

龙头舢舨吴儿竞, 江浙入沪 PPP 领军民营建企

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年度报告, 全年实现营收 145.9 亿元, 同比下降 9.0%, 实现归母净利润 3.5 亿元, 同比增长 70.0%。2016 年四季度实现营收 41.0 亿元, 同比下降 14.5%; 实现归母净利润 1.44 元, 同比增长 169.0%, 同时公司公布 2016 年利润分配方案, 向全体股东每 10 股派现金 0.35 元(含税)。
- **施工主业下滑影响公司营收, PPP 项目高毛利带动盈利增长:** 施工业务仍是公司最主要业务, 营收占比约 90%, 因施工业务下降 13.9%, 导致公司 2016 年整体营收下降。但施工业务中 PPP 及 BT 项目营收同比增长 521%, 毛利率上升 1.25pp, 较一般施工业务的毛利率高出 2.57pp, 带动公司净利润大幅增长。公司 2016 年管理、财务费用占比分别为 1.98%/0.61%, 总体与去年持平, 销售费用占比较小。2016 年公司净经营现金流由负转正, 为 11.57 亿, 主要来自 PPP 项目的贡献, 净投资现金流-13.96 亿, 显示公司积极投资扩张业务的布局。
- **房建转型基建, 提前布局 PPP, 拥抱基建大市场:** 公司历史上以传统房建业务为主, 15 年在建工程中基建占比仅 0.1%, 而房建业务受房地产周期影响大, 竞争激烈, 利润水平低。随着近年公司向基建领域渗透, 16 年公司在建工程中基建工程占比已达 4.5%, 公司 16 年新签订单中房建业务仅占 23%。公司在民营企业中最早对 PPP 模式进行研究和布局, 2016 年公司共新签订单 377.51 亿元, 同比增长 54.4%, 其中 PPP 订单 223.84 亿元, 同比增长 192.5%, 覆盖市政、交通、农林水利、社会事业等领域。部分项目已开工建设, 2016 年 PPP 业务贡献营收 8.30 亿元, 占比 5.7%, 贡献利润 7862.04 万元, 占总体净利润的 22.6%, 显著提升了公司的整体利润率。
- **打造 PPP 投资、建设、运营全周期平台:** 公司设立全资子公司龙元明城, 收购杭州城投建设有限公司 60% 股份, 打造 PPP 项目全周期平台。2016 年公司 PPP 项目投资业务毛利率高达 72%, 未来将是提升公司盈利水平的重要看点。
- **PPP 项目兵马欲动, 资金粮草先行, 非公开发行进行时, 当前股价位于发行底价 10.74 元/股之下。**
- **盈利预测与投资建议。** 根据公司 2016 年年报公布情况, 我们调整 2017、2018 年盈利预测, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42 元、0.59 元、0.77 元, 未来三年净利润复合增长率 41%, 给予 17 年 30 倍估值, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行、基建投资萎缩的风险; PPP 回款风险和项目落地进度不达预期风险; 公司拿单激增、流动资金不足的风险。

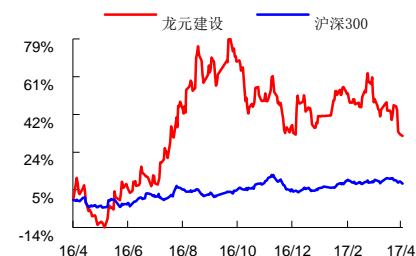
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14588.48	19167.63	24643.39	29517.09
增长率	-8.99%	31.39%	28.57%	19.78%
归属母公司净利润(百万元)	348.42	532.74	748.41	972.34
增长率	69.96%	52.90%	40.48%	29.92%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.42	0.59	0.77
净资产收益率 ROE	6.38%	9.29%	11.74%	13.50%
PE	37	24	17	13
PB	2.37	2.26	2.03	1.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn
联系人: 高远
电话: 021-68415965
邮箱: gyuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.62
流通 A 股(亿股)	9.48
52 周内股价区间(元)	6.79-14.02
总市值(亿元)	130.00
总资产(亿元)	267.55
每股净资产(元)	4.09

相关研究

1. 龙元建设(600491): 民营建企 PPP 先行者, 打造项目全周期平台 (2016-11-07)

关键假设：

假设 1: 随着 PPP 项目在主营业务中的占比不断增长, 公司施工业务毛利率将有所提升, 但今后几年 PPP 领域的竞争加剧项目利润率下降, 未来几年公司施工业务整体毛利率维持 9% 左右;

假设 2: 公司大力发展的 PPP 投资业务快速成长, 有望年内翻番;

假设 3: 装饰和设计业务由于房地产调控及竞争压力, 未来业绩和利润率都有所下滑。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分项业务收入预测表

单位/百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	14588.5	19167.63	24643.39	29517.09
	增速	-9.0%	31.4%	28.6%	19.8%
	成本	13353.5	17254.03	22140.6	26435.09
	毛利率	8.5%	10.0%	10.2%	10.4%
土建施工	收入	12949.2	18128.93	23567.59	28281.1
	增速	-13.9%	40.0%	30.0%	20.0%
	成本	11902.18	16497.3	21446.5	25735.8
	毛利率	8.1%	9.0%	9.0%	9.0%
装饰与钢结构	收入	702.3	597.0	567.1	567.1
	增速	-15.7%	-15.0%	-5.0%	0.0%
	成本	644.8	549.2	521.7	521.7
	毛利率	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
建筑设计	收入	85.1	80.8	80.8	80.8
	增速	-8.7%	-5.0%	0.0%	0.0%
	成本	62.4	60.6	60.6	60.6
	毛利率	26.7%	25.0%	25.0%	25.0%
一级开发投资	收入	672.7	67.3	6.7	6.7
	增速		-90.0%	-90.0%	0.0%
	成本	643.5	64.6	6.5	6.5
	毛利率	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
PPP 项目投资	收入	103.1	206.1	309.2	463.8
	增速		100.0%	50.0%	50.0%
	成本	28.7	61.8	108.2	185.5
	毛利率	72.1%	70.0%	65.0%	60.0%
其他	收入	76.2	87.6	112.0	117.6
	增速	19.9%	15.0%	10.0%	5.0%
	成本	71.9	82.3	105.3	110.5
	毛利率	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%

数据来源: 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	14588.48	19167.63	24643.39	29517.09	净利润	350.22	535.48	752.26	977.34
营业成本	13353.49	17254.01	22140.57	26435.13	折旧与摊销	47.02	36.96	36.96	36.96
营业税金及附加	148.85	195.57	251.44	301.17	财务费用	89.03	239.95	301.45	343.44
销售费用	7.38	9.69	12.46	14.93	资产减值损失	206.96	300.00	350.00	400.00
管理费用	288.94	379.64	488.09	584.62	经营营运资本变动	540.25	-2263.30	-1527.80	-1377.69
财务费用	89.03	239.95	301.45	343.44	其他	-76.73	-304.86	-353.14	-405.95
资产减值损失	206.96	300.00	350.00	400.00	经营活动现金流净额	1156.76	-1455.77	-440.28	-25.91
投资收益	6.16	5.00	5.00	5.00	资本支出	-252.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1144.44	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1396.55	5.00	5.00	5.00
营业利润	499.99	793.77	1104.37	1442.81	短期借款	-627.24	1930.37	1390.85	1001.40
其他非经营损益	5.15	7.40	7.31	7.44	长期借款	1260.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	505.14	801.17	1111.68	1450.25	股权融资	1361.34	0.00	0.00	0.00
所得税	154.92	265.69	359.43	472.91	支付股利	0.00	-69.68	-106.55	-149.68
净利润	350.22	535.48	752.26	977.34	其他	-530.49	-944.41	-301.45	-343.44
少数股东损益	1.79	2.74	3.85	5.00	筹资活动现金流净额	1464.38	916.28	982.85	508.28
归属母公司股东净利润	348.42	532.74	748.41	972.34	现金流量净额	1224.67	-534.49	547.58	487.37
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2451.26	1916.76	2464.34	2951.71	成长能力				
应收和预付款项	10287.07	12771.88	16743.23	19944.04	销售收入增长率	-8.99%	31.39%	28.57%	19.78%
存货	11953.42	15444.84	19817.20	23662.45	营业利润增长率	59.07%	58.76%	39.13%	30.65%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	76.58%	52.90%	40.48%	29.92%
长期股权投资	458.56	458.56	458.56	458.56	EBITDA 增长率	28.85%	68.33%	34.75%	26.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	545.67	511.11	476.55	442.00	毛利率	8.47%	9.98%	10.16%	10.44%
无形资产和开发支出	43.79	42.26	40.73	39.21	三费率	2.64%	3.28%	3.25%	3.19%
其他非流动资产	1687.64	1686.77	1685.90	1685.03	净利率	2.40%	2.79%	3.05%	3.31%
资产总计	27427.41	32832.19	41686.52	49182.98	ROE	6.38%	9.29%	11.74%	13.50%
短期借款	1784.39	3714.75	5105.61	6107.01	ROA	1.28%	1.63%	1.80%	1.99%
应付和预收款项	16083.90	19158.52	25176.43	30140.88	ROIC	6.55%	9.38%	9.78%	10.32%
长期借款	1364.46	1364.46	1364.46	1364.46	EBITDA/销售收入	4.36%	5.59%	5.85%	6.18%
其他负债	2703.51	2830.00	3629.86	4332.82	营运能力				
负债合计	21936.26	27067.73	35276.36	41945.16	总资产周转率	0.56	0.64	0.66	0.65
股本	1262.10	1262.10	1262.10	1262.10	固定资产周转率	35.65	36.28	49.90	64.27
资本公积	1478.43	1478.43	1478.43	1478.43	应收账款周转率	2.02	2.26	2.27	2.19
留存收益	2336.56	2799.62	3441.48	4264.14	存货周转率	1.10	1.26	1.26	1.22
归属母公司股东权益	5269.58	5540.15	6182.01	7004.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.68%	—	—	—
少数股东权益	221.56	224.30	228.15	233.15	资本结构				
股东权益合计	5491.15	5764.45	6410.16	7237.82	资产负债率	79.98%	82.44%	84.62%	85.28%
负债和股东权益合计	27427.41	32832.19	41686.52	49182.98	带息债务/总负债	14.35%	18.76%	18.34%	17.81%
					流动比率	1.20	1.17	1.15	1.15
					速动比率	0.62	0.57	0.57	0.56
					股利支付率	0.00%	13.08%	14.24%	15.39%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.42	0.59	0.77
					每股净资产	4.35	4.57	5.08	5.73
					每股经营现金	0.92	-1.15	-0.35	-0.02
					每股股利	0.00	0.06	0.08	0.12
业绩和估值指标									
EBITDA	636.05	1070.68	1442.78	1823.20					
PE	37.31	24.40	17.37	13.37					
PB	2.37	2.26	2.03	1.80					
PS	0.89	0.68	0.53	0.44					
EV/EBITDA	19.70	13.53	10.62	8.69					
股息率	0.00%	0.54%	0.82%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn