

资源与环境研究中心

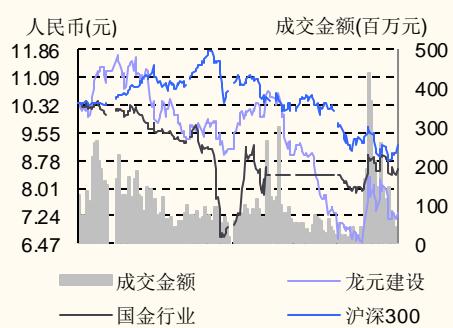
龙元建设 (600491.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 7.31 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)	11,182.53
年内股价最高最低(元)	11.72/6.47
沪深 300 指数	3406.57
上证指数	2780.90



相关报告

- 1.《Q1 业绩超预期，多渠道融资促 PPP 加速落地-龙元建设公司点评》，2018.5.1
- 2.《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
- 3.《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

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

PPP 助力业绩高增，定增改善资产质量

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	0.637	0.843	1.067
每股净资产(元)	4.18	4.66	6.16	6.96	8.00
每股经营性现金流(元)	0.91	-0.33	-0.86	0.59	0.89
市盈率(倍)	41.80	19.66	14.11	10.66	8.43
净利润增长率(%)	69.96%	74.07%	60.76%	32.32%	26.48%
净资产收益率(%)	6.61%	10.31%	10.35%	12.11%	13.34%
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 2018H1 营收/归母净利 103.84/3.94 亿元，同比+25.82%/69.61%。

经营分析

- **业绩高速增长，PPP 业务占比快速攀升。**公司 2018 上半年实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 103.84/3.94/3.90 亿元，同比+25.82%/69.61%/90.07%。利润增速高于营收增速的主要原因是高毛利率的 PPP 业务占比大幅提升。公司 2016/2017/2018 上半年 PPP 业务收入分别为 9.33/45/40.21 亿元，占营收比重分别为 6.39%/25.18%/38.72%。随着 PPP 业务逐年大幅增长，公司正逐渐成长为民营 PPP 基建龙头。
- **PPP 提升毛利率，期间费用率基本稳定。**公司 2018 上半年毛利率/净利率分别为 9.14%/3.79%，同比增加 1.34pcts/1.05pcts，利润率上升主要是因为高毛利率的 PPP 业务占比大幅提升。公司 2018H1 期间费用率为 3.01%，同比下降 0.05pct，基本保持稳定。销售/管理/财务费用率分别+0.01pct/-0.13pct/+0.08pct 至 0.03%/2.16%/0.83%，销售费用率上升系子公司开展 PPP 业务费用增加，财务费用率因业务扩张融资增加有所上升。
- **经营性现金流大幅净流出，股权融资增现金降负债率。**因 PPP 项目增加，公司 2018H1 经营性现金流净流出 17.77 亿元 (2017H1 净流入 2.58 亿元)，投资活动现金净流出 18.73 亿元 (去年同期净流出 24.29 亿元)；得益于筹资活动现金净流入 63.32 亿元，公司 2018 上半年现金及现金等价物净增加额 26.83 亿元。截止到 6 月末，公司在账资金 46.23 亿元，占总资产 9.97% 同比+5.22pcts，资金保持充裕。公司 2018H1 收现比/付现比分别为 40.10%/60.99%，较去年同期-40.97pcts/+2.97pcts，收现比大幅下降。因定增募资 28.67 亿元，公司 6 月末资产负债率 78.68%，同比-2.87pcts。
- **订单保障倍数高企，PPP 持续规范龙头或受益。**1) 公司 2018H1 新签订单 184.8 亿元 (PPP 业务 95.57 亿元)，同比+8.79%，与 2017 年营收比达 1.03 倍，充裕的订单保障未来业绩高增；2) 截止至 7 月末，财政部 PPP 库共有项目 1.14 万个，金额 16.04 万亿。7 月入库和落地环比回落，退库 1.2 万亿元，1-7 月累计退库 6.4 万亿元 (占 2017 年末的 35%)，PPP 持续规范，清库或成常态，融资能力强、管理规范的龙头企业或将长远受益。

投资建议

- 预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.64/0.84 元，维持目标价 12.2 元，对应 2018/2019 年 PE 为 19/14 倍。

风险提示：PPP 政策风险、财务成本风险、回款风险。

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	24,665	32,557	39,069
增长率	-9.0%	22.5%	38.0%	32.0%	20.0%	
主营业务成本	-14,637	-13,353	-16,373	-22,371	-29,530	-35,436
%销售收入	91.3%	91.5%	91.6%	90.7%	90.7%	90.7%
毛利	1,392	1,235	1,500	2,294	3,028	3,633
%销售收入	8.7%	8.5%	8.4%	9.3%	9.3%	9.3%
营业税金及附加	-509	-149	-101	-99	-130	-156
%销售收入	3.2%	1.0%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-8	-7	-4	-5	-7	-12
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-238	-289	-355	-444	-586	-703
%销售收入	1.5%	2.0%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润(EBIT)	637	790	1,039	1,746	2,305	2,762
%销售收入	4.0%	5.4%	5.8%	7.1%	7.1%	7.1%
财务费用	-151	-89	-122	-362	-446	-513
%销售收入	0.9%	0.6%	0.7%	1.5%	1.4%	1.3%
资产减值损失	-171	-207	-98	-91	-173	-102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	6	20	0	0	0
%税前利润	n.a	1.2%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	314	500	844	1,293	1,686	2,147
营业利润率	2.0%	3.4%	4.7%	5.2%	5.2%	5.5%
营业外收支	6	5	-1	10	30	20
税前利润	321	505	843	1,303	1,716	2,167
利润率	2.0%	3.5%	4.7%	5.3%	5.3%	5.5%
所得税	-122	-155	-232	-313	-411	-520
所得税率	38.1%	30.7%	27.5%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	198	350	611	990	1,305	1,647
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	975	1,290	1,632
净利率	1.3%	2.4%	3.4%	4.0%	4.0%	4.2%

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	1,800	1,850	1,900
应收款项	9,301	9,841	12,410	17,000	21,850	26,171
存货	12,290	11,953	13,436	17,345	22,491	26,989
其他流动资产	441	446	546	597	741	859
流动资产	23,312	24,692	28,162	36,742	46,932	55,919
%总资产	95.6%	90.0%	75.5%	75.5%	77.1%	78.2%
长期投资	354	2,043	8,276	10,976	12,976	14,476
固定资产	283	546	532	579	635	688
%总资产	1.2%	2.0%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%
无形资产	55	53	149	171	192	213
非流动资产	1,071	2,736	9,129	11,898	13,975	15,549
%总资产	4.4%	10.0%	24.5%	24.5%	22.9%	21.8%
资产总计	24,383	27,427	37,292	48,640	60,906	71,468
短期借款	2,612	2,296	2,786	4,502	5,501	5,440
应付款项	11,475	12,710	17,131	21,251	28,293	34,438
其他流动负债	6,048	5,560	6,678	8,342	10,514	12,399
流动负债	20,134	20,566	26,595	34,094	44,309	52,277
长期贷款	104	1,364	4,478	4,778	5,578	6,578
其他长期负债	506	6	5	5	5	5
负债	20,745	21,936	31,078	38,876	49,891	58,860
普通股股东权益	3,564	5,270	5,882	9,416	10,653	12,231
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	48,640	60,906	71,468

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.216	0.276	0.481	0.637	0.843	1.067
每股净资产	3.761	4.175	4.660	6.155	6.964	7.995
每股经营现金净流	-0.537	0.915	-0.331	-0.858	0.593	0.886
每股股利	0.030	0.020	0.035	0.035	0.035	0.035
回报率						
净资产收益率	5.75%	6.61%	10.31%	10.35%	12.11%	13.34%
总资产收益率	0.84%	1.27%	1.63%	2.00%	2.12%	2.28%
投入资本收益率	5.75%	5.98%	5.59%	6.97%	7.93%	8.52%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.24%	-8.99%	22.52%	38.00%	32.00%	20.00%
EBIT增长率	5.52%	23.92%	31.59%	68.02%	32.00%	19.83%
净利润增长率	-15.22%	69.96%	74.07%	60.76%	32.32%	26.48%
总资产增长率	16.98%	12.49%	35.96%	30.43%	25.22%	17.34%
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	283.0	278.0	278.0
应付账款周转天数	209.3	261.7	261.2	262.0	265.0	270.0
固定资产周转天数	6.2	13.7	10.9	8.5	7.0	6.3
偿债能力						
净负债/股东权益	53.13%	22.03%	88.39%	76.61%	83.78%	80.25%
EBIT利息保障倍数	4.2	8.9	8.5	4.8	5.2	5.4
资产负债率	85.08%	79.98%	83.34%	79.93%	81.91%	82.36%

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
买入	0	3	5	7	12
增持	0	0	1	1	2
中性	1	2	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.80	1.63	1.50	1.56

来源：贝格数据

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	10.45	12.20~12.20
5	2017-10-30	买入	11.59	12.20~12.20
6	2018-05-01	买入	8.99	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形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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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