

PPP龙头深化业务转型, 步入黄金成长期

——龙元建设（600491）2018 半年报点评

2018 年 08 月 28 日

推荐/首次

龙元建设

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号: S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

事件:

公司于 2018.8.27 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 103.84 亿元, 同比增加 25.82%; 实现归母净利润 3.94 亿元, 同比增加 69.61%; 实现扣非归母净利润 3.9 亿, 同比增加 90.07%。其中 Q2 实现营业收入 49.86 亿, 同增 16.3%; 实现归母净利润 1.78 亿, 同增 57.63%。

表 1: 公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入 (百万元)	4097	3966.12	4287.14	4303.84	5316.27	5398.24	4985.87
增长率 (%)	-14.47%	-2.88%	35.52%	32.66%	29.76%	36.11%	16.30%
毛利率 (%)	11.00%	8.64%	7.03%	9.90%	8.09%	9.64%	8.61%
期间费用率 (%)	2.47%	3.47%	2.68%	2.97%	1.90%	3.54%	2.44%
营业利润率 (%)	5.46%	4.00%	3.60%	4.42%	6.41%	5.56%	5.04%
净利润 (百万元)	144.30	116.60	109.14	134.51	251.03	213.97	179.16
增长率 (%)	287.87%	70.42%	78.66%	76.03%	73.97%	83.52%	64.16%
每股盈利 (季度, 元)	0.11	0.09	0.09	0.10	0.19	0.17	0.12
资产负债率 (%)	79.98%	79.93%	81.55%	82.65%	83.34%	82.35%	78.68%
净资产收益率 (%)	2.63%	2.08%	1.90%	2.27%	4.04%	3.14%	1.81%
总资产收益率 (%)	0.53%	0.42%	0.35%	0.39%	0.67%	0.55%	0.39%

资料来源: 公司公告, 东兴证券

观点:

- 2014年前瞻性布局PPP市场跻身民企龙头行列, 竞争优势显著, 有望华丽转型全国性资产运营巨头
 - 公司 2014 年上半年即着手设立龙元明城投资公司以牵头 PPP 业务, 前瞻性契合国家推广 PPP 的市场方向, 在地方国企及民企建筑上市公司中, PPP 业务起步速度以及业务量均仅次于东方园林, 订单收入比处在较高且相对稳健水准;
 - 公司深耕 PPP 领域多年, 当前竞争优势明显, 包括先发优势 (政府关系积累、项目经验积累、项目成本控制、示范项目、品牌效应等)、专业优势 (前端投融资专业能力拔尖、中端项目执行甲方经验丰富、后端资产运营理念与布局领先) 和生态优势 (业内独一无二的明树数据库平台, 服务齐全、专业权威、与政企高效合作硕果累累) 这三大优势;
 - 专业能力拔尖。公司目前拥有超 500 人的专业团队, 贯穿 PPP 全生命周期产业链, 截至 2017.8 可考数

据，龙元双库专家数达 8 人远超中建、中铁等央企龙头（截至 2017.2 双库专家人数仅 63），是当前在库 PPP 专家最多的社会资本。前端投融资团队专业能力拔尖，推动 PPP 新承接业务量 2015-2017 从 77 亿跃升到 321 亿，CAGR 高达 104%，占比从 31%升至 65%，并成功发行国内首单民企作为原始权益人获批注册的工程类 ABS 产品。中端项目执行团队甲方经验丰富，弥补了公司作为传统乙方施工企业在甲方经验方面的欠缺，更好地切入 PPP 投资方角色，提升项目投资建设管理能力，加速承接项目并促进项目落地，当前规模超 260 人，在业内同样属领先水平；

- ◆有望华丽转型全国性资产运营巨头。公司认为资产运营环节更具有想象力空间，现阶段部分城市医院、公园、道路等设施运营效率有待提高、市场缺口显著，公司志在借助施工及专业能力推动 PPP 业务，在全国范围内布局适合运营的资产项目实现转型，为此控股或参股成立了多家专业运营机构贯彻“大运营”战略、切实提高资产运营效率，包括龙元天册、益城停车等优质资产，真正契合 PPP 精神。运营板块覆盖了园区招商引资、停车场运营、道路养护等多个领域，截至 2017 年底公司累计与超过 60 家品牌运营商建立了战略合作。

