

多因素冲击业绩，提质转型进行时

——龙元建设 2022 年中报点评

核心观点

- **多因素冲击下业绩回落，应收提升现金流收缩。**22H1 公司收入/归母净利 79.3/2.6 亿，YoY-23.0/-37.3%；其中 22Q2 收入/归母净利 30.1/0.86 亿，YoY-42.5/-60.9%。22H1 毛利率/费用率 18.2/12.4%，YoY+1.9/+2.6pct，毛利率提升的原因是高毛利率的 PPP 投资收入占比提升。疫情、成本等多因素冲击下收入与利润率双下滑。22H1 经营现金流为-6.2 亿，YoY-6.5%，主要是销售商品现金流入减少，上半年收现比 85.1%，YoY-5.3pct；对应应收账款与票据/其他应收款/合同资产为 42.6/32.3/417.0 亿，YoY+12.7/+30.0/+2.2%，现金流趋紧下各应收类资产持续增长。
- **钢构/幕墙收入稳步增长，新签订单结构优化。**22H1 公司施工/装饰/投资/水利收入 61.8/7.0/8.1/1.6 亿，YoY-29.5/+7.8/+15.6/+101.2%；其中 PPP 施工收入 12.8 亿，在施工中占 20.7%，YoY-1.3pct，持续下降。四项业务毛利率 9.6/6.8/96.5/5.7%，YoY-0.7/-0.7/-3.5/-2.7pct。地产下行土建施工收入下滑，基建增长下水利施工快速增长，原料提价各项业务毛利率不同程度下滑。子公司大地钢构/信安幕墙收入为 5.1/1.65 亿，YoY6.3/17.9%，钢构收入增速下滑但幕墙收入水平回升，新开拓业务品类收入稳步增长。22H1 公司新签订单 51.4 亿，YoY-50.8%，新签订单收入比为 83.3%，YoY-36.2pct；外部需求疲软导致新签订单数据持续下行；但非房建订单合计新签 13.3 亿，YoY79.5%，占比 25.8%，YoY+18.7pct，订单结构呈现优化态势。
- **绿建转型初见成效，钢构/幕墙/BIPV 同步布局。**公司基建全寿命维护服务与绿色建筑转型成果初显。22H1 装配式建筑实现合同 10.6 亿，钢构与幕墙业务持续增长。公司正积极推进安徽宣城一期 300 亩装配式建筑科技产业园建设，目前已获土地证和施工许可，下半年有望投产，预计达成后可服务长三角地区 100 万平装配式绿色建筑产品供应。公司在装配式建筑上引入分布式光伏，制定《S-SYSTEM 装配式钢结构绿色零碳建筑解决方案》，在 II 代外墙板产品基础上植入光伏板相结合的一体化方案，逐步实现 S 体系下 BIPV 绿色建筑产品。新业务实现钢构、幕墙、BIPV 三大绿建发展方向同时布局。2022 年 8 月份，公司控制的璨云英翼以 66.51 元/股转让持有的 700 万股科创板上市公司航宇科技股票，预计将一定程度增厚下半年利润。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.48/0.52/0.56 元(原预测 2022-2023EPS 为 0.58/0.62 元)，参考可比公司估值水平，我们认同给予公司 2022 年 15X PE，对应目标价为 7.23 元，维持“增持”评级。

风险提示

订单转化不及预期，PPP 项目回款进度和金额不及预期，钢结构业务拓展不及预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,787	19,548	15,580	16,238	16,728
同比增长(%)	-17.0%	9.9%	-20.3%	4.2%	3.0%
营业利润(百万元)	1,138	949	1,056	1,137	1,232
同比增长(%)	-23.4%	-16.7%	11.3%	7.7%	8.3%
归属母公司净利润(百万元)	809	667	737	795	862
同比增长(%)	-20.8%	-17.5%	10.5%	7.8%	8.4%
每股收益(元)	0.53	0.44	0.48	0.52	0.56
毛利率(%)	10.8%	16.4%	17.1%	19.2%	20.1%
净利率(%)	4.5%	3.4%	4.7%	4.9%	5.2%
净资产收益率(%)	7.4%	5.7%	6.0%	6.1%	6.3%
市盈率	12.0	14.5	13.1	12.2	11.2
市净率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	增持 (维持)
股价 (2022 年 09 月 02 日)	6.32 元
目标价格	7.23 元
52 周最高价/最低价	7.69/4.63 元
总股本/流通 A 股 (万股)	152,976/152,976
A 股市值 (百万元)	9,668
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2022 年 09 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.71	-9.84	1.56	5.08
相对表现	1.85	-8.64	9.29	30.52
沪深 300	-3.56	-1.2	-7.73	-25.44



证券分析师

黄骥	021-63325888*6074
	huangji@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860520030001
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn
	执业证书编号: S0860521120002

相关报告

传统施工提质增效，积极探索 BIPV：——	2021-09-04
2021 年中报点评	
主动控制 PPP 施工节奏，21 年资金回收加快：——2020 年年报点评	2021-04-21
参股公司航宇科技过会，经营保持稳健：——公告点评	2021-01-16

盈利预测与投资建议

投资建议

我们选用相对估值法。由于公司施工业务大多需要垫资，产生的应收账款和存货会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给予公司 2022 年 15X PE，对应目标价 7.23 元。由于公司主营为土建施工，且涵盖 PPP 项目施工/投资/运营环节，因此我们选取主营为工程施工且包含 PPP 项目的粤水电/东珠生态/宏润建设/绿茵生态/蒙草生态等 5 家公司作为可比公司，2022 年可比公司调整后平均 PE 为 15X。**我们预计 2022-2024 年公司 EPS 为 0.48/0.52/0.56（原预测 2022-2023 年 EPS 为 0.58/0.62 元）。**主要考虑到：

1. 目前已无新增 PPP 项目，将公司新签 PPP 项目金额调为 0。同时考虑公司控制 PPP 施工节奏，进一步调低 PPP 项目转化率。
2. 参考上半年传统施工新签订单增速以及统计局新开工面积增速数据，下调传统施工业务新签订单。同时参考上半年新签订单收入比调低订单转化率。
3. 参考 2021 年和 2022 年上半年 PPP 投资收入增速，下调回购项目比例。
4. 参考上半年收入情况，调整钢结构产能利用率，并按照对应子公司收入规模调整单吨钢结构价格。同时参考上半年统计局竣工面积增速数据，下调装修业务增速。
5. 考虑水利施工目前维持 100%以上高速增长，被算在其他收入里面。调高其他业务收入增速。
6. 考虑公司控制的璨云英翼以 66.51 元/股转让持有的 700 万股科创板上市公司航宇科技股票，预计将一定程度增厚公司下半年投资收益。

我们认可给予公司 15X PE，对应目标价 7.23 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表（截止 2022 年 9 月 2 日）

简称	代码	股价(元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
粤水电	002060	7.42	0.27	0.33	0.44	0.56	27.2	22.5	16.8	13.3
东珠生态	603359	12.81	1.08	1.18	1.45	1.71	11.9	10.8	8.9	7.5
宏润建设	002062	5.81	0.36	0.43	0.51	0.56	16.0	13.7	11.5	10.4
绿茵生态	002887	8.98	0.53	0.68	0.88	1.15	16.9	13.2	10.2	7.8
蒙草生态	300355	3.76	0.19	0.22	0.27	0.34	19.5	16.8	13.8	11.0
调整后平均估值							17.5	14.6	11.8	9.7

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续数据，最新价格为 2022 年 9 月 2 日收盘价

风险提示

订单转化不及预期：盈利预测中的收入/归母净利受 PPP 项目/传统施工订单转化率的影响较大，我们综合历史以及公司整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单转化率不及预期。

PPP 项目回款进度和金额不及预期：公司长期应收款占总资产比例较高，长期应收款账龄相对较长。虽然公司项目质量较好，履约率高，但不排除存在地方政府因财政问题延迟付款风险，导致公司 PPP 项目回款进度和金额不及预期。此外，PPP 项目的汇款受项目最终运营情况影响，也可能导致公司 PPP 项目回款进度不及预期。

钢结构业务拓展不及预期：在国家政策的指导和鼓励下，装配式建筑逐渐成为未来趋势，公司顺势大幅增加钢结构产能发展装配式业务。但未来随着众多竞争者的加入，公司有可能将面对价格竞争，导致钢结构业务拓展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,349	2,964	2,804	2,842	2,844	营业收入	17,787	19,548	15,580	16,238	16,728
应收票据、账款及款项融资	3,794	5,013	4,362	4,547	4,684	营业成本	15,858	16,342	12,912	13,129	13,363
预付账款	556	679	779	812	836	营业税金及附加	67	65	52	54	56
存货	704	24	19	19	20	营业费用	5	6	5	6	6
其他	21,314	45,746	43,134	44,905	46,227	管理费用及研发费用	451	521	419	446	469
流动资产合计	29,717	54,426	51,098	53,124	54,610	财务费用	186	1,413	1,476	1,481	1,611
长期股权投资	754	960	960	960	960	资产、信用减值损失	132	401	64	70	75
固定资产	711	692	918	1,124	1,321	公允价值变动收益	0	0	1	1	1
在建工程	0	4	0	0	0	投资净收益	25	105	380	60	60
无形资产	93	123	118	113	108	其他	26	44	23	23	23
其他	31,263	10,822	12,468	13,278	13,161	营业利润	1,138	949	1,056	1,137	1,232
非流动资产合计	32,821	12,602	14,463	15,475	15,549	营业外收入	2	0	3	3	3
资产总计	62,538	67,028	65,561	68,600	70,159	营业外支出	17	7	18	18	18
短期借款	4,691	4,413	2,430	3,431	3,016	利润总额	1,123	942	1,041	1,122	1,217
应付票据及应付账款	16,485	17,699	15,494	15,754	16,036	所得税	290	253	280	302	327
其他	11,163	13,650	14,341	15,212	16,135	净利润	833	688	761	820	889
流动负债合计	32,338	35,761	32,265	34,397	35,186	少数股东损益	24	21	23	25	27
长期借款	17,347	17,740	19,200	19,360	19,320	归属于母公司净利润	809	667	737	795	862
应付债券	333	334	334	334	334	每股收益(元)	0.53	0.44	0.48	0.52	0.56
其他	1	23	23	23	23						
非流动负债合计	17,681	18,097	19,557	19,717	19,677	主要财务比率					
负债合计	50,019	53,858	51,822	54,114	54,863		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,143	1,110	1,133	1,158	1,186	成长能力					
实收资本(或股本)	1,530	1,530	1,530	1,530	1,530	营业收入	-17.0%	9.9%	-20.3%	4.2%	3.0%
资本公积	4,047	4,047	4,047	4,047	4,047	营业利润	-23.4%	-16.7%	11.3%	7.7%	8.3%
留存收益	5,385	5,976	6,649	7,370	8,153	归属于母公司净利润	-20.8%	-17.5%	10.5%	7.8%	8.4%
其他	412	506	380	380	380	获利能力					
股东权益合计	12,518	13,170	13,740	14,486	15,296	毛利率	10.8%	16.4%	17.1%	19.2%	20.1%
负债和股东权益总计	62,538	67,028	65,561	68,600	70,159	净利率	4.5%	3.4%	4.7%	4.9%	5.2%
						ROE	7.4%	5.7%	6.0%	6.1%	6.3%
						ROIC	3.0%	4.7%	4.9%	4.9%	5.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	80.0%	80.4%	79.0%	78.9%	78.2%
净利润	833	688	761	820	889	净负债率	162.2%	163.6%	154.9%	155.4%	144.9%
折旧摊销	53	38	60	75	86	流动比率	0.92	1.52	1.58	1.54	1.55
财务费用	186	1,413	1,476	1,481	1,611	速动比率	0.90	1.52	1.58	1.54	1.55
投资损失	(25)	(105)	(380)	(60)	(60)	营运能力					
营运资金变动	(1,046)	(21,627)	1,039	(1,021)	(453)	应收账款周转率	2.6	4.8	3.7	4.0	4.0
其它	316	19,350	(1,714)	(745)	193	存货周转率	2.2	44.9	592.9	655.3	635.0
经营活动现金流	318	(242)	1,242	550	2,267	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
资本支出	(233)	(36)	(270)	(271)	(277)	每股指标(元)					
长期投资	79	(33)	(1)	(2)	(2)	每股收益	0.53	0.44	0.48	0.52	0.56
其他	(4,217)	245	829	44	44	每股经营现金流	0.21	-0.16	0.81	0.36	1.48
投资活动现金流	(4,372)	177	557	(229)	(235)	每股净资产	7.44	7.88	8.24	8.71	9.22
债权融资	4,473	1,143	1,565	270	76	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	12.0	14.5	13.1	12.2	11.2
其他	(624)	(1,604)	(3,524)	(554)	(2,105)	市净率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
筹资活动现金流	3,849	(461)	(1,959)	(284)	(2,030)	EV/EBITDA	23.8	13.7	12.6	12.2	11.2
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.7	13.9	12.9	12.5	11.5
现金净增加额	(203)	(527)	(160)	37	2						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn