



合规为王专业制胜，走蛟化龙掣电追风 ——龙元建设（600491）深度系列报告之一

2019年03月20日

强烈推荐/上调

龙元建设 深度报告

报告摘要：

我们认为公司在2014年迎来战略拐点大举进军深耕PPP市场，稳步转型PPP投融资运营服务商，有力推动业绩增长和结构优化。

- 当前业绩增速快、盈利稳提升，现金流并表致负但改善空间大，有息负债率低于同业水平，资金充裕；
- 公司成长于宁波、壮大于上海，耕耘江浙沪市场近四十载，当前业务仍聚焦长三角区域，有望充分受益区域内一体化国家战略实施；
- 公司是最专业的PPP社会资本之一，具备先发优势、专业优势和生态优势这三大显著业务优势，专业能力和理念贯穿前中后端全产业链；
- 公司PPP项目储备充裕，绝大多数入库并处于执行阶段，且具备良好运营基础；
- 公司秉持合规为王的业务风格，当前更加稳健，业务业绩表现超越市场；
- 公司有能力应对民企开展PPP业务面临的三大挑战，实现健康发展；
- PPP市场将在不断规范中稳步增长，PPP民企高弹性业绩和估值有望充分受益紧信用环境转暖，未来在政策倾斜下市场份额将有提升，PPP条例出台等因素有望成行业良性催化剂；

与市场观点的不同之处：

- 市场普遍低估公司的专业合规优势对业务的积极影响。公司承接业务时相比同行更为审慎，在紧信用环境下未出现被清退项目、未主动放弃项目、业绩未出现大幅回调，且项目入库率极高，大多数已处在执行阶段；
- 市场普遍低估民企承接的PPP项目的可经营性和投资收益规模、高估民企项目的政府付费比例。我们认为公司2018-2020PPP投资收益能达到5.5亿/15.8亿/24.2亿，毛利率趋于40%左右。公司仅在医教文体等垂直民生设施领域就拥有约150亿项目，相对市场具备运营利润空间优势；
- 市场普遍对PPP模式带来的影响和PPP民企前景过度存疑、整体态度中性偏悲观。我们通过剖析Vinci提出对我国PPP企业的五点启示，认为PPP业务确实具有长期想象空间，能够稳定推动业绩、提升整体盈利、贡献更大比例和更高质量的现金流、实现健康的财务状况和更高的市场认可度；

投资策略：我们建立了公司2015-2020PPP项目进度模型以估算历年PPP施工收入，对2015-2017施工收入实现了较好复盘，并预测了2018-2020收入。预计公司2018年-2020年营业收入分别为224亿元、260亿元和281亿元，每股收益分别为0.6元、0.79元和0.95元，对应PE分别为14.7X、11.2X和9.3X。通过对9家代表性PPP园林民企，我们认为当前公司合理估值为18倍，对应10.81元/股，上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：PPP政策风险，订单落地不及预期，财务风险。

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

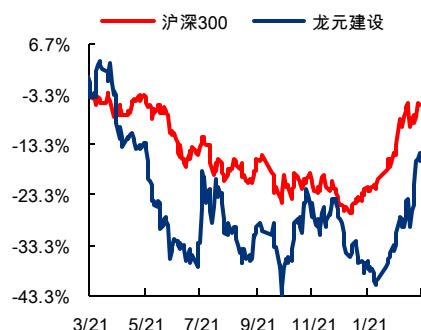
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	8.66-10.44
总市值(亿元)	132.48
流通市值(亿元)	109.3
总股本/流通A股(万股)	152976/126210
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.8

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《龙元建设（600491）2018中报点评：PPP龙头深化业务转型，步入黄金成长期》
2018-08-28

财务指标预测

指标	16A	17A	18E	19E	20E
营业收入 (百万元)	14,588.4	17,873.3	22,394.8	25,982.4	28,106.9
增长率 (%)	-8.99%	22.52%	25.30%	16.02%	8.18%
净利润 (百万元)	350.22	611.28	916.20	1,208.93	1,451.46
增长率 (%)	76.58%	74.54%	49.88%	31.95%	20.06%
净资产收益率 (%)	6.61%	10.31%	10.37%	13.03%	14.77%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.60	0.79	0.95
PE	31.50	18.38	14.73	11.18	9.31
PB	2.11	1.89	1.53	1.46	1.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 投资摘要.....	7
2. 公司概况: 老牌房建民企成功转型 PPP 专家.....	10
2.1 基本信息: 来自浙江象山的老牌上市房建民企	10
2.2 战略演进: 上市后自强不息持续谋求转型升级	11
2.2.1 建筑产业链配套专业布局.....	11
2.2.2 地产开发业务布局.....	12
2.2.3 PPP 业务布局.....	12
2.3 业务结构: 不断优化, 将充分受益长三角一体化	14
2.3.1 分类型: PPP 业务增速快、优化整体结构.....	14
2.3.2 分区域: 扎根长三角, 受益一体化.....	15
2.4 财务分析: 业绩增速快、盈利稳提升, 现金流表致负但改善空间大	15
3. PPP 业务分析: 民企龙头优势显著、合规为王行稳致远.....	19
3.1 业务优势: 专业能力和理念贯穿前中后端全产业链	19
3.1.1 先发优势: 项目经验丰富、业内声誉卓著	19
3.1.2 专业优势: 前中端布局理念领先, 专业能力拔尖	20
3.1.3 生态优势: PPP 领域独一无二的数据库平台	25
3.2 项目概况: 储备充裕且具备良好运营基础	26
3.2.1 业务量充沛, 绝大多数入库且处于执行阶段.....	26
3.2.2 深耕市政民生领域, 整体可经营性强	28
3.2.3 施工收入测算模型	29
3.2.4 投资收益测算和运营模式浅析	34
3.3 业务稳健: 合规为王, 超越市场表现	35
3.3.1 项目资本金投入承压相对较小	35
3.3.2 项目融资和施工进度正常化	37
3.3.3 项目回款有保障, 资产转让有优势	37
4. 行业分析: 不断规范稳步增长, 有望受益政策和信用宽松	39
4.1 长期看好 PPP 市场在不断规范中稳步增长	39
4.1.1 市场当前处于第五阶段-稳步落地阶段.....	39
4.1.2 判断民企市场份额未来将有显著提升	41
4.2 当前紧信用掣肘民企, 业绩回调、估值触历史底部	42
4.3 高弹性业绩和估值有望充分受益紧信用环境转暖	44
4.3.1 货币政策传导和民金融资状况有望改善	44
4.3.2 基建补短板将是确定性较强的政策着力点	45
4.3.3 PPP 条例出台有望成行业良性催化剂	46
4.4 浅析 Vinci, 展望 PPP 对企业长远影响.....	47
4.4.1 外国上市建筑企业代表, 借 PPP 成功转型特许经营商	47
4.4.2 特许经营业务对 Vinci 财务影响	52
4.4.3 对我国 PPP 企业的五点启示	54

5. 投资建议.....	56
5.1 关键假设与盈利预测	56
5.2 投资评级	57
5.3 风险提示	58

表格目录

表 1 2015-2018 公司 PPP 业务占订单/收入/毛利比例变化及业绩增速	13
表 2 部分文体类入库项目中标投资回报率和建安费下浮率一览	20
表 3 部分 PPP 相关建筑企业在库专家人数情况 (不完全统计, 未追踪人员变动)	21
表 4 公司入库专家一览	21
表 5 部分建筑上市公司披露承接 PPP 业务情况/亿	27
表 6 公司项目行业分布 (按承接首个项目的时间顺序) 及市占率估算	29
表 7 模型测算 PPP 施工收入与实际收入对比及预测	30
表 8 2015-2020 公司 PPP 业务变化及预测	31
表 9 公司部分 PPP 项目资本金股权比例	36
表 10 部分公司披露长期应收款变化及 2017PPP/BT 计提比例	38
表 11 2017 年以来 PPP 相关重磅政策	40
表 12 Vinci: 特许经营业务情况	50
表 13 2015-2020 公司收入结构变化及预测	56
表 14 公司 2018-2020 业绩预测	56
表 15 截至 2019.3.20 可比公司估值对比	57
表 15 公司盈利预测表	59

插图目录

图 1 公司历史沿革	10
图 2 公司股权结构 (截至 2018Q3)	11
图 3 50 家建筑上市公司各类细分业务毛利率水平统计 [%] (2018H1)	11
图 4 公司主营业务结构及 2018H1 收入和同比	14
图 5 2018H1 细分业务收入占比及与上年同期变化	14
图 6 2018H1 细分业务毛利占比及与上年同期变化	14
图 7 2004-2017 公司各区域营收占比	15

图 8 2004-2018Q3 公司上市以来营收及(扣非)归母净利润同比增速变化.....	17
图 9 2014-2018Q3 公司三费变化.....	17
图 10 2014-2018Q3 公司毛利率/期间费率/净利率变化.....	17
图 11 2015-2018Q3 公司收付现比变化.....	18
图 12 2014Q3-2018Q3 公司经营现金流变化/百万	18
图 13 2016-2018Q3 公司和同类企业负债率变化.....	18
图 14 2016-2018Q3 公司和同类企业有息负债率变化.....	18
图 15 2016-2018Q3 公司货币资金变化.....	18
图 16 2016-2018Q3 公司长期应收款和股权投资变化.....	18
图 17 公司 PPP 全周期产业链布局示意图	21
图 18 杭州城投组织架构(下设四大指挥中心)	23
图 19 杭州城投代表项目-九堡大桥(詹天佑奖+鲁班奖)	23
图 20 云安小镇(龙元天册)	25
图 21 杭州密渡桥路停车场(益城停车)	25
图 22 浙江省玉环新城体育中心项目(龙元建设+爱玛会)	25
图 23 晋江国际会展中心项目(龙元建设+环球国际)	25
图 24 公司 PPP 项目在库阶段分布	27
图 25 公司及部分 PPP 民企的项目入库率对比	27
图 26 公司 PPP 项目一级行业分布	28
图 27 公司各行业占项目库份额 Top8	28
图 28 截至 2018 年底各行业在库项目数量及金额分布	29
图 29 玉环新城 PPP 项目全周期现金流情况	34
图 30 2016-2018PPP 库投资额、管理库金额及环比、落地金额及落地率变化	41
图 31 2017Q3-2018PPP 落地和开工金额及开工率(开工数量/落地数量)变化	41
图 32 2011-2018 建筑产业债信用利差差值与指数变化	43
图 33 公司和部分 PPP 园林民企 2017-2018 归母增速变化(龙元建设为业绩预告中枢值)	43
图 34 2017H2 以来园林市盈率和市净率变化	44
图 35 2017H2 以来园林与大盘市盈率和市净率比值变化	44
图 36 2016-2019.2 M2 和社融存量同比增速变化	45
图 37 2017-2019.3 建筑产业债信用利差差值变化	45
图 38 外国主要上市建筑商市值规模[亿 CNY]、成长和盈利能力分布	48
图 39 Vinci: 大事记	48
图 40 Vinci: 1990-2017 营收及同比增速变化	49
图 41 Vinci: 1990-2017 净利润及同比增速变化	49
图 42 1990-2017 法国 GDP 及同比增速变化	49
图 43 1990-2017 法国固定资本形成额及同比增速变化	49
图 44 Vinci: 2017 年业务结构	50
图 45 Vinci: 2003-2017 收入结构	50
图 46 Vinci: 2003-2017 净利润结构	50
图 47 Vinci: 2003-2017 特许经营收入结构	51

图 48 Vinci: 2003-2017 特许经营净利润结构.....	51
图 49 Vinci: 2010-2017 经营现金流构成.....	52
图 50 Vinci: 各业务净利率和整体净利率及 ROE	52
图 51 Vinci: 1990-2017 经营现金流变化/百万欧元	53
图 52 Vinci: 资产负债率 (%)	53
图 53 Vinci 盈利质量: 经营现金流/净利润.....	54
图 54 我国建筑上市企业盈利质量: 经营现金流/净利润.....	54
图 55 2003-2017Vinci 市盈率变化及相对大盘表现.....	54
图 56 Vinci: Tours-Bordeaux 项目股权结构	55
图 57 公司 2014.3-2019.3 市盈率通道图	57

1. 投资摘要

我们认为公司借 PPP 成功实现从传统房建企业向投融资运营服务商转型，有力推动业绩增长和结构优化。公司业务优势显著，是最专业的 PPP 社会资本之一，业务风格稳健，在紧信用环境下业务和业绩表现显著超越市场，有能力应对 PPP 民企普遍面临的三大挑战从而实现健康发展。项目储备充裕而优质，具备良好运营基础。未来有望充分受益政策倾斜、信用回暖、PPP 市场增长成熟、长三角一体化。

- ◆ **业绩增速快、盈利稳提升，现金流并表致负但改善空间大，有息负债率低于同业水平，资金充裕。**公司前三季度营收/归母分别同增 20%/53%，归母增速有望连续三年超 50%。前三季度 PPP 施工和投资收益毛利率分别为 13.3%/31.4%，均高于传统施工的 5.5%，带动整体毛利率和净利率分别提升 0.8 个 pct/2.2 个 pct。公司对绝大多数 SPV 并表致经营现金流出较大，但未来改善空间较大，前三季度流出同比已缩减。前三季度有息负债率仅 23.4%，较 7 家可比 PPP 园林民企均值低近 3 个 pct。公司于 2018H1 采取了定增、转让债权回笼资金等措施充裕加在手现金，2018H1/Q3 货币资金分别为 46 亿/41 亿，在紧信用市场环境下将有力支撑项目进展；
- ◆ **公司在 2014 年迎来战略拐点大举进军深耕 PPP 市场，稳步转型 PPP 投融资运营服务商，当前业务结构逐步优化。**公司上市以来不断探索产业链延伸发展和转型，并在 2014 年牢牢把握住国家大力推广 PPP 的这一历史性机遇进军 PPP 市场。当前高毛利的 PPP 业务增速和占比提升较快，上半年收入合计 40.2 亿、同增 141%，占比提升了 17 个 pct 至 26.6%；毛利合计 5.8 亿、同增 153%，占比提升了 26 个 pct 至 41.6%。我们认为在手 PPP 订单释放将助推相关施工和投资合计收入在 2018-2020 年分别达到 85 亿/121 亿/145 亿，占比达到 38%/47%/50%，毛利将达到 13 亿/20 亿/24 亿，占比达到 58%/72%/76%；
- ◆ **公司成长于宁波、壮大于上海，耕耘江浙沪市场近四十载，当前业务仍聚焦长三角区域，有望充分受益区域内一体化国家战略实施。**公司上市后跨区拓展一度卓有成效，助力公司扩张，在当前市场环境下已做出了重新收拢聚焦于长三角的正确决策，2018 年新签订单有 60% 左右位于区域内，2018 年底以来新承接的 5 个 PPP 项目中有 3 个位于浙江省、1 个位于江苏省，包括 3 月 19 日新签约的杭州富阳区大源镇及灵桥镇安置小区项目（23.2 亿），未来将持续充分受益一体化战略实施；
- ◆ **公司是最专业的 PPP 社会资本之一，业务优势显著，专业能力和理念贯穿前中后端全产业链。**公司在 PPP 领域具备先发优势、专业优势和生态优势这三大优势，是专业性和竞争力较强的 PPP 民企龙头。先发优势包括项目经验丰富且类型多样化、政府和机构关系积累、项目价格优势、示范项目优势、业内声誉卓著等。专业优势即公司 PPP 布局贯穿前端投融资、中端项目执行和后端运营管理的 PPP 全周期产业链，团队规模超 500 人，并有 8 人入选 PPP 双库专家，前端龙元明城牵头投融资业务、专业能力拔尖，中端杭州城投负责项目执行、甲方经验丰富，后端通

过运营资产和合作经验两种途径积极布局民生设施运营的市场缺口、理念与布局领先。生态优势载体即公司拥有的业内独一无二的明树数据库平台，未来有望持续整合金融、施工、运营各类合作资源，赋能公司 PPP 业务，拓展新类型业务和巩固生态优势：

- ◆ **公司 PPP 项目储备充裕，绝大多数入库并处于执行阶段，且具备良好运营基础。**公司当前在手 PPP 项目共计 70 个、总额约 821 亿，对应 2017 年营收的 3.5 倍，对应 2017 年 PPP 业务相关收入的 18.2 倍，业务量在建筑板块上市公司中仅次于 7 大央企和东方园林，订单收入比处在较高而相对市场较稳健的水准。合计有 65 个项目入库，入库率达 93% 处于业内较高水平，其中处于执行阶段的项目额合计 508 亿，占比高达 85%。公司当前在医教文体等民生设施领域拥有约 150 亿项目，市占率约 2.1%，此类垂直设施更具备运营空间，契合公司理念，且该领域项目落地率低于管理库平均水平，市场空间相对仍然辽阔，未来或将是公司重点发力方向。同时公司或将继续深耕市政（在手 224 亿项目，市占率 0.6%）、保障工程（175 亿，市占率 2.5%），并合作探索高潜力的环保（22 亿，市占率 0.3%）和旅游（30 亿，0.5%）市场；
- ◆ **公司一向秉持合规为王的稳健业务风格，当前更加稳健，业务和业绩表现显著超越市场。**公司大力承接 PPP 业务的同时严守“三不原则”，严防投资建设运营风险，在清库风暴中未出现被清退项目，并有 12 个被列为国家级示范项目、7 个省级。2018 年以来在紧信用环境下，公司进一步提高项目门槛、控制投资节奏，更显稳健，期间表现显著超越市场，包括未被迫放弃项目、成功定增 28.4 亿、H1 提款超 30 亿、前三季度现金超 40 亿、利润保持正向大幅增长 50-60% 等。
- ◆ **公司有能力应对民企开展 PPP 业务面临的三大挑战，实现健康发展。**我们认为 PPP 民企普遍面临资金实力、项目管理和应收管理三大挑战，而这些挑战无碍龙元建设健康发展：公司项目资本金投入承压相对较小、能够通过多种融资渠道保障资金需求；项目管理架构完善、项目 SPV 设立和开工情况符合预期、项目提款超预期、施工进度正常化；在手债务融资工具齐全、具备与 PPP 基金合作经历、能够多途径拓展融资渠道；未来回款相对有保障、转让相对有优势，当前不计提长期应收款符合符合会计准则和行业惯例，通过减值测试；
- ◆ **PPP 市场将在不断规范中稳步增长，PPP 民企高弹性业绩和估值有望充分受益紧信用环境转暖，未来在政策倾斜下市场份额将有提升，PPP 条例出台等因素有望成行业良性催化剂。**我们认为 PPP 市场当前处于第 5 阶段的稳步落地阶段，清库风暴后市场结构充分优化，在库 8735 个项目均已完成财承论证审核，管理库总额稳健增长，落地率和开工率稳步攀升，Q4 开工金额同增 87%、环增 23%，财政部征求意见稿和实施意见彰显政策支持转向、为 PPP 条例铺垫。当前紧信用环境掣肘民企项目资本金和项目融资，影响民企新签和存量消化速度放缓，致园林行业业绩显著回调，园林指数于年前触历史底。未来经济下行压力加大或致政策和信用进一步宽松，货币政策传导和民企融资状况有望改善，同时基建补短板将是确定性较强的政策着力点，包含了生态环保、乡村振兴、社会民生等 PPP 民企广泛参与的领域。PPP 民企业绩和估值高弹性，有望充分受益紧信用环境转暖，催化剂包括社

融企稳回升、信用利差差值收缩、PPP 条例出台、Q2-Q3 业绩反弹等等。当前政策倾向松民企、紧央企，我们粗略估算未来民企 PPP 市场份额将为 35-39%，较当前约 23% 有显著提升空间；

与市场观点的不同之处：

- **市场普遍低估公司的专业合规优势对业务的积极影响。**如上所述，公司在承接 PPP 业务时秉持了相比同行更为审慎的风格。2018 年在紧信用环境下九大 PPP 园林企业归母平均同减 29%，较上年度降低 107 个 pct，而公司未出现被清退项目、未主动放弃项目、业绩未出现大幅回调，且项目入库率极高，大多数已处在执行阶段。我们认为未来随着市场成熟，公司在运营端领先的理念和布局以及构筑的生态优势将进一步拉开与同行差距，公司的专业态度和合规优势将持续推动业务增长和结构转型；
- **市场普遍低估民企承接的 PPP 项目的可经营性和投资收益规模、高估民企项目的政府付费比例。**以龙元建设为例，我们认为公司 2018-2022 的 PPP 投资收益为 5.5 亿/15.8 亿/24.2 亿/33.9 亿/40.8 亿，且未来该项收入毛利率水平将稳定在 40% 左右，远超传统房建施工业务。同时我们认为公司在手项目多数具备运营基础，仅在医教文体等垂直民生设施领域就拥有约 150 亿项目，相对市场具备运营利润空间优势，以公司于 2018 年与爱玛会合作承接的玉环新城项目（文体类）为例，该项目收费途径较为丰富，包括对外开放、体育和游泳馆设施使用、课程培训、广告位、停车场及其他配套收入等等，在 2021-2035 十五年间的理论使用者付费比例将逐渐从 11% 提升至 17%；
- **市场普遍对 PPP 模式带来的影响和 PPP 民企前景过度存疑、整体态度中性偏悲观。**我们通过剖析 Vinci 战略和财务演进，提出对我国 PPP 企业的五点启示，认为 PPP 业务确实具有长期想象空间，能够作为稳定的业绩增长动力、能够带动整体盈利能力稳步提升、贡献更大比例和更高质量的现金流、实现健康的财务状况和更高的市场认可度，并认为龙元建设有望凭借 PPP 专业优势和运营端积极布局率先转型全国民生设施运营商；

投资建议：我们建立了公司 2015-2020 PPP 项目进度模型以估算历年 PPP 施工收入，对 2015-2017 施工收入实现了较好复盘，并预测了 2018-2020 收入。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 224 亿元、260 亿元和 281 亿元，每股收益分别为 0.6 元、0.79 元和 0.95 元，对应 PE 分别为 14.7X、11.2X 和 9.3X。选取 9 家代表性 PPP 园林民企作对比，其 2018-2019 平均 PE 分别为 21.6 倍和 13.4 倍，我们认为当前公司合理估值为 18 倍，对应 10.81 元/股，上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：财务风险、订单落地不及预期、政策风险。

