

龙元建设 (600491.SH)

基建 REITs 开新局，施工、投资、运营多点求变

基建 REITs 试点推行，带来全新发展机遇。近期证监会发改委力推基建 REITs 试点。基建 REITs 推出可盘活存量资产，增加基建资金来源，提高投资资金周转效率，实现建筑企业商业模式闭环，业务可持续发展，同时加速基建投资专业服务市场形成，具备相关能力和专业团队的公司将受益。由于基建 REITs 试点阶段门槛较高，要求项目收入主要以使用者付费为主，短期公司在手项目直接受益暂难，但未来如若政策调整，公司大量在手项目仍具潜力。同时，公司拥有国内一流的专业投融资团队、建设管理团队以及基建 PPP 数据公司，是拥有双库 PPP 专家最多的社会资本之一，可以提供基建全生命周期的一站式综合服务，未来在基建二级市场衍生出的评价、咨询、投资管理环节有望受益。

传统施工业务：装配式快速发展，业务结构显著优化，经营效率不断提升。一方面公司积极拓展装配式建筑技术，设立全资子公司龙元明筑专注装配式技术整合，已成功研发高性能钢结构全装配住宅产品体系，装配率可达 95% 以上，并整合旗下大地钢构等原有装配式力量，力促钢结构装配式业务成为新增长点。另一方面，依靠 PPP 领域积累的专业品牌优势，业务结构显著优化，19 年传统施工业务中新承接公建、厂房、市政类项目占比达 47.9%，房建类项目由上年的 96.8% 下降至 41.3%；新承接的非民营投资项目占比达 49.7%。公司改变项目管理模式，加强对项目管理力度，原料采购、招投标、运营管理等环节协同度得到强化，经营效率不断提升。

PPP 投资业务：逐步进入投收平衡的新阶段。2019 年公司综合考虑 PPP 政策和融资环境变化，提高了项目筛选标准，主动降速求稳，虽项目承接量减少，但在手项目仍然充足，项目质量显著提高。公司 PPP 投资高峰已过，2019 年长期应收款新增 80 亿元，同比减少 29 亿元；同时前期项目逐步完工进入运营回收阶段，2019 年公司实现 PPP 项目回款 12.33 亿元，同比增长 144%。随着进入收款期的 PPP 项目的不断增加，公司将逐渐步入 PPP 项目资金投出与投资回笼良好平衡的发展阶段。

运营业务：运营业务快速积累，深耕专业前期可期。随着前期 PPP 项目陆续进入运营期，公司已形成一定规模的运营资产，包括物业维护 360 万平方米、场馆 69 万平方米、市政道路 50 多条、站前广场 13 万平方米等，并新成立龙元明兴专业运营平台子公司，同时联合外部优质运营资源强化运营管理。公司还聚焦深耕多个重点领域：在园区运营方面，和天册公司合资成立龙元天册子公司，打造领先的产业园区运营平台；在停车场领域，公司持股停车专业企业益城停车 25% 股权；在医疗领域，拟与树兰俊杰设立产业基金，开拓医护康养运营蓝海市场极具前景。

投资建议：预测公司 20-22 年归母净利润为 11.3/12.5/13.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.74/0.82/0.91 元（19-22 年 CAGR 为 11%），当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍，考虑到公司积极开拓运营新市场潜力，参考可比公司估值，给予目标价 12.58 元（对应 20PE17 倍），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、疫情影响超预期风险、新运营业务拓展不达预期风险、PPP 项目运营及回款风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20,213	21,427	23,347	25,656	28,319
增长率 yoy (%)	13.1	6.0	9.0	9.9	10.4
归母净利润（百万元）	922	1,021	1,127	1,248	1,391
增长率 yoy (%)	52.0	10.7	10.4	10.8	11.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.60	0.67	0.74	0.82	0.91
净资产收益率 (%)	8.8	8.8	8.9	9.1	9.2
P/E（倍）	14.4	13.0	11.8	10.6	9.5
P/B（倍）	1.37	1.25	1.14	1.03	0.94

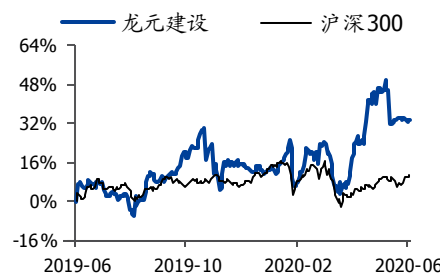
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	8.66
总市值(百万元)	13,247.70
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)	9.97

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《龙元建设（600491.SH）：行稳致远，与优质合作方协作共拓医护康养蓝海》2020-04-28
- 2、《龙元建设（600491.SH）：资产证券化获批提升资金效率，投融资专业能力再体现》2020-02-18
- 3、《龙元建设（600491.SH）：盈利稳健增长，PPP 项目回款开始明显增加》2019-10-30



