

龙元建设 (600491.SH)

业绩平稳现金流改善，积极探索光伏等新业务

业绩平稳增长，订单结构不断优化。公司公告上半年实现营业收入 102.99 亿元，同比增长 2.45%；实现归母净利润 4.09 亿元，同比增长 7.31%，整体实现平稳增长，符合预期。分季度看，Q1/Q2 分别实现收入 50.63/52.36 亿元，同比增长 7.25%/-1.8%；分别实现归母净利润 1.88/2.21 亿元，同比增长 2.16%/12.13%。上半年公司新承接建筑施工业务 104.62 亿元，同比增长 27.77%。据半年报披露，订单区域分布和类型持续得到优化，项目区域分布主要集中在浙江、江苏、上海、广东等发达地区；公建、厂房、市政类项目占比 36.35%，非民营投资主体的项目占比 50.76%，积极探索新业务模式，已攻坚多个 EPC+O 模式的项目。

会计准则调整导致毛利率、财务费用率大幅提升；PPP 回款增加，现金流情况明显好转。公司上半年综合毛利率为 16.25%，YoY+5.99 个 pct，毛利率大幅提升主要因会计准则调整，PPP 项目投资对应财务费用从成本科目调整至财务费用科目。期间费用率 9.81%，YoY+6.44 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY+0/-0.02/+0.18/+6.28 个 pct，财务费用率大幅提升也主要因会计准则调整（同毛利率变化原因）。归母净利率为 3.97%，YoY+0.18 个 pct。经营性现金流净额为-5.85 亿元，去年同期为 0.95 亿元，经营性现金流出增加主要因会计准则调整，原部分 PPP 项目支出从投资性现金流调整至经营性现金流。如果考虑经营性与投资性现金流净额之和，本期为净流出 0.89 亿元，去年同期为净流出 22.19 亿元，流出金额大幅收窄，现金流情况明显好转，我们判断主要因公司主动控制 PPP 施工节奏，同时回收期项目增加，上半年政府回款合计 17.27 亿元，同比增长 139.20%。

航宇科技成功登陆科创板，投资布局显成效。公司参股公司贵州航宇科技在科创板成功上市。公司通过杭州璨云英翼投资合伙企业持有航宇科技 18.95% 的股权。航宇科技是航空材料领域高新技术企业，在航空环形锻件市场技术领先，公告 2019 年 5 月获得了由工信部授予的第一批专精特新“小巨人”企业，上半年实现营收 4 亿元，同增 39.8%，归母净利润为 6189 万元，同增 102.8%。目前其市值为 87 亿元，按公司持股比例计算持有 16.49 亿元，较 2017 年参与定增时增长 816%，回报丰厚。

协同现有资源，积极探索光伏领域新发展。公司半年报披露，报告期内公司全面梳理了在手投资、建设和运营的基础设施和公共服务项目上可装置光伏发电的屋顶等资源，并在部分 PPP 项目的屋顶上布置了分布式光伏发电设施进行实践。公司内部已组建专门团队对接各类合作企业和政府，积极推进在光伏领域的发展。近期，公司与光伏领域的相关公司进行了合作交流，通过结合对方公司光伏产品和智慧能源解决方案的研发优势与龙元集团在装配式建筑体系的研发智造能力，未来可在 BIPV 领域进行深度合作。

投资建议：我们预计公司 21-23 年归母净利润为 8.6/9.5/10.8 亿元，同比增长 7%/11%/13%，对应 EPS 分别为 0.56/0.62/0.71 元，当前股价对应 PE 为 11/10/9 倍，PB (lf) 0.8 倍，维持“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	864	954	1,082
增长率 yoy (%)	10.7	-20.8	6.8	10.5	13.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.67	0.53	0.56	0.62	0.71
净资产收益率(%)	8.8	6.7	6.6	6.9	7.3
P/E(倍)	9.2	11.6	10.9	9.9	8.7
P/B(倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

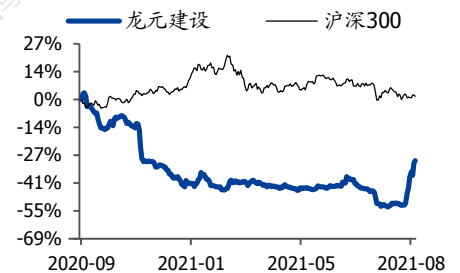
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 3 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
9月3日收盘价(元)	6.16
总市值(百万元)	9,423.31
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)	24.35

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

相关研究

- 《龙元建设(600491.SH): 业务结构不断优化, 主动减速求稳致远》2021-04-26
- 《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



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	35630	41472	46397
现金	3786	3349	5988	8235	10651
应收票据及应收账款	10195	3730	4699	5435	4375
其他应收款	1712	1961	2043	2561	2503
预付账款	673	556	783	757	937
存货	13665	704	922	941	1102
其他流动资产	1294	19417	21195	23543	26829
非流动资产	28120	32821	33695	34665	35547
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	31951	32597	33099
资产总计	59445	62538	69325	76138	81945
流动负债	34687	32338	36472	40107	43635
短期借款	3985	4691	4691	4691	4691
应付票据及应付账款	17767	16485	16036	17837	18644
其他流动负债	12935	11163	15746	17579	20301
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	56004	61926	66719
少数股东权益	1092	1143	1159	1179	1200
股本	1530	1530	1530	1530	1530
资本公积	4047	4047	4047	4047	4047
留存收益	4686	5385	6182	7060	8055
归属母公司股东权益	10631	11375	12162	13033	14025
负债和股东权益	59445	62538	69325	76138	81945

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	-672	602	1676
净利润	1033	833	879	974	1104
折旧摊销	45	48	60	77	102
财务费用	66	186	1165	1344	1478
投资损失	-29	-25	-27	-29	-28
营运资金变动	-1015	-914	-2740	-1753	-966
其他经营现金流	262	190	-9	-11	-14
投资活动现金流	-6599	-4372	-898	-1007	-942
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	-340	-361	-293
筹资活动现金流	5517	3849	4209	2652	1682
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	2358	365	417
现金净增加额	-720	-203	2638	2247	2416

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	16260	18630	20429
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	557	662
研发费用	73	75	116	185	162
财务费用	66	186	1165	1344	1478
资产减值损失	0	38	136	156	179
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	1214	1344	1533
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	1207	1336	1524
所得税	445	290	328	362	420
净利润	1033	833	879	974	1104
少数股东损益	13	24	16	20	22
归属母公司净利润	1021	809	864	954	1082
EBITDA	2506	2522	2025	2166	2367
EPS (元)	0.67	0.53	0.56	0.62	0.71

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	6.7	10.7	14.1
归属于母公司净利润(%)	10.7	-20.8	6.8	10.5	13.4
获利能力					
毛利率(%)	10.2	10.8	16.1	16.4	16.7
净利率(%)	4.8	4.5	4.5	4.3	4.4
ROE(%)	8.8	6.7	6.6	6.9	7.3
ROIC(%)	5.9	5.2	3.5	3.3	3.3
偿债能力					
资产负债率(%)	80.3	80.0	80.8	81.3	81.4
净负债比率(%)	125.6	162.2	173.5	175.6	169.3
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
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	4.6	4.4	5.0
应付账款周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.53	0.56	0.62	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.21	-0.44	0.39	1.10
每股净资产(最新摊薄)	6.95	7.44	7.95	8.52	9.17
估值比率					
P/E	9.2	11.6	10.9	9.9	8.7
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.0	12.2	16.6	16.4	15.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 3 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：021-38124100

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