

# 龙元建设 (600491.SH)

## 盈利能力持续提升，民企龙头有望受益 PPP 规范发展

### ● 业绩保持高增，盈利能力持续提升

公司 2018H1 实现营业收入 103.84 亿元，同比增长 25.8%，实现归母净利润 3.94 亿元，同比增长 69.6%，扣非净利润 3.90 亿元，同比增长 90.1%，业绩高增系 PPP 业务利润贡献对公司整体盈利带来较大幅度提升。公司 18H1 毛利率为 9.1%，较 17 年上升 0.7pct，系毛利率较高的 PPP 业务（约 14.4%）增长较快所致；净利率为 3.8%，较 17 年增加 0.4pct。公司 18H1 期间费用率为 3.01%，较 17 年增加 0.32pct。其中，销售/管理/财务费用率分别 0.03%/2.16%/0.83%，较 17 年分别增加 0.01/0.17/0.14pct。管理费用率/财务费用率增长系公司积极拓展 PPP 业务导致管理及融资费用增长。公司 18H1 经营活动产生的现金流量净额为 -17.77 亿元，同比减少 20.35 亿元，主要系公司 PPP 项目增加较多所致。公司 18H1 收现比/付现比分别为 40.1%/63.8%，较 17 年末分别变化 -29.5/+14.4pct。收现比大幅下滑而付现比提升。公司 18H1 资产负债率为 82.34%，较 17 年末降低 1.0 个百分点，系公司定增完成资本结构有所优化。

### ● PPP 业务继续高增长，新签订单充足保证公司业绩

从业务结构来看，土建施工/装饰与钢结构/其他业务收入分别为 95.9/4.7/3.3 亿元，同比分别增长 24.7%/12.2%/120.0%。18 年上半年 PPP 业务收入 40.2 亿元，同增 140.6%。2016/2017/2018H1 PPP 业务收入分别为 9.33/45.0/40.21 亿元，分别占当期营业总收入的 6.39%/25.18%/38.72%。随着公司 PPP 项目的持续落地推进，实现 PPP 收入增速逐年大幅提高。PPP 业务毛利率高于传统建筑施工业务，对公司盈利能力提升明显。根据公司经营数据公告，公司 18H1 新承接业务 184.8 亿元，同比增长 8.8%，其中房屋建设/基建工程/专业工程/建筑装饰/其他业务分别新签订单 159.1/23.8/0.6/0.2/1.1 亿元，同比分别变动 +66%/-66%/+146%/-91%/+33%。18H1 以 PPP 模式新承接业务 95.6 亿元，同比增长 3.8%；单一施工模式承接订单 89.2 亿元，同比增加 14.7%。截止 2018 年上半年末，公司承接 PPP 项目 63 个，累计总规模 741.52 亿元，覆盖综合类建设，市政道路、水利等领域。公司 18H1 新承接业务为 18H1 收入的 1.8 倍，在手订单充足保证未来业绩增长。

### ● 融资结构多元化资金充足，公司作为民营 PPP 龙头或受益 PPP 持续规范

18 年 4 月公司完成非公开发行约 2.68 亿股新股，募资总额 28.67 亿元，全部用于 PPP 项目的投资建设。同月发行金额分别为 9 亿元和 20 亿元的公司中期票据以及超短期融资券。目前公司授信额度充裕，PPP 融资审批与提款工作顺利推进，上半年获新项目贷款批复 5 笔，提款金额 30 多亿元，累计提款 70 多亿元，项目贷款与项目周期及项目建设进度充分匹配。公司定增落地、票据融资券获批，融资结构多样化，未来 PPP 业务资金将更充足。PPP 清库完成后项目逐步规范，年末 PPP 条例出台有助于市场信心恢复。根据财政部 PPP 项目库的数据，截至 18 年 6 月，民企 PPP 项目参与率 39.4%，相比 17 年 34.7% 提高 4.7pct。公司作为 PPP 民营龙头资金充足，有望进一步受益。此外，截至 18 年 7 月 10 日，公司控股股东赖朝辉先生及部分高级管理人员增持 300.92 万股公司股票，累计增持金额为约 2000 万元，占公司总股本的 0.20%，控股股东增持彰显公司发展信心。

### ● 盈利预测和投资评级

盈利预测基本假设如下：(1) 营业收入：公司 18H1 营收同增 25.82%，新承接业务 184.8 亿元，为 17 年营收的 1.03 倍，预计未来收入将保持稳定增长；(2) 毛利率：公司 18H1 毛利率 9.1%，较 17 年上升 0.7pct，系毛利率较高的 PPP 业务增长较快所致，考虑公司未来 PPP 业务将持续开展，预计未来将稳中有升；(3) 期间费用率：公司营收保持稳定增长，伴随 PPP 业务扩大，管理费用与融资支出可能增加，期间费用率或有所提升。公司大力推广 PPP 业务，18H1 年业绩增长较快系 PPP 业务利润贡献较多，目前公司已完成非公开发行募资 28.67 亿元，定增落地融资完成后 PPP 融资受益，有望驱动未来业绩增长。我们预计 18-20 年公司归母净利润分别为 9.2/13.2/17.7 亿元，对应 18-20 年 EPS 分别为 0.60/0.86/1.16 元，按照最新收盘价对应 18 年 PE 为 12 倍，估值水平较低，维持“买入”评级。

● **风险提示：**固定资产投资不及预期，项目推进不及预期，PPP 政策监管趋紧，公司融资成本增加，项目回款速度不及预期等。

### 盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,588.48	17,873.38	24,003.89	31,405.41	40,591.40
增长率(%)	-8.99%	22.52%	34.30%	30.83%	29.25%
EBITDA(百万元)	836.85	1,096.66	1,615.72	2,332.69	3,166.44
净利润(百万元)	348.42	606.52	921.35	1,317.79	1,768.16
增长率(%)	69.96%	74.07%	51.91%	43.03%	34.18%
EPS(元/股)	0.276	0.481	0.602	0.861	1.156
市盈率(P/E)	50.67	24.03	12.14	8.49	6.32
市净率(P/B)	2.76	2.03	1.58	1.33	1.10
EV/EBITDA	22.54	18.19	11.34	8.80	7.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

7.31 元

前次评级

买入

报告日期

2018-08-28

### 相对市场表现



分析师：姚遥 S0260517070002



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

### 相关研究：

龙元建设公告点评：18H1 业 2018-07-27

 绩同比大幅增长，新接业务量  
稳健增长

龙元建设(600491.SH)：业 2018-05-02

 绩高增符合预期，定增落地利  
好 PPP 业务拓展

龙元建设(600491.SH)年报 2017-04-25

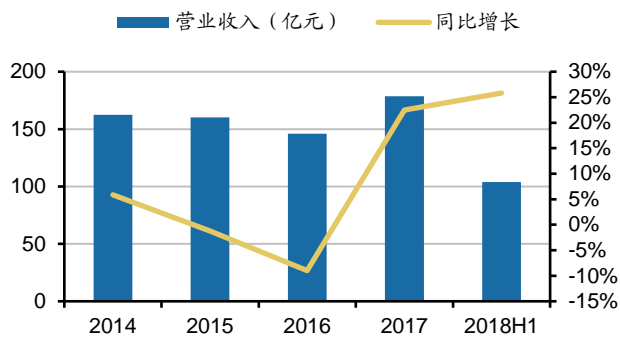
 点评：毛利率上升导致利润大  
增，期待 PPP 加速落地继续  
提升盈利水平

联系人：尉凯旋 021-60750610



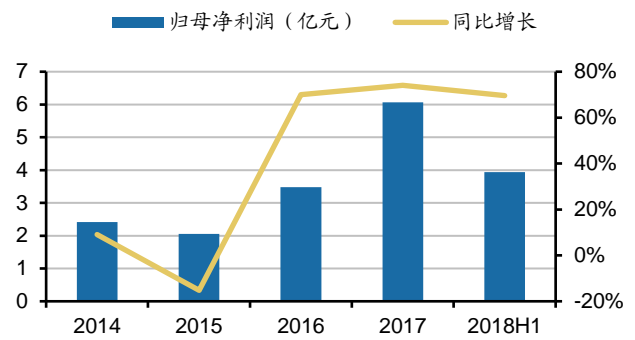
yukaixuan@gf.com.cn

图1: 公司近年来营收情况



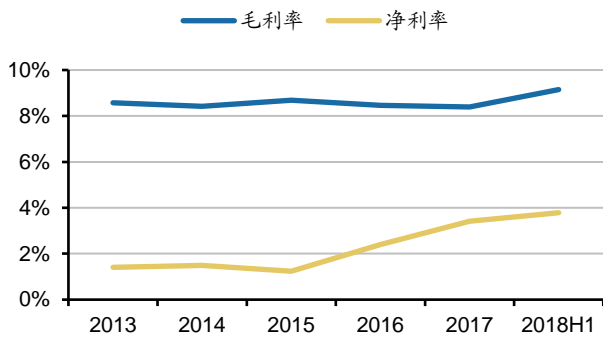
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 公司近年来归母净利润情况



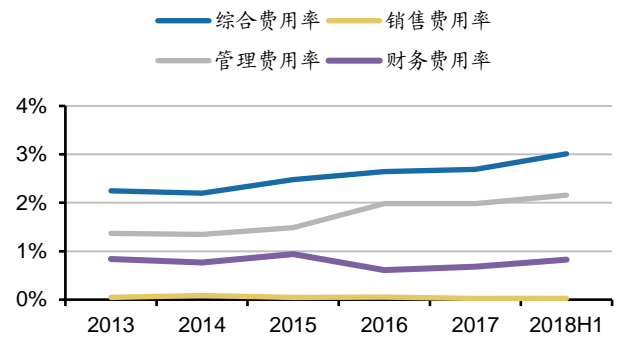
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 公司毛利率、净利率变化情况



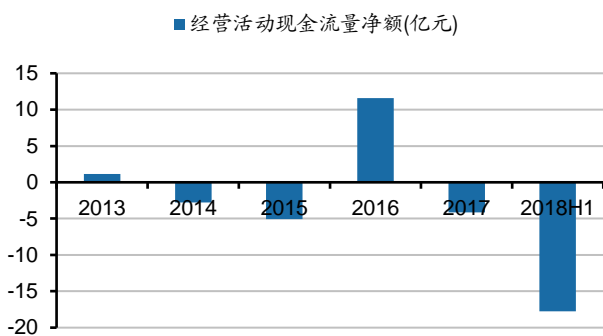
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 公司费用率变化情况



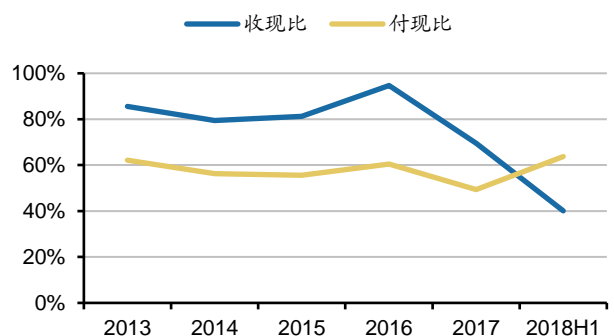
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 公司近年来经营活动现金流量净额情况



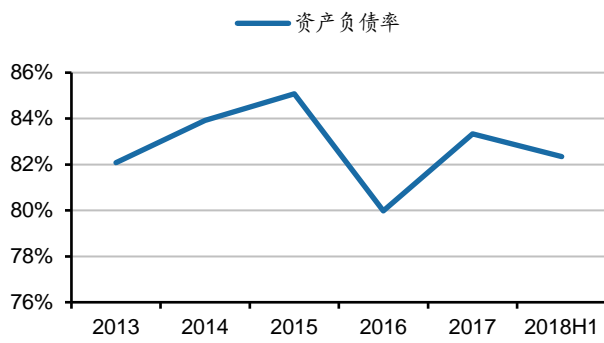
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 公司近年来付现比、付现比情况



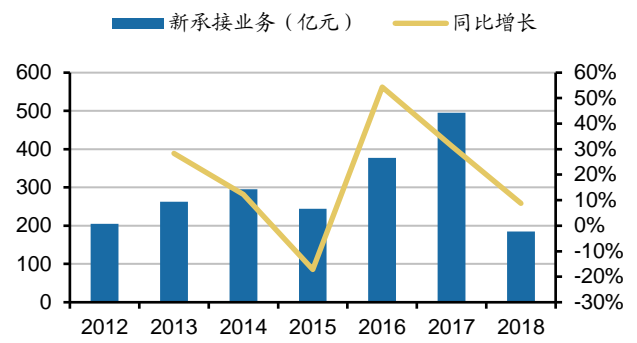
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: 公司资产负债率变化情况



