

龙元建设(600491)/房屋建设

联合斩获百亿 PPP 大单, 龙头订单业绩趋势强劲

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.38

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.qizq.com.cn

分析师: 程龙戈

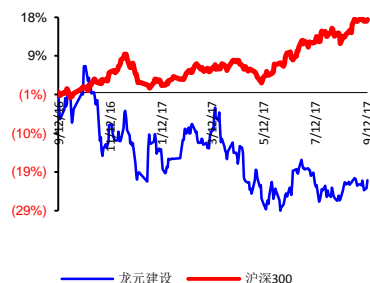
执业证书编号: S0740517080006

电话: 021-20315190

Email: chenglg@r.qizq.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)	10.38
市值(百万元)	13,101
流通市值(百万元)	9,836

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 PPP 驱动中期业绩大幅增长, 订单趋势强劲后续业绩有望加速
- 2 员工持股为高成长集聚内部动力
- 3 中期业绩大幅预增 70-80%, PPP 驱动高成长趋势明确

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	63.9	37.6	21.7	15.1	11.6
PEG	0.9	0.7	0.6	0.2	0.2
P/B	3.7	2.5	2.4	1.7	1.5

备注:

投资要点

- 联合斩获大额 PPP 项目, 彰显龙头实力。**公司公告与光大明德(深圳)投资管理有限公司(牵头方)组成的联合体中标乌鲁木齐 2017 年棚户区改造项目-高新区(新市区)丰田村一、二队片区, 项目总投资额 100 亿元, 占公司 2016 年收入的 68.5%。项目采用 PPP 模式实施, 具体实施方式为 BOT, 特许经营合同期限不低于 10 年(建设期 2 年)。本项目中光大明德(深圳)投资管理有限公司(牵头方)负责项目的总体协调、管理、资金筹措等; 公司负责项目的施工, 具体细化分工以中标后双方合同约定为准。本项目是公司目前公告中标的投资金额最大的 PPP 项目, 充分彰显了公司民营 PPP 龙头的强大实力, 同时也表明公司在新疆市场开拓方面取得了重要进展, 后续有望受益新疆地区基建等领域投资的大幅增长。
- PPP 订单趋势强劲, 未来有望持续高增长。**公司 2015 年中标 PPP 项目 76 亿元, 2016 年中标 224 亿元, 今年至今公告中标(含预中标) 242.4 亿元, 较去年同期大幅增长 123%, 趋势强劲。年报披露 2017 年 PPP 订单目标 400 亿元, 充足订单为公司未来业绩持续高增长奠定坚实基础。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。
- PPP 专业性优势显著, 平台模式多业务领域持续发力。**公司拥有超过 200 余人的专业 PPP 投资团队, 成立了龙元 PPP 研究中心, 拥有多名双库 PPP 专家。依靠强大的 PPP 专业优势, 公司构建开放式平台, 整合各类外部战略合作资源, 定位精通建筑、融资、运营的投资人。目前公司承接 PPP 项目涵盖房建、基建、文化、旅游、生态、教育等多个领域, 今年来中标首单强运营类文旅 PPP 项目(金台文体中心), 标志平台战略再进一步, 独特定位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。
- 8 月 PPP 成交持续高增长, 抑制融资平台和政府购买服务有望促 PPP 落地加速。**根据明树数据最新统计, 1-8 月全国 PPP 累计成交金额同比增长 56.8%, 其中 8 月单月同比增长 96.4%, PPP 订单落地继续保持高增速。在 50 号文严管地方政府违规举债、违规向融资平台担保背景下, 地方政府将更加依赖于 PPP 来推进基建投资; 同时在 87 号文堵死以政府购买服务的名义做工程的“偏门”后, 地方政府进一步只能走合规 PPP 的“正门”, 后续 PPP 落地速度极有可能加速增长, 行业内实力强大的龙头公司将会显著受益。
- 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, 项目进展不达预期风险, PPP 政策风险。**

图表 1: 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)	63.9	37.6	21.7	15.1	11.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	2.5	2.4	1.7	1.5
财务费用	191.8	137.2	120.0	150.0	200.0	P/FCF	67.7	21.1	-9.4	41.7	-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	13.1	8.2	6.7
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	0.7	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。