



买入

22% ↑

目标价格: 人民币 3.23

原目标价格: 人民币 3.33

601669.CH

价格: 人民币 2.65

目标价格基础: 6倍14年市盈率

板块评级: 中立

中国电建

毛利率同比下滑明显

中国电建2014年上半年收入752.04亿人民币,同比增幅为14%;归属上市公司股东净利润21.36亿人民币,同比增幅为-3.8%,净利润指标同比下降主要是因报告期内公司进行会计估计变更所致。若剔除会计变更影响因素,公司归属于上市公司股东的净利润同比增长16.83%。报告期内,公司整体的毛利率同比出现了下降,建筑工程承包主业收入小幅增长,电力投资收入同比小幅下降,地产及其他业务成为带动公司收入增长的引擎。报告期内公司新签合同约为人民币902.6亿元,同比减少11%;合同存量4,115.29亿元,同比增长19.49%。公司完成投资约为人民币221.9亿元,为年度投资计划人民币780.58亿元的28.43%,主要是因部分投资项目外部环境和边界条件尚未满足决策所要求达到的开工条件,部分投资项目受征地、拆迁等因素影响。展望下半年,水电建设还将保持平稳的增速,公司海外业务还有较大的改善空间,此外,公司收购的南国置业在相关地产项目上也会给公司贡献一定的业绩,考虑到公司下半年资产注入的预期,我们继续维持公司的买入评级,目标价格下调至3.23元,对应6倍2014年市盈率。

支撑评级的要点

- 公司14年上半年度综合毛利率为12.9%,同比降0.85个百分点;营业利润率为3.8%,同比降0.74个百分点;净利润率为2.8%,同比降0.53个百分点。公司14年上半年度销售费用率为0.3%,同比升0.12个百分点;管理费用率为3.9%,同比降0.24个百分点;财务费用率为1.8%,同比降0.71个百分点。
- 公司第二季度单季综合毛利率为14.36%,同比降0.42个百分点;营业利润率为4.06%,同比降1.28个百分点;净利润率为2.96%,同比降0.77个百分点。公司第二季度单季销售费用率为0.28%,同比升0.14个百分点;管理费用率为4.16%,同比降0.1个百分点;财务费用率为2.08%,同比降0.27个百分点。
- 公司上半年新签合同为年度营销计划人民币2,374.4亿元的38.02%,主要是受国际宏观经济形势和国际市场竞争加剧以及季节性波动的影响。公司建筑工程承包业务毛利率下降明显,主要受境外工程承包业务竞争加剧以及当地劳动力及材料成本上涨因素影响。电力投资运营虽然收入同比下降,但是毛利率同比增长1.91个百分点。
- 公司房地产开发业务实现营业收入人民币33.24亿元,同比增长60.81%;实现毛利人民币7.59亿元,同比增长59.01%,毛利率为22.83%,同比小幅降低。该板块毛利率同比小幅降低的主要原因是毛利率水平较低的保障性住房收入同比增加。

评级面临的主要风险

- 水利水电投资低于预期、海外政治经济风险。

估值

- 我们对公司2014-2016年每股收益预测为0.543、0.626和0.721元,维持买入评级,目标价格由3.33元下调至3.23元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	127,056	144,837	163,745	185,112	209,086
变动(%)	12	14	13	13	13
净利润(人民币 百万)	4,127	4,556	5,212	6,013	6,925
全面摊薄每股收益(人民币)	0.430	0.475	0.543	0.626	0.721
变动(%)	14.0	10.4	14.4	15.4	15.2
市场预期每股收益(人民币)			0.54	0.63	0.72
核心每股收益(人民币)	0.450	0.536	0.600	0.686	0.781
变动(%)	7.2	19.1	11.9	14.3	13.8
全面摊薄市盈率(倍)	6.5	5.9	5.1	4.5	3.9
核心市盈率(倍)	6.2	5.2	4.6	4.1	3.6
每股现金流量(人民币)	0.23	0.56	0.60	0.55	0.71
价格/每股现金流量(倍)	12.0	5.0	4.6	5.1	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	6.8	7.0	7.0	7.0
每股股息(人民币)	0.128	0.143	0.163	0.188	0.216
股息率(%)	4.6	5.1	5.8	6.7	7.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀, CFA

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

张泰欣

(8610)66229336

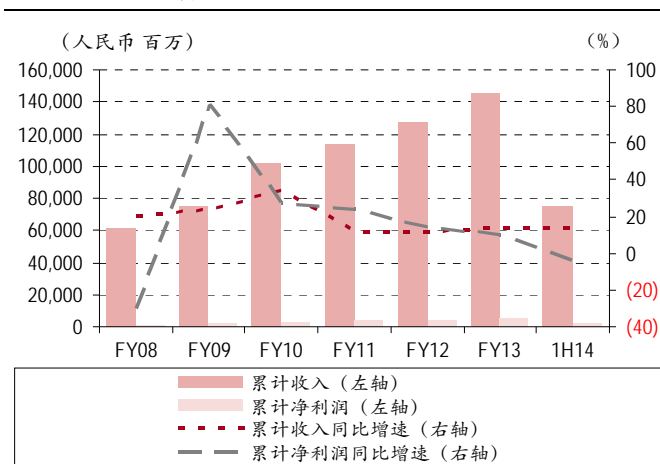
taixin.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514040002

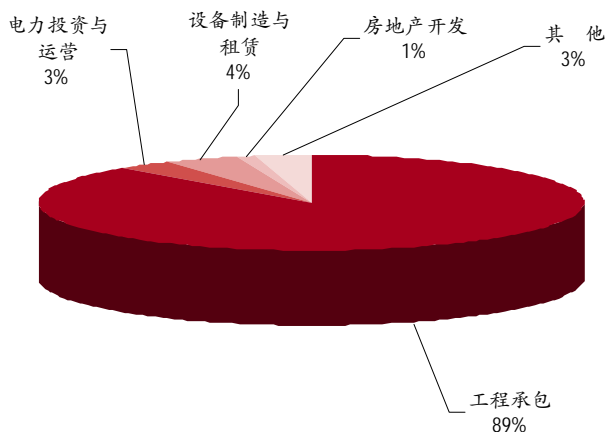
图表 1 公司业绩概要

(人民币, 百万)	1H13	1H14	变动(%)	1Q13	1Q14	变动(%)	FY12	FY13	变动(%)
营业收入	65,991	75,204	14.0	27,860	33,403	19.9	127,056	144,837	14.0
营业成本	(56,902)	(65,486)	15.1	(24,410)	(29,688)	21.6	(109,471)	(123,875)	13.2
营业税金及附加	(1,507)	(1,694)	12.4	(596)	(785)	31.8	(2,986)	(3,925)	31.4
销售费用	(108)	(217)	100.2	(53)	(99)	87.1	(207)	(328)	58.2
管理费用	(2,704)	(2,897)	7.2	(1,079)	(1,157)	7.2	(6,071)	(6,329)	4.2
财务费用	(1,649)	(1,342)	(18.6)	(755)	(475)	(37.1)	(2,655)	(3,528)	32.9
资产减值损失	(139)	(724)	418.9	(41)	(38)	(7.3)	(445)	(781)	75.5
公允价值变动	2	(5)	(316.9)	0	(5)	(1293.0)	(7)	4	(152.6)
投资收益	31	23	(23.4)	41	11	(72.6)	149	247	65.9
汇兑净收益	0	0	nm	0	0	nm	0	0	nm
营业利润	3,004	2,863	(4.7)	968	1,168	20.7	5,360	6,322	17.9
营业外收入	42	49	16.5	17	23	30.3	291	130	(55.5)
营业外支出	(22)	(40)	86.9	(7)	(17)	140.9	(89)	(79)	(11.1)
利润总额	3,025	2,872	(5.0)	978	1,174	20.0	5,562	6,372	14.6
所得税费用	(602)	(608)	1.1	(168)	(214)	27.0	(1,168)	(1,171)	0.3
净利润	2,423	2,264	(6.6)	810	960	18.5	4,394	5,200	18.4
少数股东损益	(202)	(128)	(36.7)	(9)	(61)	561.3	(267)	(644)	141.4
归属上市公司股东 净利	2,221	2,136	(3.8)	801	899	12.3	4,127	4,556	10.4

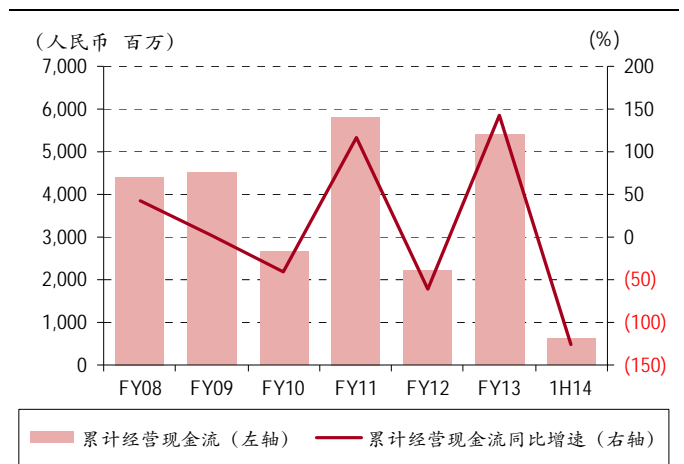
资料来源: 公司公告; 中银国际研究

图表 2. 公司业绩和收入情况


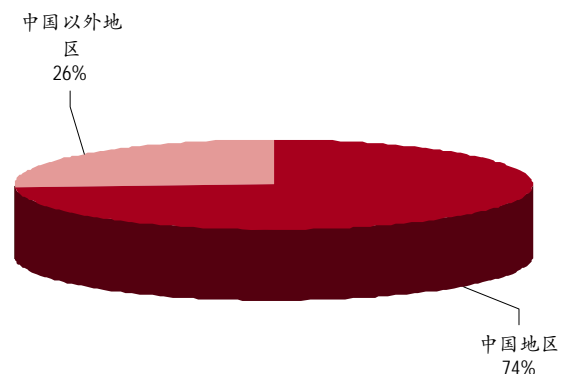
资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 4. 上半年公司主要收入占比


