

稳定成长 不失弹性

龙元建设 09 年下半年投资策略

报告关键点：

- 公司所在业务区域房地产复苏明显
- 增发资金到位 产能扩张正在进行

报告摘要：

- 2009年4月的商品房新开工面积1.08亿平方米，较上年同期下降14.82%。但是市场销售方面来看，4月份商品房销售情况已出现大幅回升，销售面积增速由08年12月底的-18.51%回升至17.5%，其中住房销售增速18.6%。从房地产近几周的交易数据情况看，珠三角、长三角、环渤海地区商品房交易水平均大幅超过了08年同期交易。
- 根据我司房地产行业研究数据，公司重点区域上海、杭州、苏州、深圳等地的存量房动态4周消化时间分别是9.5、9.1、24.2、17.1周，与全国平均水平比较相对较低。这也意味着，当房地产销售旺盛时，这些区域将更容易出现商品房供不应求的局面，从而拉动相应的商品房投资开发。而在现有上市建筑类企业，公司的商品房建筑工程业务占总收入比重较高，因此未来收益也将相当明显。
- 公司近期接单状况良好，5月份新公告了无锡世界贸易中心以及阜阳红杏美凯龙，总金额约7.3亿。按照目前进度，我们预计公司今年完成120亿的合同承接既定目标的可能性较大。
- 公司6月初进行了增发，此次增发募集资金将分别投往公司位于安徽芜湖的4500t/d水泥熟料生产线以及公司计划新建的幕墙生产基地。目前4500t/d生产线正在建设，预计将于9月份投产。幕墙基地也处于前期准备工作中。
- 根据测算，此次增发摊薄后公司09、10年的EPS分别为0.51、0.64元，因为公司商品房建筑工程占比较高，如果未来房地产复苏的情况理想，公司仍具备一定的业绩弹性。考虑建筑行业较为稳定的盈利情况以及公司未来的稳健成长，我们维持前期的盈利预测，给予2010年17倍的PE，6个月目标价11元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
11.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 11.00 元

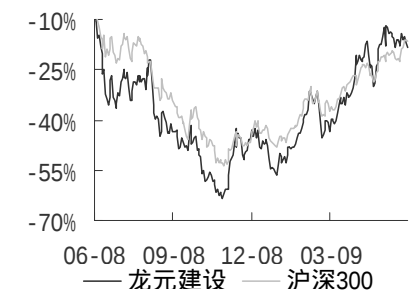
现价： 8.71 元

报告日期：
2009-06-05

市场数据

总市值(百万元)	4,126.80
流通市值(百万元)	2,326.38
总股本(百万股)	473.80
流通股本(百万股)	267.09
12 个月最高/最低	3.87/10.94 元
十大流通股东(%)	44.07%
股东户数	29,829

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.79)	9.09	(2.04)
绝对收益	(1.01)	36.61	(18.35)

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)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,116.2	7,287.1	8,781.0	10,027.9	11,371.6
Growth(%)	-0.7%	2.4%	20.5%	14.2%	13.4%
净利润	191.8	120.2	240.2	304.9	369.7
Growth(%)	1.6%	-37.3%	99.8%	27.0%	21.2%
毛利率(%)	9.9%	9.7%	9.9%	10.1%	10.1%
净利润率(%)	2.7%	1.6%	2.7%	3.0%	3.3%
每股收益(元)	0.40	0.25	0.51	0.64	0.78
每股净资产(元)	3.21	3.36	3.92	4.39	4.97
市盈率	22.1	35.3	17.7	13.9	11.5
市净率	2.8	2.7	2.3	2.0	1.8
净资产收益率(%)	13.2%	7.0%	13.5%	15.3%	16.3%
ROIC(%)	19.3%	12.8%	13.4%	16.7%	16.6%
EV/EBITDA	10.7	11.6	9.7	8.6	7.3
股息收益率	0.9%	0.9%	1.7%	2.2%	2.6%

