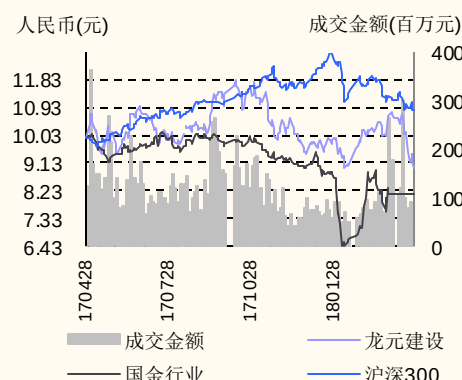


龙元建设 (600491.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.99 元
目标价格 (人民币): 12.20-12.20 元
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 947.60
总市值 (百万元) 13,752.52
年内股价最高最低 (元) 11.78/8.97
沪深 300 指数 3756.88
上证指数 3082.23



Q1 业绩超预期，多渠道融资促 PPP 加速落地

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.276	0.481	0.531	0.722	0.823
每股净资产 (元)	4.18	4.66	5.09	5.93	6.89
每股经营性现金流 (元)	0.91	-0.33	0.87	0.27	0.83
市盈率 (倍)	41.80	19.66	16.94	12.45	10.93
行业优化市盈率 (倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率 (%)	69.96%	74.07%	33.85%	36.10%	13.90%
净资产收益率 (%)	6.61%	10.31%	12.64%	14.77%	14.47%
总股本 (百万股)	1,262.10	1,262.10	1,529.76	1,529.76	1,529.76

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2017/2018Q1 实现营收 179/54 亿，同增 23%/36%，归母净利润 6.1/2.2 亿，同增 74%/81%，Q1 业绩大超预期，拟每 10 股派 0.35 元。

经营分析

■ **PPP 业务高速扩张，盈利能力资产质量双提升。** 1) 2017/2018Q1 营收 179/54 亿元，同增 23%/36%，归母净利 6.1/2.2 亿元，同增 74%/81%，扣非净利 4.8/2.1 亿元，同增 74%/94%，Q1 业绩大超预期。2) 2017 年 PPP 及 BT 项目施工/PPP 项目投资营收 42.34/2.66 亿元，同增 410%/158%，毛利率 12.46%/38%，远高于传统土建施工业务 5.3%。3) 2017 年公司综合毛利率 8.4%，同减 0.08pct，系传统土建施工业务毛利率同减 2.6pct，2018Q1 为 9.6%，同增 1pct，PPP 业务占比快速提升使得公司盈利能力改善。2) 2017/2018Q1 期间费率同增 0.05/0.07pct 至 2.69%/3.54%，其中财务费率同增 0.07/0.39pct，系为扩张 PPP 业务借款较多。3) 2017 应收账款周转天数同增 2 至 180.6 天相较稳定，存货周转天数同减 47.7 至 279 天，营运能力有所提升，资产减值损失 0.98 亿元，同减 53%，应收账款质量改善助推 2017 业绩增长。4) 公司 2017 收现比同减 25pct 至 70%，经营活动现金流净额 -4.15 亿元，货币资金同减 28% 至 17.7 亿元，现金压力增大。

■ **立志打造行业领先 PPP 全方位平台，拓宽融资渠道加快 PPP 落地。** 1) 公司是长三角最大民营施工企业，2017 承接 PPP 达 321 亿元，同增 43%，累计承接 PPP 达 699 亿元。2) 公司通过投资设立龙元明城，收购杭州城投，同时控股或参股成立龙元天册、龙元养护等运营机构，形成了“一体两翼+N 专业公司”的布局，其中专业从事 PPP 项目人员超 500 人，明城公司和杭州城投员工超 350 人，公司拥有行业最为齐全的 PPP 团队。3) 2018 年，公司非公开发行 2.68 亿股，发行价格 10.71 元/股，筹资 28.67 亿元，注册中期票据/超短期融资券 9/20 亿元，完成应收账款资产证券化 5 亿元以上；资金将用于公司 PPP 项目建设，有助公司加速 PPP 项目承接和落地。

投资建议

■ 我们预测公司 18/19 年归母净利 8.1/11.1 亿元，维持目标价 12.2 元，对应 2018 年 PE 为 23 倍。

风险提示

■ PPP 政策风险、财务成本风险、回款风险。

相关报告

1. 《订单保障业绩攀高，定增助力 PPP 落地-龙元建设公司点评》，2017.10.30
2. 《经营现金流转正表现亮眼，PPP 白龙马订单爆发业绩无忧-龙元建...》，2017.8.29
3. 《员工持股始出来，PPP 白龙马蓄势待发-龙元建设公司点评》，2017.8.1
4. 《PPP 白龙马：9 倍订单井喷式增长，专业性保障未来业绩-龙元建...》，2017.6.8
5. 《一体两翼造新龙元，PPP 好风助龙飞-龙元建设公司研究》，2017.5.2

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	16,029	14,588	17,873	24,886	30,543	35,124
增长率		-9.0%	22.5%	39.2%	22.7%	15.0%
主营业务成本	-14,637	-13,353	-16,373	-22,786	-27,965	-32,174
%销售收入	91.3%	91.5%	91.6%	91.6%	91.6%	91.6%
毛利	1,392	1,235	1,500	2,100	2,578	2,950
%销售收入	8.7%	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
营业税金及附加	-509	-149	-101	-100	-122	-140
%销售收入	3.2%	1.0%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-8	-7	-4	-7	-6	-11
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-238	-289	-355	-485	-596	-685
%销售收入	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	637	790	1,039	1,508	1,854	2,114
%销售收入	4.0%	5.4%	5.8%	6.1%	6.1%	6.0%
财务费用	-151	-89	-122	-325	-347	-366
%销售收入	0.9%	0.6%	0.7%	1.3%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-171	-207	-98	-123	-94	-112
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	20	18	30	20
%税前利润	n.a	1.2%	2.3%	1.7%	2.0%	1.2%
营业利润	314	500	844	1,078	1,443	1,656
营业利润率	2.0%	3.4%	4.7%	4.3%	4.7%	4.7%
营业外收支	6	5	-1	10	30	20
税前利润	321	505	843	1,088	1,473	1,676
利润率	2.0%	3.5%	4.7%	4.4%	4.8%	4.8%
所得税	-122	-155	-232	-261	-353	-402
所得税率	38.1%	30.7%	27.5%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	198	350	611	827	1,120	1,273
少数股东损益	-7	2	5	15	15	15
归属于母公司的净利润	205	348	607	812	1,105	1,258
净利率	1.3%	2.4%	3.4%	3.3%	3.6%	3.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	198	350	611	827	1,120	1,273
少数股东损益	-7	2	5	15	15	15
非现金支出	198	252	154	183	166	197
非经营收益	174	113	48	336	332	376
营运资金变动	-1,079	440	-1,231	-248	-1,280	-794
经营活动现金净流	-509	1,155	-417	1,098	338	1,052
资本开支	-120	-165	-100	-119	-119	-139
投资	-84	51	-294	-500	-500	-500
其他	-45	-1,283	-3,255	18	30	20
投资活动现金净流	-249	-1,397	-3,649	-601	-589	-619
股权募资	9	1,741	78	0	0	0
债权募资	844	-54	3,614	383	987	227
其他	-257	-223	-369	-652	-436	-460
筹资活动现金净流	595	1,464	3,323	-268	551	-233
现金净流量	-162	1,223	-743	229	300	200

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,280	2,451	1,771	2,000	2,300	2,500
应收款项	9,301	9,841	12,410	15,076	18,855	22,085
存货	12,290	11,953	13,436	17,479	21,836	26,004
其他流动资产	441	446	546	606	709	793
流动资产	23,312	24,692	28,162	35,161	43,701	51,382
%总资产	95.6%	90.0%	75.5%	78.4%	81.0%	82.6%
长期投资	354	2,043	8,276	8,776	9,276	9,776
固定资产	283	546	532	579	635	688
%总资产	1.2%	2.0%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%
无形资产	55	53	149	171	192	213
非流动资产	1,071	2,736	9,129	9,698	10,275	10,849
%总资产	4.4%	10.0%	24.5%	21.6%	19.0%	17.4%
资产总计	24,383	27,427	37,292	44,859	53,975	62,231
短期借款	2,612	2,296	2,786	3,169	4,156	4,383
应付款项	11,475	12,710	17,131	21,516	26,789	32,143
其他流动负债	6,048	5,560	6,678	8,922	10,703	12,148
流动负债	20,134	20,566	26,595	33,607	41,648	48,674
长期贷款	104	1,364	4,478	4,478	4,478	4,478
其他长期负债	506	6	5	5	5	5
负债	20,745	21,936	31,078	38,089	46,130	53,157
普通股股东权益	3,564	5,270	5,882	6,422	7,483	8,697
少数股东权益	74	222	332	347	362	377
负债股东权益合计	24,383	27,427	37,292	44,859	53,975	62,231

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.216	0.276	0.481	0.531	0.722	0.823
每股净资产	3.761	4.175	4.660	5.089	5.929	6.891
每股经营现金净流	-0.537	0.915	-0.331	0.870	0.268	0.834
每股股利	0.020	0.149	0.149	0.035	0.035	0.035
回报率						
净资产收益率	5.75%	6.61%	10.31%	12.64%	14.77%	14.47%
总资产收益率	0.84%	1.27%	1.63%	1.81%	2.05%	2.02%
投入资本收益率	5.75%	5.98%	5.59%	7.95%	8.56%	8.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.24%	-8.99%	22.52%	39.24%	22.73%	15.00%
EBIT增长率	5.52%	23.92%	31.59%	45.11%	22.93%	14.05%
净利润增长率	-15.22%	69.96%	74.07%	33.85%	36.10%	13.90%
总资产增长率	16.98%	12.49%	35.96%	20.29%	20.32%	15.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	137.5	181.1	183.1	180.0	185.0	190.0
存货周转天数	291.5	331.3	283.0	280.0	285.0	295.0
应付账款周转天数	209.3	261.7	261.2	260.0	265.0	280.0
固定资产周转天数	6.2	13.7	10.9	8.4	7.5	7.0
偿债能力						
净负债/股东权益	53.13%	22.03%	88.39%	83.41%	80.73%	70.09%
EBIT利息保障倍数	4.2	8.9	8.5	4.6	5.3	5.8
资产负债率	85.08%	79.98%	83.34%	84.91%	85.46%	85.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	0	1	1	2	9
	0	0	1	3	6
	1	1	1	1	1
	0	0	0	0	0
	3.00	2.00	2.00	1.83	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-02	买入	9.95	12.00~13.20
2	2017-06-08	买入	9.90	12.17~12.17
3	2017-08-01	买入	9.85	12.20~12.20
4	2017-08-29	买入	10.42	12.20~12.20
5	2017-10-30	买入	11.59	12.20~12.20

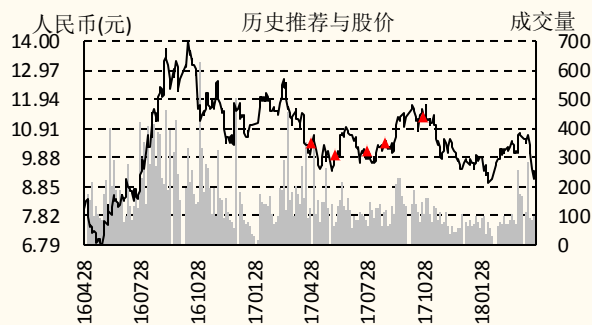
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH