

龙元建设 (600491.SH)

盈利稳健增长, PPP项目回款开始明显增加

前三季度业绩稳健增长 12%符合预期。2019Q1-3公司实现营收 161.3 亿元, 同比增长 7%, 实现归母净利润 6.3 亿元, 同比稳健增长 12%, 在 PPP 行业调整、同业公司业绩普遍大幅下滑或亏损之际, 公司适当放慢节奏、控制经营风险、实现稳步增长, 显示出公司经营的谨慎性与稳健性。分季度看, 2019Q1/Q2/Q3 分别实现营收增速 8%/10%/1%; 实现归母净利润增速 21%/-1%/16%。尽管公司今年为控制项目风险和保证新接项目收益率放慢了接单节奏, 但在手 PPP 订单依然十分充足, 我们测算公司目前在手 PPP 未施工额约 350-400 亿元, 约为 2018 年 PPP 业务收入 5 倍, 预计随着订单持续转化, 全年仍有望实现稳健增长。

毛利率及费用率平稳, 投资回款加速, 融资较为顺畅。利润率方面: 2019Q1-3 公司毛利率 9.1%, 较去年同期基本持平, 预计 PPP 业务与房建业务占比保持稳定。期间费用率 2.7%, 与去年同期基本持平, 其中销售/管理/财务/研发费用率 YoY+0.0/-0.1/-0.1/+0.0 个 pct, 各项费用率较为平稳。所得税率 31.5%, 较上年上升 2.5 个 pct。归母净利率 3.9%, YoY+0.2 个 pct。**现金流方面:** 经营性现金流净流出 12.6 亿元, 较上年同期多流出 5.6 亿元, 主要因: 1) 在地产融资趋紧环境下, 公司房建业务收款有所放缓; 2) 公司 PPP 项目施工增多 (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 31 亿元, 同比流出收窄 8.0 亿元, 主要因: 1) 随着公司 PPP 项目相继进入运营回款期, 政府履约付款, 公司回收 PPP 投资金额加速增长 (投资性现金流入由去年同期的 3.5 亿大幅增长至 9.7 亿), 预计四季度及明年投资回款还将持续大幅增长; 2) 公司报告期内新投 PPP 项目资本金节奏得到较好控制、前期费用亦有所减少。筹资性现金流净流入 44.5 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 40.1 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。

受益基础设施资产证券化加速, 拟发行应收账款资产证券化产品, 有望释放资本效率。近期“中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速”资产支持专项计划成功发行, 为国内首单基础设施类 REITs 产品, 同时《政府和社会资本合作 (PPP) 资产交易规则》正式发布, PPP 二级市场迎发展良机, 公司作为专业定价能力强的基础设施投融资龙头有望显著受益。此外, 近期公司公告拟开展应收账款资产证券化, 发行规模暂定为不超过 8.5 亿元, 发行期限不超过 2.5 年, 基础资产为公司依据工程施工合同对发包人享有的应收账款及其附属担保权益, 如若该资产证券化产品成功发行, 将有助于加速公司资金周转, 盘活存量资产, 释放资本效率。

投资建议: 我们预测 19-21 年公司净利润为 10.3/11.9/13.7 亿元, 同比增长 12%/15%/15%, 对应 EPS 分别为 0.68/0.78/0.89 元 (18-21 年 CAGR14%), 当前股价对应 PE 分别为 11/9/8 倍, PB (LF) 仅为 1.1 倍。考虑到公司行业内独特竞争优势及未来持续稳健增长潜力, 维持“买入”评级。

风险提示: PPP 相关政策风险、应收账款风险、项目执行风险等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17,873	20,213	21,634	23,923	26,536
增长率 yoy (%)	22.5	13.1	7.0	10.6	10.9
归母净利润 (百万元)	607	922	1,033	1,188	1,366
增长率 yoy (%)	74.1	52.0	12.0	15.0	15.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.40	0.60	0.68	0.78	0.89
净资产收益率 (%)	9.8	8.8	9.0	9.5	9.9
P/E (倍)	18.3	12.0	10.8	9.3	8.1
P/B (倍)	1.9	1.1	1.0	0.9	0.8

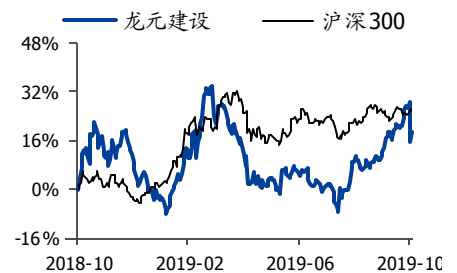
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

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	7.80
总市值(百万元)	11,932.11
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)	9.68

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): 跨入稳健增长新阶段, 多领域蓄势待发》2019-09-23
- 《龙元建设 (600491.SH): 减速求稳, 融资通畅》2019-08-28
- 《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



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	28162	31424	34973	40877	45832
现金	1771	4186	4829	4841	4647
应收账款	10354	10152	8660	11276	12312
其他应收款	1965	0	2104	223	2358
预付账款	396	477	244	554	331
存货	13436	13383	17671	21551	22702
其他流动资产	241	3226	1466	2433	3484
非流动资产	9129	20060	23338	26223	28915
长期投资	650	690	730	770	810
固定资产投资	532	533	539	580	642
无形资产	87	85	90	96	105
其他非流动资产	7860	18753	21979	24777	27358
资产总计	37292	51484	58311	67100	74747
流动负债	26595	32389	35127	40029	44217
短期借款	2763	3112	3400	3900	4400
应付账款	13523	16592	16259	20046	20184
其他流动负债	10309	12686	15467	16084	19633
非流动负债	4482	8439	11572	14306	16439
长期借款	4478	8336	11469	14202	16334
其他非流动负债	5	103	103	104	105
负债合计	31078	40829	46698	54335	60657
少数股东权益	332	960	976	998	1021
股本	1262	1530	1530	1530	1530
资本公积	1478	4051	4051	4051	4051
留存收益	2899	3757	4716	5813	7078
归属母公司股东收益	5882	9696	10637	11768	13069
负债和股东权益	37292	51484	58311	67100	74747

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-415	-1098	-1768	-1684	-1633
净利润	611	943	1049	1210	1389
折旧摊销	57	46	49	55	63
财务费用	122	65	36	61	127
投资损失	-20	-36	-100	-120	-150
营运资金变动	-1231	-2327	-2801	-2889	-3062
其他经营现金流	44	211	0	-0	0
投资活动现金流	-3649	-4400	-3226	-2820	-2604
资本支出	100	29	63	103	126
长期投资	-184	-58	-40	-40	-40
其他投资现金流	-3733	-4429	-3203	-2757	-2519
筹资活动现金流	3323	7699	5638	4515	4043
短期借款	978	349	288	500	500
长期借款	3113	3858	3133	2733	2133
普通股增加	0	268	0	0	0
资本公积增加	0	2573	0	0	0
其他筹资现金流	-768	651	2217	1283	1410
现金净增加额	-741	2202	644	12	-195

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17873	20213	21634	23923	26536
营业成本	16373	18302	19875	21964	24339
营业税金及附加	101	129	65	72	80
营业费用	4	5	5	5	6
管理费用	355	334	242	201	143
财务费用	122	65	36	61	127
资产减值损失	98	99	106	117	130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	36	100	120	150
营业利润	844	1265	1405	1622	1861
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	843	1262	1404	1620	1859
所得税	232	319	355	410	470
净利润	611	943	1049	1210	1389
少数股东收益	5	21	16	22	23
归属母公司净利润	607	922	1033	1188	1366
EBITDA	1311	1922	2103	2513	2939
EPS (元/股)	0.40	0.60	0.68	0.78	0.89

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	22.5	13.1	7.0	10.6	10.9
营业利润 (%)	68.8	49.8	11.1	15.4	14.7
归属母公司净利润 (%)	74.1	52.0	12.0	15.0	15.0
盈利能力					
毛利率 (%)	8.4	9.5	8.1	8.2	8.3
净利率 (%)	3.4	4.6	4.8	5.0	5.1
ROE (%)	9.8	8.8	9.0	9.5	9.9
ROIC	6.9	6.4	5.4	5.4	5.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	83.3	79.3	80.1	81.0	81.1
净负债比率 (%)	88.4	73.1	111.1	137.3	155.8
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
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	2.3	2.4	2.3
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	0.68	0.78	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.36	3.34	-1.16	-1.10	-1.07
每股净资产 (最新摊薄)	3.84	6.34	6.95	7.69	8.54
估值指标 (倍)					
P/E	18.3	12.0	10.8	9.3	8.1
P/B	1.89	1.15	1.04	0.94	0.85
EV/EBITDA	12.92	10.4	11.9	11.8	11.6

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	2018Q1-3	2019Q1-3	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入	16,029	14,588	17,873	20,213	15,130	16,128	4,800	5,481	5,847
营业成本	14,637	13,353	16,373	18,302	13,743	14,657	4,397	5,009	5,251
毛利率	8.69%	8.47%	8.39%	9.45%	9.17%	9.12%	8.39%	8.60%	10.20%
销售费用	8	7	4	5	4	10	6	1	3
管理费用	238	289	355	334	277	285	71	78	136
财务费用	151	89	122	65	112	98	16	49	33
研发费用	0	0	0	55	34	42	6	25	11
销售费用率	0.05%	0.05%	0.02%	0.02%	0.03%	0.06%	0.13%	0.02%	0.05%
管理费用率	1.49%	1.98%	1.99%	1.65%	1.83%	1.77%	1.48%	1.42%	2.33%
财务费用率	0.94%	0.61%	0.68%	0.32%	0.74%	0.60%	0.33%	0.90%	0.56%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	0.23%	0.26%	0.12%	0.45%	0.19%
期间费用率	2.48%	2.64%	2.69%	2.27%	2.83%	2.69%	2.06%	2.78%	3.14%
资产(含信用)减值损失	171	207	98	99	133	110	41	69	-42
投资收益	-1	6	20	36	31	22	9	-9	22
营业外收入	11	7	1	1	2	1	1	0	0
营业外支出	4	2	2	4	3	3	1	1	1
税前利润	321	505	843	1,262	798	888	268	246	374
所得税	122	155	232	319	231	280	85	85	110
所得税率	38.15%	30.67%	27.52%	25.30%	29.00%	31.53%	31.80%	34.48%	29.39%
少数股东权益占比	-3.36%	0.51%	0.78%	2.20%	1.60%	-3.14%	-4.02%	-8.75%	0.89%
归母净利润	205	348	607	922	558	627	190	175	262
净利率	1.28%	2.39%	3.39%	4.56%	3.69%	3.89%	3.95%	3.20%	4.48%
摊薄EPS (元)	0.1340	0.2278	0.3965	0.6028	0.3645	0.4099	0.0000	0.1146	0.1712
经营性现金流净额	-507	1,157	-415	-1,098	-706	-1,266	174	-797	-643
收现比	81.31%	94.68%	69.58%	64.76%	51.46%	58.08%	69.30%	34.36%	71.11%
付现比	85.18%	93.25%	76.01%	71.26%	70.45%	77.71%	75.59%	49.54%	106.36%

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
2019Q3	99.95	8.74	0.31	4.52	1.51	99.19	15.82	115.02

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