

投资评级 **买入** 首次覆盖

PPP 占比提升迅速，业务结构有望进一步改善

股票数据

6个月内目标价(元)	11.16
05月09日收盘价(元)	9.17
52周股价波动(元)	8.82-12.02
总股本/流通A股(百万股)	1530/948
总市值/流通市值(百万元)	14030/8813

主要估值指标

	2017	2018E	2019E
市盈率	21.59	14.75	11.15
市净率	2.05	1.49	1.31
市销率	0.78	0.51	0.38
EV/EBITDA	17.80	11.77	9.64

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.2	-8.4	-0.5
相对涨幅(%)	-12.8	-3.5	2.8

资料来源:海通证券研究所

分析师:杜市伟

Tel:0755-82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xzj12156@htsec.com

证书:S0850518020001

投资要点:

- 17年业绩大幅增长, PPP收入占比明显提升。**17年公司营收178.73亿元, 同增22.52%; 归属净利润6.07亿元, 同增74.07%; 扣非后归属净利润4.78亿元, 同增74.49%。其中, PPP及BT项目施工业务收入为42.35亿元, 占公司收入比重达23.69%(16年占比5.69%); 毛利率为12.46%, 同增1.8pct。此外, PPP项目投资收入2.66亿元, 同增474.6%, 毛利率达37.95%。18Q1公司营收53.98亿元, 同增36.11%; 归属净利润2.16亿元, 同增80.91%。同时, 公司预测18H1的累计净利润与17H1相比有较大幅度增加。
- 资产减值损失减少是17年净利率提升主因, 收款恶化导致经营现金流下降。**毛利率8.39%略降0.07pct, 主要是占公司收入达90.91%的土建施工业务毛利率下降0.92pct。期间费用率2.69%同增0.05pct, 其中财务费用率0.68%同增0.07pct; 管理费用率1.99%同增0.01pct。资产减值损失为0.98亿元, 较16年减少了1.11亿元, 主要是应收账款的坏账准备计提比例由16年的10.49%下降至7.94%, 且收回或转回坏账准备约1亿元(16年约4995万元)。归属净利率3.39%同增1.01pct。17年公司经营性现金净流入-4.15亿元, 较16年净流入11.57亿元大幅下降, 主要是收款恶化(公司收现比69.58%同降25.1pct; 付现比49.36%同降11.16pct)。
- 转型升级取得重大突破, PPP业务发展迅速。**17年公司母公司的长期股权投资增加13.6亿元, 但合并报表长期股权投资仅增加1.92亿元, 我们认为公司PPP项目多为并表处理。公司长期应收款在15Q1为2亿(之前年度为0), 18Q1已达87.21亿元, 主要是PPP项目投入形成的。17年公司投资性现金流净流出36.49亿元, 同比恶化161.31%, 其中支付的PPP项目前期费达37.11亿元, 较16年的15.58亿元大幅增加。
- PPP新签订单增长较快, 有望带动利润持续快速增长。**17年公司新承接业务合计495.31亿元, 同增31.20%, 其中传统建筑施工新承接业务额174.53亿元, PPP新承接业务320.78亿元。PPP新签订单占比已由16年的59.29%提升至64.76%, 高毛利率的PPP项目有望进一步改善公司业务结构。
- 盈利预测与估值。**预计公司18-19年EPS分别为0.62元和0.82元, 考虑到1)公司PPP龙头优势显著, 订单充足保障业绩增长, 2)28亿元定增到位支撑公司订单落地(定增价10.71元, 现价9.17元), 3)员工持股激励充分(成交均价11.35元), 给予18年高于行业平均水平的18倍估值, 合理价值11.16元, 给予“买入”评级。
- 风险提示。**订单落地不及预期; 资金短缺风险。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14588.48	17873.38	27405.83	36755.14	47486.58
(+/-)YoY(%)	-8.99%	22.52%	53.33%	34.11%	29.20%
净利润(百万元)	348.42	606.52	951.12	1258.26	1548.43
(+/-)YoY(%)	69.96%	74.07%	56.82%	32.29%	23.06%
全面摊薄EPS(元)	0.23	0.42	0.62	0.82	1.01
毛利率(%)	8.47%	8.39%	8.54%	8.61%	9.43%
净资产收益率(%)	6.86%	11.52%	10.08%	11.77%	12.65%

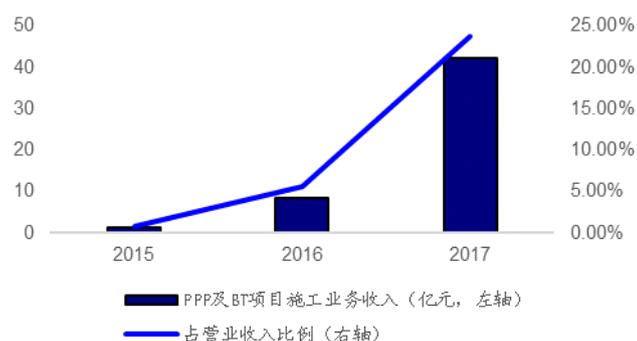
资料来源:公司年报(2016-2017), 海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

1. 17 年业绩大幅增长, PPP 收入占比明显提升

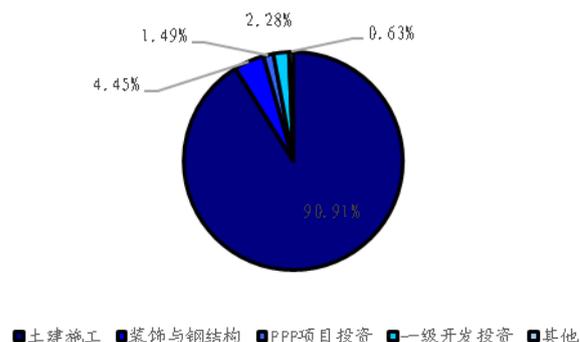
17 年公司营收 178.73 亿元, 同增 22.52%; 归属净利润 6.07 亿元, 同增 74.07%; 扣非后归属净利润 4.78 亿元, 同增 74.49%。其中, PPP 及 BT 项目施工业务收入为 42.35 亿元, 占公司收入比重达 23.69% (16 年占比 5.69%); 毛利率为 12.46%, 同增 1.8pct。此外, PPP 项目投资收入 2.66 亿元, 同增 474.6%, 毛利率达 37.95%。18Q1 公司营收 53.98 亿元, 同增 36.11%; 归属净利润 2.16 亿元, 同增 80.91%。同时, 公司预测 18H1 的累计净利润与 17H1 相比有较大幅度增加。

图 1 PPP 及 BT 项目施工业务收入及占公司收入比重



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2 2017 年各业务收入占公司收入比重

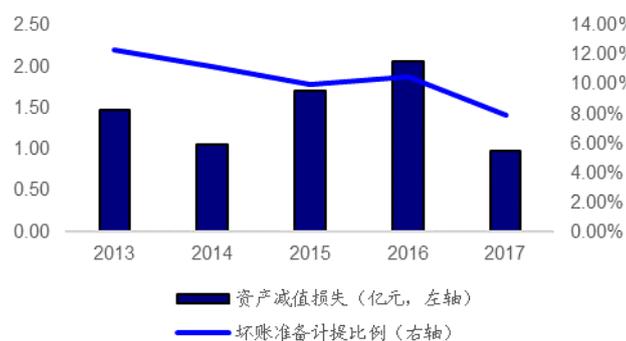


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 资产减值损失减少是 17 年净利率提升主因, 收款恶化导致经营现金流下降

