

2008 年年报点评

龙元建设 (600491)

评级: 增持 (首次)

股价: 8.13 元

年报点评

2009 年 4 月 22 日 星期三

阴霾遮不住阳光

投资要点

- 公司近日公布年报, 2008 年实现营业总收入 72.87 亿元, 与上年同期相比小幅增长, 增幅为 2.4%; 实现营业利润 1.62 亿元, 比上年同期下降 33.28%; 实现归属母公司股东的净利润 1.2 亿元, 比上年同期下降 37.34%。实现基本每股收益 0.31 元, 按照 2009 年 4 月 22 日的收盘价 8.13 元计算, 公司 PB 为 2.13, 远低于行业均值 2.80 和行业市值 3.21。
- 2008 年度利润分配预案以截止 2008 年 12 月 31 日总股本 3.89 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派送现金 1 元(含税), 共计分配 3,888 万元, 剩余 7.55 亿元结转以后年度分配。
- 2008 年房地产投资增速逐步走低, 房地产行业正在经历一次大规模洗牌, 伴随房地产行业的洗牌, 民用建筑承包市场也从以前的“2-8”现象向“1-9”现象转变。建筑承包市场将逐步从劳动力密集型逐步向资本密集型转变, 市场份额会向优质承包商集中。公司作为住宅、商务楼、工业厂房等民用工程细分领域的建筑施工企业龙头, 公司的品牌、资质和资金优势在未来建筑市场竞争中将进一步凸现。
- 民用建筑市场处于房地产开发商的上游, 承接订单时大多被要求垫资施工, 资金实力对公司承揽工程的能力有直接影响, 公司 2009 年将积极推进公司的定向增发工作, 完成公司上市后第一次再融资。若能成功完成再融资, 公司承揽项目及抵御风险的能力将得到增强, 进一步提升公司的经营能力, 公司作为成功上市的民用建筑企业也将借助资本市场在行业的调整中进一步成长。
- 预计公司 09、10 年能够实现基本每股收益 0.50、0.60 元/股, 按照 4 月 22 日的收盘价 8.13 元计算, 目前公司股价市盈率为 16.26、13.55, 参考行业及公司所处的细分市场, 给予公司增持评级。

王万金 陈柏儒
010-66216231-827
010-66216231-803
wwj@longone.com.cn
cbr@longone.com.cn
建筑装饰

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	3.89
流通股本(亿股)	2.67
总市值(亿元)	31.61
流通市值(亿元)	21.71

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	18.04	11.19
3 个月	52.52	25.35
6 个月	79.28	50.82

个股相对上证综指走势图

2008/04/22~2009/4/22



业绩简评

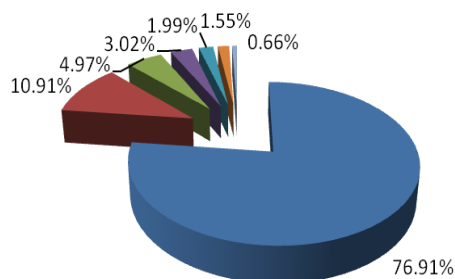
公司近日公布年报，2008 年实现营业总收入 72.87 亿元，与上年同期相比小幅增长，增幅为 2.4%；实现营业利润 1.62 亿元，比上年同期下降 33.28%；实现利润总额 1.89 亿元，比上年同期下降 34.27%；实现归属母公司股东的净利润 1.2 亿元，比上年同期下降 37.34%。实现基本每股收益 0.31 元，全面摊薄后 2008 年度实现净资产收益率 8.08%，比去年同期减少 5.56 个百分点。截止 2008 年底，公司实现每股净资产 3.83 元/股，比去年同期增长 5.80%，按照 2009 年 4 月 22 日的收盘价 8.13 元计算，公司 PB 为 2.13，远低于行业均值 2.80 和行业市值 3.21。

2008 年度利润分配预案如下：以截止 2008 年 12 月 31 日总股本 3.89 亿股为基数，向全体股东每 10 股派送现金 1 元（含税），共计分配 3,888 万元，剩余 7.55 亿元结转以后年度分配。

营业收入

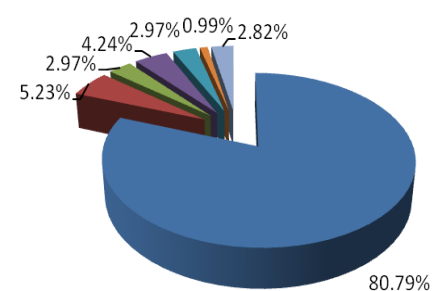
根据公司 2008 年报显示，公司主营业务以民用建筑为主，08 年营业收入 56.07 亿元，同比增长 8.31%，占公司 2008 年营业收入 76.91%；贡献毛利润 5.72 亿元，同比增长 11.50%，占总毛利润的 80.79%，显示公司的增长仍然主要依赖民用建筑领域的成长。占据第二位的为工业建筑，占营业收入之比仅为 10.91%，占毛利润之比为 5.23%。

图 1 2008 年营业收入构成



■ 民用建筑 ■ 工业建筑 ■ 公共设施建设 ■ 销售建材
■ 建筑装饰工程 ■ 市政建筑 ■ 其他

图 2 2008 年毛利润构成



■ 民用建筑 ■ 工业建筑 ■ 公共设施建设 ■ 销售建材
■ 建筑装饰工程 ■ 市政建筑 ■ 其他

资料来源：公司年报

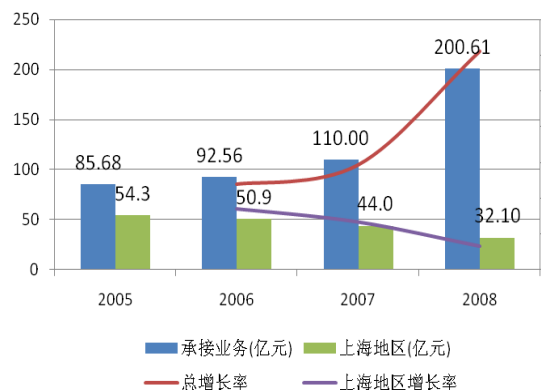
资料来源：公司年报

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%，新签订单创历史新高。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%；公司朝“三三战略”目标又迈进了一步，其中江苏、广东新兴地区在业务量上超过 10 亿元。

从过去三年看公司在上海承揽的任务量比和三年来完成的营业收入量比均逐年下降，而在上海以外地区的业务量比则在大幅提升，公司已经

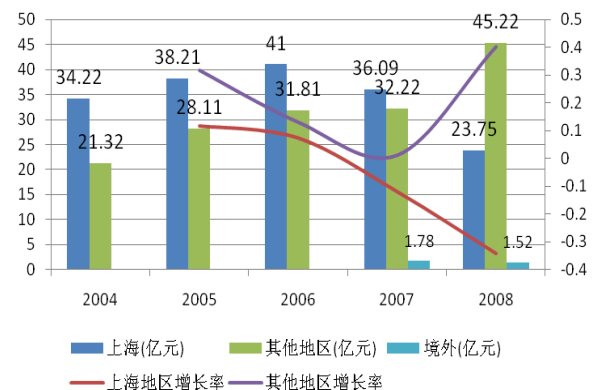
逐渐走出上海,正在成长为全国性的大型民营建筑企业。在 2004 年到 2008 年 ENR 评选的中国承包商 60 强中,公司均排名前 30 位。

图 3 公司分地区承接业务



资料来源：公司年报、东海证券研究所

图 4 公司分地区营业收入



资料来源：公司年报、东海证券研究所

盈利能力

由于公司主要业务为民用建筑板块,因此公司该板块的毛利率与综合毛利率相差无几,在保持平稳的趋势中略有提升,主要是得益于公司的项目管理模式,能够挖掘项目管理的潜力,尤其是在建筑材料价格快速上涨的 2008 年,公司的主要业务毛利率仍然能够实现增长。

公司经营的浙江大地钢结构有限公司前期签订的钢结构施工合同大多为闭口合同,由于 2008 年钢材价格大幅波动,钢结构公司也因此大幅亏损,毛利率大幅下降了 3.21 个百分点。

表 1 公司各分项业务毛利率

	2004	2005	2006	2007	2008
民用建筑	8.56	9.75	9.55	9.91	10.2
工业建筑	8.16	8.77	9.85	7.86	4.65
公共设施建筑	8.42	8.75	8.29	7.87	5.77
销售建材		0.62	16.03	15.6	13.45
建筑装饰工程		9.54	14.08	10.38	14.4
市政建筑		7.31	8.32	9.52	6.18
综合毛利率	8.39	9.20	10.07	9.93	9.72

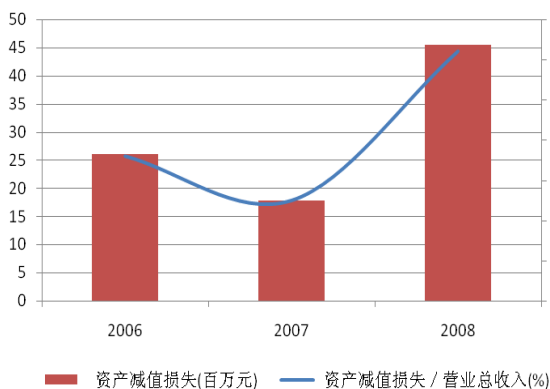
资料来源：公司年报

公司资产减值损失本期较上年同期增加 2,764.85 万元,增加幅度为 154.81%。年报披露主要是根据实际情况,对部分应收款计提了特殊减值。公司 2008 年应收帐款 28.89 亿元,相比 28.78 亿元增长 0.37%

公司近几年业务区域领域不断拓展,业务规模迅速扩大。主业快速发展同时,又相继收购了安徽水泥、大地钢结构、上海设计院、玻璃幕墙四家子公司,随着业务规模的扩大和产业链的延伸,为使公司发展与管理平衡、匹配,公司将 2008 年定为“管理年”,过去一年里,公司制度化规范

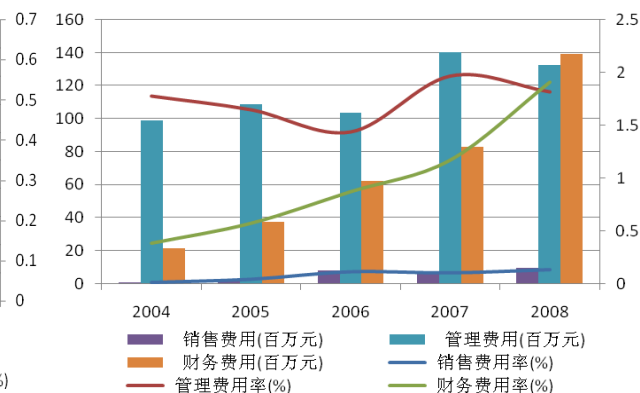
管理方面初见成效。管理费用率比上年降低 0.15 个百分点。财务费用本期较上年同期增加 5,636.17 万元, 增加幅度为 67.86%。原因主要是由于公司年内贷款规模及票据贴现等增加量比较大, 导致财务费用有较大的上升。

图 5 资产减值损失



资料来源：公司年报

图 6 公司三项费用情况



资料来源：公司年报

未来投资亮点

民用建筑市场等待调整结束

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

1-9 月份上海市房地产投资仅增长 3.1%; 房屋建筑新开工面积同比增长 1.9%, 比上半年的增速回落了 21.4 个百分点, 三季度单季房屋建筑新开工面积同比下降 29.1%。

从整个建筑市场来看, 宏观经济的减速特别是房地产市场的低迷肯定会对整个市场容量造成负面影响。在本轮金融危机及宏观调控下, 房地产行业经历了一次大规模洗牌, 行业集中度得以提高, 行业竞争将更加有序规范。伴随房地产行业的洗牌, 也加速了建筑行业由 20%的企业承接 80%的业务, 向 10%的企业承接 90%的业务的转变, 使得建筑承包市场从以前的“2-8”现象向“1-9”现象转变。

与公司合作的房地产企业基本上都是像万科这样的信誉良好的大房地产企业, 目前这些大房地产企业资金链基本未出现问题, 而且公司垫资项目多数已经完成, 未来公司在新接垫资项目时会比较谨慎。待房地产市场回暖, 必将为公司进一步成长给予强有力的支持。

从建筑行业的发展趋势看, 建筑承包市场将逐步从劳动力密集型逐步向资本密集型转变。从建筑企业个体来讲, 由于目前建筑市场集中度很低, 比如公司在上海的市场占有率仅有 2%左右, 随着市场环境的变坏, 一些中

小建筑企业将被淘汰，市场份额会向优质承包商集中。

行业的优势公司将从行业的调整中长期受益。公司作为住宅、商务楼、工业厂房等民用工程细分领域的建筑施工企业龙头，公司的品牌、资质和资金优势在未来建筑市场竞争中将进一步凸现。

积极推进再融资

2008 年房地产开发商受金融危机和宏观调控双重影响，资金比往年紧张造成了部分开发商未能按照合同约定条款付款，公司工程款回收速度减缓，应收款项周转率有所降低。尽管公司经营层加大了对应收账款的催收力度，全年收回的应收账款占年初的 36%强，但新的应收账款又在形成。再加上公司定向增发工作未能按计划如期完成，公司资金面临压力。

民用建筑市场处于房地产开发商的上游，承接订单时大多被要求垫资施工，资金实力对公司承揽工程的能力有直接影响，因此公司 2009 年将积极推进公司的定向增发工作，完成公司上市后第一次再融资。

若能成功完成再融资，公司的承揽项目及抵御风险的能力将得到增强，进一步提升公司的经营能力，公司作为成功上市的民用建筑企业也将借助资本市场在行业的调整中进一步成长。

风险提示

由于房地产行业的不景气，公司面临回款难的问题，应收账款绝对额居高不下，未来房地产行业的低迷如果持续下去，公司的经营情况也将有可能会进一步恶化。

投资及估值建议

预计公司 09、10 年能够实现基本每股收益 0.50、0.60 元/股，按照 4 月 22 日的收盘价 8.13 元计算，目前公司股价市盈率为 16.26、13.55，参考行业及公司所处的细分市场，给予公司增持评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

王万金, 建筑行业高级研究员, 北京大学光华管理学院工商管理硕士, 10 年建筑行业从业经验, 曾供职于中国铁建及首都机场, 2 年行业分析经验。

陈柏儒, 建筑行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万二级子行业建筑装饰业所属上市公司

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122