

原材料涨价及财务费用拖累盈利

龙元建设 2008 年年报点评

报告关键点：

- 业务承接大幅上升 区域拓展出现成效
- 主业毛利率及应收帐款保持稳定
- 09年子公司盈利预计回升明显

报告摘要：

- 公司2008年实现营业收入72.87亿元，较上年增长2.4%；实现归属上市公司净利润1.2亿元，较上年下降37.34%。公司基本每股收益0.31元，低于我们之前的预期。净利润同比下降的主要原因是钢构子公司因较多地采用闭口合同，受2008年钢材价格大幅波动影响导致全年亏损6455万元；此外，08年贷款利率上升以及公司银行贷款及票据贴现增加，导致公司财务费用大幅度上升约5600万元。
- 2008年，公司承接业务200.61亿元（其中沈阳龙之梦单体项目金额达100亿元），较2007年的110亿元增长82.37%。公司业务量地区分布上，上海地区占全公司的16%，国内其他地区占75%，国外工程业务占9%，江苏、广东以及国际市场业务占比明显上升，公司业务拓展规划初显成效。
- 公司08年主营业务占比最大的民用建筑房屋施工业务毛利率为10.2%，较上年增长0.29%。08年末公司应收账款为28.89亿元，较07年增加了0.2亿元。在08年行业景气度大幅下降的情况下，公司仍然保持了主营业务毛利率以及应收帐款的基本稳定。
- 我们预计09年受原材料价格回落的影响，钢构子公司预计可扭亏为盈；同时，贷款利率亦大幅回落，预计财务费用可回到07年水平；此外，安徽水泥子公司2500t/d配套4.5MW余热发电项目以及4500t/d熟料生产线计划分别于09年4月以及8月投产，受产能扩张以及余热发电带来的成本下降推动，预计09年子公司净利润将提升50%以上。
- 综合判断公司09年的收益状况，虽然房地产未来的回暖趋势仍不明朗，但是公司较高的在手订单，我们认为公司的房屋施工业务仍能保持稳定；此外子公司盈利情况回升、财务费用的下降也将大幅增厚公司09年的业绩。我们预测公司09、10年的EPS分别为0.52元、0.70元（不考虑增发摊薄），给与增持-B的投资评级，6个月目标价10元。

评级：
增持-B

上次评级： 增持-B

目标价格： **10.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 6.54 元

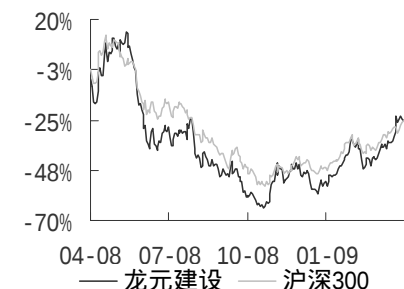
现价： 8.35 元

报告日期： **2009-04-15**

市场数据

总市值(百万元)	3,246.48
流通市值(百万元)	2,230.22
总股本(百万股)	388.80
流通股本(百万股)	267.09
12个月最高/最低	3.87/12.98 元
十大流通股东(%)	43.50%
股东户数	31,774

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.12	11.66	0.12
绝对收益	31.50	48.59	(25.18)

研究员

石磊

021-68765916

首席行业分析师

shilei@essence.com.cn

王天睿

021-68765363

行业分析师

wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7,169.1	7,116.2	7,287.1	9,086.0	11,204.0
Growth(%)	8.8%	-0.7%	2.4%	24.7%	23.3%
净利润	202.5	201.1	111.6	211.4	296.5
Growth(%)	26.9%	1.6%	-37.3%	67.1%	35.8%
毛利率(%)	10.1%	9.9%	9.7%	9.7%	9.9%
净利润率(%)	2.6%	2.7%	1.6%	2.2%	2.4%
每股收益(元)	0.49	0.49	0.31	0.52	0.70
每股净资产(元)	3.53	3.92	4.13	4.54	5.12
市盈率	17.2	16.9	27.0	16.2	11.9
市净率	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
净资产收益率(%)	14.7%	13.2%	7.0%	12.0%	14.9%
ROIC(%)	16.7%	15.4%	8.9%	14.5%	16.1%
EV/EBITDA	9.3	10.6	11.3	9.2	7.5
股息收益率	1.1%	1.2%	0.7%	1.2%	1.7%

前期研究成果

龙元建设：财务费用大幅增长拖累盈利增长

2008-10-30

龙元建设：业务量高增长，财务费用大幅增加

2008-08-12

龙元建设：工程延迟开工致盈利增长低于预期

2008-04-08

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-14**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7,169.1	7,116.2	7,287.1	9,086.0	11,204.0	成长性					
减: 营业成本	6,447.1	6,409.6	6,579.1	8,207.1	10,093.9	营业收入增长率	8.8%	-0.7%	2.4%	24.7%	23.3%
营业税费	228.1	214.5	217.9	272.6	336.1	营业利润增长率	20.7%	-17.1%	-33.3%	79.1%	38.7%
销售费用	7.6	6.8	9.2	10.9	13.4	净利润增长率	26.9%	1.6%	-37.3%	67.1%	35.8%
管理费用	103.5	140.3	132.6	190.8	229.7	EBITDA 增长率	32.0%	-3.6%	-13.1%	31.2%	30.1%
财务费用	62.4	83.1	139.4	110.2	124.4	EBIT 增长率	27.9%	-8.3%	-7.6%	32.9%	31.6%
资产减值损失	26.1	17.9	45.3	3.4	2.9	NOPLAT 增长率	33.0%	6.3%	-25.2%	47.8%	33.9%
加: 公允价值变动收益	-0.0	0.0	-0.3	-	-	投资资本增长率	15.2%	29.3%	-9.5%	21.0%	19.0%
投资和汇兑收益	-0.4	-0.5	-0.9	-	-	净资产增长率	16.3%	10.9%	5.4%	9.9%	12.7%
营业利润	293.9	243.5	162.4	290.9	403.6	利润率					
加: 营业外净收支	12.6	44.6	26.9	20.0	20.0	毛利率	10.1%	9.9%	9.7%	9.7%	9.9%
利润总额	306.5	288.1	189.3	310.9	423.6	营业利润率	4.1%	3.4%	2.2%	3.2%	3.6%
减: 所得税	103.9	87.0	77.7	99.5	127.1	净利率	2.6%	2.7%	1.6%	2.2%	2.4%
净利润	202.5	201.1	111.6	211.4	296.5	EBITDA/营业收入	5.5%	5.3%	4.5%	4.8%	5.0%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	5.0%	4.6%	4.1%	4.4%	4.7%
货币资金	784.1	675.6	1,334.5	1,314.9	1,227.3	运营效率					
交易性金融资产	1.6	0.3	0.1	0.1	0.1	固定资产周转天数	17	22	20	16	14
应收帐款	2,755.6	3,529.8	3,793.3	3,982.9	4,604.4	流动营业资本周转天数	50	70	76	67	70
应收票据	52.4	33.8	39.9	49.8	61.4	流动资产周转天数	271	334	381	348	324
预付帐款	136.2	148.2	161.4	177.8	198.0	应收帐款周转天数	107	134	145	123	111
存货	2,260.0	2,820.6	2,884.0	3,822.5	4,701.3	存货周转天数	100	129	141	133	137
其他流动资产	-	0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	305	371	417	377	349
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	79	98	103	86	84
持有至到期投资	7.1	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9.5	15.7	20.0	20.0	20.0	ROE	14.7%	13.2%	7.0%	12.0%	14.9%
投资性房地产	159.3	157.5	155.0	155.0	155.0	ROA	3.0%	2.5%	1.3%	2.1%	2.6%
固定资产	439.8	424.8	386.3	415.6	440.5	ROIC	16.7%	15.4%	8.9%	14.5%	16.1%
在建工程	0.3	1.7	7.0	7.8	7.1	费用率					
无形资产	66.8	89.0	89.0	89.0	89.0	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	42.2	58.4	55.0	71.8	91.6	管理费用率	1.4%	2.0%	1.8%	2.1%	2.1%
资产总额	6,714.9	7,955.4	8,925.5	10,107.2	11,595.5	财务费用率	0.9%	1.2%	1.9%	1.2%	1.1%
短期债务	1,062.1	1,231.5	1,600.0	1,800.0	1,900.0	三费/营业收入	2.4%	3.2%	3.9%	3.4%	3.3%
应付帐款	2,262.3	2,902.4	3,424.7	4,047.3	4,977.8	偿债能力					
应付票据	541.6	459.7	450.6	562.1	691.4	资产负债率	79.6%	80.9%	82.0%	82.5%	82.8%
其他流动负债	1,472.1	1,774.2	1,774.2	1,774.2	1,774.2	负债权益比	389.0%	422.6%	456.1%	472.8%	482.9%
长期借款	-	64.8	61.8	59.8	57.8	流动比率	1.12	1.13	1.13	1.14	1.16
其他非流动负债	3.7	0.6	9.2	99.1	205.0	速动比率	0.70	0.69	0.74	0.68	0.65
负债总额	5,341.8	6,433.2	7,320.6	8,342.6	9,606.2	利息保障倍数	5.71	3.93	2.16	3.64	4.24
少数股东权益	112.5	116.2	108.9	117.9	138.0	分红指标					
股本	388.8	388.8	388.8	388.8	388.8	DPS(元)	0.09	0.10	0.06	0.10	0.14
留存收益	871.8	1,017.2	1,107.3	1,258.0	1,462.5	分红比率	19.3%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,373.2	1,522.2	1,605.0	1,764.6	1,989.3	股息收益率	1.1%	1.2%	0.7%	1.2%	1.7%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	199.1	201.1	111.6	211.4	296.5	EPS(元)	0.49	0.49	0.31	0.52	0.70
加: 折旧和摊销	42.1	61.7	27.9	31.6	35.3	BVPS(元)	3.53	3.92	4.13	4.54	5.12
资产减值准备	26.1	17.9	45.3	3.4	2.9	PE(X)	17.2	16.9	27.0	16.2	11.9
公允价值变动损失	-	-0.0	-0.3	-	-	PB(X)	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
财务费用	43.5	72.9	92.9	139.4	110.2	P/FCF	-	-47.5	4.7	-227.5	-39.6
投资收益	5.2	0.5	0.9	-	-	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	13.8	9.3	-8.6	10.6	23.7	EV/EBITDA	9.3	10.6	11.3	9.2	7.5
营运资金的变动	64.9	-153.8	178.9	-348.3	-387.6	CAGR(%)	1.4%	13.8%	48.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-	79.9	495.2	19.0	95.2	PEG	11.9	1.2	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-115.0	-95.2	-14.9	-20.0	-20.0	ROIC/WACC	2.1	2.0	1.1	1.9	2.1
融资活动产生现金流量	197.3	75.8	202.0	47.6	-81.0	REP	1.0	0.9	1.6	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王昊文	深圳联系人
0755-82558069	wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034