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	31424	31325	35075	37574	42503	营业收入	20213	21427	23347	25656	28319
现金	4186	3786	3502	3848	4248	营业成本	18302	19236	20751	22675	24890
应收票据及应收账款	10205	10195	11030	13405	13566	营业税金及附加	129	103	113	124	137
其他应收款	2712	1712	3108	2189	3658	营业费用	5	9	12	13	28
预付账款	477	673	580	796	723	管理费用	334	399	549	564	623
存货	13383	13665	15561	16041	19015	研发费用	55	73	140	154	170
其他流动资产	462	1294	1294	1294	1294	财务费用	65	66	115	227	364
非流动资产	20060	28120	32473	35074	36715	资产减值损失	99	-0	117	180	178
长期投资	690	710	735	760	786	其他收益	4	11	0	0	0
固定资产	533	526	629	826	1092	公允价值变动收益	0	35	20	10	5
无形资产	85	87	92	100	109	投资净收益	36	29	23	27	29
其他非流动资产	18753	26798	31017	33389	34728	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	51484	59445	67548	72648	79218	营业利润	1265	1486	1594	1756	1963
流动负债	32389	34687	38556	40663	44501	营业外收入	1	2	3	2	2
短期借款	3112	3985	4513	4980	4722	营业外支出	4	10	4	5	6
应付票据及应付账款	17376	17767	20142	21282	24188	利润总额	1262	1478	1592	1753	1959
其他流动负债	11902	12935	13901	14401	15590	所得税	319	445	452	488	547
非流动负债	8439	13036	16240	18044	19448	净利润	943	1033	1140	1265	1412
长期借款	8336	12959	16163	17967	19371	少数股东损益	21	13	13	17	21
其他非流动负债	103	77	77	77	77	归属母公司净利润	922	1021	1127	1248	1391
负债合计	40829	47723	54795	58707	63949	EBITDA	1922	2506	2272	2560	2838
少数股东权益	960	1092	1105	1122	1143	EPS (元)	0.60	0.67	0.74	0.82	0.91
股本	1530	1530	1530	1530	1530	主要财务比率					
资本公积	4051	4047	4047	4047	4047	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	3757	4686	5711	6855	8124	成长能力					
归属母公司股东权益	9696	10631	11648	12818	14127	营业收入(%)	13.1	6.0	9.0	9.9	10.4
负债和股东权益	51484	59445	67548	72648	79218	营业利润(%)	49.8	17.5	7.3	10.2	11.8
						归属于母公司净利润(%)	52.0	10.7	10.4	10.8	11.5
						获利能力					
						毛利率(%)	9.5	10.2	11.1	11.6	12.1
						净利率(%)	4.6	4.8	4.8	4.9	4.9
						ROE(%)	8.8	8.8	8.9	9.1	9.2
						ROIC(%)	6.4	5.9	4.7	4.7	4.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	79.3	80.3	81.1	80.8	80.7
						净负债比率(%)	74.0	125.6	149.3	153.2	147.4
						流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
						速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1
						应付账款周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.60	0.67	0.74	0.82	0.91
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	0.24	0.18	0.40	0.65
						每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.95	7.61	8.38	9.23
						估值比率					
						P/E	14.4	13.0	11.8	10.6	9.5
						P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	11.5	11.5	14.6	13.9	13.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 基建 REITs 试点推行，行业面临全新机遇	4
1.1. 基建 REITs 试点推行，带来行业新机遇	4
1.2. 基础设施领域专业服务能力突出，提前布局享政策东风	6
2. 传统施工业务：装配式快速发展，业务结构显著优化，经营效率不断提升	7
2.1. 积极打造全装配式产业平台，开拓新的业务增长点	7
2.2. 业务结构优化，变革项目管理，盈利能力不断提升	8
3. PPP 投资业务：逐步进入投收平衡的新阶段	9
3.1. 主动降速求稳，精选项目质量有保障	9
3.2. 投资高峰已过，PPP 回款大幅增加，未来逐步进入投收平衡阶段	10
4. 运营业务：运营业务快速积累，深耕专业前期可期	11
4.1. 自主运营与联合协作双管齐下，不断强化运营业务	11
4.2. 园区产业运营：成立龙元天册，定位专业产业运营商	12
4.3. 停车场运营：持股行业领先企业，储备较为丰富	13
4.4. 医疗运营：拟与树兰俊杰设立产业基金，开拓医护康养运营蓝海极具前景	14
5. 盈利预测与投资建议	17
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1: REITs 带来的建筑企业商业模式变革示意图	5
图表 2: 基础设施第三方专业服务示意图	5
图表 3: 龙元建设全周期开展业务示意图	6
图表 4: 明树数据部分项目	7
图表 5: 龙元明筑装配式内装体系示意图	8
图表 6: 公司毛利率变化情况	9
图表 7: 公司净利率变化情况	9
图表 8: 公司逐季新签订单构成（亿元）	9
图表 9: 公司 PPP 在手订单地区分布	10
图表 10: 公司 PPP 在手订单行业分布	10
图表 11: 公司在手未完工 PPP 项目金额及 PPP 收入情况（单位：亿元）	10
图表 12: 公司长期应收款年增加额与收到的 PPP 项目回款情况及预测（单位：亿元）	11
图表 13: 龙元天册产业发展整体解决方案	12
图表 14: 公司与合作方参与的产业园区项目	12
图表 15: 公司产业小镇项目：云安小镇示意图	13
图表 16: 公司产业园区项目：靖江智造国际创新产业园示意图	13
图表 17: 密渡桥路井筒式地下停车库效果图	14
图表 18: “益城停车”运营停车场案例	14
图表 19: 公司公告订单中医院类订单	15
图表 20: “树兰龙元医养产业基金”及合作方相关投资股权关系图	16
图表 21: 树兰俊杰管理团队核心人员	16
图表 22: 公司营业收入预测（单位：亿元）	17
图表 23: 部分园林 PPP 公司估值	18

1. 基建 REITs 试点推行，行业面临全新机遇

1.1. 基建 REITs 试点推行，带来行业新机遇

重磅文件出台，我国基建 REITs 发展迈入崭新时代。近日，证监会与发改委联合下发《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，文件指出就推动国家重大战略实施，服务实体经济，支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点。要求各单位密切配合推动基础设施 REITs 在证券交易所公开发行交易，盘活存量资产，形成投资良性循环，吸引更专业的市场机构参与运营管理，提高投资建设和运营管理效率，提升投资收益率水平。交易所公开发行的规定，标志着我国 REITs 发展取得重大突破，进入公募发展的全新时代。

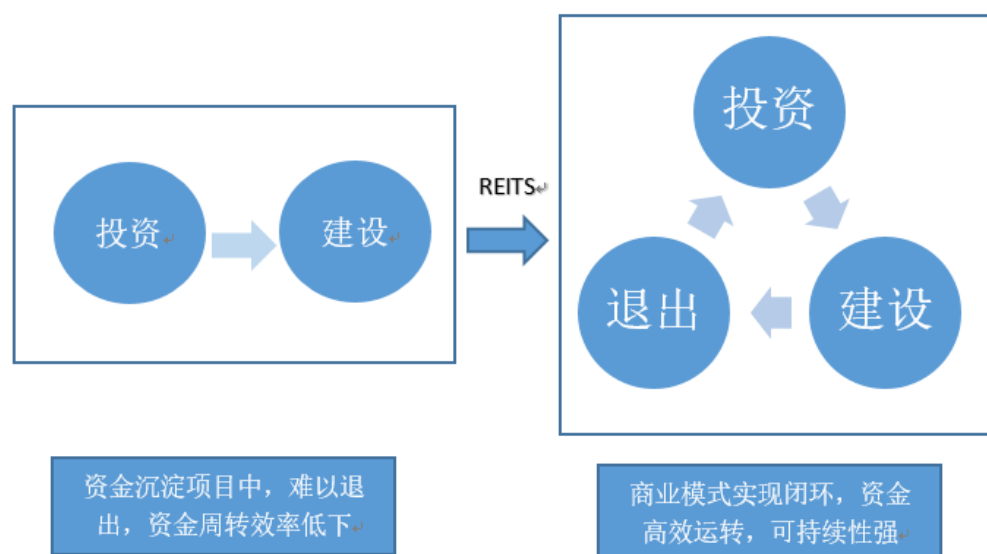
试点项目要聚焦重点区域：优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。

