

传统施工发力，现金流持续向好

——首次覆盖报告

核心观点

- **传统施工订单结构优化，带动盈利能力和回款改善。**随着拿单能力的增强，传统施工逐步发力，18/19/20H1 新签传统施工订单 165.8/170.6/81.9 亿，YoY-5%/+2.9%/+14.2%，占整体收入比重有望从 20 年 50.6%提升至 22 年 51.2%。公司传统施工订单结构优化，非房建订单（毛利率更高）占比从 18 年 3.2%提升至 19 年 47.9%，对应传统施工毛利率从 18 年 5.5%提升至 19 年 8.3%，趋势有望延续。非房建项目回款更好，带动 19 年母公司收现比提升 11pct 至 107%，且经营性现金流净额实现转正，有望继续向好。
- **PPP 拿单审时度势，22 年有望进入投收平衡期。**15-17/18-19 年分别受政策驱动/监管趋严的影响，PPP 经历快速发展/降温时期，公司审时度势，订单相应快速增长/收缩。随着融资环境边际改善，公司新签 PPP 订单有所回升，但预计保持在 60-80 亿。PPP 项目前期准备/建设期分别约 0.5/3 年，随着公司 16-18 年在手项目的推进，预计 20/21 年公司 PPP 投资支出仍有近 70 亿，22 年开始下降到 30 亿左右。PPP 建设完成后逐步进入回收期，预计 22 年公司 PPP 回款有望超 30 亿元，届时 PPP 投资现金流有望转正。22 年开始公司回款可满足投资支出需求，PPP 项目有望进入投收平衡期。
- **凭借更高的构件自给率，公司装配式工程业务有望快速增长。**公司作为装配式建筑工程总包商，涵盖设计/制造采购/施工安装/技术咨询全产业链环节，议价力较强。在总包模式下公司可缩短整体工期 40%，综合成本达到与 PC 持平。公司加快产能布局，提高构件自给率，8 月 12 日公告在宣城新建钢结构产能 30 万吨（目前产能约 15 万吨），预计 21 年投产。我们预计 20-22 年公司装饰与钢结构收入 13.9/22.0/33.0 亿，YoY+50.8%/57.9%/50.0%。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.73/0.85/0.99 元，CAGR+14.2%。公司传统项目施工有望加速增长，盈利能力和回款改善，PPP 项目有望在 22 年进入投收平衡期，钢结构业务有望快速增长。参考可比公司平均估值我们认可给予公司 20 年 14XPE，对应目标价 10.22 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：订单转化率、PPP 回款进度和金额、钢结构业务拓展不及预期。

| 公司主要财务信息 | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入(百万元) | 20,213 | 21,427 | 23,743 | 27,127 | 31,327 |
| 同比增长(%) | 13.1% | 6.0% | 10.8% | 14.3% | 15.5% |
| 营业利润(百万元) | 1,265 | 1,486 | 1,636 | 1,900 | 2,210 |
| 同比增长(%) | 49.8% | 17.5% | 10.1% | 16.2% | 16.3% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 922 | 1,021 | 1,124 | 1,305 | 1,520 |
| 同比增长(%) | 52.0% | 10.7% | 10.1% | 16.1% | 16.5% |
| 每股收益(元) | 0.60 | 0.67 | 0.73 | 0.85 | 0.99 |
| 毛利率(%) | 9.5% | 10.2% | 10.4% | 10.5% | 10.6% |
| 净利率(%) | 4.6% | 4.8% | 4.7% | 4.8% | 4.9% |
| 净资产收益率(%) | 11.8% | 10.0% | 10.1% | 10.7% | 11.2% |
| 市盈率 | 15.2 | 13.7 | 12.5 | 10.7 | 9.2 |
| 市净率 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

| | |
|-----------------|-----------------|
| 股价(2020年09月04日) | 8.91元 |
| 目标价格 | 10.22元 |
| 52周最高价/最低价 | 9.88/6.69元 |
| 总股本/流通A股(万股) | 152,976/152,976 |
| A股市值(百万元) | 13,630 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 建筑工程 |
| 报告发布日期 | 2020年09月04日 |

| 股价表现 | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-------|-------|------|--------|-------|
| 绝对表现 | -2.73 | 2.41 | 3.24 | 24.27 |
| 相对表现 | -4.54 | 1.45 | -17.68 | -0.73 |
| 沪深300 | 1.81 | 0.96 | 20.92 | 25.00 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

联系人 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、PPP 民营龙头企业，盈利能力持续提升 | 5 |
| 二、传统项目施工增长加速，订单结构优化 | 6 |
| 三、PPP 有望进入投收平衡期，各板块稳健发展 | 12 |
| 3.1 PPP 拿单审时度势，22 年有望进入投收平衡期 | 12 |
| 3.2 项目履约率高，PPP 投资业务稳健增长 | 14 |
| 3.3 聚焦环保/医疗领域，向城市综合运营商转型 | 17 |
| 四、钢结构业务优势明显，产能大幅扩张 | 20 |
| 盈利预测与投资建议 | 24 |
| 盈利预测 | 24 |
| 投资建议 | 27 |
| 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司历史沿革..... | 5 |
| 图 2: 2015-20H1 公司收入及增速 (亿, %) | 6 |
| 图 3: 2015-20H1 公司归母净利润及增速 (亿, %) | 6 |
| 图 4: 2015-20H1 公司各业务收入占比 (%) | 6 |
| 图 5: 15-20H1 公司传统施工/PPP 施工/整体毛利率 (%) | 6 |
| 图 6: 2016-20H1 年公司施工业务收入构成 (亿) | 7 |
| 图 7: 2016-20H1 年公司施工业务收入构成 (%) | 7 |
| 图 8: 公司以 PPP 项目为切入点打开公建/政府类项目市场..... | 7 |
| 图 9: 2016Q1-2020Q2 公司新接传统施工订单 (亿) | 8 |
| 图 10: 2016-20H1 公司新接传统施工订单 (亿) | 8 |
| 图 11: 2014-2019 年八大建筑央企平均新签订单增速 (%) | 8 |
| 图 12: 2013-2019 年八大央企市占率 (%) | 8 |
| 图 13: 2016/06-2020/06 上海建工/隧道股份/浙江交科新签订单累计同比 (%) | 9 |
| 图 14: 2016-20H1 公司各子行业新接订单 (亿) | 10 |
| 图 15: 2016-20H1 公司各子行业新接订单占比 (%) | 10 |
| 图 16: 2016-20H1 传统施工项目毛利率 (%) | 10 |
| 图 17: 2015-20H1 母公司收现比 (%) | 11 |
| 图 18: 2012-20H1 公司经营性现金流净额 (亿) | 11 |
| 图 19: 2017Q1-2020Q2PPP 项目净入库个数 (个) | 12 |
| 图 20: 2016Q1-2020Q2 新增 PPP 投资净额 (亿) | 12 |
| 图 21: 2015-20H1 公司新接 PPP 订单 (亿) | 13 |
| 图 22: 2016-2019 年公司 PPP 项目施工收入 (亿) | 13 |
| 图 23: 2016-20H1 长期应收款增加额 (亿) | 14 |
| 图 24: 2016-20H1 公司收到 PPP 项目回款额 (亿) | 14 |
| 图 25: 2019 年末公司 PPP 在手订单分布省份 (%) | 14 |
| 图 26: 2019 年末公司 PPP 在手订单地区分布 (%) | 14 |
| 图 27: 2017-2019 年公司 PPP 在手订单行业分布 (%) | 15 |
| 图 28: 2019 年末公司 PPP 项目在手订单行业分布 (%) | 15 |
| 图 29: 2015-20H1 公司长期应收款 (亿) | 15 |
| 图 30: 2019 年公司长期应收款账龄结构 (%) | 15 |
| 图 31: 2016-20H1 公司 PPP 项目投资收入 (亿) | 16 |
| 图 32: 2019 年公司 PPP 投资项目收入构成 (%) | 16 |
| 图 33: 5 年期以上贷款利率 (%) | 16 |

| | |
|--|----|
| 图 34: 2016-2019 年 PPP 项目投资业务毛利率 (%) | 17 |
| 图 35: 公司运营管理平台 | 18 |
| 图 36: 树兰医疗六大板块 | 19 |
| 图 37: 2003-2018 年我国注册护士人数 (万人) | 20 |
| 图 38: 2018 年全球十大经济体每千人口护士数 (人) | 20 |
| 图 39: 2013-2020E 钢结构产量 (万吨) | 22 |
| 图 40: 2013-2020E 钢结构年产值 (亿元) | 22 |
| 图 41: 公司涵盖装配式全产业链环节 | 22 |
| 图 42: 公司 S-SYSTEM 优势 | 23 |
| 图 43: 公司钢结构产能布局 | 23 |
| 图 44: 2014-20H1 公司装饰与钢结构收入 (亿) | 24 |
| 图 45: 2013-2019 年鸿路钢构单吨钢结构收入 (元/吨) | 24 |
| 图 46: 公司过去 5 年 (2015/09/04-2020/09/04) PE-Band | 27 |
| 图 47: 2015-20H1 公司长期应收款及占总资产比例 (亿, %) | 29 |
| | |
| 表 1: 关于解决欠款/垫资问题的政策梳理 | 10 |
| 表 2: 公司在手的绿色环保类基础设施项目 | 18 |
| 表 3: 2019 年末公司在手医疗类项目 | 19 |
| 表 4: 装配式钢结构与传统现浇结构的施工效率对比 | 20 |
| 表 5: 钢结构装配式建筑相关政策 | 21 |
| 表 6: 公司施工业务收入预测 | 24 |
| 表 7: 公司施工业务成本预测 | 25 |
| 表 8: 可比公司估值表 (截至 2020 年 9 月 4 日) | 27 |
| 表 9: 公司 2020 年收入增速敏感性分析 | 28 |
| 表 10: 公司 2020 年归母净利润增速敏感性分析 | 28 |

一、PPP 民营龙头企业，盈利能力持续提升

老牌建筑公司，PPP 民营龙头企业。公司始创于 1980 年，前身为浙江象山二建集团股份有限公司，1983 年底进入上海建筑市场，1998 年更名龙元建设集团股份有限公司，2004 年上市，2014 年抢滩 PPP 业务市场，2019 年龙元生态圈初具雏形，目前已成为 PPP 民营龙头企业。公司主营业务主要包括建筑施工业务、基础设施建设投资业务、运营管理业务和钢结构装配式业务。建筑施工业务是公司创立至今稳定发展的基础，目前形成了以土建施工为核心，建筑装饰/钢结构/幕墙/水利等细分领域为辅，产业联动发展的业务结构；在基础设施建设投资领域，公司抓住 PPP 的发展契机，成功向市政/基建方向转型，业务涵盖项目投融资、建设施工和项目运营；同时公司积极进军钢结构装配式领域，成功研发 S-SYSTEM 产品体系，全体系集成完善度在国内处于领先地位。

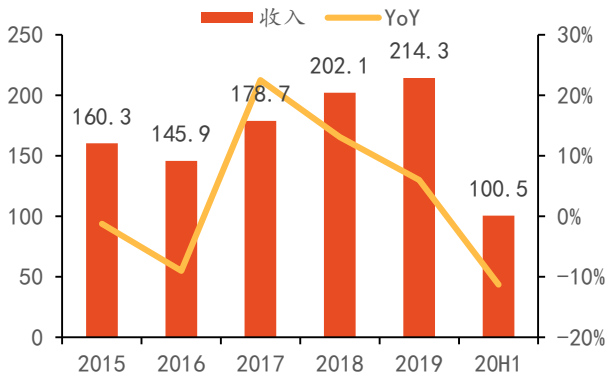
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，东方证券研究所

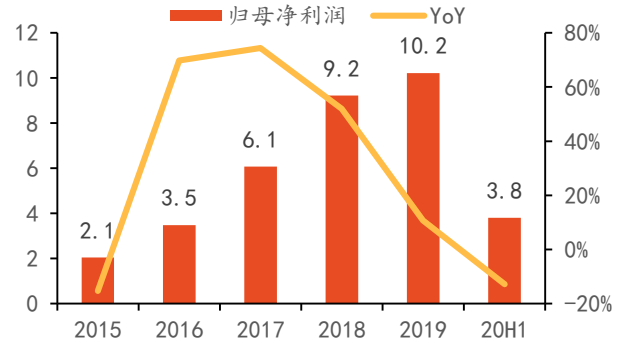
20 年开始公司收入/业绩增速有望逐步提升。16/17 年公司收入业绩增速提升，主要由于公司抓住 PPP 快速发展的契机，PPP 业务持续发力。18/19 年收入增速有所放缓，主要由于受 PPP 政策趋严/融资趋紧影响，公司 PPP 业务增速有所放缓。受疫情影响，公司 20H1 实现收入 100.5 亿，YoY-11.3%，归母净利润 3.8 亿，YoY-13.8%。随着公司传统项目施工在公建/政府类项目领域拿单能力的提升，传统项目施工收入增长有望提速。随着公司 PPP 项目逐渐进入投收平衡期，PPP 业务有望稳健发展。公司装饰与钢结构产能大幅扩张，自给率提升，我们预计装饰与钢结构收入有望快速增长。我们认为从 20 年开始，公司收入/业绩增速有望逐步提升，预计 20-22 年公司收入 YoY+10.8%/14.3%/15.5%，归母净利润 YoY+10.1%/16.1%/16.5%。

图 2：2015-20H1 公司收入及增速（亿，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

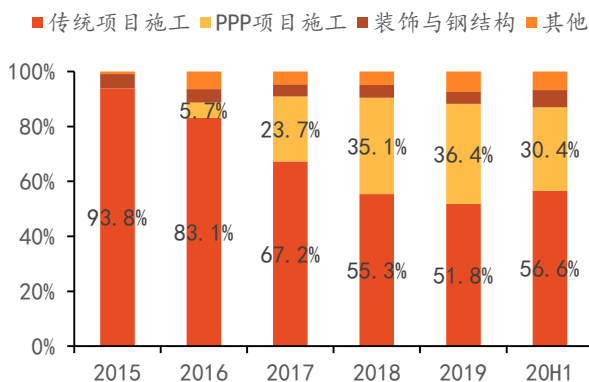
图 3：2015-20H1 公司归母净利润及增速（亿，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

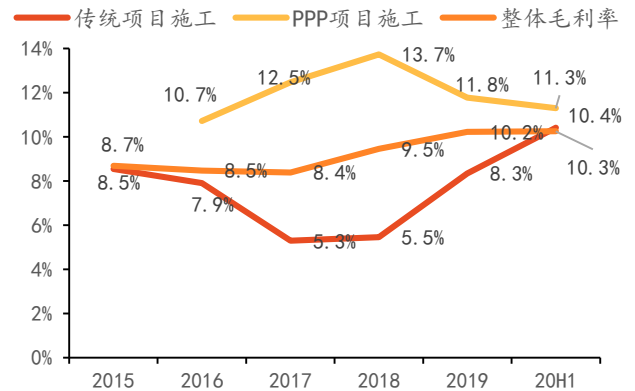
公司盈利能力持续提升，有望继续保持。公司整体毛利率从 17 年 8.4% 提升至 19 年 10.2%，一是由于公司 PPP 项目施工收入占比从 17 年 23.7% 提升至 19 年 36.4%，而 PPP 项目施工毛利率较高；二是由于公司传统项目施工业务结构改善带来毛利率改善，公司传统施工毛利率从 17 年 5.3% 提升至 2019 年 8.3%。尽管受政策趋严/融资趋紧影响，公司 PPP 业务收入增速逐渐趋缓，占整体收入比重将略有下降，但随着公司传统项目施工业务结构持续改善，有望拉动整体毛利率继续向好。

图 4：2015-20H1 公司各业务收入占比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：15-20H1 公司传统施工/PPP 施工/整体毛利率（%）



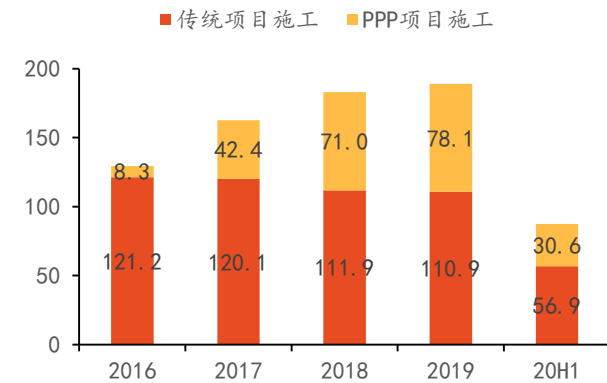
数据来源：Wind，东方证券研究所

二、传统项目施工增长加速，订单结构优化

公司施工业务增长动力有望切换到传统项目施工。公司施工业务主要由传统项目施工和 PPP 项目施工构成。公司传统施工项目主要为房建项目，而房建项目竞争激烈，毛利率相对偏低，因此 16-19 年公司在经营策略上，保持传统项目施工整体平稳，2019 年公司传统施工项目收入 110.9 亿，较 2016 年下滑 8.5%，每年下滑幅度有限。根据公司公告，公司承接的 PPP 项目主要为基建/政府类项目，毛利率和回款相比房建更好，因此 16-19 年公司加快 PPP 项目发展，公司 PPP 项目施

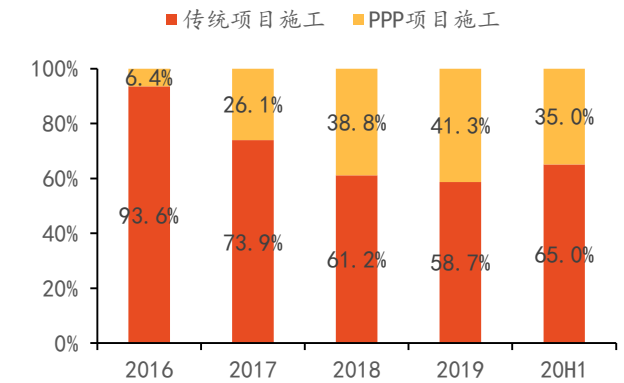
工收入从 2016 年 8.3 亿迅速增长至 2019 年 78.1 亿，占整体施工业务收入比重从 16 年 6.4% 提高至 19 年 41.3%。但随着公司传统施工业务在公建/政府类项目市场的不断拓展，原来需由 PPP 模式取得的项目将逐渐可由传统施工模式取得，传统项目施工收入增长将逐渐提速，PPP 项目施工收入增长将逐渐放缓，公司施工业务增长动力有望从 PPP 项目施工切换到传统项目施工。

图 6：2016-20H1 年公司施工业务收入构成（亿）



数据来源：Wind，东方证券研究所

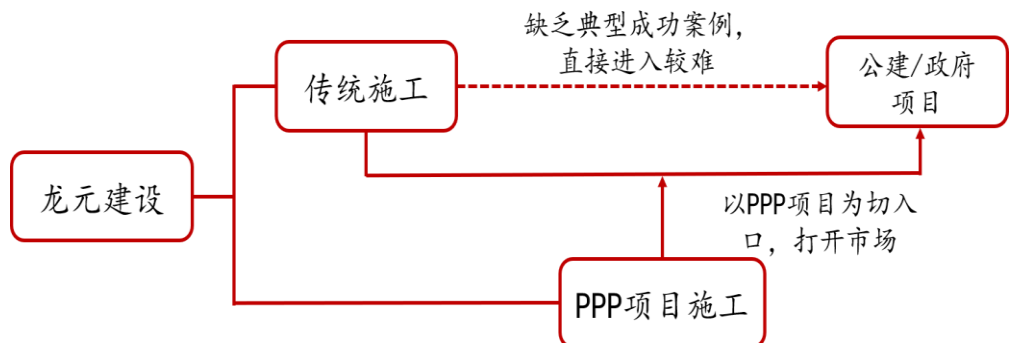
图 7：2016-20H1 年公司施工业务收入构成（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

PPP 项目带动传统施工业务逐渐打开公建/政府类项目市场。16 年以前公司施工业务主要以房建项目为主，在公建/政府类项目中典型成功案例较少，直接进入公建/政府类项目市场较难。公司 2016 年开始发展 PPP 项目，PPP 项目以公建/政府类项目为主。公司以 PPP 项目为入口，打开当地公建/政府类项目市场，带动传统施工业务快速增长以及结构优化。

图 8：公司以 PPP 项目为切入点打开公建/政府类项目市场

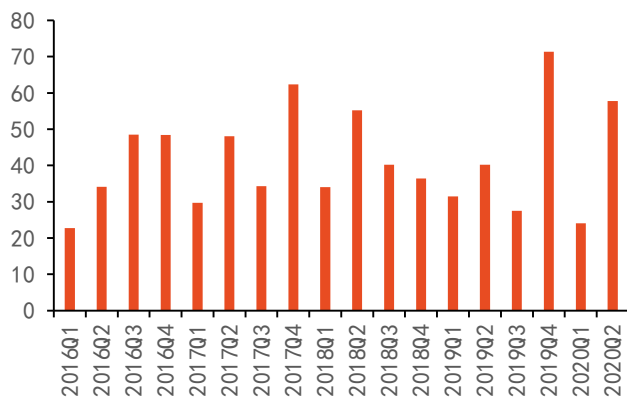


数据来源：公开资料，东方证券研究所

非房建项目拉动传统施工订单开始出现回升，传统项目施工收入增长有望加快。2019 年公司新接传统施工订单 170.6 亿，YoY+2.9%，根据公司公告，2019 年传统施工业务中新承接公建、厂房、

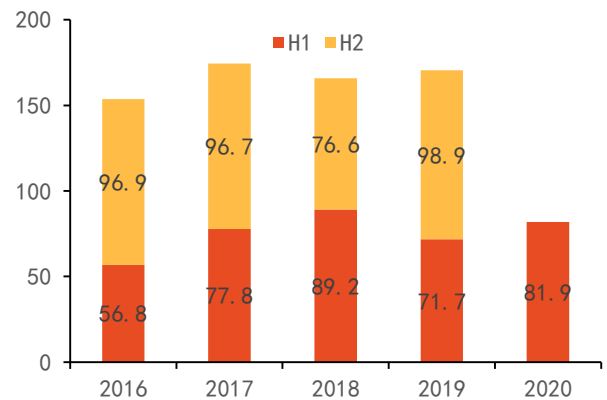
市政类项目占比达 47.9%，房建类项目由 18 年的 96.8% 下降至 41.3%，我们判断 2019 年传统施工订单的增长主要由公建/市政类等非房建项目快速提升导致。从 2019 年 Q4 开始，公司新接传统施工订单出现明显提升，20H1 新接传统施工订单 81.9 亿，YoY+14.2%，在疫情影响下公司订单仍有较快增长，我们认为主要由于公司传统施工业务已逐渐打开非房建项目市场，非房建项目对公司订单的拉动开始有所显现，趋势有望延续。在传统施工订单快速增长的情况下，传统项目施工收入增长有望加快。

图 9：2016Q1-2020Q2 公司新接传统施工订单（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

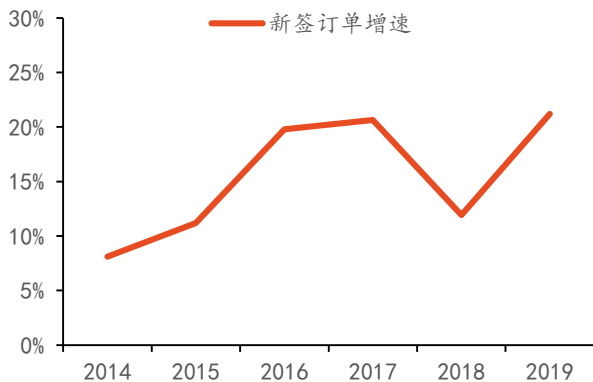
图 10：2016-20H1 公司新接传统施工订单（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

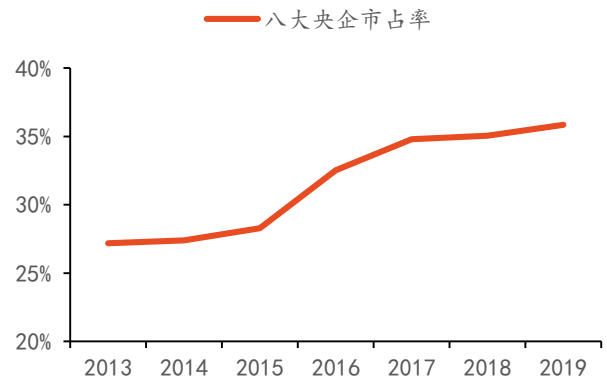
建筑行业整体呈现头部集中趋势，龙头企业拿单能力与市占率稳步提升。从市占率看，八大央企合计订单市占率从 2013 年 27.2% 提升至 2019 年 35.8%。从新签订单增速来看，头部企业订单保持较快增长，2019 年建筑行业八大央企平均新签订单增速达到 21.2%，同比提升 9.3pct。

图 11：2014-2019 年八大建筑央企平均新签订单增速（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2013-2019 年八大央企市占率（%）

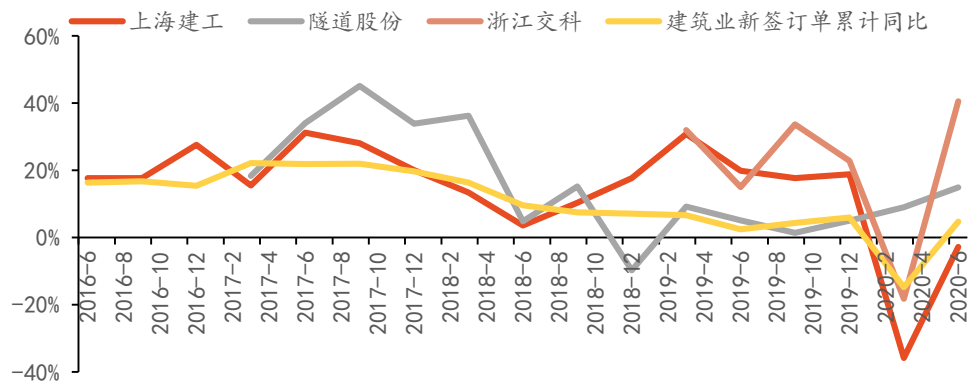


数据来源：Wind，东方证券研究所

注：市场占有率=八大央企新签订单/建筑业新签订单

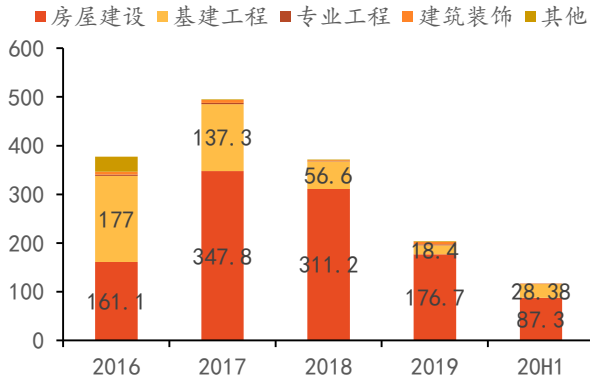
公司作为华东地区建筑企业龙头，传统施工订单增速有望继续保持较快增长。从华东地方国企上海建工/隧道股份/浙江交科订单累计同比来看，增速快于建筑业整体新签订单增速，建筑行业在华东地区也呈现头部集中趋势。公司作为华东地区建筑企业龙头，成功打开公建/政府类项目市场，在建筑行业走向集中的情况下，公司传统施工业务新签订单增速有望继续保持较快增长。

图 13：2016/06-2020/06 上海建工/隧道股份/浙江交科新签订单累计同比（%）

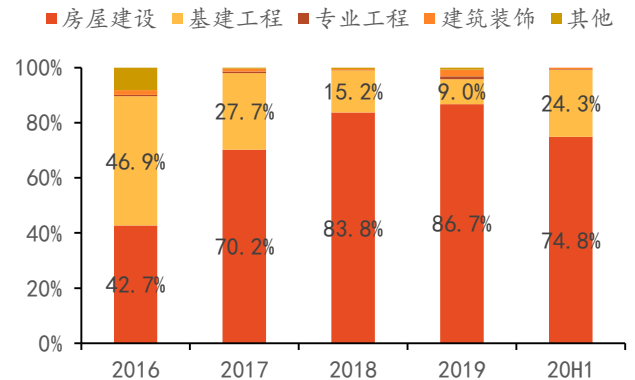


数据来源：各公司公告，东方证券研究所

传统施工项目结构有望持续优化。根据 20 年 6 月 20 日公司《回复上交所问询函的公告》，非房建/非民营项目较传统房建/民营项目毛利率更高，回款更好。经过 5 年的发展与积累，公司传统施工业务订单结构开始出现明显优化，根据公司年报，从业务类型看，2019 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 18 年的 96.8% 下降至 41.3%；从新接订单的投资主体看，公司 19 年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。根据公司公告，20H1 新接订单 116.6 亿，其中房屋建设（包含房建/学校/医院/体育场馆/办公楼等）87.3 亿，占比 74.8%，较 2019 年 86.7% 下降 11.9pct，项目结构继续优化。随着公司在非房建项目市场的进一步打开，公司非房建项目订单占比有望持续提升，传统项目施工结构有望持续优化。

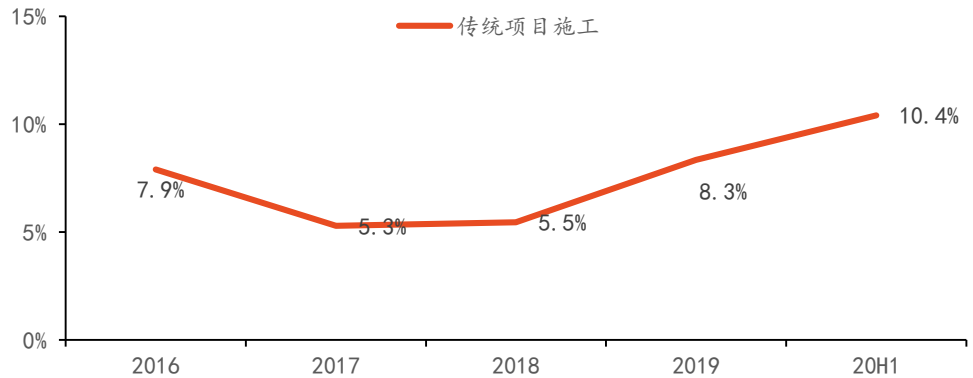
图 14：2016-20H1 公司各子行业新接订单（亿）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：2016-20H1 公司各子行业新接订单占比（%）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

传统施工项目结构优化带来毛利率改善，有望继续保持。根据公司公告，公司基础设施类项目施工毛利率高于传统房建类施工业务。随着公司传统施工项目结构继续优化，非房建投资项目占比提升，带动传统施工项目毛利率从 18 年 5.5% 提升至 20H1 的 10.4%。随着公司传统施工项目中非房建类项目占比的继续提升，传统施工项目毛利率改善趋势有望继续保持。

图 16：2016-20H1 传统施工项目毛利率（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

政策推动欠款/垫资问题的解决。对于欠款问题，在 2018 年 11 月国务院常务会议中，国家决定开展专项行动，切实解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题，并由国办牵头督办，有关部门各负其责，审计部门介入，政策力度较强。对于项目垫资问题，2019 年 5 月《政府投资条例》要求，政府投资项目不得由施工单位垫资建设；在 2020 年 3 月，住建部在《关于印发房屋市政工程施工复工复产指南的通知》中指出，严禁政府和国有投资工程以各种要求施工单位带资承包。

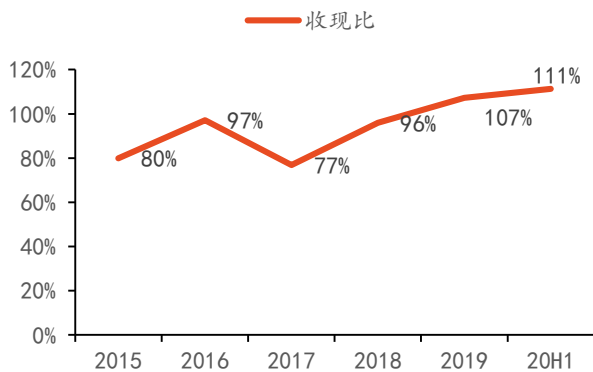
表 1：关于解决欠款/垫资问题的政策梳理

| 发布时间 | 部门 | 政策/会议 | 主要内容 |
|---------|-----|---------------------------|---|
| 2018.11 | 国务院 | 国务院常务会议 | 会议决定开展专项行动，切实解决政府部门和国有大企业拖欠民营企业账款问题。 |
| 2019.03 | 国务院 | 2019 年《政府工作报告》 | 提出“对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠”的目标任务。 |
| 2019.05 | 国务院 | 《政府投资条例》 | 明确政府投资项目不得由施工单位垫资建设。 |
| 2019.10 | 国务院 | 《优化营商环境条例》 | 明确提出国家机关、事业单位不得违约拖欠市场主体的货物、工程、服务等账款。 |
| 2019.12 | 国务院 | 《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》 | 针对民营企业应收账款回收难问题，提出完善清理拖欠账款长效机制，并要求建立拖欠账款问题约束惩戒机制。 |
| 2020.01 | 国务院 | 国务院常务会议 | 全国共梳理出政府部门和大型国有企业拖欠民营企业/中小企业逾期欠款 8900 多亿元，截至 2019 年底约 75% 已得到清偿。会议指出必须进一步压实责任，确保 2020 年底前无分歧欠款应清尽清。 |
| 2020.03 | 住建部 | 《关于印发房屋市政工程复工复产指南的通知》 | 严禁政府和国有投资工程以各种要求施工单位带资承包。建设单位应按照合同约定按时足额支付工程款，不得形成新的拖欠。 |

数据来源：国务院，住建部，东方证券研究所

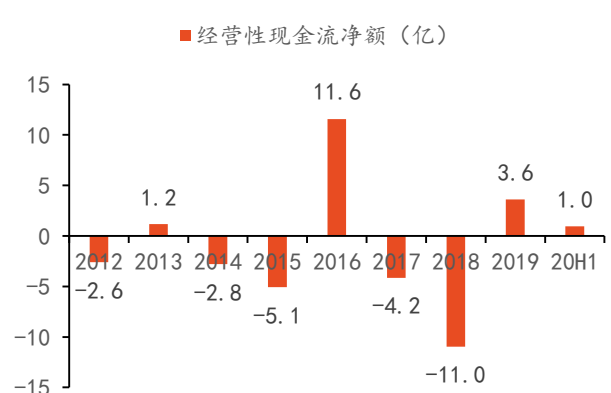
受益政策推进和传统项目施工结构优化，公司经营性现金流稳健向好。随着政策的推进，行业欠款问题得到有效改善，根据 20 年 1 月国务院常务会议，截至 2019 年底，全国共梳理出政府部门和大型国有企业拖欠民营企业、中小企业逾期欠款 8900 多亿元，其中约 75% 已得到清偿。随着公司传统项目施工结构优化，非房建/非民营占比提升，公司受益政策程度提高。由于公司 PPP 项目施工的经营性现金流在合并报表层面抵消，合并报表的收现比指标有所失真，因此我们观察母公司报表的收现比指标。在外部政策环境向好以及公司内部传统项目施工业务结构优化的情况下，20H1 母公司收现比达到 111%，较 2019 年继续提升 4pct，同时 20H1 公司经营性现金流净额达到 0.95 亿，在 2019 年实现转正的情况下继续向好。

图 17：2015-20H1 母公司收现比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：2012-20H1 公司经营性现金流净额（亿）



