

龙元建设 (600491)

建筑三维价值逻辑：临安项目稳步推进

韩其成
 021-38676162
 hanqicheng@gtjas.co
 S0880208070351

本报告导读：

龙元价值变动轨迹印证建筑价值演变三维逻辑，未来价值进一步提升有赖“盈利模式”

纵向产业链延伸到更多其他行业和复制到其他更多区域。谨慎增持，目标价 17 元。

投资要点：

(1) 建筑公司价值演变体现为三个方面：一是行业景气度，细分行情景气提升时盈利和估值均提升；二是区域逻辑，体现为区域主题和向更多区域拓展实现增长；三是盈利模式，体现为横向产业链设计施工运营延伸，以及纵向产业链向不同行业拓展。新签订合同提前概括未来盈利趋势。

(2) 近时被问起建筑研究逻辑，龙元建设价值变动轨迹最体现上述规律：第一阶段 2007 年实现“三三三”战略拓展多区域；第二阶段 2008 年预期国外大额合同；第三阶段 2008 年下半年地产行业景气下降、2009 年上半年地产行业景气复苏；第四阶段 2009 年下半年盈利模式转变向地产开发拓展。

(3) 为进一步研究“纵向产业链延伸”效果，日前实地调研了临安项目。临安项距萧山国际机场 1 小时、杭州半小时车程。首期初步规划核心启动区 2.8 平方公里，计划在 2015 年完成开发建设。初步规划启动区可供出售土地约 1840 亩，其中住宅约 549 亩，商业约 291 亩，产业约 1000 亩。

(4) 2.8 平方公里初步规划基本结束，估计月底上报政府审批，29 平方公里处于概念设计阶段。调整的规划中可能增加住宅土地用地面积。计划今年拿 600-800 亩土地，争取 5-6 月左右可以拿 250 亩地，其中 100 亩做联排别墅、150 亩为商业产业用地，100 亩别墅项目争取 2011 年实现预售。

(5) 公司横向产业链延伸较完善，未来价值提升有赖纵向产业链成功且：

(1) 纵向产业链延伸到更多其他行业；(2) 横纵向产业链盈利模式转变复制到其他更多区域，公司良好经营机制和进取精神或足以支撑。谨慎增持，目标价 17 元。潜在风险是房地产受政策压制和盈利模式转变受阻。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,116	7,287	7,968	9,778	11,859
(+/-)%	-0.7%	2.4%	9.3%	22.7%	21.3%
经营利润 (EBIT)	327	303	368	533	743
(+/-)%	-8%	-7%	21%	45%	39%
净利润	192	120	245	323	475
(+/-)%	2%	-37%	103%	32%	47%
每股净收益 (元)	0.49	0.31	0.52	0.68	1.00
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.10	0.14	0.20

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	5%	4%	5%	5%	6%
净资产收益率 (%)	14%	8%	11%	13%	17%
投入资本回报率 (%)	12%	9%	12%	15%	17%
EV/EBITDA	20.3	21.8	20.9	14.5	10.5
市盈率	31.0	49.4	29.6	22.4	15.2
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：17.00

上次预测：14.00

当前价格：15.28

2010.03.23

交易数据

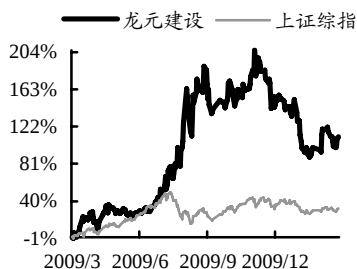
52 周内股价区间 (元)	6.91-21.87
总市值 (百万元)	7,240
总股本/流通 A 股 (百万股)	474/389
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	82%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	57

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,177
每股净资产	4.59
市净率	3.3
净负债率	70%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.11	0.09
Q2	0.14	0.13
Q3	0.10	0.08
Q4	(0.04)	0.22
全年	0.31	0.52

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	-9%	120%
相对指数	10%	-10%	88%

相关报告

《土地收储事宜公告点评》	2009.08.07
《新签合同增速快于收入增长》	2008.08.12
《07 年业绩低于预期，08 年重回增长轨道》	2008.04.08
《2008 年是“三三三”战略转变的临界点》	2007.12.13
《战略性结构调整仍在进行中》	2007.11.05

模型更新时间: 2010.03.23

股票研究

工业
建筑工程业

龙元建设 (600491)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 17.00

上次预测: 14.00

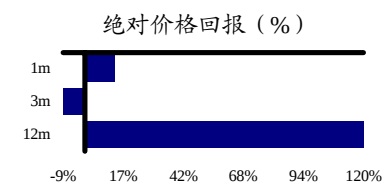
当前价格: 15.28

公司网址

www.lycg.com.cn

公司简介

公司是长三角建筑市场最大的民营施工企业,综合实力位居进沪外地施工企业前列。公司主营业务为民用、工业、市政及各类工程的建筑施工和专业安装,以及水泥、钢结构的生产、销售等业务。公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质、市政公用工程总承包一级资质、机电安装工程总承包一级资质、地基与基础工程专业承包一级资质、建筑装饰装修工程专业承包一级资质和园林古建筑工程专业承包一级资质,是一家拥有国家特级资质和五个一级资质的大型企业。公司通过 ISO 质量和安



52 周价格范围

6.91-21.87

市值 (百万)

7,240

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	5,541	6,590	7,169	7,116	7,287	7,968	9,778	11,859
主营业务成本	5,076	5,984	6,447	6,410	6,579	7,150	8,696	10,485
税金及附加	180	214	228	215	218	238	292	355
主营业务利润	285	393	494	492	490	581	789	1,019
其他业务利润	0	2	26	18	46	24	24	24
营业费用	0	2	8	7	9	14	17	15
管理费用	99	109	104	140	132	175	215	237
EBIT	186	284	357	327	303	368	533	743
财务费用	21	37	62	83	139	102	134	142
营业利润	164	246	294	244	163	266	399	601
所得税	63	91	104	87	78	86	113	166
少数股东损益	0	11	14	9	-9	12	16	24
净利润	104	149	189	192	120	245	323	475
资产负债表	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金、短期投资	721	665	786	676	1,115	1,863	1,912	2,141
其他流动资产	2,630	4,139	5,204	6,532	6,889	7,533	9,244	11,211
长期投资	7	60	176	173	174	175	175	176
固定资产合计	143	454	444	433	454	533	616	695
无形及其他资产	11	115	80	108	105	109	122	141
资产合计	3,512	5,435	6,715	7,955	8,772	10,248	12,103	14,400
流动负债	2,475	4,254	5,338	6,368	7,179	7,740	9,308	11,177
长期负债	13	0	4	65	2	218	244	282
股东权益	992	1,088	1,261	1,406	1,487	2,183	2,441	2,821
投入资本(IC)	742	1,211	1,479	1,970	2,001	2,219	2,673	3,184
现金流量表	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
NOPLAT	114	178	236	228	179	276	400	557
折旧与摊销	12	22	42	62	59	10	10	10
流动资金增量	166	54	314	474	13	135	358	412
资本支出	125	437	(4)	79	77	93	106	109
自由现金流	(165)	(292)	(32)	(263)	147	58	(54)	46
经营现金流	(57)	162	15	80	72	19	(154)	(55)
投资现金流	(112)	(345)	(115)	(95)	(90)	(93)	(106)	(109)
融资现金流	562	34	197	76	201	(102)	8	67
现金流净增加额	393	(149)	97	61	184	(176)	(252)	(97)
财务指标	2004	2005	2006	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性								
收入增长率		18.9%	8.8%	-0.7%	2.4%	9.3%	22.7%	21.3%
EBIT 增长率		53.0%	25.7%	-8.3%	-7.4%	21.4%	44.9%	39.4%
净利润增长率		42.9%	26.9%	1.6%	-37.3%	103.5%	31.9%	47.2%
利润率								
毛利率		8.4%	9.2%	10.1%	9.9%	10.3%	11.1%	11.6%
EBIT 率		3.3%	4.3%	5.0%	4.6%	4.6%	5.4%	6.3%
净利润率		1.9%	2.3%	2.6%	2.7%	1.6%	3.1%	4.0%
收益率								
净资产收益率(ROE)		13.7%	15.0%	13.6%	8.1%	11.2%	13.2%	16.8%
总资产收益率(ROA)		2.7%	2.8%	2.4%	1.4%	2.4%	2.7%	3.3%
投入资本回报率(ROIC)		14.7%	15.9%	11.6%	8.9%	12.4%	14.9%	17.5%
运营能力								
存货周转天数		78.4	90.6	112.7	144.7	163.0	163.3	158.0
应收账款周转天数		82.99	129.26	140.29	181.05	182.76	182.76	182.76
总资产周转天数		231.3	301.0	341.9	408.0	439.4	469.4	443.2
净利润现金含量		-0.55	1.09	0.08	0.42	0.60	0.08	-0.12
资本支出/收入		2%	7%	0%	1%	1%	1%	1%
偿债能力								
资产负债率		70.8%	78.3%	79.6%	80.9%	81.9%	77.7%	78.9%
净负债率		-28.9%	8.6%	22.0%	44.1%	47.9%	6.8%	14.4%
估值比率								
PE		18.3	19.2	24.2	31.0	49.4	29.6	22.4
PB		1.9	2.6	3.6	4.2	4.0	3.3	3.0
P/S		0.3	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9	0.7
EV/EBITDA		9.77	7.50	20.31	21.84	20.90	14.55	10.49
股息率		1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	1.3%

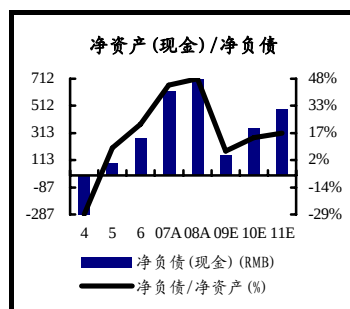
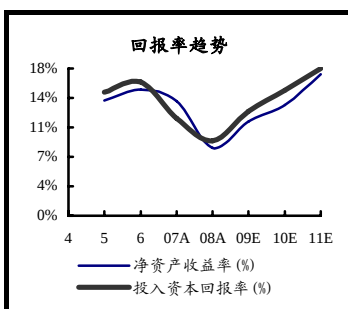
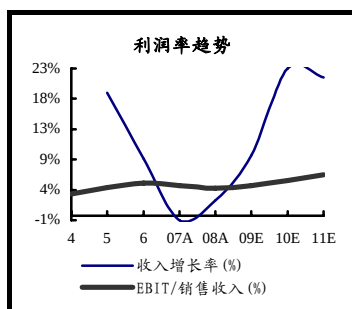
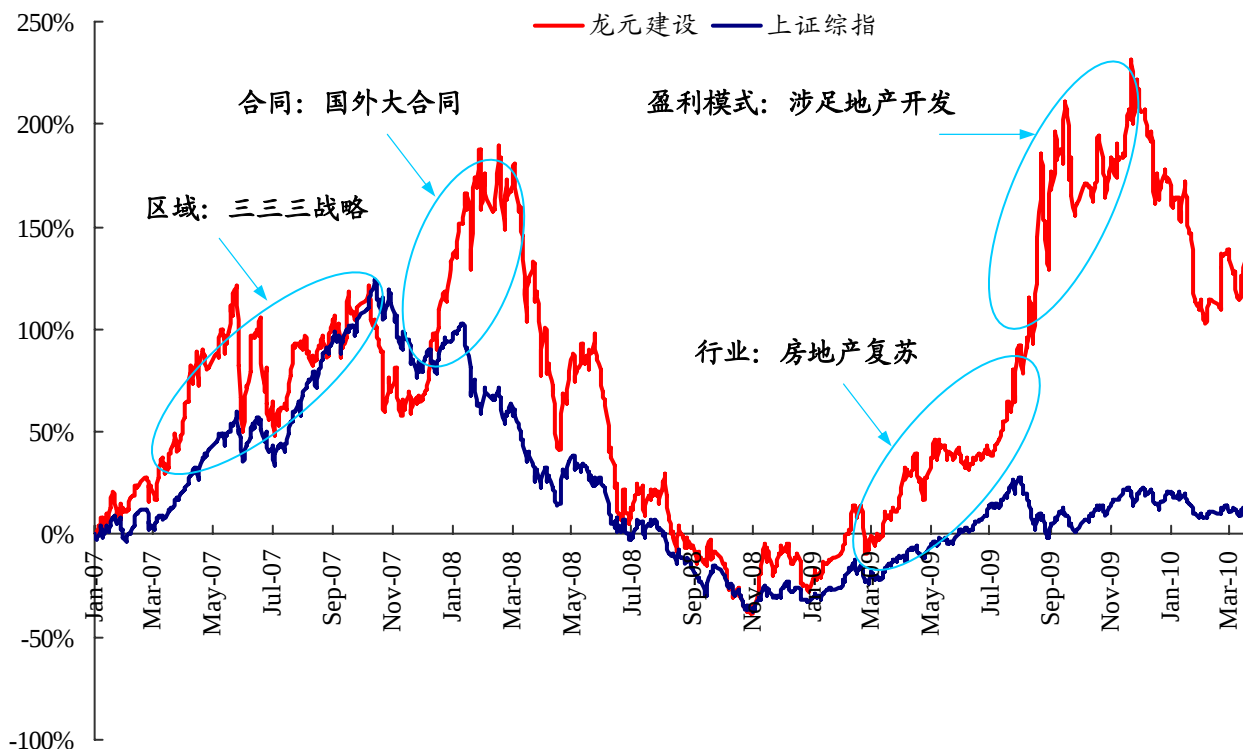
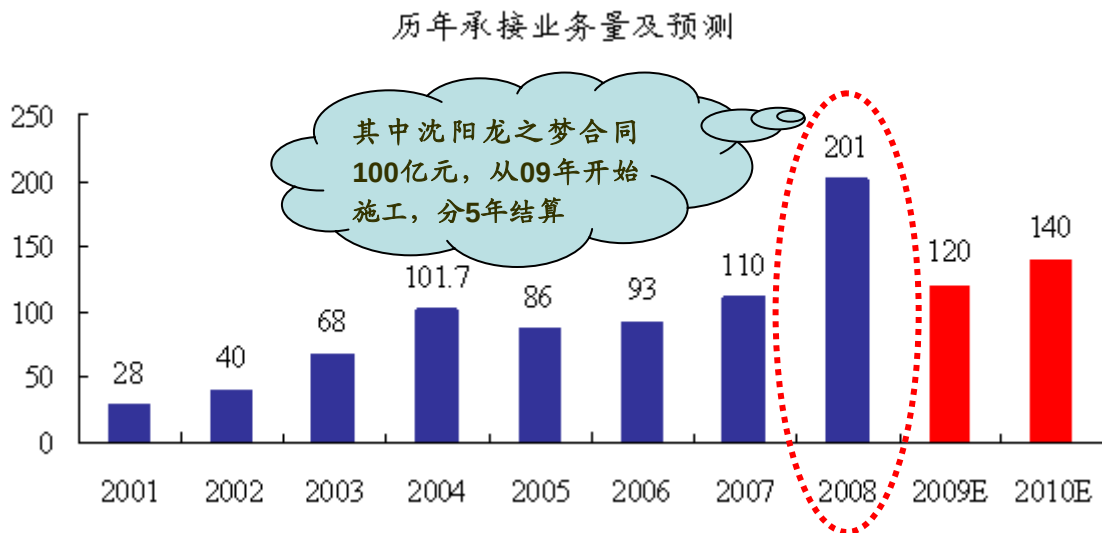


