

# 中国电建 (601669)

## 境外业务毛利率提升，水环境业务订单大幅增长

近日公司公布 2018 年半年度报告，上半年实现营业收入 1266.04 亿元，同比增长 5.4%；实现归母净利润 40.57 亿元，同比增长 9.16%。点评如下：

### 新签订单增速略有降低，水环境业务成新亮点

2018 上半年公司新签合同 2613.98 亿元，同比下降 4.99%。其中国内 1828.52 亿元，同比减少 10.42%；上半年 PPP 政策收紧，去杠杆继续推进，公司 2 月份起新签订单增速显著下滑，到 7 月份有所回升，增速为 4.77%。上半年新签海外订单 785.46 亿元，同比增长 10.61%，公司有望持续收益于一带一路的推进。公司自 15 年开始拓展水环境业务，报告期内将水环境业务定位为“十三五”期间三大核心业务之一，中标水资源与环境业务 278.17 亿元，同比增长超 200%，水环境板块收入有望加速提升。

### 营收保持稳定，境外业务小幅提高毛利率

2018 上半年实现营业 1266.04 亿元，同增 5.4%。其中核心业务工程承包与勘测设计实现营收 1031.8 亿，同增 6.94%；电力投资与运营实现收入 66.44 亿，同增 40.7%，该业务增长较快主要是投资运营电站总装机容量上升的结果；受地产政策影响，房地产开发营收 78.89 亿，同比下降 18.55%。上半年整体毛利率 14.66%，同比提高 1.2 个百分点。工程承包与勘测设计毛利率 11.42%，同比降低 0.38 个百分点；房地产开发的毛利率增加 9.89 个百分点至 27.01%，主要是当期收入中含部分成本较低的二线城市项目，以及高端项目的毛利率较高导致的。上半年境外收入占比 23.14%，境外业务毛利率提高 2.51 个百分点到 13.13%，贡献了整体毛利率的小幅提升。

### 期间费用率及付现比均有所增加

2018 上半年期间费用率为 8.5%，同比增加 0.51 个百分点。其中，销售费用率基本持平；管理费用率增加 0.36 个百分点至 5.67%，系研发费用增长了 18.61%所致；财务费用增加 0.17 个百分点至 2.54%，主因费用化利息支出增加。资产减值损失 6.66 亿，比去年同期增加 1.61 亿，主要是坏账损失增加导致的。2018 上半年实现归母净利润 40.57 亿，同比增加 9.16%。上半年收现比 0.87，同比增加 0.39 个百分点；付现比 1.0，同比增加 10.99 个百分点，系公司投标保证金、履约保证金增加所致。经营活动现金流净额-134.48 亿，相比去年同期持平。

### 投资建议

考虑到公司新签订单有所下滑，小幅下调公司 18-20 年 EPS 为 0.53、0.58、0.64 元（原值为 0.55、0.62、0.69 元）。在目前地方政府财政吃紧，地方新建项目可能较少，但中央有望储备一批、上马一批大项目，建筑央企竞争优势突出，公司是水利行业龙头，应当有所受益。因此我们认为虽然由于投资持续下滑等原因，申万建筑装饰指数自 5 月份以来下跌了近 15%，公司目标估值虽需下调但应好于行业大势，目标估值由 18 年 14.5 倍下调至 13.2 倍，将目标价下调为 7 元（原目标价 8 元）。维持“买入”评级。

**风险提示：**项目推进不及预期，固定资产投资加速下滑

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	238,968.36	266,819.90	291,622.86	322,071.84	353,922.70
增长率(%)	13.30	11.65	9.30	10.44	9.89
EBITDA(百万元)	19,363.22	24,955.26	28,680.54	32,106.78	36,446.25
净利润(百万元)	6,771.81	7,366.62	8,067.65	8,836.44	9,755.30
增长率(%)	29.32	8.78	9.52	9.53	10.40
EPS(元/股)	0.44	0.48	0.53	0.58	0.64
市盈率(P/E)	12.13	11.15	10.18	9.30	8.42
市净率(P/B)	1.33	1.04	1.01	0.91	0.82
市销率(P/S)	0.34	0.31	0.28	0.26	0.23
EV/EBITDA	8.46	8.85	7.88	7.80	7.18