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

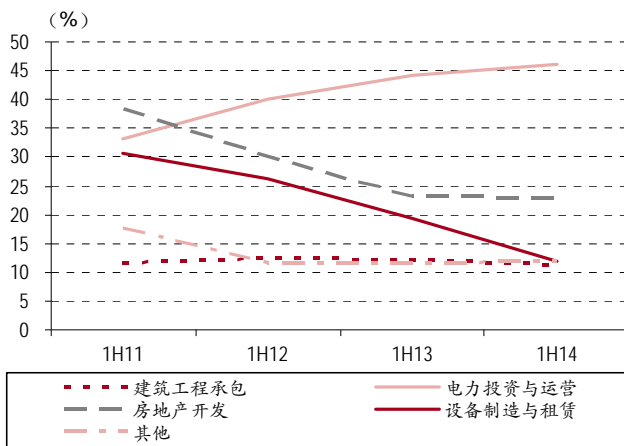
图表 3. 公司现金流情况


资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 5. 上半年公司收入地域分布情况


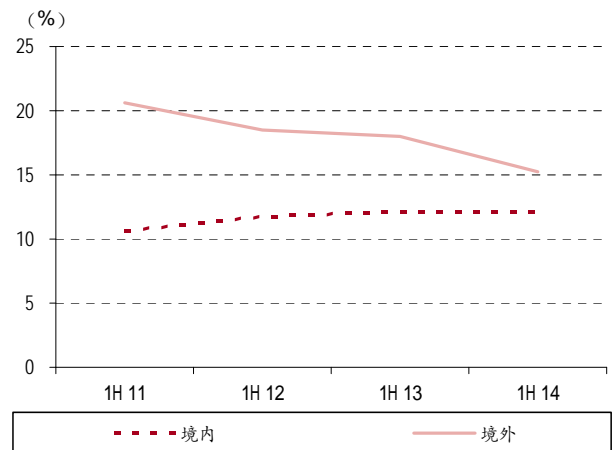
资料来源: 公司公告, 中银国际研究

图表 6. 上半年公司主要业务毛利率



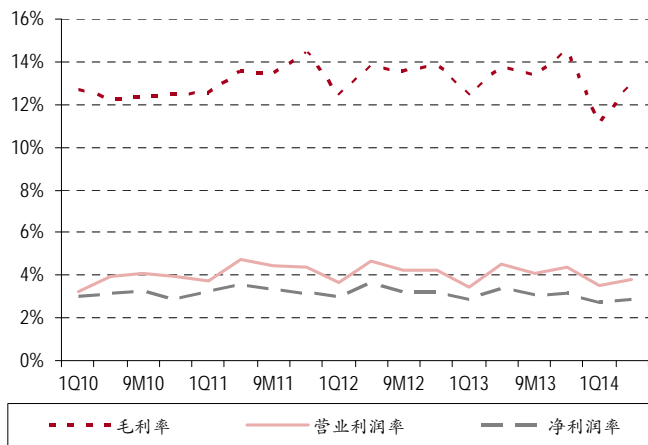
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 7. 公司区域毛利率情况



