

## 龙元建设

600491

## 从追求规模转向经营质量， 加速 PPP 回款、加大钢结构布局

2021 年 04 月 21 日

审慎增持 (维持)

## 市场数据

市场数据日期	2021-04-20
收盘价(元)	5.09
总股本(百万股)	1529.76
流通股本(百万股)	1529.76
总市值(百万元)	7786.47
流通市值(百万元)	7786.47
净资产(百万元)	11374.78
总资产(百万元)	62537.53
每股净资产(元)	7.44

## 相关报告

《龙元建设三季报点评：装配式加速落地，经营质量持续改善》2020-10-28

《龙元建设半年报点评：现金流显著改善，加码钢结构装配式业务》2020-08-26

《Q3 业绩增长 23%，现金流有所好转》2018-10-28

## 分析师：

王翩翩

wangpianpian@xyzq.com.cn

S0190520050003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

## 主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17787	20479	22685	24764
同比增长	-17.0%	15.1%	10.8%	9.2%
归母净利润(百万元)	809	919	1016	1117
同比增长	-20.8%	13.6%	10.6%	10.0%
毛利率	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
归母净利润率	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
净资产收益率(%)	7.1%	7.5%	7.6%	7.7%
每股收益(元)	0.53	0.60	0.66	0.73
每股经营现金流(元)	0.21	0.08	0.12	0.07

## 投资要点

- **公司发布 2020 年报：**公司实现营业收入 177.87 亿元，同比降低 16.99%；实现归母净利润 8.09 亿元，同比降低 20.75%。其中，Q4 实现营业收入 29.60 亿元，同比降低 44.15%；实现归母净利润 2.40 亿元，同比降低 39.04%。
- **2020 年新签合同额 242.36 亿元，同比增长 19.02%，系基建订单大幅增长拉动整体，房建订单增长较为平稳。**Q1-Q4 新签合同同比分别变动 -23.36%、129.84%、-25.87%、5.61%。房屋建设、基建工程、专业工程、建筑装饰新签同比分别变动 10.58%、117.64%、-40.56%、-4.44%。单一施工和融资合同模式新增项目分别同比增长 11.81%、56.20%。
- **2020 年实现营收 177.87 亿元，同比减少 16.99%，其中 Q4 营收同比减少 44.15%，主要系公司综合考虑市场环境及资金投出与投资回笼的平衡主动控制 PPP 项目施工节奏，因此 PPP 项目贡献的收入有所下滑。**Q1-Q4 营收分别同比下滑 19.27%、2.71%、0.53%、44.15%。土建施工、装饰与钢结构、水利施工、PPP 投资、房地产收入分别同比变动 -22.73%、53.98%、-21.32%、30.89%、-62.03%，装饰与钢结构收入增速亮眼，公司深耕装配式领域，拥有首个通过住建部科技成果评估的完整钢结构装配式住宅体系，于安徽扩产加码钢结构布局，未来该项业务有望持续增长。
- **2020 年实现综合毛利率 10.84%，同比增长 0.62pct，系土建施工主业毛利率有所提升。**实现净利率 4.68%，较去年同期下滑 0.14pct，毛利率提高而净利率降低主要系期间费用增长。全年期间费用率为 3.61%，同比增长 1.06pct，管理、财务及研发费率有所上升。信用+资产减值损失为 1.32 亿元，占收入的比例为 0.74%，同比增长 0.14pct。
- **每股经营性现金流净额为 0.21 元，较去年降低 0.03 元/股，其中 Q1-Q4 同比分别变动 0.32 元、0.68 元、-0.02 元、-1.01 元，Q4 下滑显著系放慢 PPP 项目进度影响。**公司 PPP 项目储备充裕且逐步进入运营期，全年新增 10 个项目进入运营期，新增政府回款增长 34%，预计未来 PPP 项目进度有望加快从而带动整体业绩修复及资金回笼。
- **盈利预测及评级：**我们下调公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为 0.60 元、0.66 元、0.73 元，对应 4 月 20 日收盘价 PE 分别为 8.5 倍、7.7 倍、7.0 倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：宏观经济下行风险、在手订单落地不及预期、施工项目进度缓慢、现金流情况恶化、坏账损失超预期**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

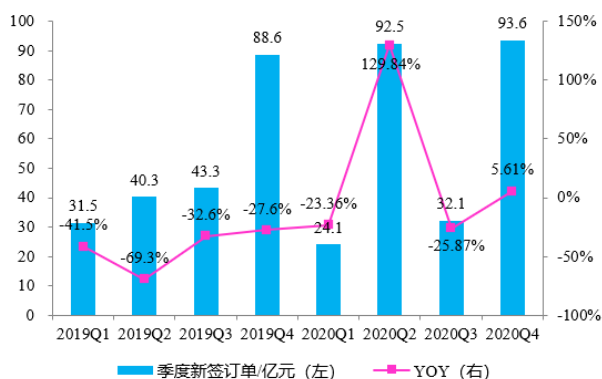
## 事件

- **公司发布 2020 年报:** 公司实现营业收入 177.87 亿元, 同比降低 16.99%; 实现归属于上市公司母公司净利润 8.09 亿元, 同比降低 20.75%。其中, Q4 实现营业收入 29.60 亿元, 同比降低 44.15%; 实现归母净利润 2.40 亿元, 同比降低 39.04%。

## 点评

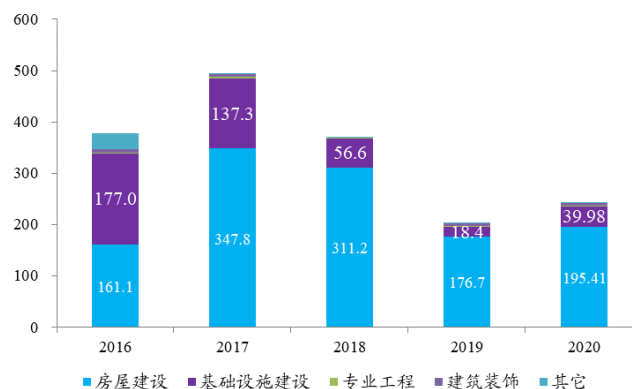
- **2020 年公司新签合同额 242.36 亿元, 同比增长 19.02%, 主要系基建订单大幅增长拉动整体, 房建订单增长较为平稳。具体来看:**
  - 1) 分季度来看, Q1、Q2、Q3、Q4 新签合同额分别为 24.11 亿元、92.53 亿元、32.10 亿元、93.58 亿元, 分别同比变动-23.36%、129.84%、-25.87%、5.61%, Q2 新承接业务量同比增速大幅回升, 主要系国内疫情逐步趋稳、复工复产全面推进、市场总体稳中向好, 公司在疫情严控期间积极准备项目投标前期工作, 二季度以来积极开拓市场、承接高质量业务。Q3 受房建订单下滑影响, 整体订单有所降低, Q4 房建订单回暖, 季度订单创年内新高。
  - 2) 分行业来看, 房屋建设、基建工程、专业工程、建筑装饰新签订单金额分别为 195.41 亿元、39.98 亿元、1.24 亿元、4.74 亿元, 分别较上年增减 10.58%、117.64%、-40.56%、-4.44%。房建订单增速保持两位数增长, 基建订单大幅增长, 主要系国家稳基建政策下, 公司有序推进基建领域新签订单承接。
  - 3) 分合同模式来看, 单一施工合同模式、融资合同模式 PPP 新增项目金额分别为 190.69 亿元、51.67 亿元, 分别同比增长 11.81%、56.20%。

图 1、公司各季度新签订单及同比



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司 2016-2020 年新签订单结构 (亿元)

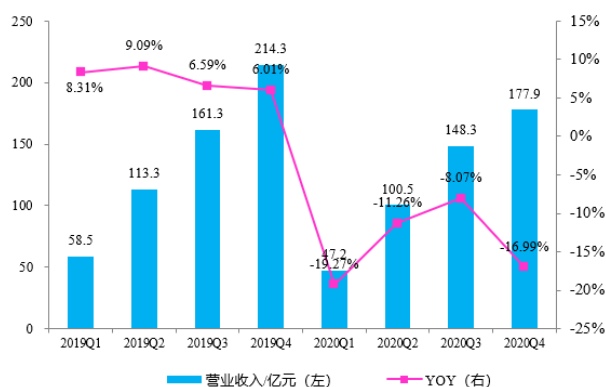


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 2020 年公司实现营业收入 177.87 亿元，同比降低 16.99%，其中 Q4 实现营业收入 29.60 亿元，同比大幅降低 44.15%，主要系公司主动控制了在手项目执行进度。

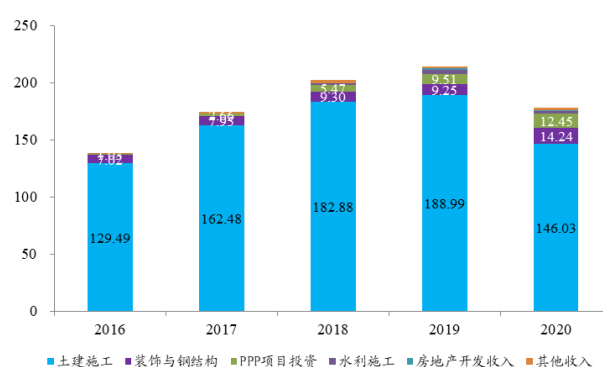
- 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 47.2 亿元、53.32 亿元、47.75 亿元、29.60 亿元，分别同比下滑 19.27%、2.71%、0.53%、44.15%，Q1~Q3 季度收入降幅收窄，主要系疫情影响逐渐减小以及公司复工复产推进，提升施工效率，Q4 收入下降主要系公司综合考虑市场环境及资金投出与投资回笼的平衡主动控制 PPP 项目施工节奏，因此 PPP 项目贡献的收入有所下滑。
- 2) 分行业来看，土建施工、装饰与钢结构、水利施工、PPP 项目投资、房地产开发分别实现收入 146.03 亿元、14.24 亿元、2.67 亿元、12.45 亿元、0.39 亿元，分别同比变动-22.73%、53.98%、-21.32%、30.89%、-62.03%，土建施工业务中，PPP 及 BT 项目施工实现营收 48.27 亿元，同比降低 38.17%。从业务结构来看，剔除 PPP 及 BT 项目施工后土建施工共实现营收 97.76 亿元，同比下滑 11.9%，我们认为是疫情影响下正常变动，伴随疫情缓解及 PPP 项目逐渐释放，收入有望实现反弹；装饰与钢结构业务受益于钢结构行业政策及需求向好，驱动收入高速增长。

图 3、龙元建设各季度收入及增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、龙元建设 2016-2020 年分业务收入（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2020 年实现归母净利润 8.09 亿元，同比降低 20.75%，Q4 实现归母净利润 2.40 亿元，同比下滑 39.04%，主要系公司为稳妥起见主动控制 PPP 项目施工节奏，导致收入业绩均有所下滑，未来在手订单持续推进仍将为相应业绩释放提供保障。

- 1) 分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利润 1.84 亿元、1.97 亿元、1.88 亿元、2.40 亿元，分别同比变动-29.55%、12.29%、-1.20%、-39.04%，公司控制 PPP 项目施工节奏导致归母净利润下半年有所下滑。
- 2) 拆分业务来看，土建施工、装饰与钢结构、水利施工、PPP 项目投资、房地产开发毛利润占比分别为 80.85%、5.19%、1.44%、9.01%、0.09%，其中 PPP 及 BT 项目毛利润占比由 2019 年 41.94% 降低至 2020 年 27.16%，PPP 项目贡献减少是利润下滑的重要因素，预计未来进度加速将带动业绩修复。

- 2020 年公司实现综合毛利率 10.84%，较去年增长 0.62pct；实现净利率 4.68%，较去年同期下滑 0.14pct，毛利率提高而净利率降低主要系期间费用增长。

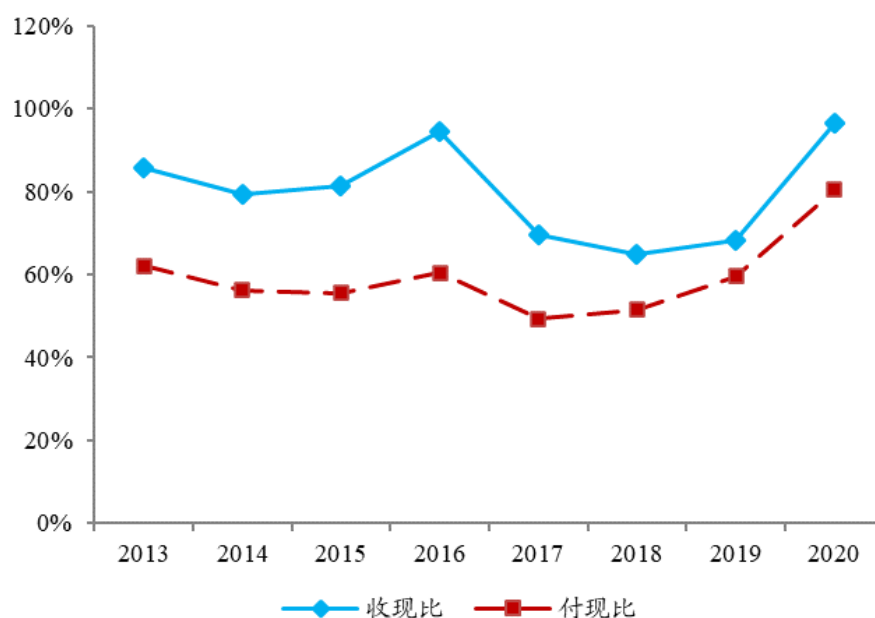
- 1) 分季度来看，公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 11.71%、8.96%、10.88%、12.80%，分别同比变动 1.51pct、0.36 pct、2.48 pct、-0.79pct。
- 2) 分行业来看，公司土建施工、装饰与钢结构、水利施工、PPP 项目投资、房地产开发毛利率分别为 10.68%、7.03%、10.38%、13.96%、44.91%，分别同比变动 0.92pct、-3.72pct、3.08 pct、-1.23 pct、-1.87pct、24.02 pct，土建施工业务中的 PPP 及 BT 项目施工分项业务毛利率 10.85%，同比降低 0.92pct。公司毛利率上升主要系土建项目中非 PPP 及 BT 部分的项目的施工毛利率提升。

- 2020 年公司期间费用率为 3.61%，同比增长 1.06pct，主要系管理、财务及研发费率有所上升。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 1) 销售费用率为 0.03%，同比降低 0.01pct，主要系公司控制成本所致。
  - 2) 管理费用率为 2.12%，同比增长 0.26pct，主要系营业收入降低，摊薄增加所致。
  - 3) 财务费用率为 1.04%，同比增长 0.73pct，主要系借款利息增长所致。
  - 4) 研发费用率为 0.42%，同比增长 0.08pct，主要系公司加大研发投入力度所致。
- **2020 年公司信用+资产减值损失为 1.32 亿元，占收入的比例为 0.74%，同比增长 0.14pct。**信用资产减值损失增长主要系应收账款坏账损失增加，资产减值损失增长主要系合同资产减值损失导致。
  - **2020 年公司每股经营性现金流净额为 0.21 元，较去年降低 0.03 元/股。**2020 年全年实现经营性现金流净额 3.18 亿元，较 2019 年下滑 12.88%，主要系疫情影响，预计未来伴随应收款项清收和清欠力度持续加大，公司现金流有望进一步改善。
- 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.10 元、0.16 元、0.09 元、0.06 元，较去年同期变动 0.32 元、0.68 元、-0.02 元、-1.01 元，上半年季度现金流环比改善，下半年受公司 PPP 项目节奏影响，现金流有所下滑。
  - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2020 年收、付现比分别为 96.68% 和 80.56%，分别较去年变动 28.37pct、20.93pct，收现比增幅大于付现比。

图 5、公司收现比及付现比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **PPP 项目逐步进入运营期，全年新增 10 个项目进入运营期，新增政府回款增长 34%。**截至 2020 年末，公司累计中标 PPP 项目超 900 亿，在手订单充足，支撑未来业绩改善。公司进行属地化经营，积极强化已落地项目投后管

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

控,并建立 PPP 项目数据管理可视化平台,目前为推进 PPP 项目共设立 SPV 项目公司 72 家,累计项目开工率在 90%以上。公司注重 PPP 项目融资与项目建设进度全过程动态平衡,并积极探索多元化融资渠道,2020 年新增融资授信批复 65.94 亿元,新增 PPP 债权提款 59.63 亿元,并通过资产证券化募集资金 8.05 亿元,拓宽筹资渠道并优化融资结构。公司重点布局医疗养老、文化体育、教育、环保等领域,2020 年新增晋江国际会展中心、湖州市南浔区菱湖人民医院、宁波市东外环快速路工程等 10 个 PPP 项目进入或部分进入运营期。随着公司 PPP 项目及子项目逐步进入运营期,回款规模大幅度提升,全年新增政府回款 18.4 亿元,同比增长 33.92%。

- **公司深耕装配式领域,拥有首个通过住建部科技成果评估的完整钢结构装配式住宅体系,于安徽扩产加码钢结构布局。**公司开展钢结构住宅产品技术体系研发,并成立子公司龙元明筑,目前公司高性能全装配式钢结构住宅产品体系(S 体系)适配各类住宅与公建房屋建筑产品建造,装配率最高可达 95%。是首个通过住建部科技成果评估的完整钢结构装配式住宅体系,已成功在津西东湖湾小区四期工程 II 标段装配式钢结构 EPC 工程、泗洪文体小镇、天长吾悦广场等多个项目落地。公司于安徽省宣城市投建装配式建筑科技产业园项目,总投资额约 15 亿元,分两期建设,建成后将提升公司钢结构装配式产能规模,匹配订单需求,为大力开展 S 体系装配式业务、服务长三角市场奠定坚实基础。未来公司将打造钢结构装配式平台,将钢结构装配式业务培育为新的营收和利润增长点。
- **盈利预测及评级:**我们下调公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为 0.60 元、0.66 元、0.73 元,对应 4 月 20 日收盘价 PE 分别为 8.5 倍、7.7 倍、7.0 倍,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:**宏观经济下行风险、在手订单落地不及预期、施工项目进度缓慢、现金流情况恶化、坏账损失超预期



附表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	29717	35001	39621	42176
货币资金	3349	9482	13833	16600
交易性金融资产	5	0	0	0
应收账款	3651	5529	5717	4457
其他应收款	1961	4930	5461	5962
存货	704	14585	14138	8814
<b>非流动资产</b>	32821	35775	39163	42842
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	754	754	754	754
投资性房地产	188	188	188	188
固定资产	711	658	606	553
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	93	93	93	93
<b>资产总计</b>	62538	70775	78784	85018
<b>流动负债</b>	32338	35985	38970	41579
短期借款	4691	5045	5317	5561
应付票据	880	465	525	584
应付账款	15604	16408	17774	18951
其他	11163	14067	15353	16483
<b>非流动负债</b>	17681	21347	25348	27848
长期借款	17347	21347	25347	27847
其他	334	0	1	1
<b>负债合计</b>	50019	57332	64318	69427
股本	1530	1530	1530	1530
资本公积	4047	4047	4047	4047
未分配利润	4673	5921	6846	7862
少数股东权益	1143	1150	1157	1165
<b>股东权益合计</b>	12518	13443	14466	15591
<b>负债及权益合计</b>	62538	70775	78784	85018

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	809	919	1016	1117
折旧和摊销	48	52	52	52
资产减值准备	-875	1551	152	-17
无形资产摊销	10	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	186	415	371	343
投资损失	-25	-47	-47	-47
少数股东损益	24	7	7	8
营运资金的变动	4821	2844	1315	1337

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	17787	20479	22685	24764
营业成本	15858	18231	20198	22036
营业税金及附加	67	82	73	62
销售费用	5	4	5	10
管理费用	377	430	583	711
财务费用	186	415	371	343
资产减值损失	38	44	44	44
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	25	47	47	47
<b>营业利润</b>	1137	1320	1460	1605
营业外收入	3	3	3	4
营业外支出	17	20	22	24
<b>利润总额</b>	1123	1303	1441	1585
所得税	290	378	418	460
净利润	833	925	1023	1125
少数股东损益	24	7	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	809	919	1016	1117
<b>EPS(元)</b>	0.53	0.60	0.66	0.73

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-17.0%	15.1%	10.8%	9.2%
营业利润增长率	-23.5%	16.0%	10.6%	10.0%
净利润增长率	-20.8%	13.6%	10.6%	10.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
净利率	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ROE	7.1%	7.5%	7.6%	7.7%

<b>偿债能力</b>				
资产负债率	80.0%	81.0%	81.6%	81.7%
流动比率	0.92	0.97	1.02	1.01
速动比率	0.90	0.57	0.65	0.80
<b>营运能力</b>				
资产周转率	29.2%	30.7%	30.3%	30.2%
应收帐款周转率	242.3%	406.7%	363.1%	438.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.53	0.60	0.66	0.73

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	-4668	119	179	110	每股经营现金	0.21	0.08	0.12	0.07
投资活动产生现金流量	-3649	-2998	-1783	-1110	每股净资产	7.44	8.04	8.70	9.43
融资活动产生现金流量	4950	4335	4125	2611					
现金净变动	-3367	1455	2520	1611	估值比率(倍)				
现金的期初余额	3786	3349	9482	13833	PE	9.6	8.5	7.7	7.0
现金的期末余额	419	4805	12003	15444	PB	0.7	0.6	0.6	0.5



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn