

龙元建设 (600491)

PPP 落地大年到来, 开启建筑 2.0 经济

——龙元建设 2015 年年报点评

	韩其成 (分析师)	黄俊伟 (研究助理)	陈笑 (研究助理)
	021-38676162	021-38677905	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	huangjunwei@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880115100010	S0880116010080

本报告导读:

PPP 业务将进入收获期, 2016 年 PPP 业务承接目标达 260 亿 (同比增 2.4 倍), 业务结构和盈利模式改变提升盈利能力, 上调目标价至 9.7 元, 增持。

投资要点:

维持增持。公司 2015 年营收、净利润分别为 160 (yoy-1.24%) 和 2 亿元 (yoy-15.22%), 符合预期。我们维持预测公司 2016/17 年 EPS0.27/0.32 元。参考可比公司估值水平, 同时考虑到公司类金融业务开拓提升公司估值水平, 提升目标价至 9.7 元, 对应 2016 年 PE 估值约 36 倍, 增持评级。**资产减值损失较大, PPP 业务将进入收获期。**1) 报告期毛利率 8.7% (同比增加 0.27pp), 期间费用率 2.48% (同比上升 0.28pp); 2) 报告期应收账款 69 亿元 (yoy33%), 原因系较多工程进入结算, 占总资产比重 28.3% (同比上升 3.44pp), 资产减值损失 1.7 亿元 (yoy62%) 系净利润下滑主因; 3) 销售收现比 81% (同比上升 1.87pp), 报告期经营净现金流-5.1 亿元 (yoy-82%), 原因系 PPP 项目前期支出较大; 4) 住宅类比重下降至 47.07% (同比-12pp), 市政类比重上升至 21.47% (同比+17pp), 业务结构优化成果明显, 市政类业务净利率预计达到 4% (高于住宅类 2.5%)。

PPP 落地大年到来, 类金融业务打造建筑 2.0 经济。1) 2015 年承接 PPP 业务 77 亿元, 2016 年该目标提升至 260 亿元 (同比增 237%), PPP 落地大年到来; 2) 公司积极拓展类投行业务, PPP 业务盈利模式再升级打造建筑 2.0 经济; 3) PPP 变化大, 全社会投资额超 12 万亿 (同比增 3 倍), 项目回款保障性高于市场预期; 4) 出资 4 亿元设立产业并购基金投资 PPP 业务领域优质企业及工业 4.0 等新兴产业, 外延式扩张步伐开启。

催化剂: 签订 PPP 订单, PPP 相关政策出台等

风险提示: PPP 订单增长不及预期, 类投行业务模式验证失败等

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	16,230	16,029	18,124	19,826	21,290
(+/-)%	6%	-1%	13%	9%	7%
经营利润 (EBIT)	604	637	805	847	990
(+/-)%	-1%	6%	26%	5%	17%
净利润	242	205	338	409	496
(+/-)%	9%	-15%	65%	21%	21%
每股净收益 (元)	0.19	0.16	0.27	0.32	0.39
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	3.7%	4.0%	4.4%	4.3%	4.6%
净资产收益率 (%)	7.3%	5.8%	9.5%	10.9%	12.2%
投入资本回报率 (%)	7.7%	7.6%	5.6%	16.9%	6.4%
EV/EBITDA	14.7	14.6	16.3	8.6	13.4
市盈率	42.9	50.6	30.7	25.3	20.9
股息率 (%)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.70**

上次预测: 9.00

当前价格: 8.22

2016.04.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.50-18.58
总市值 (百万元)	10,374
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,262/948
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	75%
日均成交量 (百万股)	1495.98
日均成交值 (百万元)	101.17

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,564
每股净资产	2.82
市净率	2.9
净负债率	54.24%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.03	0.05
Q2	0.04	0.07
Q3	0.05	0.08
Q4	0.04	0.07
全年	0.16	0.27

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	30%	16%	-44%
相对指数	22%	14%	-18%

相关报告

《PPP 类投行业务开拓, 业绩将进入爆发期》
2016.04.13

《建筑新势力 2: PPP 落地大年与环保转型》
2016.03.31

《控股 22 平方公里阳光海湾项目 51%股权》
2010.08.30

《处盈利模式持续转型期: 业绩弹性空间大》
2010.04.08

《建筑三维价值逻辑: 临安项目稳步推进》

模型更新时间: 2016.04.15

股票研究

工业
建筑工程业

龙元建设 (600491)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.70

上次预测: 9.00

当前价格: 8.22

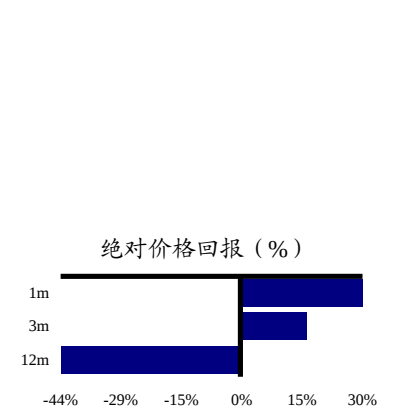
公司网址

www.lycg.com.cn

公司简介

公司是长三角建筑市场最大的民营施工企业,综合实力位居进沪外地施工企业前列。

公司主营业务为民用、工业、市政及各类工程的建筑施工和专业安装,以及水泥、钢结构的生产、销售等业务。



52 周价格范围

5.50-18.58

市值 (百万)

10,374

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

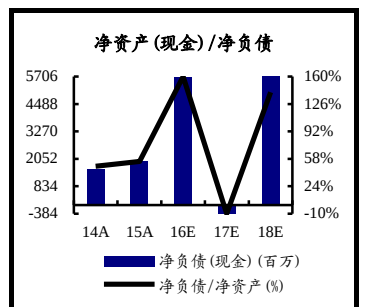
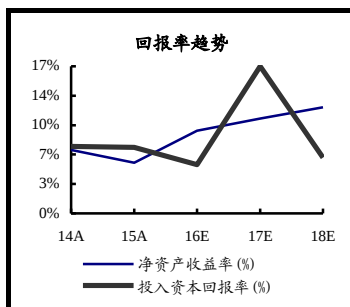
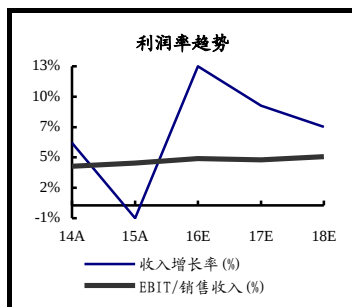
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	16,230	16,029	18,124	19,826	21,290
营业成本	14,864	14,637	16,446	18,072	19,327
税金及附加	530	509	575	629	675
销售费用	14	8	9	10	10
管理费用	219	238	290	268	287
EBIT	604	637	805	847	990
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-1	-1	-1
财务费用	124	151	264	191	193
营业利润	374	314	540	655	796
所得税	150	122	208	252	306
少数股东损益	1	-7	0	0	0
净利润	242	205	338	409	496
货币资金、交易性金融资产	1,367	1,280	1,367	1,366	1,367
其他流动资产	28	20	0	0	0
长期投资	105	354	354	354	354
固定资产合计	316	283	227	175	128
无形资产及其他资产	250	358	255	254	254
资产合计	20,843	24,383	25,800	24,515	28,999
流动负债	16,480	20,134	21,403	19,896	24,070
非流动负债	1,012	610	611	613	616
股东权益	3,297	3,543	3,544	3,763	4,070
投入资本(IC)	4,830	5,196	8,915	3,100	9,496
NOPLAT	373	394	498	524	612
折旧与摊销	35	29	22	18	14
流动资金增量	-776	-779	-3,778	5,762	-6,445
资本支出	-10	-120	144	41	41
自由现金流	-378	-476	-3,115	6,345	-5,778
经营现金流	-279	-507	-3,539	6,404	-5,719
投资现金流	1	-249	143	40	40
融资现金流	351	595	3,484	-6,444	5,680
现金流净增加额	74	-161	87	-1	1
收入增长率	5.9%	-1.2%	13.1%	9.4%	7.4%
EBIT 增长率	-1.0%	5.5%	26.2%	5.3%	16.8%
净利润增长率	9.1%	-15.2%	64.7%	21.2%	21.2%
利润率					
毛利率	8.4%	8.7%	9.3%	8.8%	9.2%
EBIT 率	3.7%	4.0%	4.4%	4.3%	4.6%
净利率	1.5%	1.3%	1.9%	2.1%	2.3%
净资产收益率(ROE)	7.3%	5.8%	9.5%	10.9%	12.2%
总资产收益率(ROA)	1.2%	0.8%	1.3%	1.7%	1.7%
投入资本回报率(ROIC)	7.7%	7.6%	5.6%	16.9%	6.4%
存货周转天数	249	291	290	249	249
应收账款周转天数	105	137	137	137	137
总资产周转天数	432	515	505	463	459
净利润现金含量	-1.15	-2.48	-10.48	15.64	-11.52
资本支出/收入	0%	1%	-1%	0%	0%
资产负债率	83.9%	85.1%	85.3%	83.7%	85.1%
净负债率	48.3%	54.6%	159.5%	-10.2%	140.2%
PE	42.9	50.6	30.7	25.3	20.9
PB	2.4	2.2	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.7	14.6	16.3	8.6	13.4
P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
股息率	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		