

# 龙元建设(600491)

公司研究/调研简报

## 盈利能力持续提升，有望受益公募 REITS 细则落地

调研简报/环保与公用事业

2020年6月10日

### 一、分析与判断

#### ➤ 民营建筑工程龙头，借力 PPP 持续进行业务升级转型

公司前身为浙江二建股份，系 A 股房建板块第 5 家上市公司。2014 年起公司抓住国内 PPP 模式发展浪潮积极向市政、基建方向转型，2019 年公司房建类订单由过去的 97% 下降至 41%，其中毛利更高的公路、市政类项目占比持续提升。公司至今获得 PPP 订单总量逾 800 亿元，是 PPP 项目承接规模最大、经验最为丰富的龙头民企之一。凭借多年来在 PPP 投资建设运营方面的积累，公司逐步打造起集基建投资、项目管理总包、资产管理为一体的龙元生态，发展建筑背景下的混业经营，近三年来毛利率和净利率持续提升。

#### ➤ 加速拓展装配式建筑、运营管理等新业务，盈利能力持续提升

2019 年公司通过产业整合和技术集成，加大了装配式建筑业务的布局力度。公司旗下大地钢构是国内知名建筑钢结构企业，具有钢结构工程专业承包壹级等多项资质。全资子公司龙元明筑已成功研发更新 S-SYSTEM 高性能钢结构全装配住宅产品 2.5 产品体系，装配率达 95% 以上，极大提高管理和运营效率，有效缩减投资开发单位的管理环节，降低管理风险。随着在手 PPP 项目逐步进入运营期，未来公司在市政道路养护、停车场、学校、医养结合、教育等领域的运营收入比重有望持续提升。除建立自身精简、高效的运维体系外，公司积极引入累计 117 家优质运营商，通过联合协作的方式进一步提升 PPP 项目运营效率，充分发挥协同效应，实现互利共赢。

#### ➤ 聚焦长三角区域优质项目保障回款，未来有望受益公募 REITS 政策落地

公司坚持承接优质项目，在过去两年的行业寒冬中依然能够维持快速增长。2019 年公司 70% 的收入来源于财政收入较好、回款保障性较强的浙江、上海等华东地区，当年经营活动现金流回正，彰显较好的风险把控能力。4 月 30 日，证监会联合发改委印发公募 REITS 试点通知，具备专业团队和对行业有深刻理解的企业有望率先受益。未来随着相关细则及税收优惠的落地，公司周转速度有望获得进一步提升。

### 二、投资建议

我们看好基建稳增长政策的持续落地。公司在手订单充沛，龙元生态的建立和装配式等新业务布局将进一步提升其盈利能力。我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.74、0.82 和 0.90，对应当前股价 PE 12/11/10x，低于可比公司 14x 的 2020 年平均预测 PE，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 三、风险提示

1、在手项目建设不及预期；2、基建政策落地不及预期；3、行业竞争加剧。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,427	23,570	25,941	28,551
增长率(%)	6.0%	10.0%	10.1%	10.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,021	1,131	1,249	1,382
增长率(%)	10.7%	10.8%	10.5%	10.6%
每股收益(元)	0.67	0.74	0.82	0.90
PE(现价)	12.9	11.7	10.6	9.6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

首次覆盖

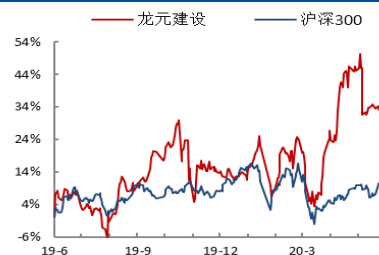
当前价格： 8.61

#### 交易数据

2020-6-9

近 12 个月最高/最低(元)	9.73/6.12
总股本(百万股)	1529.76
流通股本(百万股)	1529.76
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	132.48
流通市值(亿元)	132.48

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

#### 分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

#### 研究助理：杨任重

执业证号： S0100118070006

电话： 021-60876723

邮箱： yangrenzong@mszq.com

#### 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	21,427	23,570	25,941	28,551
营业成本	19,236	21,160	23,276	25,604
营业税金及附加	103	114	125	138
销售费用	9	10	11	12
管理费用	399	439	483	531
研发费用	73	81	89	98
EBIT	1,606	1,767	1,957	2,168
财务费用	66	189	210	231
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	29	30	30	30
营业利润	1,486	1,617	1,787	1,977
营业外收支	(8)	0	0	0
利润总额	1,478	1,617	1,787	1,977
所得税	445	487	538	595
净利润	1,033	1,131	1,249	1,382
归属于母公司净利润	1,021	1,131	1,249	1,382
EBITDA	1,651	1,809	1,999	2,210

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3786	2629	5992	5051
应收账款及票据	10195	11214	12343	13584
预付款项	673	740	814	895
存货	13665	16088	16641	19361
其他流动资产	1016	1016	1016	1016
流动资产合计	31188	34982	39148	43741
长期股权投资	710	740	770	800
固定资产	526	526	526	526
无形资产	87	85	83	82
非流动资产合计	28120	28202	28192	28182
资产合计	59308	63238	67392	71975
短期借款	3985	3985	3985	3985
应付账款及票据	17767	19544	21499	23648
其他流动负债	2378	2378	2378	2378
流动负债合计	34687	37369	40321	43568
长期借款	12959	12959	12959	12959
其他长期负债	10	10	10	10
非流动负债合计	13036	13036	13036	13036
负债合计	47723	50457	53409	56656
股本	1530	1530	1530	1530
少数股东权益	1092	1092	1092	1092
股东权益合计	11723	12807	14011	15347
负债和股东权益合计	59308	63238	67392	71975

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	6.0%	10.0%	10.1%	10.1%
EBIT 增长率	15.6%	10.0%	10.8%	10.8%
净利润增长率	10.7%	10.8%	10.5%	10.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	10.2%	10.2%	10.3%	10.3%
净利率	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
总资产收益率 ROA	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%
净资产收益率 ROE	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6
现金比率	0.1	0.1	0.2	0.1
资产负债率	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	170.9	170.9	170.9	170.9
存货周转天数	253.1	253.1	253.1	253.1
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.7	0.7	0.8	0.9
每股净资产	6.9	7.7	8.4	9.3
每股经营现金流	0.1	(0.5)	2.4	(0.3)
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	12.9	11.7	10.6	9.6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.2	15.4	12.3	11.5
股息收益率	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,033	1,131	1,249	1,382
折旧和摊销	(83)	42	42	42
营运资金变动	(1,015)	(2,269)	2,149	(2,288)
经营活动现金流	106	(786)	3,726	(423)
资本开支	51	(15)	2	2
投资	(194)	0	0	0
投资活动现金流	(6,599)	15	(2)	(2)
股权募资	169	0	0	0
债务募资	6,335	0	0	0
筹资活动现金流	5,517	(387)	(361)	(516)
现金净流量	(976)	(1,158)	3,363	(941)

## 分析师与研究助理简介

**杨侃：**南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

**杨任重：**香港理工大学精算与投资科学硕士，2018 年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。