

公司研究/公告点评

2017年05月11日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.03
合理价格区间(元): 10.75~12.90

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

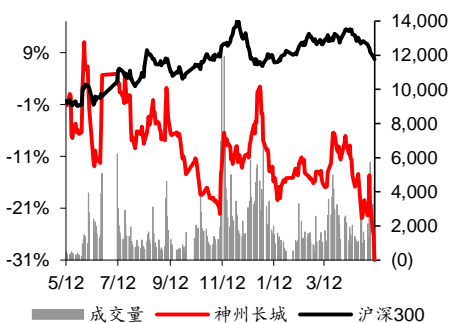
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《神州长城(000018,买入): 海外利润超预期, 业绩高增长可期》2017.04
- 2 《神州长城(000018,买入): 海外再签大单, 基建/医院 PPP 发力》2017.04
- 3 《神州长城(000018,买入): PPP/医疗/海外三轮共驱高增长》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

基建 PPP 频突破, 海外项目推进快

神州长城(000018)

事件

公司5月10日公告作为联合体牵头人中标扶沟县全民健身中心建设(二期)PPP项目, 成交金额2.1亿元, 建设期2年, 运营期13年。公司董秘杨春玲女士于5月9日以8.6元/股均价增持公司股份3.55万股。

基建 PPP 订单连获突破, 国内业务复苏再添动力

自2017年4月5日至今, 公司以连续中标或预中标扶沟县三项PPP项目, 合同额总计10.62亿元, 项目类型涵盖片区基础设施开发、河道综合治理和体育场馆建设, 公司在16年通过并购完善国内建筑资质后, 国内业务调整步伐逐渐加快, 近期获得的三单PPP项目订单总额占16年国内收入的72%。我们认为, 目前市场上市政基建类PPP项目转化速度较快, 公司在基建PPP领域取得突破将能够帮助公司更快地调整国内业务结构, 快速降低装饰行业低景气度对公司国内业务增速的影响。

海外订单保障倍数高, 项目推进速度快

公司2016年新签和新中标海外工程订单超270亿, 同比增长500%以上, 去除188亿金边双子塔项目后同比增速仍在86%以上, 今年以来公司公告中标海外订单49.25亿元, 我们统计公司目前在手未完海外订单超过410亿元, 超过2016年公司海外收入的12.9倍, 高订单收入比对未来海外业绩高增长形成较高保障。公司海外重大项目目前进展顺利, 4月26日签约的柬埔寨石化项目目前已进场施工, 金边双子塔项目也已开始进行地基处理, 未来融资到位后预期项目进度将进一步加快。

国内医院 PPP 与医院运营业务进展良好, 经营性现金流预期改善

公司2016年医疗健康产业开局良好, 完成了对武汉商职医院的全资收购, 先后中标河南、贵州、会昌县、灵宝市等多个医院PPP项目。我们预计17年公司医疗PPP项目将进入施工确认期, 未来商职堤角分院扩建至三甲标准后运营收入也将较快增加。16年公司经营现金流净流出量大幅增加引发市场担忧, 我们认为16年公司订单增速大幅提高, 项目进行初期均需大量资金投入, 经营性现金流恶化属建筑行业正常现象, 未来随着主要项目进入产值和回款高峰, 公司现金流将会逐步改善, 此外, 公司债、定增等融资方式也将帮助公司缓解资金压力。

基本面持续向好, 股价安全边际已很高, 维持“买入”评级

未来公司国内业务增速反转、海外业务继续保持较高增速、现金流持续好转是大概率事件。当前股价较公司定增底价10.41元已倒挂23%, 董秘在公司股价快速下跌过程中增持亦彰显了对公司未来的信心。我们预计公司2017-19年EPS0.43/0.63/0.87元, CAGR+46%, 认可给予17年25-30X估值, 对应10.75-12.9元的合理价格区间, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外项目进展不及预期; 国内PPP项目落地速度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,698
流通A股(百万股)	753.41
52周内股价区间(元)	8.03-49.05
总市值(百万元)	13,637
总资产(百万元)	8,343
每股净资产(元)	1.10

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,010	4,665	7,335	11,055	15,718
+/-%	45.58	16.32	57.24	50.71	42.18
归属母公司净利润(百万元)	346.65	473.66	734.24	1,075	1,484
+/-%	85.51	36.64	55.01	46.41	38.02
EPS(元, 最新摊薄)	0.20	0.28	0.43	0.63	0.87
PE(倍)	44.97	32.91	21.23	14.50	10.51