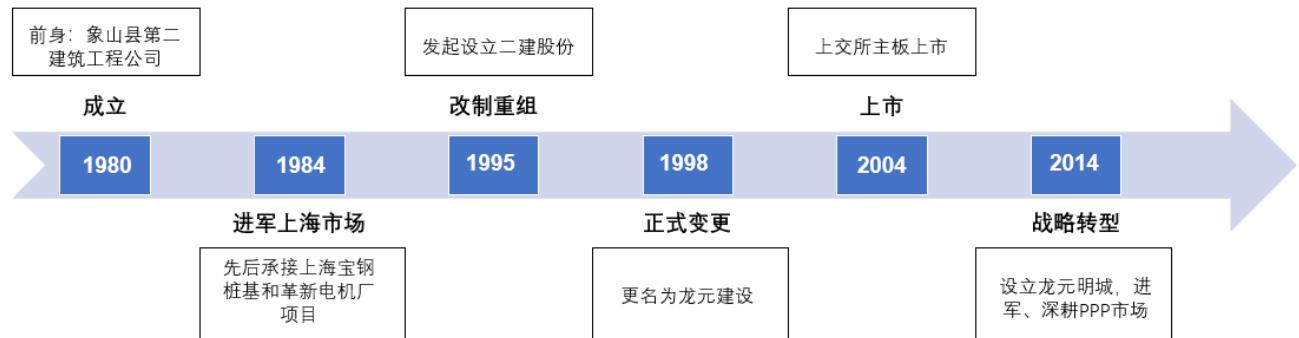
2. 公司概况：老牌房建民企成功转型 PPP 专家

2.1 基本信息：来自浙江象山的老牌上市房建民企

老牌上市房建民企，成功转型 PPP 专家企业。龙元建设集团股份有限公司（以下简称“龙元建设”或“公司”）的前身为成立于 1980 年的浙江省象山县第二建筑工程公司。1995 年象山二建改制重组设立二建股份，注册资本为 3800 万元。1998 年 4 月 3 日公司名称变更为龙元建设集团股份有限公司。公司于 2004 年 4 月 30 日于上交所主板上市，向社会公开发行 2,800 万股人民币流通股，发行价格 17.08 元/股，发行市盈率为 16.42 倍，系房屋建设板块第 5 家上市公司。公司拥有房建总承包特级资质和市政、机电、水利、装饰、园林、地基基础等多项一级资质，传统主营房建业务，在 2014 年迎来战略拐点进军 PPP 市场、不断深耕并成功转型为专业的 PPP 社会资本。

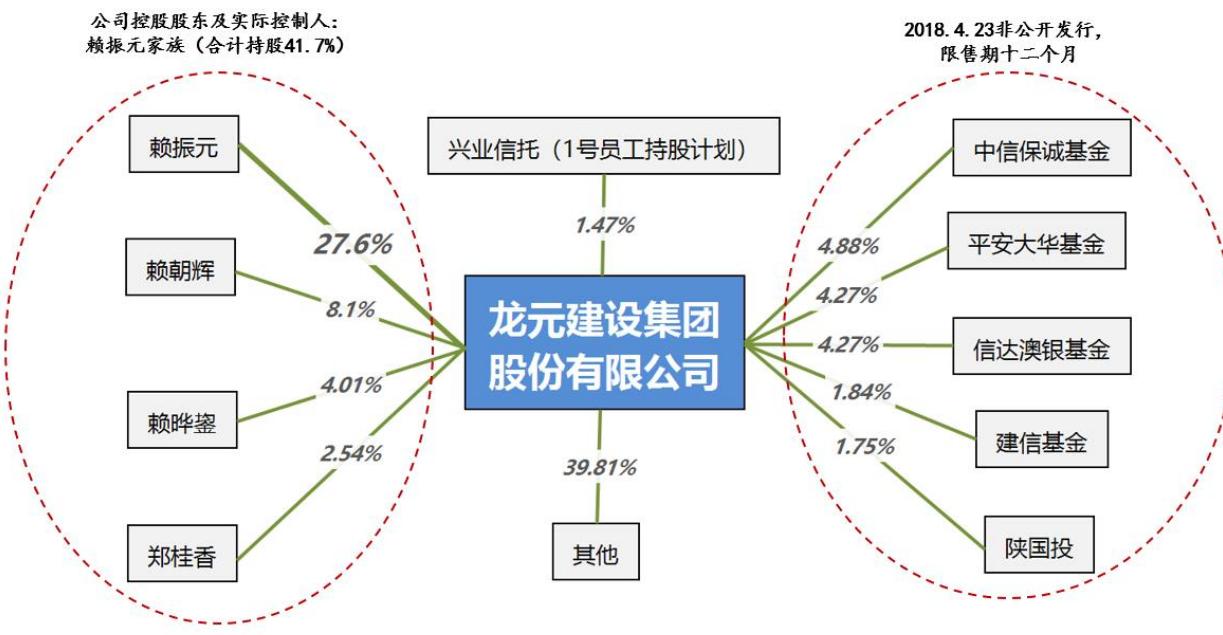
公司股权结构较为集中，推出员工持股激励计划释放活力，定增引入机构股东：控股股东及实际控制人为赖振元家族，持股数量 6.38 亿股，占公司总股本的 41.7%。公司于 2017 年推出了员工持股激励计划，累计买入公司股票 22,486,603 股，占公司已发行股本 1.47%，成交均价 11.35 元/股。2018 年 4 月 23 日，公司向中信保诚基金等 6 名机构对象非公开发行 2.68 亿股，占公司总股本的 17.49%，发行价格为 10.71 元/股，限售期十二个月。

图 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2 公司股权结构 (截至 2018Q3)



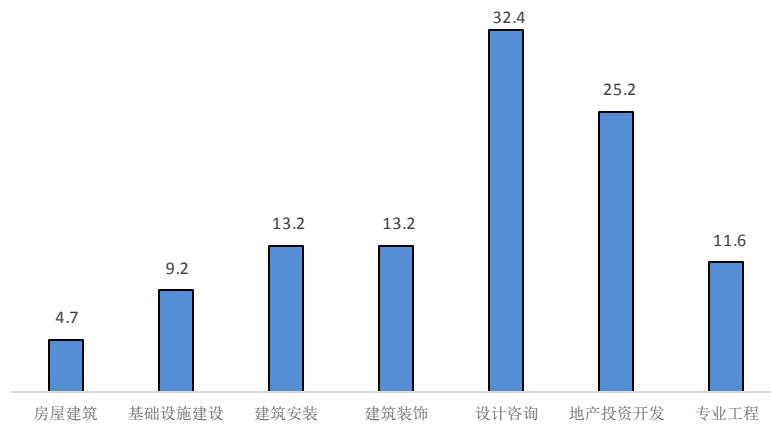
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2.2 战略演进: 上市后自强不息持续谋求转型升级

公司于 2004 上市以来, 不断探索产业链延伸发展和转型, 并在 2014 年开始牢牢把握国家大力推广 PPP 这一历史性机遇, 成功进军 PPP 市场实现业务结构蜕变升级。

2.2.1 建筑产业链配套专业布局

图 3 50 家建筑上市公司各类细分业务毛利率水平统计 [%] (2018H1)



资料来源: Wind、东兴证券研究所

公司传统主营业务为民用、公用、市政等房屋建筑类项目, 2004 年上市时该类业务占比高达 98%。房建业务利润水平较低, 从部分建筑上市公司 2018 中报各类细分业务毛利率水平统计结果来看, 房建业务平均毛利率仅 4.7%居末, 远低于紧随其后的

基建业务的 9.2%。改善房建项目为主的单一业务结构,是公司长久以来的战略方向。公司于 2004-2007 通过并购和新设在水泥建材、设计、钢结构、装饰幕墙等多个建筑产业链配套环节布局,努力实施多元化经营,取得了丰富成果,并为当前继续拓展钢结构和幕墙市场积累了宝贵经验,但整体上仍未能改变公司以房建主营结构。

- ◆ **水泥板块:**公司于 2004 成立安徽水泥公司。2010 年受益四万亿刺激带来的水泥行业高景气度,业务规模飙升,2011 年实现收入 10 亿,较 2009 年之前的 2 亿左右收入规模有了跳跃式发展,毛利率高达 39.2%,以 7%的营收贡献了 26%的毛利,有力推动公司当年整体业绩。在 2012 年公司基于市场情况和自身扩展战略,以及水泥销售半径制约因素,将持有安徽水泥 80%的股权转让给南方水泥;
- ◆ **设计板块:**公司于 2006 收购上海房屋建筑设计院,与母公司发挥协同效应有力提升了参与项目投标竞争力。该板块业绩保持稳健增长,在 2016 因故出让股权;
- ◆ **钢结构板块:**于 2005 收购大地钢构和大地网架之后合并,在 2014 年以前因管理经验不足、2009 厂房拆迁影响生产经营致使业绩不太理想、连年亏损,2015 年实现扭亏为盈,2015-2017 净利润复合年均增速为 28%,2017 年实现收入 4.4 亿、净利润 0.76 亿。当前钢结构受益装配式建筑推广落地和制造业投资复苏,公司或将继续积极拓展钢结构市场;
- ◆ **装饰板块:**于 2007 收购上海信安幕墙,板块业务延续至今。初期因管理经验不足、2010 世博会前上海大范围停工严重波及公司业务,后续连年亏损,至今尚未迎来利润拐点,但 2015-2017 亏损分别为 3594 万/2458 万/690 万有明显收窄迹象,未来随着公司加大投入有望实现正常盈利;

2.2.2 地产开发业务布局

公司在 2009 年和 2013 年陆续启动园区开发和一级土地开发业务,尝试向“建筑+地产”经营模式转型,但项目规模有限、后期战略地位让位于 PPP,并于 2016 年收回一级开发部分:

- ◆ **临安森林硅谷园区开发项目:**公司于 2009 年与临安政府签署高新区和园区开发协议,并合资组建杭州青山湖森林硅谷开发有限公司。2016 年完成启动区块项目办公楼竣工验收,可售面积达 47802.52 m²,在 2017 实现营收 4.08 亿,并有近 3 亿规模开发产品转入投资性房地产;
- ◆ **奉化阳光海湾一级开发项目:**公司于 2013 年与奉化政府就奉化市阳光海湾度假区熟化土地开发签署框架协议,并有序推进区域基建工作。2016 年公司重心转向 PPP 业务,收回该项目一级开发权益以回笼资金支持 PPP 业务,收到返还投资额近 6.9 亿,后续不再继续对该项目进行开发投资;

2.2.3 PPP 业务布局

2014年以来PPP扶持政策密集出台,公司牢牢把握住国家大力推广PPP的这一历史性机遇实现自身蜕变,大举进军深耕PPP市场,稳步转型PPP投融资运营服务商。

- ◆ **布局理念领先:**公司于2014年设立龙元明城牵头PPP业务,负责模式创新、对外合作、承揽项目、筹措资金等,于2015年收购杭州城投建设以便更好地切入PPP投资方角色,同时通过龙元天册(产业运营)、益城停车等资产布局运营端,并与体育娱乐领军品牌爱玛会等具有优良运营潜质的企业展开项目合作,以“一体两翼+N专业公司”的架构贯穿PPP前端投融资、中端项目执行和后端运营管理的全周期产业链,PPP团队规模超500人、并有8人入选PPP双库专家,处于业内领先地位;
- ◆ **业务增长迅猛,推动业绩增速:**公司2015-2017年PPP新承接业务量分别为77亿/224亿/321亿,CAGR高达104%,PPP订单占比从2015年的31%迅速提高到2017年的65%。PPP业务推动公司陆续在2016年/2017年分别迎来归母净利润/营收增速拐点,2017年营收和归母净利润增速分别高达23%/74%,2018年归母预增50%-60%。2018年公司在紧信用市场环境下进一步提高项目门槛,新承接业务量206亿、订单占比55%,较上年度均有所下滑,但我们认为公司项目储备充沛有望持续支撑业绩高增,且公司基本未主动放弃在手项目,相对市场表现优异。

表1 2015-2018公司PPP业务占订单/收入/毛利比例变化及业绩增速

年份	2015	2016	2017	2018
合计新签订单/亿	245	378	496	372
传统业务/亿	168	154	175	166
PPP业务/亿	77	224	321	206
新签PPP订单占比	31%	59%	65%	55%
主营收入/亿	160	146	179	/
传统施工/亿	149	121	120	/
PPP施工/亿	1	8	42	/
PPP施工营收占比/亿	1%	6%	24%	/
主营毛利/亿	14	12	15	/
传统施工/亿	13	10	6	/
PPP施工/亿	0.1	1	5	/
PPP施工毛利占比/亿	1%	7%	35%	/
营收增速	-1%	-9%	23%	/
归母净利润增速	-15%	70%	74%	50%-60%*

*2018年度业绩预增公告

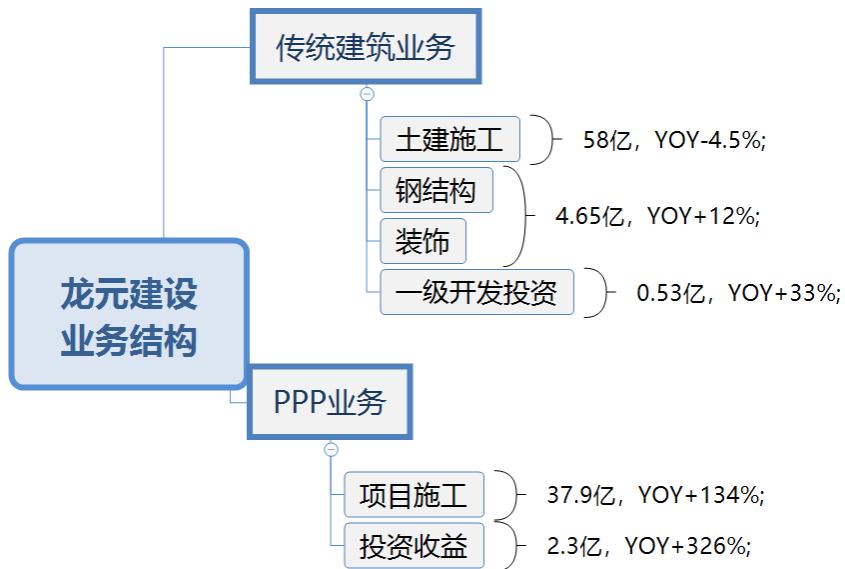
资料来源:公司公告、东兴证券研究所

2.3 业务结构: 不断优化, 将充分受益长三角一体化

2.3.1 分类型: PPP 业务增速快、优化整体结构

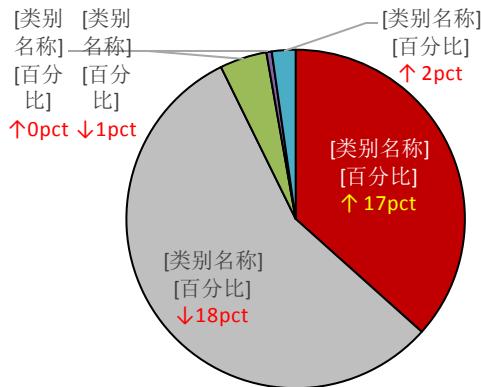
公司主营业务包括传统建筑业务（施工、装饰和钢结构、一级开发）和 PPP 业务（施工和投资收益），当前高毛利的 PPP 业务增速和占比提升速度较快，整体结构趋于稳定、逐渐优化。2018 上半年公司 PPP 施工和投资收益收入合计 40.2 亿，同比增长 141%，占比提升了 17 个 pct 至 26.6%；毛利合计 5.8 亿，同比增长 153%，占比提升了 26 个 pct 至 41.6%。PPP 施工毛利率为 13.3%，投资收益毛利率为 31.4%，均远高于传统施工的 5.5%，业务结构显著优化，未来盈利能力将逐步提升。

图 4 公司主营业务结构及 2018H1 收入和同比



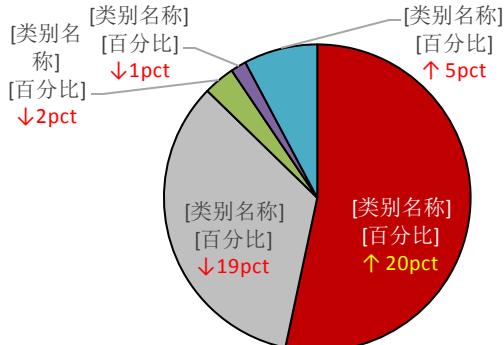
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5 2018H1 细分业务收入占比及与上年同期变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6 2018H1 细分业务毛利占比及与上年同期变化



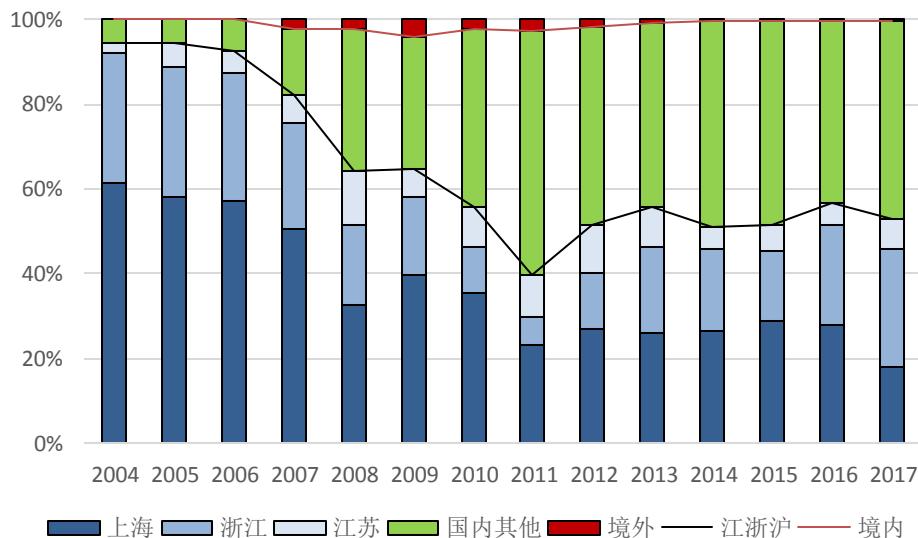
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.3.2 分区域: 扎根长三角, 受益一体化

公司成长于宁波、壮大于上海, 耕耘江浙沪市场近四十载, 当前业务仍聚焦长三角区域, 有望充分受益区域内一体化国家战略实施。

- 上市后跨区拓展卓有成效, 助力公司扩张。公司上市后曾致力于“江浙 1/3、全国其他 1/3、海外 1/3”区域布局的“三三战略”, 期间在长三角以外的全国其他区域业务拓展卓有成效, 推动公司规模扩张。2004-2011 年间公司在江浙沪外的其他省份的收入占比从 6%显著提升了 52 个 pct 至 58%, 近年来保持在 40%-50%左右;
- 当前再聚焦长三角, 将充分受益长三角一体化国家战略。2019 年 3 月政府工作报告提出要将长三角区域一体化发展上升为国家战略, 编制实施发展规划纲要, 区域内基建和建筑市场有望提速增长。公司此前已在市场信用趋紧、企业普遍业务回调的大背景下, 做出了重新收拢聚焦于长三角的正确决策, **2018 年新签订单有 60%** 左右位于区域内, **2018 年底以来新承接的 5 个 PPP 项目中有 3 个位于浙江省、1 个位于江苏省**, 包括 3 月 19 日新签约的杭州富阳区大源镇及灵桥镇安置小区项目(23.2 亿), 以及台州天台县始丰街道唐兴大道玉湖区块改造项目(24.4 亿)、温州市鹿城区西片国省道公路 PPP 项目(11.1 亿), 宿迁泗洪县文体小镇(21.5 亿), 未来将持续充分受益一体化战略实施。

图 7 2004-2017 公司各区域营收占比



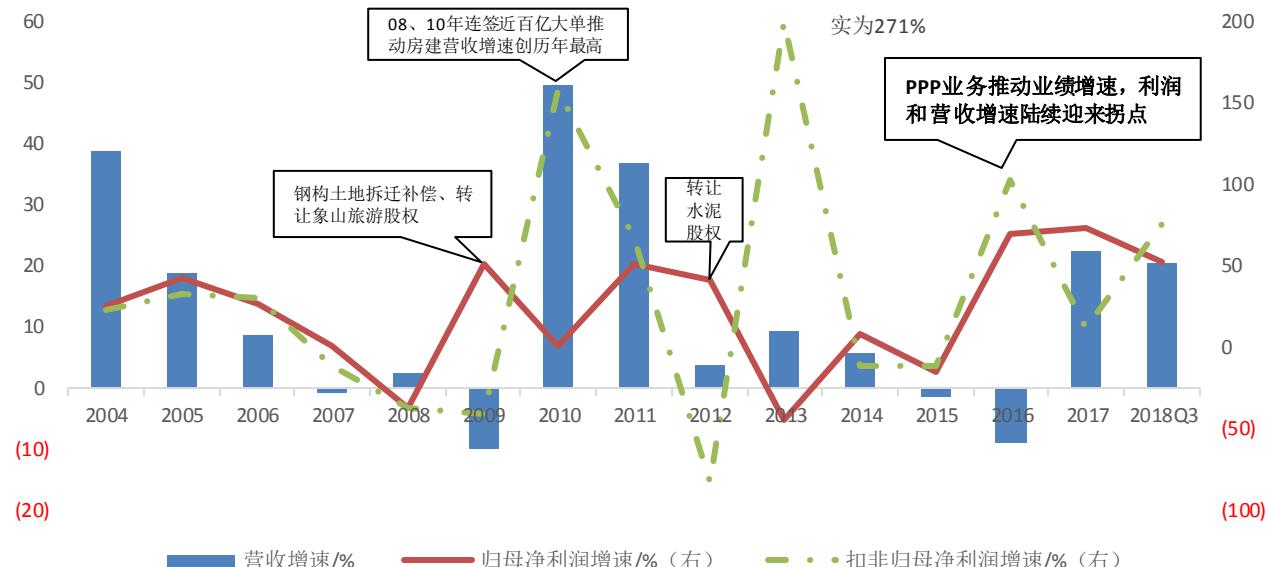
资料来源: Wind、东兴证券研究所

2.4 财务分析: 业绩增速快、盈利稳提升, 现金流并表致负但改善空间大

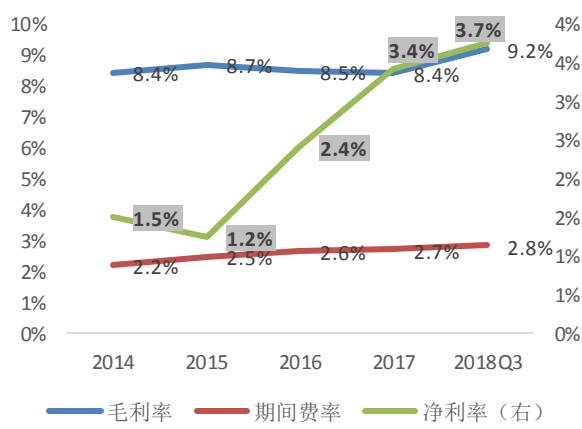
公司 2018 年前三季度实现营收 151.3 亿, 同比增长 20%, 实现归母净利润 5.58 亿, 同比增长 53%, 扣非归母 5.46 亿, 同比增长 76%。2018 全年归母预增 50%-60%, 有望连续三年维持 50%以上高增速。

2014-2018Q3 期间, PPP 业务占比逐渐提升, 对公司财务影响包括:

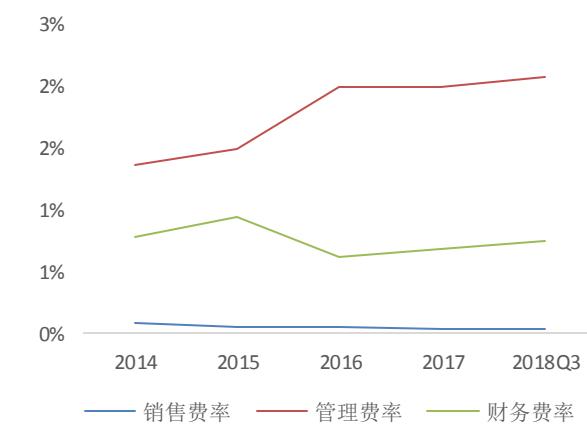
- ◆ **业绩增速:** 近年来保持较高水平。归母和营收增速分别于 2016 年/2017 年迎来拐点扭负为正, 并维持在较高水平。2016-2018Q3 归母增速分别为 70%/74%/53%, 营收增速分别为 -9%/23%/20%;
- ◆ **盈利能力:** 稳步提升。由于 PPP 业务相对传统主营业务利润水平较高, 其占比提升致公司业务结构优化, 期间毛利率和净利率分别提升 0.8 个 pct/2.2 个 pct, 期间费率整体提升 0.6 个 pct, 主要为管理费率提升 0.7 pct, 系业务扩张所致。销售费率和财务费率分别降低 0.06 个 pct/0.03 个 pct;
- ◆ **经营现金流:** 并表致负, 但改善空间大。公司对绝大多数 SPV 并表致经营现金流出较大, 2018 前三季度净流出 7.06 亿较上年同期的 8.05 亿有所改善。我们认为公司未来现金流改善空间较大, 原因包括 (1) 2019 年起进入运营期的 PPP 项目逐渐成规模; (2) 收付现比同步下降但付现比降幅更大 (2018Q3 较上年同期降低 16 个 pct); (3) 可能采取出表或其他会计认可的合理方式主动改善现金流;
- ◆ **负债状况:** 并表致高负债率, 有息负债率低于同业水平。公司 2018Q3 资产负债率为 78.9%, 高于其他 7 家 PPP 园林代表企业 (东方园林、铁汉生态、棕榈股份、蒙草生态、岭南股份、文科园林、美尚生态), 较 7 家均值 62% 高出近 17 个 pct, 但有息负债率仅 23.4%, 较 7 家均值低近 3 个 pct。公司未来如果参照部分园林企业对 SPV 出表的做法, 负债率将有所降低。
- ◆ **资产状况:** 货币充裕, 长期应收款及股权投资快速增长。公司于 2018H1 采取了定增、转让债权回笼资金等措施增加在手现金, 2018 上半年及前三季度货币资金分别为 46 亿/41 亿, 在紧信用市场环境下将有力支撑公司项目进展。公司 2015-2018Q3 长期应收款和股权投资 CAGR 分别接近 354% 和 305%, 截至 2018Q3 分别达到 158 亿和 7 亿, 主要系 PPP 业务增长, 同时可以看到 2018Q3 长期股权投资同比增长仅 8%, 公司有效控制了投资节奏以应对信用寒冬。

图 8 2004-2018Q3 公司上市以来营收及(扣非)归母净利润同比增速变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

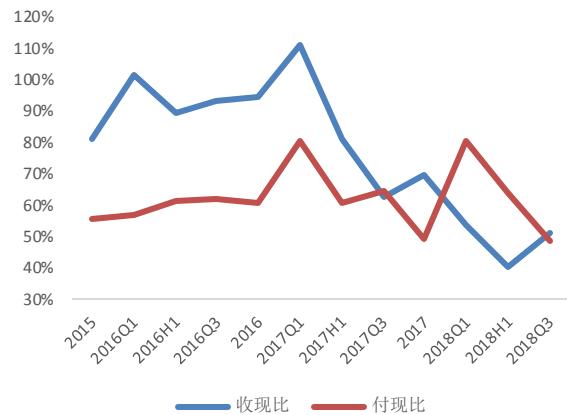
图 9 2014-2018Q3 公司三费变化


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 10 2014-2018Q3 公司毛利率/期间费率/净利率变化


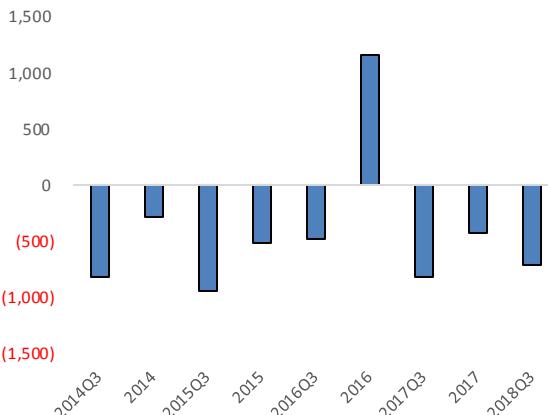
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 11 2015-2018Q3 公司收付现比变化



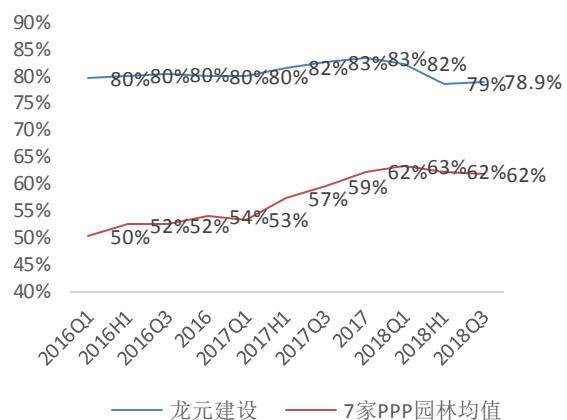
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 12 2014Q3-2018Q3 公司经营现金流变化/百万



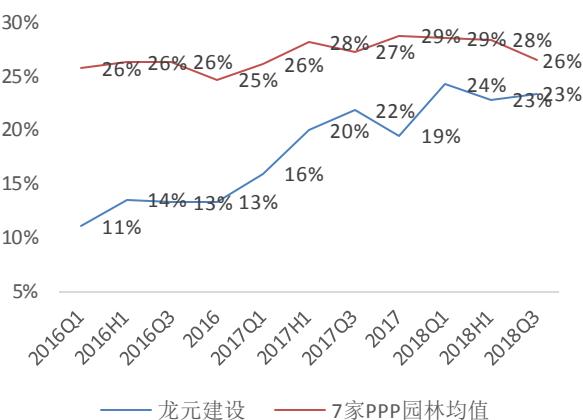
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 13 2016-2018Q3 公司和同类企业负债率变化



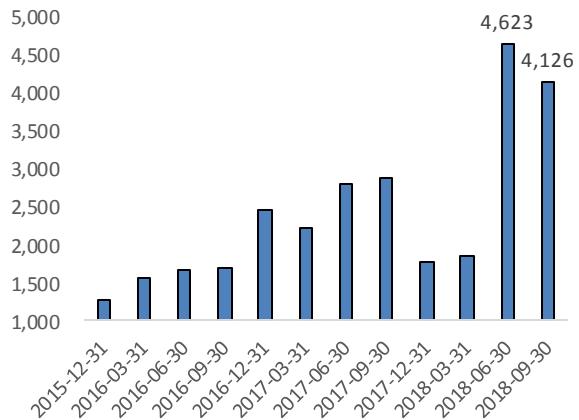
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 14 2016-2018Q3 公司和同类企业有息负债率变化



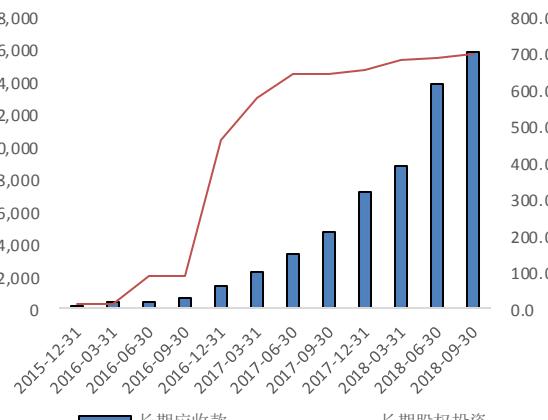
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 15 2016-2018Q3 公司货币资金变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 16 2016-2018Q3 公司长期应收款和股权投资变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

3. PPP 业务分析: 民企龙头优势显著、合规为王行稳致远

3.1 业务优势: 专业能力和理念贯穿前中后端全产业链

我们认为公司在 PPP 领域具备先发优势、专业优势和生态优势这三大优势, 是专业性和竞争力较强的 PPP 民企龙头。当前公司业务架构成熟, 以[母公司](#)建筑施工优势和资金实力为坚强后盾, 发挥[龙元明城](#)的开拓、投融资能力和[杭州城投](#)的项目建设管控能力, 借助[专业运营公司及联合体伙伴](#)的综合实力, 形成了“一体两翼+N 专业公司”格局。

3.1.1 先发优势: 项目经验丰富、业内声誉卓著

公司是最先涉足 PPP 领域的社会资本之一, 于 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 的政策方向。

- ◆ **项目经验丰富, 类型多样化:** 公司自 2015 年底以来累计承揽了 70 个 PPP 项目、总投资额约 821 亿, 在建筑板块上市地方国企和民企中, 起步速度以及业务量均仅次于[东方园林](#)。由于 PPP 模式的复杂性, 行业早期普遍存在项目进展稍缓的现象, 公司已积累了丰富项目经验, 后续项目进展基本正常化, 对后入者具备先发优势。公司项目覆盖市政、民生、交通、环保等多领域, 遍及 17 个省份, 跟踪洽谈的项目覆盖全国 80%以上省份, 充分实现多样化布局;
- ◆ **政府和机构关系积累:** 公司 2014 年即搭建了专业性较强的 PPP 业务团队(后期 8 人入选双库专家), 其后公司领导和专家响应国家政策, 曾受邀为发改委专题培训班、银监会、湖南、安徽、山东、广东等省市政府、多家银行和保险、大型央企提供 PPP 业务实务操作培训, 为后续业务拓展较好地铺垫。截至 2017 年底, 全国超过 200 个市县党政代表团曾赴公司考察交流;
- ◆ **项目价格优势:** 凭借在 PPP 领域的先发优势和项目经验积累, 公司较后入的同类公司往往能取得更高的投资回报率, 并较好控制建安费下浮率。以文化体育中心类项目为例, 公司晋江和孟州项目投资回报率分别为 8%和 7.5%, 显著高于约 6.3%的同类项目回报率水平。
- ◆ **示范项目优势:** 截至 2017 年底公司已中标项目中, 12 个被列为国家级示范项目、7 个列为省级示范项目, 尚未出现被清退项目, 在 PPP 社会资本中表现优异;
- ◆ **业内声誉卓著:** 作为 PPP 民企佼佼者, 公司联合主办或协办了 2016 至 2018 的连续三届中国 PPP 融资论坛、2017 中国 PPP 投资创新论坛、“第十六届中国经济论坛”等, 一直以来公司的专业性和影响力受到主管部门及同业广泛认可。公司总裁曾荣膺“2016 中国创新榜样”, 被《中国经济周刊》誉为“是民营企业 A 股上市公司中最早转型 PPP 的先行者, 带领的企业正在成为中国领先的 PPP 全生命周期投资运营服务平台”。

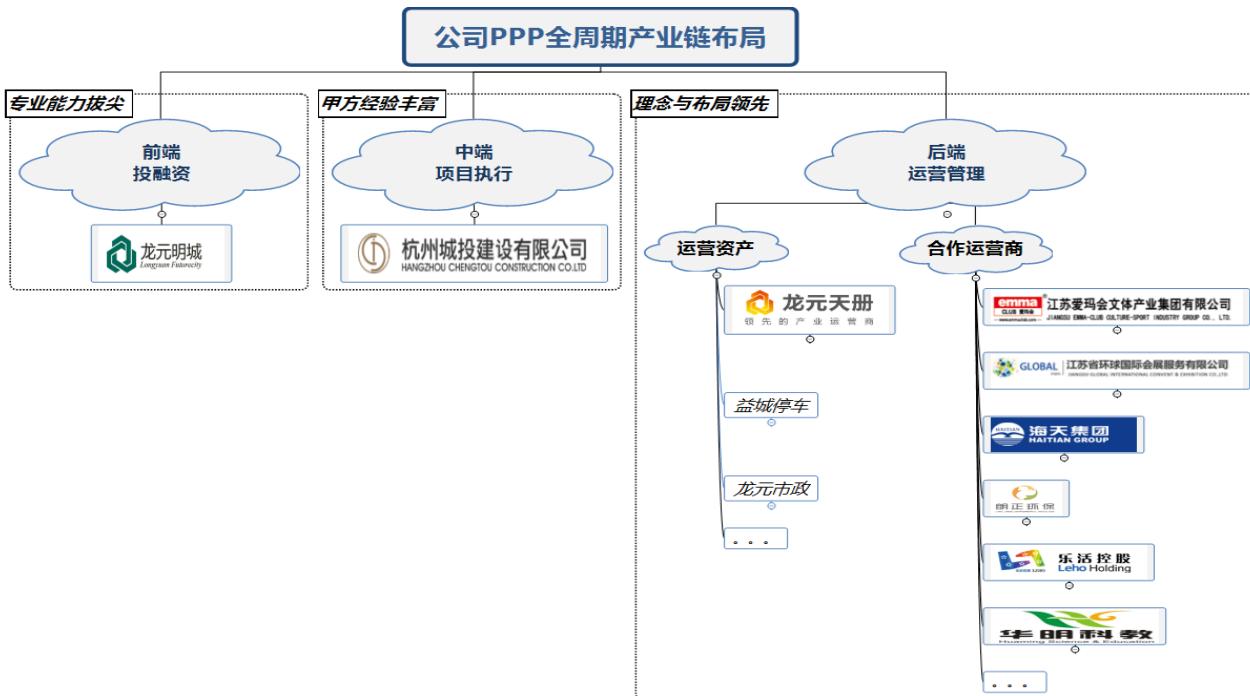
表 2 部分文体类入库项目中标投资回报率和建安费下浮率一览

项目	公司	总投资/亿	投资回报率/%	建安费下浮/%	公告日期
晋江市国际会展中心	龙元建设	9.7	8	0	2015.9
孟州市文体中心	龙元建设	14.3	7.5	3	2018.3
攸县攸水湾生态城文体中心	湖南建工等	7.9	7.2	1	2017.9
荆门市东宝区文化体育中心	中国一冶	2.5	7	7	2016.12
周口市扶沟县全民健身中心	神州长城	2.1	6.85	/	2017.5
郑州市登封市市民文化中心(一期)	中建七局	3.9	6.58	2	2017.6
银川市永宁县综合文化艺术体育中心	中建安装等	2.2	6.5	3.01	2016.12
新蔡县群众文化艺术中心	中科建设	4.7	6.5	/	2017.11
河南省洛阳市偃师市偃师市文体中心建设项目	洛阳首阳建设	9.9	6.38	/	2018.2
淄川区文化中心及城区南部工业遗址旅游项目	龙元建设	5.9	6	/	2017.9
中国-东盟(柳州)工业品展示交易中心二、三期	中建钢构等	19.6	6	6	2017.6
亳州市社区文体中心	华体集团	2	6	/	2017.10
衡水市景州文体中心	河北建工	3.2	6	/	2017.6
银川市兴庆区文体活动中心	中铁十一局	5.3	6	/	2017.3
腾冲市全域旅游国际户外运动文化中心	中建二局等	21.2	6	1	2017.8
晋中市祁县文化艺术中心	山西昊胜建设等	6.3	6	5	2017.1
瑞金市文化艺术中心	中国水利水电等	4.2	6	/	2017.1
伊犁州霍尔果斯市国际会展中心	中港建设	7	5	/	2015.11
六安市体育中心	中铁四局	7.8	4.9	6.1	2017.5

资料来源：公司公告、财政部、东兴证券研究所

3.1.2 专业优势：前中端布局理念领先，专业能力拔尖

公司 PPP 布局贯穿前端投融资、中端项目执行和后端运营管理的 PPP 全周期产业链，团队规模超 500 人，并有 8 人入选 PPP 双库专家（全市场截至 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。核心成员具有多年的基础设施领域投融资经验，曾负责的基础设施项目投资总金额累计超过 800 亿。公司组建了 6 个市场团队、8 个区域市场总部和 17 个市场部，对全国 PPP 市场形成广泛覆盖。

图 17 公司 PPP 全周期产业链布局示意图


资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 3 部分 PPP 相关建筑企业在库专家人数情况 (不完全统计, 未追踪人员变动)

公司	截至 2018.7 财政部专家库在库人数 (共计 481 人)	截至 2017.8 发改委专家库在库人数 (共计 488 人)	截至 2017.8 双库专家数 (截至 2017.2 在库专家 63 人)
龙元建设	9	8	8
中国建筑	6	8	3
中国中铁	7	7	3
中国铁建	4	8	1
中国中冶	0	12	0
中国交建	0	8	0
中国电建	1	0	0
东方园林	3	1	0
铁汉生态	0	3	0

资料来源: 财政部、发改委、东兴证券研究所

表 4 公司入库专家一览

公司	财政部专家库分类	发改委专家库分类	职位
颜立群	财务类	融资类	公司副总裁、龙元明城总经理
苗纪江	行业类	融资类	龙元明城副总经理
章贵栋	行业类	融资类	龙元明城投资发展部总经理
李雄坤	行业类	项目管理类	杭州城投建设副总经理
肖光睿	咨询类	融资类	明树数据 CEO

李飞	行业类	项目管理类	明树数据常务副总经理
袁竞峰	学术类	项目管理类	明树数据副总经理
焦军	咨询类	项目管理类	明树数据副总经理
闵贊炜	咨询类	/	明树数据副总经理

资料来源：财政部、发改委、公司官网、东兴证券研究所

1. 前端投融资：专业能力拔尖。

- ◆ 龙元明城牵头 PPP 业务，作为公司该项业务的“大脑”，项目洽谈和投融资专业优势显著，推动公司 PPP 业务保持高速高质发展。公司 2014 年 12 月投资设立龙元明城以专注 PPP，当前约 100 人规模，负责前期策划、项目磋商和招投标、组建 SPV 和筹措资金、安排建设管理、对外交流等一系列事务。公司 PPP 新承接业务量 2015-2017 从 77 亿跃升到 321 亿，CAGR 达 104%，占比从 31% 升至 65%，且合规把控严格，未出现被清退项目；
- ◆ 成功注册首单民企工程类 ABS 产品，未来有望多途径盘活 PPP 资产。公司于 2018 年 4 月成功注册 5.19 亿规模的 ABS 产品，获评 AA+，系国内首单民企作为原始权益人获批注册的工程类 ABS 产品，而其他部分社会资本对 ABS 尚处于探讨阶段。PPP 模式推广初期，企业面临项目资本金和贷款双重压力，融资需求强，我们判断以 PPP 项目基础资产未来现金流为偿付支持发行资产支持证券（ABS）是较为契合 PPP 精神的融资手段，是未来的重要融资途径。我们认为公司对于 PPP 模式理解深刻，未来有望以 ABS 等方式来盘活流动 PPP 资产，减小资金压力；
- ◆ 信用寒冬、行业回调之际，公司得益于项目合规到位，上半年提款超 30 亿超预期，并成功定增 28.4 亿充裕资金。2018 年去杠杆全面深化，PPP 清库风暴席卷，市场信用趋紧、多数 PPP 社会资本纷纷放缓新签订单速度和存量订单执行，出现大量主动放弃项目和业绩大幅回调现象，在此背景下，公司 PPP 项目的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，提款金额超 30 亿，累计提款超 70 亿，并于 2018 年 4 月成功定增实际募集资金净额约 28.4 亿，全部用于 PPP 项目的投资建设，缓解了公司自有资金压力。

2. 中端项目执行：甲方经验丰富。

我们认为传统施工企业承接 PPP 项目，挑战之一在于角色切换，包括施工企业切换为甲方、设计企业切换为甲方和施工管理方，经验欠缺可能导致管理不善、项目进度阻滞、利润水平降低等问题。

