

龙元建设 (600491.SH)

跨入稳健增长新阶段，多领域蓄势待发

基建稳增长加码促行业加快复苏，PPP 进入高质量发展期。近期国常会要求专项债加快发行及使用，金融委会议要求加大逆周期调节力度，央行全面降准资金持续释放，在地产明确不作为短期刺激经济手段背景下，基建稳增长有望持续加码，促行业加快复苏。当前 PPP 行业已进入高质量发展期，在监管系列 PPP 清理整顿政策出台后，行业洗牌加速，专业性及合规性高的龙头公司所面临的竞争环境趋于改善，市占率有望逐步提升。

充足订单护航稳健增长，项目陆续进入投资运营回收期。在 PPP 行业规范调整之际，公司战略性放缓业务扩张节奏，加大项目回款力度，主动控制经营风险，以实现健康可持续发展，2019H1 营收及业绩分别增长 9%及 11%，进入稳健增长新阶段。目前公司累计承接 PPP 业务量达 840 亿元，约为 2018 年 PPP 业务收入的 10.8 倍，截至 2019H1 末账上货币资金达 45.9 亿元，同时在手前期 PPP 已进入运营回款阶段，有望进一步改善公司资金情况，充足订单及现金助力公司强化竞争优势，实现持续稳健增长。

PPP 资产交易市场迎发展良机，公司专业定价能力突出有望受益。近期《政府和社会资本合作 (PPP) 资产交易规则》正式发布，明确了 PPP 资产交易详细相关规则，有望为 PPP 社会资本方提供重要变现渠道，提升资金使用效率，PPP 二级市场迎发展良机，专业定价能力强的企业有望获得重要发挥空间。公司旗下龙元明城与杭州城投为国内一流 PPP 投融资、建设和运营团队，拥有国家发改委 PPP 专家库专家 8 位，财政部 PPP 专家库专家 9 位，是双库专家人数最多的社会资本之一，公司能够清晰地把握项目运行各个环节成本，业内定价实力突出，PPP 资产交易定价有望成为全新业务增长点。

基础设施运营能力储备雄厚，停车场业务有望快速发展。我国存量基础设施规模庞大，对专业运营管理服务的需求与日俱增，目前公司已拥有园区运营、停车、市政道路养护等运营机构，并重点布局医疗养老、文化体育、教育、环保等民生运营领域，相关业务能力储备雄厚。同时 730 政治局会议大力推进城市停车场补短板工程建设，公司所投资的益城停车是国内最早进入停车产业的企业之一，拥有丰富产业资源、技术支持和运营经验，投资建设运营泊位总数超过 1.3 万个，未来有望持续受益停车场建设运营市场快速发展。

投资建议：我们预测 19-21 年公司净利润分别为 10.1/11.6/13.7 亿元，同比增长 10%/14%/18%，对应 EPS 分别为 0.66/0.76/0.89 元 (18-21 年 CAGR 为 14%)，当前股价对应 PE 分别为 11/10/8 倍，PB (LF) 仅 1.1 倍。考虑到公司在行业内独特的竞争力及未来持续稳健增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：PPP 落地不达预期风险，项目融资进度不及预期风险，PPP 政策风险，利率快速上行风险，传统房建业务下滑风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,873	20,213	22,152	24,493	27,164
增长率 yoy (%)	22.5	13.1	9.6	10.6	10.9
归母净利润 (百万元)	607	922	1,014	1,156	1,365
增长率 yoy (%)	74.1	52.0	10.0	14.0	18.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.40	0.60	0.66	0.76	0.89
净资产收益率 (%)	9.8	8.8	8.9	9.3	9.9
P/E (倍)	18.3	12.0	10.9	9.6	8.1
P/B (倍)	1.9	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
最新收盘价	7.26
总市值(百万元)	11,106.04
总股本(百万股)	1,529.76
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	6.59

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号: S0680518010002

邮箱: yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 《龙元建设 (600491.SH): 减速求稳，融资通畅》 2019-08-28
- 《龙元建设 (600491.SH): 18 年逆势高增长，规模扩大后进入稳健成长期》 2019-04-25
- 《龙元建设 (600491.SH): 斩获 23 亿 PPP+EPC 大单，民营 PPP 龙头迎来高质量成长》 2019-03-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	28162	31424	35732	40891	46644
现金	1771	4186	6167	7463	8509
应收账款	10354	10152	10171	16452	12142
其他应收款	1965	0	2154	228	2414
预付账款	396	477	479	578	595
存货	13436	13383	15291	13737	19497
其他流动资产	241	3226	1469	2433	3488
非流动资产	9129	20060	23351	26237	28928
长期投资	650	690	730	770	810
固定投资	532	533	552	593	655
无形资产	87	85	90	96	105
其他非流动资产	7860	18753	21979	24777	27358
资产总计	37292	51484	59082	67127	75572
流动负债	26595	32389	35917	40108	45094
短期借款	2763	3112	3400	3900	4400
应付账款	13523	16592	16908	20110	20904
其他流动负债	10309	12686	15608	16098	19790
非流动负债	4482	8439	11572	14306	16439
长期借款	4478	8336	11469	14202	16334
其他非流动负债	5	103	103	104	105
负债合计	31078	40829	47489	54413	61534
少数股东权益	332	960	975	997	1020
股本	1262	1530	1530	1530	1530
资本公积	1478	4051	4051	4051	4051
留存收益	2899	3757	4698	5767	7031
归属母公司股东收益	5882	9696	10618	11717	13018
负债和股东权益	37292	51484	59082	67127	75572

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	-415	-1098	-452	-476	-509
净利润	611	943	1030	1178	1388
折旧摊销	57	46	49	56	64
财务费用	122	65	1	-17	9
投资损失	-20	-36	-100	-120	-150
营运资金变动	-1231	-2327	-1432	-1573	-1820
其他经营现金流	44	211	0	-0	0
投资活动净现金流	-3649	-4400	-3240	-2821	-2606
资本支出	100	29	76	103	126
长期投资	-184	-58	-40	-40	-40
其他投资现金流	-3733	-4429	-3204	-2758	-2520
筹资活动净现金流	3323	7699	5673	4593	4161
短期借款	978	349	288	500	500
长期借款	3113	3858	3133	2733	2133
普通股增加	0	268	0	0	0
资本公积增加	0	2573	0	0	0
其他筹资现金流	-768	651	2252	1361	1528
现金净增加额	-741	2202	1981	1296	1046

