

龙元建设(600491)/房屋建设

中期业绩大幅预增 70-80%，PPP 驱动高成长趋势明确

评级：买入(维持)

市场价格：9.94

目标价格：14.4

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

联系人：程龙戈

电话：021-20315190

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)	9.94
市值(百万元)	12,545
流通市值(百万元)	9,419

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 2016 年业绩超预期，PPP 驱动业绩加速增长趋势明确
- 2 PPP 项目贡献利润显著，高增长趋势刚刚开始
- 3 首单存量 PPP 项目落地，平台战略又进一步

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,028.8	14,588.5	17,658.2	21,676.9	24,494.3
增长率 yoy%	-1.2%	-9.0%	21.0%	22.8%	13.0%
净利润	205.0	348.4	604.6	1,049.4	1,374.8
增长率 yoy%	-15.2%	70.0%	73.5%	73.6%	31.0%
每股收益(元)	0.16	0.28	0.48	0.69	0.90
每股现金流量	-0.54	0.92	1.42	0.67	1.12
净资产收益率	5.8%	6.6%	10.9%	11.2%	13.0%
P/E	61.2	36.0	20.7	14.5	11.1
PEG	0.8	0.6	0.6	0.2	0.2
P/B	3.5	2.4	2.3	1.6	1.4

备注：

投资要点

- **中报业绩预增 70%-80%，PPP 驱动业绩高增长延续。**公司公告 2017 年半年度业绩预增 70%-80%，对应归母净利润 2.22-2.35 亿元，据此计算二季度单季实现归母净利润 1.03-1.16 亿元，同比增长 66%-87%。公司业绩持续高增长的原因主要是 PPP 业务利润贡献对公司整体盈利带来大幅度的提升。
- **PPP 订单趋势强劲，在手订单充裕，后续高增长预期明确。**公司 2015 年中标 PPP 项目 76 亿元，2016 年中标 224 亿元，2017 年 1-6 月新承接 PPP 订单合计 140 亿元，同比增长 124%，趋势强劲，年报披露 2017 年 PPP 订单目标 400 亿元。目前共累计中标 PPP 项目 445 亿元，充足订单保障公司未来业绩持续高增长。公司 2016 年业绩同比增 70%，今年一季度增长 73%，半年报预增 70%-80%，我们预计随着 PPP 收入占比的持续提升，公司业绩加速增长趋势才刚刚开始。
- **上半年 PPP 行业成交高增长，政策支持力度持续加强。**根据龙元明城公布数据，1-6 月全国 PPP 累计成交金额 15975 亿元，同比增长 52%，其中 6 月单月成交 4058 亿元，同比增长 26%，环比增长 49%，PPP 订单落地持续加速。近期，国常会强调要拿出更多优质资产，通过 PPP 模式引入各类投资，回收资金继续用于新的基础设施和公用事业建设，实现良性循环。发改委外发 1266 号文要求加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产，同时要求各地推荐 3-5 个运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产项目遴选示范、加以推广。财政部等 4 部委联合发文要求政府参与的污水、垃圾处理全面实施 PPP 模式。财政部 55 号文大力推广 PPP 资产证券化，项目投资人可实现资本金快速周转，提高现有资本金规模下的项目承接规模。系列 PPP 政策频出充分表明决策层对 PPP 模式的支持态度，将增强社会各界对 PPP 未来持续快速发展的信心。
- **增发补充资金实力，加速项目执行与承接。**根据最新修订方案，公司拟非公开发行不超过 2.68 亿股，募集不超过 28.67 亿元全部用于 PPP 项目，增发价格定为不低于 10.71 元/股，与公司当前股价倒挂。如增发顺利完成，募集资金到位，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 2017-2019 年净利润分别为 6.05/10.49/13.75 亿元，对应三年 EPS 分别为 0.48/0.69/0.90 元（2018-2019 年考虑增发摊薄），当前股价对应 PE 分别为 21/15/11 倍，给予目标价 14.40 元（对应 17 年 30 倍 PE），买入评级。
- **风险提示：**PPP 落地不达预期风险，项目执行进度不达预期风险。

图表 1：龙元建设公告中标 PPP 项目列表

公告日期	项目名称	金额 (亿)	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	是
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	奉化市中山东路延伸段和长汀路 (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
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	是
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	是
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	是
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
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	是
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	是
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	是
2017/4/5	宿迁山洼人家民宿 PPP 项目	7.25	是
2017/5/4	联合中标 “澧县城区路网建设工程 (一期) PPP 项目”	43.8	是
2017/5/18	天柱县鉴江小流域综合治理 PPP 项目	14.91	是
2017/6/9	文山市第一中学城南校区政府和社会资本合作 (PPP) 项目	3.79	是
2017/7/6	缙云县养老院及配套工程、杜桥 6-2 地块 (二期) 安置房及养老院片市政道路 PPP 项目	2.15	是
2017/7/14	缙云县壶镇镇下山脱贫安置小区 PPP 项目	2.8	是

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,028.8	14,588.5	17,658.2	21,676.9	24,494.3	成长性					
减: 营业成本	14,636.6	13,353.5	15,944.2	19,323.1	21,657.4	营业收入增长率	-1.2%	-9.0%	21.0%	22.8%	13.0%
营业税费	508.5	148.8	141.3	65.0	24.5	营业利润增长率	-15.9%	59.1%	73.3%	74.2%	31.6%
销售费用	7.8	7.4	8.8	10.8	12.2	净利润增长率	-15.2%	70.0%	73.5%	73.6%	31.0%
管理费用	238.5	288.9	406.1	498.6	563.4	EBITDA增长率	-7.4%	28.8%	68.1%	70.7%	34.6%
财务费用	150.8	89.0	120.0	150.0	200.0	EBIT增长率	-6.6%	26.6%	67.5%	68.2%	31.8%
资产减值损失	171.3	207.0	176.0	160.0	150.0	NOPLAT增长率	-6.6%	42.0%	66.7%	68.2%	31.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.8%	3.6%	27.6%	31.7%	30.8%
投资和汇兑收益	-1.0	6.2	5.0	40.0	100.0	净资产增长率	8.6%	50.9%	5.3%	65.8%	12.6%
营业利润	314.3	500.0	866.7	1,509.3	1,986.9	利润率					
加: 营业外净收支	6.4	5.2	9.6	13.1	7.5	毛利率	8.7%	8.5%	9.7%	10.9%	11.6%
利润总额	320.7	505.1	876.3	1,522.4	1,994.4	营业利润率	2.0%	3.4%	4.9%	7.0%	8.1%
减: 所得税	122.3	154.9	271.6	472.0	618.3	净利润率	1.3%	2.4%	3.4%	4.8%	5.6%
净利润	205.0	348.4	604.6	1,049.4	1,374.8	EBITDA/营业收入	3.1%	4.3%	6.0%	8.4%	10.0%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	2.9%	4.0%	5.6%	7.7%	8.9%
货币资金	1,279.7	2,451.3	1,959.2	4,607.2	2,449.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	7	10	11	8	7
应收帐款	9,128.4	9,682.0	6,995.2	11,068.9	10,023.4	流动营业资本周转天数	98	105	83	67	58
应收票据	173.1	159.4	243.1	251.1	307.3	流动资产周转天数	488	592	476	447	442
预付帐款	420.2	445.7	588.2	664.8	739.5	应收帐款周转天数	181	232	170	150	155
存货	12,289.9	11,953.4	12,228.7	15,145.8	14,933.9	存货周转天数	263	299	247	227	221
其他流动资产	20.5	0.0	16.2	12.2	9.5	总资产周转天数	508	639	532	514	542
可供出售金融资产	174.5	211.3	163.7	183.2	186.1	投资资本周转天数	106	122	116	123	143
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.5	458.6	558.6	908.6	1,308.6	ROE	5.8%	6.6%	10.9%	11.2%	13.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	1.3%	2.4%	2.8%	3.8%
固定资产	272.7	545.7	521.2	498.9	477.6	ROIC	6.3%	8.4%	13.6%	17.9%	17.9%
在建工程	10.0	-	-	-	-	费用率					
无形资产	41.8	40.2	1,190.5	3,060.6	5,330.6	销售费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	561.6	1,479.9	310.4	780.5	853.2	管理费用率	1.5%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
资产总额	24,382.8	27,427.4	24,774.9	37,181.8	36,619.0	财务费用率	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
短期债务	2,411.6	1,784.4	1,600.0	1,600.0	1,974.3	三费/营业收入	2.5%	2.6%	3.0%	3.0%	3.2%
应付帐款	10,618.4	11,744.8	7,680.9	14,188.8	12,535.1	偿债能力					
应付票据	335.0	338.0	465.6	545.3	560.1	资产负债率	85.1%	80.0%	76.7%	74.2%	70.5%
其他流动负债	6,769.4	6,698.8	8,138.6	8,805.1	9,419.8	负债权益比	570.2%	399.5%	328.5%	287.8%	239.2%
长期借款	103.7	1,364.5	600.0	2,114.6	1,049.3	流动比率	1.16	1.20	1.23	1.26	1.16
其他非流动负债	506.3	5.8	508.2	340.1	284.7	速动比率	0.55	0.62	0.55	0.66	0.55
负债总额	20,744.5	21,936.3	18,993.3	27,593.9	25,823.2	利息保障倍数	3.08	6.62	8.22	11.06	10.93
少数股东权益	74.1	221.6	221.6	222.6	224.0	分红指标					
股本	947.6	1,262.1	1,262.1	1,529.8	1,529.8	DPS(元)	0.02	0.04	0.06	0.09	0.11
留存收益	2,447.8	3,815.0	4,297.9	7,835.5	9,042.1	分红比率	12.3%	12.7%	12.2%	12.4%	12.4%
股东权益	3,638.3	5,491.1	5,781.6	9,587.9	10,795.8	股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	198.3	350.2	604.6	1,049.4	1,374.8	EPS(元)	0.16	0.28	0.48	0.69	0.90
加: 折旧和摊销	28.5	47.0	79.1	160.2	261.4	BVPS(元)	2.82	4.18	4.41	6.12	6.91
资产减值准备	171.3	207.0	-	-	-	PE(X)	61.2	36.0	20.7	14.5	11.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	2.4	2.3	1.6	1.4
财务费用	191.8	137.2	120.0	150.0	200.0	P/FCF	64.8	20.2	-9.0	39.9	-7.9
投资收益	1.0	-6.2	-5.0	-40.0	-100.0	P/S	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6
少数股东损益	-6.7	1.8	-	1.1	1.4	EV/EBITDA	20.1	22.6	12.6	7.8	6.4
营运资金的变动	196.2	-933.1	993.7	-289.2	-17.2	CAGR(%)	74.3%	57.8%	35.5%	74.3%	57.8%
经营活动产生现金	-507.4	1,156.8	1,792.5	1,031.5	1,720.4	PEG	0.8	0.6	0.6	0.2	0.2
投资活动产生现金	-248.9	-1,396.6	-1,252.4	-2,337.5	-2,812.9	ROIC/WACC	0.7	0.9	1.5	2.0	2.0
融资活动产生现金	595.3	1,464.4	-1,032.2	3,954.1	-1,065.3	REP	3.0	3.1	1.4	0.9	0.7

来源: wind, 中泰证券研究所

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。