试点项目要聚焦重点行业：优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

基建 REITs 推出可改善基建资金来源，行业需求打开新空间，持续增长预期明显增强。我国经历过去数十年快速发展，已经积累了百万亿量级的存量基建资产。这些资产广泛的存在于地方政府、城投公司、社会资本手中。然而长久以来，他们都缺乏一个有效的退出渠道，长期持续的投入使得其负债压力逐年增加。而另一边，则是我国不断增长的居民财富及机构投资者对于长期稳健收益的金融产品需求。基建 REITs 的推出恰逢其时，将成为盘活我国巨量存量基建资产的利器，有望促进地方政府及相关投资人降低杠杆、增加基建资金新来源、打开基建发展新空间。

基建 REITs 提高资金周转效率，实现建筑企业商业模式闭环，业务可持续发展。传统的建筑企业以建设施工环节为主，属于劳动密集型，竞争壁垒较低。随着 BOT、PPP 等投资类项目的快速发展，特别是 2016-2017 年 PPP 爆发式增长后，越来越多的企业参与到投资项目的竞争中来。但投资项目需要消耗企业宝贵的自有资金，且资金会沉淀在项目中长达十年甚至更久，特别是随着 2018 年外部融资环境的收紧以及资产负债率的约束，建筑企业发现“投资-建设”这样的模式难以实现可持续的发展。基建 REITs 的推出可盘活在手的运营资产存量，解放沉淀在项目中的自有资金，显著提升资金使用效率，从而降低资产负债率，使得业务从“投-建”变为“投-建-退-投”的商业模式闭环，走上可持续发展道路。

图表 1: REITs 带来的建筑企业商业模式变革示意图

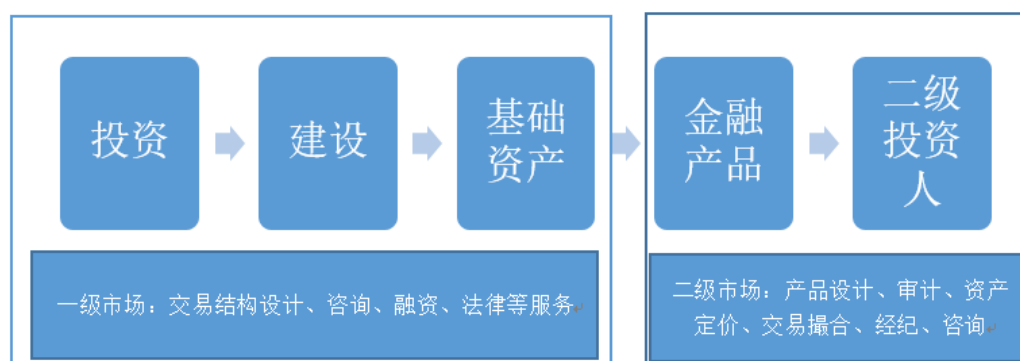


资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

REITs 推出将加速基建衍生相关服务市场形成，提前布局公司显著受益。随着 REITs 等基建项目衍生资产的逐步推出及规模越来越大，参与各类资金也越来越丰富，资产流动性将得到显著提高，一个有关基础设施资产投资的二级市场将逐步建立。类似于股票与债券市场，基础设施类的资产投资也将形成评级、研究咨询、投资管理等方面的服务市场。

由于基础设施项目投资，如 PPP 项目涉及金额比较大，合同周期较长，交易结构也比较复杂，使得二级市场在把握资产交易的合规性、真实性和估值的合理性方面具备一定的专业门槛。此时各类第三方服务中介就可以发挥重要作用，为二级市场交易提供经纪、法律、咨询、审计、评估等多项服务。比如交易撮合、尽职调查、资产价值评估、衍生金融产品定价等具体服务。具备相关专业能力的公司未来有望在这些专业市场中充分受益。

图表 2: 基础设施第三方专业服务示意图



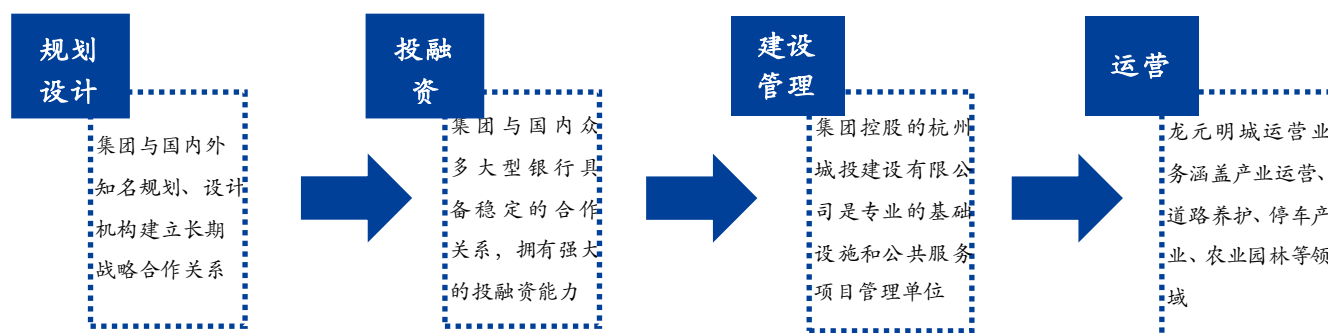
资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

1.2.基础设施领域专业服务能力突出，提前布局享政策东风

公司拥有 8 位发改委 PPP 专家库专家，9 位财政部 PPP 专家库专家，基建专业服务实力突出。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，公司能更好把控项目的质量、合规性，把握项目运行的各个环节成本，基础设施全周期服务实力突出。

公司利用资源整合的优势，提供 PPP 全生命周期的一站式综合服务，具备基建二级市场衍生出的评价、咨询、投资管理能力，把握 REITs 推出良机。公司并非以承接 PPP 投资带动施工主业，而是沿着 PPP 全生命周期全方位开展业务，为政府提供从规划、设计、融资、投资、建设、运营全生命周期的一站式综合服务，实现多方共赢。不以承揽施工项目为目的，是公司参与 PPP 项目投融资过程中与其他大多数建筑企业最根本的区别。公司在基建服务领域的深耕和积累，有望借助基建 REITs 试点的政策东风，实现进一步的放大。

图表 3: 龙元建设全周期开展业务示意图



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

旗下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，提前占据基建二级市场数据服务高地。公司持股 50% 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 4: 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

