税后投资收益 0/0.8/2.2 亿元。

- **传统房建主业：**预计后续保持稳定，假设 2017-2019 年贡献税后利润分别为 1.5/1.5/1.5 亿元。
- 根据以上假设，2016-2019 年分别实现归母净利润 3.49/6.6/10.53/13.91 亿元，2015-2019 年 CAGR 有望达到 61%。

**图表 23：公司归母净利润预测**

项目 (亿元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
PPP 施工收入	20.15	83.80	143.30	174.01
PPP 施工利润	0.81	3.35	5.73	6.96
PPP 管理费	0.58	1.75	2.50	3.25
PPP 利润合计	1.39	5.10	8.23	10.21
投资收益	0.60	0.00	0.80	2.20
传统房建利润	1.50	1.50	1.50	1.50
净利润合计	3.49	6.60	10.53	13.91
净利润增速	70%	89%	60%	32%

来源：中泰证券研究所

## 6.2. 估值与投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年净利润分别为 3.48/6.62/10.58 亿元，对应三年 EPS 分别为（考虑增发摊薄）0.28/0.43/0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 38/25/15 倍，给予目标价 15.05 元（对应 17 年 35 倍 PE），买入评级。

**图表 24：PPP 标的估值情况**

股票简称	股价	EPS		PE	
		2017E	2018E	2017E	2018E
龙元建设	10.47	0.43	0.68	24.3	15.4
东方园林	18.77	0.78	1.20	24.1	15.6
铁汉生态	14.74	0.58	0.81	25.4	18.2
文科园林	22.80	1.00	1.40	22.8	16.3
岭南园林	24.96	1.00	1.40	25.0	17.8
棕榈股份	13.20	0.37	0.52	35.7	25.4
丽鹏股份	7.20	0.27	0.36	26.7	20.0
蒙草生态	17.03	0.50	0.75	34.1	22.7
葛洲坝	12.92	0.94	1.13	13.7	11.4
苏文科	18.89	0.94	1.22	20.1	15.5
中设集团	35.00	1.46	1.84	24.0	19.0

来源：wind，中泰证券研究所

## 7.风险提示

- **风险提示：**PPP项目落地不达预期风险，传统房建业务下滑风险，坏账风险。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。