

龙元建设 (600491)

强烈推荐

行业：房屋建设

PPP 促业绩高增，未来发展可期

事件：公司公布 2017 年半年度报告，上半年实现营业收入 82.53 亿元，同比增长 13.88%；实现归母净利润 2.32 亿元，同比增长 77.85%；基本每股收益 0.18 元，同比增长 77.87%。

投资要点：

✧ **PPP 项目落地促进业绩高速增长。**2017 上半年公司实现营收、归母净利润 82.53、2.32 亿元，同比增长 13.88%、77.85%，业绩高速增长主要源于 PPP 项目落地大幅提升公司盈利能力。分业务来看，土建施工、装饰与钢结构分别实现收入 76.89、4.14 亿元，同比增长 14.37%、6.70%。土建施工业务中，PPP 及 BT 项目施工实现收入 16.15 亿元，同比增长 376%，占土建施工的比例由去年同期的 5.05%提升至 21.02%。可见，公司以 PPP 为业务重点的战略转型升级已初见成效，未来 PPP 有望成为驱动公司业绩增长的核心动力。

✧ **净利率有所上升，经营性现金流转正。**2017 上半年公司综合毛利率为 7.80%，与去年同期持平。营业税金及附加费率为 0.46%，较去年同期下降 1.52pct。期间费用率为 3.06%，较去年同期上升 0.61pct。叠加以上因素综合影响，公司上半年净利率提升至 2.74%，较去年同期上升 0.95pct。此外，上半年公司经营性净现金流大幅改善，从去年同期的-6.35 亿元上升至 2.58 亿元，实现由负转正，主要系 PPP 项目对公司现金流有积极贡献。

✧ **订单充沛促业绩增长，员工持股计划与非公开发行保驾护航。**2016 年至今，公司累计获得重大订单 547.39 亿元，是 2016 年营收的 3.75 倍，其中 PPP 订单为 315.94 亿元，占比达 57.72%，订单储备充沛为业绩高速增长提供保障。公司拟推出规模为 2.56 亿元的第一期员工持股计划，员工持股计划实施有利于深度绑定员工利益，调动员工工作积极性，促进公司业绩释放。公司拟通过非公开发行股票募集总额不超过 28.67 亿元的资金，为 PPP 项目落地提供保障。

✧ **给予“强烈推荐”评级。**预计公司 17~19 年归母净利润为 187.05/225.27/269.82 亿元，对应 EPS 为 0.42、0.53、0.65，对应 PE 分别为 24、19、15 倍。给予公司未来 6-12 个月 30 倍 PE，对应目标价 12.60 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

✧ **风险提示：**PPP 项目执行不达预期，应收账款无法收回风险。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	14588	18705	22527	26982
收入同比(%)	-9%	28%	20%	20%
归属母公司净利润	348	527	675	815
净利润同比(%)	70%	51%	28%	21%
毛利率(%)	8.5%	8.8%	9.3%	9.6%
ROE(%)	6.6%	9.2%	10.6%	11.5%
每股收益(元)	0.28	0.42	0.53	0.65
P/E	36.95	24.42	19.07	15.79
P/B	2.44	2.24	2.02	1.81
EV/EBITDA	21	14	10	8

资料来源：中国中投证券财富研究部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：伊真真

S0960117010022

0755-88320893

yizhenzhen@china-invs.cn

6-12个月目标价：12.60

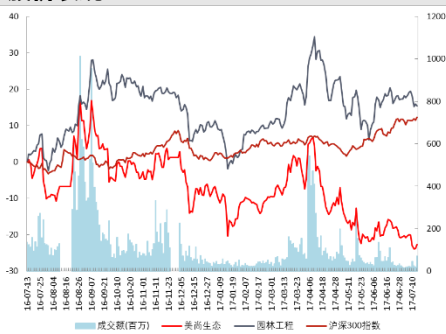
当前股价：10.20

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	1,262
流通股本(百万股)	948
总市值(亿元)	129
流通市值(亿元)	97
成交量(百万股)	6.58
成交额(百万元)	67.16