表 2 截至 2017 年底建筑板块主要 PPP 公司订单营收一览/亿

公司	2014	2015	2016	2017	截至 2017 年底 累计 PPP 订单	2017 营收	（截至 2017 年底累计 PPP）订单 与（2017）收入比
1. 央企							
中国建筑*		394	1,870	2,603	4,867	10,541	0.5
中国中铁			2,912	3,711	6,623	6,934	1.0
中国交建	1,007	859	1,555	1,891	5,898	4,828	1.2
中国中冶		59	2,538	2,724	5,321	2,440	2.2
中国电建	245	720	1,982	1,339	4,286	2,668	1.6
中国铁建			1,536	1,680	3,216	6,810	0.5
葛洲坝		536	719	1,220	2,475	1,068	2.3
2. 地方国企							
上海建工		85	144	175	404	1,421	0.3
安徽水利			32	138	169	355	0.5
隧道股份		5	139	149	293	315	0.9
山东路桥			4	19	23	124	0.2
北新路桥				175	175	98	1.8
西藏天路				110	110	36	3.1
3. 民企（园林环保）							
东方园林	123	346	380	716	1,565	152	10.3
铁汉生态			76	257	333	82	4.1
蒙草生态			40	227	267	56	4.8
棕榈股份		14	70	40	124	53	2.4
岭南股份		4	12	39	54	48	1.1
美尚生态		1	0	51	51	23	2.2
4. 民企（其他基建）							
龙元建设		77	224	321	622	179	3.5
宏润建设			15	74	89	81	1.1

腾达建设	26	39	65	36	1.8
正平股份		58	58	15	3.9
成都路桥		13	13	20	0.7
巴安水务	24	17	41	9	4.5

*中国建筑以权益投资额口径统计

资料来源：各公司年报与公告、东兴证券研究所

2. PPP业务利好业绩增长和结构优化，推动公司于16/17年先后迎来利润和营收增速拐点。且施工收入和投资收益将于18年逐步显现规模效应，持续推动公司高速增长

- ◆ 公司 PPP 业务增速迅猛。2015-2017PPP 新承接订单/营收/毛利占比分别从 31%/1%/1%迅速跃升至 65%/24%/35%，新承接业务量 CAGR 高达 104%。我们判断在定增完成、市场边际宽松兼基建定调回暖的内外利好下，公司完成 2018 年新承接 360 亿 PPP 项目目标（对应同比增速约 12%）压力不大。PPP 业务推动业绩增长和结构优化，公司在 2016 年和 2017 年分别迎来归母净利润增速和营收增速拐点，扭负为正，2017 年营收和归母净利润增速分别高达 23%/74%；
- ◆ 受益 PPP 订单加速释放，2018 年业绩增长将继续维持高位。基于公司在 2018.7.31 前公告承接的 62 个 PPP 项目，我们在一系列假设条件下建立了公司 2015-2020 PPP 项目释放业绩全过程模型以估算历年 PPP 施工收入和投资收益，对 2015-2017 相关收入实现了较好复盘，并保守预测了 2018-2020 收入。公司前期承接的 PPP 项目于今年、明年将陆续进入运营期，PPP 项目公司收到政府支付的可用性付费、可行性缺口补助等金额将持续增加，我们认为相关收入将在 2018 年形成规模效应，PPP 业务的新签订单/收入/毛利占比三项指标占比将分别增加到 67%/41%/63%，2018 年营收及归母净利润同比增速将继续维持高位，分别为 33%/60%

表 3 2015-2018H1 公司整体及 PPP 业务变化

年份	2015	2016	2017	2018.1-6
合计新签订单/亿	245	378	496	184.8
传统业务/亿	168	154	175	89
PPP 业务/亿	77	224	321	96
新签 PPP 订单占比	31%	59%	65%	52%
主营收入/亿	160	146	179	104
传统施工/亿	149	121	120	58
PPP 施工/亿	1	8	42	38
PPP 施工营收占比/亿	1%	6%	24%	36%
主营毛利/亿	14	12	15	10
传统施工/亿	13	10	6	3
PPP 施工/亿	0.1	1	5	5
PPP 施工毛利占比/亿	1%	7%	35%	53%
营收增速	-1%	-9%	23%	26%
归母净利润增速	-15%	70%	74%	70%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 4 模型测算 PPP 施工收入与实际收入对比及预测

年份	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

收入测算/亿	1.3	8.2	43.4	94.8	134.4	147.9
实际收入/亿	1.3	8.3	42.3	85.3	120.9	133.1
调整比例	0%	-1%	3%	10%	10%	10%
收入同比增速	/	538%	410%	102%	42%	10%