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.37 元
目标价格	7 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	15,299.04
流通 A 股股本(百万股)	11,144.40
A 股总市值(百万元)	82,155.82
流通 A 股市值(百万元)	59,845.44
每股净资产(元)	4.93
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	8.90/5.10

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**陈航杰** 联系人  
chenhangjie@tfzq.com

**肖文劲** 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

### 股价走势



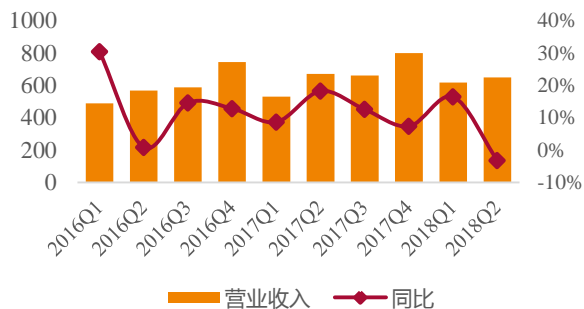
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中国电建-年报点评报告:订单饱满业绩保障度高，PPP 及海外业务持续发力》 2018-04-27
- 《中国电建-公司点评:国内订单增速提升，水环境治理业务有望成为新业务强点》 2017-09-17
- 《中国电建-半年报点评:公司业绩稳健提升，新签合同额维持高位增速》 2017-08-29

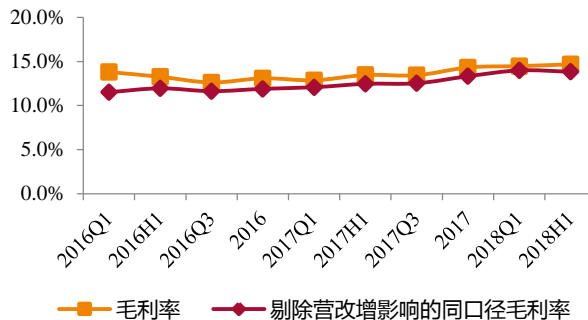


图 1：单季营业收入及增速（亿元）



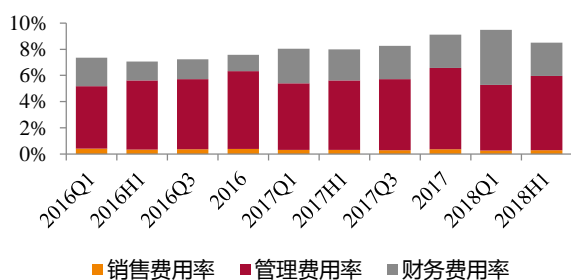
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率及剔除营改增后毛利率



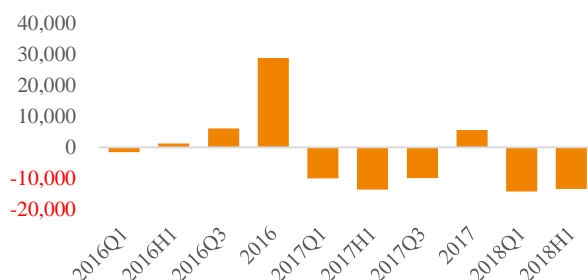
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：三项费用率



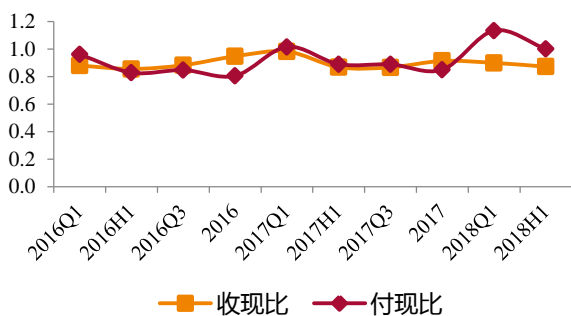
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：经营性现金流（百万元）



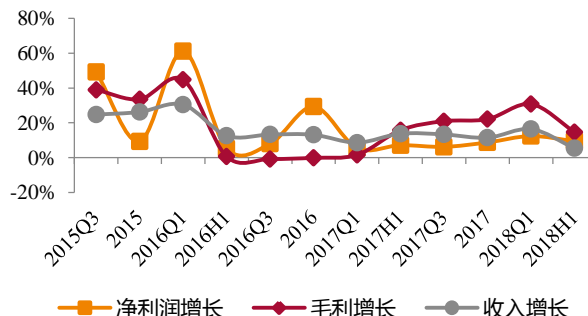
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：收付现比



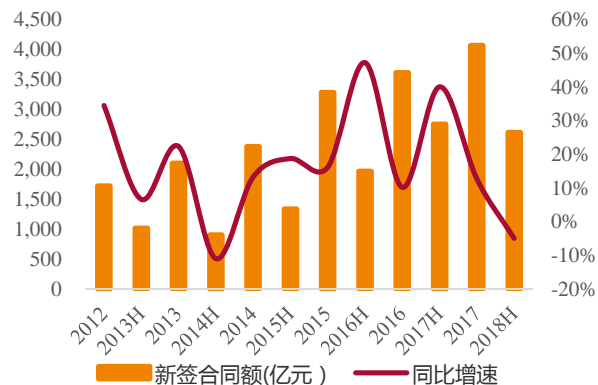
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：净利、毛利及收入增长



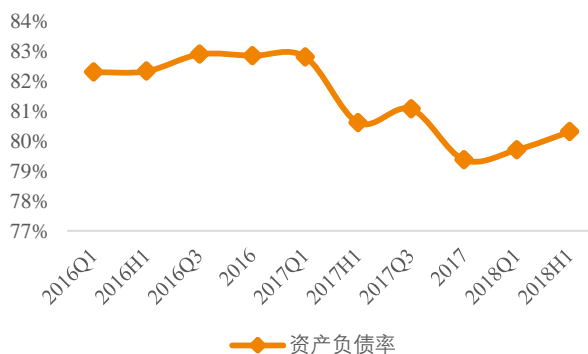
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：累计新签合同