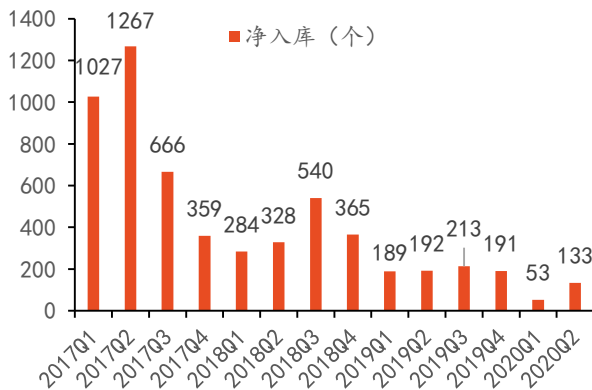
数据来源：Wind，东方证券研究所

三、PPP 有望进入投收平衡期，各板块稳健发展

3.1 PPP 拿单审时度势，22 年有望进入投收平衡期

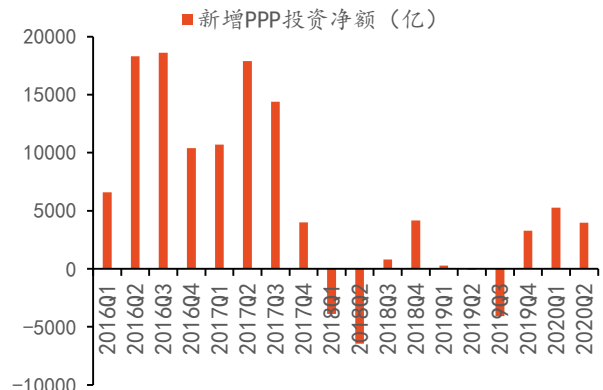
PPP 有望进入追求质量的稳健发展期。随着 2015 年 4 月《基础设施和公用事业特许经营管理办法》的发布，PPP 在 2015-2017 年快速发展。但随着 2017 年 11 月《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合平台项目库管理的通知》的发布，PPP 监管/融资趋严，PPP 迅速降温，19Q1-20Q2，平均单季度 PPP 净入库项目个数 162 个，较 17Q1-17Q2 平均单季度入库数 1147 个下降 85.9%，同时 19Q1-20Q2 平均单季度新增 PPP 投资净额 1438 亿，较 16Q1-17Q2 平均单季度新增投资净额 13750 亿下降 89.5%。由于前期 PPP 的多项规则文件时间到期，目前 PPP 尚无明确的规章制度，后续新修订的《政府和社会资本合作模式操作指南》有望出台，稳定地方政府投资 PPP 的信心，同时也可以让地方政府注重 PPP 项目质量，推动 PPP 进入追求质量的稳健发展期。

图 19：2017Q1-2020Q2 PPP 项目净入库个数（个）



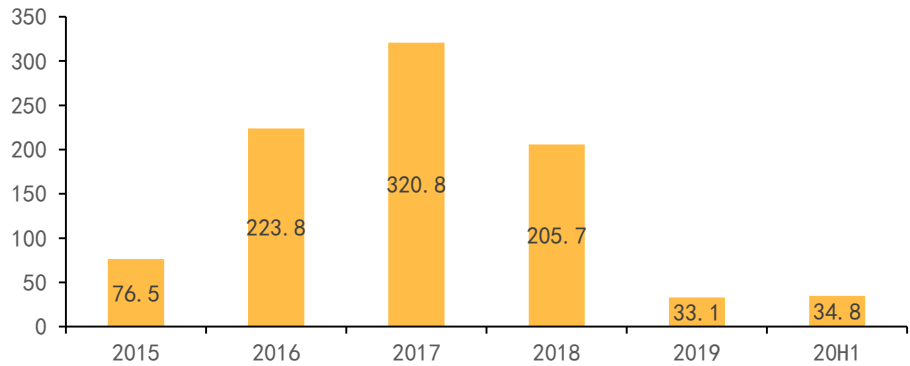
数据来源：财政部政府和社会资本合作中心，东方证券研究所

图 20：2016Q1-2020Q2 新增 PPP 投资净额（亿）



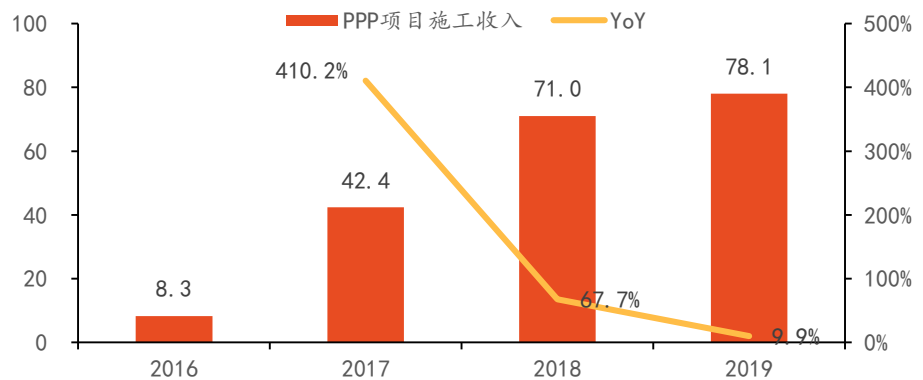
数据来源：Wind，东方证券研究所

公司 PPP 项目订单变动与全社会 PPP 项目变动趋势基本相符。15-17 年 PPP 处于快速发展期，根据财政部数据，PPP 总入库项目数从 2016 年 1 月 6997 个提升至 2017 年 12 月 14424 个。在此期间公司 PPP 业务拓展较快，15/16/17 年新接 PPP 订单 76.5/223.8/320.8 亿，占新接订单 31.3%/59.3%/64.8%。随着 PPP 从 17 年底开始降温，PPP 项目净入库数量从 17Q1-17Q2 平均单季度 1147 个，下降至 19Q1-20Q2 平均单季度 162 个，公司新接 PPP 订单量亦从 17 年 320.8 亿下降到 19 年的 33.1 亿，占整体订单比例从 17 年 64.8%下降至 16.2%。在 20H1 融资环境边际宽松的情况下，公司新接 PPP 订单有所回升，20H1 公司新接 PPP 订单 34.8 亿，已超过 19 年全年新接 PPP 订单量。

图 21：2015-20H1 公司新接 PPP 订单（亿）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

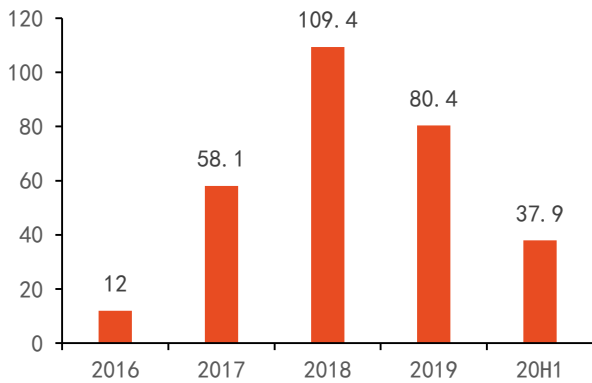
预计新接 PPP 项目订单维持在 60-80 亿，PPP 项目施工收入增速将逐步放缓。随着 PPP 逐渐进入追求质量的稳健发展期，预计公司新接订单规模将维持在 60-80 亿。此外，公司传统施工业务已能承接相当非房建项目，对非房建项目公司将从“重资产”的 PPP 接单模式向“轻资产”的传统接单模式转变，亦将导致 PPP 项目订单维持在适当水平。相应的，在 PPP 项目订单维持在适当水平下，公司 PPP 项目施工收入增速将逐步放缓。

图 22：2016-2019 年公司 PPP 项目施工收入（亿）


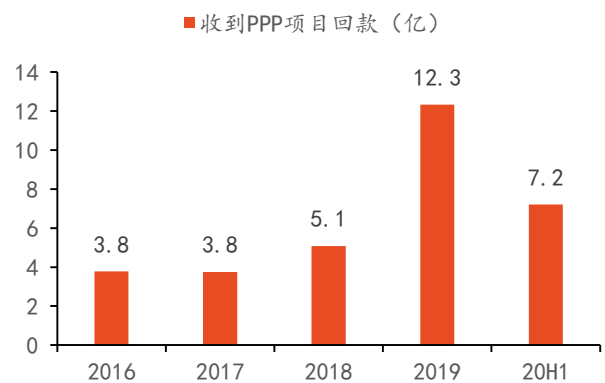
数据来源：Wind，东方证券研究所

预计 PPP 投资现金流 2022 年有望转正，PPP 项目有望进入投收平衡期。公司 PPP 投资形成长期应收款，从长期应收款增加额来看，2019 年为 80.4 亿，较 2018 年 109.4 亿有所下滑，且随着 PPP 进入稳健发展期，公司 PPP 投资较难再出现大幅增长，整体投资高峰已过。根据公司公告，PPP 项目前期准备/建设期分别约 0.5/3 年，随着公司 16-18 年在手项目的推进，预计公司 PPP 投资支出在 20/21 年仍有近 70 亿，22 年开始下降到 30 亿左右。PPP 建设完成后逐步进入投资回收期，根据公司公告，截至 20H1 公司进入和部分进入运营期的 PPP 项目有 19 个，较 19 年底增加 8 个，20H1 公司收到 PPP 回款 7.2 亿，YoY+93.6%。公司 16-18 年在手项目在 20-22 年建设完

成后将陆续进入回款期，预计 PPP 回款在 22 年有望超过 30 亿，届时 PPP 投资现金流有望转正。22 年开始公司回款可满足投资支出需求，PPP 项目有望进入投收平衡期。

图 23：2016-20H1 长期应收款增加额（亿）


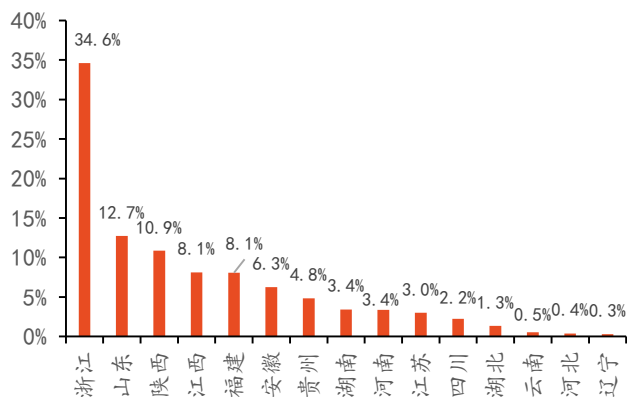
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：2016-20H1 公司收到 PPP 项目回款额（亿）


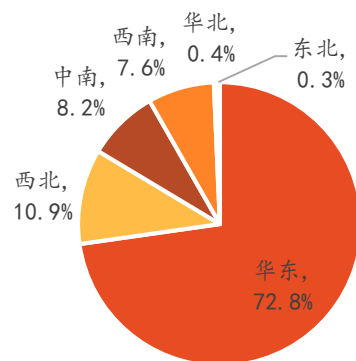
数据来源：公司年报，东方证券研究所

3.2 项目履约率高，PPP 投资业务稳健增长

PPP 项目集中于华东地区，项目落地有保障。根据公司年报，截至 19 年末公司累计中标 PPP 项目超 850 亿。公司聚焦重点市场区域，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。公司 PPP 项目在手订单主要集中在华东地区，占比 72.8%，其中浙江占比最高，达到 34.6%。华东地区整体经济实力较强，公司项目落地有保障。

图 25：2019 年末公司 PPP 在手订单分布省份（%）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

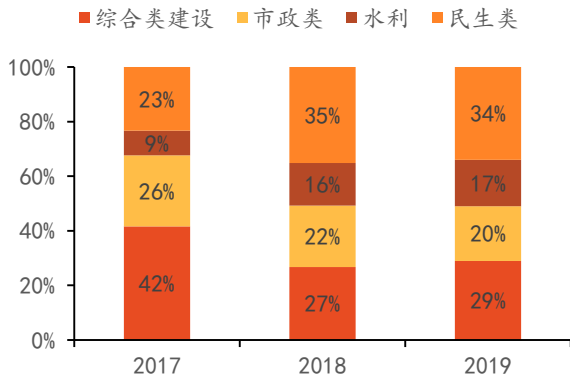
图 26：2019 年末公司 PPP 在手订单地区分布（%）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

民生类 PPP 项目占比提升，项目整体履约率情况向好。根据公司年报，公司 PPP 项目在手订单中，民生类项目占比从 2017 年 23% 提升至 2019 年 34%，2019 年民生类项目中教育/文体/旅游/

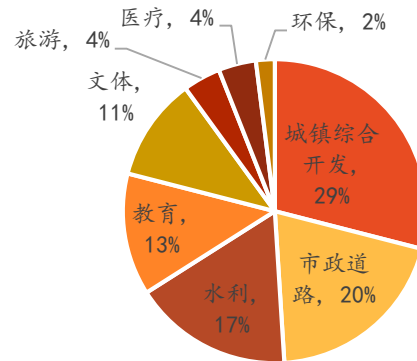
医疗/环保占比分别为 13%/11%/4%/4%/2%。由于民生类项目资金相对更有保障，履约率更高，回款更好，民生类项目占比提升带动整体履约率情况向好。