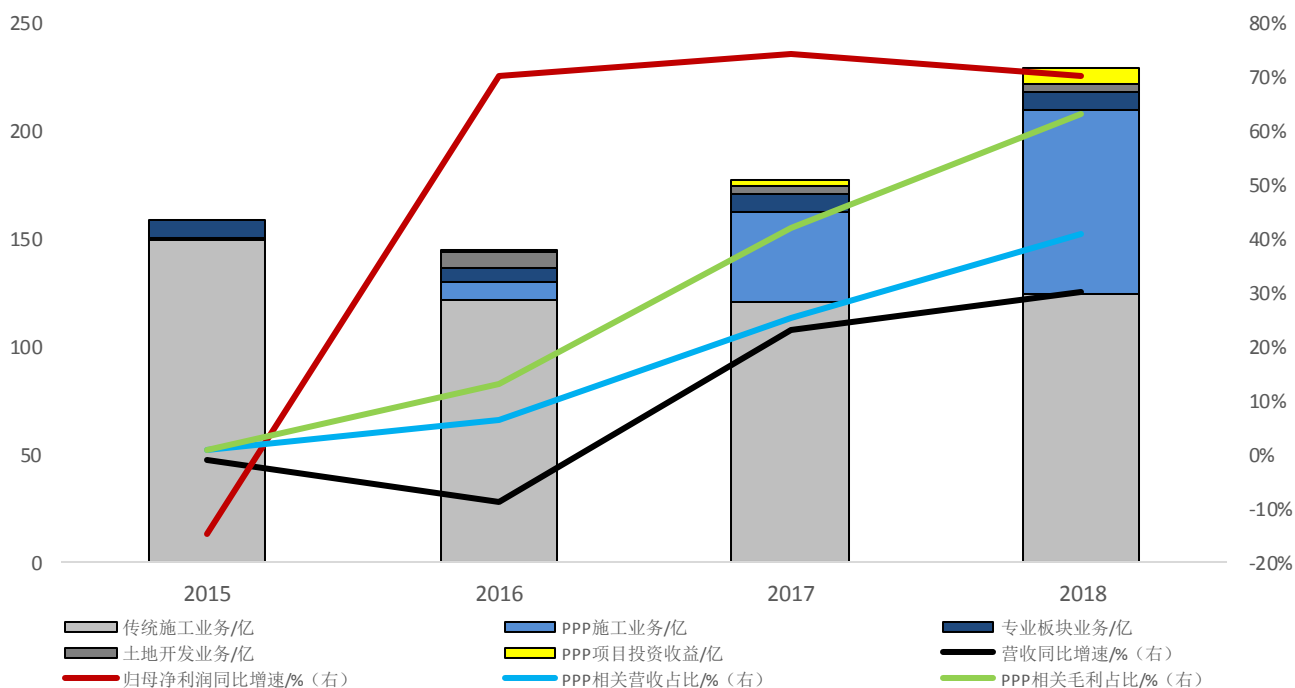
资料来源：公司公告、财政部、东兴证券研究所

表 5 粗略估算 PPP 项目投资收益与实际收入对比及预测

年份	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入测算/亿	0.5	2.7	7.5	14.7	20.8
实际收入/亿	1	2.7	8	15	20
收入同比增速	/	170%	196%	88%	33%

资料来源：公司公告、财政部、东兴证券研究所

图 1 2015-2018E 公司营收利润增速变化以及 PPP 业务营收利润占比变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 6 2015-2020PPP 施工收入预测模型