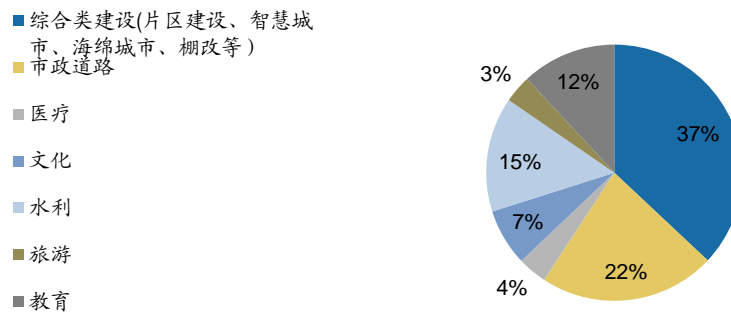
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 公司新承接业务情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 公司PPP项目分类中标金额情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	24692	28162	37874	49282	63493
货币资金	2451	1771	5012	7322	8800
应收及预付	10287	12806	15879	19909	26286
存货	11953	13436	16984	22050	28407
其他流动资产	0	150	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2736	9129	8921	8916	8910
长期股权投资	459	650	650	650	650
固定资产	546	532	487	442	396
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	53	149	136	177	217
其他长期资产	1679	7797	7647	7647	7647
<b>资产总计</b>	27427	37292	46795	58198	72403
<b>流动负债</b>	20566	26595	32277	40698	51324
短期借款	1784	2763	2863	2875	2965
应付及预收	17930	22718	27956	36313	46792
其他流动负债	852	1114	1458	1510	1567
<b>非流动负债</b>	1370	4482	9290	13798	18805
长期借款	1364	4478	9290	13798	18805
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	5	0	0	0
<b>负债合计</b>	21936	31078	39385	49460	61883
股本	1262	1262	1530	1530	1530
资本公积	1478	1478	1478	1478	1478
留存收益	2337	2899	3820	5138	6906
归属母公司股东权	5270	5882	7071	8388	10157
少数股东权益	222	332	340	350	364
<b>负债和股东权益</b>	27427	37292	46795	58198	72403

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	14588	17873	24004	31405	40591
营业成本	13353	16373	21906	28440	36640
营业税金及附加	149	101	118	154	162
销售费用	7	4	5	6	8
管理费用	289	355	420	534	678
财务费用	89	122	199	285	441
资产减值损失	207	98	100	175	230
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	20	25	22	28
<b>营业利润</b>	500	844	1282	1833	2459
营业外收入	7	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	505	843	1281	1832	2459
所得税	155	232	353	504	677
<b>净利润</b>	350	611	929	1328	1782
少数股东损益	2	5	7	10	14
<b>归属母公司净利润</b>	348	607	921	1318	1768
EBITDA	837	1097	1616	2333	3166
EPS (元)	0.28	0.48	0.60	0.86	1.16

**现金流量表**

单位: 百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1157	-415	527	1084	226
净利润	350	611	929	1328	1782
折旧摊销	47	57	60	61	63
营运资金变动	440	-1231	-951	-863	-2428
其它	320	146	489	557	809
<b>投资活动现金流</b>	-1397	-3649	-2160	-2889	-3240
资本支出	-165	-100	-3	-58	-58
投资变动	52	-213	25	22	28
其他	-1284	-3337	-2182	-2854	-3210
<b>筹资活动现金流</b>	1464	3323	4874	4116	4491
银行借款	3557	6409	4912	4520	5097
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	1741	78	268	0	0
其他	-3833	-3164	-306	-404	-606
<b>现金净增加额</b>	1225	-741	3241	2311	1478
<b>期初现金余额</b>	1280	2451	1771	5012	7322
<b>期末现金余额</b>	2504	1710	5012	7322	8800

**主要财务比率**

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-9.0	22.5	34.3	30.8	29.2
营业利润增长	59.1	68.8	51.9	43.0	34.2
归属母公司净利润增长	70.0	74.1	51.9	43.0	34.2
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	8.5	8.4	8.7	9.4	9.7
净利率	2.4	3.4	3.9	4.2	4.4
ROE	6.6	10.3	13.0	15.7	17.4
ROIC	11.8	22.0	18.0	16.8	14.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	80.0	83.3	84.2	85.0	85.5
净负债比率	0.2	0.9	1.0	1.1	1.2
流动比率	1.20	1.06	1.17	1.21	1.24
速动比率	0.60	0.54	0.63	0.65	0.67
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.56	0.55	0.57	0.60	0.62
应收账款周转率	2.00	1.98	1.92	2.03	1.97
存货周转率	1.10	1.29	1.29	1.29	1.29
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.28	0.48	0.60	0.86	1.16
每股经营现金流	0.92	-0.33	0.34	0.71	0.15
每股净资产	4.18	4.66	4.62	5.48	6.64
<b>估值比率</b>					
P/E	41.8	19.7	12.1	8.5	6.3
P/B	2.8	2.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	22.5	18.2	11.3	8.8	7.6

## 广发建筑工程行业研究小组

姚 遥： 分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉凯旋： 研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使⽤，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使⽤本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。