图 27：2017-2019 年公司 PPP 在手订单行业分布 (%)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

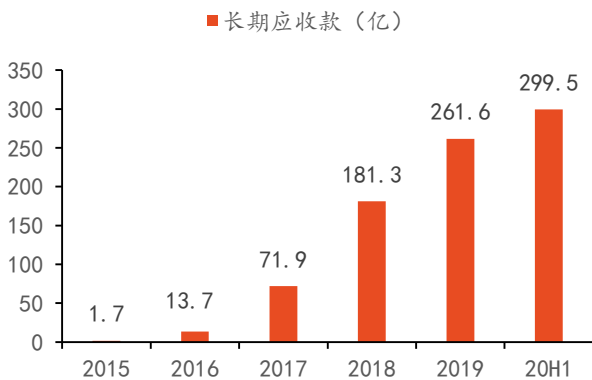
图 28：2019 年末公司 PPP 项目在手订单行业分布 (%)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

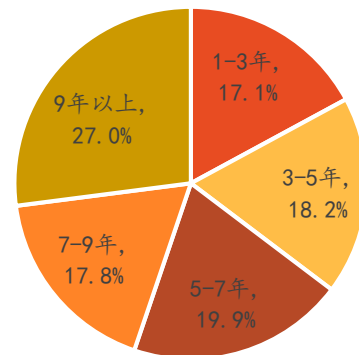
公司项目落地率/履约率高，长期应收款坏账风险较低。公司 PPP 投资形成长期应收款，截至 20H1，公司长期应收款达到 299.5 亿元。从账龄分布结构来看，各账龄区间占比较为均匀，2019 年公司长期应收款中，1-3 年/3-5 年/5-7 年/7-9 年/9 年以上占比分别为 17.1%/18.2%/19.9%/17.8%/27.0%。公司 5 年期以上长期应收款占比较高达 64.7%，但由于公司项目质量较好，履约率高，根据公司公告，截至 20H1 公司项目融资落地率超过 85%，且政府方的支付义务纳入政府中长期预算并经人大审议通过，整体回款风险较小，公司长期应收款产生坏账的风险较低。

图 29：2015-20H1 公司长期应收款 (亿)



数据来源：Wind，东方证券研究所

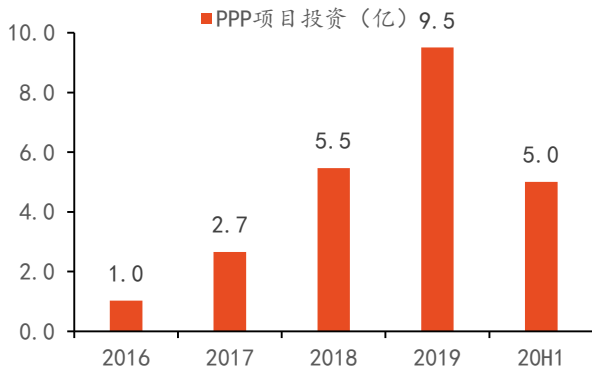
图 30：2019 年公司长期应收款账龄结构 (%)



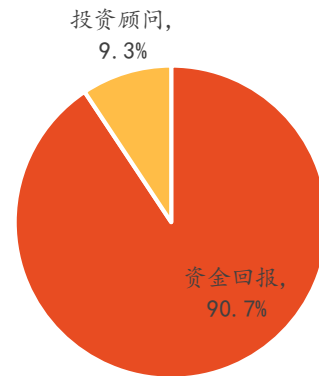
数据来源：公司公告，东方证券研究所

项目陆续进入运营期，PPP 项目投资收入稳健增长。根据公司公告，公司 PPP 项目投资分为资金回报收入和投资顾问收入，2019 年分别实现收入 8.6/0.89 亿，占比 90.7%/9.3%。其中资金回报

收入是指政府方通过约定的回报方式给社会资本投资的资金合理回报，一般以基准利率为基数上浮一定比例作为未来的回报条件。投资顾问收入是指公司作为联合体施工企业的投资顾问，根据投资顾问协议约定向联合体单位收取投资顾问费的方式获得 PPP 项目投资收益。根据公司公告，20H1 公司大部分项目尚在建设期，进入和部分进入运营期的 PPP 项目只有 19 个。随着公司进入运营期的项目陆续增加，PPP 项目投资收入将保持稳健增长。

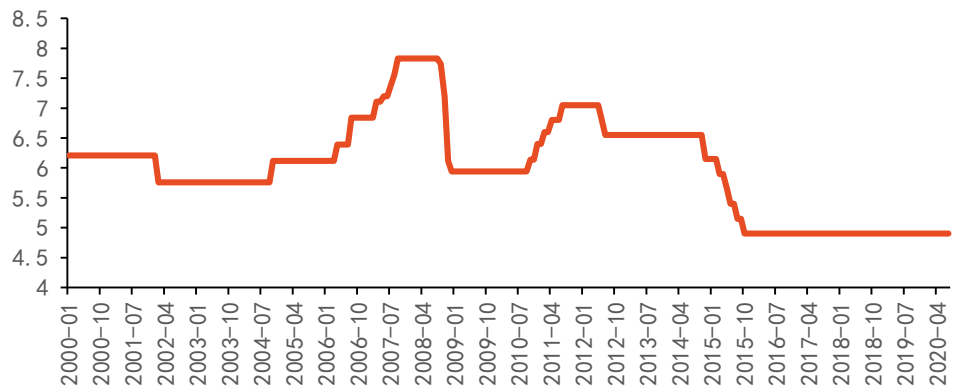
图 31: 2016-20H1 公司 PPP 项目投资收入 (亿)


数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 32: 2019 年公司 PPP 投资项目收入构成 (%)


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

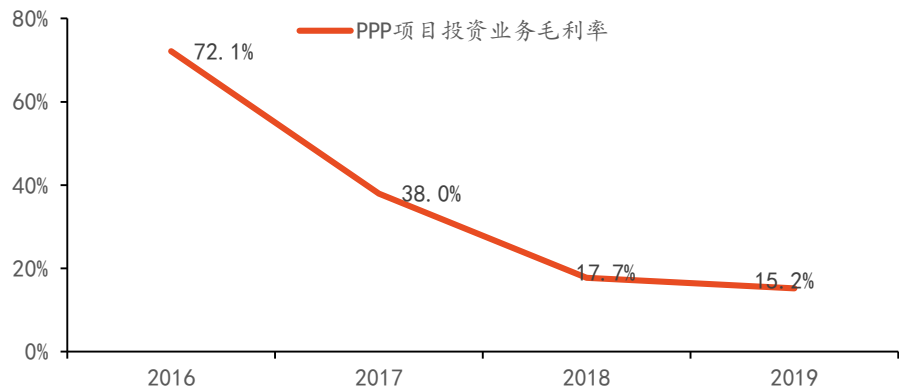
在目前贷款基准利率 4.9% 的情况下，预计资金回报业务毛利率在 15% 左右。PPP 项目投资业务中资金回报收入为政府方支付给公司的合理资金回报，成本为公司资金的借款成本，（两者息差*投资额）为 PPP 项目投资毛利。根据公司公告，公司澧县城区路网建设工程（一期）PPP 项目，建设工程费用及其他费投资回报率以中国人民银行 5 年期以上贷款基准利率上浮固定比例，并随基准利率浮动。根据中国人民银行，20 年 7 月，5 年期以上贷款基准利率为 4.9%，根据公司公告，公司上浮比例通常在 0.8-1.0pct，因此我们推算在目前贷款基准利率 4.9% 的情况下，公司资金回报收入的毛利率范围在 14.0%-16.9%（ $14.0\% = 0.8 / (4.9\% + 0.8\%)$ ； $16.9\% = 0.1 / (4.9\% + 1.0\%)$ ）。

图 33: 5 年期以上贷款利率 (%)


数据来源: Wind, 东方证券研究所

随着资金回报占 PPP 项目投资收入比例提升，预计 PPP 项目投资收入毛利率趋稳于 15%。根据公司公告，截至 2019 年末，PPP 项目投资业务收入中资金回报占比约 90%。随着公司在手 PPP 项目逐渐进入运营期，资金回报占比有望提升，我们估计 PPP 项目投资业务毛利率将趋稳在 15% 左右。公司 16/17 年 PPP 项目投资毛利率较高，主要由于前期使用自有资金，该阶段无资金成本。

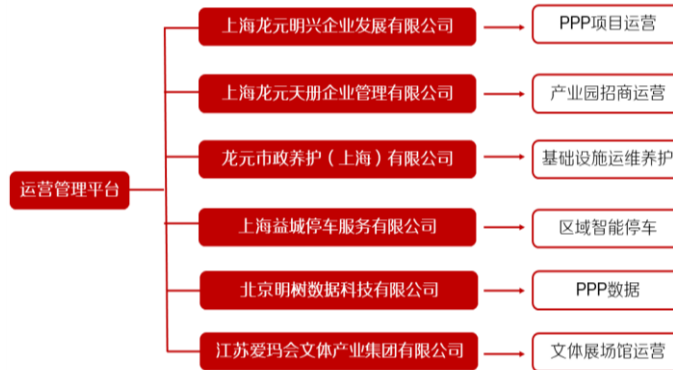
图 34：2016-2019 年 PPP 项目投资业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.3 聚焦环保/医疗领域，向城市综合运营商转型

聚焦绿色环保/医疗养老类运营领域，向城市综合运营商转型。自布局 PPP 业务以来，公司完成由传统建筑施工向投资建设运营的转型升级，为深度开辟公司长远发展路径，打开轻资产业务空间，公司一直重视项目的运营。目前公司运营类子公司包括以基础设施运维养护为主业的龙元养护、以产业园招商运营为主业的龙元天册、以区域智能停车为主业的益城停车、以 PPP 数据为主业的明树数据等。2019 年 11 月，公司设立专注于 PPP 项目的运营管理公司龙元明兴，为公司实现 PPP 项目全生命周期管控提供支撑。公司整合各方运营资源，基于自身项目需求，拓展 PPP 项目后期运营市场，随着 PPP 业务的发展，公司将聚焦绿色环保、医疗养老等民生类强运营领域，推动公司 PPP 业务板块向城市综合运营商转型。

图 35：公司运营管理平台


数据来源：公司官网，东方证券研究所

发挥自身项目资源优势，积极布局绿色环保领域。截止 2019 年末，公司在手实施的绿色环保类基础设施项目近 110 亿元，后期运营市场较大，项目覆盖流域治理、河道整治、生态修复、城市和农村污水治理等领域。2020 年 7 月，国家绿色发展基金股份有限公司在上海正式揭牌运营，基金首期规模达 885 亿元人民币，共有 26 家股东单位，而公司作为 26 家发起人中的唯一民企参与入股。该基金由财政部委托上海市政府进行管理，采取公司制形式，将重点投资污染治理、生态修复和国土空间绿化、能源资源节约利用、绿色交通和清洁能源等领域。公司将发挥自身项目资源优势，协同国家绿色发展基金，重点布局绿色环保运营板块。

表 2：公司在手的绿色环保类基础设施项目

| 中标公告日期 | 项目名称 | 金额（亿） | 建设期 | 运营期 |
|------------|---------------------------|---------------|-----|------|
| 2016.11.18 | 温州市温瑞平原西片排涝工程 PPP 项目 | 18.52 | 5 年 | 10 年 |
| 2017.05.18 | 天柱县鉴江小流域综合治理 PPP 项目 | 14.91 | 2 年 | 11 年 |
| 2017.11.13 | 漯河总干渠东部新城段水利综合治理工程 PPP 项目 | 22.95 | 3 年 | 12 年 |
| 2018.06.21 | 西安市高陵区泾河风光带（一期）PPP 项目 | 12.78 | 3 年 | 17 年 |
| 2018.09.28 | 西安市灞桥区农村生活污水治理工程 PPP 项目 | 6.16 | 4 年 | 26 年 |
| 2018.10.29 | 天柱县特色乡村旅游基础设施及环境改善 PPP 项目 | 9.87 | 3 年 | 15 年 |
| 2018.11.01 | 蒲江县域污水处理厂及配套管网建设工程 PPP 项目 | 8.7 | 3 年 | 17 年 |
| 2019.11.01 | 宁波杭州湾新区新建污水厂工程（一期）PPP 项目 | 6.57 | 2 年 | 20 年 |
| 2019.11.05 | 连江县城内河水环境综合整治工程 PPP 项目 | 7.88 | 2 年 | 13 年 |
| | 合计 | 108.34 | | |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