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17873	20213	22152	24493	27164
营业成本	16373	18302	20359	22497	24925
营业税金及附加	101	129	111	122	109
营业费用	4	5	5	6	6
管理费用	355	334	288	306	272
财务费用	122	65	1	-17	9
资产减值损失	98	99	108	120	133
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	36	100	120	150
营业利润	844	1265	1380	1579	1860
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	843	1262	1379	1577	1858
所得税	232	319	349	399	470
净利润	611	943	1030	1178	1388
少数股东收益	5	21	15	22	23
归属母公司净利润	607	922	1014	1156	1365
EBITDA	1311	1922	2058	2412	2842
EPS (元/股)	0.40	0.60	0.66	0.76	0.89

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	22.5	13.1	9.6	10.6	10.9
营业利润 (%)	68.8	49.8	9.1	14.4	17.8
归属母公司净利润 (%)	74.1	52.0	10.0	14.0	18.1
盈利能力					
毛利率 (%)	8.4	9.5	8.1	8.1	8.2
净利率 (%)	3.4	4.6	4.6	4.7	5.0
ROE (%)	9.8	8.8	8.9	9.3	9.9
ROIC (%)	6.9	6.4	5.3	5.1	5.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	83.3	79.3	80.4	81.1	81.4
净负债比率 (%)	88.4	73.1	99.8	117.2	128.9
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.0	2.0	2.2	1.8	1.9
应付账款周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.60	0.66	0.76	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.36	3.34	-0.30	-0.31	-0.33
每股净资产 (最新摊薄)	3.84	6.34	6.94	7.66	8.51
估值指标 (倍)					
P/E	18.3	12.0	10.9	9.6	8.1
P/B	1.89	1.15	1.05	0.95	0.85
EV/EBITDA	12.9	10.4	11.5	11.2	10.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 基建逆周期加码趋势性强，PPP有望成为重要工具.....	4
1.1. 基建稳增长持续加码，行业有望加快复苏.....	4
1.2. PPP进入高质量发展阶段，市场不断向合规龙头集中.....	6
1.3. PPP资产交易市场迎发展良机，专业定价能力将带来显著优势.....	7
2. 稳健成长动力充足，未来面临多个增长点.....	8
2.1. 公司进入稳定增长期，前期PPP已进入运营回款阶段.....	8
2.2. 在手订单饱满，货币资金充足，增长动力充足.....	10
2.3. PPP专业定价能力优异，投顾投管业务有望快速发展.....	11
2.4. 停车场建设及运营业务储备完善，受益政策持续大力推进.....	12
2.5. 航宇科技有望科创板上市，公司资产有望迎价值重估.....	13
3. 盈利预测与投资建议.....	15
3.1. 业务分拆及盈利预测.....	15
3.2. 投资建议.....	16
4. 风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 最新建筑经济数据一览表.....	5
图表 2: 2018年至今新增一般债券及新增专项债券月度发行情况.....	5
图表 3: 1-8月累计(左)及8月单月(右)新增专项债各行业投向占比.....	6
图表 4: 2018年至今地方债发行汇总统计.....	6
图表 5: 财政部PPP项目管理库入库数量(个).....	7
图表 6: 财政部PPP项目管理库入库金额(亿元).....	7
图表 7: 财政部PPP管理库落地数及落地率.....	7
图表 8: 《政府和社会资本合作(PPP)资产交易规则》要点.....	8
图表 9: 历年营收及增速.....	9
图表 10: 历年归母净利润及增速.....	9
图表 11: 公司历年现金流情况.....	9
图表 12: 历年PPP业务收入及占营业收入比例.....	10
图表 13: 历年PPP订单承接业务量及增速.....	10
图表 14: 历年货币现金情况.....	10
图表 15: 明树数据部分项目.....	11
图表 16: 密渡桥路井筒式地下停车库效果图.....	12
图表 17: "益城停车"运营停车场案例.....	13
图表 18: 航宇科技部分产品展示.....	14
图表 19: 航宇科技主要财务指标.....	14
图表 20: 公司收入及盈利拆分预测.....	15
图表 21: 可比公司估值情况.....	16

1. 基建逆周期加码趋势性强，PPP有望成为重要工具

1.1. 基建稳增长持续加码，行业有望加快复苏

2019年8月31日金融委第七次会议召开，逆周期调控加力方向明确。8月31日，国务院金融稳定发展委员会召开第七次会议，相比之前第六次会议，定调从“适时适度进行逆周期调节”改为“加大宏观经济政策的逆周期调节力度”，稳增长政策有望进一步加码：货币政策方面，从之前“实施稳健的货币政策”转为着重强调“下大力气疏通货币政策传导”；财政政策方面明确“实施积极的财政政策”，并强调“金融部门继续做好支持地方政府专项债发行”（在截至目前今年2.15万亿新增额度还剩约1500亿即将用尽之时特别强调，别有深意）；之前部分地方政府与金融机构担心可能被问责，从而积极性不高，这也是制约投资回升的关键问题之一，此次明确“尽职免责”、“项目激励”等措施，有望显著提升地方政府与金融机构落实稳增长措施的积极性。

9月4日国常会聚焦“实物工作量”，力促专项债带动有效投资。9月4日国务院召开常务会议，除部署精准施策加大力度做好“六稳”工作外，会议聚焦加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。其中要求进一步扩大有效投资，今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发完，10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量，并扩大使用范围。此外还限制专项债用于土储及房地产相关项目，极大地扩充了专项债对基建地投向比例。

9月6日，央行降准，财政部新闻发布会进一步细化专项债发行使用细节。9月6日中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，这是9月4日国常会要求“加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”的迅速落实措施，持续释放逆周期调控加码信号。同日财政部在新闻发布会中明确专项债作资本金项目具体由现有4个领域项目进一步扩大为10个领域项目，并鼓励地方在符合政策规定和防控风险的基础上，尽量多安排专项债券用于项目资本金，以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。

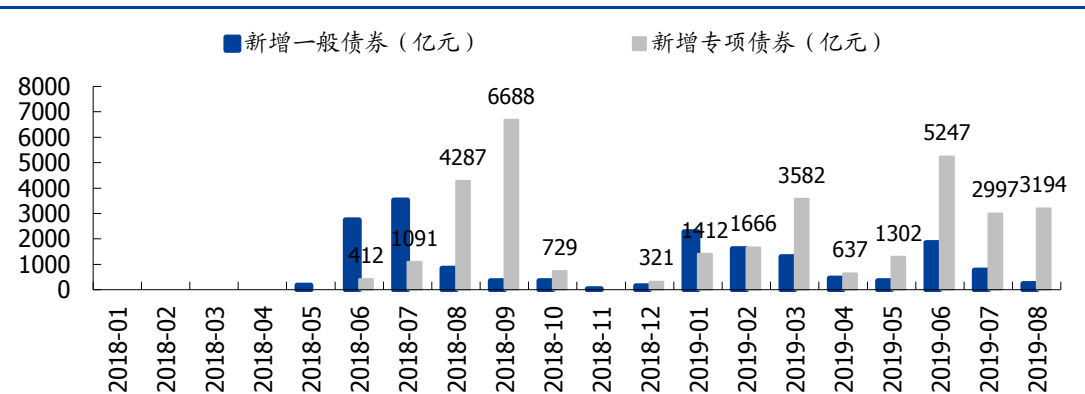
内外形势之下，基建大概率成为政策主要发力方向。1) 首先，美国贸易代表办公室正式通告上调3000亿美元中国商品关税税率，后续中美贸易摩擦带来不确定性再度增加。2) 其次，今年前8月固定资产投资同比增长5.5%，增速较1-7月放缓0.2个pct，增速持续放缓，其中基建小幅回暖，制造业与地产均减速，投资整体拖累经济增长。3) 第三，8月全国制造业PMI 49.5%，较7月有所回落，仍处荣枯线之下且创14年以来同期新低，显示当前制造业仍然疲弱；地产已明确不作为短期经济调控工具，随着融资端持续承压，下半年地产投资下行压力加大。当前情况下，基建大概率成为稳增长主要方向。

图表1: 最新建筑经济数据一览表

(单位: 亿元)	2019年1-8月	2019年1-7月	2019年8月	2018年1-8月	2018年1-7月
固定资产投资	400,628	348,892	51,736	415,158	355,798
增速	5.50%	5.70%	4.30%	5.30%	5.50%
房地产投资	84,589	72,843	11,746	76,519	65,886
增速	10.50%	10.60%	10.47%	10.10%	10.20%
制造业投资	134,207	115,705	18,502	130,806	112,009
增速	2.60%	3.30%	-1.57%	7.50%	7.30%
基建投资(不含电力热力等)	92,016	79,060	12,957	88,307	76,165
增速	4.20%	3.80%	6.71%	4.20%	5.70%
基建投资(包含电力热力等)	110,153	94,499	15,654	106,750	91,827
增速	3.19%	2.91%	4.90%	0.66%	1.80%
基建:电力、热力、燃气及水生产供应业	16,807	14,234	2,573	16,740	14,234
增速	0.40%	0.00%	2.67%	-11.40%	-11.60%
基建:交通运输、仓储和邮政业	39,997	34,214	5,783	37,912	32,709
增速	5.50%	4.60%	11.16%	3.10%	4.60%
基建:水利、环境和公共设施管理业	53,348	46,051	7,298	52,098	44,884
增速	2.40%	2.60%	1.16%	3.40%	4.80%

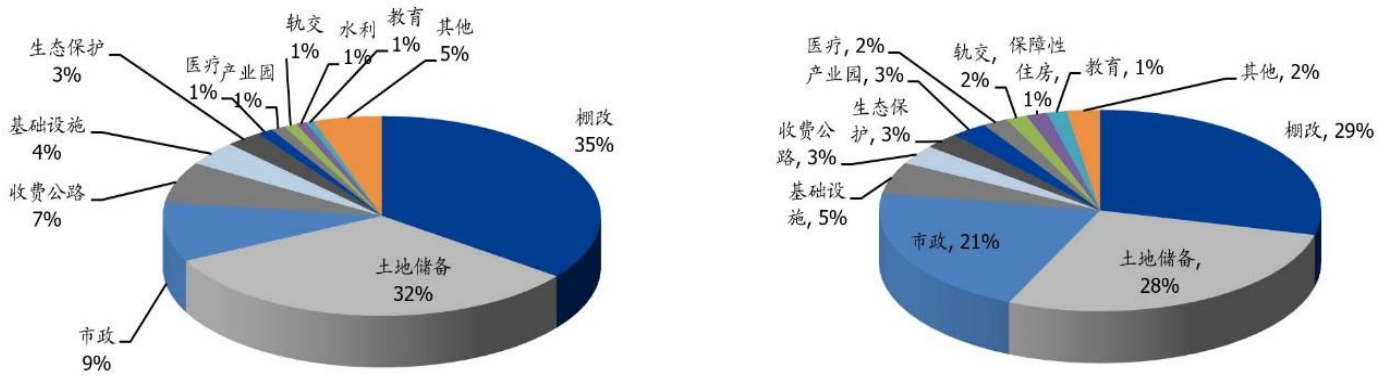
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表2: 2018年至今新增一般债券及新增专项债券月度发行情况



资料来源: 财政部, Wind, 国盛证券研究所

图表3: 1-8月累计(左)及8月单月(右)新增专项债各行业投向占比



资料来源: 财政部, Wind, 国盛证券研究所

图表4: 2018年至今地方债发行汇总统计

时间	一般债券(亿元)				专项债券(亿元)				发债合计
	新增	置换	借新还旧	总计	新增	置换	借新还旧	总计	
2018年1月									
2018年2月		108		108		25	153	178	286
2018年3月		1318		1318		592		592	1910
2018年4月		2135	75	2210		808		808	3018
2018年5月	171	1702	492	2366		1175	12	1187	3553
2018年6月	2745	1097	592	4434	412	488	9	909	5343
2018年7月	3523	1101	986	5611	1091	585	283	1959	7570
2018年8月	839	1364	1361	3564	4287	748	230	5266	8830
2018年9月	357		389	746	6688		52	6740	7485
2018年10月	349	2	982	1333	729		499	1228	2560
2018年11月	42		228	270			190	190	459
2018年12月	154	122		276	321	41		362	638
2019年1月	2276		359	2635	1412		133	1545	4180
2019年2月	1607		318	1925	1666		50	1716	3642
2019年3月	1304		1031	2335	3582		328	3910	6245
2019年4月	456	100	765	1321	637	60	249	945	2267
2019年5月	355		1109	1464	1302		278	1579	3043
2019年6月	1858	50	1290	3198	5247	65	486	5798	8996
2019年7月	768	126	839	1733	2997	85	745	3827	5559
2019年8月	240	240	1137	1617	3194	363	520	4078	5695

资料来源: 财政部, Wind, 国盛证券研究所

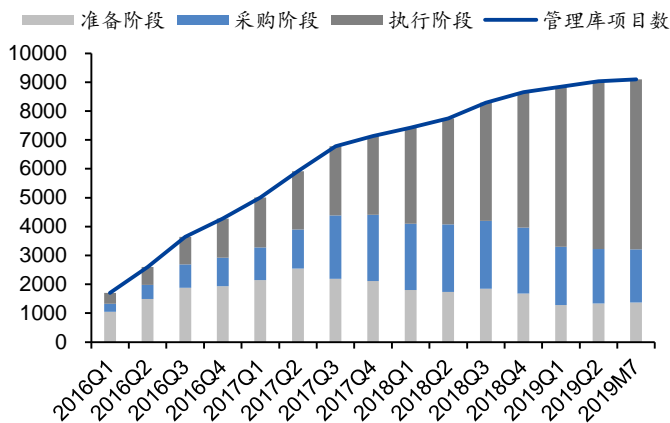
1.2. PPP进入高质量发展阶段, 市场不断向合规龙头集中

PPP规范化持续推进, 行业进入高质量发展期。自2017年财金92号文对规范发展PPP提出全新要求、2018年中央下发27号文严控地方政府隐性债务的基础后, 2019年3

月财政部再次外发财金 10 号文通过正负面清单明确合规 PPP 标准，意见进一步厘清了 PPP 与地方隐性债务的关系（合规的 PPP 项目不是隐性债务），进一步明确了政府付费类项目的实施条件，大力支持民资、外资参与，考核 PPP 基金加大支持力度，鼓励盘活存量资产。同时由于 192 号文对央企的限制，当前 PPP 行业正加速向专业性及合规性高的民营龙头公司集中。

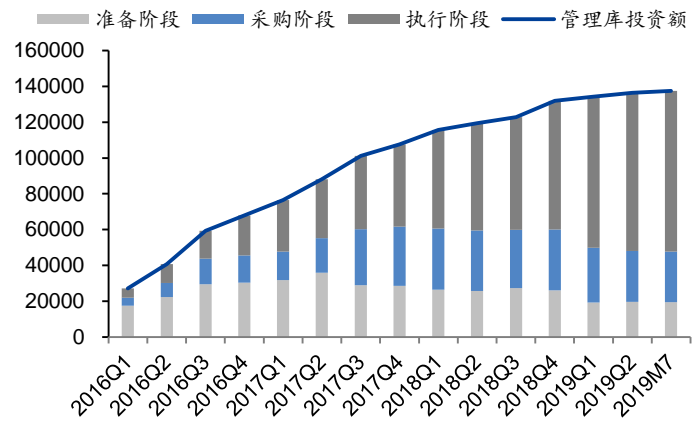
2019 年上半年 PPP 管理库入库继续放缓，落地率持续提升。根据财政部 PPP 库数据，截至 2019 年 7 月末，财政部 PPP 项目管理库累计入库项目数 9104 个，累计入库金额 13.75 万亿元。2019 年 1-7 月项目净增投资额比去年同期减少 4500 亿元。净增落地项目 1205 个、投资额 1.77 万亿元，净增落地项目数比去年同期增加 122 个，净增落地项目投资额比去年同期增加 3000 亿元。净增开工项目 1264 个、投资额 2.1 万亿元，净增入库项目 450 个，投资额 5787 亿元。截至 2019 年 7 月末，PPP 项目落地率已达 64.8%，较 2018 年末提升 10.6 个 pct。

图表 5: 财政部 PPP 项目管理库入库数量 (个)



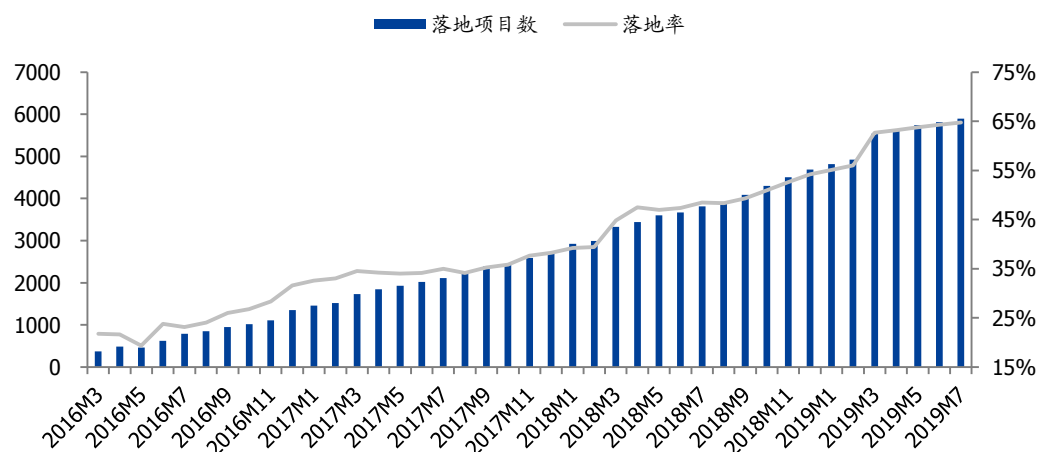
资料来源: 财政部 PPP 项目库, 国盛证券研究所

图表 6: 财政部 PPP 项目管理库入库金额 (亿元)



资料来源: 财政部 PPP 项目库, 国盛证券研究所

图表 7: 财政部 PPP 管理库落地数 (个) 及落地率 (右轴)



资料来源: 财政部 PPP 项目库, 国盛证券研究所

1.3. PPP 资产交易市场迎发展良机，专业定价能力将带来显著优势

2019年9月11日，国内首份《政府和社会资本合作（PPP）资产交易规则》正式发布，该《规则》由财政部PPP中心与天津金融资产交易所共同成立的全国首家政府和社会资本合作（PPP）资产交易和管理平台牵头制定。《规则》对于探索我国PPP二级市场的建设路径，助力PPP市场可持续、健康、高质量发展具有里程碑意义。

《规则》为PPP社会资本投资方提供了重要的变现渠道，PPP二级市场有望迎来发展期。该资产交易规则明确了在PPP资产交易和管理平台的PPP资产交易标的、交易当事方、交易流程以及提升交易合规性和降低交易风险的系列管理措施，同时明确了第三方专业机构通过政府和社会资本合作（PPP）资产交易和管理平台会员机构身份为资产交易提供包括资产评估评级在内的专业服务，为PPP社会资本投资方提供了重要的变现渠道，提升资金使用效率，PPP二级市场有望迎来发展期，更为有专业定价能力的公司提供了重要发挥空间。

图表8: 《政府和社会资本合作（PPP）资产交易规则》要点

方面	要求
合规性是PPP交易的前提	在总则第三条就明确规定“PPP资产交易活动应当遵循法律法规，不得影响所属PPP项目的合规性”。
交易机制较为灵活	第五条规定的可交易PPP资产范围除包括PPP项目设施、设备、建筑物、构筑物等资产外，还包括了PPP项目收益权和应收账款、PPP项目公司股权及其收益权、与PPP项目有关的债权及其收益权等。
引入竞争机制保障公共利益	第二十一和二十二条强调“转让方设置的受让方、联合受让方的资格条件需获得PPP项目所在地政府方的书面同意”、“设置竞争性交易方式，鼓励采用综合评分法”
信息披露是重要内容	第十六条、十七条和十九条均强调交易需披露PPP资产有关的其他特定信息和资料等，并对文件和信息的真实性、完整性和准确性作出承诺，承担责任。

资料来源:《政府和社会资本合作（PPP）资产交易规则》整理, 国盛证券研究所

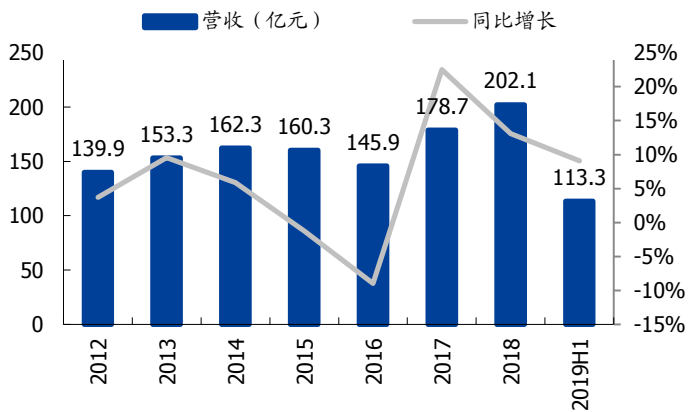
2. 稳健成长动力充足，未来面临多个增长点

2.1. 公司进入稳定增长期，前期PPP已进入运营回款阶段

公司已进入稳定增长期，减速求稳。2019年H1公司实现营收113.3亿元，同比增长9%，其中实现PPP业务收入43.8亿元，同比稳健增长9%，占比达39%与去年同期基本持平，在PPP行业调整之际，公司未进一步加快相关业务扩张节奏，控制经营风险，以求实现稳健可持续发展。2019H1实现归母净利润4.4亿元，同比增长11%，在同业公司业绩普遍显著下滑之际仍能实现稳健增长难能可贵。非经常性损益3637万元，较上年同期增加3211万元，主要系向参股公司项目建设提供资金支持取得利息收入较多所致，扣非后归母净利润4.0亿元，同比增长3%。分季度看，2019Q1/Q2分别实现营收增速8%/10%，实现归母净利润增速21%/-1%，Q2单季在收入加快增长同时业绩基本持平，主要因高利润率PPP业务收入占比有所下降。

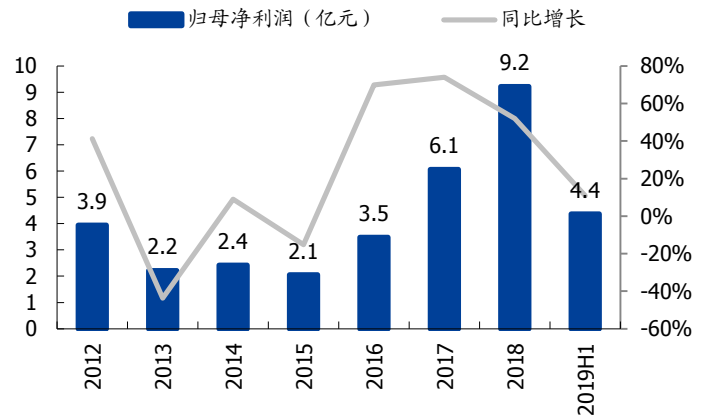
PPP项目融资顺畅。2019年上半年公司实现经营性现金流净流出14.4亿元，较上年同期流出收窄3.4亿元，主要因公司19上半年PPP项目施工有所放缓（公司对PPP项目并表处理，收到项目的工程款内部抵消，支付项目的成本资金构成了流出量）；投资性现金流净流出21亿元，同比多流出2.2亿元，主要因公司报告期内新投PPP项目资本金及前期费用增长；筹资性现金流净流入40.2亿元，预计主要由PPP项目贷款流入贡献，表明公司PPP项目融资较为顺畅。公司账上货币资金达45.9亿元，充足资金有望助力公司强化竞争优势，实现长期稳健增长。

图表 9: 历年营收及增速



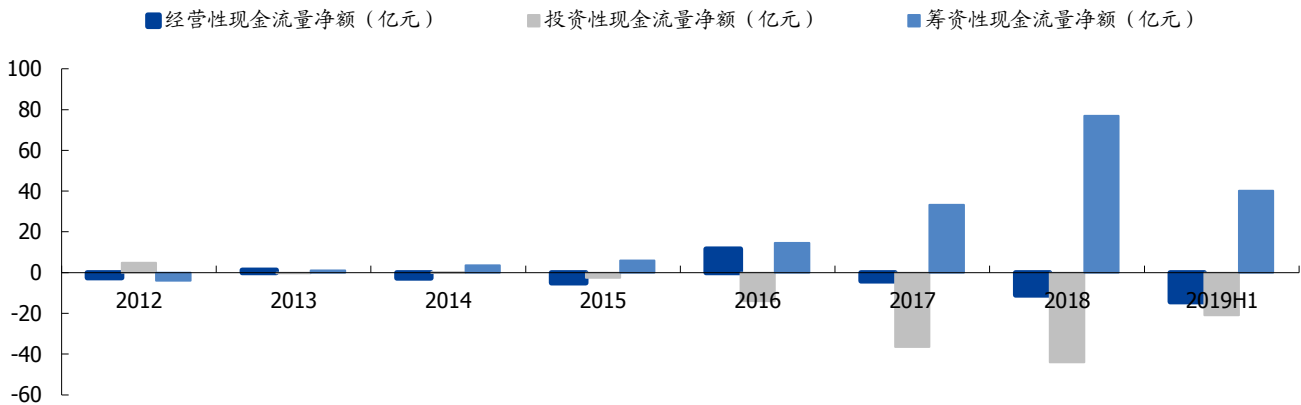
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

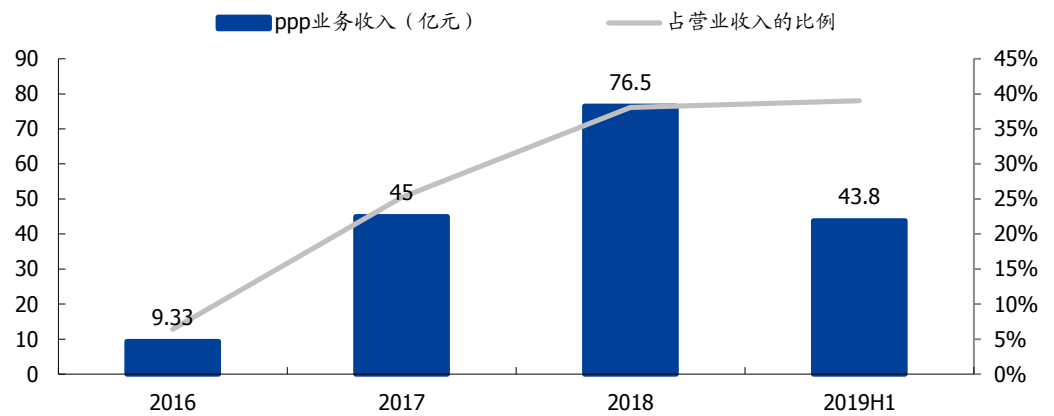
图表 11: 公司历年现金流情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

前期 PPP 已进入运营回款阶段。公司于 2011 年开始探索基础设施投资，2014 年积极响应国家相关政策，率先进入政府与社会资本合作（PPP）市场，凭借先发策略、专业团队、建筑施工等优势，迅速实现在城市基础设施及公共服务设施投资、建设、运营服务方向的业务布局。目前已累计中标 PPP 项目 70 个，总投资额超过 800 亿，中标项目主要集中于胡焕庸线右侧的经济发达地区，覆盖包括城镇综合开发、市政道路、文体教育、旅游、医疗卫生、生态环境治理等 10 多个领域。2019H1 公司实现 PPP 业务收入 43.8 亿元，同比稳健增长 9%，同时前期投入的 PPP 项目已逐渐进入运营回款阶段，2019H1 政府回款 100%如期履约，回款合计 3.73 亿元。

图表 12: 历年 PPP 业务收入及占营业收入比例



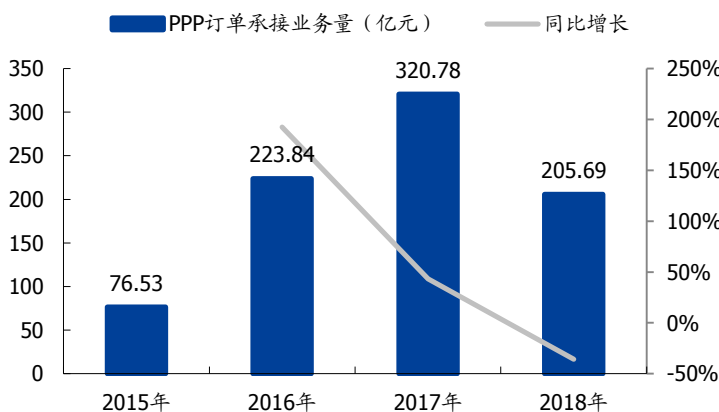
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 在手订单饱满, 货币资金充足, 增长动力充足

累计 PPP 订单承接额超过 800 亿元, 在手订单饱满。公司 2018 年 PPP 订单承接业务额 205.7 亿元, 较 2017 年承接量有所回落, 主要因追求质量适度放慢订单承接速度。截至 2018 年 12 月末, 公司累计承接 PPP 业务量 826.32 亿元, PPP 项目个数 70 个。在手订单饱满。

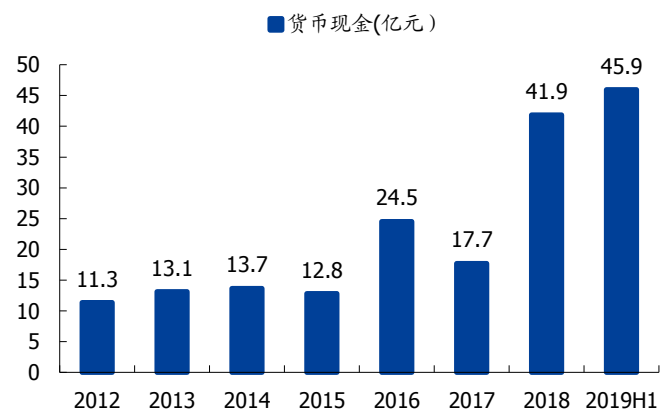
货币资金充足, 未来增长动力强。在 PPP 行业持续规范化背景下, 项目资本金是制约行业成长的关键因素, 而截至 2019 中报公司披露账上货币资金达 45.9 亿元, 资金量充裕, 持续助力公司强化竞争优势、实现跨越成长。

图表 13: 历年 PPP 订单承接业务量及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 历年货币现金情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3. PPP 专业定价能力优异，投顾投管业务有望快速发展

拥有 8 位发改委 PPP 专家库专家，9 位财政部 PPP 专家库专家，PPP 专业实力突出。龙元明城和杭州城投作为旗下专门从事 PPP 业务的子公司，拥有国内一流的专业投融资团队和建设、运营团队。目前公司拥有国家发改委 PPP 专家库专家 8 位，财政部 PPP 专家库专家 9 位，是双库专家人数最多的社会资本之一。依托优异的专家实力，公司能够清晰地掌握项目运行的各个环节成本，业内定价实力突出。

投顾投管业务持续布局。公司持续发挥专业的 PPP 投融资团队和强大的专家顾问团队优势，依托明树数据开展 PPP 业务大数据服务、PPP 运营绩效管理服务、专业咨询规划及培训服务，提升 PPP 业务专业服务能力，挖掘专业影响力附加值。通过投标前辅助尽职调查、投资测算控制、优化方案节约工期以及建设期绩效考核目标管理等方式，进行投资管理并创造价值；提供相关的辅助决策，组织专业人员在后台支撑情况下做到收益最大化、风险最小化，确保投资方获得合理利润，规避相应风险；依托成熟的 PPP 管理体系、三控一管一协调的管理制度以及 ERP、BI 管理工具等，全周期有效管理项目风险并提升收益。

其中明树数据已成为国内领先的基础设施和公共服务投融资数据资产运营商。公司旗下的明树数据是国内政府和社会资本合作（PPP）领域大数据应用的开创者和引领者，综合国际先进经验和国内丰富实践，独家研发智能数据分析系统和 BPM 业务流程管理平台，将大数据和人工智能等应用与行业经验深度融合，开创“数据+软件+咨询”的全新模式，集合了金融、法律、财务、大数据、工程管理和各行业专家，用科技手段为基础设施和公共服务投融资产业链上的各方赋能，为政府部门、社会资本和金融机构等提供基于大数据的全生命周期业务流程和资产管理平台开发、智库研究、数据分析、绩效管理和全过程咨询等服务。目前明树数据已完成一系列投顾投管服务，如：财政部金融司《民营企业参与 PPP 项目竞争力评估》、财政部 PPP 中心《2017 年各省 PPP 年报》等。

图表 15: 明树数据部分项目



资料来源：明树数据官网，国盛证券研究所

2.4. 停车场建设及运营业务储备完善，受益政策持续大力推进

政策持续大力推进，公司有望受益停车场建设浪潮。2019年7月政治局会议强调要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程。9月中共中央、国务院印发的《交通强国建设纲要》中也在对我国交通基建的中长期规划中提到要科学规划建设城市停车设施，加强充电、加氢、加气和公交站点等设施建设，全面提升城市交通基础设施智能化水平。预计后续停车场建设是基建投资的一大重要方向，公司早期已在停车场业务进行深入布局，后续有望充分受益政策推进。

公司持股停车行业领军企业——益城停车 25%股权，停车场业务储备丰富。公司持股上海益城停车服务有限公司 24.6%股份，是益城停车核心股东。益城停车是全国最早进入停车产业的企业之一，拥有丰富的产业资源、技术支持和运营经验，投资建设运营泊位总数超过 13000 个。

益城停车已投资和建设了一批停车场示范项目。公司投资建设的停车场项目包括建德站停车场、慈溪医院立体车库、晋江会展中心停车场、杭州密渡桥路立体车库等。其中杭州密渡桥路立体车库是浙江省首个井筒式地下车库，建造时也是全国最深的井筒式地下车库，在 150 平方米的平地上建造了 112 个停车泊位，相比传统泊位节约了 80% 以上的土地资源。项目在解决区域停车难的同事，兼顾安全可靠和便捷，彰显绿色生态理念。项目总投资 2200 万元，由龙元建设开发建造、上海益城运营管理，作为 G20 峰会保障工程，车库于 2016 年 8 月正式投入使用。

图表 16: 密渡桥路井筒式地下停车库效果图



资料来源：浙青网，国盛证券研究所

同时益城停车还运营了一批停车场项目，彰显强大的运营实力。目前益城停车已在浙江、陕西、山东、江西、福建、江苏、贵州等省市运营了一批停车场项目，如开化火车站站前广场停车场、缙云县养老院停车场、商州区高级中学停车场等。益城停车通过完善的交通组织方案、外部引导系统以及成熟的移动互联网工具实现友好引入客户，停车体验业内优良。同时有着合理的定价收费策略，实现客户精准营销，充分挖掘潜在增值空间，运营实力雄厚。

图表 17: “益城停车”运营停车场案例

省份	城市	项目
浙江	开化	开化火车站站前广场停车场
	丽水	丽水公安局警务技能训练基地停车场
	建德	杭黄铁路建德东站站前广场停车场
	缙云	缙云县养老院停车场
	湖州	湖州南浔区菱湖医院停车场
陕西	商洛	商州区高级中学停车场
	华阴	华阴文体教育中心停车场
	宝鸡	金台文体中心停车场
山东	日照	莒县人民政府停车场
	菏泽	万福河商贸物流片区停车场
	淄博	博山区五阳湖旅游景区停车场
江西	安义	安义城市泊位
	赣州	章贡区文体中心停车场
福建	晋江	晋江国际会展中心停车场
江苏	宿迁	宿迁山洼人家(民宿)停车场
贵州	六枝	六枝医院停车场

资料来源：“益城停车”官方微信公众号，国盛证券研究所

2.5. 航宇科技有望科创板上市，公司资产有望迎价值重估

公司子公司杭州璨云英翼持有科创板拟上市军工企业航宇科技 25%股份。杭州璨云英翼是龙元建设持股 99%的控股子公司，其旗下持股 25%股份的航宇科技目前正处于科创板上市辅导期。航宇科技成立于 2006 年 9 月份，是一家专门从事先进锻压技术应用研究与工程化应用的研发型专业化锻造企业，是贵州省科技厅批准成立组建的贵州省先进锻压工程技术研究中心、贵州省首批国家级高新技术企业。公司主要产品为各种金属材料的环形件和自由锻件，主要面向航空、航天、兵器、核工业、电力、船舶、高速列车、石油化工等行业。目前其产品已经运用到 C919、歼 10、歼 20 等项目公司，公司也取得美国 GE、英国罗罗、法国赛峰等航空发动机客户的供应商资质认证。

航宇科技主要有 3 大生产线：

1) 锻造生产线：专业化的自由锻件、环形锻件生产线及相应配套设备，主要设备有 2500t 液压机，6300t 四柱式锻造液压机，800t 高效率快锻机和 $\Phi 600\text{mm}$ 立式辗环机、 $\Phi 1500\text{mm}$ 立式辗环机、 $\Phi 1600\text{mm}$ 卧式辗环机、 $\Phi 4500\text{mm}$ 卧式精密数控辗环机等，其中 $\Phi 4500\text{mm}$ 卧式精密数控辗环机双向轧制力 700 吨，是世界排名第二，可生产大型高温合金环件，最大高度达到 1000mm，直径 5200mm，以及多台锻造加热炉。

2) 热处理生产线：按照美国标准 AMS2750E 标准设计制造的电加热炉满足不同材质、条件技术标准的加热需要，公司具备有箱式加热炉、铝合金固熔炉等多台热处理炉及淬火槽，形成了专业的环、盘等锻件的淬火、固溶、时效等热处理生产线。

3) 机加生产线：共有两条机加生产线，用于锻件车加工，共 33 台各类设备：台立式、端面普通车床，数控车床，还有多台铣床和钻床，最大车加工尺寸外径为 $\Phi 4500\text{mm}$ 。

图表 18: 航宇科技部分产品展示

	产品名称: 环轧锻件 产品类别: 环形件产品 发布日期: 2013-10-22		产品名称: 环轧锻件 产品类别: 环形件产品 发布日期: 2013-10-22
	产品名称: 环轧锻件 产品类别: 环形件产品 发布日期: 2013-10-22		产品名称: 异形环件 产品类别: 环形件产品 发布日期: 2013-10-22

资料来源: 航宇科技官网, 国盛证券研究所

根据今年年初贵州省证监会官网披露的航宇科技科创板上市申报材料数据, 2018 年上半年航宇科技已实现营收 1.32 亿元, 同比增长 17.78%; 净利润 276 万元, 实现扭亏为盈。目前已上市科创板加权平均市盈率为 330 倍, 若以全年净利润 1000 万元计算, 则航宇科技总市值可达 33 亿元, 公司所持 25% 股份对应市值则约为 6.6 亿元, 约占公司当前总市值的 6%。考虑到航宇科技当前仍处于成长期, 长期成长空间广阔, 如若航宇科技成功于科创板上市, 龙元建设有望迎来显著资产价值重估。

图表 19: 航宇科技主要财务指标

项目 (万元)	2018 年 H1	2017 年 H1
货币资金	390	14583
存货	24837	15643
流动资产合计	46594	46464
固定资产	22455	35678
非流动资产合计	26299	25032
总资产	72892	71495
短期借款	6300	10600
流动负债	18363	19418
非流动负债	7979	6389
总负债	26341	25806
所有者权益	46551	45689
资产负债率	36.14%	36.10%
营业收入	13180	11191
营业成本	10643	8492
毛利率	19.25%	24.12%
净利润	276	-394
经营性现金流量净额	-2672	-1170
投资性现金流量净额	-2397	-235
筹资性现金流量净额	4903	15580

资料来源: 贵州省证监会官网, 国盛证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 业务分拆及盈利预测

房建业务方面，我们假设 2019-2021 年公司从项目承接源头把控风险，精选项目，主动控制较低利润率住宅房建业务规模，提升公共建筑及企业用房建设业务占比，土建施工业务（不含 PPP）每年持续稳健增长 10%，但由于房建行业竞争加剧，毛利率逐年小幅下滑，分别为 5.42%/5.38%/5.35%。

PPP 业务方面，我们假设 2019-2021 年公司 PPP 及 BT 施工业务进入高质量稳健发展阶段，分别增长 9%/10%/11%，同时由于前期高质量高 PPP 订单不断转化，实现毛利率分别为 14.0%/14.3%/14.5%，呈现逐年抬升趋势；PPP 项目投资业务随着增长基数逐年抬升，增速逐渐回归接近施工业务增速，增速分别增长 37%/15%/10%，随着项目息差收入占比提升、投顾业务收入占比下降，PPP 项目投资业务毛利率逐渐下降，分别为 15.0%/13.0%/12.0%。

图表 20: 公司收入及盈利拆分预测

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	14,588.5	17,873.4	20,212.8	22,152.4	24,493.1	27,164.0
增速		22.5%	13.1%	9.6%	10.6%	10.9%
土建施工(不含 PPP)	12,119.5	12,013.2	11,185.2	12,303.7	13,534.1	14,887.5
增速		-0.9%	-6.9%	10%	10%	10%
PPP 及 BT 施工	829.7	4,234.9	7,103.0	7,742.3	8,516.5	9,453.3
增速		410.4%	67.7%	9%	10%	11%
装饰与钢结构	702.3	795.0	929.6	1,106.2	1,327.5	1,619.5
增速		13.2%	16.9%	19%	20%	22%
一级开发投资	672.7	408.3	-	-	-	-
增速		-39.3%	-	-	-	-
PPP 项目投资	103.1	266.0	546.5	748.8	861.1	947.2
增速		158.0%	105.5%	37%	15%	10%
水利施工	-	-	199.5	219.4	230.4	235.0
增速		-	-	10%	5%	2%
其他业务	76.2	156.0	249.0	251.5	254.0	256.5
增速		104.7%	59.6%	1%	1%	1%
营业成本	13,353.5	16,373.5	18,301.7	20,359.0	22,497.0	24,925.5
土建施工(不含 PPP)	11,160.9	11,377.2	10,575.2	11,636.8	12,805.9	14,091.0
PPP 及 BT 施工	741.3	3,707.1	6,126.7	6,658.3	7,298.6	8,082.6
装饰与钢结构	644.8	737.7	849.9	1,017.7	1,221.3	1,489.9
一级开发投资	643.5	273.0	-	-	-	-
PPP 项目投资	28.7	165.1	449.6	636.4	749.1	833.5
水利施工	-	-	185.7	208.5	218.9	223.3
其他业务	-	113.4	114.5	201.2	203.2	205.2
毛利率(%)	8.47%	8.39%	9.45%	8.10%	8.15%	8.24%
土建施工(不含 PPP)	7.91%	5.59%	5.45%	5.42%	5.38%	5.35%
PPP 及 BT 施工	10.66%	12.46%	13.74%	14.00%	14.30%	14.50%
装饰与钢结构	8.18%	7.21%	8.58%	8.00%	8.00%	8.00%
一级开发投资	4.34%	33.13%	-	-	-	-
PPP 项目投资	72.13%	37.95%	17.73%	15.00%	13.00%	12.00%
水利施工	-	-	6.88%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	5.51%	41.23%	54.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2. 投资建议

我们预测 19-21 年公司净利润分别为 10.1/11.6/13.7 亿元，同比增长 10%/14%/18%，对应 EPS 分别为 0.66/0.76/0.89 元（18-21 年 CAGR 为 14%），当前股价对应 PE 分别为 11/10/8 倍，PB（LF）仅 1.1 倍。考虑到公司在行业内独特的竞争力及未来持续稳健增长潜力，维持“买入”评级。

图表 21: 可比公司估值情况

代码	股票简称	股价		EPS		PE			PB
		2019/9/20	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
603359.SH	东珠生态	16.38	1.44	1.87	2.42	11.4	8.8	6.8	1.89
002717.SZ	岭南股份	4.84	0.60	0.76	0.96	8.1	6.4	5.1	1.64
300237.SZ	美晨生态	3.29	0.28	0.32	0.36	11.9	10.2	9.1	1.32
002775.SZ	文科园林	5.92	0.57	0.65	0.74	10.4	9.1	8.0	1.25
300495.SZ	美尚生态	13.55	0.70	0.87	1.03	19.3	15.7	13.1	2.22
平均值						12.2	10.0	8.4	1.66

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, EPS 数据来源于 Wind 一致预期

4. 风险提示

PPP 落地不达预期风险，项目融资进度不及预期风险，**PPP 政策风险**，利率快速上行风险，传统房建业务下滑风险等。

PPP 落地不达预期风险: 公司 PPP 项目落地不达预期会导致在手大量 PPP 订单向收入及业绩转化不及预期，甚至会出现对业主违约的风险。

项目融资进度不及预期风险: 公司出资的 PPP SPV 前期项目资金 30% 来自于政府与社会资本出资，70% 来自于金融机构贷款。若 SPV 公司贷款进度不及预期，则会显著影响 PPP 项目施工进度款的支付，进而影响 PPP 项目建设进度。

PPP 政策风险: PPP 行业政策及规范的快速变化可能会导致公司在 PPP 项目招投标过程中的竞争优劣势地位显著发生变化；已签署项目合同有可能需与业主重新商谈修改，导致部分 PPP 项目合同可能无法生效。

利率快速上行风险: 对于 PPP 项目，一般是先签订项目合同（确定项目价格），再落实金融机构贷款合同（确定融资成本），执行过程中存在一定的时差。期间如若市场利率快速上行，在项目价格确定而融资成本快速上升的情况下，公司 PPP 项目盈利能力将会明显下降。

传统房建业务下滑风险: 如若下游房地产行业新开工面积快速下滑，则公司传统房建业务订单总量可能会快速下滑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com