

建筑工程行业

2009 年 03 月 30 日

龙元建设（600491）

蓄势待发 前景乐观

当前股价：7.21 元 目标价位：8.50

投资评级：推荐（维持）

研究员：张平

电 话：（8625）84457777×895

E-mail: zphtsc@yahoo.com.cn

<http://www.htsc.com.cn>

地址：南京市中山东路 90 号

产业链延伸的业务模式依然看好

公司一直致力于加快上下游产业的延伸，2004 年起，公司先后投资和收购了龙元建设安徽水泥有限公司、杭州大地网架公司、上海市房屋建筑设计院、上海信安幕墙建筑装饰有限公司，已经从最早的建筑施工企业发展成集建材生产销售、工程设计和施工为一体的综合性建筑型企业，未来多产业间的联动效应将进一步提升公司的竞争力，我们非常看好公司围绕建筑主业，进行上下游产业链延伸的业务模式。

业务订单饱满，增长前景良好

2008 前三季度公司新承接工程订单 175.98 亿元，预计公司全年新接订单量将突破 200 亿元，较 2007 年增长了 90 亿元，其中沈阳龙之梦亚太中心项目 100 亿元的订单是增量的主要来源，抛开此项工程订单，公司 2008 年的新接订单量和 2007 年基本持平。从订单结构来看，70% 业务是房地产项目，2008 年房地产投资增速逐步走低，截至到 12 月，房地产投资达到 35215 亿元，同比增长 23%，增速同比回落 7.2 个百分点，作为房地产投资的前行指标新开工面积自 2008 年 7 月份以来一直处于负增长，受房地产开发周期性影响，投资增长的拐点将出现在 2009 年，房地产建设市场的景气度将大幅下滑，房地产市场的整体投资前景堪忧，但我们认为公司在行业内的资金实力、领先优势，市场份额较小，选择项目的空间较大，有助于减少整体市场波动所带来的负面影响。从 08 年的订单情况来看，公司未来收入的增长前景依然乐观，沈阳龙之梦亚太中心项目预计 09 年完成 10 亿元的工程量，在房地产处于低迷状态时，如此大型的地产项目能否顺利实施，我们将给予持续跟踪。

08 年是公司的业绩低谷，09 年将大幅增长**➤ 钢结构子公司 08 年面临亏损**

目前钢结构行业项目合同一般多采取闭口方式，占到成本 60%-70%的钢材，其价格在 08 年前三季度一路上涨，不断吞噬项目利润，08 年整个行业的利润同比大幅下滑，公司的钢结构子公司 08 年也将面临亏损，将拖累公司 08 年的业绩表现，我们认为 08 年四季度以后钢材价格迅速走低，目前价格走势相对平稳，原材料带来的负面影响已经大幅降低，09 年再

次出现 08 年价格宽幅波动的可能性不大，钢结构企业的盈利能力将恢复至正常水平。公司近期对钢结构子公司的领导班子进行了调整，重新评估了已承接订单项目的盈利情况，预计 09 年钢结构子公司能够扭亏为盈。

➤ 资本支出和利率上升导致财务费用高企

截止到 2008 年三季度，公司财务费用达到 10064 万元，比上年同期增加了 3871 万元，同比增长了 62.51%，造成财务费用高企的原因主要是贷款利率波动带来的负面影响，目前利率已经较 08 年大幅走低，09 年财务费用将得到有效控制；公司 4500t/d 的新型干法水泥熟料生产线项目的建设已经于 08 年 8 月份启动，预计今年 9 月份点火试运行，经 3 个月的试运营，2010 年年初将全面达产，预计公司定向增发事项上半年实施的可能性较大，顺利实施后，新的募集资金将有效缓解公司较高的有息负债率，进一步降低公司财务费用。

08 年在外部经营环境恶化和公司财务费用高企等诸多因素的驱动下，公司业绩将低于我们原先的预期，从目前情况来看，负面因素正在逐步消退，公司 09 年业绩将实现大幅增长。

盈利预测及投资建议

盈利预测假设前提

- 1: 定向增发事项能在 2009 年上半年成功实施
- 2: 2009、2010 年承接业务量保持分别达到 110 亿元和 120 亿元。
- 3: 已签合同正常履约。