强强联合，布局医疗养老蓝海市场。根据公司公告，截至 2019 年末，公司在手订单中有 6 个医疗类项目，项目总投资金额达 31.6 亿。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，公司与多家医疗行业龙头企业强强联合，协同开拓医疗养老市场。2019 年 11 月，公司与卫宁健康科技股份有限公司签署战略合作协议，在医疗卫生信息化、医院 PPP 项目运营等领域展开合作。2020 年 4 月，公司公告拟与杭州树兰俊杰投资管理有限公司联合设立树兰龙元

医养产业基金，基金规模为人民币 20 亿元，其中公司以自有资金出资不少于 4.995 亿元，占基金总规模的 24.98%。

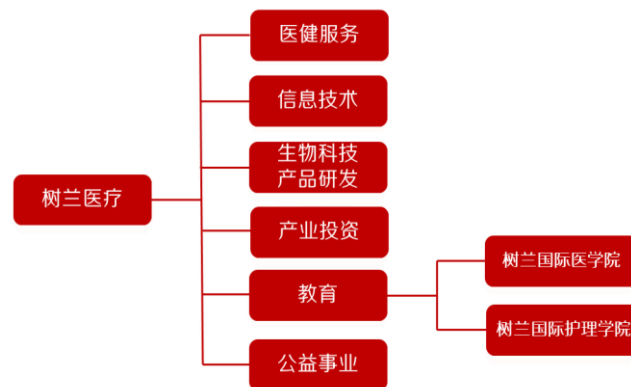
表 3：2019 年末公司在手医疗类项目

| 中标公告日期 | 项目名称 | 金额（亿） | 建设期 | 运营期 |
|------------|---------------------------------|--------------|-------|------|
| 2017.08.08 | 湖州市南浔区菱湖人民医院异地新建 PPP 项目 | 3.01 | 30 个月 | 13 年 |
| 2017.08.15 | 缙云县养老院及配套工程、安置房及养老院片市政道路 PPP 项目 | 2.15 | 2 年 | 8 年 |
| 2018.05.15 | 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 | 3 年 | 12 年 |
| 2018.09.12 | 安徽省滁州市天长市中医院新区 PPP 项目 | 9.5 | 3 年 | 10 年 |
| 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 | 3 年 | 10 年 |
| 2019.12.02 | 杭湾健康服务中心项目（施工） | 4.28 | 720 日 | / |
| | 合计 | 31.60 | | |

数据来源：公司公告，东方证券研究所

依托树兰医疗品牌/资源优势，医养基金侧重发展护理培训机构及托管运营服务。根据公司公告，树兰医疗是一家由院士团队发起创办的新型国际化、高技术、研究型医疗集团，目前共有医疗健康服务、信息技术、生物科技产品研发、产业投资、教育、公益事业六大板块，其中，医疗板块涵盖 3 家自营医院及 10 余家管理输出医疗机构，在国内医疗行业占据重要地位。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。根据公司公告，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。

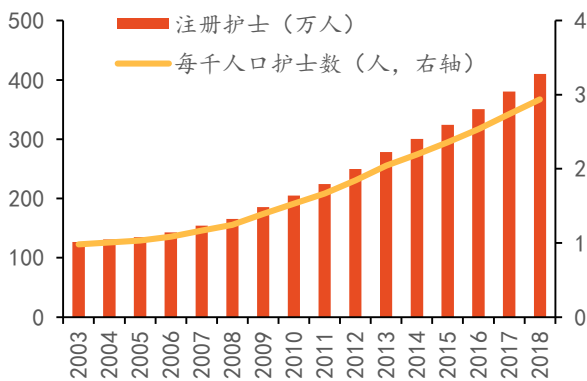
图 36：树兰医疗六大板块



数据来源：树兰医疗官网，东方证券研究所

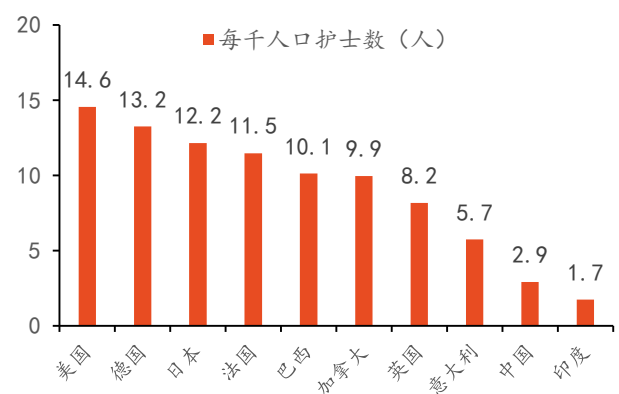
专业护理人员供给短缺，护理培训市场前景广阔。随着人口老龄化，我国专业护理人员供给面临严重短缺，以养老院护理人员为例，据 2020 年 3 月 9 日国务院联防联控机制新闻发布会，目前全国有 200 多万老人居住在约 4 万个养老院，而工作人员仅 37 万，其中真正的护理员仅 20 多万，平均一个护理员服务近 10 个老人。横向对比，我国每千人护士数也相对较低，根据国家卫计委，2018 年我国注册护士仅有 410 万，平均每千人拥有护士 2.9 人，远低于发达国家水平。在专业护理人员供给短缺的情况下，护理培训市场面临广阔的市场前景。

图 37：2003-2018 年我国注册护士人数（万人）



数据来源：国家卫计委，东方证券研究所

图 38：2018 年全球十大经济体每千人口护士数（人）



数据来源：WHO，东方证券研究所

四、钢结构业务优势明显，产能大幅扩张

钢结构施工效率更高，单平米用工工时可减少 42%。钢结构是指用型钢或钢板制成基本构件，根据使用要求，通过焊接或螺栓连接等方法，按照一定规律组成的承重构件。钢结构比传统现浇结构的施工效率更高，根据《中建钢构绿色建筑产品开发与实践》，装配式钢结构每平米用工工时约 6.58 小时，较传统结构每平米用工工时减少 42%。钢结构采用装配式施工，即主要构件在工厂预制后运到施工现场进行拼装。一般一个项目的各个部件可以同时加工生产，施工组织流程比传统现浇施工顺序的限制更少，且不受天气制约，能有效缩短工期。

表 4：装配式钢结构与传统现浇结构的施工效率对比

| 传统结构 | | 装配式钢结构 | |
|---------|--------------------|----------|--------------------|
| 专业 | 工时（人·小时） | 专业 | 工时（人·小时） |
| 土建 | 18560 | 土建、钢结构单位 | 17991 |
| 主体结构 | 18560 | 主体结构 | 17991 |
| 二次结构 | 6870 | AAC 墙板 | 4680 |
| 机电专业 | 1210 | 机电专业 | 1350 |
| 建筑面积 | 2353m ² | 建筑面积 | 3647m ² |
| 每平米用工工时 | 11.32 | 每平米用工工时 | 6.58 |

数据来源：《中建钢构绿色建筑产品开发与实践》，东方证券研究所

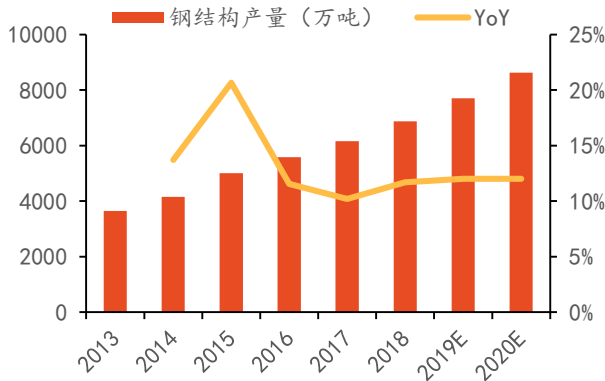
政策加码，钢结构成长空间打开。十三五以来，国家大力发展装配式建筑。2016 年国务院提出力争用 10 年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达 30%。2017 年，住建部进一步提出到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑比达 15%以上。作为装配式建筑三大结构体系之一，钢结构是发展重点。2019 年 3 月，住建部提出要大力发展钢结构装配式建筑，积极开展钢结构装配式住宅建设试点；同年 6 月，住建部又发布了《装配式钢结构住宅建筑技术标准》，规范装配式钢结构住宅建筑全寿命期的建筑设计、部品部（构）件生产、施工安装、质量验收、使用、维护与管理等。随着装配式钢结构住宅试点的开展和建筑技术标准的推出，钢结构有望加速推广应用，打开增长空间。

表 5：钢结构装配式建筑相关政策

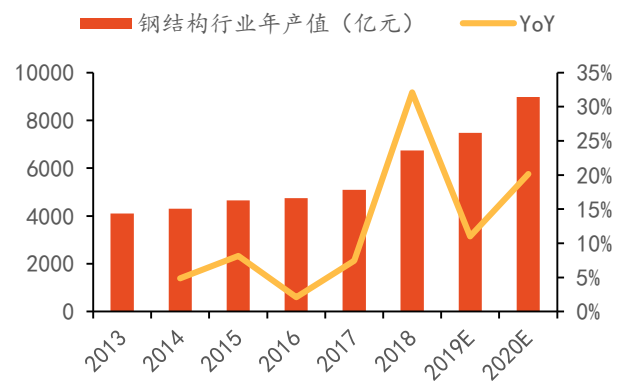
| 时间 | 出台部门 | 文件名称 | 主要内容 |
|---------|------|-------------------------------------|---|
| 2016.02 | 国务院 | 《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》 | 力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。 |
| 2016.09 | 国务院 | 《关于大力发展装配式建筑的指导意见》 | 以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。 |
| 2016.11 | 工信部 | 《钢铁工业调整升级规划（2016-2020）》 | 加快钢结构建筑推广应用，提出钢结构用钢量由目前的 5000 万吨增加到 1 亿吨以上。 |
| 2017.01 | 国务院 | 《十三五节能减排综合工作方案》 | 实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。 |
| 2017.01 | 住建部 | 《装配式钢结构建筑技术标准》 | 规范了装配式钢结构建筑的建设。 |
| 2017.05 | 住建部 | 《建筑业发展“十三五”规划》 | 到 2020 年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。建设装配式建筑产业基地，推动装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构发展。大力发展钢结构建筑，引导新建公共建筑优先采用钢结构，积极稳妥推广钢结构住宅。 |
| 2019.03 | 住建部 | 《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》 | 开展钢结构装配式住宅建设试点。 |
| 2019.06 | 住建部 | 《装配式钢结构住宅建筑技术标准》 | 规范装配式钢结构住宅建筑全寿命期的建筑设计、部品部（构）件生产、施工安装、质量验收、使用、维护与管理等。 |

数据来源：住建部，工信部，东方证券研究所

预计 2025 年钢结构总产量 1.5 亿吨，CAGR+12%。钢结构行业不断发展，钢结构产量从 13 年的 3650 万吨增长至 18 年的 6874 万吨，CAGR+13.5%，行业总产值从 13 年的 4100 亿元增长至 18 年的 6736 亿元，CAGR+10.4%。根据工信部出台的《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》，预计 2020 年国内粗钢产量将下降至 7.5-8 亿吨，因此我们假设未来 5-10 年粗钢产量稳定在 7.5 亿吨左右。2018 年中国钢结构协会提出，将利用 5 到 10 年时间使我国钢结构用量占钢产量比例接近 20%，即钢结构产量增长至 1.5 亿吨，中性情况下，2018-2025 年 CAGR+12%。