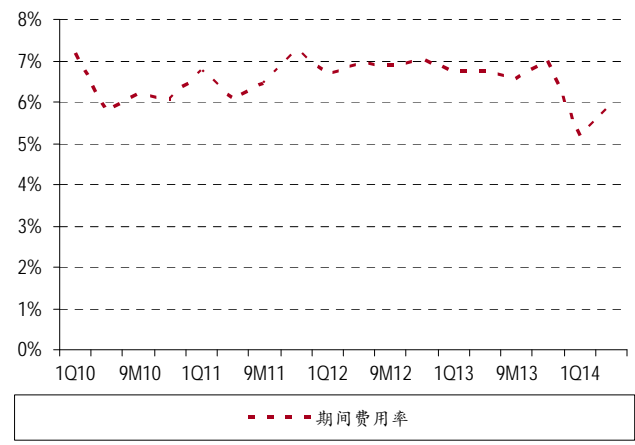
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 8 公司毛利率 净利率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 9 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	127,056	144,837	163,745	185,112	209,086
销售成本	(109,471)	(123,875)	(139,642)	(157,552)	(177,581)
经营费用	(4,970)	(6,183)	(7,262)	(7,791)	(8,458)
息税折旧前利润	12,615	14,779	16,841	19,769	23,048
折旧及摊销	(4,295)	(4,400)	(5,249)	(6,351)	(7,517)
经营利润(息税前利润)	8,320	10,380	11,593	13,417	15,531
净利息收入(费用)	(2,656)	(3,528)	(3,870)	(4,556)	(5,396)
其他收益/(损失)	(101)	(480)	(424)	(440)	(437)
税前利润	5,562	6,372	7,299	8,422	9,699
所得税	(1,168)	(1,171)	(1,350)	(1,558)	(1,794)
少数股东权益	(267)	(644)	(737)	(850)	(979)
净利润	4,127	4,556	5,212	6,013	6,925
核心净利润	4,325	5,149	5,761	6,583	7,495
每股收益(人民币)	0.430	0.475	0.543	0.626	0.721
核心每股收益(人民币)	0.450	0.536	0.600	0.686	0.781
每股股息(人民币)	0.128	0.143	0.163	0.188	0.216
收入增长(%)	12	14	13	13	13
息税前利润增长(%)	6	25	12	16	16
息税折旧前利润增长(%)	7	17	14	17	17
每股收益增长(%)	14	10	14	15	15
核心每股收益增长(%)	7	19	12	14	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	26,636	28,961	31,821	24,803	14,383
应收帐款	32,183	40,805	47,496	55,140	63,821
库存	41,461	61,705	78,982	101,097	126,372
其他流动资产	3,297	8,327	9,747	11,143	12,748
流动资产总计	103,577	139,798	168,046	192,183	217,324
固定资产	50,473	56,513	67,643	80,177	93,046
无形资产	16,878	18,827	19,766	20,778	21,791
其他长期资产	13,457	16,325	15,737	15,085	14,389
长期资产总计	80,808	91,666	103,146	116,040	129,225
总资产	184,385	231,464	271,193	308,224	346,549
应付帐款	64,152	83,059	97,928	115,195	135,241
短期债务	19,508	29,467	26,441	28,941	28,941
其他流动负债	3,947	4,949	5,559	6,195	6,892
流动负债总计	87,607	117,475	129,929	150,331	171,075
长期借款	57,487	68,757	90,807	101,357	111,907
其他长期负债	4,456	3,924	4,574	5,351	6,283
股本	9,600	9,600	9,600	9,600	9,600
储备	21,304	24,285	28,123	32,573	37,694
股东权益	30,904	33,885	37,723	42,173	47,294
少数股东权益	3,931	7,423	8,160	9,011	9,990
总负债及权益	184,385	231,464	271,193	308,224	346,549
每股帐面价值(人民币)	3.22	3.53	3.93	4.39	4.93
每股有形资产(人民币)	1.46	1.57	1.87	2.23	2.66
每股净负债/(现金)(人民币)	5.25	7.21	8.90	10.99	13.17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	5,562	6,372	7,299	8,422	9,699
折旧与摊销	4,295	4,400	5,249	6,351	7,517
净利息费用	2,656	3,528	3,870	4,556	5,396
运营资本变动	(9,720)	(8,363)	(9,315)	(12,558)	(14,062)
税金	(1,168)	(1,171)	(1,350)	(1,558)	(1,794)
其他经营现金流	608	635	45	35	32
经营活动产生的现金流	2,233	5,400	5,797	5,248	6,787
购买固定资产净值	(15,248)	(19,043)	(17,600)	(20,180)	(21,680)
投资减少/增加	2,158	3,895	(11)	(11)	(11)
其他投资现金流	(1,039)	(229)	118	121	117
投资活动产生的现金流	(14,130)	(15,377)	(17,493)	(20,070)	(21,574)
净增权益	624	1,454	0	0	0
净增债务	12,438	17,989	19,025	13,050	10,550
支付股息	(365)	(1,229)	(1,373)	(1,563)	(1,804)
其他融资现金流	(6,608)	(5,526)	(3,095)	(3,682)	(4,379)
融资活动产生的现金流	6,090	12,688	14,557	7,804	4,367
现金变动	(5,807)	2,711	2,860	(7,018)	(10,420)
期初现金	32,535	26,630	28,950	31,811	24,792
公司自由现金流	(11,219)	(10,213)	(11,043)	(14,084)	(14,255)
权益自由现金流	(2,115)	4,377	3,458	(6,329)	(9,633)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.9	10.2	10.3	10.7	11.0
息税前利润率(%)	6.5	7.2	7.1	7.2	7.4
税前利润率(%)	4.4	4.4	4.5	4.5	4.6
净利率(%)	3.2	3.1	3.2	3.2	3.3
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5
净权益负债率(%)	144.6	167.7	186.2	206.1	220.8
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
估值					
市盈率(倍)	6.5	5.9	5.1	4.5	3.9
核心业务市盈率(倍)	6.2	5.2	4.6	4.1	3.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.2	6.0	5.4	4.7	4.1
市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
价格/现金流(倍)	12.0	5.0	4.6	5.1	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	6.8	7.0	7.0	7.0
周转率					
存货周转天数	120.5	152.0	183.9	208.6	233.8
应收帐款周转天数	87.3	92.0	98.4	101.2	103.8
应付帐款周转天数	178.7	185.5	201.7	210.1	218.6
回报率					
股息支付率(%)	29.8	30.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	14.2	14.1	14.6	15.1	15.5
资产收益率(%)	3.8	4.1	3.8	3.8	3.9
已运用资本收益率(%)	8.9	8.9	8.2	8.3	8.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371