公司目前拥有在运营产业园区以及专业运营子公司，如后续 **REITs** 政策调整进一步放宽准入门槛，公司有望从中受益。符合条件的产业园区也在本次 REITs 试点支持范围之内。公司已成立专门负责产业园区运营的龙元天册公司，立志打造领先的产业运营服务龙头，目前参与策划和运营的产业园区有靖江智造国际创新产业园、杭州湾装备制造基地、齐鲁创智园等项目。首批试点项目主要以使用者付费为主、且需要成熟运营三年以上，同时还需满足其他一些标准，门槛较高，公司目前在手项目直接受益暂难。但如果后续 REITs 试点逐步成熟，大范围推广，相关准入标准可能会有所调整和放宽，届时公司在手大量项目有望从中受益。

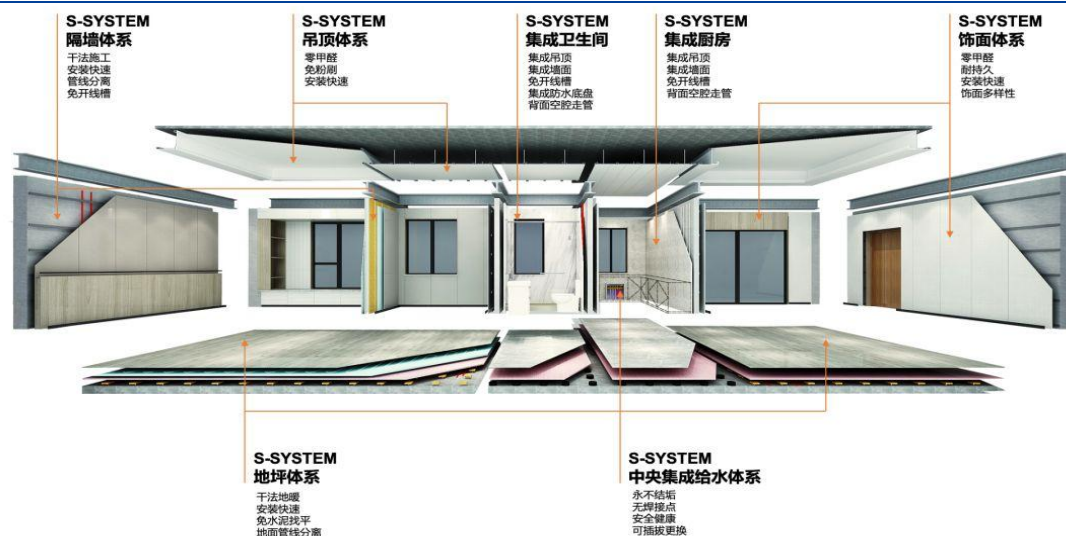
2.传统施工业务：装配式快速发展，业务结构显著优化，经营效率不断提升

2.1.积极打造全装配式产业平台，开拓新的业务增长点

公司在装配式领域已有多年积累和布局。公司旗下装配式业务主要分布在下属的大地钢构、龙元明筑、信安幕墙三家单位。其中全资孙公司大地钢构具有建筑工程施工总承包壹级（限钢结构主体工程）、钢结构工程专业承包壹级、钢结构制造特级等多项资质，多项工程分获鲁班奖、中国钢结构金奖、詹天佑土等工程大奖，具备成熟的钢结构建筑技术体系。

成立龙元明筑专注于装配式产业平台打造。2018 年 10 月，公司设立全资子公司龙元明筑，专注于装配式建筑产业平台的构建和装配式建筑 EPC 一体化建造服务，涵盖工程项目策划设计、制造采购、施工安装和技术咨询，现已成功研发更新 S-SYSTEM 高性能钢结构全装配式住宅产品 2.5 产品体系，适配从住宅到公共建筑，从低层到高层等系列高性能房屋建筑产品的建造，装配率可达 95%以上，显著提高管理和运营效率。2019 年，公司成为建设部科技与产业发展中心的战略合作伙伴，被推举为“国家装配式建筑技术创新联盟”副理事长单位，并获得 2019 中国装配式建筑科技创新典范企业。

图表 5: 龙元明筑装配式内装体系示意图



资料来源: 龙元明筑微信公众号, 国盛证券研究所

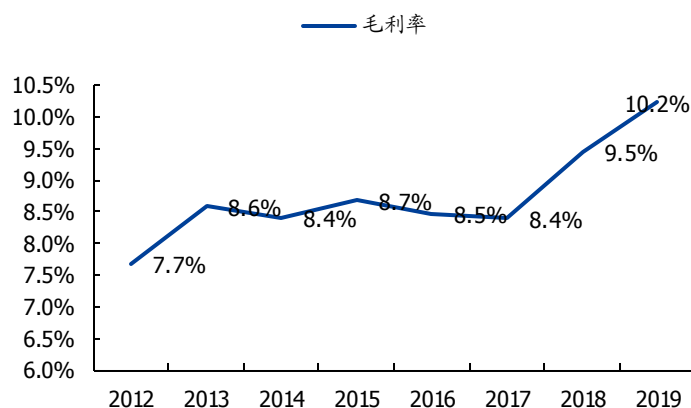
公司通过产业整合和技术集成, 着力打造全装配钢结构住宅产品系统, 开拓新的业务增长点。根据公司规划, 未来将充分整合子孙公司大地钢构和信安幕墙与龙元明筑的资源对接和业务协同, 打造公司钢结构装配式平台, 不断创新技术, 在成本、效率、质量上建立稳固的核心竞争力。公司将大力推动协同经营, 通过大客户和金融资源带动装配式业务发展, 逐步使钢结构装配式业务成为公司新的营收和利润增长点。

2.2. 业务结构优化, 变革项目管理, 盈利能力不断提升

传统施工业务中房建占比下降至 **41%**, 非民营投资项目占比降低至 **50%**, 项目结构优化。公司除积极转型 PPP 业务外, 对于传统施工业务也大力优化结构, 提升经营效率。由于公司近年来在 PPP 领域的突出表现, 为公司赢得了较高的品牌美誉度, 拓展了更多的政府和国有企业客户, 传统施工业务逐步从单一的盈利能力较低的房建领域, 拓展到公建、市政等更多领域, 客户结构也发生了较大变化。2019 年, 公司业务结构拓展取得重要进展, 从业务类型看, 传统施工业务中新承接公建、厂房、市政类项目占比达 **47.9%**, 房建类项目由上年的 **96.8%** 下降至 **41.3%**; 从新接订单的投资主体角度看, 公司新承接的非民营投资项目占比达 **49.7%**, 超额完成年初制定的非民营投资项目占比 **30%** 的目标。

