

龙元建设 (600491.SH)

业务结构不断优化, 主动减速求稳致远

主动控制 PPP 项目施工节奏, 收入与利润出现下滑。公司 2020 年实现营业收入 177.87 亿元, 同比减少 16.99%; 归母净利润 8.09 亿元, 同比减少 20.75%。收入与业绩出现下滑, 除受疫情影响外, 主要因公司根据宏观环境以及资金投入回收的平衡情况, 主动控制 PPP 项目施工节奏所致。本期 PPP 项目施工收入 48.27 亿元, 同比下滑 38%。公司计划 2021 年新接订单 280 亿, 较 2020 年实际新签增长 15.5%; 完成产值 210 亿, 较 2020 年收入增长 18%; 其中 PPP 投资 60 亿元。

新签订单稳健增长, 业务结构不断优化。2020 年公司累计新签订单 242.36 亿元, 同比增长 19.02%; 新承接传统项目合计 190.69 亿元, 同比增长 11.81%, 其中非房建类项目占比达 36%, 非民营业务占比接近 50%, 订单结构优化, 推动整体毛利率持续提升; 承接 PPP 项目 51.67 亿元, 同比增长 56.20%。

毛利率提升, 现金流情况动态改善。2020 年公司毛利率 10.84%, YoY+0.62 个 pct, 主要因公司传统施工业务结构优化, 毛利率较高的非房建及政府类项目占比提升所致。期间费用率 3.61%, YoY+1.06 个 pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY-0.01/+0.26/+0.08/+0.73 个 pct, 财务费用率增加较多主要因本期利息费用及汇兑损失增加。有效所得税率下降 4.25 个 pct。归母净利率 4.55%, YoY-0.22 个 pct。公司 2020 年经营活动现金净流入 3.18 亿元, 上年同期为净流入 3.62 亿元; 投资性现金流净流出 43.72 亿元, 幅度收窄 22.27 亿元, 主要因: 1) 本期 PPP 项目前期投资 57 亿元, 较去年减少约 20 亿元。2) 本期 PPP 项目回款 18.4 亿元, 增加 34%。

PPP 项目减速求稳, 有望逐步进入投收平衡。公司主动控制投入节奏, PPP 投资强度明显下降; 同时前期项目逐步完工进入运营回收阶段, 本期共实现 PPP 项目政府回款 18.4 亿元, 同比增长 33.92%, 新增 10 个 PPP 项目进入或部分进入运营期, 随着进入收款期的 PPP 项目的不断增加, 预计至 2022 年公司将逐步步入 PPP 项目资金投出与投资回笼平衡的发展阶段。公司目前在手 PPP 订单较为充裕, 将为未来业绩提供基础性保障, 运营回款将形成中长期的稳定现金流。

运营业务完善布局, 装配式打造全新增长点。公司自开展 PPP 业务以来始终重视运营业务发展, 控股或参股成立了龙元天册、龙元明兴、益城停车等专业运营机构, 重点布局医疗养老、文化体育、教育、环保等有关民生的领域, 同时公司积极与国内专业运营机构建立合作, 截至报告期末累计对接包括医管家、戴德梁行、丛越控股等 100 多家品牌运营商。报告期内, 公司被认定为第二批国家装配式建筑产业基地, 子公司龙元明筑“全装配多高层钢结构住宅(S-SYSTEM)”作为业内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, 已经成功在多个项目应用, 此外还公告投资 15 亿元在宣城投资建设装配式建筑科技产业园, 整合资源打造钢结构装配式平台, 有望成为新的增长点。

投资建议: 我们预计公司 21-23 年归母净利润为 8.6/9.5/10.9 亿元, 同比增长 6%/10%/15%, 对应 EPS 分别为 0.56/0.62/0.72 元, 当前股价对应 PE 为 9/8/7 倍, PB (lf) 仅 0.68 倍, 给予“买入”评级。

风险提示: PPP 项目不达预期, 信用超预期紧缩, 融资进度不达预期, 政策收紧风险, 地产调控风险, 应收账款及合同资产回收风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,427	17,787	19,387	22,296	24,525
增长率 yoy (%)	6.0	-17.0	9.0	15.0	10.0
归母净利润(百万元)	1,021	809	859	948	1,094
增长率 yoy (%)	10.7	-20.8	6.2	10.4	15.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.67	0.53	0.56	0.62	0.72
净资产收益率 (%)	8.8	6.7	6.6	6.8	7.3
P/E (倍)	7.5	9.5	9.0	8.1	7.0
P/B (倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

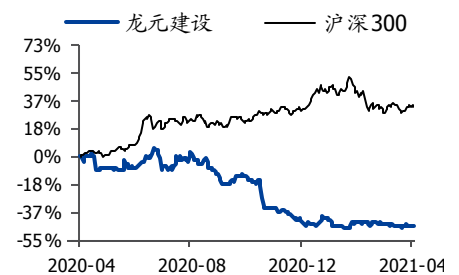
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
04 月 26 日收盘价	5.04
总市值(百万元)	7,709.98
总股本(百万股)	1,529.76
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	4.67

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 《龙元建设 (600491.SH): 参股航宇科技科创板上市申请通过, 投资布局收获颇丰》2021-01-15
- 《龙元建设 (600491.SH): 经营性现金流大幅改善, 装配式产业园顺利签约》2020-10-28
- 《龙元建设 (600491.SH): 发力装配式打造新增长点, Q2 经营性现金流大幅改善》2020-08-27



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	31325	29717	34244	38620	42503
现金	3786	3349	4288	4296	4251
应收票据及应收账款	10195	3730	4025	4894	4917
其他应收款	1712	1961	2043	2561	2503
预付账款	673	556	783	757	937
存货	13665	704	1021	960	1214
其他流动资产	1294	19417	22084	25152	28680
非流动资产	28120	32821	37495	41765	45547
长期投资	710	754	813	875	941
固定资产	526	711	831	1086	1397
无形资产	87	93	100	108	110
其他非流动资产	26798	31263	35751	39697	43099
资产总计	59445	62538	71739	80386	88050
流动负债	34687	32338	38891	44366	49739
短期借款	3985	4691	4691	4691	4691
应付票据及应付账款	17767	16485	18025	22013	24262
其他流动负债	12935	11163	16176	17663	20787
非流动负债	13036	17681	19532	21819	23084
长期借款	12959	17680	19531	21818	23083
其他非流动负债	77	1	1	1	1
负债合计	47723	50019	58423	66185	72823
少数股东权益	1092	1143	1159	1178	1200
股本	1530	1530	1530	1530	1530
资本公积	4047	4047	4047	4047	4047
留存收益	4686	5385	6178	7050	8056
归属母公司股东权益	10631	11375	12157	13023	14026
负债和股东权益	59445	62538	71739	80386	88050

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	362	318	478	581	896
净利润	1033	833	875	968	1116
折旧摊销	45	48	60	77	102
财务费用	66	186	216	263	259
投资损失	-29	-25	-27	-29	-28
营运资金变动	-1015	-914	-636	-685	-539
其他经营现金流	262	190	-9	-11	-14
投资活动现金流	-6599	-4372	-4698	-4307	-3842
资本支出	51	347	616	708	715
长期投资	-185	135	-58	-62	-67
其他投资现金流	-6733	-3889	-4140	-3661	-3193
筹资活动现金流	5517	3849	5159	3734	2901
短期借款	873	706	0	0	0
长期借款	4623	4721	1851	2287	1265
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0	0
其他筹资现金流	25	-1578	3308	1447	1635
现金净增加额	-720	-203	938	8	-45

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21427	17787	19387	22296	24525
营业成本	19236	15858	17255	19819	21749
营业税金及附加	103	67	100	112	115
营业费用	9	5	6	7	8
管理费用	399	377	427	513	564
研发费用	73	75	116	147	162
财务费用	66	186	216	263	259
资产减值损失	0	38	97	140	159
其他收益	11	15	0	0	0
公允价值变动收益	35	0	9	11	14
投资净收益	29	25	27	29	28
资产处置收益	0	10	0	0	0
营业利润	1486	1137	1208	1335	1550
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	10	17	8	10	11
利润总额	1478	1123	1201	1327	1541
所得税	445	290	327	360	425
净利润	1033	833	875	968	1116
少数股东损益	13	24	15	20	22
归属母公司净利润	1021	809	859	948	1094
EBITDA	2506	2522	2045	2242	2539
EPS (元)	0.67	0.53	0.56	0.62	0.72

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	6.0	-17.0	9.0	15.0	10.0
营业利润(%)	17.5	-23.5	6.2	10.6	16.1
归属于母公司净利润(%)	10.7	-20.8	6.2	10.4	15.4
获利能力					
毛利率(%)	10.2	10.8	11.0	11.1	11.3
净利率(%)	4.8	4.5	4.4	4.3	4.5
ROE(%)	8.8	6.7	6.6	6.8	7.3
ROIC(%)	5.9	5.2	3.5	3.4	3.5
偿债能力					
资产负债率(%)	80.3	80.0	81.4	82.3	82.7
净负债比率(%)	125.6	162.2	186.4	203.4	211.4
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.1	2.6	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	0.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.53	0.56	0.62	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.21	0.31	0.38	0.59
每股净资产(最新摊薄)	6.95	7.44	7.95	8.51	9.17
估值比率					
P/E	7.5	9.5	9.0	8.1	7.0
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.3	11.6	16.5	16.8	16.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月26日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com