

# 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

前三季度业绩增速继续修复，三季度单季环比放缓。2020年前三季度公司实现营业收入148.27亿元，同比下降8.07%；归属于上市公司股东净利润5.69亿元，同比下降9.26%，下滑幅度较上半年收窄3.5个pct。分季度看，Q1/Q2/Q3分别实现营收47.2/53.3/47.8亿元，同比变化-19%/-3%/-0.5%，分别实现归母净利润1.8/2.0/1.9亿元，同增-30%/12%/-1.2%。三季度单季业绩略下滑主要因收入下降，财务费用、所得税费用、少数股东收益增加影响。

**毛利率明显提升，经营性现金流情况大幅改善。**前三季度公司毛利率10.45%，较上年同期提升1.34个pct，预计主要因公司基建类及政府类项目占比提高，业务结构明显改善，传统土建施工毛利率提升所致。期间费用率3.42%，较上年同期上升0.73个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.03/+0.21/+0.18/+0.37个pct，管理费用率上升主要系疫情影响所致；财务费用率上升主要系银行融资批复及提取资金增多所致。资产(含信用)减值损失约8600万元，较上年同期减少2400万元。净利率3.84%，较上年同期小幅下降0.05个pct。前三季度经营性现金流净流入约2.33亿元，而去年同期为净流出12.7亿元，主要因PPP项目净支出减少，业务结构优化后新落地施工项目回款情况改善，同时公司加强对老房建项目的清欠力度。

**新签订单结构优化，PPP项目回款大幅增长。**2020年1-9月，公司及子公司累计签订合同148.78亿，同比增长29.35%。公司公告上半年新签订单中非民营投资项目占比53.81%，业务结构得到持续改善。公司今年累计新签PPP项目34.76亿元，占新签合同比例为23%，公司根据行业形势主动调整，优选质量高的PPP项目。公司目前在手PPP项目充足，部分项目已经逐步进入回款期，公告上半年共实现PPP项目政府回款7.22亿元，同比增长93.57%，新增8个PPP项目进入或部分进入运营期，随着完工项目逐步增加，后续回款有望持续增长。公司还积极探索盘活存量资产，如发行应收账款资产支持计划，后续如果有合适项目则有望受益基建REITs的推出。

**装配式产业园投资协议签署，积极扩充产能打造公司新增长点。**公告子公司龙元明筑于宣城经济技术开发区内投资建设装配式建筑科技产业园项目，目前已经正式收到宣城市经开区管委会与龙元明筑签署的《投资协议书-装配式建筑科技产业园项目》。项目分两期建设，总投资15亿元，该投资是提升装配式产能规模、满足未来装配式订单产能需求的重要布局，预计一期将主要集中于钢结构工厂及配套PC楼板产能建设，建成后公司钢结构制造加工年产能有望提升至20万吨，从而在产能角度上较好地保障公司装配式业务快速拓展，有望成为支撑公司成长的新动力。

**投资建议：**预测公司2020-2022年归母净利润分别为10.2/11.4/12.6亿元，同比增长0%/12%/10%，对应EPS分别为0.67/0.75/0.82元（2019-2022年CAGR为7.3%），当前股价对应PE分别为12/11/10倍，考虑到公司装配式与基建投融资业务的长期增长潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：**装配式业务推进不及预期风险、PPP政策风险、订单转化进度不及预期风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,213	21,427	21,560	23,853	25,935
增长率 yoy (%)	13.1	6.0	0.6	10.6	8.7
归母净利润(百万元)	922	1,021	1,021	1,144	1,260
增长率 yoy (%)	52.0	10.7	0.0	12.1	10.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.60	0.67	0.67	0.75	0.82
净资产收益率 (%)	8.8	8.8	8.2	8.4	8.6
P/E(倍)	13.3	12.0	12.0	10.7	9.7
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

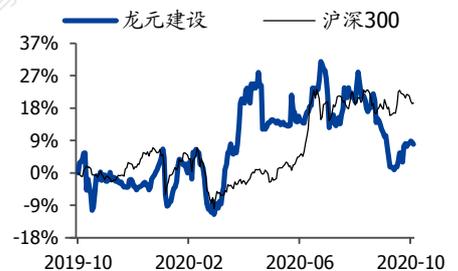
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
最新收盘价	8.13
总市值(百万元)	12,436.93
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)	5.83

### 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 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

### 相关研究

- 1、《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
- 2、《龙元建设(600491.SH):积极布局装配式产能,打造全新增长点》2020-08-13
- 3、《龙元建设(600491.SH):基建REITs开新局,施工、投资、运营多点求变》2020-06-07



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	31424	31325	31501	37439	38110
现金	4186	3786	3234	3578	3890
应收票据及应收账款	10205	10195	10387	12884	12794
其他应收款	2712	1712	2739	2186	3169
预付账款	477	673	484	796	596
存货	13383	13665	13363	16702	16366
其他流动资产	462	1294	1294	1294	1294
<b>非流动资产</b>	20060	28120	32426	35030	36660
长期投资	690	710	735	760	786
固定资产	533	526	583	783	1036
无形资产	85	87	92	100	109
其他非流动资产	18753	26798	31017	33388	34728
<b>资产总计</b>	51484	59445	63927	72469	74770
<b>流动负债</b>	32389	34687	35042	40697	40398
短期借款	3112	3985	4177	4798	4717
应付票据及应付账款	17376	17767	17537	21460	20829
其他流动负债	11902	12935	13328	14440	14852
<b>非流动负债</b>	8439	13036	16240	18044	19448
长期借款	8336	12959	16163	17967	19371
其他非流动负债	103	77	77	77	77
<b>负债合计</b>	40829	47723	51282	58741	59846
少数股东权益	960	1092	1104	1119	1138
股本	1530	1530	1530	1530	1530
资本公积	4051	4047	4047	4047	4047
留存收益	3757	4686	5614	6663	7813
归属母公司股东权益	9696	10631	11542	12608	13785
<b>负债和股东权益</b>	51484	59445	63927	72469	74770

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-1098	362	357	377	468
净利润	943	1033	1033	1160	1279
折旧摊销	46	45	49	63	86
财务费用	65	66	191	160	144
投资损失	-36	-29	-23	-27	-29
营运资金变动	-2327	-1015	-859	-960	-977
其他经营现金流	211	262	-35	-20	-35
<b>投资活动现金流</b>	-4400	-6599	-4298	-2621	-1652
资本支出	29	51	446	579	603
长期投资	-58	-185	-24	-28	-26
其他投资现金流	-4429	-6733	-3876	-2070	-1075
<b>筹资活动现金流</b>	7699	5517	3276	2170	1790
短期借款	349	873	80	203	213
长期借款	3858	4623	3204	1804	1404
普通股增加	268	0	0	0	0
资本公积增加	2573	-4	0	0	0
其他筹资现金流	651	25	-8	162	173
<b>现金净增加额</b>	2202	-720	-665	-74	607

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	20213	21427	21560	23853	25935
营业成本	18302	19236	19325	21346	23148
营业税金及附加	129	103	104	115	125
营业费用	5	9	8	10	26
管理费用	334	399	405	451	467
研发费用	55	73	65	41	156
财务费用	65	66	191	160	144
资产减值损失	99	-0	75	167	156
其他收益	4	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	35	35	20	35
投资净收益	36	29	23	27	29
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1265	1486	1444	1610	1778
营业外收入	1	2	3	2	2
营业外支出	4	10	4	5	6
<b>利润总额</b>	1262	1478	1443	1607	1774
所得税	319	445	410	447	495
<b>净利润</b>	943	1033	1033	1160	1279
少数股东损益	21	13	12	16	19
<b>归属母公司净利润</b>	922	1021	1021	1144	1260
EBITDA	1922	2506	2115	2403	2652
EPS (元)	0.60	0.67	0.67	0.75	0.82

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.1	6.0	0.6	10.6	8.7
营业利润(%)	49.8	17.5	-2.8	11.5	10.4
归属于母公司净利润(%)	52.0	10.7	0.0	12.1	10.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.5	10.2	10.4	10.5	10.7
净利率(%)	4.6	4.8	4.7	4.8	4.9
ROE(%)	8.8	8.8	8.2	8.4	8.6
ROIC(%)	6.4	5.9	4.4	4.5	4.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.3	80.3	80.2	81.1	80.0
净负债比率(%)	74.0	125.6	150.0	156.3	153.2
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0
应付账款周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.67	0.67	0.75	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	0.24	0.23	0.25	0.31
每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.95	7.54	8.24	9.01
<b>估值比率</b>					
P/E	13.3	12.0	12.0	10.7	9.7
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.0	11.1	15.2	14.4	13.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司主要财务指标 (百万元)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2019Q1-3	2020Q1-3	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入	14,588	17,873	20,213	21,427	16,128	14,827	4,775	5,332	4,720
营业成本	13,353	16,373	18,302	19,236	14,657	13,277	4,255	4,854	4,167
<b>毛利率</b>	<b>8.47%</b>	<b>8.39%</b>	<b>9.45%</b>	<b>10.22%</b>	<b>9.12%</b>	<b>10.45%</b>	<b>10.88%</b>	<b>8.96%</b>	<b>11.71%</b>
销售费用	7	4	5	9	10	5	2	1	2
管理费用	289	355	334	399	285	293	89	78	126
研发费用	0	0	55	73	42	65	24	25	16
财务费用	89	122	65	66	98	144	53	32	59
销售费用率	0.05%	0.02%	0.02%	0.04%	0.06%	0.03%	0.05%	0.03%	0.03%
管理费用率	1.98%	1.99%	1.65%	1.86%	1.77%	1.98%	1.87%	1.46%	2.67%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.27%	0.34%	0.26%	0.44%	0.49%	0.47%	0.34%
财务费用率	0.61%	0.68%	0.32%	0.31%	0.60%	0.97%	1.11%	0.60%	1.26%
<b>期间费用率</b>	<b>2.64%</b>	<b>2.69%</b>	<b>2.27%</b>	<b>2.56%</b>	<b>2.69%</b>	<b>3.42%</b>	<b>3.52%</b>	<b>2.56%</b>	<b>4.30%</b>
<b>资产(含信用)减值损失</b>	<b>207</b>	<b>98</b>	<b>99</b>	<b>128</b>	<b>110</b>	<b>86</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>49</b>
投资收益	6	20	36	29	22	-2	12	-27	13
营业外收入	7	1	1	2	1	1	1	0	0
营业外支出	2	2	4	10	3	14	6	2	6
税前利润	505	843	1,262	1,478	888	874	312	290	272
所得税	155	232	319	445	280	299	114	94	92
<b>所得税率</b>	<b>30.67%</b>	<b>27.52%</b>	<b>25.30%</b>	<b>30.09%</b>	<b>31.53%</b>	<b>34.24%</b>	<b>36.36%</b>	<b>32.32%</b>	<b>33.85%</b>
少数股东权益占比	0.51%	0.78%	2.20%	1.22%	-3.14%	1.00%	5.59%	-0.41%	-2.52%
归母净利润	348	607	922	1,021	627	569	188	197	184
<b>净利率</b>	<b>2.39%</b>	<b>3.39%</b>	<b>4.56%</b>	<b>4.76%</b>	<b>3.89%</b>	<b>3.84%</b>	<b>3.93%</b>	<b>3.69%</b>	<b>3.91%</b>
摊薄EPS(元)	0.2278	0.3965	0.6028	0.6673	0.4099	0.3719	0.1226	0.1287	0.1206
<b>经营性现金流净额</b>	<b>1,157</b>	<b>-415</b>	<b>-1,098</b>	<b>362</b>	<b>-1,266</b>	<b>233</b>	<b>138</b>	<b>246</b>	<b>-151</b>
收现比	95%	70%	65%	68%	58%	72%	80%	44%	95%
付现比	61%	49%	52%	60%	61%	58%	72%	31%	75%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 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