图 1: 建筑三维逻辑: 龙元建设价值变动轨迹



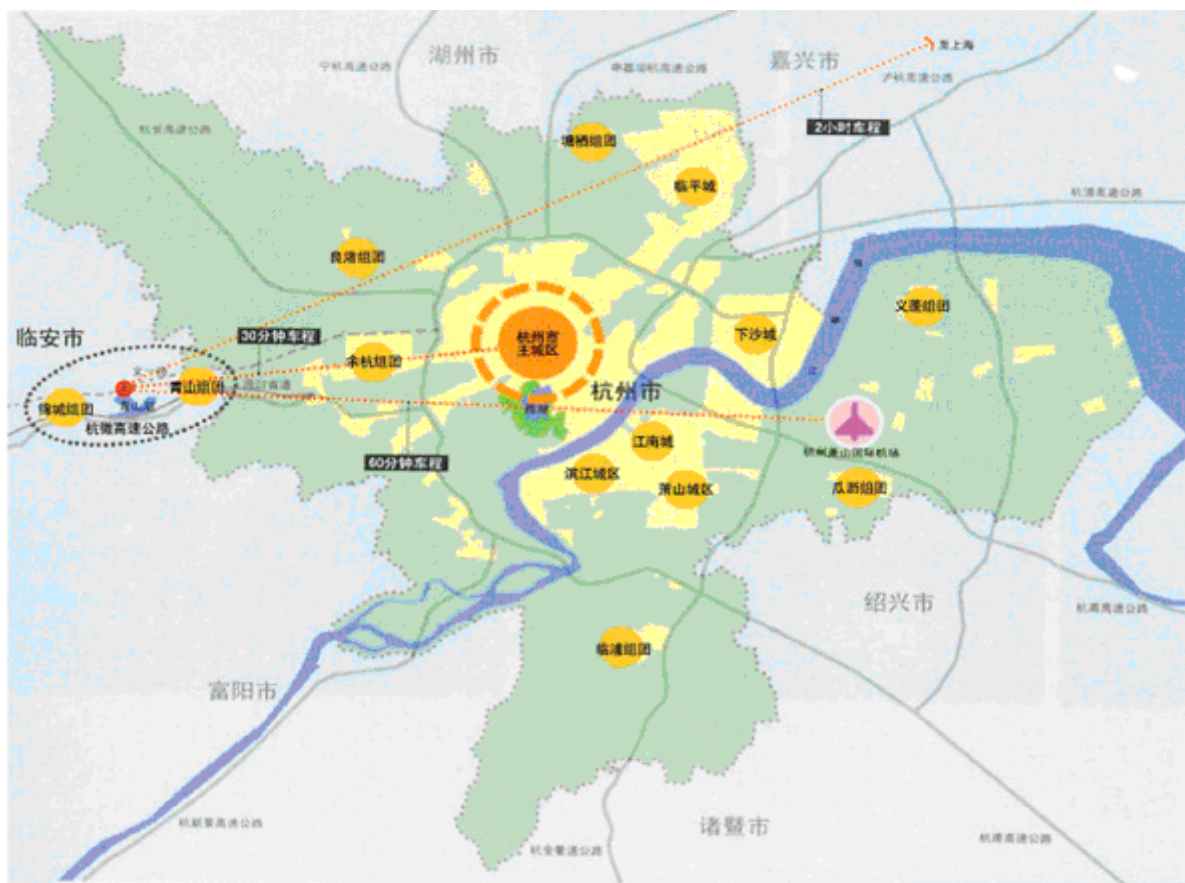
数据来源：国泰君安证券研究

图 2: 公司历年新签订合同



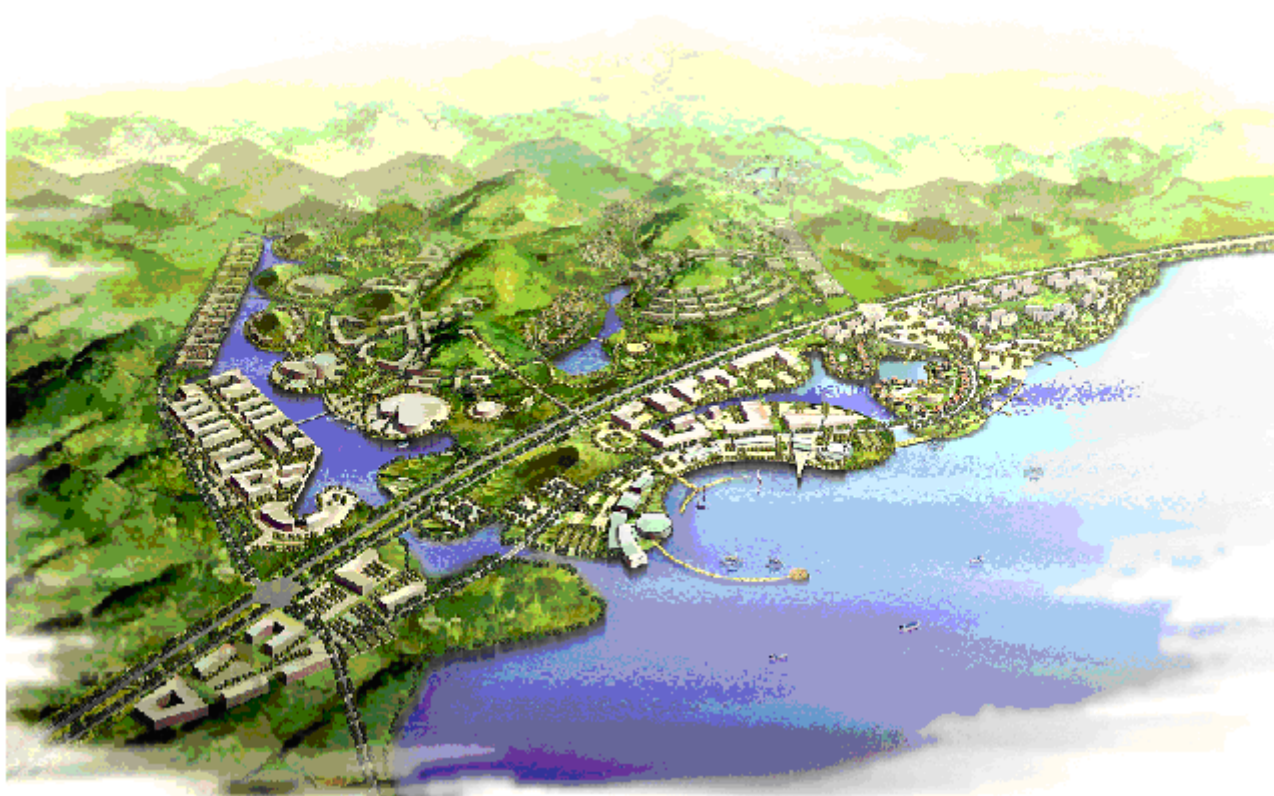
数据来源：国泰君安证券研究

图 3: 临安交通地理位置



数据来源: 临安高新技术产业园, 国泰君安证券研究

图 4: 临安概念设计鸟瞰



数据来源: 临安高新技术产业园, 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		