

龙元建设 (600491.SH)

减速求稳，融资通畅

H1 业绩增长 11%有所减速，行业调整之际主动减速求稳。2019H1 公司实现营收 113.3 亿元，同比增长 9%，其中实现 PPP 业务收入 43.8 亿元，同比稳健增长 9%，占比达 39%与去年同期基本持平，在 PPP 行业调整之际，公司未进一步加快相关业务扩张节奏，控制经营风险，以求实现稳健可持续发展。2019H1 实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 11%，在同业公司业绩普遍显著下滑之际仍能实现稳健增长难能可贵。非经常性损益 3637 万元，较上年同期增加 3211 万元，主要系向参股公司项目建设提供资金支持取得利息收入较多所致，扣非后归母净利润 4.0 亿元，同比增长 3%。分季度看，2019Q1/Q2 分别实现营收增速 8%/10%，实现归母净利润增速 21%/-1%，Q2 单季在收入加快增长同时业绩基本持平，主要因高利润率 PPP 业务收入占比有所下降。

毛利率提升，费用率持平，融资较为顺畅。2019H1 公司毛利率 9.4%，较去年同期提升 0.28 个 pct，其中传统土建施工/PPP 施工业务分别实现毛利率 8.2%/11.7%，YoY+2.7/-1.6 个 pct，PPP 施工业务毛利率有所下降预计主要因部分收益率较低 PPP 项目阶段性贡献收入较多所致。期间费用率 3.0%，与去年同期基本持平，其中销售/管理（加回研发）/财务费用率 YoY+0.0/+0.1/-0.1 个 pct。所得税率 31.4%，较上年上升 2.7 个 pct。归母净利率 3.8%，YoY+0.06 个 pct。经营性现金流净流出 14.4 亿元，较上年同期流出收窄 3.4 亿元，主要因公司 19 上半年 PPP 项目施工有所放缓（公司对 PPP 项目并表处理，收到项目的工程款内部抵消，支付项目的成本资金构成了流出量）；投资性现金流净流出 21 亿元，同比多流出 2.2 亿元，主要因公司报告期内新投 PPP 项目资本金及前期费用增长；筹资性现金流净流入 40.2 亿元，预计主要由 PPP 项目贷款流入贡献，表明公司 PPP 项目融资较为顺畅。公司账上货币资金达 45.9 亿元，充足资金有望助力公司强化竞争优势，实现长期稳健增长。

持续优化存量业务，完善运营布局，追求长期稳健发展。在上半年行业较为低迷之际，公司持续调整经营策略，推进存量业务高质量发展，具体来看：

1) 持续推进 PPP 项目有序落地，上半年公司共投资设立 SPV 项目公司 6 家，累计投资设立 PPP 项目公司 62 家，项目进展顺利。上半年政府回款 100% 如期履约，回款合计 3.73 亿元。**2) 不断开拓 PPP 业务融资渠道**，上半年新增 5 家合作金融机构，共完成 11 个 PPP 项目融资批复，批复金额达 34.5 亿元，融资提款总额为 42.8 亿元，较上年同期大幅提高 42.5%。项目融资与项目建设进度、项目周期有效匹配。**3) 打造专业运营服务能力**，目前已拥有园区运营、停车、市政道路养护等运营机构，并重点布局医疗养老、文化体育、教育、环保等有关民生运营领域。**4) 优化传统房建业务结构**，公司加大项目精选，国有、外资项目占比提升至 45.08%，控制未来回款风险。

投资建议：我们预测 19-21 年公司净利润分别为 10.2/11.6/13.7 亿元，同比增长 10%/15%/18%，对应 EPS 分别为 0.66/0.76/0.90 元（18-21 年 CAGR=14%），当前股价对应 PE 分别为 11/9/8 倍，PB（LF）仅为 1.1 倍。考虑到公司在行业内独特的竞争力及未来持续稳健增长潜力，维持“买入”评级。

风险提示：PPP 项目融资进度不及预期风险，PPP 政策风险，利率大幅波动风险，应收账款风险等。

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	7.18
总市值(百万元)	10,983.66
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)	5.38

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 《龙元建设 (600491.SH)：18 年逆势高增长，规模扩大后进入稳健成长期》2019-04-25
- 《龙元建设 (600491.SH)：斩获 23 亿 PPP+EPC 大单，民营 PPP 龙头迎来高质量成长》2019-03-19
- 《龙元建设 (600491.SH)：逆势高增长方显英雄本色，资金订单充足未来动力强劲》2019-01-30



财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,873	20,213	22,115	24,609	27,704
增长率 yoy (%)	22.5	13.1	9.4	11.3	12.6
归母净利润 (百万元)	607	922	1,016	1,163	1,374
增长率 yoy (%)	74.1	52.0	10.1	14.5	18.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.40	0.60	0.66	0.76	0.90
净资产收益率 (%)	9.8	8.8	8.9	9.3	9.9
P/E (倍)	18.1	11.9	10.8	9.4	8.0
P/B (倍)	1.9	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	28162	31424	35094	41131	46804	营业收入	17873	20213	22115	24609	27704
现金	1771	4186	6218	6846	7492	营业成本	16373	18302	20029	22288	25129
应收账款	10354	10152	9952	17090	13187	营业税金及附加	101	129	133	153	169
其他应收款	1965	0	2150	242	2451	营业费用	4	5	5	6	6
预付账款	396	477	478	585	611	管理费用	355	334	310	332	332
存货	13436	13383	14826	13933	19573	财务费用	122	65	214	222	209
其他流动资产	241	3226	1469	2434	3491	资产减值损失	98	99	108	120	136
非流动资产	9129	20060	23350	26240	28943	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	650	690	730	770	810	投资净收益	20	36	65	100	150
固定资产投资	532	533	551	596	670	营业利润	844	1265	1382	1588	1872
无形资产	87	85	90	96	105	营业外收入	1	1	1	1	1
其他非流动资产	7860	18753	21979	24777	27358	营业外支出	2	4	3	3	3
资产总计	37292	51484	58444	67371	75748	利润总额	843	1262	1380	1586	1870
流动负债	26595	32389	35277	40343	45253	所得税	232	319	349	401	473
短期借款	2763	3112	3400	3900	4400	净利润	611	943	1031	1185	1397
应付账款	13523	16592	16365	20310	21039	少数股东收益	5	21	15	22	23
其他流动负债	10309	12686	15512	16133	19814	归属母公司净利润	607	922	1016	1163	1374
非流动负债	4482	8439	11572	14306	16439	EBITDA	1311	1922	2059	2430	2878
长期借款	4478	8336	11469	14202	16334	EPS (元/股)	0.40	0.60	0.66	0.76	0.90
其他非流动负债	5	103	103	104	105						
负债合计	31078	40829	46849	54649	61692						
少数股东权益	332	960	975	997	1020	主要财务比率					
股本	1262	1530	1530	1530	1530	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1478	4051	4051	4051	4051	成长能力					
留存收益	2899	3757	4699	5774	7046	营业收入 (%)	22.5	13.1	9.4	11.3	12.6
归属母公司股东收益	5882	9696	10620	11725	13035	营业利润 (%)	68.8	49.8	9.2	14.9	17.9
负债和股东权益	37292	51484	58444	67371	75748	归属母公司净利润 (%)	74.1	52.0	10.1	14.5	18.1
						盈利能力					
						毛利率 (%)	8.4	9.5	9.4	9.4	9.3
						净利率 (%)	3.4	4.6	4.6	4.7	5.0
						ROE (%)	9.8	8.8	8.9	9.3	9.9
						ROIC	6.9	6.4	5.3	5.2	5.3
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	83.3	79.3	80.2	81.1	81.4
						净负债比率 (%)	88.4	73.1	99.3	122.0	136.0
						流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
						速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	2.0	2.0	2.2	1.8	1.8
						应付账款周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.60	0.66	0.76	0.90
						每股经营现金流 (最新摊薄)	1.36	3.34	-0.10	-0.58	-0.46
						每股净资产 (最新摊薄)	3.84	6.34	6.94	7.66	8.52
						估值指标 (倍)					
						P/E	18.1	11.9	10.8	9.4	8.0
						P/B	1.87	1.13	1.03	0.94	0.84
						EV/EBITDA	12.83	10.3	11.5	11.4	10.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司主要财务数据 (百万元)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2018上半年	2019上半年	2019一季单季	2018二季单季	2019二季单季
营业收入	16,029	14,588	17,873	20,213	10,384	11,328	5,847	4,986	5,481
营业成本	14,637	13,353	16,373	18,302	9,434	10,260	5,251	4,556	5,009
毛利率	8.69%	8.47%	8.39%	9.45%	9.15%	9.42%	10.20%	8.61%	8.60%
销售费用	8	7	4	5	3	4	3	1	1
管理费用	238	289	355	334	224	214	136	95	78
财务费用	151	89	122	65	86	82	33	26	49
研发费用	0	0	0	55	-	36	11	0	25
销售费用率	0.05%	0.05%	0.02%	0.02%	0.03%	0.04%	0.05%	0.02%	0.02%
管理费用率	1.49%	1.98%	1.99%	1.65%	2.16%	1.89%	2.33%	1.90%	1.42%
财务费用率	0.94%	0.61%	0.68%	0.32%	0.83%	0.72%	0.56%	0.53%	0.90%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	-	0.32%	0.19%	0.00%	0.45%
期间费用率	2.48%	2.64%	2.69%	2.27%	3.01%	2.96%	3.14%	2.44%	2.78%
资产减值损失	171	207	98	99	75	0	42	39	0
投资收益	-1	6	20	36	27	13	22	-9	-9
营业外收入	11	7	1	1	2	1	0	2	0
营业外支出	4	2	2	4	3	2	1	1	1
税前利润	321	505	843	1,262	551	620	374	253	246
所得税	122	155	232	319	158	195	110	73	85
所得税率	38.15%	30.67%	27.52%	25.30%	28.68%	31.41%	29.39%	29.07%	34.48%
少数股东权益占比	-3.36%	0.51%	0.78%	2.20%	-0.24%	-2.76%	0.89%	0.70%	-8.75%
归母净利润	205	348	607	922	394	437	262	178	175
净利率	1.28%	2.39%	3.39%	4.56%	3.80%	3.86%	4.48%	3.57%	3.20%
摊薄EPS (元)	0.1340	0.2278	0.3965	0.6028	0.2576	0.2858	0.1712	0.1163	0.0000
经营性现金流净额	-507	1,157	-415	-1,098	-1,777	-1,440	-643	-845	-797
收现比	81.31%	94.68%	69.58%	64.76%	40.10%	0.00%	71.11%	25.09%	34.36%
付现比	85.18%	93.25%	76.01%	71.26%	88.31%	78.62%	106.36%	57.25%	49.54%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司逐季新签订单情况 (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	27.50	7.52	0.00	0.47	0.00	22.69	12.80	35.48
2016Q2	50.50	64.86	0.10	3.91	0.00	56.82	62.55	119.37
2016Q3	106.77	114.10	0.40	4.75	0.16	105.31	120.87	226.18
2016Q4	161.14	177.03	2.10	6.44	30.80	153.68	223.84	377.51
2017Q1	47.22	0.10	0.11	1.34	0.00	29.68	19.09	48.77
2017Q2	96.11	70.62	0.23	2.08	0.84	77.79	92.10	169.88
2017Q3	249.36	109.46	0.23	3.57	0.95	112.06	251.50	363.56
2017Q4	347.84	137.32	2.88	5.44	1.83	174.53	320.78	495.31
2018Q1	52.35	0.87	0.56	0.02	0.00	34.00	19.80	53.80
2018Q2	159.12	23.81	0.56	0.20	1.11	89.23	95.57	184.80
2018Q3	218.38	28.22	0.56	0.30	1.60	129.41	119.65	249.06
2018Q4	311.17	56.64	0.56	1.48	1.66	165.82	205.69	371.51
2019Q1	28.65	1.08	0.31	1.25	0.17	31.46	0.00	31.46
2019Q2	63.92	2.74	0.31	3.24	1.51	71.72	0.00	71.72

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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