

龙元建设 (600491.SH)

参股航宇科技科创板上市申请通过，投资布局收获颇丰

事件：公司公告参股公司贵州航宇科技在科创板 IPO 申请获交易所审核通过。杭州璨云英翼投资合伙企业（公司为其有限合伙人，出资占比 99%）持有航宇科技 2,652.90 万股，占其发行前总股本的比例为 25.27%，目前是其第二大股东。

航宇科技是航空材料领域高新技术企业，在航空环形锻件市场技术领先。据招股书披露，航宇科技是一家主要从事航空难变形金属材料环形锻件研发、生产和销售的高新技术企业，相关研发与制造技术达到国际同类先进水平。主要产品为航空发动机环形锻件，产品亦应用于航天火箭发动机、导弹、舰载燃机、工业燃气轮机、核电装备等高端装备领域。境内市场客户包括中国航空发动机集团等，境外与 GE 航空、普惠（P&W）、赛峰（SAFRAN）、罗罗（RR）、霍尼韦尔（Honeywell）、MTU 等主要航空发动机客户均签订了长期协议。航宇科技 2018 年/2019 年/2020 前三季度收入分别为 3.3/5.9/4.5 亿元，同比增长 47%/77%/9%，归母净利润分别为 2441/5386/4881 万，分别同比扭亏/+121%/+45%。

航宇科技上市后有望给公司带来较好投资收益，并优化资产负债表。航宇科技公告拟发行不超过 4500 万股，不低于 3500 万股，募集资金不超过 7 亿元，以发行 3500 万股计算，整体估值约 28 亿元，公司持股比例下降至 18.95%，持股价值约 5.3 亿元。公司在 2017 年参与航宇科技定增时估值约 7.3 亿元，持股价值约 1.8 亿元。仅以定增完成至 IPO 估值时计算，公司持股收益约 3.5 亿元，收益率约 194%。根据会计准则，我们预计璨云英翼将上市后的航宇科技股份计入金融资产，并按照实际股价变动确认公允价值变动损益，龙元建设将通过持有的璨云英翼股权间接分享股价变动带来的投资收益。除投资收益外，航宇科技 IPO 后股权的大幅增值也有望降低龙元建设资产负债率，进一步优化资产负债结构。

新签订单结构优化，PPP 项目回款大幅增长，逐步进入投收平衡期。2020 年 1-9 月，公司及子公司累计签订合同 148.78 亿，同比增长 29.35%。公司公告上半年新签订单中非民营投资项目占比 53.81%，业务结构得到持续改善。预计公司 PPP 投资高峰已过，2019 年长期应收款新增 80 亿元，同比减少 29 亿元，表明投资强度明显下降；同时前期项目逐步完工进入运营回收阶段，公告 20 年上半年共实现 PPP 项目政府回款 7.22 亿元，同比增长 93.57%，新增 8 个 PPP 项目进入或部分进入运营期，随着进入收款期的 PPP 项目的不断增加，公司将逐步步入 PPP 项目资金投出与投资回笼良好平衡的发展阶段。

投资建议：预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.2/10.1/11.1 亿元（暂不考虑航宇科技上市影响），同比变动 -20%/+24%/+9%，对应 EPS 分别为 0.53/0.66/0.72 元，当前股价对应 PE 分别为 11/9/8 倍，PB (lf) 仅 0.77 倍，维持“买入”评级。

风险提示：装配式业务推进不及预期风险、PPP 政策风险、订单转化进度不及预期风险、航宇科技上市进度及股价波动风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20,213	21,427	20,993	23,235	25,274
增长率 yoy (%)	13.1	6.0	-2.0	10.7	8.8
归母净利润（百万元）	922	1,021	815	1,010	1,105
增长率 yoy (%)	52.0	10.7	-20.1	23.9	9.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.60	0.67	0.53	0.66	0.72
净资产收益率 (%)	8.8	8.8	6.6	7.7	7.8
P/E (倍)	9.5	8.6	10.7	8.6	7.9
P/B (倍)	0.90	0.82	0.77	0.71	0.66

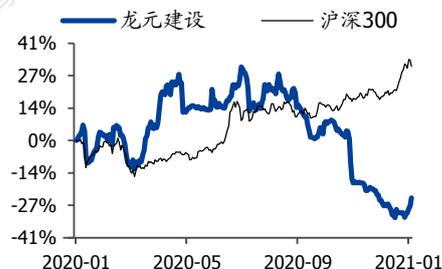
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
最新收盘价	5.71
总市值(百万元)	8,734.92
总股本(百万股)	1,529.76
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	7.31

