

建筑装饰

2018年05月02日

龙元建设 (600491)

——业绩符合预期，定增融资完成加速 PPP 项目执行

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点:

- **公司 2017 年净利润同比增长 74.1%，18Q1 净利润同比增长 80.9%，符合我们的预期。**2017 年公司实现营业收入 178.7 亿元，同比增长 22.5%，其中与 PPP 项目相关的施工收入贡献收入 42.3 亿，同比增长 410%，PPP 项目投资运营收入贡献 2.66 亿，同比增长 158%，公司全年实现归属于上市公司股东净利润 6.07 亿元，同比增长 74.1%，分季度来看 2017Q1/Q2/Q3/Q4 单季分别实现收入 39.66 亿/42.87 亿/43.04 亿/53.16 亿，同比增长-2.88%/35.52%/32.66%/29.76%，单季分别贡献利润 1.19 亿/1.13 亿/1.32 亿/2.42 亿，同比增长 73.49%/82.71%/80.03%/67.63%，2018Q1 实现营业收入 53.98 亿元，同比增长 36.11%，实现净利润 2.16 亿元，较去年同期增长 80.91%，公司 17 年至 18Q1 净利润高增长主要为 PPP 业务收入占比提升贡献。
- **PPP 业务逐步落地改善公司盈利能力，公司 17 年净利率提升 1.02 个百分点，18Q1 净利率提升 1.02 个百分点。**2017 年公司综合毛利率较去年同期基本持平，剔除“营改增”影响，营业利润率同比提升 1.29 个百分点，主要系 PPP 业务毛利率 (12.46%) 高于传统建筑施工业务 (7.16%)，后续随着 PPP 收入规模不断扩大、利润比重逐步提高，公司盈利能力有望继续获得提升；17 年公司期间费用率同比提升 0.05 个百分点至 2.69%，主要系财务费用率同比提升 0.07 个百分点至 0.68% 所致，一方面系公司根据发展需要补充流动资金与相关业务借款较多，支付资金成本上升，另一方面去年同期产生较多汇兑收益对财务的正向贡献消除；17 年公司销售费用率同比下降 0.03 个百分点，管理费用率去 16 年基本持平，公司资产减值损失占营业收入比重同比下降 0.87 个百分点至 0.55%，综合影响下公司净利率提升 1.02 个百分点至 3.42%。公司 2018Q1 综合毛利率为 9.64%，同比提升 1.0 个百分点，18Q1 公司经营业务有所增加，管理费用率同比下降 0.34 个百分点至 2.40%，财务费用率同比提升 0.39 个百分点至 1.10%，综合影响下 2018Q1 公司净利率提升 1.02 个百分点。
- **17 年公司经营性现金流净额与投资活动产生现金流净额合计较去年同期多流出 38.24 亿元，18Q1 同比多流出 12.86 亿元。**17 年公司经营活动现金流量净额为-4.15 亿元，同比多流出 15.72 亿元，收现比 69.6%，同比下降 25.1 个百分点，付现比 49.36%，同比下降 11.16 个百分点，投资活动产生的现金净额由于 PPP 项目大力推进同比多流出 22.5 亿元 (主要为支出 PPP 项目前期款项 37.1 亿)，18Q1 公司经营活动现金流净额-9.33 亿，同比多流出 8.26 亿，投资性现金流净额同比多流出 3.97 亿元，但现金流出已较 17Q4 已有明显改善，18Q1 公司应收账款环比 17Q4 下降 22.5 亿元，预收款环比增加 5.43 亿元，长期应收款环比 17Q4 增加 15.35 亿，存货环比增加 13.79 亿元，公司 PPP 项目启动期投资款支出造成前期现金流出较大，后续随着银行融资逐步到位有望得到改善。
- **积极推进 PPP 业务，加快实现转型升级：1) 加大运营资源投入，完善 PPP 全生命周期产业链结构。**坚定 PPP 为战略发展方向，17 年在以母公司为主体、龙元明城和杭州城投为两翼的基础上，控股或参股成立了龙元天册、龙元养护、益城停车等专业运营机构，不断加大运营类资源投入，截止目前公司累计与超过 60 家品牌运营商建立了战略合作伙伴关系，形成了“一体两翼+N 专业公司”的格局，为公司在 PPP 重运营的新时代提升核心竞争力奠定了坚实的基础。**2) 公司承接项目优质，利润率水平较高。**公司对市场上的大量项目进行了跟踪和筛选，2015 年承接 PPP 业务 76.53 亿元，2016 年承接 223.8 亿元，2017 年承接 320.8 亿，全年成立 SPV 公司 21 家 (截止 17 年底公司共投资设立 SPV 公司 40 家)，SPV 公司的快速落地为 PPP 项目的施工与融资奠定了良好的基础，公司承接的 PPP 项目覆盖市政、交通、农林水利、社会事业等领域，项目优质，为后续业绩的释放提供充足保证。**3) 融资能力突出，定增用于 PPP 项目保障业务发展，发行底价构筑一定安全边际。**公司通过多种方式融资支持 PPP 业务发展，除债券融资外，18 年 4 月公司第一期应收账款 ABS 获得上海证券交易所批准，注册规模为 5.19 亿元，期限为 2.5 年，成为国内首单民营企业作为原始权益人获批注册的工程类应收账款 ABS 产品；同时公司以 10.71 元/股的价格非公开发行不超过 2.68 亿股，募集不超过 28.67 亿元用于 PPP 项目投资，定增发行底价与目前股价倒挂 15%，构筑一定安全边际。
- **上调 18-19 年盈利预测，新增 2020 年盈利预测，维持“增持”评级：**公司在手订单执行顺利，定增完成后 PPP 项目开展保证能力加强，上调 18-19 年盈利预测，新增 2020 年盈利预测，预计公司 18-20 年净利润为 10.03 亿/14.02 亿/18.93 亿，原值 (8.88 亿/12.44 亿)，增速分别为 65%/40%/35%；对应 PE 分别为 14X/10X/7X。