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

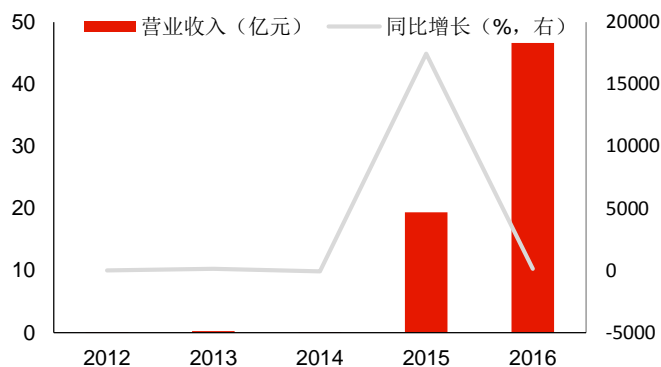
公司近期经营状况

图表1: 公司近期中标基建 PPP 项目一览

时间	项目名称	合同金额 (亿元)	项目内容	合作期及备注
2017.5.10	扶沟县全民健身中心建设项目(二期)	2.096	扶沟县全民健身中心的游泳馆、训练馆的土建、装修工程和给排水、电气消防等设备安装工程及室外配套设施建设工程	2+15, 预中标, 合理利润率 6.85%
2017.5.3	贾鲁河扶沟县城区段河道综合治理(调整)工程 PPP 项目	1.993	贾鲁河扶沟县城区段河道综合整治工程, 治理内容包括河道防洪工程和生态环境工程	2+8, 预中标, 合理利润率 7.5%
2017.4.14	扶沟高铁片区基础设施 PPP 项目	6.525	硬化工程、广场内部配套的绿化工程、亮化工程、给排水管线及其附属工程	2+13, 已正式中标

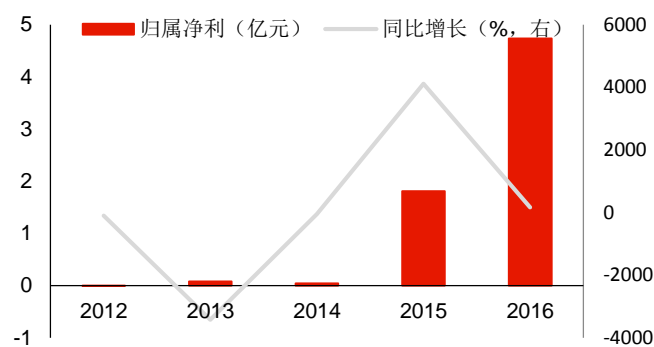
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司营收及同比增速变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