前期研究成果

龙元建设：房地产复苏带来未来业绩弹性

2009-05-08

龙元建设：原材料涨价及财务费用拖累盈利

2009-04-15

龙元建设：财务费用大幅增长拖累盈利增长

2008-10-30

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-2**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,116.2	7,287.1	8,781.0	10,027.9	11,371.6	成长性					
减: 营业成本	6,409.6	6,579.1	7,911.7	9,020.1	10,223.1	营业收入增长率	-0.7%	2.4%	20.5%	14.2%	13.4%
营业税费	214.5	217.9	263.4	298.8	335.5	营业利润增长率	-17.1%	-33.3%	136.9%	20.8%	17.3%
销售费用	6.8	9.2	13.2	14.0	14.8	净利润增长率	1.6%	-37.3%	99.8%	27.0%	21.2%
管理费用	140.3	132.3	162.4	185.5	204.7	EBITDA 增长率	-3.6%	-7.6%	34.6%	18.2%	15.1%
财务费用	83.1	139.4	40.2	45.7	49.7	EBIT 增长率	-8.3%	-7.6%	40.8%	20.2%	16.5%
资产减值损失	17.9	45.5	7.0	-0.3	-0.4	NOPLAT 增长率	7.3%	-11.6%	9.9%	26.4%	19.8%
加: 公允价值变动收益	0.0	-0.3	0.9	-	-	投资资本增长率	33.7%	4.9%	1.4%	20.1%	6.7%
投资和汇兑收益	-0.5	-0.9	1.0	1.1	1.2	净资产增长率	10.9%	4.5%	16.6%	12.2%	13.1%
营业利润	243.5	162.5	384.9	465.1	545.5	利润率					
加: 营业外净收支	44.6	26.9	6.0	2.0	1.8	毛利率	9.9%	9.7%	9.9%	10.1%	10.1%
利润总额	288.1	189.4	390.9	467.1	547.3	营业利润率	3.4%	2.2%	4.4%	4.6%	4.8%
减: 所得税	87.0	77.7	140.7	149.5	164.2	净利率	2.7%	1.6%	2.7%	3.0%	3.3%
净利润	191.8	120.2	240.2	304.9	369.7	EBITDA/营业收入	5.3%	4.8%	5.4%	5.6%	5.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.6%	4.1%	4.8%	5.1%	5.2%
货币资金	675.6	1,115.0	1,152.6	1,190.9	1,426.4	运营效率					
交易性金融资产	0.3	0.1	1.0	1.0	1.0	固定资产周转天数	22	20	22	24	20
应收帐款	3,529.8	3,648.7	4,210.1	4,780.4	5,421.0	流动营业资本周转天数	59	71	58	58	63
应收票据	33.8	65.3	48.1	54.9	62.3	流动资产周转天数	334	376	344	330	322
预付帐款	148.2	118.5	126.4	135.4	145.6	应收帐款周转天数	134	142	128	129	130
存货	2,820.6	3,056.8	3,251.4	3,459.8	3,641.1	存货周转天数	129	145	129	120	112
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	371	413	381	367	353
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	87	100	85	83	82
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	15.7	21.7	20.0	22.0	24.2	ROE	13.2%	7.0%	13.5%	15.3%	16.3%
投资性房地产	157.5	152.4	160.0	176.0	193.6	ROA	2.5%	1.3%	2.6%	3.0%	3.3%
固定资产	424.8	384.2	688.6	654.2	617.7	ROIC	19.3%	12.8%	13.4%	16.7%	16.6%
在建工程	1.7	62.7	12.7	8.2	5.5	费用率					
无形资产	89.0	85.6	80.0	74.8	69.9	销售费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	58.4	61.0	57.7	58.7	59.7	管理费用率	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
资产总额	7,955.4	8,772.1	9,808.6	10,616.3	11,668.1	财务费用率	1.2%	1.9%	0.5%	0.5%	0.4%
短期债务	1,231.5	1,697.8	1,500.0	1,700.0	1,800.0	三费/营业收入	3.2%	3.9%	2.5%	2.4%	2.4%
应付帐款	2,902.4	2,707.7	3,359.8	3,583.3	3,921.2	偿债能力					
应付票据	459.7	739.8	758.7	692.0	840.3	资产负债率	80.9%	81.9%	81.1%	80.4%	79.8%
其他流动负债	1,704.5	1,850.2	1,796.1	1,808.6	1,817.6	负债权益比	422.6%	451.4%	428.7%	410.1%	395.8%
长期借款	64.8	1.0	51.0	101.0	151.0	流动比率	1.13	1.12	1.12	1.16	1.20
其他非流动负债	0.6	11.2	85.9	148.2	215.4	速动比率	0.69	0.69	0.71	0.74	0.79
负债总额	6,433.2	7,181.1	7,953.6	8,535.1	9,314.6	利息保障倍数	3.93	2.17	10.57	11.17	11.98
少数股东权益	116.2	103.6	113.6	126.3	139.7	分红指标					
股本	388.8	388.8	473.8	473.8	473.8	DPS(元)	0.08	0.08	0.15	0.19	0.23
留存收益	1,017.2	1,099.6	1,267.7	1,481.1	1,739.9	分红比率	20.3%	32.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,522.2	1,591.0	1,855.1	2,081.2	2,353.4	股息收益率	0.9%	0.9%	1.7%	2.2%	2.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	201.1	111.6	240.2	304.9	369.7	EPS(元)	0.40	0.25	0.51	0.64	0.78
加: 折旧和摊销	61.7	58.7	46.6	46.6	46.6	BVPS(元)	3.21	3.36	3.92	4.39	4.97
资产减值准备	17.9	45.5	7.0	-0.3	-0.4	PE(X)	22.1	35.3	17.7	13.9	11.5
公允价值变动损失	-0.0	0.3	0.9	-	-	PB(X)	2.8	2.7	2.3	2.0	1.8
财务费用	72.9	92.9	141.0	40.2	45.7	P/FCF	-60.6	8.7	176.9	31.6	12.1
投资收益	0.5	0.9	-1.0	-1.1	-1.2	P/S	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	9.3	-8.6	10.0	12.7	13.4	EV/EBITDA	10.7	11.6	9.7	8.6	7.3
营运资金的变动	-278.0	-233.3	216.6	-464.1	-211.0	CAGR(%)	16.5%	50.8%	20.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	79.9	72.0	560.6	-55.5	266.8	PEG	1.3	0.7	0.9	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-95.2	-89.7	-300.3	-3.0	-3.1	ROIC/WACC	2.4	1.6	1.7	2.1	2.1
融资活动产生现金流量	75.8	201.5	-215.1	112.8	-10.6	REP	0.8	1.2	1.3	0.9	0.8

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	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@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