

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 10.45

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

分析师: 程龙戈

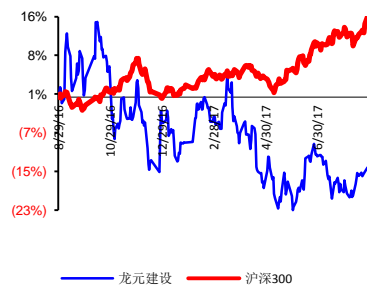
执业证书编号: S0740517080006

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)	10.45
市值(百万元)	13,189
流通市值(百万元)	9,902

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 员工持股为高成长集聚内部动力
- 2 中期业绩大幅预增 70-80%, PPP 驱动高成长趋势明确
- 3 2016 年业绩超预期, PPP 驱动业绩加速增长趋势明确

**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	63.7	37.5	21.6	15.1	11.5
PEG	0.9	0.6	0.6	0.2	0.2
P/B	3.7	2.5	2.3	1.7	1.5

备注:

**投资要点**

- **PPP 贡献加大驱动中期业绩大幅增长, 后续有望继续加速。**公司 2017 上半年营业收入 82.53 亿元, 同比增长 13.88%; 归母净利润 2.32 亿元, 同比大幅增长 77.85%。分季度看 Q1-Q2 单季收入分别增长-2.88%/35.52%, 归母净利润分别增长 73.49%/82.71%, 收入与利润均呈现明显加速趋势。业绩同比大幅增长主要是因为 PPP 业务利润的贡献对公司整体盈利带来较大幅度提升。具体来看 PPP 项目施工收入 16.16 亿元, 毛利率 13.01%; PPP 投顾及 PPP 项目公司贡献收入 5530 万元, 毛利率 32.83%; PPP 项目合计贡献收入 16.71 亿元, 占总收入的 20.2%, 产生利润约 1.3 亿元左右。公司传统业务收入约 65.82 亿元, 同比下滑约 5%, 贡献利润约 1.02 亿元。预计随着 PPP 收入占比提升, 后续业绩有望加速增长。
- **实际毛利率与净利率大幅提升, 汇率波动增加财务费用。**2017 年上半年公司综合毛利率 7.80%, 与上年同期持平, 但同时税金及附加占收入比下降 1.51 个 pct, 下滑幅度大于毛利率变化, 表明 PPP 项目大幅提高了整体盈利性, 实际毛利率明显提升。三项费用率 3.06%, 较上年同期提升 0.62 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.04/+0.13/+0.53 个 pct, 管理费用的提升主要原因是公司处于转型升级阶段, 管理费用相应增加; 财务费用提升的主要原因是马来西亚币等报告期内汇率变动产生损失 378 万元, 去年同期为汇兑收益 3617 万元。资产减值损失较上年同期减少 0.22 亿元, 主要因计提坏账损失减少。净利率上升 1.01 个 pct, 为 2.82%, 提升明显。
- **PPP 显著改善公司经营现金流。**公司经营现金流净额 2.58 亿元, 上年同期为-6.35 亿元; 现金流量情况大幅改善, 主要原因为 PPP 项目回款的积极贡献。公司投资性现金流净流出 24.29 亿元, 其中 PPP 项目前期款项支出 23.87 亿, PPP 项目等收到的回购款项 3.03 亿元。公司在手现金 28 亿元, 同比大幅增加 69%, 主要因前次募集资金到位以及部分 PPP 项目公司借款暂未投入项目, 充足资金为未来业绩提供坚实保障。
- **PPP 订单趋势强劲, 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, 1-8 月份公告中标(含预中标)178 亿元, 较去年同期增长 90%, 趋势强劲。年报披露 2017 年 PPP 订单目标 400 亿元, 充足订单有望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%, 半年报增长 78%, 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明确。
- **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(2016-2019 年 CAGR=58%), 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 22/15/12 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: 公司财务分析表格

单位: 百万元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2016 上半年	2017 上半年
营业收入	15,328	16,230	16,029	14,588	7,247	8,253
营业成本	14,013	14,864	14,637	13,353	6,682	7,609
毛利率	8.58%	8.42%	8.69%	8.47%	7.80%	7.80%
销售费用	7	14	8	7	5	2
销售费用率	0.04%	0.09%	0.05%	0.05%	0.07%	0.02%
管理费用	210	219	238	289	157	189
管理费用率	1.37%	1.35%	1.49%	1.98%	2.16%	2.29%
财务费用	129	124	151	89	16	62
财务费用率	0.84%	0.77%	0.94%	0.61%	0.22%	0.75%
三项费用率	2.25%	2.20%	2.48%	2.64%	2.44%	3.06%
资产减值损失	147	106	171	207	82	61
投资收益	-1	0	-1	6	8	18
营业外收入	17	20	11	7	3	1
营业外支出	1	1	4	2	1	1
税前利润	349	393	321	505	173	313
所得税	132	150	122	155	43	87
所得税率	37.85%	38.20%	38.15%	30.67%	25.06%	27.79%
少数股东权益占比	-2.31%	0.48%	-3.36%	0.51%	-0.88%	-2.93%
归母净利润	222	242	205	348	131	232
净利率	1.45%	1.49%	1.28%	2.39%	1.80%	2.82%
摊薄 EPS (元)	0.1756	0.1916	0.1624	0.2761	0.1035	0.1841
经营性现金流净额	116	-279	-507	1,157	-635	258
收现比	85.64%	79.44%	81.31%	94.68%	89.77%	81.07%
付现比	87.53%	84.58%	85.18%	93.25%	100.60%	91.51%

来源: Wind, 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
应收账款	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
预付账款	420.2	445.7	588.2	664.8	739.5	应收账款周转天数	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%
应付账款	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%	0.3%	0.6%	0.8%	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)	63.7	37.5	21.6	15.1	11.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	2.5	2.3	1.7	1.5
财务费用	191.8	137.2	120.0	150.0	200.0	P/FCF	67.5	21.0	-9.4	41.6	-8.3
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	13.0	8.2	6.6
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	0.9	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	1.5	0.9	0.8

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。