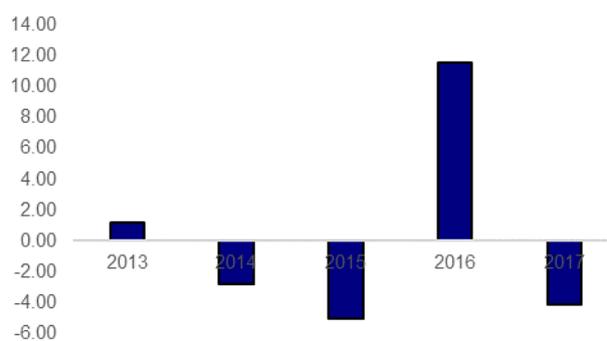
毛利率 8.39% 略降 0.07pct, 主要是占公司收入达 90.91% 的土建施工业务毛利率下降 0.45pct。期间费用率 2.69% 同增 0.05pct, 其中财务费用率 0.68% 同增 0.07pct; 管理费用率 1.99% 同增 0.01pct。资产减值损失为 0.98 亿元, 较 16 年减少了 1.11 亿元, 主要是应收账款的坏账准备计提比例由 16 年的 10.49% 下降至 7.94%, 且收回或转回坏账准备约 1 亿元 (16 年约 4995 万元)。归属净利率 3.39% 同增 1.01pct。17 年公司经营性现金净流入 -4.15 亿元, 较 16 年净流入 11.57 亿元大幅下降, 主要是收款恶化 (公司收现比 69.58% 同降 25.1pct; 付现比 49.36% 同降 11.16pct)

图 3 资产减值损失及坏账准备计提比例



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 4 经营性现金流量净额 (亿元)



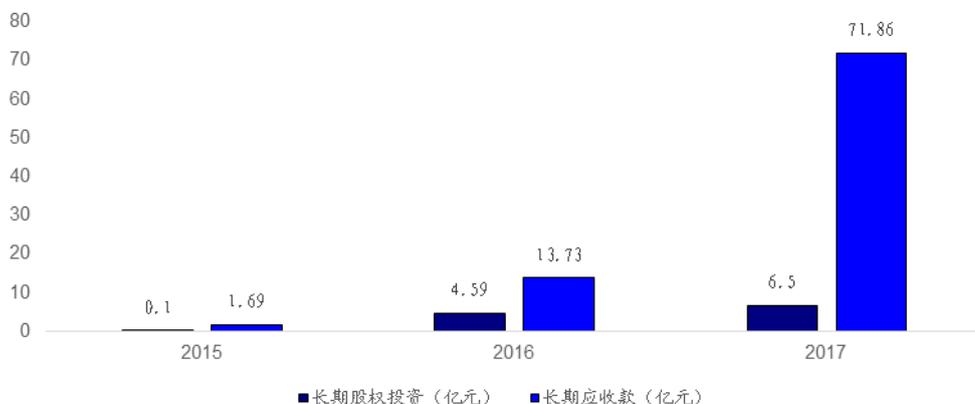
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 转型升级取得重大突破, PPP 业务发展迅速

17 年公司母公司的长期股权投资增加 13.6 亿元, 但合并报表长期股权投资仅增加 1.92 亿元, 我们认为公司 PPP 项目多为并表处理。公司长期应收款在 15Q1 为 2 亿 (之前年度为 0), 18Q1 已达 87.21 亿元, 主要是 PPP 项目投入形成的。17 年公司投资性

现金流净流出 36.49 亿元, 同比恶化 161.31%, 其中支付的 PPP 项目前期费达 37.11 亿元, 较 16 年的 15.58 亿元大幅增加。

图 5 合并报表长期股权投资及长期应收款 (亿元)

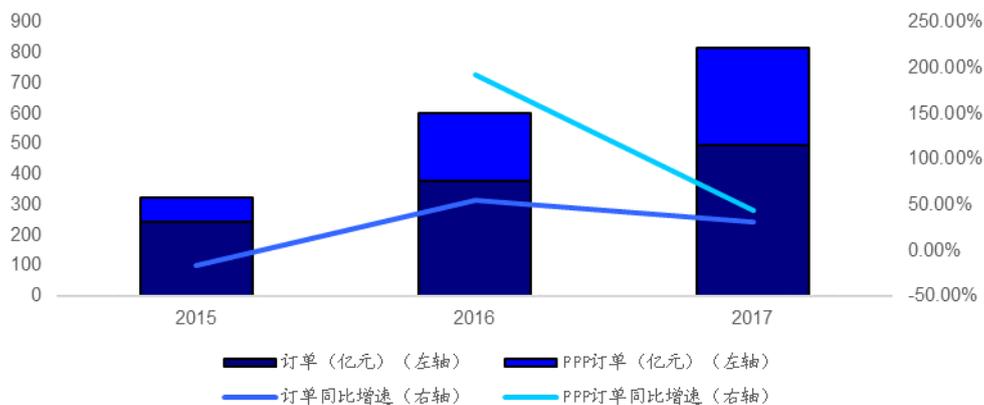


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. PPP 新签订单增长较快, 有望带动利润持续快速增长

17 年公司新承接业务合计 495.31 亿元, 同增 31.20%, 其中传统建筑施工新承接业务额 174.53 亿元, PPP 新承接业务 320.78 亿元。PPP 新签订单占比已由 16 年的 59.29% 提升至 64.76%, 高毛利率的 PPP 项目有望进一步改善公司业务结构。根据年报, 2018 年公司计划新接订单 540 亿 (其中 PPP 业务 360 亿元), 完成施工产值 210 亿、完成 PPP 投资 110 亿。

图 6 订单及 PPP 订单 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 18-19 年 EPS 分别为 0.62 元和 0.82 元, 考虑到 1) 公司 PPP 龙头优势显著, 订单充足保障业绩增长, 2) 28 亿元定增到位支撑公司订单落地 (定增价 10.71 元, 现价 9.17 元), 3) 员工持股激励充分 (成交均价 11.35 元), 给予 18 年高于行业平均水平的 18 倍估值, 合理价值 11.16 元, 给予“买入”评级。

公司分业务盈利预测如下:

土建施工业务: 我们预计 2018-2020 年我们预计公司土建施工业务收入增长 55%、

35%、30%。随着高毛利率的 PPP 业务的执行,公司土建施工业务毛利率有望逐步提高。公司 2017 年土建施工业务毛利率为 7.16%, 预计 2018-2020 年毛利率水平分别为 7.60%, 7.80%, 8.80%。

装饰与钢结构业务: 我们预计公司装饰与钢结构业务 2018-2020 年收入增长 55%、30%、25%。公司 2017 年装饰与钢结构业务毛利率为 7.21%, 2018-2020 年毛利率水平假设与 2017 年基本持平。

PPP 项目投资业务: 我们预计 2018-2020 年公司 PPP 项目投资业务收入增长 35%、25%、15%。公司 2017 年 PPP 项目投资业务毛利率为 37.95%, 2018-2020 年毛利率水平假设与 2017 年基本持平。

一级开发投资业务: 我们预计 2018-2020 年公司一级开发投资业务收入增长 15%、15%、15%。公司 2017 年一级开发投资业务毛利率为 33.13%, 2018-2020 年毛利率水平假设与 2017 年基本持平。