财务数据及盈利预测

| | 2017 | 2018Q1 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 17,873 | 5,398 | 31,108 | 42,961 | 57,469 |
| 同比增长率 (%) | 22.52 | 36.11 | 74.00 | 38.10 | 33.80 |
| 净利润 (百万元) | 607 | 216 | 1,003 | 1,402 | 1,893 |
| 同比增长率 (%) | 74.08 | 80.91 | 65.30 | 39.80 | 35.00 |
| 每股收益 (元/股) | 0.48 | 0.17 | 0.66 | 0.92 | 1.24 |
| 毛利率 (%) | 8.4 | 9.6 | 7.7 | 7.5 | 7.4 |
| ROE (%) | 10.3 | 3.5 | 10.5 | 12.9 | 14.8 |
| 市盈率 | 19 | | 14 | 10 | 7 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2018年04月27日

| | |
|----------------|------------------|
| 收盘价 (元) | 8.99 |
| 一年内最高/最低 (元) | 12.02/8.82 |
| 市净率 | 1.9 |
| 息率 (分红/股价) | - |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 8519 |
| 上证指数/深证成指 | 3082.23/10324.47 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年03月31日

| | |
|-----------------|----------|
| 每股净资产 (元) | 4.86 |
| 资产负债率% | 82.35 |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 1530/948 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《龙元建设 (600491) 点评：新签订单保持高速增长态势，定增叠加员工持股保障业绩落地》 2017/10/30

《龙元建设 (600491) 点评：PPP 业务推进持续改善盈利能力，员工持股计划彰显十足信心》 2017/08/29

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyong@swsresearch.com
李峙屹 A0230517070004
lizhi@swsresearch.com

研究支持

黄颖 A0230117070010
huangying@swsresearch.com

联系人

黄颖
(8621)23297818x021-23297204
huanqing@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 16,029 | 14,588 | 17,873 | 31,108 | 42,961 | 57,469 |
| 营业收入同比增长率 (yoy) | -1.24% | -8.99% | 22.52% | 74.00% | 38.10% | 33.80% |
| 减: 营业成本 | 14,637 | 13,353 | 16,373 | 28,707 | 39,725 | 53,212 |
| 毛利率 (%) | 8.69% | 8.47% | 8.39% | 7.70% | 7.50% | 7.40% |
| 减: 营业税金及附加 | 509 | 149 | 101 | 187 | 258 | 345 |
| 主营业务利润 | 884 | 1,086 | 1,399 | 2,214 | 2,978 | 3,912 |
| 主营业务利润率 (%) | 5.51% | 7.45% | 7.83% | 7.12% | 6.93% | 6.81% |
| 减: 销售费用 | 8 | 7 | 4 | 6 | 9 | 11 |
| 减: 管理费用 | 238 | 289 | 355 | 467 | 619 | 759 |
| 减: 财务费用 | 151 | 89 | 122 | 217 | 217 | 266 |
| 经营性利润 | 487 | 701 | 917 | 1,524 | 2,133 | 2,876 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | 1.44% | 44.03% | 30.90% | 66.13% | 39.96% | 34.83% |
| 经营性利润率 (%) | 3.04% | 4.80% | 5.13% | 4.90% | 4.96% | 5.00% |
| 减: 资产减值损失 | 171 | 207 | 98 | 187 | 241 | 317 |
| 加: 投资收益及其他 | -1 | 6 | 20 | 26 | 25 | 36 |
| 营业利润 | 314 | 500 | 844 | 1,369 | 1,922 | 2,600 |
| 加: 营业外净收入 | 6 | 5 | -1 | 16 | 18 | 18 |
| 利润总额 | 321 | 505 | 843 | 1,385 | 1,940 | 2,618 |
| 减: 所得税 | 122 | 155 | 232 | 374 | 527 | 711 |
| 净利润 | 198 | 350 | 611 | 1,011 | 1,413 | 1,908 |
| 少数股东损益 | -7 | 2 | 5 | 8 | 11 | 15 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 205 | 348 | 607 | 1,003 | 1,402 | 1,893 |
| 净利润同比增长率 (yoy) | -15.22% | 69.96% | 74.07% | 65.30% | 39.80% | 35.00% |
| 全面摊薄总股本 | 948 | 1,262 | 1,262 | 1,530 | 1,530 | 1,530 |
| 每股收益 (元) | 0.22 | 0.28 | 0.48 | 0.66 | 0.92 | 1.24 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 1.28% | 2.39% | 3.39% | 3.22% | 3.26% | 3.29% |
| ROE | 5.75% | 6.61% | 10.31% | 10.50% | 12.90% | 14.80% |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。