

# 龙元建设 (600491.SH)

## 盈利能力持续提升, Q3 单季经营性现金流明显改善

### ● 业绩保持高增, 盈利能力持续提升

公司 2018 年前三季度实现营业收入 151.3 亿元, 同比增长 20.49%, 实现归母净利润 5.58 亿元, 同比增加 52.95%, 业绩大幅增长主要系公司 PPP 业务贡献利润。Q3 实现营业收入 47.46 亿元, 同比增长 10.28%, 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增加 23.67%, 三季度增速有所放缓, 主要受 PPP 政策调控的影响。公司前三季度毛利率和净利率分别为 9.2% 和 3.7%, 较去年同期分别提升 +0.6pct/+0.9pct。

### ● Q3 经营性现金流大幅流入, 费用率基本稳定

公司前三季度期间费用率为 2.8%, 较去年同期下降 0.2pct, 其中销售/管理/财务费用率分别为 0.03%/1.8%/0.7%, 较去年同期分别变动 +0.0/-0.1/-0.1pct。前三季度经营性现金流净流出 7.1 亿元, Q3 单季度净流入 10.7 亿元, 或因公司部分项目开始进入回款期。收现比与付现比分别为 51.5% 和 48.5%, 较去年同期分别下降 10.9 和 16.3pct, 付现比大幅下降, 且已低于收现比。

### ● PPP 业务收入占比不断提升, 新签订单充足支撑公司未来业绩增长

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 6.4%/25.2%/38.7%。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。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 18H1 营收的 1.8 倍, 预计未来收入将保持稳定增长; (2) 毛利率: 公司 18 年前三季度毛利率 9.2%, 较去年同期提升 0.6pct, 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, 18 年前三季度业绩增长较快系 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 9.0/12.7/16.5 亿元, 对应 18-20 年 EPS 分别为 0.59/0.83/1.08 元, 按照最新收盘价对应 18 年 PE 为 11.2 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	1,591.24	2,267.33	3,007.83
净利润(百万元)	348.42	606.52	903.74	1,270.71	1,653.73
增长率(%)	69.96%	74.07%	49.00%	40.61%	30.14%
EPS(元/股)	0.276	0.481	0.591	0.831	1.081
市盈率(P/E)	50.67	24.03	11.17	7.95	6.11
市净率(P/B)	2.76	2.03	1.43	1.21	1.01
EV/EBITDA	22.54	18.19	10.84	8.59	7.71

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

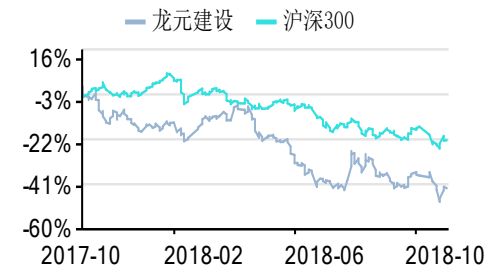
买入

当前价格 6.60 元

前次评级 买入

报告日期 2018-10-29

### 相对市场表现



分析师: 姚遥 S0260517070002

021-60750610

gfyayao@gf.com.cn

### 相关研究:

龙元建设中报点评: 盈利能力持续提升, 民企龙头有望受益

PPP 规范发展

龙元建设公告点评: 18H1 业绩同比大幅增长, 新接业务量

稳健增长

龙元建设(600491.SH): 业绩高增符合预期, 定增落地利好 PPP 业务拓展

2018-08-28

2018-07-27

2018-05-02

联系人: 尉凯旋 021-60750610

yukaixuan@gf.com.cn

**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	37886	49294	63501
货币资金	2451	1771	5003	7282	8680
应收及预付	10287	12806	15880	19911	26290
存货	11953	13436	17003	22101	28530
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	46807	58210	72411
<b>流动负债</b>	20566	26595	32306	40775	51512
短期借款	1784	2763	2863	2875	2965
应付及预收	17930	22718	27985	36391	46980
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	39414	49537	62071
股本	1262	1262	1530	1530	1530
资本公积	1478	1478	1478	1478	1478
留存收益	2337	2899	3803	5073	6727
归属母公司股东权	5270	5882	7053	8324	9977
少数股东权益	222	332	339	349	362
<b>负债和股东权益</b>	27427	37292	46807	58210	72411

**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	519	1052	147
净利润	350	611	911	1281	1667
折旧摊销	47	57	60	61	63
营运资金变动	440	-1231	-941	-847	-2392
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	3233	2279	1398
<b>期初现金余额</b>	1280	2451	1771	5003	7282
<b>期末现金余额</b>	2504	1710	5003	7282	8680

**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	49.0	40.6	30.1
归属母公司净利润增长	70.0	74.1	49.0	40.6	30.1
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	8.5	8.4	8.6	9.2	9.3
净利率	2.4	3.4	3.8	4.1	4.1
ROE	6.6	10.3	12.8	15.3	16.6
ROIC	11.8	22.0	17.7	16.3	14.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	80.0	83.3	84.2	85.1	85.7
净负债比率	0.2	0.9	1.0	1.1	1.3
流动比率	1.20	1.06	1.17	1.21	1.23
速动比率	0.60	0.54	0.63	0.65	0.66
<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	0.59	0.83	1.08
每股经营现金流	0.92	-0.33	0.34	0.69	0.10
每股净资产	4.18	4.66	4.61	5.44	6.52
<b>估值比率</b>					
P/E	41.8	19.7	11.2	7.9	6.1
P/B	2.8	2.0	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	22.5	18.2	10.8	8.6	7.7

**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	21930	28505	36799
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	286	442
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	1257	1768	2300
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	1257	1767	2300
所得税	155	232	346	486	633
<b>净利润</b>	350	611	911	1281	1667
少数股东损益	2	5	7	10	13
<b>归属母公司净利润</b>	348	607	904	1271	1654
EBITDA	837	1097	1591	2267	3008
EPS(元)	0.28	0.48	0.59	0.83	1.08

## 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。