表 1 盈利预测表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
土建施工					
主营业务收入 (百万元)	12949.21	16248.08	25184.52	33999.11	44198.84
增长率 (%)	-13.90	25.48	55.00	35.00	30.00
主营业务成本 (百万元)	11901.62	15084.72	23270.50	31347.18	40309.34
主营业务利润 (百万元)	1047.59	1163.36	1914.02	2651.93	3889.50
毛利率 (%)	8.09	7.16	7.60	7.80	8.80
装饰与钢结构					
主营业务收入 (百万元)	702.31	795.02	1232.28	1601.97	2002.46
增长率 (%)	-15.68	13.20	55.00	30.00	25.00
主营业务成本 (百万元)	644.86	737.70	1143.43	1486.46	1858.08
主营业务利润 (百万元)	57.45	57.32	88.85	115.50	144.38
毛利率 (%)	8.18	7.21	7.21	7.21	7.21
PPP 项目投资					
主营业务收入 (百万元)	103.06	266.03	359.14	448.93	516.26
增长率 (%)	—	158.13	35.00	25.00	15.00
主营业务成本 (百万元)	28.72	165.07	222.85	278.56	320.34
主营业务利润 (百万元)	74.34	100.96	136.29	170.37	195.92
毛利率 (%)	72.13	37.95	37.95	37.95	37.95
一级开发投资					
主营业务收入 (百万元)	672.69	408.3	469.55	539.98	620.97
增长率 (%)	—	-39.30	15.00	15.00	15.00
主营业务成本 (百万元)	643.50	273.03	313.98	361.08	415.24
主营业务利润 (百万元)	29.19	135.27	155.56	178.89	205.73
毛利率 (%)	4.34	33.13	33.13	33.13	33.13
建筑设计					
主营业务收入 (百万元)	85.06	0	0	0	0
增长率 (%)	-8.71	—	—	—	—
主营业务成本 (百万元)	62.37	0	0	0	0
主营业务利润 (百万元)	22.69	0	0	0	0
毛利率 (%)	26.68	0	0	0	0
其他主营业务					
主营业务收入 (百万元)	73.4	112.09	112.09	112.09	89.67
增长率 (%)	27.48	52.72	0.00	0.00	-20.00
主营业务成本 (百万元)	70.67	87.60	87.60	87.60	70.08
主营业务利润 (百万元)	2.73	24.49	24.49	24.49	19.59

毛利率 (%)	3.72	21.85	21.85	21.85	21.85
其他业务	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入 (百万元)	2.75	43.86	48.25	53.07	58.38
增长率 (%)	—	10.00	10.00	10.00	10.00
主营业务成本 (百万元)	1.25	25.78	28.35	31.19	34.31
主营业务利润 (百万元)	1.50	18.08	19.89	21.88	24.07
毛利率 (%)	54.54%	41.23	41.23	41.23	41.23
营业收入合计 (百万元)	14588.48	17873.38	27405.83	36755.14	47486.58
综合增长率 (%)	-8.99	22.52	53.33	34.11	29.20
营业成本合计 (百万元)	13352.98	16373.89	25066.72	33592.07	43007.40
综合毛利率 (%)	8.47	8.39	8.54	8.61	9.43

资料来源: 公司 2016、2017 年年报、海通证券研究所

6. 风险提示

订单落地不及预期; 资金短缺风险。

表 2 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元) 2018/05/09	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600512.SH	腾达建设	3.62	58.20	0.09	0.25	0.38	40.22	14.48	9.53
						平均 PE	40.22	14.48	9.53

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司 18-19 年的盈利预测均为 Wind 一致预期; 上篇报告中可比公司中有宁波建工, 但现在宁波建工没有一致预期, 所以剔除; 由于公司可比公司中只有腾达建设有一致预期, 所以本篇报告只放了腾达建设一家可比公司。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	17873.38	27405.83	36755.14	47486.58
每股收益	0.42	0.62	0.82	1.01	营业成本	16373.47	25066.72	33592.07	43007.40
每股净资产	4.47	6.17	6.99	8.00	毛利率%	8.39%	8.54%	8.61%	9.43%
每股经营现金流	-0.33	0.10	0.37	0.83	营业税金及附加	101.15	155.10	208.01	268.74
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%
价值评估 (倍)					营业费用	4.41	6.76	9.07	11.72
P/E	21.59	14.75	11.15	9.06	营业费用率%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
P/B	2.05	1.49	1.31	1.15	管理费用	355.04	545.38	698.35	902.25
P/S	0.78	0.51	0.38	0.30	管理费用率%	1.99%	1.99%	1.90%	1.90%
EV/EBITDA	17.80	11.77	9.64	6.97	EBIT	1039.31	1631.87	2247.64	3296.48
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	121.95	173.79	326.43	856.22
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.68%	0.63%	0.89%	1.80%
毛利率	8.39%	8.54%	8.61%	9.43%	资产减值损失	98.10	168.69	212.83	338.88
净利润率	3.66%	3.50%	3.45%	3.28%	投资收益	19.82	6.24	7.81	10.00
净资产收益率	11.52%	10.08%	11.77%	12.65%	营业利润	887.36	1295.62	1716.19	2111.39
资产回报率	1.75%	1.86%	1.85%	1.77%	营业外收支	-0.75	2.20	0.73	1.46
投资回报率	24.07%	28.71%	31.69%	38.10%	利润总额	886.62	1297.82	1716.92	2112.85
盈利增长 (%)					EBITDA	1096.66	1685.01	2302.99	3352.00
营业收入增长率	22.52%	53.33%	34.11%	29.20%	所得税	232.09	339.73	449.43	553.08
EBIT 增长率	31.59%	57.02%	37.73%	46.66%	有效所得税率%	26.18%	26.18%	26.18%	26.18%
净利润增长率	86.89%	46.38%	32.29%	23.06%	少数股东损益	4.76	6.97	9.22	11.35
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	606.52	951.12	1258.26	1548.43
流动比率	1.06	1.06	1.02	1.01	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.54	0.50	0.49	0.51	货币资金	1770.88	2374.60	4744.57	9497.32
现金比率	0.64	0.64	0.56	0.66	应收款项	10839.30	13019.64	16947.64	21336.44
经营效率指标					存货	13435.68	20334.04	27260.38	34950.70
应收帐款周转天数	188.05	170.00	165.00	160.00	其它流动资产	150.00	150.00	150.00	150.00
存货周转天数	282.99	290.00	290.00	290.00	流动资产合计	28162.30	39088.99	53418.25	71414.89
总资产周转率	0.55	0.62	0.62	0.61	长期股权投资	650.30	750.30	850.30	930.30
固定资产周转率	33.16	54.20	81.23	118.92	固定资产	532.18	532.18	532.18	532.18
					在建工程	0.00	15.00	30.00	45.00
					无形资产	87.20	87.20	84.99	82.62
					非流动资产合计	9129.32	12191.18	14750.83	16290.31
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	37291.62	51280.16	68169.08	87705.21
净利润	611.28	958.09	1267.48	1559.78	短期借款	2762.78	3673.99	8416.15	14340.08
折旧摊销	57.35	53.14	55.35	55.51	应付账款	13523.19	17938.37	24039.32	30777.17
营运资金变动	-1230.53	-1199.22	-1292.85	-1530.35	预收账款	658.03	1008.97	1353.18	1748.27
经营活动现金流	-415.44	146.06	560.70	1268.57	其它流动负债	1091.27	1091.27	1091.27	1091.27
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	26595.23	36783.01	52404.44	70380.79
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	4477.74	4477.74	4477.74	4477.74
资本支出	99.93	12.80	14.27	13.54	其它长期负债	4.62	4.62	4.62	4.62
投资活动现金流	-3649.28	-3106.56	-2606.46	-1583.53	非流动负债合计	4482.36	4482.36	4482.36	4482.36
债务变化	3614.07	911.21	4742.16	5923.93	负债总计	31077.60	41265.37	56886.80	74863.16
股票发行	78.20	2842.68	0.00	0.00	实收资本	1262.10	1529.76	1529.76	1529.76
融资活动现金流	3323.49	3564.22	4415.72	5067.71	普通股股东权益	5639.44	9433.24	10691.50	12239.92
现金净流量	-741.23	603.72	2369.97	4752.76	少数股东权益	332.40	339.37	348.60	359.95
公司自由现金流	1111.34	866.31	832.44	1621.51	负债和所有者权益合计	37291.62	51280.16	68169.08	87705.21
股权自由现金流	998.62	1402.61	4941.81	6039.55					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 09 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 美尚生态,中国铁建,浙江交科,中设集团,中材国际,北方国际,葛洲坝,中国建筑,隧道股份,棕榈股份,中国中铁,岭南股份,铁汉生态,中钢国际,文科园林,天域生态,中国电建,中国交建,中工国际,镇海股份,苏交科,金螳螂,广田集团,山东路桥,东易日盛,中国化学,东南网架,东方园林,安徽水利,奇信股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。