图 39：2013-2020E 钢结构产量（万吨）


数据来源：中国建筑金属结构协会，工信部，东方证券研究所

图 40：2013-2020E 钢结构年产值（亿元）


数据来源：中国建筑金属结构协会，工信部，东方证券研究所

公司是总包厂商，涵盖装配式全产业链环节，话语权较高。相较目前大多数钢结构装配式厂商均为单一板块分包商，公司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，具备总承包资质和能力。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全产业链环节。公司从设计源头切入钢结构，在总包模式下，公司可对整体结构/部品部件/装修等进行选择，整体话语权提升。

图 41：公司涵盖装配式全产业链环节


数据来源：龙元明筑公众号，东方证券研究所

在钢结构业务上公司具有技术储备优势，综合成本达到与 PC 持平。在总包模式下，公司对“设计——制造——安装”各环节进行统一管理和规划，将设计和施工融合，减少各阶段时间空档，合理安排各工序，提高整体项目经济性，缩短用工时间，节约投资成本。公司与上海建科院、同济建筑设计院联合研发 S-SYSTEM 高性能钢结构全装配住宅产品 2.5 体系，最高装配率可达到 95%，显著高于国内 60% 的平均水平。此外，公司 S-SYSTEM 体系现场人工节约 60%，工期最多缩短 40%，综合成本达到与 PC 持平。

图 42: 公司 S-SYSTEM 优势



数据来源：龙元明筑公众号，东方证券研究所

产能加速布局，占据地利优势。根据中国钢结构协会，钢结构运输半径约 300km，因此钢结构公司占据有利地理位置后，易形成区域性龙头。根据公司 8 月 12 日公告，为推动公司钢结构装配式的业务发展，公司全资子公司龙元明筑科技有限责任公司拟与宣城市经济技术开发区管理委员会签订《投资协议-装配式建筑科技产业园项目》，在宣城经济技术开发区内投资建设装配式建筑科技产业园项目，包括装配式建筑主体钢结构设计、研发、生产制造、安装及服务；装配式内装部品部件、装配式外围护等建筑材料产品的设计、研发、生产、施工及服务。宣城钢结构产能投产后，公司将拥有上海/杭州/宣城 3 处钢结构基地，辐射长三角地区，占据地利优势。

图 43: 公司钢结构产能布局

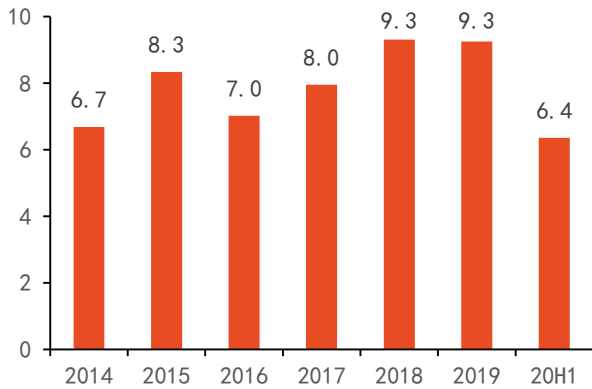


数据来源：百度地图，东方证券研究所

钢结构产能扩张约 30 万吨，公司构件自给率有望提高，装配式工程业务有望快速增长。2019 年公司装饰与钢结构收入 9.25 亿，由于公司装饰与钢结构收入中含有幕墙等其他业务收入，我们假设其中约 70% 的收入由钢结构构成（对应 6.5 亿），参照 2019 年鸿路钢构单吨钢结构收入 5655 元

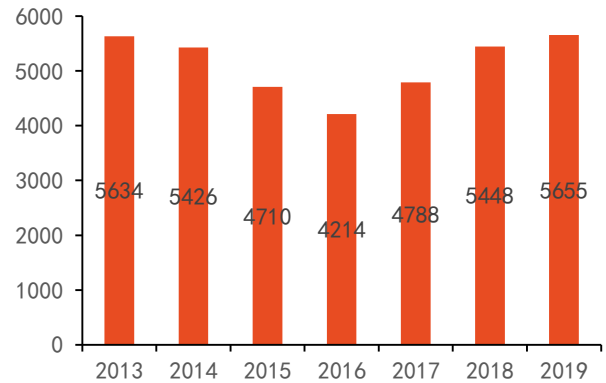
/吨，以及 78% 的产能利用率，推算 2019 年末公司钢结构产能约 15 万吨。根据公司公告，宣城项目总共投资 15 亿元，用于钢结构/部品部件/建筑材料产品等，其中钢结构新增产能约 30 万吨，预计 2021 年开始逐渐投产。目前钢结构多应用于公建项目，随着公司公建项目拿单能力提升，公司钢结构构件自给率相对不足，随着公司新增 30 万吨钢结构产能的逐步释放，公司构件自给率有望提升，装配式工程业务有望快速增长。

图 44：2014-20H1 公司装饰与钢结构收入（亿）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：2013-2019 年鸿路钢构单吨钢结构收入（元/吨）



数据来源：鸿路钢构年报，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

PPP 项目施工收入方面，预计 20-22 年新接订单 66.2/72.8/76.5 亿，YoY+100.0%/10.0%/5.0%，其中 20 年增速相对较快主要由于 19 年基数较低；预计 20-22 年订单转化率为 11.6%/12.5%/13.4%，订单转化率稳步提升主要由于公司新开工+在建项目逐渐增多。综上可以得到 20-22 年 PPP 项目施工收入为 84.3/89.4/94.1 亿，YoY+7.9%/6.1%/5.3%。

传统施工收入方面，预计 20-22 年新接订单 196.2/225.6/259.5 亿，YoY+15.0%/15.0%/15.0%，20 年增速提升主要由于公司传统项目施工在公建/政府类领域市场打开，同时在行业向头部集中的情况下，公司传统项目施工订单增速有所加快。预计 20-22 年订单转化率 29.0%/26.5%/25.0%，订单转化率逐渐降低，主要由于在手订单累计值不断增加。综合可以得到 20-22 年传统施工收入 120.2/137.7/160.4 亿，YoY+8.3%/14.6%/16.4%。

表 6：公司施工业务收入预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| PPP 项目施工 | | | | | |
| PPP 项目新接订单（亿） | 205.7 | 33.1 | 66.2 | 72.8 | 76.5 |
| YoY | -35.9% | -83.9% | 100.0% | 10.0% | 5.0% |
| PPP 项目施工收入（亿） | 71.0 | 78.1 | 84.3 | 89.4 | 94.1 |

| | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| YoY | 67.7% | 9.9% | 7.9% | 6.1% | 5.3% |
| 订单转化率 | 9.2% | 10.6% | 11.6% | 12.5% | 13.4% |
| 未完工订单（亿） | 705.2 | 660.2 | 642.1 | 625.6 | 608.0 |
| 传统施工 | | | | | |
| 传统施工新接订单（亿） | 165.8 | 170.6 | 196.2 | 225.6 | 259.5 |
| YoY | -5.0% | 2.9% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 传统施工收入（亿） | 111.9 | 110.9 | 120.2 | 137.7 | 160.4 |
| YoY | -6.9% | -0.8% | 8.3% | 14.6% | 16.4% |
| 订单转化率 | 41.4% | 33.7% | 29.0% | 26.5% | 25.0% |
| 未完工订单（亿） | 158.5 | 218.2 | 294.2 | 382.1 | 481.1 |

数据来源：公司年报，东方证券研究所

PPP 项目施工成本方面，预计 20-22 年 PPP 项目施工成本率为 88.0%/87.8%/87.8%，其中人工费率 31.5%/31.6%/31.7%，逐年提升主要由于人工工资逐年上涨；材料费率 36.7%/36.7%/36.7%，预计与 19 年持平；机械安装费率 2.3%/2.2%/2.2%，费率有所下降主要由于机械安装效率的提升；分包工程费率 15.3%/15.1%/15.0%，逐年下降主要由于公司精选 PPP 项目，议价力有所提升；其他直接费率预计与 19 年持平。

传统施工成本方面，预计 20-22 传统施工成本率为 91.6%/91.4%/91.3%，其中人工费率 32.7%/32.8%/32.9%，逐年提升主要由于人工工资逐年上涨；材料费率预计与 19 年持平；机械安装费率 2.4%/2.3%/2.2%，费率下降主要由于机械安装效率提升；分包工程费率 16.0%/15.8%/15.7%，逐年下降主要由于公司传统施工项目结构优化，议价力有所提升；其他直接费率预计与 19 年持平。

表 7：公司施工业务成本预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PPP 项目施工费率 | | | | | |
| 人工费率 | 30.8% | 31.4% | 31.5% | 31.6% | 31.7% |
| 材料费率 | 35.6% | 36.7% | 36.7% | 36.7% | 36.7% |
| 机械安装费率 | 1.7% | 2.4% | 2.3% | 2.2% | 2.2% |
| 分包工程费率 | 15.1% | 15.5% | 15.3% | 15.1% | 15.0% |
| 其他直接费率 | 3.0% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% |
| 成本率总计 | 86.3% | 88.2% | 88.0% | 87.8% | 87.8% |
| 毛利率 | 13.7% | 11.8% | 12.0% | 12.2% | 12.2% |
| 传统施工费率 | | | | | |
| 人工费率 | 33.8% | 32.6% | 32.7% | 32.8% | 32.9% |
| 材料费率 | 39.0% | 38.2% | 38.2% | 38.2% | 38.2% |
| 机械安装费率 | 1.8% | 2.5% | 2.4% | 2.3% | 2.2% |
| 分包工程费率 | 16.6% | 16.1% | 16.0% | 15.8% | 15.7% |
| 其他直接费率 | 3.3% | 2.3% | 2.3% | 2.3% | 2.3% |
| 成本率总计 | 94.5% | 91.7% | 91.6% | 91.4% | 91.3% |
| 毛利率 | 5.5% | 8.3% | 8.4% | 8.6% | 8.7% |

数据来源：公司年报，东方证券研究所

其他业务方面，预计 PPP 项目投资 20-22 年收入 12.2/14.9/18.2 亿，YoY +28.4%/22.3%/22.1%，收入增速较快主要由于公司 PPP 项目陆续进入回购期。预计装饰与钢结构 20-22 年收入 13.9/22.0/33.0 亿，YoY+50.8%/57.9%/50.0%，20 年收入快速增长主要由于公司加大在钢结构业务拓展力度，凭借钢结构总包商的优势实现快速增长，21/22 年增速较快主要由于我们预计公司钢结构产能在 21 年投产，并在 21/22 年逐渐释放产量。

盈利预测核心假设

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| PPP 项目施工 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 7,103.0 | 7,806.0 | 8,426.2 | 8,936.9 | 9,407.4 |
| 增长率 | | 9.9% | 7.9% | 6.1% | 5.3% |
| 毛利率 | 13.7% | 11.8% | 12.0% | 12.2% | 12.2% |
| 传统施工 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 11,185.2 | 11,093.1 | 12,016.1 | 13,774.9 | 16,038.0 |
| 增长率 | | -0.8% | 8.3% | 14.6% | 16.4% |
| 毛利率 | 5.5% | 8.3% | 8.4% | 8.6% | 8.7% |
| PPP 项目投资 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 546.5 | 950.9 | 1,221.2 | 1,493.5 | 1,823.0 |
| 增长率 | | 74.0% | 28.4% | 22.3% | 22.1% |
| 毛利率 | 17.7% | 15.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 装饰与钢结构 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 929.6 | 925.0 | 1,394.9 | 2,202.5 | 3,303.7 |
| 增长率 | | -0.5% | 50.8% | 57.9% | 50.0% |
| 毛利率 | 8.6% | 10.7% | 10.9% | 11.1% | 11.3% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 448.5 | 652.1 | 684.7 | 718.9 | 754.9 |
| 增长率 | | 45.4% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 33.0% | 15.8% | 15.8% | 15.8% | 15.8% |
| 合计 | 20,212.8 | 21,427.1 | 23,743.1 | 27,126.6 | 31,326.9 |
| 增长率 | | 6.0% | 10.8% | 14.3% | 15.5% |
| 综合毛利率 | 9.5% | 10.2% | 10.4% | 10.5% | 10.6% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们选用**相对估值法**。由于公司施工业务大多需要垫资，产生的应收账款和存货会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

可比公司 20 年平均 PE 为 14X。由于公司主营为土建施工，且涵盖 PPP 项目施工/投资/运营环节，因此我们选取主营为工程施工且包含 PPP 项目的粤水电/东珠生态/宏润建设/绿茵生态/岭南股份等 5 家公司作为可比公司，2020 年可比公司调整后平均 PE 为 14X。