项目基本信息										项目施工收入按年分布/亿					
公告日期	项目名称	公告性质	联合体	项目类型	项目投资额/亿	建安费占比	施工合同额/亿	建设期	合作期	2020	2019	2018	2017	2016	2015
2020 新项目，预测同比增速 20%										28.76					
2019 新项目，预测同比增速 15%										53.69	23.97				
2018 剩余新项目，预测全年同比增速 12%										16.89	16.84	1.1			
2018/7	安徽省滁州市天长市中医院新区 PPP 项目	预中标	否	房建	9.5	60%	5.7	3	13	1.90	1.9	0.24			
2018/7	恩施火车站前广场及道路改造工程 PPP 项目	签约	否	市政	3.3	65%	2.1	2	14	0.72	1.07	0.36			
2018/6	西安市高陵区泾河风光带(一期)PPP 项目	中标	牵头	市政	12.8	65%	5.8	3	20	1.94	1.94	0.57			
2018/6	江山市文化艺术中心二期工程 PPP 项目	预中标	否	房建	3.1	60%	1.9	3	15	0.63	0.63	0.18			
2018/5	滁州大厦 PPP 项目	签约	否	房建	2.6	60%	1.5	1	11		0.90	0.64			
2018/5	奎文区教育基础设施 PPP 项目	签约	否	市政	4.3	65%	2.8	2	12	0.81	1.39	0.58			
2018/5	丽水市莲都区人民医院改扩建和丽云中心卫生院迁建 PPP 项目	中标	否	市政	2.8	65%	1.8	3	15	0.61	0.61	0.18			
2018/5	梁山县市政基础设施建设 PPP 项目	签约	否	市政	2.8	65%	1.8	2	20	0.46	0.91	0.46			
2018/4	吴起县城乡综合治理和发展 PPP 项目	签约	牵头	市政	14.4	65%	6.6	3	12	2.18	2.18	1.18			
2018/4	富阳区泰南安置小区建设工程 PPP 项目	中标	非牵头	房建	25.1	60%	3	3	18	1	1	0.42			
2018/4	孟州市文体中心建设 PPP 项目	签约	否	房建	14.3	60%	8.6	3	20	2.87	2.87	1.67			
2018/4	富阳区大源镇及灵桥镇安置小区建设工程 PPP 项目	中标	否	房建	23.2	60%	13.9	3	18	4.63	4.63	1.93			
2018/3	武城县城区基础设施提升改造工程 PPP 项目	签约	牵头	市政	6	65%	1.2	2	15	0.24	0.58	0.34			
2018/3	余姚市档案馆基础设施 PPP 项目	签约	否	房建	2.3	60%	1.4	2	12	0.29	0.68	0.40			
2018/3	宁阳文化艺术中心 PPP 项目	预中标	否	房建	3.2	60%	1.9	2	14	0.52	0.96	0.44			
2018/1	信丰文教园建设 PPP 项目	签约	牵头	市政	18.2	65%	11.8	3	16	3.94	3.94	2.96			
2018/1	玉环市中等职业技术学校迁建工程 PPP 项目	签约	否	房建	13.2	60%	7.9	3	15	2.65	2.65	2.21			
2018/1	鹿邑县产业集聚区路网等建设项目 PPP 项目	签约	牵头	道路	10	60%	6	1	17		1	5			
2017/12	新余市下村工业基地储能小镇和袁河经济开发区标准厂房建设工程 PPP 项目	签约	否	市政	9.2	65%	6	2	15	0.50	2.98	2.49			

2017/12	渭河总干渠东部新城段水利综合治理工程 PPP 项目	签约	非牵头	水利	23	65%	4.5	3	15	1.49	1.49	1.31	
2017/11	霍邱县矿区、园区路网工程 PPP 项目	签约	非牵头	道路	7.4	60%	1.3	2	12	0.06	0.67	0.61	
2017/11	涪川区文化中心及城区南部工业遗址旅游 PPP 项目	签约	牵头	市政	5.9	65%	3.8	3	13	1.28	1.28	1.28	
2017/10	章贡区阳明中学、章江路文体中心及停车场 PPP 项目	签约	牵头	房建	4.1	60%	2.5	2	10		1.24	1.24	
2017/9	乌兰察布市科技馆内容建设 PPP 项目	中标	牵头	房建	1.8	60%	1.1	2	10	0.04	0.54	0.50	
2017/9	文山市第一中学城南校区 PPP 项目	签约	否	房建	2.8	60%	1.7	2	22		0.77	0.84	0.07
2017/9	缙云县养老院及配套工程、杜桥 6-2 地块(二期)	签约	否	房建	1.7	60%	1	2	10		0.46	0.5	0.04
2017/9	安置房及养老院片市政道路 PPP 项目												
2017/9	乌鲁木齐 2017 年棚户区改造项目-高新区	签约	非牵头	房建	100	60%	10	2	10		4.38	5	0.63
2017/8	丰田村一、二队片区项目												
2017/8	缙云县壶镇下山脱贫安置工程 PPP 项目	签约	否	房建	2.8	60%	1.7	3	11	0.47	0.56	0.56	0.09
2017/8	湖州市南浔区菱湖人民医院异地新建 PPP 项目	签约	否	房建	3	60%	1.8	2.5	15.5	0.21	0.72	0.72	0.15
2017/7	宝鸡市金台文体中心 PPP 项目	预中标	否	房建	7	60%	4.2	2	20		2.10	2.10	
2017/7	福鼎(龙安)生态合成革产业园												
2017/7	基础配套设施工程 PPP 项目	签约	否	市政	1.2	65%	0.7	1.2	11.16			0.56	0.15
2017/6	邢台经济开发区教育文化体育设施												
2017/6	改造提升工程一项目包 1PPP 项目	签约	牵头	房建	2.7	60%	1.6	1	16			0.93	0.67
2017/6	天柱县鉴江小流域综合治理 PPP 项目	签约	牵头	市政	14.9	65%	9.7	2	13		2.82	4.84	2.02
2017/6	澧县城区路网建设工程(一期)PPP 项目	签约	牵头	道路	43.8	60%	26	3	15	3.68	8.67	8.67	4.99
2017/4	宿迁山洼人家民宿 PPP 项目	签约	牵头	园林	7.3	60%	2.2	2	25	0.30	0.73	0.73	0.42
2017/4	华阴市文体教育基础设施 PPP 项目	签约	牵头	房建	5.3	60%	2.2	2	15	0.31	0.74	0.74	0.43
2017/3	丽水市公安局警务技能训练基地 PPP 项目	签约	否	房建	2	60%	1.2	2	15	0.16	0.39	0.39	0.23
2017/3	博山区五阳湖旅游基础设施建设 PPP 项目	签约	牵头	园林	5.8	65%	1.5	3	15	0.38	0.38	0.38	0.23
2017/3	渭南市华州区教育文体基础设施 PPP 项目	签约	牵头	房建	13	60%	5.5	3	10	0.68	1.82	1.82	1.14
2017/3	象山县石浦高速公路定塘连接线工程 PPP 项目	签约	牵头	道路	7.4	65%	4.8	2.5	12.5	1.20	1.37	1.37	0.86
2017/3	丽水市瓯江文苑 PPP 项目	签约	否	房建	3.2	60%	1.9	2.5	15.5	0.46	0.55	0.55	0.37
2017/2	商洛市环城南路商州实施段 PPP 项目	签约	否	道路	3	60%	1.8	2	10	0.13	0.60	0.60	0.48
2017/2	杭黄铁路建德东站连接线及站前广场 PPP 项目	签约	否	道路	2.7	60%	1.6	1	10		0.17	0.80	0.63
2017/2	温州市温瑞平原西片排涝工程 PPP 项目	签约	牵头	水利	15.3	69%	-	5	15	-	-	-	-
2017/1	安义县城市建设(2016)PPP 项目	签约	否	市政	26.7	67%	18	3	11	4.50	4.50	4.50	2.79

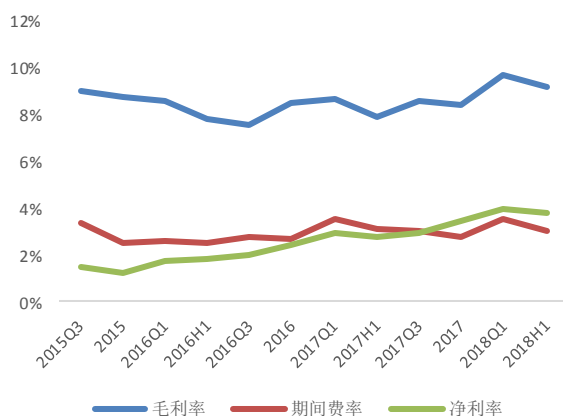
2017/1	贵州六枝特区人民医院改扩建 PPP 项目	签约	牵头	房建	9.8	60%	5.9	2	12	0.66	1.97	1.97	1.31		
2016/12	象山县已建市政道路 及其他基础设施 PPP 项目（TOT）	中标	牵头	道路	30	60%	-	-	15	-	-	-	-		
2016/12	晋江市国际会展中心 PPP 项目	签约	牵头	房建	9.7	60%	4.1	2	12	0.06	1.36	1.36	1.30		
2016/11	宣城市阳德路道路建设工程 PPP 项目	签约	牵头	道路	12.1	60%	1.4	3	11	0.36	0.36	0.36	0.33		
2016/11	渭南市临渭区 2016 年新建学校 PPP 项目	签约	牵头	房建	10.5	60%	6.3	2	12		2.09	2.09	2.09		
2016/10	博山区五阳湖旅游基础设施 PPP 项目	签约	牵头	市政	5.8	65%	2.6	-	-		0.80	0.87	0.87	0.07	
2016/9	菏泽市万福河商贸物流片区建设 PPP 项目	签约	牵头	市政	31	84%	26	2	12		7.58	8.67	8.67	1.08	
2016/8	泉州市棚户区改造 PPP 项目	签约	否	房建	39.7	59%	23.3	5	15	3.88	3.88	3.88	1.64	0.29	
2016/7	海城市基础设施建设 PPP 项目	签约	否	市政	2.2	65%	1.4	2	10		0.36	0.48	0.48	0.12	
2016/7	开化火车站站前片区 PPP 项目	签约	否	市政	7.8	65%	5.1	2	12		1.27	1.69	1.69	0.42	
2016/4	陕西商州区高级中学建设 PPP 项目	签约	牵头	房建	5.5	60%	3.3	1.5	11.5		-	1.32	1.32	0.66	
2016/3	宁波“三路一桥” PPP 项目	中标	否	道路	9.7	75%	7.3	3	11	1.07	1.83	1.83	1.83	0.76	
2016/1	莒县人民政府基础设施建设项目	签约	否	市政	16	65%	10.4	2	10		0.87	3.47	3.47	2.60	
2015/12	宁波象山 71 省道改建工程 PPP 项目	中标	牵头	道路	4.4	62%	-	2.8	12.8		-	-	-	-	
2015/12	温州洞头市政基础设施工程 PPP 项目	中标	牵头	市政	16	65%	10.4	8	16	1.30	1.30	1.30	1.30	0.98	
2015/12	奉化市道路工程 PPP 项目	签约	否	道路	4.4	48%	2.1	2.1	10		0.12	0.68	0.68	0.62	
2015/11	温州市鹿城区瓯江绕城高速至卧旗山段海塘工程 和瓯江路西延二期道路工程 PPP 项目	签约	非牵头	道路	15.7	60%	1.9	4	14					0.58	1.30

备注：斜体数字均为估算，其他为相关公告中提取

资料来源：公司公告、财政部、东兴证券研究所

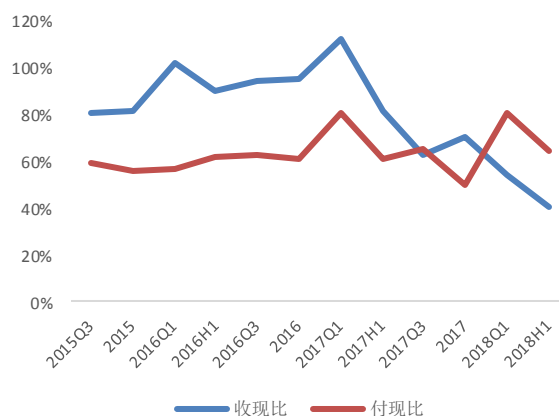
3. 报告期内业绩基本符合预期, 经营稳健致整体盈利水平有所提高, 业务开展致经营性现金流出加大, 定增和SPV融资致筹资性现金流入加大
- ◆ **业绩增长基本符合预期。**报告期内实现营收 103.84 亿, 同增 25.82%, 归母净利润 3.94 亿, 同增 69.61%。
 - ◆ **毛利率稳步提升、期间费率稳中趋降, 整体盈利水平有所提高。**报告期内毛利率为 9.15%, 较 2017H1/2017 全年分别提高 1.3 个/0.8 个 pct。销售/管理/财务费率分别为 0.03%/2.16%/0.83%, 较上年同期分别变化 0 个/-0.1 个/0.1 个 pct, 合计期间费率 3.01%, 较 2017H1/2017 全年分别变化-0.1 个/0.3 个 pct, 经营稳健, 净利率 3.79%较 2017H1/2017 分别提高 1.1 个/0.4 个 pct, 整体盈利水平有所提升;
 - ◆ **经营性现金流出加大。**报告期内收现比 40.1%较 2017H1/2017 分别下降 41 个/29 个 pct, 付现比 63.75%较 2017H1/2017 分别提高 3 个/14 个百分点, 经营性现金流净额-17.8 亿较上年同期 2.6 亿流出显著加大, 系 PPP 项目增加所致。投资性现金流净额-18.7 亿较去年同期-24.3 亿流出减少, 筹资性现金流净额 63.3 亿同比增加 38.4 亿, 系报告期内 SPV 融资增加, 同时 2018 年 4 月成功定增实际募集资金净额约 28.4 亿, 将资产负债率从 2018 一季度末的 82%显著降低近 6 个百分点至 76%;

图 2 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 3 2015Q3-2018H1 收付现比变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

4. 公司业务稳健、质地过硬, 无惧PPP业务蕴藏挑战

- ◆ **合规为王, 当前更加稳健。**公司高速承接 PPP 业务的同时严守“三不原则”, 目前尚未出现被清退项目, 且其中 12 个被列为国家级示范项目, 7 个列为省级示范项目。公司在 2017 年即出于风控考虑主动放弃了近 300 亿存在融资风险的项目, 2018 以来在融资信用趋紧、市场规范趋严的环境下, 更加稳健拓展、严格筛选合规项目, 包括 (1) 及时调整市场策略, 对项目区域、项目规范度、项目可融性、内部收益率等方面进行严格决策, 并提高项目相关收益率的筛选标准, 保障公司中标高质量的 PPP 项目。其中项目资本金内部收益率标准由高于银行同期五年期贷款基准利率 200BP 提高至 250BP; (2) 对 PPP 项目所在地区域的财政能力进行严格把控, 事先调研, 规避财政能力薄弱且已落地项目规模较大的区域, 这是公司 PPP 项目投委会决策的重要依据之一。同时, 公司通过对全国各省市、县区一般预算支出与该地区落地 PPP 项目总规模的比值进行分析, 划分出异常值地区, 为公司开拓 PPP 项目提供重要的数据信息, 提升市场开拓效率;
- ◆ **公司积极拓宽融资途径以承担项目资本金投入压力。**公司报告期内定增募集 28.4 亿, 转让 2.1 亿债权回笼资金, 成功发行首单 ABS 产品规模达 5.19 亿超预期, 报告期末货币资金达 46.2 亿, 此外积极拓展 PPP 产业基金、可转债、供应链融资等其他可能融资途径, 在当前政策显露扶持民企倾向的环境下未来将大有可为;

- ◆ **银行贷款和项目建设进度正常化。**目前公司授信额度充裕，PPP 融资审批与提款工作顺利推进，上半年获新项目贷款批复 5 笔，提款金额 30 多亿元，累计提款 70 多亿元，项目贷款与项目周期及项目建设进度充分匹配。我们判断公司首批 PPP 项目由于初始经验不足致使进展稍慢，相应的施工收入在 2015-2017 有滞后迹象，预计 2018 由于当期订单执行加快叠加前期订单滞后释放将迎建设高峰；

5. PPP 市场否极泰来将迎长期利好，民企有望承担更多市场份额责任，公司订单有望超预期

- ◆ **我们判断 PPP 市场当前处于稳健增长长期起点。**当前清库告一段落、政策利空基本出清、市场结构充分优化、项目落地率持续攀升，**边际宽松基建回暖刺激市场短中期反弹、PPP 条例大概率将于下半年落地确立市场长期反转**，市场空间仍然辽阔；
- ◆ **我们认为政策将持续鼓励民企参与 PPP，未来民企市占率将显著提升。**当前国企凭借规模实力和优良政府及信贷资源攫取了主要的 PPP 市场份额，对民企形成“挤出效应”，而国企市场份额过大或致市场配置方向扭曲。**当前政策倾向紧央企、松民企。**央企被 192 号文划下参与 PPP 的两道红线，同时背负降低杠杆率任务指标，且资管新规叫停明股实债可能显著影响央企拿单。我们测算未来民企参与 PPP 市场份额将达 28-34%，较当前约 24% 有显著提高空间。中央政策、地方政府、PPP 产业基金将持续加大对民企扶持力度。公司作为民企龙头，未来订单有望超预期增长

结论：

报告期内公司营收/归母分别同增 26%/70% 基本符合预期。经营稳健致整体盈利水平有所提高，业务开展致经营性现金流出加大，定增和 SPV 融资致筹资性现金流入加大。

我们认为公司前瞻布局 PPP 市场跻身民企龙头行列，拥有三大显著竞争优势，有望华丽转型全国性资产运营巨头。PPP 业务增速迅猛、占比迅速提升，推动公司于 16/17 年先后迎来利润和营收增速拐点，判断施工收入和投资收益将于 18 年逐步显现规模效应，推动整体营收利润增速继续维持约 33%/60% 的高位水平。PPP 业务蕴藏挑战使行业内企业业绩出现分化，而公司专业拔尖、业务稳健、质地过硬，无惧 PPP 挑战，未来有望随着 PPP 市场迎长期利好稳健腾飞而实现业绩超预期增长。

预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 237.8 亿元、302 亿元和 352.7 亿元；每股收益分别为 0.63 元、0.91 元和 1.06 元，对应 PE 分别为 11.5X、8X 和 6.9X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：政策风险、财务风险、PPP 项目执行不及预期

表 7：公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	14,588.48	17,873.38	23,779.62	30,204.53	35,271.33
增长率（%）	-8.99%	22.52%	33.04%	27.02%	16.77%
净利润（百万元）	350.22	611.28	969.93	1,400.69	1,617.90
增长率（%）	76.58%	74.54%	58.67%	44.41%	15.51%
净资产收益率（%）	6.61%	10.31%	11.32%	15.77%	17.52%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.63	0.91	1.06
PE	26.11	15.23	11.53	8.00	6.92
PB	1.75	1.57	1.31	1.26	1.21

