

龙元建设 (600491)

业绩持续高增略超预期,定增完成再添助力

——龙元建设 2017 年年报点评

	韩其成 (分析师)	徐慧强 (研究助理)	陈笑 (分析师)
	021-38676162	0755-23976032	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	xuhuiqiang@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880117040091	S0880518020002

本报告导读:

公司作为民营 PPP 龙头拓展 PPP 订单以及订单落地更具优势,2017 年收入增速 23%/归母净利增速 74%高增略超预期,定增顺利募资 28.4 亿将助力 2018 年业绩持续靓丽。
投资要点:

维持增持。2017 年营收 178.7 亿(+23%)/归母净利 6.1 亿(+74%),2018Q1 季度收入 54.0 亿(+36%)/归母净利 2.2 亿(+81%)略超预期。维持预测 2018/19 年 EPS 为 0.63/0.87 元,增速 61/38%,维持目标价 16 元/74%空间,增持。

2017-2018Q1 业绩持续高增、费用率平稳、现金流边际承压。1)2017 Q1~2018Q1 收入增速-3/36/33/30/36%,归母净利增速 73/83/80/68/81%,业绩持续高增超预期;2)经营净现金流-4.2 亿(去年同期 11.6 亿),主因 2017 年奉化阳光海湾度假区出售贡献现金流较大;3)毛利率 8.4%(-0.1pct),净利率 3.4%(+1.0pct),三项费用率 2.7%(+0.1pct);4)资产负债率 83.3%(+3.4pct),资产减值损失 1.0 亿元/-53%;5)每 10 股派发红利 0.35 元(含税)。

定增完成助力业绩腾飞,PPP 业务“一体两翼+N 专业公司”奠定民营 PPP 龙头地位更具潜力。1)“一体两翼+N 专业公司”PPP 发展格局奠定龙头地位,截止 2017 年底累计承接 PPP 项目 698.87 亿元远超传统业务,为公司业绩的高速增长提供了有利保障;2)2017 年承接业务 495 亿/+31%,其中传统业务 175 亿/+14%,PPP 业务 321 亿/+43%,目标 2018 年新接订单 540 亿,完成施工产值 210 亿;3)定增完成顺利募资 28.4 亿,且计划 2018 年银行授信 500 亿/中期票据和中期债券注册 20 亿/完成应收账款资产证券化 5 亿元以上/拓展供应链融资额度 20 亿,多渠道融资保障项目落地。4)公司非公开发行价格 10.71 元/股,员工持股计划成本 11.35 元/股,均明显倒挂。

催化剂: PPP 项目融资进度加速、与中国 PPP 基金项目合作落地等。

风险提示: 利率持续快速上行、PPP 政策继续趋严、地方财政继续收紧等。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,588	17,873	21,512	26,244	32,281
(+/-)%	-9%	23%	20%	22%	23%
经营利润 (EBIT)	790	1,044	1,317	1,778	2,284
(+/-)%	24%	32%	26%	35%	28%
净利润 (归母)	348	607	967	1,334	1,749
(+/-)%	70%	74%	59%	38%	31%
每股净收益 (元)	0.23	0.40	0.63	0.87	1.14
每股股利 (元)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	5.4%	5.8%	6.1%	6.8%	7.1%
净资产收益率 (%)	6.6%	10.3%	14.2%	16.5%	17.8%
投入资本回报率 (%)	11.8%	22.1%	22.2%	23.8%	25.9%
EV/EBITDA	15.0	15.3	12.4	9.2	6.9
市盈率	39.5	22.7	14.2	10.3	7.9
股息率 (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 16.00

上次预测: 16.00

当前价格: 9.21

2018.05.02

交易数据

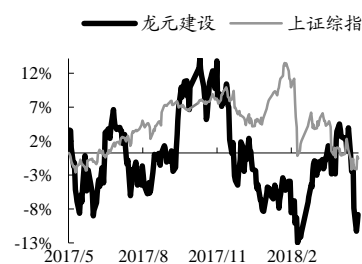
52 周内股价区间 (元)	8.82-12.02
总市值 (百万元)	14,089
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,530/948
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	62%
日均成交量 (百万股)	7.72
日均成交值 (百万元)	77.93

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,128
每股净资产	4.01
市净率	2.3
净负债率	122.17%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.08	0.12
Q2	0.07	0.11
Q3	0.09	0.14
Q4	0.16	0.26
全年	0.40	0.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-100%	-100%	-100%
相对指数	-97%	-87%	-98%

相关报告

《国内领先 PPP 平台,全周期、全领域、更专业》2017.11.14

《业绩高增超预期,与中国 PPP 基金合作彰显实力》2017.10.29

《业绩预增超 70%符合预期,滞涨龙头更凸显价值》2017.10.17

《三季度 PPP 订单翻倍,业绩高增前景广阔》2017.10.15

《定增过会加快 PPP 进度,业绩高增更具确定性》2017.09.29

模型更新时间: 2018.05.02

股票研究

工业
建筑工程业

龙元建设 (600491)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **16.00**

上次预测: 16.00

当前价格: 9.21

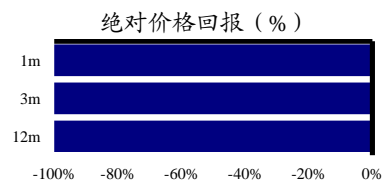
公司网址

www.lycg.com.cn

公司简介

公司是长三角建筑市场最大的民营施工企业,综合实力位居沪外地施工企业前列。

公司主营业务为民用、工业、市政及各类工程的建筑施工和专业安装,以及水泥、钢结构的生产、销售等业务。



52 周价格范围 8.82-12.02
市值 (百万) 14,089

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	14,588	17,873	21,512	26,244	32,281
营业成本	13,353	16,373	19,641	23,882	29,311
税金及附加	149	101	122	105	129
销售费用	7	4	5	6	8
管理费用	289	355	427	472	549
EBIT	790	1,044	1,317	1,778	2,284
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	20	52	77	90
财务费用	89	122	66	78	71
营业利润	500	844	1,303	1,778	2,303
所得税	155	232	326	447	555
少数股东损益	2	5	10	7	7
净利润	348	607	967	1,334	1,749
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,451	1,771	1,252	1,415	2,018
其他流动资产	0	150	0	0	0
长期投资	2,043	8,276	8,276	8,276	8,276
固定资产合计	546	532	471	412	353
无形及其他资产	53	149	194	237	280
资产合计	27,427	37,292	38,771	45,411	53,964
流动负债	20,566	26,595	27,546	32,890	39,730
非流动负债	1,370	4,482	408	4,078	4,078
股东权益	5,270	5,882	6,804	8,094	9,798
投入资本(IC)	4,658	3,430	4,460	5,593	6,703
现金流量表					
NOPLAT	548	757	988	1,334	1,736
折旧与摊销	47	57	50	50	49
流动资金增量	726	784	-30	-1,149	-1,126
资本支出	-165	-100	-34	-23	-23
自由现金流	1,156	1,498	974	210	635
经营现金流	1,157	-415	43	282	708
投资现金流	-1,397	-3,649	18	54	67
融资现金流	1,464	3,323	-580	-172	-172
现金流净增加额	1,225	-741	-519	163	603
财务指标					
成长性					
收入增长率	-9.0%	22.5%	20.4%	22.0%	23.0%
EBIT 增长率	23.9%	32.2%	26.1%	35.0%	28.4%
净利润增长率	70.0%	74.1%	59.4%	37.9%	31.1%
利润率					
毛利率	8.5%	8.4%	8.7%	9.0%	9.2%
EBIT 率	5.4%	5.8%	6.1%	6.8%	7.1%
净利润率	2.4%	3.4%	4.5%	5.1%	5.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.6%	10.3%	14.2%	16.5%	17.8%
总资产收益率(ROA)	1.3%	1.6%	2.5%	2.9%	3.2%
投入资本回报率(ROIC)	11.8%	22.1%	22.2%	23.8%	25.9%
运营能力					
存货周转天数	331	283	283	283	283
应收账款周转天数	181	183	175	179	178
总资产周转天数	648	661	645	585	562
净利润现金含量	3.32	-0.68	0.04	0.21	0.41
资本支出/收入	1%	1%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	80.0%	83.3%	81.6%	81.4%	81.2%
净负债率	23.0%	93.4%	82.1%	67.0%	49.2%
估值比率					
PE	39.5	22.7	14.2	10.3	7.9
PB	2.2	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	15.0	15.3	12.4	9.2	6.9
P/S	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