股价走势



作者

分析师 何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@gszq.com
分析师 程龙戈
执业证书编号：S0680518010003
邮箱：chenglongge@gszq.com
分析师 廖文强
执业证书编号：S0680519070003
邮箱：liaowenqiang@gszq.com
分析师 夏天
执业证书编号：S0680518010001
邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 《龙元建设 (600491.SH)：经营性现金流大幅改善，装配式产业园顺利签约》2020-10-28
- 《龙元建设 (600491.SH)：发力装配式打造新增长点，Q2 经营性现金流大幅改善》2020-08-27
- 《龙元建设 (600491.SH)：积极布局装配式产能，打造全新增长点》2020-08-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	31424	31325	30332	37114	36654
现金	4186	3786	3296	3485	3791
应收票据及应收账款	10205	10195	9846	12822	12201
其他应收款	2712	1712	2622	2175	3043
预付账款	477	673	454	793	563
存货	13383	13665	12821	16545	15761
其他流动资产	462	1294	1294	1294	1294
非流动资产	20060	28120	32411	35015	36645
长期投资	690	710	735	760	786
固定资产	533	526	568	768	1022
无形资产	85	87	92	100	109
其他非流动资产	18753	26798	31017	33388	34728
资产总计	51484	59445	62744	72129	73299
流动负债	32389	34687	34067	40701	39429
短期借款	3112	3985	4064	5045	4694
应付票据及应付账款	17376	17767	16830	21260	20053
其他流动负债	11902	12935	13173	14396	14681
非流动负债	8439	13036	16240	18044	19448
长期借款	8336	12959	16163	17967	19371
其他非流动负债	103	77	77	77	77
负债合计	40829	47723	50307	58745	58877
少数股东权益	960	1092	1101	1115	1132
股本	1530	1530	1530	1530	1530
资本公积	4051	4047	4047	4047	4047
留存收益	3757	4686	5427	6353	7361
归属母公司股东权益	9696	10631	11336	12269	13290
负债和股东权益	51484	59445	62744	72129	73299

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1098	362	533	-119	781
净利润	943	1033	825	1024	1121
折旧摊销	46	45	49	62	85
财务费用	65	66	198	180	170
投资损失	-36	-29	-23	-27	-29
营运资金变动	-2327	-1015	-491	-1338	-556
其他经营现金流	211	262	-25	-20	-10
投资活动现金流	-4400	-6599	-4292	-2619	-1675
资本支出	29	51	431	579	603
长期投资	-58	-185	-24	-28	-26
其他投资现金流	-4429	-6733	-3886	-2068	-1099
筹资活动现金流	7699	5517	3269	2150	1764
短期借款	349	873	80	203	213
长期借款	3858	4623	3204	1804	1404
普通股增加	268	0	0	0	0
资本公积增加	2573	-4	0	0	0
其他筹资现金流	651	25	-15	143	147
现金净增加额	2202	-720	-491	-588	870

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20213	21427	20993	23235	25274
营业成本	18302	19236	18938	20850	22614
营业税金及附加	129	103	101	112	122
营业费用	5	9	7	9	25
管理费用	334	399	405	453	505
研发费用	55	73	63	70	88
财务费用	65	66	198	180	170
资产减值损失	99	-0	174	186	227
其他收益	4	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	35	25	20	10
投资净收益	36	29	23	27	29
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	1265	1486	1154	1422	1559
营业外收入	1	2	3	2	2
营业外支出	4	10	4	5	6
利润总额	1262	1478	1152	1419	1555
所得税	319	445	327	395	434
净利润	943	1033	825	1024	1121
少数股东损益	21	13	10	14	17
归属母公司净利润	922	1021	815	1010	1105
EBITDA	1922	2506	1819	2218	2442
EPS (元)	0.60	0.67	0.53	0.66	0.72

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	6.0	-2.0	10.7	8.8
营业利润(%)	49.8	17.5	-22.4	23.3	9.7
归属于母公司净利润(%)	52.0	10.7	-20.1	23.9	9.4
获利能力					
毛利率(%)	9.5	10.2	9.8	10.3	10.5
净利率(%)	4.6	4.8	3.9	4.3	4.4
ROE(%)	8.8	8.8	6.6	7.7	7.8
ROIC(%)	6.4	5.9	3.8	4.1	4.2
偿债能力					
资产负债率(%)	79.3	80.3	80.2	81.4	80.3
净负债比率(%)	74.0	125.6	151.1	162.8	159.1
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0
应付账款周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.67	0.53	0.66	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	0.24	0.35	-0.08	0.51
每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.95	7.41	8.02	8.69
估值比率					
P/E	9.5	8.6	10.7	8.6	7.9
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.1	9.7	15.7	14.2	13.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com