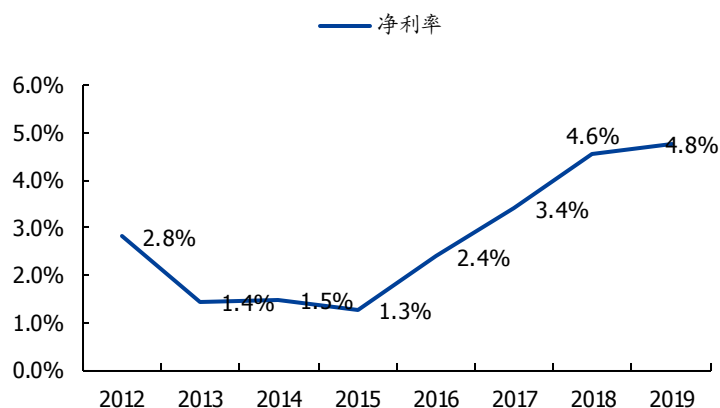
积极变革项目管理模式, 提升运营效率。此前公司传统房建项目多以项目经理作为主导, 总部对于项目具体管理参与较少, 因此项目间缺乏协同, 在材料采购、招投标、运营管理等方面效率较低。公司积极变革对于传统房建项目的管理模式, 加强对具体项目管理力度, 在保持项目经理积极性的基础上, 充分整合项目资源, 加强材料采购等方面的协同, 进一步提升运营效率, 增加项目的盈利能力。

图表 6: 公司毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.PPP 投资业务: 逐步进入投收平衡的新阶段

3.1.主动降速求稳, 精选项目质量有保障

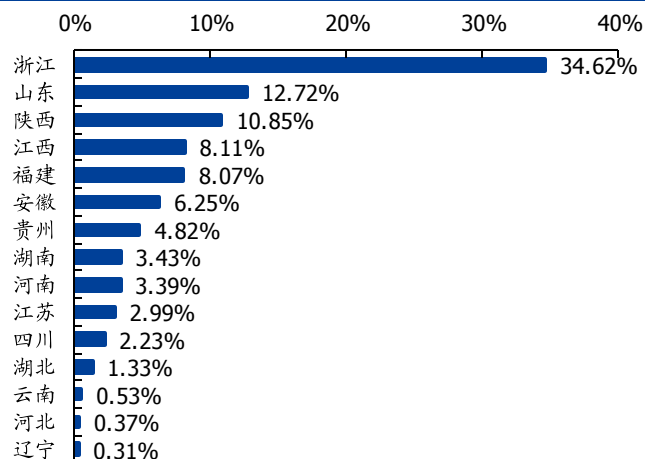
精选 PPP 项目订单, 项目质量有保障。2019 年公司新承接业务 203.63 亿元, 其中传统施工业务 170.55 亿, PPP 项目 33.08 亿。PPP 订单明显降低, 主要因 2019 年公司综合考虑整个市场环境和金融市场变化, 提高了项目筛选标准。公司 PPP 项目聚焦重点市场区域, 积极对接优质高回报项目, 跟踪项目区域主要集中在长三角、珠三角及各省会城市和地级市、百强县。目前, 公司 PPP 项目订单主要集中在江浙地区, 项目占比 38%; 按行业分类统计, 除城镇综合开发和市政工程外, 教育、医疗、文化、体育、环保、旅游等民生类强运营项目占比近几年持续提升。

图表 8: 公司逐季新签订单构成 (亿元)

时间	子行业					融资模式		总计
	房屋建设	基建工程	专业工程	建筑装饰	其他	单一施工合同模式	融资合同模式 (PPP)	
2016Q1	27.5	7.5	0.0	0.5	0.0	22.7	12.8	35.5
2016Q2	50.5	64.9	0.1	3.9	0.0	56.8	62.5	119.4
2016Q3	106.8	114.1	0.4	4.8	0.2	105.3	120.9	226.2
2016Q4	161.1	177.0	2.1	6.4	30.8	153.7	223.8	377.5
2017Q1	47.2	0.1	0.1	1.3	0.0	29.7	19.1	48.8
2017Q2	96.1	70.6	0.2	2.1	0.8	77.8	92.1	169.9
2017Q3	249.4	109.5	0.2	3.6	1.0	112.1	251.5	363.6
2017Q4	347.8	137.3	2.9	5.4	1.8	174.5	320.8	495.3
2018Q1	52.4	0.9	0.6	0.0	0.0	34.0	19.8	53.8
2018Q2	159.1	23.8	0.6	0.2	1.1	89.2	95.6	184.8
2018Q3	218.4	28.2	0.6	0.3	1.6	129.4	119.7	249.1
2018Q4	311.2	56.6	0.6	1.5	1.7	165.8	205.7	371.5
2019Q1	28.7	1.1	0.3	1.3	0.2	31.5	0.0	31.5
2019Q2	63.9	2.7	0.3	3.2	1.5	71.7	0.0	71.7
2019Q3	100.0	8.7	0.3	4.5	1.5	99.2	15.8	115.0
2019Q4	176.7	18.4	2.1	5.0	1.5	170.6	33.1	203.6

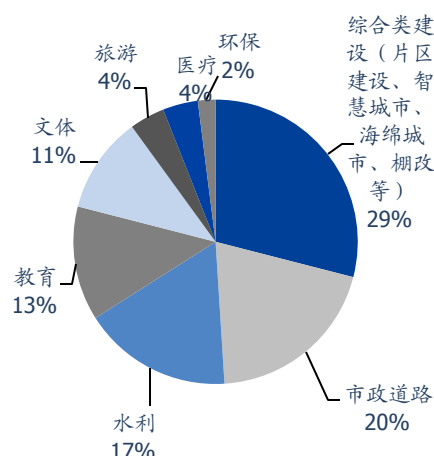
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 公司 PPP 在手订单地区分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

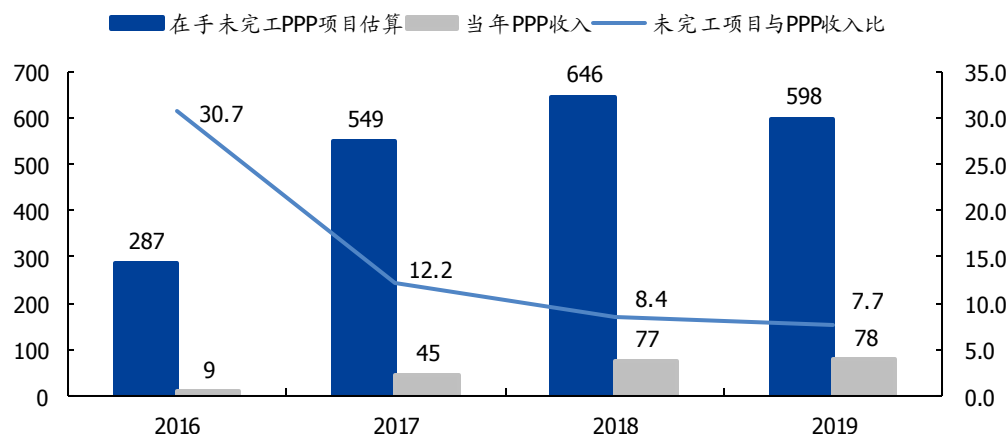
图表 10: 公司 PPP 在手订单行业分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在手未完工 PPP 项目充足, 可保障未来 PPP 业务平稳发展。截至 2019 年 12 月末, 公司累计承接 PPP 业务量 860 亿元, 根据估算剩余未完成部分金额约 598 亿元, 是 2019 年 PPP 业务收入的 7.7 倍。公司目前在手订单充裕, 可保障未来 PPP 业务的平稳发展。

图表 11: 公司在手未完工 PPP 项目金额及 PPP 收入情况 (单位: 亿元)

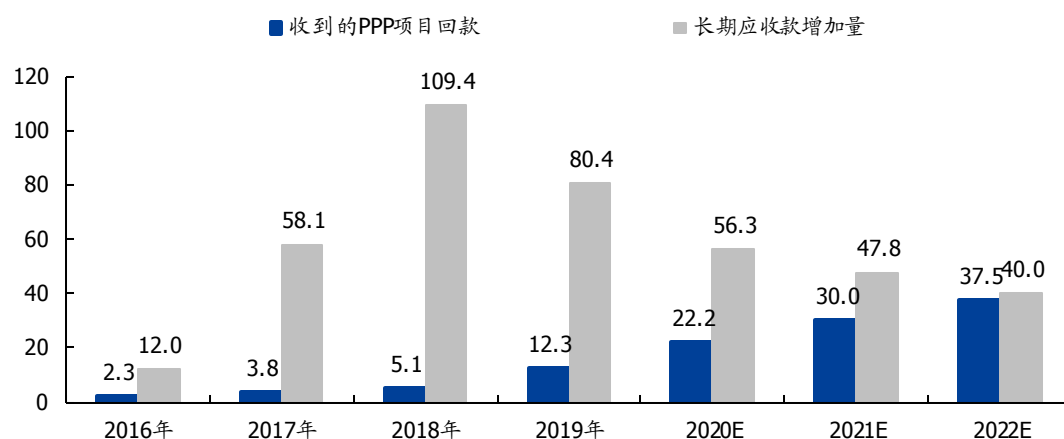


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 投资高峰已过, PPP 回款大幅增加, 未来逐步进入投收平衡阶段

前期 PPP 已进入运营回款阶段, 未来逐步进入投收平衡的新阶段。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。2015 年公司逐步开始进行 PPP 投资, 至 2018 年到达投资高峰期, 2019 年对外投资已经出现下降。从 PPP 投资形成的长期应收款看, 2018 年公司新增长期应收款 109 亿元, 而 2019 年仅新增 80 亿元, 同比减少 29 亿元, 表明投资强度有所下降。另一方面前期项目逐步完工进入运营回收阶段, 2019 年公司实现 PPP 项目回款 12.33 亿, 随着进入收款期的 PPP 项目的逐步增加, 公司将逐步步入 PPP 项目资金投出与投资回笼良好平衡的发展阶段。

图表 12: 公司长期应收款年增加额与收到的 PPP 项目回款情况预测 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 2020-2022 年为预测数据, 国盛证券研究所

4.运营业务: 运营业务快速积累, 深耕专业前期可期

4.1.自主运营与联合协作双管齐下, 不断强化运营业务

运营板块是集团业务发展的重要布局, 公司通过自主运营和联合协作强化运营管理。2019 年公司多个 PPP 项目及子项目的建设期结束, 顺利进入运营阶段, 已形成一定规模的运营资产。

自主运营方面, 公司经过多年布局已拥有产业园区、智慧停车、市政道路养护等多家专业运营子公司, 并在医疗养老、文化、体育、旅游、教育和环保等领域积极探索, 目前公司运营内容包括物业维护 360 万平方米、场馆 69 万平方米、市政道路 50 多条、站前广场 13 万平方米等。为更好的完善运营体系, 建立产业运营平台, 明确 PPP 项目的运营绩效考核, 提高公司强运营项目, 公司新成立龙元明兴企业发展有限公司, 注册资本 5000 万元, 经营业务涵盖剧院管理、体育运动、停车管理、物业管理、旅游管理、环保科技服务等。

联合协作方面, 通过积极引入优质运营资源, 发挥协同效应, 2019 年公司共新对接 20 家运营商, 累计 117 家, 其中包括医管家、戴德梁行、丛越控股等多家运营领域的龙头企业, 新签订战略合作协议 4 家, 包括聚橙、明惠物业、卫宁健康、广州锐丰等。公司以具体项目为起点, 与合作伙伴在主营业务上相辅相成、发挥“长板”效应, 在文化、医疗、物业管理、体育等运营领域展开全方位、多层次的合作。此外, 去年公司向蓝光嘉宝服务投资 1.17 亿元港币, 探索联合拓展政府公建物业市场。

4.2. 园区产业运营：成立龙元天册，定位专业产业运营商

成立龙元天册，定位领先产业运营商。在园区运营方面，龙元建设集团与天册中国合作成立龙元天册公司，目标定位为专业产业运营商。龙元天册以产业园区+PPP、产业小镇+PPP 为核心产品，为合作区域提供前期策划、规划设计、投资、融资、建设、招商和运营的产业发展整体解决方案，以产业发展带动区域经济发展，助推地方产业升级。公司已成功参与运营多个产业园区、产业小镇及产业配套项目。

图表 13: 龙元天册产业发展整体解决方案



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

龙元天册及合作方天册中国的产业实践主要集中在产业园区、产业小镇、物业服务三方面。产业园区方面，主要参与了靖江智造国际创新产业园、杭州湾装备制造基地、齐鲁创智园等项目，引入产业主要为智能制造、机器人、3D 打印等新兴产业。产业小镇公司参与的代表项目是云安小镇，位于浙江杭州临安青山科技城核心区，主导产业以网络信息安全为主，发展大数据、物联网等相关产业，总投资约 100 亿元。物业管理方面，2016 年，天册中国与复星集团下属复瑞物业公司合作成立“复瑞天册物业公司”专注于园区智慧物业服务，主要为产业新城、特色小镇提供物业管理和智慧化社区服务，辐射全国 24 个城市，全国在管面积达 3100 万 m²。

图表 14: 公司与合作方参与的产业园区项目

项目名称	地点	规划面积	主导产业
靖江智造国际创新产业园	国家级靖江经济技术开发区	700 亩	机器人、人工智能、3D 打印等智能制造相关产业
杭州湾装备制造基地	浙江省海盐经济开发区	5 平方公里	高端装备制造、机器人、3D 打印及相关配套产业
齐鲁创智园	潍坊市中心城区奎文区	230 亩	智能制造、无人系统、新能源、新材料、软件信息等

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 15: 公司产业小镇项目: 云安小镇示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 16: 公司产业园区项目: 靖江智造国际创新产业园示意图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

4.3. 停车场运营: 持股行业领先企业, 储备较为丰富

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先企业之一——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, 拥有较多运营经验, 累计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, 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 17: 密波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。益城停车通过优化交通组织方案、外部引导系统, 借助移动互联网工具实现友好引入客户, 从而提升停车体验, 具备专业的停车场运营实力。

图表 18: “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

4.4. 医疗运营: 拟与树兰俊杰设立产业基金, 开拓医护康养运营蓝海极具前景

公司在医疗领域投资运营相关经验丰富，有望受益于行业需求提升。医院建设不同于常规的公建项目建设，它涉及医疗行业各类专业工程及配套医疗设备安装等各类环节，包括医用气体工程、医用净化工程、洁净手术部、ICU、医学影像设备安装、大型治疗设备安装等等，因此对于施工方的技术实力要求较大。公司目前已签署 6 单医院类项目，合计规模达 31.6 亿元，其中 5 单进入财政部 PPP 管理库，并均已处于执行阶段，行业投资运营相关经验丰富。

图表 19: 公司公告订单中医院类订单

公告日期	项目名称	金额 (亿)	是否 PPP 管理库	实施阶段
2017/8/16	缙云县养老院及配套工程、杜桥 6-2 地块 (二期) 安置房及养老院片市政道路 PPP 项目	2.15	是	执行阶段
2017/8/9	湖州市南浔区菱湖人民医院异地新建 PPP 项目	3.01	是	执行阶段
2018/5/15	丽水市莲都区人民医院改扩建和丽云中心卫生院迁建 PPP 项目	2.83	是	执行阶段
2018/9/12	安徽省滁州市天长市中医院新区 PPP 项目	9.50	是	执行阶段
2019/10/14	贵州省六盘水市六枝特区人民医院改扩建 PPP 项目	9.83	是	执行阶段
2019/12/2	杭湾健康服务中心项目 (施工)	4.28		
合计		31.60		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司公告为提升公司自身医疗养护能力培养，进一步推进公司在医养领域的发展，公司拟与杭州树兰俊杰投资管理有限公司共同发起设立树兰龙元医养产业基金 (有限合伙)，规模 20 亿元，其中公司直接认缴有限合伙人份额 4.975 亿元，占基金总规模的 24.88%，通过普通合伙人出资 200 万元，占基金总规模的 0.1%。

树兰龙元医养产业基金将依托树兰医疗优质的护理品牌和医学资源，聚焦新建或收购优质的医疗、护理类专业人才培养机构，为养老产业提供医学专业人员和护理服务人员培养、国内外劳务派遣、技术输出，以及为医养结合模式的养老机构、医疗机构提供托管运营等服务。基金亦将择机整合区域养生和休闲旅游资源，打造“医养教游”四位一体的区域医学康养中心。

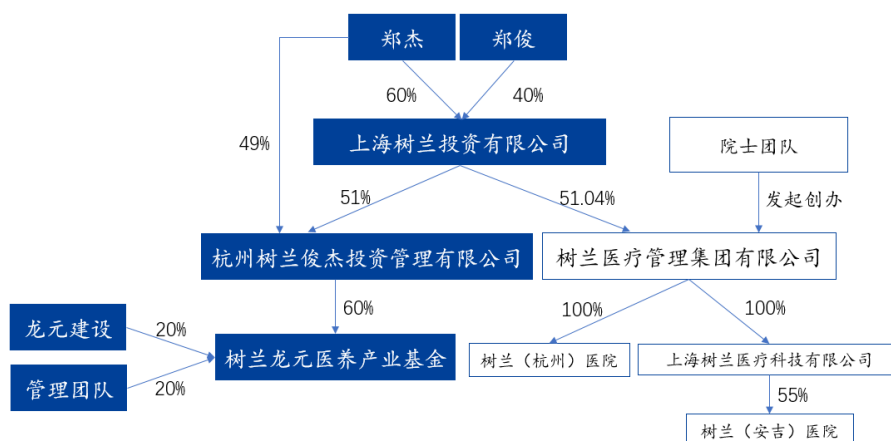
基金拟投资对象包括:

- 1) 专业护理教育培训机构，包括民办护理学校、护理独立学院、医学院等；
- 2) 投资具备较好前景和较高成长性的医养产业服务企业，包括但不限于护理劳务派遣机构、医养结合运营管理服务商、连锁机构品牌、线上服务机构等；
- 3) 康养中心、养老公寓等不动产项目。

产业基金的合作方树兰俊杰的管理团队亦是树兰医疗的核心成员。树兰医疗拥有一支院士领衔的国际、国内知名的高水平专家队伍，设有院士工作站、“院士”门诊日，为疑难病、危重病人提供会诊和诊断治疗服务，持续提供高水平的专家和高质量的医疗，医疗实力雄厚。公司与树兰俊杰设立产业基金是公司运营板块的又一重要布局，且有望依托基金合伙人的专业团队优势、资源优势和平台优势，实现相关资源快速扩展及落地。

龙元建设在政府项目及社会事业领域具有较强的投融资及运营专业能力，树兰俊杰在医护康养领域具有专业资源及品牌优势，因此两者有望在医护教育、医护康养投资领域通过紧密合作产生协同效应。

图表 20: “树兰龙元医养产业基金”及合作方相关投资股权关系图



资料来源: Wind 全球企业库, 树兰医疗官方网站, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 树兰俊杰管理团队核心人员

姓名	简介
郑杰	树兰医疗创始成员、树兰医疗管理集团总裁、树兰俊杰资本董事长, 上海大学树兰医工研究院院长, 浙江数字医疗卫生技术研究院常务副院长, OMAHA (开放医疗与健康联盟) 发起人, 中国卫生信息学会健康医疗大数据产业发展与信息安全专业委员会常委, 中华医学会数字医学分会国际数字医学学会副主席, 中国非公立医疗机构协会医院管理分会副会长, 浙江省医学会数字医学分会常务委员, 中国物联网医疗专委会委员。
冯志仙	主任护师, 教授、硕士生导师。现任树兰国际护理学院院长、树兰（杭州）医院（浙江大学国际医院）副院长兼护理部主任。兼任浙江省护理学会副理事长, 浙江省社会办医协会护理管理委员会主任委员, 浙江省护理学会社会办医护理管理专业委员会主任委员, 中国非公立医疗机构护理管理委员会筹委会副主任委员。中华护理学会内科专业委员会委员和行政专业专家库成员, 中国医院协会信息专业委员会委员、中国护理质量联盟副主席。担任《中国护理管理》杂志副主编、《护理与康复》杂志副主编及多本护理杂志的编委。
许迪龙	树兰医疗创始成员、树兰俊杰资本总经理, 香港大学金融工程硕士, 先后在路透中国、浙江大学国际创新研究院、赛伯乐（中国）投资等机构任职, 具有丰富的创业辅导和科技产业投资经验。2014 年 2 月, 作为树兰医疗最早期创始团队成员加入树兰医疗, 全职从事医疗健康产业的投资和管理工作。
孔勘人	树兰医疗产业基金合伙人, 从事不动产投资和医疗项目商务拓展 20 多年, 曾担任福信投资执行董事, 在投资拓展、商务谈判、项目开发管理有丰富的经验。
何滔	博士学位, 美国特许金融分析师（CFA）。2006 年工作至今, 曾任职于 Sinom Holding Fund 投资部, 平安信托有限责任公司基础设施事业部, 现任公司投资部管理职位, 拥有十余年产业投资、并购、和投后管理工作经历, 专注于基础设施和公共服务领域。
甄帅	树兰医疗投资部投资总监, 医学工程硕士。拥有多年的医院收购及医疗服务投资经验, 曾服务于通用电气集团、复星医药集团, 曾主要负责多个大型医院收并购及医养、专科服务机构投资项目, 专注于医疗服务领域的投资及并购。
丁祖德	浙江大学 MBA, 执业药师、注册会计师。曾在浙大一院, 大华会计师事务所任职, 负责过多个项目的审计和财务尽调工作, 曾为华融租赁、浙商资产提供过房地产不良资产包的财务尽调服务。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测:

1) 营业收入: 传统施工收入方面, 公司精选项目, 优化业务结构, 控制规模, 预计未来保持稳健增长。预计 2020-2022 年分别增长 6%/8%/8%。PPP 施工收入方面, 公司根据融资情况主动调节投资节奏。目前公司在手 PPP 项目预计是 PPP 收入的 7 倍以上, 因此未来保持稳健增长可期。预计 2020-2022 年 PPP 收入分别增长 8%/10%/8%。其他业务由于公司积极拓展装配式业务、运营业务等, 预计将保持较快增长。综合来看, 我们预计公司 2020-2022 年总营业收入增速分别为 9%/10%/10%, 总体保持稳健增长。

2) 毛利率: 由于公司传统施工项目结构优化, 经营效率提升, 此外进入运营期 PPP 项目增加, 运营业务毛利率较高, 预计将带动毛利率提升。我们预计 2020-2022 年公司毛利率分别为 11.1%/11.6%/12.1%。

综上及模型预测, 我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 233/257/283 亿元, 归母净利润分别为 11.3/12.5/14.0 亿元 (19-22 年 CAGR 为 11%)

图表 22: 公司营业收入预测 (单位: 亿元)

	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业总收入	214	233	257	283
增速		9%	10%	10%
传统施工收入	111	118	127	137
增速		6%	8%	8%
PPP 项目施工收入	78	84	93	100
增速		8%	10%	8%
其他收入	25	32	37	46
增速		26%	17%	25%

资料来源: 国盛证券研究所

投资建议: 我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.3/12.5/14.0 亿元, 同比增长 11%/11%/12%, 对应 EPS 分别为 0.74/0.82/0.91 元 (19-22 年 CAGR 为 11%), 当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍。公司目前 PPP 施工及投资业务已贡献绝大多数利润, 因此我们选取从事市政、园林等施工及 PPP 项目较多的企业作为可比公司。考虑到当前基建行业形势及公司积极开拓运营新市场潜力, 参考可比公司 2020 年平均 PE17 倍的估值, 给予目标价 12.58 元 (对应 20PE17 倍), 维持“买入”评级。

图表 23: 部分对比公司估值

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
东珠生态	17.65	1.13	1.47	1.91	2.39	15.6	12.0	9.2	7.4	1.93
绿茵生态	19.29	1.00	1.30	1.69	2.11	19.3	14.8	11.4	9.1	2.05
文科园林	4.93	0.48	0.55	0.63	0.73	10.3	8.9	7.8	6.8	1.06
岭南股份	4.81	0.21	0.23	0.25	0.28	22.9	20.8	18.9	17.2	1.61
美尚生态	10.81	0.32	0.38	0.46	0.55	33.8	28.2	23.5	19.5	1.81
均值						20.4	17.0	14.2	12.0	1.69

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2020 年 6 月 5 日收盘价

6. 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、疫情影响超预期风险、新运营业务拓展不达预期风险、PPP 项目运营及回款风险。

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。

项目融资进度不及预期风险: 公司投资的 PPP 项目中, 平均约 70% 资金来自于金融机构贷款。若贷款进度不及预期, 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。

疫情影响超预期风险: 建筑施工行业人员相对密集, 在本次疫情中受到了明显影响, 虽然目前国内疫情已处于逐步控制的态势, 但如果后续疫情持续影响施工, 则可能对公司业绩产生不利影响。

新运营业务拓展不达预期风险: 公司目前针对多个领域深耕运营业务, 需要公司持续进行投入, 依靠内生或外延手段获取专业团队和资源。公司此前缺少相关新业务的经验和资源, 未来运营业务的发展情况存在不确定性。

PPP 项目运营及回款风险: 公司前期获取的 PPP 项目逐步进入运营回购期, 项目回款金额逐步扩大。尽管公司在手 PPP 质量项目较高、公司把控风险能力较强, 但 PPP 项目的回款需要按照项目运营绩效评价来执行, 同时也存在地方政府付款的潜在延迟风险, 这将对公司 PPP 项目回款进度和金额构成潜在不确定性风险。

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所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