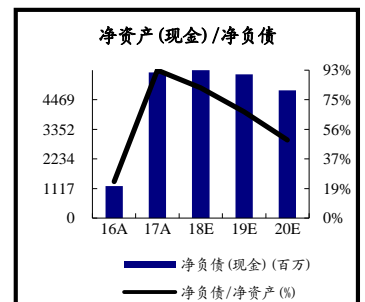
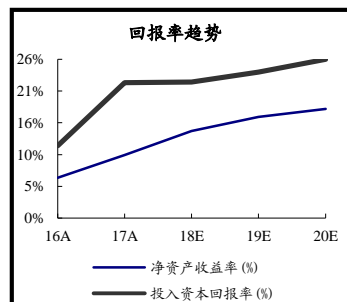
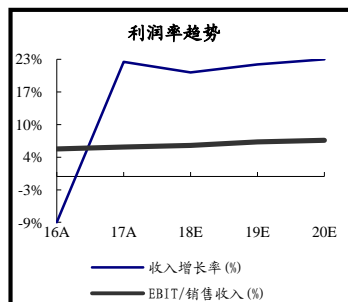
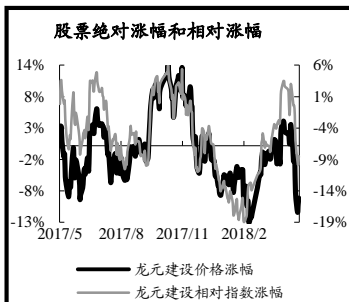


表 1: 龙元建设历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
净利润	184	279	394	222	242	205	348	6.01	9.67
增速	2%	51%	41%	-44%	9%	-15%	70%	74%	61%
EPS	0.15	0.22	0.31	0.18	0.19	0.16	0.28	0.47	0.63
动态 PE								25	15
平均 PE	39	25	17	23	19	66	33	24	15
最高 PE	54	32	21	30	34	103	51	27	16
最低 PE	26	21	12	19	16	38	21	20	14

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

表 2: 2016 年来各个季度新签订单数据一览

	订单金额 (亿)			订单同比增速 (%)		
	总订单	PPP 订单	传统订单	总订单	PPP 订单	传统订单
2016Q1	35.48	12.80	22.68	-2.58%	---	---
2016Q2	83.89	49.75	34.14	26.82%	---	---
2016Q3	106.81	58.32	48.49	93.01%	---	---
2016Q4	151.33	102.96	48.37	74.58%	---	---
2016 年度	377.51	223.84	153.67	54.34%	---	---
2017Q1	48.77	19.09	29.68	37.46%	49.14%	30.86%
2017Q2	121.11	73.01	48.10	44.37%	46.75%	40.89%
2017Q3	193.68	159.40	34.27	81.33%	173.32%	-29.33%
2017Q4	131.75	69.28	62.47	-12.94%	-32.71%	29.15%
2017 年度	495.31	320.78	174.53	31.20%	43.31%	13.57%
2018Q1	53.80	19.80	34.00	10.31%	3.72%	14.56%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		