股价表现



相关报告

1. PPP 项目落地促进业绩高速增长

2017 上半年公司实现营业收入 82.53 亿元，同比增长 13.88%；实现归母净利润 2.32 亿元，同比增长 77.85%。业绩高速增长主要源于当期大量 PPP 项目进入施工阶段，而 PPP 项目的毛利率高于传统施工项目，大幅提升了公司盈利能力。分季度来看，2017 年 Q1、Q2 公司分别实现营业收入 39.66、42.87 亿元，同比增长-2.88%、35.52%；分别实现归母净利润 1.19、1.13 亿元，同比增长 73.49%、82.71%，Q2 公司营业收入与业绩都呈现加速增长态势。

图 1 2012H1-2017H1 公司营业收入情况

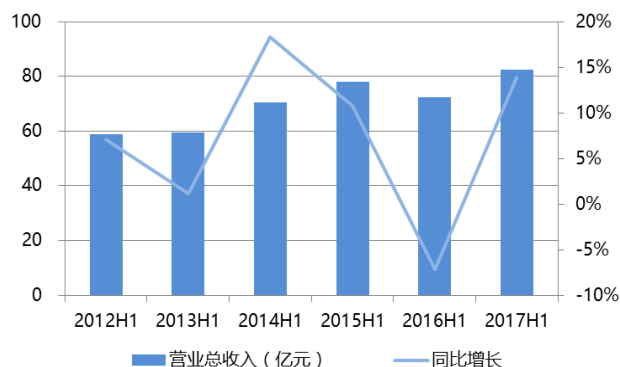
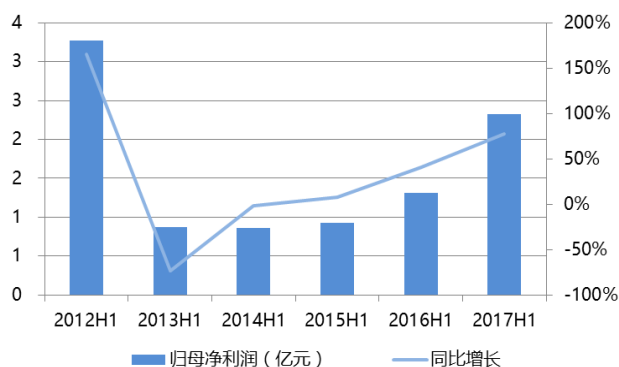


图 2 2012H1-2017H1 公司归母净利润情况



资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

分业务来看，公司上半年土建施工业务实现收入 76.89 亿元，同比增长 14.37%，业务占比为 93.79%，比去年同期下降 1.02pct。装饰与钢结构业务实现收入 4.14 亿元，同比增长 6.70%，业务占比为 5.05%，比去年同期下降 0.30pct。土建施工业务中，PPP 及 BT 项目施工实现收入 16.15 亿元，同比增长 376%，占土建施工的比例由去年同期的 5.05%提升至 21.02%。可见，公司以 PPP 为业务重点的战略转型升级已初见成效，未来 PPP 业务有望成为驱动公司业绩增长的核心动力。

图 3 2013H1-2017H1 营业收入分布情况 (亿元)

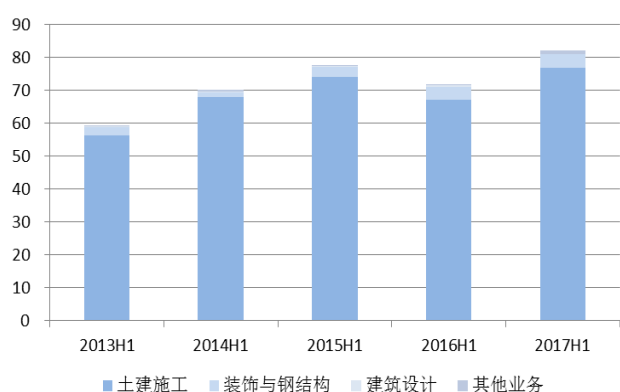
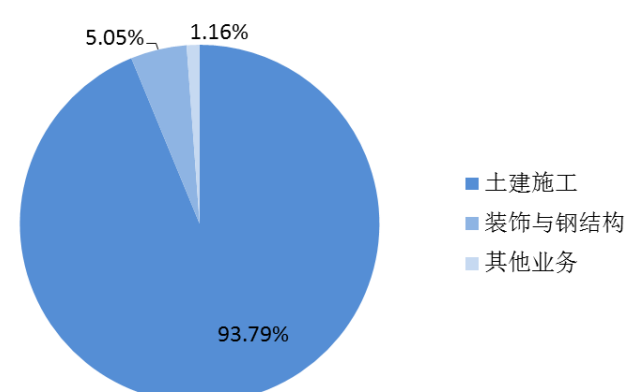


图 4 2017H1 营业收入业务分布情况



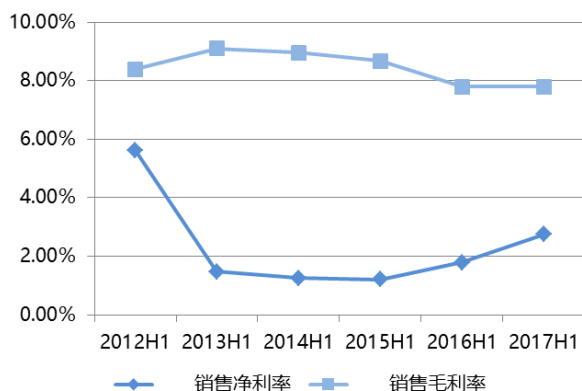
资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

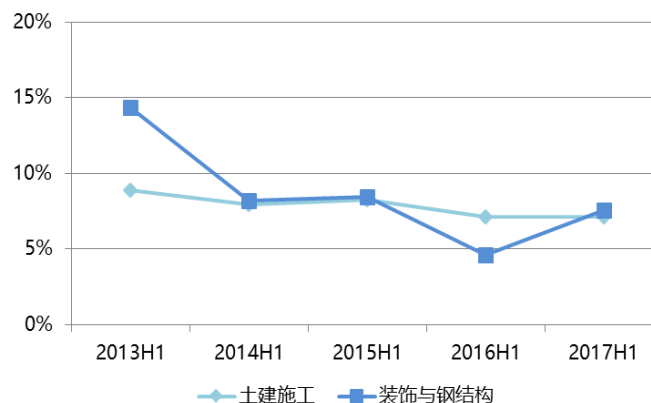
2. 费用率下降导致净利率有所上升

2017 上半年公司综合毛利率为 7.80%，与去年同期持平。分业务来看，土建施工

业务毛利率为 7.13%，比去年同期提升 0.02pct；装饰与钢结构业务毛利率为 7.57%，比去年同期提升 2.99pct。土建施工业务中，PPP 及 BT 项目施工毛利率为 13.01%，传统土建施工毛利率为 5.57%。PPP 业务毛利率高于传统建筑施工业务，未来随着 PPP 项目持续落地，公司业务结构将更加优化，PPP 业务占比提升将显著提升公司盈利能力。

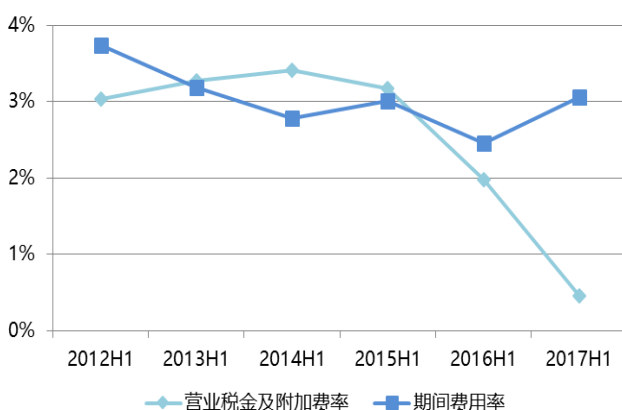
图 5 2012H1-2017H1 公司毛利率与净利率情况


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

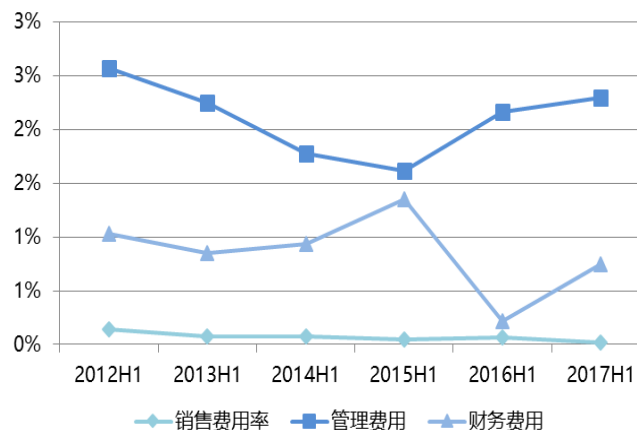
图 6 2013H1-2017H1 公司各业务毛利率情况


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

2017 上半年公司营业税金及附加费率为 0.46%，较去年同期下降 1.52pct，主要系建筑行业“营改增”后核算方式发生变化所致。上半年公司期间费用率为 3.06%，较去年同期上升 0.61pct。分项来看，财务费用率为 0.75%，较去年同期增长 0.53pct，主要是上年同期受汇率变动影响较大；公司管理费用率为 2.29%，较去年同期上升 0.13pct，主要源于公司处于转型升级阶段，相应的费用增加；公司销售费用率为 0.02%，比上年同期下降 0.05pct，主要系子公司加强经营管理，相应费用减少。受以上因素综合影响，公司上半年净利率提升至 2.74%，较去年同期上升 0.95pct。

图 7 公司期间费用率与营业税金及附加费率情况


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

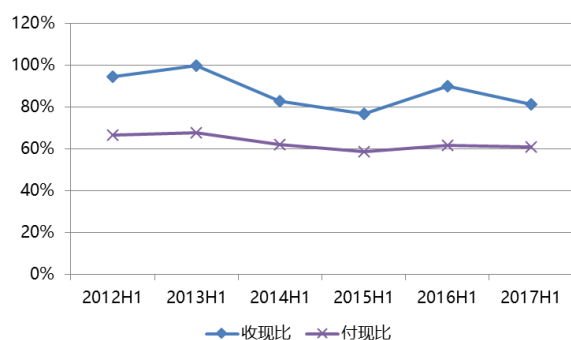
图 8 销售费用率、管理费用率和财务费用率情况


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

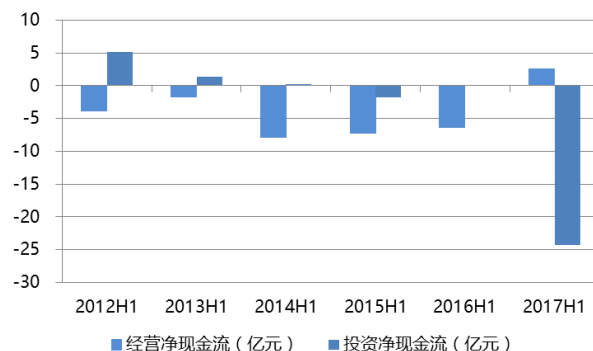
3. 经营性现金流大幅改善

2017 上半年公司经营性净现金流大幅改善，从去年同期的-6.35 亿元上升至 2.58 亿元，实现由负转正，主要系 PPP 项目对公司现金流有积极贡献。分季度来看，Q1、

Q2 经营现金流净额分别为-1.07、3.65 亿元，经营性现金流呈现逐步改善趋势。上半年公司投资净现金流为-24.29 亿元，同比下降 16457.18%，主要系报告期内公司对外投资增加所致。公司筹资性现金流量净额为 24.97 亿元，同比增长 138.80%，主要系报告期内公司 PPP 项目融资增加所致。

图 9 收现比和付现比变化情况


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

图 10 经营及投资现金流净额 (亿元)


资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

4. PPP 订单储备丰富，业绩高速增长可期

自 2014 年公司切入 PPP 业务领域以来，PPP 业务取得迅猛发展。2016 年至今公司累计获得重大订单 547.39 亿元，是 2016 年营业收入的 3.75 倍，其中 PPP 项目订单为 315.94 亿元，占比达 57.72%。2017 年公司业务拓展态势良好，累计获得重大订单 169.88 亿元，其中 PPP 订单为 92.10 亿元，占比达 54.21%，PPP 模式已经成为推动公司业务拓展的核心力量。公司 2017 年订单承接目标为 560 亿元，其中传统施工项目 160 亿元，PPP 项目 400 亿元。按照公司目前业务进展，公司全年将大概率完成该订单目标，为公司业绩持续高速增长提供保障。

5. 实施第一期员工持股计划，彰显公司长远发展信心

公司拟实施第一期员工持股计划，募集资金总额不超过 2.56 亿元，按照不超过 0.35:1 的比例设立优先级和一般级份额，激励员工不超过 230 人，其中董高管不超过 9 人。员工持股计划的实施一方面有利于完善公司激励体系，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力；另一方面有利于公司进一步完善公司治理结构，健全公司长期、有效的激励约束机制，为公司战略转型成功保驾护航，促进公司长期、稳定发展。