我们预计公司 2008-2010 年收入分别为 78.28 亿元、90.02 亿元和 98.20 亿元，净利润将达到 1.47 亿元、2.32 亿元和 2.90 亿元。三年的 EPS 为 0.38 元、0.60 元和 0.75 元，对应的 PE 分别为 18.97X、12.02X 和 9.61X，考虑定向增发的摊薄效应，三年的 EPS 为 0.38 元、0.49 元和 0.62 元，对应的 PE 分别为 18.97X、14.71X 和 11.63X，与其它建筑企业相比，估值水平相对较低，更多反应了 08 业绩的下滑，但未能体现出公司 09 年以后的成长性，维持“推荐”评级，目标价位 8.5 元。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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；

- 投资建议的评级标准

- | | |
|----|--------------------------|
| 买入 | : 相对强于市场表现15%以上； |
| 推荐 | : 相对强于市场表现5% ~ 15%； |
| 观望 | : 市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 卖出 | : 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

表1: 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	7208	9310	10567	11215	营业收入	7116	7828	9002	9820
现金	676	1000	1100	1000	营业成本	6410	7057	8102	8789
应收账款	2878	3742	4303	4695	营业税金及附加	215	235	270	295
其它应收款	651	936	1077	1175	营业费用	7	9	10	11
预付账款	148	423	405	352	管理费用	140	157	171	187
存货	2821	3176	3646	3955	财务费用	83	145	103	111
其他	34	33	36	39	资产减值损失	18	20	21	22
非流动资产	747	819	992	913	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	16	16	16	16	投资净收益	-1	-1	0	0
固定资产	425	436	582	548	营业利润	244	205	325	407
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	47	0	0	0
其他	218	278	306	260	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	7955	10129	11559	12129	利润总额	288	205	325	407
流动负债	6368	8431	9617	9881	所得税	87	53	81	102
短期借款	1232	1745	2082	2006	净利润	201	152	244	305
应付账款	2309	2611	2998	2988	少数股东损益	9	4	12	15
其他	2827	4075	4537	4886	归属母公司净利润	192	147	232	290
非流动负债	65	64	64	64	EBITDA	388	399	493	596
长期借款	65	65	65	65	EPS (元)	0.49	0.38	0.60	0.75
其他	1	-1	-1	-1	主要财务比率				
负债合计	6433	8495	9680	9945	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	116	120	132	147	成长能力				
股本	389	389	389	389	营业收入	-0.7%	10.0%	15.0%	9.1%
资本公积	144	144	144	144	营业利润	-17.1%	-15.9%	58.8%	25.1%
留存收益	874	982	1214	1505	归属于母公司净利润	1.6%	-23.1%	57.4%	25.1%
归属母公司股东权益	1406	1515	1747	2037	获利能力				
负债和股东权益	7955	10129	11559	12129	毛利率	9.9%	9.9%	10.0%	10.5%
现金流量表					净利率	2.7%	1.9%	2.6%	3.0%
单位: 百万元					ROE	13.6%	9.7%	13.3%	14.3%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	11.3%	11.2%	11.5%	12.4%
经营活动现金流	80	114	104	86	偿债能力				
净利润	201	152	244	305	资产负债率	80.9%	83.9%	83.7%	82.0%
折旧摊销	62	50	65	79	净负债比率	20.15%	21.30%	22.17%	20.83%
财务费用	83	145	103	111	流动比率	1.13	1.10	1.10	1.14
投资损失	1	1	0	0	速动比率	0.69	0.73	0.72	0.73
营运资金变动	-287	-294	-346	-435	营运能力				
其它	21	60	38	27	总资产周转率	0.97	0.87	0.83	0.83
投资活动现金流	-95	-119	-238	0	应收账款周转率	3	2	2	2
资本支出	40	122	238	0	应付账款周转率	3.13	2.87	2.89	2.94
长期投资	-64	-3	0	0	每股指标 (元)				
其他	-119	-0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.38	0.60	0.75
筹资活动现金流	76	330	233	-186	每股经营现金流(摊薄)	0.21	0.29	0.27	0.22
短期借款	169	513	337	-75	每股净资产(最新摊薄)	3.62	3.90	4.49	5.24
长期借款	65	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.74	19.17	12.18	9.74
资本公积增加	-8	0	0	0	P/B	2.01	1.87	1.62	1.39
其他	-151	-183	-103	-111	EV/EBITDA	9	8	7	6
现金净增加额	61	324	100	-100					

资料来源: 华泰证券研究所

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。