公司于 2015 年收购杭州城投建设，标的具有丰富的基础设施开发和甲方管理经验，因而具有出色的项目建设管控能力，帮助公司更好地切入 PPP 投资方角色，加速项目落地，是公司在行业整体回调背景下、施工进度得以正常化的重要保障。杭州城投成立于 2006 年，当前规模超 280 人，下设四大指挥管理中心，中、高级职称人数占比超过 45%，包括国家发改委和财政部双库专家 1 人，浙江省专家库专家 5 人，一级建造师 40 余人，代表项目包括杭州九堡大桥工程（我国组合结构桥梁代表工程，

获鲁班奖和詹天佑奖, G20 峰会保障项目), 截至 2018 年底管理 PPP 项目超 50 个,建设规模超 700 亿。

图 18 杭州城投组织架构（下设四大指挥中心）



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 19 杭州城投代表项目-九堡大桥（詹天佑奖+鲁班奖）



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3. 后端资产运营：理念与布局领先。

长期来看，PPP 模式宗旨在于提高运营效率而非方便融资，我们认为公司对于运营理念的重视是其竞争优势的核心驱动力，对运营端的重视与布局将使其成为借助 PPP 转型最成功的社会资本之一，未来公司有望成为全国民生设施运营巨头。

公司两种途径积极布局民生设施运营的市场缺口，贯彻“大运营”战略。我们判断现阶段部分区域特别是中西部城市的医疗、教育、文体、公园、道路等民生设施存在市场缺口、运营效率有待提升，未来运营空间具有想象力。公司当前通过（1）直接控股或参股设立运营资产、（2）与知名运营商合作运营项目两种主要途径在全国范围内布局适合运营的资产项目，未来有望不断通过新设和并购延伸业务领域，持续夯实运营端布局。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，在业内率先贯彻“大运营”战略；

(1) 运营资产：包括龙元天册（产业运营）、上海益城（停车场运营）、龙元市政（道路养护）、云安小镇（特色小镇）、上海慧农（农业运营）等。

- ◆ **龙元天册**: 业内领先的产业运营商, 核心团队包括中科院、张江高科及海归人才, 以产业园区+PPP、产业小镇+PPP 为拳头产品, 累计招商落地近 200 亿的产业项目, 运营案例包括云安小镇(特色小镇) 及齐鲁创智园(产业园区) 等, 2018 年获“最佳产业运营机构”、“创新产业运营商”殊荣;
 - ◆ **上海益城**: 致力于成为国内先进的停车管理综合服务商, 运营案例包括杭州市密渡桥路停车场, 是杭州首个且全国最深的井筒式机械车库, 为浙江省标杆项目;

- ◆ 江苏爱玛会文体产业有限公司：国内管理场馆规模最大的运营商之一，文体展产业整合运营领军企业，国内为数不多的以社会化和市场化为主要导向的文体产业运营品牌，与公司在玉环新城 PPP 项目上合作。爱玛会专注于中小城市文体展场馆运营管理及产业经营开发，先后落地南通、马鞍山、盐城等 14 个城市，运营管理（包括 PPP 项目）17 个综合性文体展场馆项目，运营管理总面积超过 120 万平方米，运营管理资产超过 100 亿元，已形成区域综合规模优势，2018 年底成功完成 A 轮融资；
- ◆ 江苏环球国际会展服务有限公司：若干国际博览会在中国的总代理，与公司在晋江市国际会展中心 PPP 项目上合作，该项目入选第三批国家示范项目，是晋江首个 PPP 项目并获得市政府大力支持，除举办各类展会外还承接了各类论坛会议、文体活动。环球国际组织的展出项目已达到 126 个，是国际上多个国家展的代理或一级代理；
- ◆ 海天水务集团股份公司：西部环保产业民企龙头，西部水业标杆企业、2015 年度中国水业最具成长性投资运营企业，与公司在蒲江县城污水处理厂 PPP 项目上合作。海天水务主营环境综合治理和市政公用事业的投运业务，其技术转移中心被国家科技部确认为“国家技术转移示范机构”，申请国家专利 106 项，是中国环境科学学会副理事长单位、中国环保产业协会常务理事、中国环保产业骨干企业；
- ◆ 江苏华明科教设备有限公司：为近 300 家科普场馆提供了专业的策划、设计及展品研发服务，是国内最具竞争力的互动体验式科技馆综合服务商之一，与公司在乌兰察布市科技馆 PPP 项目上合作。华明科教拥有中国展览馆协会展览工程企业一级资质、设计与施工一体化一级资质，是江苏省科普产品研发基地，省重点文化科技企业；
- ◆ 陕西朗正环保科技有限公司：主营村镇污水和垃圾处理、土壤修复和水治理业务，拥有环境工程设计甲级资质、市政工程施工总承包二级、环保工程专业承包二级以及生活污水与工业废水处理运营二级资质，与中科院、清华大学、西安建筑科技大学、长安大学等多家科研机构深度合作，与公司在西安灞桥区农村生活污水治理工程 PPP 项目上合作。
- ◆ 浙江森禾集团和乐活控股有限公司：森禾集团 2017 年位列全国城市园林绿化企业前 20 强。乐活控股依托自身生态景观建设经验和资源整合优势，投资开发了多个生态旅游产业链项目，与地方政府合作开发多个 4A 级以上旅游综合体。两家企业与公司在宿迁山洼人家民宿 PPP 项目上合作。

图 20 云安小镇(龙元天册)


资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 22 浙江省玉环新城体育中心项目(龙元建设+爱玛会)


资料来源：百度、东兴证券研究所

图 21 杭州密渡桥路停车场(益城停车)


资料来源：搜狐、东兴证券研究所

图 23 晋江国际会展中心项目(龙元建设+环球国际)


资料来源：百度、东兴证券研究所

3.1.3 生态优势：PPP 领域独一无二的数据库平台

我们认为公司拥有的明树数据是业内独一无二的 PPP 数据库和开放式平台，未来有望持续整合金融、施工、运营各类合作资源，赋能公司 PPP 业务，拓展新类型业务和巩固生态优势。明树数据于 2017 年 7 月成立，系国内首家专注 PPP 和基础设施行业大数据的科技公司，受到财政部官方引用并认可，已形成业内口碑和市场壁垒，暂无同类或接近对手，其宗旨是为政府提供 PPP 全生命周期的一站式综合服务，打造“PPP+BIM+云+AI”的一体化平台，用大数据助力公共治理水平提升和改善基础设施及公共服务供给。

- ◆ **服务齐全：**提供 PPP 数据库分析、综合信息管理系统开发、PPP 全过程咨询、政府培训和资源对接、针对 PPP 资产流通转让的全生命周期资产管理和评估、评级等服务；
- ◆ **专业权威：**参与编制发布财政部 PPP 中心 2017 年各省年报，受财政部金融司委

托承担民营企业参与 PPP 项目竞争力评估课题研究。连续发布了中国 PPP 市场需求、发展历程、宏观政策、示范项目分析等重磅专题报告。主办一带一路与中国 PPP 提质增效培训，包括中建、中铁、中铁建、电建、中交及知名律所和投资建设运营公司在内的 45 位基础设施建设业内人士参与培训。设立明树专家委员会，包括有“中国 PPP 教父”之称的清华 PPP 研究中心首席专家王守清教授。为多份清华大学、中央财经大学等高校报告提供独家数据支持并联合编写。数据受到新华网等主流媒体及多家券商引用；

- ◆ **品牌效应：**公司当选为中国 PPP 咨询机构论坛副理事长单位。CEO 肖光睿担任第二届中国 PPP 论坛会议主持人，于第三届中国 PPP 融资论坛发表主题演讲，并在维也纳国际贸易法促进委员会参加 PPP 立法指南讨论；；
- ◆ **业务硕果累累：**成立一年以来，与地方政府、大型央企、其他国内外各类企业及金融机构签订了包括数据、市场分析、投融资顾问、产品研发、系统开发运维等在内的一系列服务合同，与天津金融资产交易所、中央财经大学、全国工商联城市基础设施商会、东方金诚等机构达成战略合作，受湖北省 PPP 领导小组委托，牵头编制了湖北省 2017 年 PPP 发展白皮书；

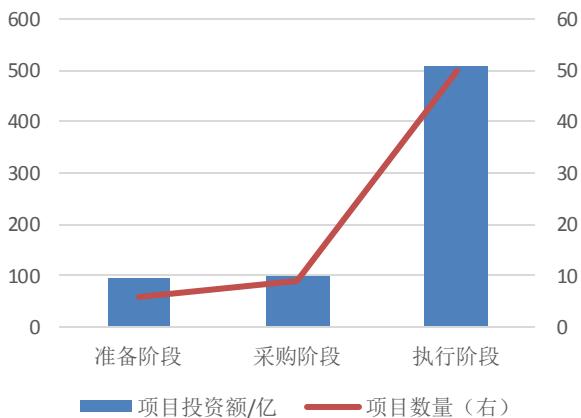
3.2 项目概况：储备充裕且具备良好运营基础

3.2.1 业务量充沛，绝大多数入库且处于执行阶段

从公司公告口径来看，自 2015 年 11 月签约首个 PPP 项目以来，公司当前在手 PPP 项目共计 70 个，项目总投资额约 821 亿（按中标时口径，忽略后续金额调整），对应 2017 年营收的 3.5 倍，对应 2017 年 PPP 业务相关收入的 18.2 倍，项目储备充沛，在建筑板块上市公司中仅次于 7 大央企和东方园林，且订单收入比处在较高而相对市场较稳健的水准。

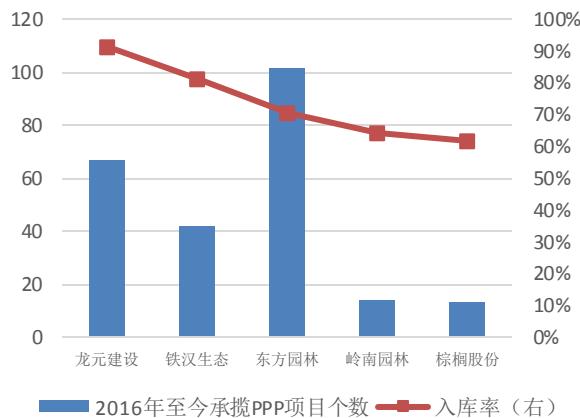
项目入库率处于业内较高水平，绝大多数已进入执行阶段。公司在手 PPP 项目中合计有 65 个项目入库，入库率高达 93%，处于准备阶段、采购阶段和执行阶段的项目数量分别是 6 个/9 个/50 个，其中处于执行阶段的项目额合计 508 亿，占比高达 85%，表明公司项目整体推进顺利。公司 2016 年至今承揽项目的入库率高达 91%，显著高于部分代表性 PPP 园林民企。

图 24 公司 PPP 项目在库阶段分布



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 25 公司及部分 PPP 民企的项目入库率对比



资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 5 部分建筑上市公司披露承接 PPP 业务情况/亿

公司	口径	2014	2015	2016	2017	截至 2017 年累计	2017 营收	截至 2017 年累计 / 2017 年营收
1.央企								
中国建筑	新签权益投资额	394	1,870	2,603	4,867	10,541	0.5	
中国中铁	新签项目总额		2,912	3,711	6,623	6,934	1.0	
中国交建	新签权益投资额	1,007	859	1,555	1,891	5,312	4,828	1.1
中国中冶	中标项目总额	59	2,538	2,724	5,321	2,440	2.2	
中国电建	新签项目总额	245	720	1,982	1,339	4,286	2,668	1.6
葛洲坝	新签项目总额	536	719	1,220	2,475	1,068	2.3	
2.地方国企								
上海建工	公告新签重大项目总额	85	144	175	404	1,421	0.3	
隧道股份	中标项目总额	5	139	149	293	315	0.9	
四川路桥	中标项目总额		205	49	254	328	0.8	
安徽水利	公告中标重大项目总额		32	138	170	355	0.5	
3.民企（园林）								
东方园林	中标项目总额	123	346	380	716	1,565	152	10.3
铁汉生态	中标项目总额		76	257	333	82	4.1	
蒙草生态	公告签约项目总额		58	274	332	56	5.9	
4.民企（其他基建）								
龙元建设	中标项目总额	77	224	321	622	179	3.5	
宏润建设	新签项目总额		15	76	91	81	1.1	

腾达建设	中标项目总额	26	39	65	36	1.8
------	--------	----	----	----	----	-----

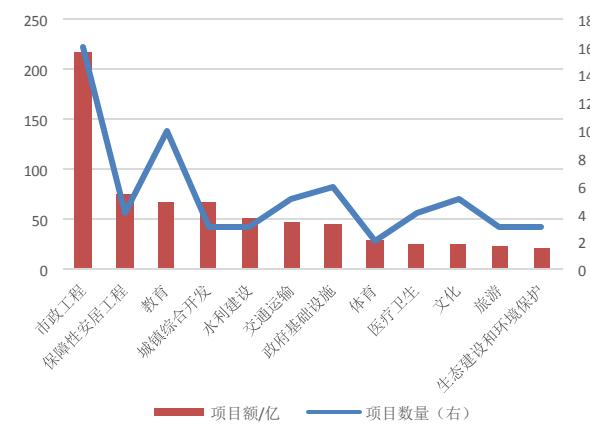
资料来源：各公司年报与公告、东兴证券研究所

3.2.2 深耕市政民生领域，整体可经营性强

从 PPP 项目细分行业来看，我们认为公司未来或将继续深耕市政，同时大力拓展空间辽阔的医教文体、环保、旅游等市场。项目整体可经营性强，与公司运营端布局理念契合。

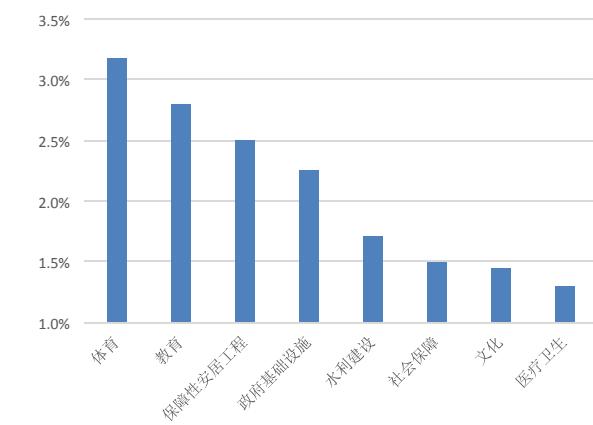
- **市政工程：**公司最早承接、承接数量最多且金额最大的项目类型，包括路网、管廊、车站广场等，共计 16 个项目、224 亿。市政工程是 PPP 库在库数量最多的一级行业，故公司在该细分行业的入库额占管理库份额（下简称“市占率”）仅 0.55%；
- **医教文体等民生设施：**公司借与专业运营商合作，近年逐渐切入该市场，承接共计 21 个项目，总额约 150 亿，市占率达到 2.11%，其中（1）教育金额达 67 亿、市占率 2.8%，（2）文化金额 27 亿、市占率 1.5%，（3）医疗金额 25 亿、市占率 1.3%，（4）体育金额 30 亿，市占率 3.2%。我们认为此类垂直设施更具备运营空间，契合公司理念目标，且该领域项目落地率低于管理库平均水平，市场空间相对仍然辽阔，公司未来将继续大举拓展相关项目；
- **生态环保和旅游：**公司起步相对较晚，2017 年开始进入该领域，迄今在手项目额分别为 22 亿和 30 亿，市占率分别仅 0.25% 和 0.47%。我们认为该类项目符合政策趋势、投资增速较快，公司积极与海天水务、朗正环保等合作探索，未来在该领域的参与度有较大提升空间；
- **保障性安居工程和政府基础设施：**公司凭借房建专业优势分别承接了 175 亿和 46 亿，市占率分别为 2.5% 和 2.3%，未来有望持续获取该类项目支撑业绩；

图 26 公司 PPP 项目一级行业分布



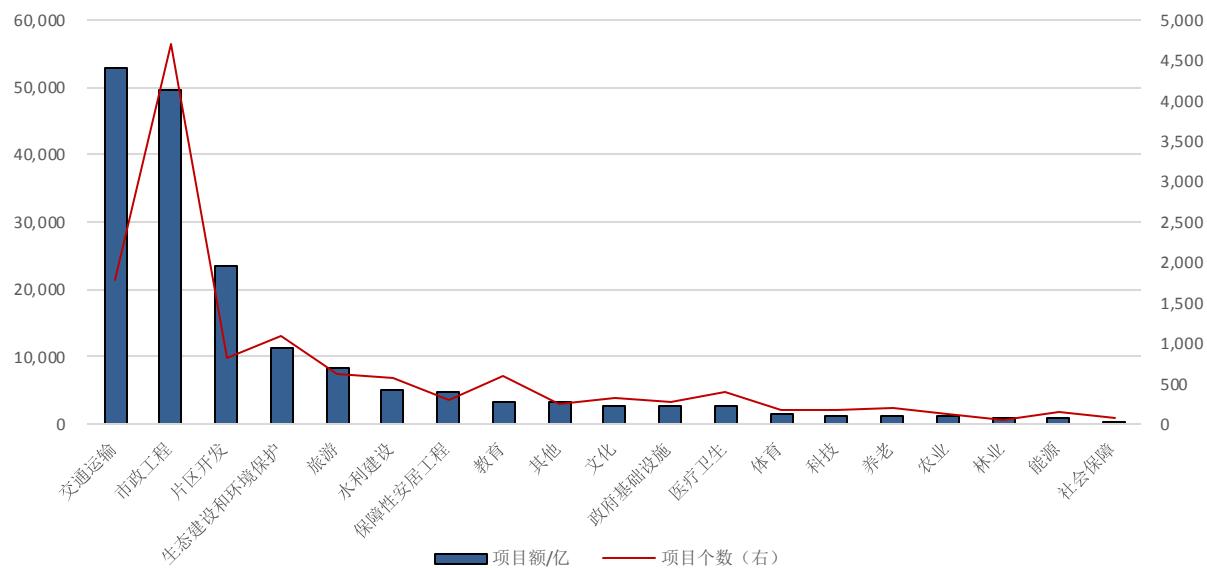
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 27 公司各行业占项目库份额 Top8



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 28 截至 2018 年底各行业在库项目数量及金额分布



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 6 公司项目行业分布（按承接首个项目的时间顺序）及市占率估算

一级行业	2015	2016	2017	2018	2019	合计/亿	入库项目额/亿	截至 2018Q4	
								该行业管理库总额/亿	市占率
市政工程	16.0	91.8	56.89	59.5		224	217	39,196	0.55%
交通运输	20.1	4.4	17.1		11.10	53	48	37,272	0.13%
政府基础设施		16.0	7.2	23.1		46	46	2,049	2.26%
教育		5.5	33.1	22.6	6.3	67	67	2,407	2.80%
城镇综合开发		31.0	35.9			67	67	17,723	0.38%
文化		9.7	10.9	6.3		27	25	1,733	1.45%
医疗卫生			12.8	12.3		25	25	1,928	1.31%
水利建设			38.3	12.8		51	51	2,978	1.71%
旅游			20.0	9.9		30	23	4,817	0.47%
生态环保			16.1	6.2		22	22	8,760	0.25%
保障性安居工程			102.8	72.6		175	75	3,020	2.50%
社会保障			1.7			2	2	111	1.49%
体育				30.4		30	30	954	3.19%
医教文体类	-	15.2	56.8	71.7	6.3	150	148	7,021	2.11%
合计	36.1	158.5	352.8	255.8	17.4	820	700	122,946	0.57%

资料来源：Wind、公司公告、财政部、东兴证券研究所

3.2.3 施工收入测算模型

我们认为随着公司 PPP 项目顺利推进，2020 年 PPP 业务收入（包括施工收入和投资收益）占比将超过传统业务，进一步提升盈利能力、优化业务结构。我们建立了公

司 2015-2020 PPP 项目进度模型以估算历年 PPP 施工收入, 对 2015-2017 施工收入实现了较好复盘, 并预测了 2018-2020 收入。若无公告提及具体数据, 则假定

- ◆ 假定工程进度: 假定建设期内进度均匀、**2016** 首批项目由于初始经验不足而普遍延滞, 项目建设期加 1 年; **2017.6** 之后项目进度正常化, 中标到签约到开工间隔分别为 2/2 个月;
- ◆ 假定建安费占投资额比例: 在手市政类项目按 65%估算、其余按 60%, 该比例系基于数个已披露项目的建安费比例归纳得到;
- ◆ 假定联合体内分工: 中标时未公告具体分工的, 公司施工份额按总施工合同额的 100% (与子孙公司联合体中标) /70% (牵头) /50% (未明确) /0-30% (非牵头, 或牵头但不负责具体施工, 视合作方数量) 粗略估算;
- ◆ 假定 **2019/2020** 新承接 PPP 业务量同比增速分别为 25%/20%。公司 2018 年全年新承接 PPP 订单仅 206 亿较上年度的 321 亿大幅同减 36%, 但 Q4 新承接 86 亿同比增长 25%、环比增长 258%, 显著边际改善, 未来市场空间仍然辽阔, 公司有望继续受益政策倾斜和信用回暖;
- ◆ 假定 2015 年施工收入由温州鹿城绕城高速及道路工程贡献;

基于以上模型保守预测 2018-2020 公司 PPP 施工收入将达到 **80 亿/105 亿/121 亿**。

表 7 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
测算/亿	1.3	8.1	42.5	88.5	114.2	128.3
调整比例	0%	-2%	0%	10%	8%	6%
实际收入/亿	1.3	8.3	42.3	79.7	105.1	120.6
收入同比增速	/	538%	410%	88%	32%	15%

资料来源: 公司公告、财政部、东兴证券研究所

表 8 2015-2020 公司 PPP 业务变化及预测

公告日期	项目名称	项目信息							施工收入测算/亿						
		公告性质	在库状态	是否联合体	所属行业	投资额/亿	施工额/亿	建设期	合作期	2020	2019	2018	2017	2016	2015
2020 新项目预测										24.04					
2019 新项目预测										39.91	14.06				
2019/3	富阳区大源镇及灵桥镇安置	签约	准备	否	保障工程	23.2	13.9	3.0	18	4.63	2.70				
2019/2	泗洪县文体小镇	中标	采购	否	体育	21.5	12.9	3.0	20	4.30	2.15				
2019/1	枣阳市基础教育城乡一体化	预中标	采购	否	教育	6.3	3.8	3.0	15	1.26	0.74				
2019/1	温州市鹿城区西片国省道	预中标	准备	非牵头	交通运输	11.1	2.0	3.0	14	0.67	0.39				
2018/12	天台县始丰街道唐兴大道玉湖区块改造	签约	准备	牵头	保障工程	24.4	10.2	3.0	15	3.42	2.85				
2018/12	天柱县特色乡村旅游基础设施及环境改善	签约	采购	否	旅游	9.9	5.9	3.0	21	1.98	1.65				
2018/11	西安灞桥区农村生活污水治理工程	签约	采购	牵头	生态环保	6.2	2.6	4.0	30	0.65	0.60				
2018/11	玉环新城文体类项目	签约	采购	牵头	体育	8.9	3.7	3.0	18	1.25	1.14				
2018/11	西安市高陵区泾河风光带(一期)	签约	执行	牵头	水利建设	12.8	5.4	3.0	20	1.79	1.64				
2018/11	蒲江县域污水处理厂及配套管网	预中标	采购	非牵头	市政工程	8.7	1.6	3.0	20	0.52	0.30				
2018/10	西安渭北工业区临潼现代工业组团渭北中学	签约	执行	否	教育	5.1	3.1	2.0	12	1.53	1.53				
2018/9	安徽省滁州市天长市中医院新区	签约	执行	否	医疗卫生	9.5	5.7	3.0	13	1.90	1.90	0.24			
2018/7	恩施火车站站前广场及道路改造	签约	采购	否	市政工程	3.3	2.1	2.0	14	0.72	1.07	0.36			
2018/6	江山市文化艺术中心二期	预中标	采购	否	文化	3.1	1.9	3.0	15	0.63	0.37				
2018/5	潍州大厦	签约	执行	否	政府设施	2.6	1.5	1.0	11		0.90	0.64			
2018/5	奎文区教育基础设施	签约	执行	否	教育	4.3	2.8	2.0	12	0.81	1.39	0.58			
2018/5	丽水莲都区人民医院改扩建和丽云中心卫生院迁建	中标	执行	否	医疗卫生	2.8	1.8	3.0	15	0.61	0.46				
2018/5	梁山县市政基础设施	签约	执行	否	市政工程	2.8	1.8	2.0	20	0.46	0.91	0.46			
2018/4	吴起县城乡综合治理和发展	签约	执行	牵头	市政工程	14.4	6.6	3.0	12	2.18	2.18	1.18			
2018/4	富阳区春南安置小区	中标	准备	非牵头	保障工程	25.1	3.0	3.0	18	1.00	0.75				



2018/4	孟州市文体中心	签约	执行	否	市政工程	14.3	8.6	3.0	20	2.87	2.87	1.67
2018/3	武城县城基础设施提升改造	签约	执行	非牵头	市政工程	6.0	1.2	2.0	15	0.24	0.58	0.34
2018/3	余姚市档案馆基础设施	签约	执行	否	政府设施	2.3	1.4	2.0	12	0.29	0.68	0.40
2018/3	宁阳文化艺术中心	预中标	准备	否	文化	3.2	1.9	2.0	14	0.96	0.56	
2018/1	信丰文教园	签约	执行	牵头	政府设施	18.2	11.8	3.0	16	3.94	3.94	2.96
2018/1	玉环市中等职业技术学校迁建	签约	执行	否	教育	13.2	7.9	3.0	15	2.65	2.65	2.21
2018/1	鹿邑县产业集聚区路网等	签约	执行	牵头	市政工程	10.0	6.0	1.0	17		1.00	5.00
2017/12	新余市下村工业基地储能小镇和袁河经济开发区厂房	签约	执行	否	城镇开发	9.2	6.0	2.0	15	0.50	2.98	2.49
2017/12	淠河总干渠东部新城段水利综合治理	签约	执行	非牵头	水利建设	23.0	4.5	3.0	15	1.49	1.49	1.31
2017/11	霍邱县矿区,园区路网	中标	未入	非牵头	市政工程	7.4	1.3	2.0		-	-	-
2017/11	淄川区文化中心及城区南部工业遗址旅游	签约	执行	牵头	文化	5.9	3.8	3.0	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	签约	执行	牵头	教育	4.1	2.5	2.0	10		1.24	1.24
2017/9	文山市第一中学城南校区	签约	执行	否	教育	2.8	1.7	2.0	22		0.77	0.84
2017/9	乌兰察布市科技馆内容建设	中标	未入	牵头	文化	1.8	1.1	2.0		0.04	0.54	0.50
2017/9	缙云县养老院及配套工程	签约	执行	否	社会保障	1.7	1.0	2.0	10		0.46	0.50
2017/9	乌鲁木齐 2017 年棚户区改造项目	签约	未入	非牵头	保障工程	100.0	10.0	2.0			4.38	5.00
2017/8	缙云县壶镇镇下山脱贫安置工程	签约	执行	否	保障工程	2.8	1.7	3.0	11	0.47	0.56	0.56
2017/8	湖州市南浔区菱湖人民医院异地新建	签约	执行	否	医疗卫生	3.0	1.8	2.5	15.5	0.21	0.72	0.72
2017/7	宝鸡市金台文体中心	预中标	准备	否	旅游	7.0	4.2	2.0	20		2.10	2.10
2017/7	福鼎(龙安)生态合成革产业园基础配套设施	签约	执行	否	生态环保	1.2	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改造提升工程	签约	执行	牵头	教育	2.7	1.6	1.0	16		0.93	0.67
2017/6	天柱县鉴江小流域综合治理	签约	执行	牵头	生态环保	14.9	9.7	2.0	13		2.82	4.84
2017/6	澧县城区路网建设工程(一期)	签约	执行	牵头	市政工程	43.8	26.0	3.0	15	3.68	8.67	8.67
2017/4	宿迁山洼人家民宿	签约	未入	非牵头	旅游	7.3	2.2	2.0		0.30	0.73	0.73
2017/4	华阴市文体教育基础设施	签约	执行	牵头	政府设施	5.3	2.2	2.0	15	0.31	0.74	0.74
2017/3	丽水市公安局警务技能训练基地	签约	执行	否	政府设施	2.0	1.2	2.0	15	0.16	0.39	0.39
2017/3	博山区五阳湖旅游基础设施	签约	执行	牵头	旅游	5.8	1.5	3.0	15	0.38	0.38	0.38
2017/3	渭南市华州区教育文体基础设施	签约	执行	牵头	教育	13.0	5.5	-	-	0.68	1.82	1.82
												1.14

2017/3	象山县石浦高速公路定塘连接线	签约	执行	牵头	交通运输	7.4	4.8	2.5	12.5	1.20	1.37	1.37	0.86
2017/3	丽水市瓯江文苑	签约	执行	否	文化	3.2	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	签约	执行	否	市政工程	3.0	1.8	2.0	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	签约	执行	否	市政工程	2.7	1.6	1.0	10		0.17	0.80	0.63
2017/2	温州市温瑞平原西片排涝工程	签约	执行	牵头	水利建设	15.3	-	5.0	15	-	-	-	-
2017/1	安义县城市建设(2016)	签约	执行	否	城镇开发	26.7	18.0	3.0	11	4.50	4.50	4.50	2.79
2017/1	贵州六枝特区人民医院改扩建	签约	执行	牵头	医疗卫生	9.8	5.9	2.0	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	中标	采购	牵头	市政工程	30.0	-	-	15	-	-	-	-
2016/12	晋江市国际会展中心	签约	执行	牵头	文化	9.7	4.1	2	12	0.06	1.36	1.36	1.30
2016/11	宣城市阳德路道路工程	签约	执行	牵头	市政工程	12.1	1.4	3.0	11	0.36	0.36	0.36	0.33
2016/11	渭南市临渭区2016年新建学校	签约	执行	牵头	教育	10.5	6.3	2.0	12		2.09	2.09	2.09
2016/9	菏泽市万福河商贸物流片区	签约	执行	牵头	城镇开发	31.0	26.0	2.0	12		7.58	8.67	8.67
2016/8	泉州市棚户区改造	签约	执行	否	市政工程	39.7	23.3	5.0	15	3.88	3.88	3.88	0.29
2016/7	海城市基础设施	签约	执行	否	市政工程	2.2	1.4	2.0	10		0.36	0.48	0.48
2016/7	开化火车站站前片区	签约	执行	否	市政工程	7.8	5.1	2.0	12		1.27	1.69	1.69
2016/4	陕西商州区高级中学	签约	执行	牵头	教育	5.5	3.3	1.5	11.5		-	1.32	1.32
2016/3	宁波“三路一桥”	中标	执行	否	交通运输	9.7	7.3	3.0	11	1.07	1.83	1.83	0.76
2016/1	莒县人民政府设施建设	签约	执行	否	政府设施	16.0	10.4	2.0	10		0.87	3.47	3.47
2015/12	宁波象山71省道改建	中标	执行	牵头	交通运输	4.4	-	2.8	12.8		-	-	-
2015/12	温州洞头市政基础设施	中标	执行	牵头	市政工程	16.0	10.4	8.0	16	1.30	1.30	1.30	0.98
2015/12	奉化市道路	签约	未入	否	交通运输	4.4	2.1	2.1			0.12	0.68	0.68
2015/11	温州鹿城瓯江绕城高速海塘和瓯江路西延二期道路	签约	执行	牵头	交通运输	15.7	1.9	4.0	14				0.58
													1.30

备注：斜体数字均为估算，其他信息摘自相关公告

资料来源：公司公告、财政部、东兴证券研究所

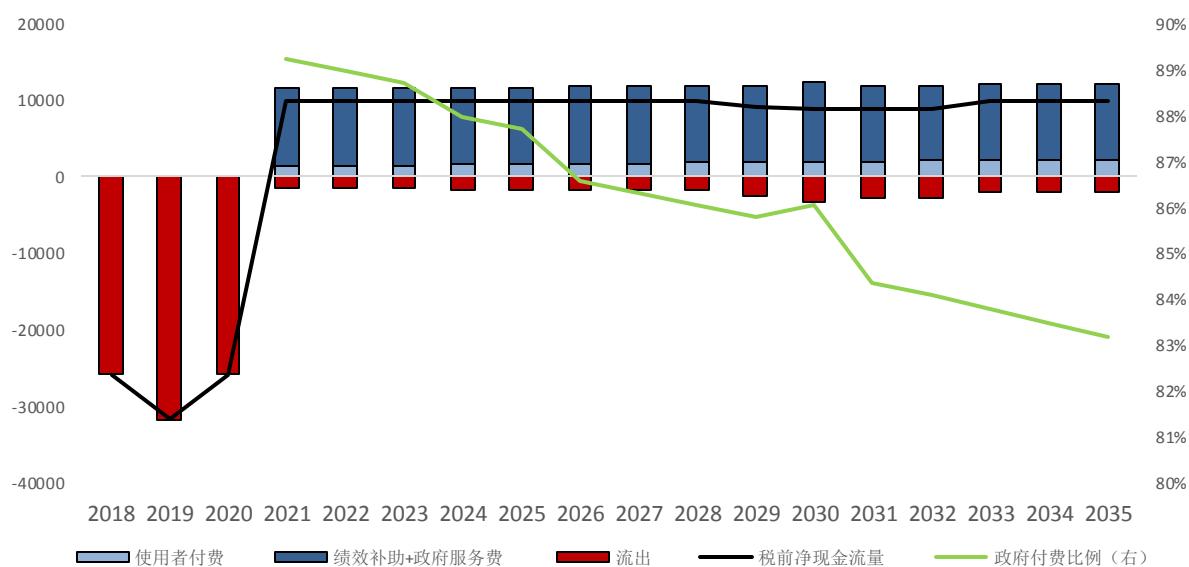
3.2.4 投资收益测算和运营模式浅析

基于下列假设, 我们测算公司 2018-2022 的 PPP 投资收益为 5.5 亿/15.8 亿/24.2 亿/33.9 亿/40.8 亿, 且未来该项收入毛利率水平将稳定在 40%左右, 远超传统房建施工业务。

- ◆ **业务内涵:** 前期投资收益包括了 PPP 项目息差收入和投资顾问收入, 未来随着 PPP 项目成规模进入运营期, 息差收入将是该项收入的主要来源, 占比将达到 90%以上;
- ◆ **毛利率:** 假定项目平均投资回报率为 7%(基于已披露项目信息), 项目资本金 25%、贷款 75%, 平均贷款利率为五年期基准利率上浮 10%, 则平均毛利率接近 40%;
- ◆ **公司股权比例:** 假定平均社会资本股权比例为 90%, 当前在手项目中公司所占社会资本比例平均值为 70%, 并在未来数年逐渐下降;
- ◆ **收益计算周期:** 我们认为项目施工阶段即已开始产生息差收入, 折中假定承接项目的第三年开始计算, 运营期约 12 年(根据投资额比重, 加权计算当前在手项目运营期所得);

同时我们认为公司在手项目多数具备运营基础, 相对市场具备运营利润空间优势, 并不断通过运营资产和强强联合两种途径积极布局运营端, 未来有望率先转型全国民生设施运营商。以公司于 2018 年与爱玛会合作承接的玉环新城项目(文体类)为例, 该项目收费途径较为丰富, 包括对外开放、体育和游泳馆设施使用、课程培训、广告位、停车场及其他配套收入等等, 在 2021-2035 十五年间的理论使用者付费比例将逐渐从 11%提升至 17%。

图 29 玉环新城 PPP 项目全周期现金流情况



资料来源: 财政部、东兴证券研究所

3.3 业务稳健：合规为王，超越市场表现

2018 年去杠杆全面深化，PPP 清库风暴席卷，市场信用趋紧、多数 PPP 社会资本纷纷放缓新签订单速度和存量订单执行，出现大量主动放弃项目和业绩大幅回调现象，在此背景下，公司有以下超越市场的业务表现：

- ◆ 未出现被清退项目，未被迫放弃项目；
- ◆ 2018 年 4 月成功定增募资约 28.4 亿。上半年获新项目贷款批复 5 笔，提款金额超 30 亿，累计提款超 70 亿。前三季度货币资金保持在 40 亿以上；
- ◆ 2018 全年归母预增 50-60%，增速较上年度稍有回落，但利润保持了正向大幅增长；
我们认为这主要得益于公司一向秉持稳健的业务风格。
- ◆ 一向合规为王。公司在大举承接 PPP 业务的同时严格遵守“三不原则”——不纳入 PPP 中心项目库的项目不做、采购流程不合规的项目不做、融资有硬伤的项目不做，将项目相关风险充分考虑，严防投资和建设运营风险。在 2017 年，公司即出于风控考虑主动放弃了百亿以上规模的存在融资风险的项目。根据明树数据，截至 2018 年 8 月全国累计退库项目金额达到 4.97 万亿，占二季度末在库项目总额的 29%，而公司在手项目中不仅未出现被清退项目，还有 12 个被列为国家级示范项目,7 个列为省级示范项目；
- ◆ 当前更加稳健。2018 年以来在紧信用环境下，公司进一步提高项目门槛，包括提高项目最低 IRR 指标，筛选前期费占比较低的项目，更多地在政府和银行流程相对规范快捷且贷款利率更优惠（较基准利率最多可下浮至 2%）的江浙等发达地区拓展业务，同时放慢对 SPV 投资节奏，提高流动性；

我们总结民企开展 PPP 业务将面临三大挑战，本质上分别是对公司融资、项目管理、周转能力的考验，可从这三个角度判断 PPP 民企业务状况。观察龙元建设，我们认为三大挑战无碍公司健康发展。

1. 资金实力挑战：公司能否承压项目资本金投入？
2. 项目管理挑战：项目融资和施工能否符合预期？
3. 应收管理挑战：未来长期应收款周转、转让、计提将如何？

3.3.1 项目资本金投入承压相对较小

《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》对最低资本金比例限制：铁路、公路、城轨、保障性住房等为 20%，其他地产开发项目为 25%，管廊、停车场或其他情况特殊重大建设项目可适当降低比例要求。公司所涉行业项目资本金比例一般在 20-25%，具体比例与地方政府确定。值得注意的是，项目资本金一般即项目公司 SPV 注册资本，须是非债务性资金，其挑战在于：

- 静态投入金额巨大。以龙元建设项目为例, 社会资本占资本金股权比例一般在 90% 以上, 其中公司出资比例除少数非牵头项目外一般达 80% 以上。当前公司累计承接 70 个 PPP 项目、总投资额 821 亿, 去除其中 9 个公司占股权比例极小或为零的非牵头项目, 包括乌鲁木齐 100 亿棚改项目(光大明德牵头), 淮河 23 亿水利项目(围海建设牵头)等, 按项目资本金比例和公司占资本金股权比例分别为 20%/80% 可粗略估算该部分静态投入金额将近 100 亿, 接近 2018Q3 末公司净资产 101 亿;
- 投融资监管趋严, SPV 杠杆率降低。PPP 市场前期存在明股实债参投 SPV 以抬高杠杆的情况, 资管新规出台后叫停分级资产管理产品直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益, 2018 年 3 月财政部 23 号文要求加强资本金穿透审查、打击不实出资, 可预见未来 PPP 企业将动用更多自有资金、开拓更多融资渠道以承压项目资本金投入;

我们认为公司项目资本金投入承压相对较小, 能够通过多种融资渠道保障资金需求。

- 在手现金充足, 2018 上半年和前三季度货币资金分别为 46 亿/41 亿。公司 2018H1 成功定增 28.4 亿, 将当季资产负债率从 82% 降至 76%, 并部分置换此前投入项目的自筹资金, 按资本金比例/公司股权比例分别为 20%/80% 测算该笔资金可直接支撑 200 亿的 PPP 项目。此外, 公司积极回笼资金、收缩海外战略以支持 PPP 业务, 例如将对耀辉地产 2.1 亿债权转让给信达资产。
- 实际滚动投入远低于静态投入规模, 剩余认缴资本金额较小。公司 PPP 项目除少数要求一次性缴足项目资本金, 大部分是要求规定时间内(一般为 2 年)按工程进度分期认缴到位, 且 2015-2018 已陆续投入部分项目资本金, 我们判断 70 个项目中已设立 SPV 的不超过 60 个, 当前剩余认缴资本金额较小, 远低于公司净资产。
- 项目自身结余资金将能流入项目资本金减少资金承压, 假设项目资本金比例/公司占资本金股权比例/项目建安费占总投资额比例/项目总承包施工净利率分别为 20%/80%/65%/6%, 资本金认缴期和项目工期分别为 2 年/3 年, 则第二年起仅项目本身施工盈利即能流入覆盖 1/4 左右的资本金投入;

表 9 公司部分 PPP 项目资本金股权比例

项目	总投资 / 亿	项目资本金比例	社会资本出资比例	认缴期	项目资本金出资比例	
					公司	其他社会资本
信丰文教园建设项目	18.2	20%	90%	按工程建设进度分期实缴到位	90%	0%
淠河总干渠东部新段水利项目	23.0	20%	90%	按工程建设进度分期实缴到位	5%	85%
澧县城区路网工程(一期)	43.8	25%	97%	按工程建设进度分期实缴到位	67%	30%
博山区五阳湖旅游基础设施项目	5.8	20%	90%	按工程建设进度分期实缴到位	80%	10%
菏泽市万福河商贸物流片区项目	31.0	25%	90%	SPV 成立之初一次性缴足	90%	0%
温州洞头市政基础设施项目	16.0	16%	100%	按工程建设进度分期实缴到位	100%	0%
温州瓯江绕城高速和道路工程	15.7	22%	100%	按工程建设进度分期实缴到位	100%	0%

资料来源: 公司公告、财政部、东兴证券研究所

3.3.2 项目融资和施工进度正常化

公司项目管理架构完善。龙元明城和杭州城投分工明确、合力推进项目，前者专业能力拔尖，负责承揽项目和筹措资金，后者甲方经验丰富，下设四大指挥中心负责工程推进。我们认为公司已积累了3年的PPP项目经验，当前项目融资和施工进度整体符合预期，未来随着市场边际改善和管理经验完善将持续正常推进。

- ◆ **项目SPV设立和开工情况符合预期：**根据公司公告和PPP库披露信息，我们判断当前公司在手70个PPP项目中已设立SPV的比例超过8成，其中已开工的比例可能接近7成；
- ◆ **项目提款超预期，在手债务融资工具齐全，多途径拓展融资渠道，具备与PPP基金合作经历：**2018H1清库风暴导致银行出于审慎而暂缓暂停对部分PPP项目贷款，此背景下公司2018上半年获新项目贷款批复5笔，提款金额超30亿，累计提款超70亿，表现超市场预期。下半年以来清库告一段落，货币宽松向实体经济传导不断疏通，年底银行对包括公司在内的合规民企贷款意愿明显增强，我们认为公司后续提款有望正常化，维持稳健增长并与项目相匹配。另一方面，公司已审议通过发行中期票据（发行规模上限18亿）、超短期融资券（发行规模上限20亿）的议案，2017年10月获联合资信AA+主体长期信用评级。2017年9月国务院《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》、12月发改委《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》先后强调提高民营企业融资能力，鼓励民间资本参与设立基金，而公司在2017年澧县城区路网项目中便有与中国政企合作投资基金合作经历，后者在11亿项目资本金中出资比例达30%；
- ◆ **施工进度正常化：**公司首批项目由于经验欠缺致进展稍慢，相应的施工收入在2015-2017有滞后迹象，例如泉州棚改项目（2016.8签约，施工合同额23.3亿，建设期5年，2016-2017合计确认收入1.93亿，低于预期）。当前施工进度整体正常化，例如澧县路网项目（2017.6签约，施工合同额26亿，建设期3年，当年确认收入5亿，进度超预期）

3.3.3 项目回款有保障，资产转让有优势

我们认为公司PPP项目形成资产基本属于长期应收款等金融资产，未来回款相对有保障、转让相对有优势，当前不计提符合会计准则和行业惯例。

- ◆ **回款相对有保障。**公司承接项目之初已对项目融资风险充分考虑，项目中未出现被清退情况，基本通过了财政部财承分析报告，大多数项目被纳入当地人大预算支出
- ◆ **未来PPP市场存量资产交易将常态化，而公司资产转让存在相对优势。**随着前期PPP项目逐渐进入运营期，未来存量市场将超万亿，财政部PPP实施意见鼓励盘活存量资产、丰富社会资本退出渠道，未来可预见PPP资产交易将常态化。公司

项目可经营性和自身 PPP 专业能力较强, 明树数据库深耕 PPP 全过程咨询和综合信息管理系统开发业务, 可提供针对 PPP 资产流通转让的全生命周期资产管理和评估、评级等服务;

- ◆ 长期应收款当前不计提符合会计准则和行业惯例, 已通过减值测试, 未来如有必要或依据行业一致做法采取小比例计提。公司 2016-2018Q3 长期应收款从 14 亿增加到 158 亿, 增长约 11 倍, 但并未做坏账计提, 主要原因是会计准则未明确规定要计提, 且处于建设期的 PPP 项目尚未进入运营期, 政府尚未开始付费, 同时市场上其他主要 PPP 企业, 包括央企、地方国企和民企, 均未对 PPP 部分的长期应收款做坏账计提准备。我们判断市场将在 2021-2025 年进入政府付费高峰期, 届时或许出现局部违约, 行业可能参照以往 BT 项目计提办法进行处理。参考中铁建 2017 年长期应收款中 BT 部分计提比例为 2%, 安徽水利 2017 年长期应收款中 PPP/BT 混合计提比例约 1.2%, 我们认为这一计提比例应该在 2% 以内。

表 10 部分公司披露长期应收款变化及 2017PPP/BT 计提比例

公司	2015/亿	2016/亿	2017/亿	2015-2017 CAGR	PPP 部分 计提比例	BT 部分 计提比例
中国建筑	1,254	1,374	2,258	34%	0%	/
中国铁建	249	296	407	28%	0%	2%
葛洲坝	7	24	34	120%	0%	0%
上海建工	113	138	144	13%	0%	0%
隧道股份	155	117	115	-14%	0%	/
铁汉生态	20	22	56	67%	0%	0%
棕榈股份	5	5	9	34%	0%	0%
岭南股份	7	11	16	51%	0%	0%
美尚生态	6	11	12	41%	0%	0%
龙元建设	2	14	72	500%	0%	0%
宏润建设	7	9	10	20%	0%	0%
腾达建设	3	9	12	100%	0%	0%

资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

4. 行业分析：不断规范稳步增长，有望受益政策和信用宽松

4.1 长期看好 PPP 市场在不断规范中稳步增长

4.1.1 市场当前处于第五阶段-稳步落地阶段

PPP 模式在我国发展历程大致可分为以下 5 个阶段，当前处于第 5 阶段的稳步落地阶段：

1. 第一个阶段，**1978-2008，起步阶段**。改革开放后外资引入 PPP 模式，深圳沙角 B 电厂（1989）是第一个 BOT 项目。2003-2008 国企主导了部分代表项目，包括鸟巢、北京 4 号线等；
2. 第二个阶段，**2009-2012，消沉期**。四万亿计划背景下 PPP 明显弱化，部分项目被终止、社会资本被迫退出；
3. 第三个阶段，**2013-2016，快速增长期，政策扶持但乱象丛生**。2013 年底十八届三中全会提出“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”（后写入党章），2014 年以来 PPP 扶持政策密集出台，PPP 得到大力推广，从高速公路等基础设施延伸到污水垃圾处理、市政基础设施、文化旅游、医疗养老等多达 19 个领域，但期间伪 PPP 项目和政府赖账乱象层出不穷；
4. 第四个阶段，**2016-2018Q3，规范管制期，重磅文件规范市场、清库卓有成效**。自 2016 年底开始，财政部等有关部门连续发布重磅政策文件规范市场，50 号文严管地方政府违规举债、向融资平台担保；92 号文严格新项目入库标准、要求各省在 2018 年 3 月底前清退不适宜采用 PPP、各项准备工作不到位、存在违规操作的项目；23 号文强调加强资本金穿透审查、打击不实出资，严格规范项目评审，杜绝违法违规增加地方政府债务负担等。截至 2018Q3，管理库共清退 2554 个项目、设计投资额 3.06 万亿，金额和数量占 2017 年底管理库比例分别高达 28% 和 36%。我们认为政府未改推广 PPP 之初心，规范管制有利于 PPP 市场长期发展；
5. 第五个阶段，**2018Q4 至今，稳步落地阶段**，我们看好 PPP 市场在不断规范中稳步增长，成为支撑基建增速的重要一极。
 - ◆ 管理库总额稳健增长，单月环比增速趋于 2%。落地和开工金额有大幅提升，落地率和开工率稳步攀升。截至 2018 年底，管理库总额为 13.1 万亿，同比增长 22%，近三个月单月环比增长均为 2%。落地金额为 7.2 万亿，同比增长 57%，单季环比增长 14%。落地率为 54.2%，同比提升 16 个 pct，单季环比提升 4.9 个 pct。开工金额为 3.2 万亿，同比大幅增长 87%，单季环比增长 23%。开工率为 47.7%，同比提升 5 个 pct，单季环比提升 2.2 个 pct，四季度新开工 PPP 项目显著增加；
 - ◆ 当前政策利空出清，市场结构充分优化。当前清库风暴告一段落，利空基本出清，截至 2019 年 1 月，管理库 8735 个项目均已完成财承论证审核，全国 2510 个财政本级均在财承能力 10% 红线以下，其中七成以上各年度财承占比都低于 7% 预警线，

另有 5 个本级在个别年份超 10%，已停止新项目入库，市场结构得到充分优化；

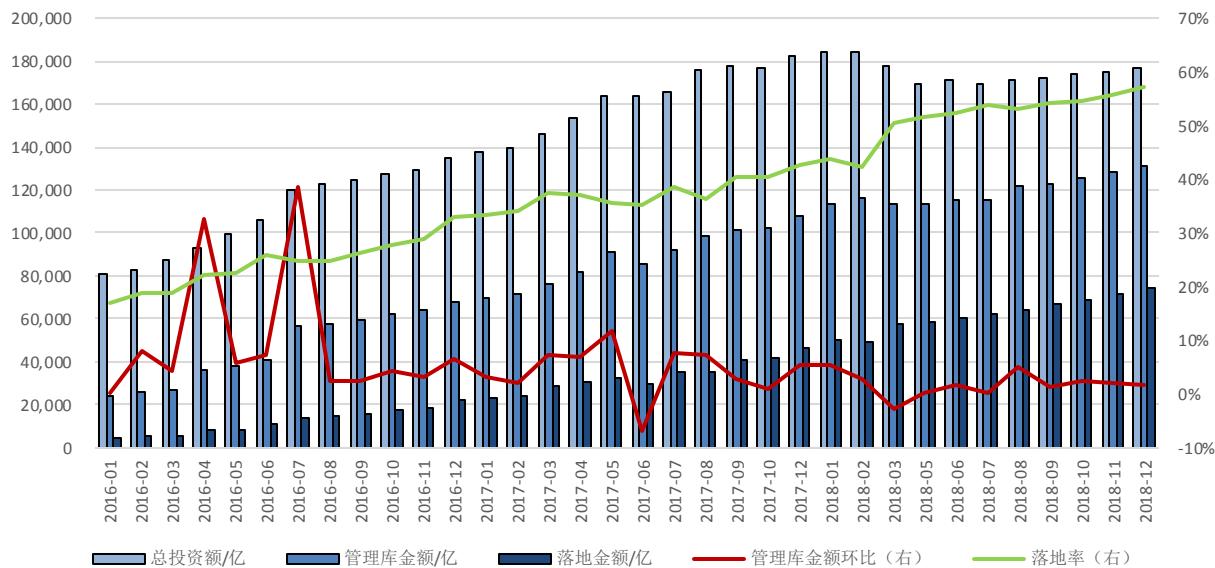
- ◆ **财政部征求意见稿和实施意见彰显政策支持转向，PPP 条例值得期待。** 2018 年 9 月财政部发布《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见（征求意见稿）》，提出“PPP 形成财政支出不属于隐形债”、“原则上不再开展完全政府付费项目”，并要求各地进一步规范市场、加快项目落地。我们认为征求意见稿所提要求在规范项目实践中已经得到应用，主要意义是彰显政策支持转向。2019 年 3 月财政部发布 PPP 实施意见，我们认为其对行业影响为中性偏好，是为 PPP 条例铺垫，强调政府守信、保障存量规范项目增强市场信心，再提鼓励民企，丰富“退出”渠道。我们认为 PPP 条例有望于上半年出台，届时将是 PPP 领域集大成者的最高级别文件，有利于鼓励市场（银行）信心和推进项目规范落地；
- ◆ **短期来看，PPP 市场将受益政策和信用宽松，成为支撑 2019 基建投资增速的重要一极。长远来看，PPP 本身是利好三方的模式，革新工程模式、提升项目效率、助推基建投资，是行业大势所趋，清库为合规项目腾出空间、提高市场配置效率、防范市场风险，而非打压 PPP 发展。**

表 11 2017 年以来 PPP 相关重磅政策

时间	文件	内容	影响
2017.4	财政部、发改委、司法部等发 50 号文	严管地方政府违规举债、向融资平台担保	加强规范
2017.6	财政部、中国人民银行、证监会发 55 号文	大力推广 PPP 资产证券化	利好 ABS
2017.7	财政部发 87 号文	规范政府采购货物和服务招投标	加强规范
2017.7	财政部、住建部、农业部等发《通知》；发改委 1266 号文：	全面加快推广 PPP 模式在基建、污水垃圾处理项目实施	利好基建环保领域
2017.7	国务院法制办、发改委、财政部发 PPP 条例征求意见稿	加强 PPP 实施规范，提高民营资本参与度	加强规范
2017.11	财政部发 92 号文	严格新项目入库标准、要求各省 2018.3.31 前完成本区项目管理库集中清理工作	加强规范
2017.11	发改委发 2059 号文	鼓励支持民营企业参与 PPP 模式项目	利好民企
2018.3	财政部发 23 号文	加强资本金穿透审查、打击不实出资；严格规范项目评审；杜绝违法违规增加地方政府债务负担。	加强规范
2018.9	财政部关于 PPP 工作的实施意见《征求意见稿》	进一步规范市场、要求加快项目落地	彰显政策支持转向
2019.3	财政部关于推进 PPP 规范发展的《实施意见》	强调规范、增强市场信心	中性偏好

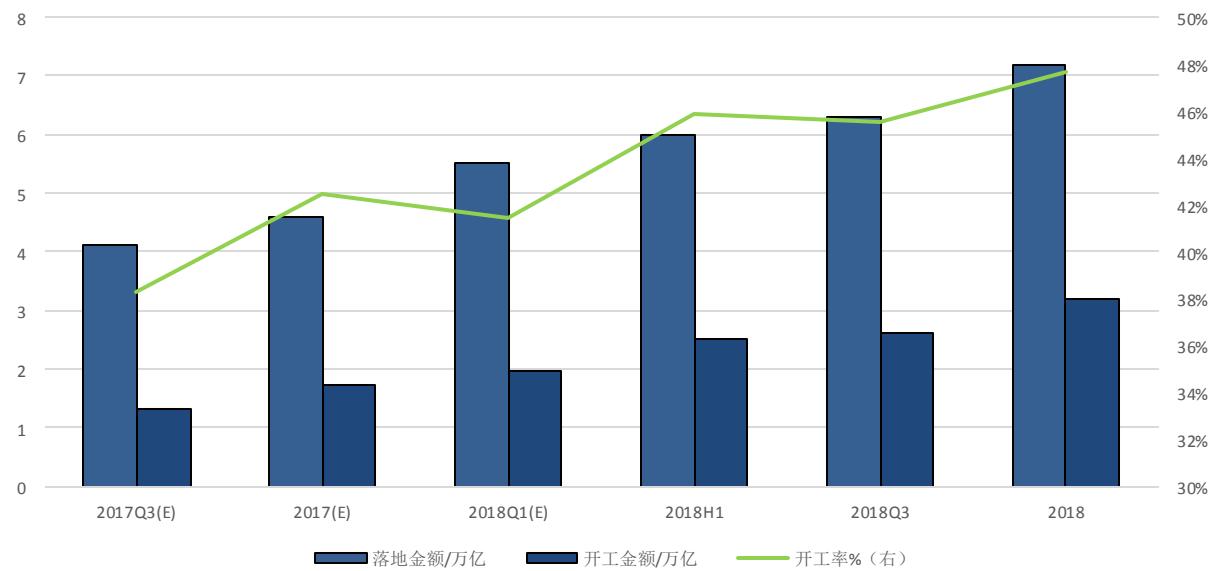
资料来源：相关部门公告、东兴证券研究所

图 30 2016-2018PPP 库投资额、管理库金额及环比、落地金额及落地率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 31 2017Q3-2018PPP 落地和开工金额及开工率(开工数量/落地数量)变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所 *2017Q3-2018Q1 开工金额根据开工数量和单体金额估算

4.1.2 判断民企市场份额未来将有显著提升

PPP 市场资质资金资源和技术壁垒较高, 国企较民企优势较大。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。

- 国企市场份额较大, 对民企形成“挤出效应”。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。根据明树数据, 截至 2019 年 3 月 4 日, PPP 市场总体成交金额中, 民企仅占 23%, 央企和国企分别占 39% 和 33%, 成交数目中, 民企比例达到 40%, 央企和国企分别占 21% 和 34%, 表明民企承接项目金额普遍较小。根据财政部, 截至 2018Q3 末 4089 个落地项目中涉及的民企数量仅占 35%, 其中民资背景项目金额仅占 34%;

- ◆ 当前政策倾向松民企、紧央企, 降杠杆任务和资管新规或显著影响央企拿单。发改委 2059 号文鼓励民营企业运用 PPP 模式盘活存量资产, 加大民间资本 PPP 项目融资支持力度。192 号文为央企参与 PPP 划两道红线: 对 PPP 项目净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的 50%, 以及资产负债率高于 85% 或近 2 年连续亏损的子企业不得单独投资 PPP。财政部 11 月发表关于加强中国政企合作投资基金管理的通知, 强调积极与民企合作、对民企项目给予倾斜。另一方面, 央企普遍背负降杠杆任务, 资管新规叫停明股实债或降低项目实际杠杆率, 以上或显著影响央企拿单速度;

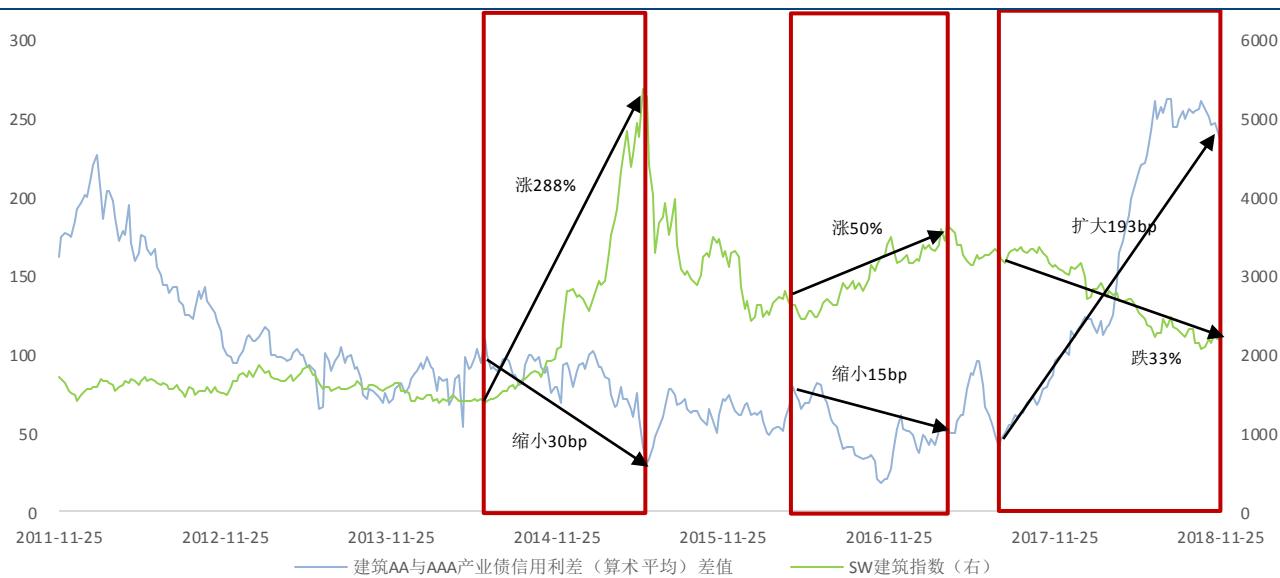
我们基于以下一系列假设条件静态粗略估算出未来国企市场份额将在 66-72% 区间, 相应的民企 PPP 市场份额将为 35-39%, 较当前约 23% 有显著提升空间.

- ◆ 2018Q3 末中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国电建、中国中冶、中国能建、中国化学等八大央企净资产总额约 1.4 万亿, 假设未来七大央企 PPP 权益投资支出占净资产比例达到 40-45% 的近饱和状态, 且长期内央企与民企资产扩张速度一致;
- ◆ 截至 2017Q3 末八大央企中标 PPP 金额达 3.1 万亿。假设该批项目在资管新规落实之前落地率为 35.2%, 资本金认缴率为 50% (参照 2017 年底市场整体落地率和开工率)。后续监管趋严, 加强穿透核查、杜绝明股实债, SPV 中央企出资比例从 40% 提升到 80%, 项目资本金比例维持 25%。参考 2018 年中市场数据, 假设央企在全部国企中份额保持在 50% 左右;
- ◆ 在库总额保持约 18 万亿体量, 所有项目合作期限按投资额加权平均计算约为 10 年;

4.2 当前紧信用掣肘民企, 业绩回调、估值触历史底部

我们认为近年来信用逐渐主导二级市场行情, 当前紧信用环境掣肘民企项目资本金和项目融资, 影响民企新签和存量消化速度放缓, 致园林行业业绩显著回调, 园林指数于年前触历史底。随着 EPC/PPP 模式推广, 建筑企业垫资压力和融资需求加大。2014 和 2016 两轮建筑指数大涨中信用利差差值收缩, 反映企业整体违约风险和市场要求风险补偿下降, 企业融资成本降低。2017H2 以来 AA 级产业债信用利差已提升近 200 个 bp, 与 AAA 级差值扩大近 170 个 bp, 民金融资受限、成本走高, 建筑指数一路下跌。我们选取和 PPP 关联性较强的部分园林民企分析, 除美尚生态外各公司均呈现不同程度业绩回调, 九大园林企业归母平均同减 29%, 较上年度降低 107 个 pct, 其中东方园林归母同减 19%, 较上年度降低 87 个 pct, 铁汉生态归母同减 60%, 较上年度降低 105 个 pct。园林指数于 2019.2.1 触历史底部, 市盈率仅 13.4 倍。

图 32 2011-2018 建筑产业债信用利差差值与指数变化



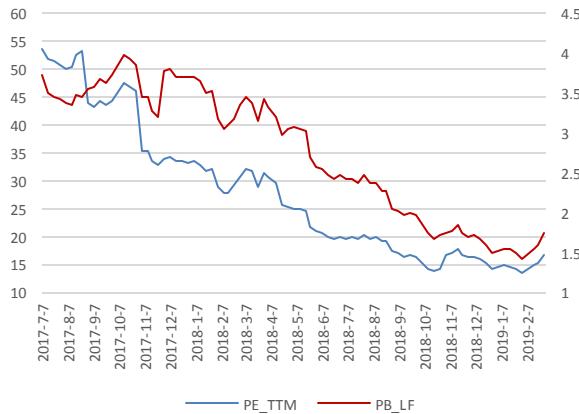
资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 33 公司和部分 PPP 园林民企 2017-2018 归母增速变化 (龙元建设为业绩预告中枢值)



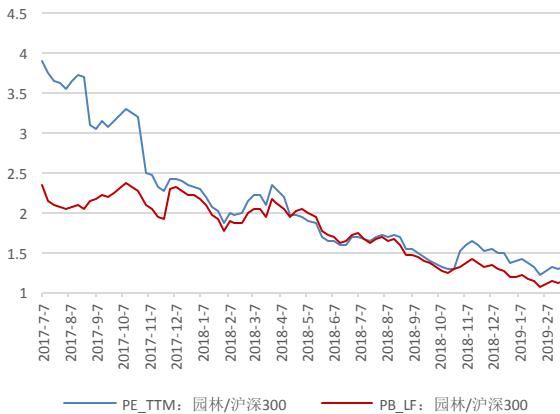
资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

图 34 2017H2 以来园林市盈率和市净率变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 35 2017H2 以来园林与大盘市盈率和市净率比值变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

4.3 高弹性业绩和估值有望充分受益紧信用环境转暖

我们认为当前 PPP 市场步入稳步落地阶段（4.1.1 章节）、指数处于筑底阶段（4.2.1 章节），经济下行压力加大或致政策和信用进一步宽松，货币政策传导和民企融资状况有望改善。PPP 民企业绩和估值高弹性，有望充分受益紧信用环境转暖，催化剂包括社融企稳回升、信用利差差值收缩、PPP 条例出台、Q2-Q3 业绩反弹等等。

4.3.1 货币政策传导和民企融资状况有望改善

从政策环境看，2019 年要实现经济稳增长，将强化逆周期调节，持续改善货币政策传导机制，民企融资有望改善。

- ◆ 中央持续引导改善民企融资。2018 年 11 月国务院常务会议要求加大金融支持缓解民企融资难题，开展专项行动解决拖欠民企账款问题。银保监会提出“一二五”目标支持民企贷款。当月多家银行围绕“加大信贷”和“降低费用”等方面公布规划支持民企，例如《中国银行支持民营经济二十条》、农业银行《关于加大力度支持民营企业健康发展的意见》、中信银行支持民企发展座谈会和十四项举措等；
- ◆ 12 月经济工作会议指出宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极财政和稳健货币政策，较大幅度增加地方政府专项债券规模，货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题；
- ◆ 2018Q4 货币政策执行报告强调逆周期调节和结构性货币政策缓解小微、民营企业融资问题，去掉了“中性”和“把好货币供给总闸门”等表述，后续将重点激励银行信贷。我们判断随着下行压力加大，货币政策可能进一步放松，或出现降息等形式，紧信用环境有望转暖；
- ◆ 社融和货币增速中枢均有望企稳回升。近四个月的社融存量增速分别为 9.9%/9.8%/10.4%/10.1%，人民币贷款增速分别为 12.9%/13.2%/13.6%/13.3%，新年以来整体表现强于去年全年，其中 1 月新增 4.64 万亿创历史新高。2 月 M2

增速 8%仍处筑底阶段、而 M1 增速 2%为近 4 月以来新高，未来随着宽信用传导进一步疏通，社融和货币增速中枢均有望步入上升通道；

- ◆ 银行对民企信贷意愿确实增强。根据我们年前在上海江苏等地对当地施工和地产开发民企龙头访谈信息，11 月以来银行较以往更主动联系合规民企洽谈融资、在贷款体量和利率上释放更多信号；
- ◆ 当前信用利差仍在高位徘徊，2017H2 以来 AA 与 AAA 级差值扩大近 150 个 bp，我们认为未来随着 PPP 条例出台规范市场树立信心和宽信用传导，社融企稳回升，市场流动性改善，信用风险有望改善、利差差值中枢有望适当回落；

图 36 2016-2019.2 M2 和社融存量同比增速变化


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 37 2017-2019.3 建筑产业债信用利差差值变化


资料来源：Wind、东兴证券研究所

4.3.2 基建补短板将是确定性较强的政策着力点

我们认为 2019 年基建补短板将是确定性较强的政策着力点。2018 年在去杠杆全面深化、PPP 清库、地方政府换届、部分基建领域施工进度超前等因素综合影响下，广义基建投资增速仅 1.5%，较上年同期大幅下滑 12.4 个 pct，拉低整体社会投资。我们在 12 月发布的 2019 年度策略报告《2019 两条线，“基”不可失、“势”不再来》中从政策方向、项目需求端和资金供给端等几个方面分析认为 2019 年基建投资有望大幅反弹，是确定性较强的政策着力点。2019 年 2 月基建投资增速 2.7%呈现稳步回升，2 月发改委发布《2018 年全国固定资产投资发展趋势监测报告及 2019 年投资形势展望》，提出 2018 年全国拟建项目同比增长 15.5%，将支撑 2019 基建投资中速增长。

补短板将是基建领域重点内容，多个细分领域包括生态环保、乡村振兴、社会民生等均是 PPP 民企广泛参与的项目类型。国务院 10 月印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》要求加大对九大领域基础设施补短板力度，各领域投资规模均在万亿以上，其中 PPP 民企广泛参与的包括：

- ◆ **农业农村领域：**要大力实施 9 月出台的《乡村振兴战略规划(2018-2022 年)》，加速美丽乡村、乡村生态和乡村基础设施等方向投资建设；
- ◆ **生态环保领域：**要加大水土林生态保护、加快黑臭水体治理。我们测算当前可见的

环保市场容量已超过 **3.5** 万亿, 包括 2017-2021 沙化土地治理投资约 **1.5** 万亿, 2016-2020 耕地修复投资超 **3000** 亿, 2016-2020 矿山修复投资超 **750** 亿, 截至 2018Q3 水系相关 PPP 在库投资额超 **17000** 亿(**11038** 亿生态、**3629** 亿污水、**1462** 亿海绵城市、**1350** 亿市政供水)等

- ◆ **社会民生领域:** 要支持医教文体老幼等设施建设, 推进保障性安居工程和城镇公共设施、城市排水防涝设施建设。当前社会民生在库投资额合计接近 **2.4** 万亿;

4.3.3 PPP 条例出台有望成行业良性催化剂

我们认为 PPP 条例有望于上半年出台, 是此前一系列规范指导文件的总结固化, 是 PPP 领域集大成者的具有法律效力的最高级别文件, 能够打消市场的部分政策顾虑, 让市场有法可依, 但对民企的保护条款、对市场的激励能做到何种程度依然存在不确定性。

1. 条例征求意见稿彰显两大导向, 利于规范市场、提高效率, 但也存在待完善事宜。

国务院于 2017 年 7 月发布了 PPP 条例征求意见稿, 旨在保障各种所有制形式的社会资本能够依法平等参与 PPP 项目, 从政策环境、法律环境、信用环境和市场环境等方面都提出了一些创新性的解决思路和方法。

- ◆ **两大导向:** 落实简政放权、放管结合、优化服务的要求; 强调守信践诺、严格履行合作项目协议, 特别是严格约束政府行为, 着力消除(民营)社会资本的后顾之忧;
- ◆ **强调规范:** 明确 PPP 应用范围、明确社会资本要负责项目运营、把 BT 排除在 PPP 之外; 杜绝任何形式的刚兑托底; 强调项目评审, 涉及政府付费、政府提供补助或者补偿以及政府分担风险等财政支出事项的, 应当提请同级财政部门进行财承能力评估等;
- ◆ **强调政府信用:** 合作项目协议的履行, 不受行政区划调整、政府换届、政府有关部门机构或者职能调整以及负责人变更的影响。对合作项目协议中约定的财政支出事项, 应当足额纳入年度预算, 按照规定程序批准后, 及时支付资金。PPP 协议看做为民事合同, 如果出现争端, 可以提起仲裁;
- ◆ **待完善事宜:** 对社会资本保护仍显不足。明确了 PPP 项目可以提前终止合作项目协议的三种情形, 主要为社会资本违约, 但对于政府严重违约情形下的终止、赔偿等处理未作说明; 对后期经营及绩效考核方面的要求不足; 缺乏对各地政企合作工作的确定性的权威意见; 未提出前期工作要征求社会公众意见;

2. 条例出台时间晚于预期, 判断主要原因系有关部门力求条例内容准确完备、一次到位, 不排除原定条款发生了符合当前政策趋势的变更的可能。

条例出台的市场预期时间是 2018 年底, 当前尚未出台, 我们判断可能于 2019 年上半年出台, 时间推迟的主要原因可能系有关部门力求条例内容准确完备一次到位, 包括对 PPP 项目实施规范、权益保护、征税等方面的具体斟酌。另一方面, 不排除在

原定条款基础上, 发生了符合当前政策趋势的变更的可能, 包括加强对民企的激励和保护举措等;

3. 我们认为条例出台大概率能够成为 PPP 行业良性催化剂。

我们认为 PPP 条例值得期待, 其积极意义可能包括:

- ◆ 打消市场特别是银行的政策顾虑, 配合信贷激励要求, 缓解社会资本特别是民企融资难题;
- ◆ 强调政府信用和付费保障, 树立市场信心。利好在手项目政府付费比例普遍较高的民企;
- ◆ 强调运营和考核, 引导市场回归 PPP 本心, 利好在手项目可经营性较强的强运营民企;

4.4 浅析 Vinci, 展望 PPP 对企业长远影响

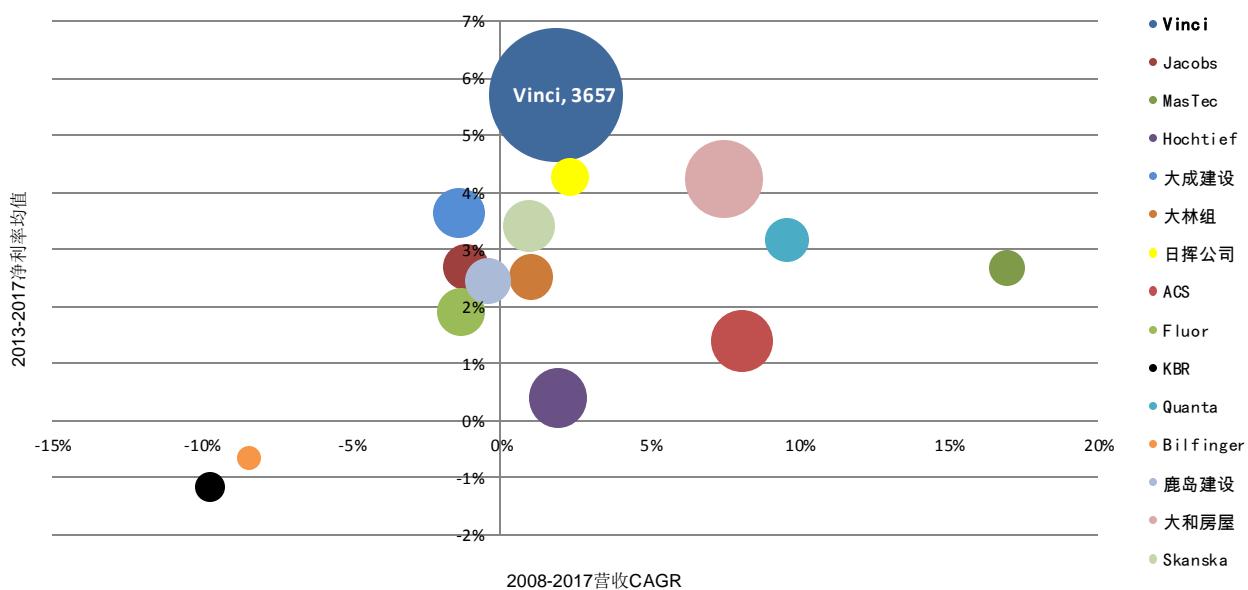
4.4.1 外国上市建筑企业代表, 借 PPP 成功转型特许经营商

我们认为法国万喜集团 (**Vinci Group**) 是全球建筑特许经营标杆企业, 其转型之路值得国内 PPP 企业借鉴。

- ◆ **Vinci** 历史悠久, 市值规模和盈利水平均处于业内领先地位, 近二十年市值增长近 28 倍, CAGR 达 18%, 远高于所处市场的经济和投资增速水平。**Vinci** 成立于 1899 年, 于巴黎股票交易所上市, 2017 年 ENR 排名全球承包商第四, 下属子公司 2500 家, 员工接近 20 万, 在 80 多个国家开展业务。当前市值约 3657 亿 CNY, 过去 5 年平均净利率和 ROE 分别为 5.7%、15.4% 且处在稳定上升通道, 三项指标均在外国上市建筑公司中排名第一。**Vinci** 在 1989-1998 十年间市值、营收和净利润 CAGR 仅 3%/2%/2%, 之后通过上市和战略转型实现了长期稳健增长, 在 1998-2017 二十年间市值、营收和净利润分别增长 28 倍/4 倍/28 倍, CAGR 分别达到 18%/8%/18%, 远高于同期法国 GDP 复合增速 (1.4%) 和投资复合增速 (1.7%), 截至 2017 年 **Vinci** 仍有近 60% 收入来自法国、83% 收入来自欧美成熟市场;
- ◆ **Vinci** 的扩张战略是以特许经营为主要方向的业务多元化, 这与霍克蒂夫 (Hochtief) 等企业的跨国并购扩张战略有所不同。**Vinci** 集中拓展私有化程度较为放开的国家地区, 通过并购为主的方式布局深耕多个基础设施特许经营领域, 当前 **Vinci** 主营业务包括特许经营和工程承包, 特许经营业务 2017 年收入占比 17%、净利润占比 61%, 已成为公司主要的利润来源, 承包业务包括建筑 (收入占比 35%、利润占比 8%)、能源 (收入占比 27%、利润占比 13%) 和路桥 (收入占比 20%、利润占比 8%);
- ◆ **Vinci** 多领域布局特许经营业务, 新旧更迭保持强劲增长。当前特许经营业务为公路和机场双轮驱动, 其中公路业务提供稳定收入, 机场业务提供快速增长。**Vinci** 在 道路基础设施高速公路建设 (国内 4443km+国外 3200km 高速公路)、智能停车场建设 (曾经营超过 2600 个停车场、150 万个车位)、体育馆 (5 个, 2017 年举

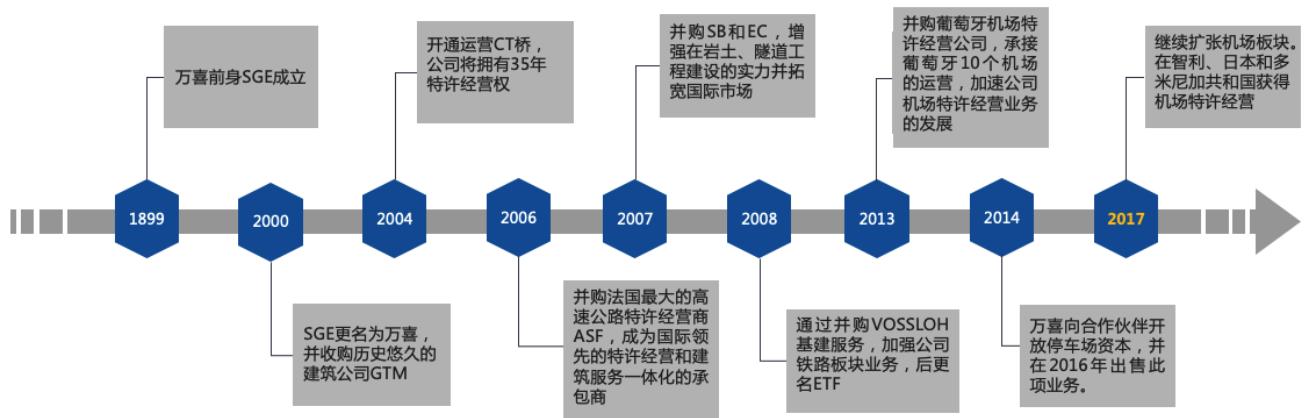
办 152 场赛事服务 530 万观众)、空港管理及服务(7 个国家的 35 个机场, 2017 年服务 1.5 亿人次) 领域有很强的业务能力, 截至 2016 年特许经营部门拥有超过 13000 名员工。Vinci2017 年特许经营收入和营业利润分别为 69 亿/33 亿欧元, 其中公路收入占比 76%、利润占比 83%, 机场收入占比 20%、利润占比 17%。公路收入增长主要系法国公路交通的改善, 机场业务增长系葡萄牙, 柬埔寨和法国机场的客运量增长。考虑到机场空间更大、利润更高、增速更快, Vinci 在 2014 年开放停车场资本并于 2016 年出售此项业务, 进一步优化业务结构并大幅减少了公司负债。

图 38 外国主要上市建筑商市值规模[亿 CNY]、成长和盈利能力分布



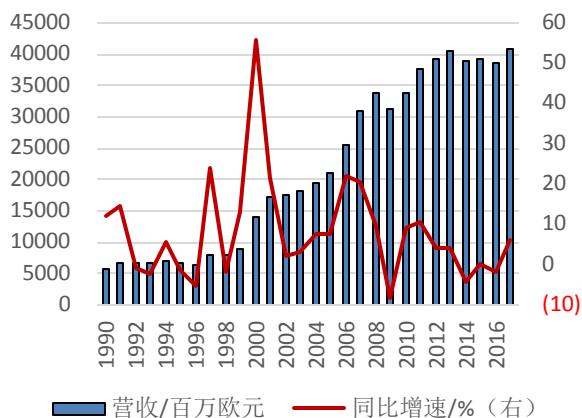
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 39 Vinci: 大事记



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

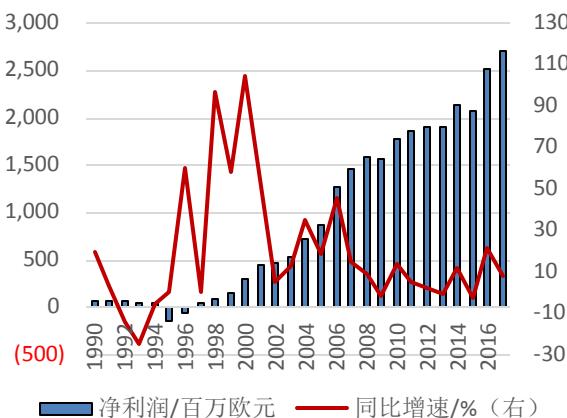
图 40 Vinci: 1990-2017 营收及同比增速变化



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 41 Vinci: 1990-2017 净利润及同比增速变化

图 41 Vinci: 1990-2017 净利润及同比增速变化



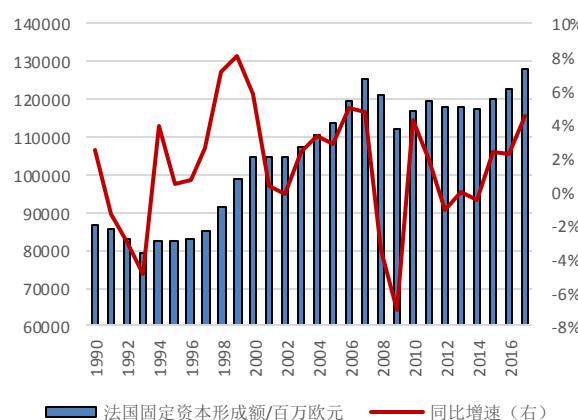
资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 42 1990-2017 法国 GDP 及同比增速变化



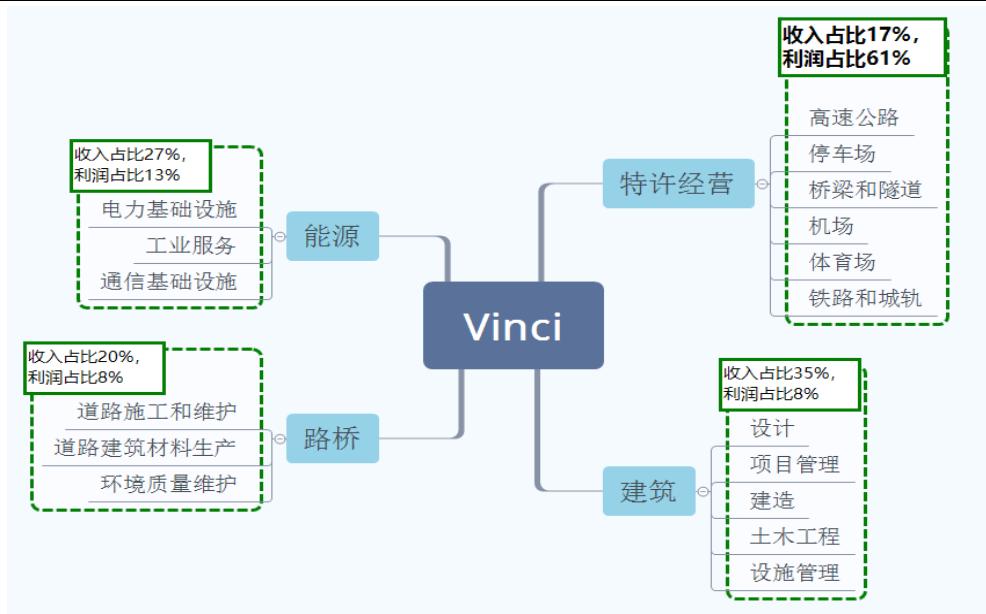
资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 43 1990-2017 法国固定资本形成额及同比增速变化



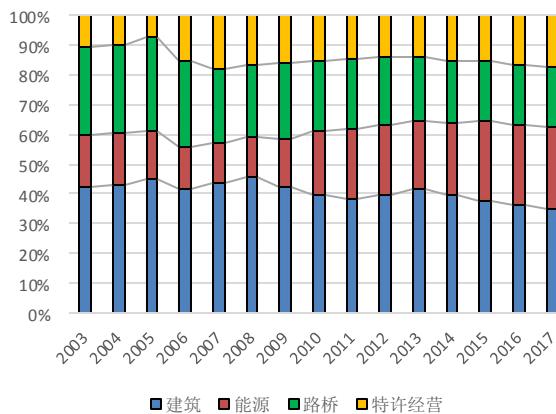
资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 44 Vinci: 2017 年业务结构



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 45 Vinci: 2003-2017 收入结构



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

表 12 Vinci: 特许经营业务情况

业务类型	业务概况
1.公路、桥梁和隧道	
1.1 国内	<p>全球领先的道路特许运营商，经营法国 4443km 的高速网络（持股接近 100%，主要路段合作期至 2035 年左右），是欧洲最大的高速公路网络。</p>

2006 年以来已投资 95 亿欧元建立和升级其运营网络 ,2015 年开始计划投资 20 亿欧元用于道路拓宽 , 道路网络改善和移动服务接入。

* 法国高速收费标准 : 约 8 欧元 /100km, 折合 0.62 元 /km 。国内约 0.5 元 /km 在 13 个国家开展业务 , 与当地公司共同融资 , 建设和运营了 24 个项目 , 总共包括超过 3200 公里的高速公路 , 桥梁 , 隧道和城市道路以及大量的基础设施运营和收费服务。

2. 停车场 2016 出售该项业务。曾是法国最大 , 欧洲领先的停车场运营商 , 在全球 13 个国家 , 经营管理着超过 150 万个车位 (2600 个停车场) 。

3. 机场 世界前五的机场运营商。运营 35 个机场 , 覆盖法国 (11 个) 、葡萄牙 (10 个) 、多米尼加共和国 (6 个) 、柬埔寨 (3 个) 、日本 (2 个) 等 7 个国家 ,2017 年客运量超过 1.56 亿人次。

4. 体育场 万喜运营着由集团建造的 5 个体育场 , 合计 24,000 座位 (其中包括法兰西体育场、英国伊丽莎白女王奥林匹克公园体育场) 。2017 年 , 万喜在五个场馆举办了 152 场赛事 , 吸引了 530 万观众。

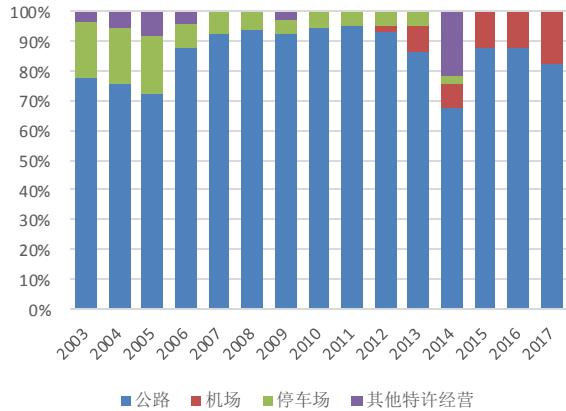
5. 铁路和城轨 管理法国南欧大西洋高速铁路线建设 , 是法国近年来最大的基础设施特许经营项目。