6. 非公开发行持续推进，为 PPP 落地实施提供保障

公司拟通过非公开发行股票募集总额不超过 28.67 的资金，用于渭南市临渭区 2016 年新建学校、宣城市阳德路道路建设工程、开化火车站站前片区基础设施配套工程及商州区高级中学建设等 PPP 项目的落地施工。目前公司已经完成了对证监会发出的二次审查意见书的回复，非公开发行处于持续推进的过程中。此次增发如若完成将会优化公司财务结构，提升公司盈利能力和抗风险能力，促进公司 PPP 项目的落地实施。本次非公开发行价为不低于 10.74 元/股，发行底价较市场现价倒挂，安全边际较高。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24692	30015	35636	42190
现金	2451	2500	2600	2700
应收账款	7578	8376	10094	12085
其它应收款	2104	3060	3676	4395
预付账款	446	528	641	770
存货	11953	15348	18380	21946
其他	159	204	246	294
非流动资产	2736	3214	3640	4123
长期投资	459	600	700	800
固定资产	546	493	441	388
无形资产	40	37	34	31
其他	1691	2084	2465	2903
资产总计	27427	33229	39277	46312
流动负债	20566	25881	31310	37604
短期借款	1784	4001	6607	9626
应付账款	9911	12790	15316	18288
其他	8870	9091	9386	9690
非流动负债	1370	1371	1371	1371
长期借款	1364	1364	1364	1364
其他	6	7	7	6
负债合计	21936	27253	32681	38975
少数股东权益	222	224	228	232
股本	1262	1262	1262	1262
资本公积	1478	1478	1478	1478
留存收益	2337	3012	3627	4365
归属母公司股东权益	5270	5753	6368	7106
负债和股东权益	27427	33229	39277	46312

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1157	-1663	-2046	-2299
净利润	350	530	679	819
折旧摊销	47	56	56	56
财务费用	89	179	303	446
投资损失	-6	-7	-8	-9
营运资金变动	440	-2687	-3412	-4019
其它	237	266	337	408
投资活动现金流	-1397	-154	-113	-111
资本支出	165	0	0	0
长期投资	427	160	120	120
其他	-804	6	7	8
筹资活动现金流	1464	1866	2258	2510
短期借款	-627	2216	2607	3018
长期借款	1261	0	0	0
普通股增加	315	0	0	0
资本公积增加	1047	0	0	0
其他	-530	-350	-348	-509
现金净增加额	1225	49	100	100

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019
营业收入	14588	18705	22527	26982
营业成本	13353	17053	20422	24384
营业税金及附加	149	187	225	270
营业费用	7	9	11	13
管理费用	289	374	451	540
财务费用	89	179	303	446
资产减值损失	207	158	160	174
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	7	8	9
营业利润	500	751	963	1165
营业外收入	7	8	9	10
营业外支出	2	2	3	4
利润总额	505	757	969	1171
所得税	155	227	291	351
净利润	350	530	679	819
少数股东损益	2	3	3	4
归属母公司净利润	348	527	675	815
EBITDA	636	986	1322	1666
EPS (元)	0.28	0.42	0.53	0.65

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019
成长能力				
营业收入	-9.0%	28.2%	20.4%	19.8%
营业利润	59.1%	50.2%	28.3%	20.9%
归属于母公司净利润	70.0%	51.3%	28.0%	20.8%
获利能力				
毛利率	8.5%	8.8%	9.3%	9.6%
净利率	2.4%	2.8%	3.0%	3.0%
ROE	6.6%	9.2%	10.6%	11.5%
ROIC	6.8%	7.8%	7.8%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	80.0%	82.0%	83.2%	84.2%
净负债比率	16.69%	21.06%	25.59	29.24
流动比率	1.20	1.16	1.14	1.12
速动比率	0.62	0.57	0.55	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.62	0.62	0.63
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	1.39	1.50	1.45	1.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.42	0.53	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	-1.32	-1.62	-1.82
每股净资产(最新摊薄)	4.18	4.56	5.05	5.63
估值比率				
P/E	36.95	24.42	19.07	15.79
P/B	2.44	2.24	2.02	1.81
EV/EBITDA	21	14	10	8

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中国中投证券财富研究部建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，10 年证券行业从业经验。
伊真真,中国中投证券财富研究部建筑行业研究员，毕业于武汉大学经济管理学院，管理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434