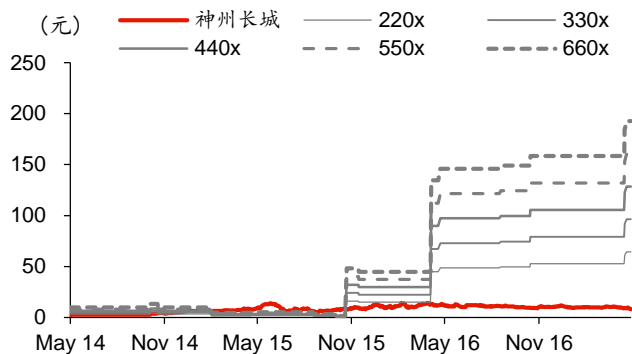
图表3: 公司归母净利润及同比增速变动



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

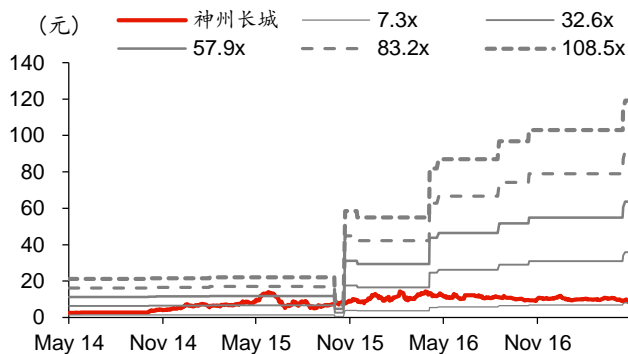
PE/PB - Bands

图表4: 神州长城历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 神州长城历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,785	7,492	11,004	15,920	22,078
现金	695.38	1,341	1,341	1,341	1,341
应收账款	2,353	3,725	5,858	8,828	12,551
其他应收账款	239.95	651.01	1,022	1,542	2,191
预付账款	77.71	319.21	513.14	789.24	1,134
存货	168.13	332.90	545.54	839.07	1,205
其他流动资产	251.41	1,123	1,725	2,582	3,655
非流动资产	232.07	493.77	516.40	543.00	580.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	43.85	128.48	128.13	127.77	126.69
无形资产	9.27	106.20	139.81	182.92	240.43
其他非流动资产	178.95	259.08	248.46	232.31	213.38
资产总计	4,017	7,986	11,521	16,463	22,659
流动负债	2,707	5,328	6,931	10,502	15,019
短期借款	225.41	1,966	2,012	3,378	5,140
应付账款	1,333	1,314	2,112	3,249	4,667
其他流动负债	1,149	2,048	2,806	3,875	5,212
非流动负债	30.16	827.55	2,028	2,328	2,528
长期借款	30.14	786.86	1,987	2,287	2,487
其他非流动负债	0.02	40.70	40.70	40.70	40.70
负债合计	2,737	6,156	8,958	12,830	17,546
少数股东权益	(1.71)	52.53	50.10	46.54	41.63
股本	446.91	1,698	1,698	1,698	1,698
资本公积	(50.37)	(1,299)	(1,299)	(1,299)	(1,299)
留存公积	839.70	1,313	2,113	3,188	4,672
归属母公司股	1,282	1,778	2,512	3,587	5,071
负债和股东权益	4,017	7,986	11,521	16,463	22,659

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(292.05)	(1,688)	(1,012)	(1,366)	(1,557)
净利润	346.10	472.09	731.81	1,071	1,479
折旧摊销	16.46	28.56	29.42	32.24	32.79
财务费用	54.87	127.44	184.63	226.28	316.97
投资损失	0.00	(2.23)	(2.23)	(2.23)	(2.23)
营运资金变动	(806.37)	(2,472)	(2,229)	(3,081)	(3,870)
其他经营现金	96.88	158.04	273.06	387.10	486.84
投资活动现金	(28.71)	(124.79)	(49.48)	(74.01)	(87.63)
资本支出	25.18	15.58	15.00	15.00	15.00
长期投资	(0.00)	68.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(3.53)	(40.81)	(34.48)	(59.01)	(72.63)
筹资活动现金	659.06	2,179	1,062	1,440	1,645
短期借款	(57.04)	1,741	46.36	1,366	1,762
长期借款	30.14	756.72	1,200	300.00	200.00
普通股增加	376.77	1,251	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(226.84)	(1,249)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	536.03	(320.55)	(184.63)	(226.28)	(316.97)
现金净增加额	338.99	360.96	0.00	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,010	4,665	7,335	11,055	15,718
营业成本	3,165	3,459	5,561	8,553	12,287
营业税金及附加	79.49	9.65	15.18	22.87	32.52
营业费用	13.69	30.32	47.67	71.85	102.15
管理费用	154.56	313.93	493.63	743.96	1,058
财务费用	54.87	127.44	184.63	226.28	316.97
资产减值损失	111.34	170.01	170.01	170.01	170.01
公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.23	2.23	2.23	2.23
营业利润	431.44	556.50	865.31	1,269	1,754
营业外收入	0.38	26.43	26.43	26.43	26.43
营业外支出	1.03	21.59	21.59	21.59	21.59
利润总额	430.79	561.34	870.15	1,274	1,758
所得税	84.69	89.24	138.34	202.55	279.56
净利润	346.10	472.09	731.81	1,071	1,479
少数股东损益	(0.55)	(1.57)	(2.43)	(3.56)	(4.91)
归属母公司净利润	346.65	473.66	734.24	1,075	1,484
EBITDA	502.77	712.50	1,079	1,528	2,103
EPS (元)	0.78	0.28	0.43	0.63	0.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	45.58	16.32	57.24	50.71	42.18
营业利润	75.22	28.99	55.49	46.67	38.16
归属母公司净利润	85.51	36.64	55.01	46.41	38.02
获利能力 (%)					
毛利率	21.08	25.84	24.19	22.63	21.83
净利率	8.64	10.15	10.01	9.72	9.44
ROE	27.03	26.64	29.23	29.97	29.26
ROIC	55.25	17.68	16.88	15.82	15.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.13	77.08	77.76	77.93	77.44
净负债比率 (%)	9.60	47.58	46.61	45.53	44.47
流动比率	1.40	1.41	1.59	1.52	1.47
速动比率	1.34	1.34	1.51	1.44	1.39
营运能力					
总资产周转率	1.24	0.78	0.75	0.79	0.80
应收账款周转率	1.81	1.37	1.37	1.35	1.32
应付账款周转率	2.66	2.61	3.25	3.19	3.10
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.28	0.43	0.63	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.17)	(0.99)	(0.60)	(0.80)	(0.92)
每股净资产(最新摊薄)	0.76	1.05	1.48	2.11	2.99
估值比率					
PE (倍)	44.97	32.91	21.23	14.50	10.51
PB (倍)	12.16	8.77	6.21	4.35	3.07
EV_EBITDA (倍)	34.04	24.02	15.86	11.20	8.14

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com