表 8：可比公司估值表（截至 2020 年 9 月 4 日）

| 公司 | 代码 | 股价 | 市值 | 每股收益（元） | | | | 市盈率 | | | |
|--------------|-----------|-------|----|---------|------|------|------|--------------|-------|-------|-------|
| | | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E |
| 粤水电 | 002060.SZ | 3.26 | 39 | 0.19 | 0.25 | 0.31 | 0.36 | 8.74 | 13.04 | 10.52 | 9.06 |
| 东珠生态 | 603359.SH | 20.31 | 65 | 1.13 | 1.53 | 1.99 | 2.48 | 8.89 | 13.27 | 10.21 | 8.19 |
| 宏润建设 | 002062.SZ | 4.86 | 54 | 0.32 | 0.35 | 0.39 | 0.43 | 8.64 | 13.89 | 12.46 | 11.30 |
| 绿茵生态 | 002887.SZ | 13.96 | 44 | 1.00 | 0.87 | 1.09 | 1.33 | 7.60 | 16.05 | 12.81 | 10.50 |
| 岭南股份 | 002717.SZ | 4.21 | 64 | 0.21 | 0.23 | 0.28 | 0.35 | 22.05 | 18.30 | 15.04 | 12.03 |
| 调整后平均 | | | | | | | | 14.40 | | | |

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2020 年 9 月 4 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.73/0.85/0.99 元，CAGR+14.2%。公司传统项目施工有望加速增长，盈利能力和回款改善，PPP 项目有望在 22 年进入投收平衡期，装饰与钢结构业务有望快速增长。我们认可给予公司 2020 年 14XPE，对应目标价 10.22 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图 46：公司过去 5 年（2015/09/04-2020/09/04）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

订单转化不及预期。盈利预测中的收入/归母净利润受 PPP 项目施工/传统施工订单转化率的影响较大，我们综合历史以及公司整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单转化率不及预期。

表 9：公司 2020 年收入增速敏感性分析

| | | PPP 项目施工订单转化率 | | | | |
|-----|-----|---------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 9.60% | 10.60% | 11.60% | 12.60% | 13.60% |
| 传统项 | 25% | -4.0% | -0.5% | 3.1% | 6.6% | 10.1% |
| 目施工 | 27% | -0.1% | 3.4% | 6.9% | 10.5% | 14.0% |
| 订单转 | 29% | 3.7% | 7.3% | 10.8% | 14.3% | 17.9% |
| 化率 | 31% | 7.6% | 11.1% | 14.7% | 18.2% | 21.7% |
| | 33% | 11.5% | 15.0% | 18.5% | 22.1% | 25.6% |

数据来源：Wind，东方证券研究所

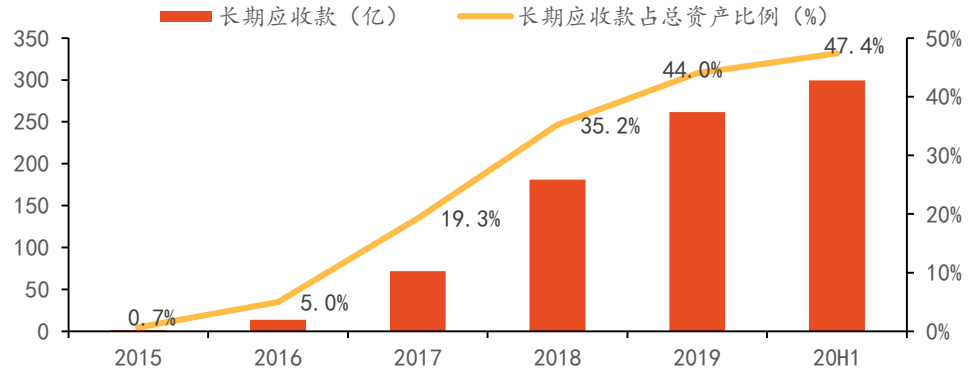
表 10：公司 2020 年归母净利润增速敏感性分析

| | | PPP 项目施工订单转化率 | | | | |
|-----|-----|---------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 9.60% | 10.60% | 11.60% | 12.60% | 13.60% |
| 传统项 | 25% | 5.6% | 6.5% | 7.5% | 9.0% | 10.4% |
| 目施工 | 27% | 6.8% | 7.8% | 8.8% | 10.3% | 11.7% |
| 订单转 | 29% | 8.0% | 9.0% | 10.1% | 11.6% | 13.0% |
| 化率 | 31% | 9.2% | 10.2% | 11.4% | 12.9% | 14.3% |
| | 33% | 10.4% | 11.4% | 12.7% | 14.1% | 15.6% |

数据来源：Wind，东方证券研究所

PPP 项目回款进度和金额不及预期风险：公司长期应收款占总资产比例较高，20H1 达到 47.4%。公司长期应收款账龄相对较长，其中 5 年期以上长期应收款占比较高达 64.7%，虽然公司项目质量较好，履约率高，但不排除存在地方政府因财政问题延迟付款风险，导致公司 PPP 项目回款进度和金额不及预期。此外，PPP 项目的回款受项目最终运营情况影响，也可能导致公司 PPP 项目回款进度不及预期。

图 47：2015-20H1 公司长期应收款及占总资产比例（亿，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

钢结构业务拓展不及预期：在国家政策的指导和鼓励下，装配式建筑逐渐成为未来趋势，公司趁势大幅增加钢结构产能发展装配式业务。但未来随着众多竞争者的加入，公司有可能将面对价格竞争，导致钢结构业务拓展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 4,186 | 3,786 | 3,561 | 4,975 | 4,972 | 营业收入 | 20,213 | 21,427 | 23,743 | 27,127 | 31,327 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 10,205 | 10,332 | 11,667 | 13,194 | 14,924 | 营业成本 | 18,302 | 19,236 | 21,276 | 24,265 | 28,013 |
| 预付账款 | 477 | 673 | 712 | 814 | 940 | 营业税金及附加 | 129 | 103 | 115 | 131 | 151 |
| 存货 | 13,383 | 13,665 | 15,106 | 17,228 | 19,889 | 营业费用 | 5 | 9 | 10 | 12 | 14 |
| 其他 | 3,174 | 2,869 | 3,149 | 3,616 | 4,033 | 管理费用及研发费用 | 389 | 472 | 545 | 654 | 794 |
| 流动资产合计 | 31,424 | 31,325 | 34,196 | 39,827 | 44,758 | 财务费用 | 65 | 66 | 53 | 14 | (7) |
| 长期股权投资 | 690 | 710 | 710 | 710 | 710 | 资产、信用减值损失 | 99 | 128 | 148 | 181 | 184 |
| 固定资产 | 533 | 526 | 871 | 1,475 | 1,734 | 公允价值变动收益 | 0 | 35 | 20 | 10 | 10 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 投资净收益 | 36 | 29 | 10 | 10 | 10 |
| 无形资产 | 85 | 87 | 83 | 79 | 76 | 其他 | 4 | 11 | 10 | 12 | 13 |
| 其他 | 18,753 | 26,798 | 27,662 | 27,812 | 27,434 | 营业利润 | 1,265 | 1,486 | 1,636 | 1,900 | 2,210 |
| 非流动资产合计 | 20,060 | 28,120 | 29,326 | 30,076 | 29,956 | 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 资产总计 | 51,484 | 59,445 | 63,522 | 69,903 | 74,714 | 营业外支出 | 4 | 10 | 10 | 12 | 12 |
| 短期借款 | 3,112 | 3,985 | 1,556 | 600 | 700 | 利润总额 | 1,262 | 1,478 | 1,628 | 1,890 | 2,201 |
| 应付票据及应付账款 | 17,376 | 17,767 | 19,574 | 22,567 | 26,332 | 所得税 | 319 | 445 | 490 | 569 | 662 |
| 其他 | 11,902 | 12,935 | 13,261 | 13,837 | 14,557 | 净利润 | 943 | 1,033 | 1,138 | 1,321 | 1,539 |
| 流动负债合计 | 32,389 | 34,687 | 34,390 | 37,003 | 41,589 | 少数股东损益 | 21 | 13 | 14 | 16 | 19 |
| 长期借款 | 8,336 | 12,959 | 16,279 | 18,839 | 17,659 | 归属于母公司净利润 | 922 | 1,021 | 1,124 | 1,305 | 1,520 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.60 | 0.67 | 0.73 | 0.85 | 0.99 |
| 其他 | 103 | 77 | 90 | 100 | 110 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 8,439 | 13,036 | 16,369 | 18,939 | 17,769 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 40,829 | 47,723 | 50,759 | 55,942 | 59,358 | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 960 | 1,092 | 1,106 | 1,122 | 1,140 | 成长能力 | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 1,530 | 1,530 | 1,530 | 1,530 | 1,530 | 营业收入 | 13.1% | 6.0% | 10.8% | 14.3% | 15.5% |
| 资本公积 | 4,051 | 4,047 | 4,047 | 4,047 | 4,047 | 营业利润 | 49.8% | 17.5% | 10.1% | 16.2% | 16.3% |
| 留存收益 | 3,757 | 4,686 | 5,700 | 6,882 | 8,258 | 归属于母公司净利润 | 52.0% | 10.7% | 10.1% | 16.1% | 16.5% |
| 其他 | 358 | 367 | 380 | 380 | 380 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 10,656 | 11,723 | 12,763 | 13,961 | 15,356 | 毛利率 | 9.5% | 10.2% | 10.4% | 10.5% | 10.6% |
| 负债和股东权益总计 | 51,484 | 59,445 | 63,522 | 69,903 | 74,714 | 净利率 | 4.6% | 4.8% | 4.7% | 4.8% | 4.9% |
| | | | | | | ROE | 11.8% | 10.0% | 10.1% | 10.7% | 11.2% |
| | | | | | | ROIC | 5.5% | 4.1% | 3.8% | 4.0% | 4.4% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 资产负债率 | 79.3% | 80.3% | 79.9% | 80.0% | 79.4% |
| 净利润 | 943 | 1,033 | 1,138 | 1,321 | 1,539 | 净负债率 | 73.1% | 125.1% | 124.4% | 115.8% | 98.9% |
| 折旧摊销 | 35 | 32 | 62 | 106 | 149 | 流动比率 | 0.97 | 0.90 | 0.99 | 1.08 | 1.08 |
| 财务费用 | 65 | 66 | 53 | 14 | (7) | 速动比率 | 0.56 | 0.51 | 0.56 | 0.61 | 0.60 |
| 投资损失 | (36) | (29) | (10) | (10) | (10) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | 3,802 | 853 | (1,138) | (883) | (684) | 应收账款周转率 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| 其它 | (5,907) | (1,593) | 141 | 171 | 174 | 存货周转率 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 经营活动现金流 | (1,098) | 362 | 246 | 720 | 1,161 | 总资产周转率 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 资本支出 | (30) | (29) | (401) | (702) | (402) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 7 | 62 | (10) | (10) | (20) | 每股收益 | 0.60 | 0.67 | 0.73 | 0.85 | 0.99 |
| 其他 | (4,377) | (6,632) | (901) | (174) | 363 | 每股经营现金流 | -0.72 | 0.24 | 0.16 | 0.47 | 0.76 |
| 投资活动现金流 | (4,400) | (6,599) | (1,312) | (886) | (59) | 每股净资产 | 6.34 | 6.95 | 7.62 | 8.39 | 9.29 |
| 债权融资 | 4,469 | 5,561 | 3,434 | 2,673 | (1,068) | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 2,840 | (4) | 0 | 0 | 0 | 市盈率 | 15.2 | 13.7 | 12.5 | 10.7 | 9.2 |
| 其他 | 390 | (40) | (2,592) | (1,094) | (37) | 市净率 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 筹资活动现金流 | 7,699 | 5,517 | 842 | 1,579 | (1,105) | EV/EBITDA | 22.5 | 19.4 | 17.6 | 15.2 | 13.1 |
| 汇率变动影响 | 1 | (0) | -0 | -0 | -0 | EV/EBIT | 23.1 | 19.8 | 18.2 | 16.1 | 14.0 |
| 现金净增加额 | 2,202 | (720) | (225) | 1,413 | (3) | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