6. 其他 包括个别河坝、照明工程、 BRT 系统等等

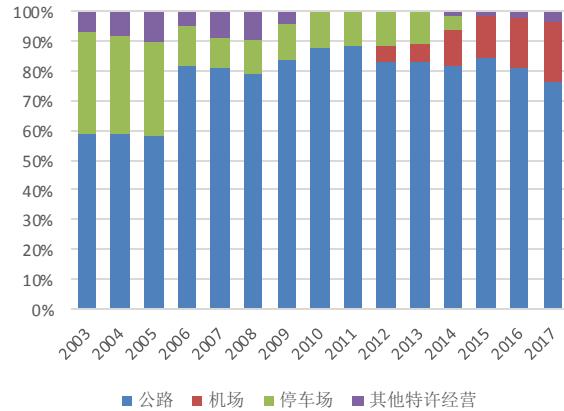
资料来源 : Bloomberg 、东兴证券研究所

图 47 Vinci: 2003-2017 特许经营收入结构

图 48 Vinci: 2003-2017 特许经营净利润结构



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

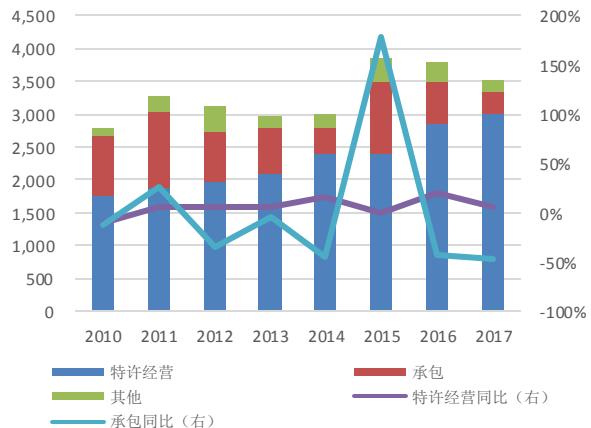
4.4.2 特许经营业务对 Vinci 财务影响

Vinci 通过 PPP 转型, 优化业务结构、实现健康财务状况。

- ◆ **收入:** 稳定的增长动力。特许经营业务收入稳定性更强, 受宏观环境影响较小。2003-2017 特许经营业务收入 CAGR 为 10%, 近 3 年 CAGR 为 6%, 两项指标在四大业务中均居首位, 高于建筑业务(4% 和 -3.3%)和公司整体水平(6% 和 1.5%)。十四年间收入占比从 10.4% 提升了 6.6 个 pct 至 17%;
- ◆ **盈利能力:** 始终强于其他业务并进一步优化, 带动整体盈利能力稳步提升。特许经营业务近 5 年净利率均值为 **24.1%**, 远高于建筑(1.7%)、能源(3.4%)和路桥(1.8%), 带动整体净利率在 5 年间提升了 1.8 个 pct。Vinci 公路、机场、停车场净利率水平分别为 22% (近 5 年平均)、23% (近 3 年平均)、11% (最后 3 年平均), 均远高于承包业务盈利水平, 在近年来以机场业务置换停车场业务后, 结构进一步优化;
- ◆ **现金流:** 贡献更大比例和更高质量的现金流。公司 1990-2017 间经营现金流增长超 10 倍, 2017 年特许经营业务贡献现金流占比超 85%, 而承包业务占比不到 10%。以“经营现金流/净利润”来观察盈利质量, Vinci 特许经营业务的该项指标始终处于较高水平(>150%), 使得 Vinci 整体指标显著高于我国众多上市建筑企业水平;
- ◆ **对公司估值逻辑的影响:** 市盈率和相对大盘表现稳步提升。Vinci 通过 PPP 转型, 优化业务结构、实现健康的财务状况, 获得市场认可。
- ◆ **负债率:** 控制债务能力较强。通过与战略伙伴股份交换实现收购、在 PPP 项目中引入长期资金等等; 从 1999 年开始逐步上升, 并在 2006 年达到了最高值 45%, 1988 年至 2017 年的负债率平均值为 25%

图 49 Vinci: 2010-2017 经营现金流构成

图 50 Vinci: 各业务净利率和整体净利率及 ROE



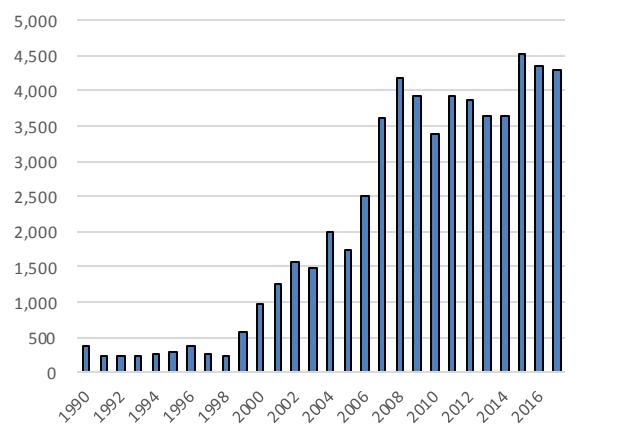
资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 51 Vinci: 1990-2017 经营现金流变化/百万欧元

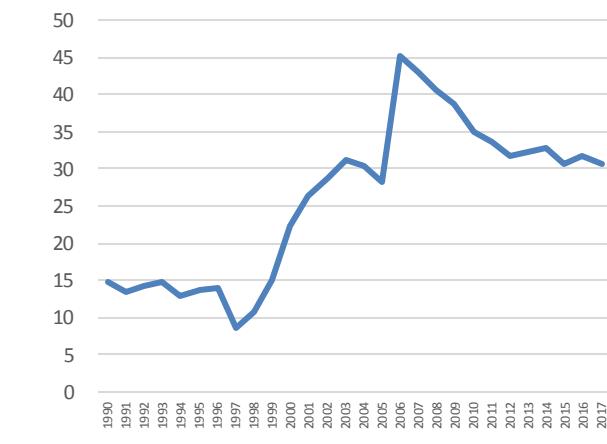


资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 52 Vinci: 资产负债率 (%)

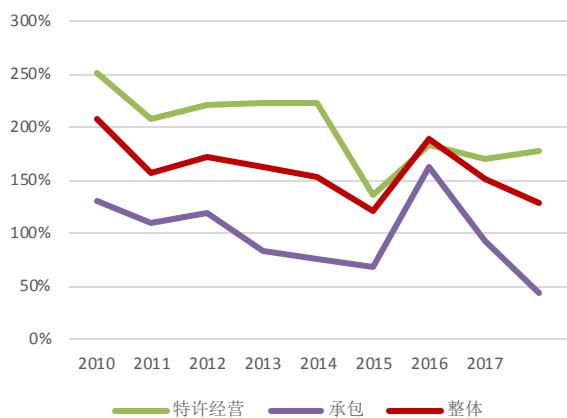


资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 53 Vinci 盈利质量: 经营现金流/净利润



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 54 我国建筑上市企业盈利质量: 经营现金流/净利润



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

图 55 2003-2017Vinci 市盈率变化及相对大盘表现



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

4.4.3 对我国 PPP 企业的五点启示

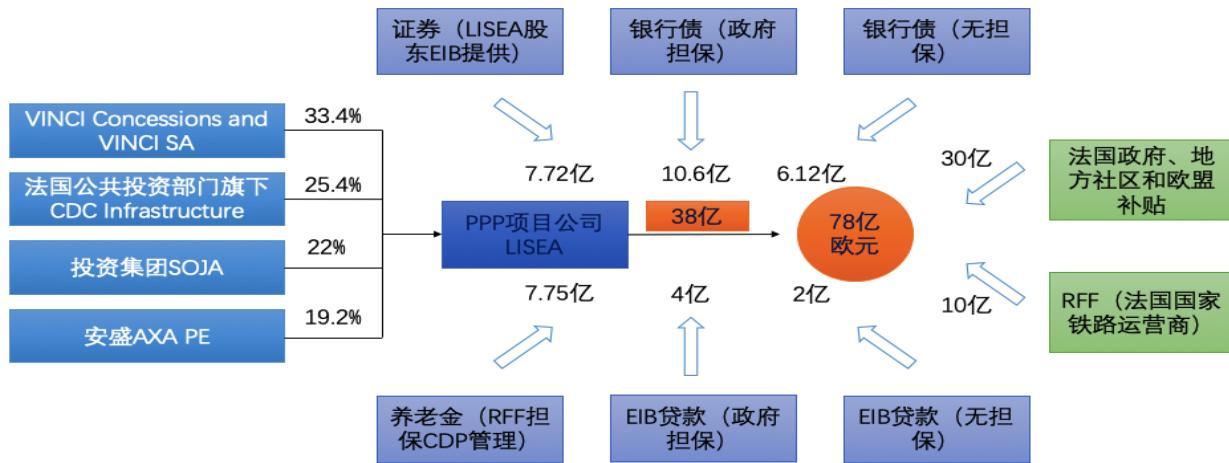
长远来看, PPP 是传统建筑企业向全周期综合服务商转型的有力工具。

1. **PPP 确实具有长期想象空间。** Vinci 财务演化表明 PPP 衍生的特许经营业务能够作为稳定的业绩增长动力、能够带动整体盈利能力稳步提升、贡献更大比例和更高质量的现金流、实现健康的财务状况和更高的市场认可度, 这符合我们对 PPP 长期影响的想象;
2. 放开私有化程度、丰富资产转让渠道是市场重要趋势, 企业应把握机遇并购或出售业务, 保持自身增长动力。Vinci 通过并购 ASF(公路)、ANA&Gatwick(机场)、

VOSSLOH(铁路)等标的布局多个领域的特许经营业务，并在必要的时机出售停车场业务降低负债、支持新机场业务，新旧更替保持强劲增长；

3. 不同类别项目可经营性和利润水平差距较大，长期来看看好公路、机场、停车场、体育馆等有运营空间的民生设施。对我国民企来说，应当积极参与市场前景辽阔、具备运营利润想象空间的民生设施类项目；
4. 承包业务可有力支撑特许经营业务，二者价值链衔接能更快助推企业拓展 PPP。 Vinci 拥有承包业务作为公司基石，结合运营板块可以发挥业务协同效应，提供项目全周期服务方，实现价值链良好衔接；
5. 政府支持和长期资金参与是 PPP 长期健康发展的关键。以 Vinci 牵头的 Tours-Bordeaux 高速铁路 PPP 项目为例，项目里程超 302 公里铁路，总投资超 78 亿欧元，合作期 50 年，其中 Vinci 方面股权比例为 33%，其余大部分来源于政府资金、保险资金、养老基金等长期资金，规模和成本优势突出。同时政府关系是 PPP 项目的关键点，在前期项目的获得和中后期运营管理等各个环节都需要与政府保持良好的关系，获取项目及资金支持；

图 56 Vinci: Tours-Bordeaux 项目股权结构



资料来源: Bloomberg、东兴证券研究所

5. 投资建议

5.1 关键假设与盈利预测

我们认为公司业务结构已趋成熟、逐渐优化，其中

- ◆ **PPP 业务:** 基于 3.2.3 和 3.2.4 章节在一系列假定条件下的测算, 我们认为在手 PPP 订单释放将助推相关的施工和投资合计收入在 2018-2020 年分别达到 85 亿/121 亿 /145 亿, 占比达到 38%/47%/50%, 毛利将达到 13 亿/20 亿/24 亿, 占比达到 58%/72%/76%;
- ◆ **传统施工业务:** 假定公司未来数年继续专注拓展 PPP, 传统项目订单规模稳定在 150-160 亿, 相应的收入保持在 120 亿左右;
- ◆ **钢结构和装饰业务:** 公司积极布局, 有望保持 10% 左右增长, 步入“十四五”后有望再提速增长。近几年钢结构利润增速较快, 而装饰业务亏损明显收窄, 未来有望持续受益长三角一体化、装配式建筑实施和装饰消费升级;
- ◆ **土地开发业务:** 随着森林硅谷可售面积逐步去化、阳光海湾一级开发收回, 公司暂无在手新项目, 且未来公司将继续专注于 PPP, 预计该业务将逐渐归零;

表 13 2015-2020 公司收入结构变化及预测

年份	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
土建施工	150.4	129.5	162.5	203.4	230.7	242.4
PPP 施工	1.3	8.3	42.3	79.7	105.1	120.6
传统施工	149.1	121.2	120.2	123.8	125.6	121.8
装饰与钢结构	8.3	7.0	8.0	8.8	9.7	11.6
土地开发	0.0	6.7	4.1	4	1	-
投资收益	0.0	1.0	2.7	5.52	15.8	24.2
营业总收入	160.3	145.9	178.7	224	259.8	281.1

资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 14 公司 2018-2020 业绩预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,588.48	17,873.38	22,394.83	25,982.42	28,106.96
增长率(%)	-8.99%	22.52%	25.30%	16.02%	8.18%
净利润(百万元)	350.22	611.28	913.66	1,180.87	1,417.85
增长率(%)	76.58%	74.54%	49.47%	29.25%	20.07%
净资产收益率(%)	6.61%	10.31%	10.34%	12.74%	14.46%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.60	0.77	0.93

PE	31.11	18.15	14.58	11.30	9.41
PB	2.09	1.87	1.51	1.44	1.36

资料来源: Wind、东兴证券研究所

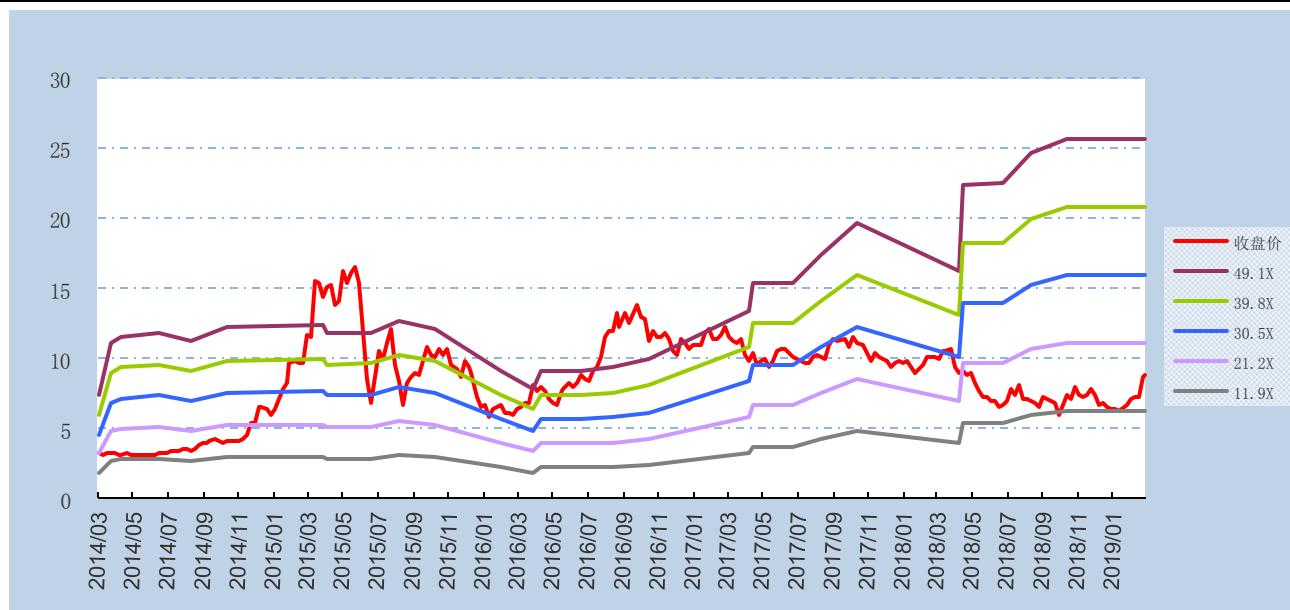
5.2 投资评级

预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 224 亿元、260 亿元和 281 亿元，每股收益分别为 0.6 元、0.79 元和 0.95 元，对应 PE 分别为 14.7X、11.2X 和 9.3X。选取 9 家代表性 PPP 园林民企作对比，其 2018-2019 平均 PE 分别为 21.6 倍和 13.4 倍，我们认为当前公司合理估值为 18 倍，对应 10.81 元/股，上调至“强烈推荐”评级。

表 15 截至 2019.3.20 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	当前股价	市值/亿	EPS		PE	
				2018	2019	2018	2019
002310.SZ	东方园林	8.52	229	0.66	0.78	12.9	10.9
300197.SZ	铁汉生态	4.79	112	0.13	0.30	36.8	16.0
002717.SZ	岭南股份	9.03	93	0.76	1.03	11.9	8.8
300355.SZ	蒙草生态	5.51	88	0.13	0.31	42.4	17.8
300495.SZ	美尚生态	14.70	88	0.64	0.84	22.9	17.5
603359.SH	东珠生态	19.90	63	1.24	1.96	16.0	10.2
002775.SZ	文科园林	7.21	37	0.52	0.60	14.0	12.0
603007.SH	花王股份	10.16	35	0.53	0.72	19.2	14.1
603388.SH	元成股份	12.24	25	0.67	0.90	18.3	13.6
平均						21.6	13.4
600491.SH	龙元建设	8.66	132	0.60	0.77	14.4	11.2

资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 57 公司 2014.3-2019.3 市盈率通道图


资料来源: Wind、东兴证券研究所

5.3 风险提示

风险提示: 财务风险、订单落地不及预期、政策风险。

财务风险: 包括政府付费逾期、贷款不及预期、融资受限和成本过高、流动性风险等。

订单落地不及预期: 部分项目进度可能受融资、政策、当地政府、设计与施工等因素影响而低于预期;

政策风险: PPP条例条款不及预期、其他相关政策影响订单获取及执行等。

表 16 公司盈利预测表

资产负债表					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	31289	36256	38936	营业收入	14588	17873	22395	25982	28107				
货币资金	2451	1771	1543	2086	2248	营业成本	13353	16373	20154	23224	24979				
应收账款	7578	10354	12148	13881	14862	营业税金及附加	149	101	355	275	301				
其他应收款	2104	1965	2463	2857	3091	营业费用	7	4	5	6	6				
预付款项	446	396	384	342	312	管理费用	289	355	400	494	531				
存货	11953	13436	14357	16543	17793	财务费用	89	122	214	309	308				
其他流动资产	0	149	283	418	489	资产减值损失	206.96	98.10	103.00	133.90	140.60				
非流动资产合计	2736	9129	17117	19573	21635	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	683	717	753	投资净收益	6.16	19.82	62.60	75.12	101.41				
固定资产	545.67	532.18	562.62	612.02	691.86	营业利润	500	844	1226	1617	1942				
无形资产	40	87	86	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	48405	55829	60570	利润总额	505	843	1227	1618	1943				
流动负债合计	20566	26595	29750	34249	34901	所得税	155	232	310	409	492				
短期借款	1784	2763	4036	4895	3164	净利润	350	611	916	1209	1451				
应付账款	9911	13523	13528	15588	16767	少数股东损益	2	5	0	2	2				
预收款项	627	658	758	839	946	归属母公司净利润	348	607	916	1207	1449				
一年内到期的非流	512	23	23	186	77	EBITDA	703	1061	1483	1969	2294				
非流动负债合计	1370	4482	9484	11983	15521	EPS(元)	0.28	0.48	0.60	0.79	0.95				
长期借款	1364	4478	9478	11978	15516	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	39235	46232	50422	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%	25.30%	16.02%	8.18%				
实收资本(或股本)	1262	1262	1530	1530	1530	营业利润增长	59.07%	68.83%	45.20%	31.90%	20.15%				
资本公积	1478	1478	4051	4051	4051	归属于母公司净利润	51.07%	31.71%	51.07%	31.71%	20.09%				
未分配利润	1941	2449	2486	2014	1675	获利能力									
归属母公司股东权	5270	5882	8838	9263	9811	毛利率(%)	8.39%	8.29%	10.00%	10.62%	11.13%				
负债和所有者权益	27427	37292	48405	55829	60570	净利率(%)	2.40%	3.42%	4.09%	4.65%	5.16%				
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润(%)	1.50%	1.27%	1.63%	1.89%	2.16%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	6.61%	10.31%	10.37%	13.03%	14.77%			
经营活动现金流	1157	-415	-374	509	1554	偿债能力									
净利润	350	611	916	1209	1451	资产负债率(%)	80%	83%	81%	83%	83%				
折旧摊销	114.35	95.26	9.06	43.09	43.30	流动比率	1.20	1.06	1.05	1.06	1.12				
财务费用	89	122	214	309	308	速动比率	0.62	0.55	0.57	0.58	0.61				
应付帐款的变化	-683	-2776	-1794	-1733	-981	营运能力									
预收帐款的变化	105	31	100	81	107	总资产周转率	0.56	0.55	0.52	0.50	0.48				
投资活动现金流	-1397	-3649	-7960	-2402	-1880	应收账款周转率	2.02	1.99	1.99	2.00	1.96				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.52	1.53	1.66	1.78	1.74				
长期股权投资减少	0	-6233	-7855	-2259	-1727	每股指标(元)									
投资收益	6	20	63	75	101	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.48	0.60	0.79	0.95				
筹资活动现金流	1464	3323	8354	2429	490	每股净现金流(最新摊	0.97	-0.59	0.01	0.35	0.11				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.18	4.66	5.78	6.06	6.41				
长期借款增加	0	0	5000	2500	3538	估值比率									
普通股增加	315	0	268	0	0	P/E	31.50	18.38	14.73	11.18	9.31				
资本公积增加	1047	0	2573	0	0	P/B	2.11	1.89	1.53	1.46	1.38				
现金净增加额	1225	-741	21	536	163	EV/EBITDA	17.55	15.66	17.18	14.46	13.08				

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。央视财经金嘉宾。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。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

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。