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 8：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表		单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					
流动资产合计	24692	28162	32347	41170	47994	营业收入	14588	17873	23780	30205	35271					
货币资金	2451	1771	1899	2688	3104	营业成本	13353	16373	21240	26695	31020					
应收账款	7578	10354	11727	14895	17394	营业税金及附加	149	101	377	319	377					
其他应收款	2104	1965	2615	3321	3878	营业费用	7	4	7	8	9					
预付款项	446	396	591	662	753	管理费用	289	355	389	524	607					
存货	11953	13436	15130	19016	22096	财务费用	89	122	381	684	1006					
其他流动资产	0	149	268	439	594	资产减值损失	206.96	98.10	88.29	97.12	106.83					
非流动资产合计	2736	9129	14952	19492	24791	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	459	650	663	677	690	投资净收益	6.16	19.82	39.63	53.50	69.55					
固定资产	545.67	532.18	661.91	720.03	813.95	营业利润	500	844	1337	1930	2216					
无形资产	40	87	78	70	61	营业外收入	7.21	1.17	4.66	4.35	3.39					
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.06	1.92	3.84	2.61	2.79					
资产总计	27427	37292	47299	60662	72785	利润总额	505	843	1338	1932	2216					
流动负债合计	20566	26595	31917	42849	52208	所得税	155	232	368	531	598					
短期借款	1784	2763	6721	11557	16082	净利润	350	611	970	1401	1618					
应付账款	9911	13523	15358	20197	23723	少数股东损益	2	5	0	2	2					
预收款项	627	658	987	1217	1489	归属母公司净利润	348	607	970	1399	1616					
一年内到期的非流	512	23	23	186	77	EBITDA	703	1061	1762	2657	3265					
非流动负债合计	1370	4482	6484	8608	11021	EPS (元)	0.28	0.48	0.63	0.91	1.06					
长期借款	1364	4478	6478	8602	11015	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					
负债合计	21936	31078	38401	51457	63228	成长能力										
少数股东权益	222	332	332	335	337	营业收入增长	-8.99%	22.52%	33.04%	27.02%	16.77%					
实收资本(或股本)	1262	1262	1530	1530	1530	营业利润增长	59.07%	68.83%	58.39%	44.37%	14.79%					
资本公积	1478	1478	4051	4051	4051	归属于母公司净利润	59.92%	44.18%	59.92%	44.18%	15.52%					
未分配利润	1941	2449	1355	218	-1043	获利能力										
归属母公司股东权	5270	5882	8566	8870	9220	毛利率(%)	8.39%	8.29%	9.78%	10.73%	11.17%					
负债和所有者权益	27427	37292	47299	60662	72785	净利率(%)	2.40%	3.42%	4.08%	4.64%	4.59%					
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)					1.50%	1.27%	1.63%	2.05%	2.31%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	6.61%	10.31%	11.32%	15.77%	17.52%				
经营活动现金流	1157	-415	-1274	91	1242	偿债能力										
净利润	350	611	970	1401	1618	资产负债率(%)	80%	83%	81%	85%						
折旧摊销	114.35	95.26	0.00	43.09	43.30	流动比率	1.20	1.06	1.01	0.96	0.92					
财务费用	89	122	381	684	1006	速动比率	0.62	0.55	0.54	0.52	0.50					
应付帐款的变化	0	0	-1373	-3168	-2499	营运能力										
预收帐款的变化	0	0	329	230	272	总资产周转率	0.56	0.55	0.56	0.56	0.53					
投资活动现金流	-1397	-3649	-5952	-4608	-5389	应收账款周转率	2	2	2	2	2					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.52	1.53	1.65	1.70	1.61					
长期股权投资减少	0	0	-5740	-4472	-5223	每股指标(元)										
投资收益	6	20	40	54	70	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.48	0.63	0.91	1.06					
筹资活动现金流	1464	3323	7596	5306	4562	每股净现金流(最新摊	0.97	-0.59	0.24	0.52	0.27					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.18	4.66	5.60	5.80	6.03					
长期借款增加	0	0	2000	2125	2413	估值比率										
普通股增加	315	0	268	0	0	P/E	26.11	15.23	11.53	8.00	6.92					
资本公积增加	1047	0	2573	0	0	P/B	1.75	1.57	1.31	1.26	1.21					
现金净增加额	1225	-741	369	789	416	EV/EBITDA	14.84	13.87	12.77	10.85	10.80					

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。