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	83,328.51	62,811.12	87,486.86	96,621.55	106,176.81
应收账款	55,296.61	67,604.74	65,245.67	81,475.95	81,721.74
预付账款	16,318.85	15,496.59	22,945.38	19,045.72	25,559.70
存货	111,316.27	118,224.00	132,080.91	142,915.71	157,874.54
其他	18,753.45	25,716.56	26,318.64	28,768.95	26,673.29
<b>流动资产合计</b>	<b>285,013.69</b>	<b>289,853.01</b>	<b>334,077.46</b>	<b>368,827.89</b>	<b>398,006.10</b>
长期股权投资	4,288.86	8,747.71	9,547.71	10,347.71	11,147.71
固定资产	89,899.71	93,142.84	104,744.56	113,856.25	121,056.01
在建工程	9,243.93	9,316.09	6,189.65	4,313.79	3,188.27
无形资产	57,354.60	102,812.08	111,559.12	120,195.08	128,719.98
其他	50,717.59	67,185.92	66,890.68	61,280.15	65,029.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>211,504.69</b>	<b>281,204.64</b>	<b>298,931.71</b>	<b>309,992.98</b>	<b>329,141.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>500,278.08</b>	<b>575,945.08</b>	<b>635,891.55</b>	<b>682,664.04</b>	<b>731,018.69</b>
短期借款	20,992.58	41,040.02	89,782.41	116,479.29	136,877.37
应付账款	107,707.70	114,285.56	125,130.79	122,891.73	138,408.36
其他	123,915.17	129,279.52	119,390.39	128,166.82	128,223.06
<b>流动负债合计</b>	<b>252,615.45</b>	<b>284,605.09</b>	<b>334,303.59</b>	<b>367,537.83</b>	<b>403,508.79</b>
长期借款	128,381.84	139,114.39	147,613.13	151,662.41	154,151.66
应付债券	16,482.98	13,526.12	15,945.59	14,000.00	13,000.00
其他	17,049.06	19,936.33	15,950.97	17,645.46	17,844.25
<b>非流动负债合计</b>	<b>161,913.88</b>	<b>172,576.84</b>	<b>179,509.70</b>	<b>183,307.86</b>	<b>184,995.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>414,529.33</b>	<b>457,181.93</b>	<b>513,813.29</b>	<b>550,845.70</b>	<b>588,504.71</b>
少数股东权益	24,075.10	39,950.14	40,704.41	41,608.05	42,548.39
股本	13,754.63	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04
资本公积	12,730.65	23,064.01	23,064.01	23,064.01	23,064.01
留存收益	41,985.35	58,007.17	66,074.82	74,911.26	84,666.56
其他	(6,796.98)	(17,557.21)	(23,064.01)	(23,064.01)	(23,064.01)
<b>股东权益合计</b>	<b>85,748.75</b>	<b>118,763.15</b>	<b>122,078.27</b>	<b>131,818.34</b>	<b>142,513.98</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>500,278.08</b>	<b>575,945.08</b>	<b>635,891.55</b>	<b>682,664.04</b>	<b>731,018.69</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7,586.16	8,055.17	8,067.65	8,836.44	9,755.30
折旧摊销	7,103.11	7,765.86	8,941.98	10,226.78	11,460.01
财务费用	3,839.88	6,700.60	7,944.55	8,792.65	10,520.60
投资损失	(281.92)	(736.97)	(847.52)	(889.90)	(934.39)
营运资金变动	18,160.04	(38,516.01)	(16,979.14)	(11,123.32)	(9,381.61)
其它	(7,470.12)	22,301.01	754.56	903.34	940.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>28,937.16</b>	<b>5,569.65</b>	<b>7,882.08</b>	<b>16,746.01</b>	<b>22,360.34</b>
资本支出	36,404.00	56,835.06	30,785.36	25,105.52	26,601.20
长期投资	1,490.30	4,458.85	800.00	800.00	800.00
其他	(71,743.56)	(125,159.28)	(57,285.41)	(53,763.21)	(52,652.56)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(33,849.26)</b>	<b>(63,865.36)</b>	<b>(25,700.05)</b>	<b>(27,857.70)</b>	<b>(25,251.36)</b>
债权融资	187,227.63	214,678.68	271,341.13	300,141.70	323,028.42
股权融资	(1,387.28)	6,243.90	(12,626.25)	(7,729.08)	(9,376.88)
其他	(161,618.04)	(182,290.95)	(216,221.17)	(272,166.23)	(301,205.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>24,222.31</b>	<b>38,631.64</b>	<b>42,493.71</b>	<b>20,246.38</b>	<b>12,446.28</b>
汇率变动影响	(39.26)	36.01	30.00	25.00	5.00
<b>现金净增加额</b>	<b>19,270.94</b>	<b>(19,628.06)</b>	<b>24,705.74</b>	<b>9,159.69</b>	<b>9,560.26</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>238,968.36</b>	<b>266,819.90</b>	<b>291,622.86</b>	<b>322,071.84</b>	<b>353,922.70</b>
营业成本	207,686.34	228,616.48	249,297.55	273,889.89	299,579.72
营业税金及附加	2,857.63	2,662.43	2,909.92	3,864.86	4,424.03
营业费用	955.17	962.65	1,052.13	1,159.46	1,274.12
管理费用	14,172.67	16,599.84	18,142.92	20,628.70	22,721.84
财务费用	2,997.21	6,749.48	7,944.55	8,792.65	10,520.60
资产减值损失	997.02	1,235.99	1,359.59	1,563.53	1,876.24
公允价值变动收益	(1.45)	5.00	0.29	(0.29)	0.10
投资净收益	242.67	772.99	877.52	914.90	939.39
其他	(462.68)	(1,571.26)	(1,755.62)	(1,829.21)	(1,878.98)
<b>营业利润</b>	<b>9,523.79</b>	<b>10,786.31</b>	<b>11,794.01</b>	<b>13,087.35</b>	<b>14,465.65</b>
营业外收入	383.78	391.15	422.00	398.98	404.04
营业外支出	132.45	266.85	266.85	293.54	337.57
<b>利润总额</b>	<b>9,775.13</b>	<b>10,910.60</b>	<b>11,949.15</b>	<b>13,192.78</b>	<b>14,532.12</b>
所得税	2,188.97	2,855.43	3,127.23	3,452.71	3,836.48
<b>净利润</b>	<b>7,586.16</b>	<b>8,055.17</b>	<b>8,821.92</b>	<b>9,740.08</b>	<b>10,695.64</b>
少数股东损益	814.34	688.55	754.27	903.64	940.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,771.81</b>	<b>7,366.62</b>	<b>8,067.65</b>	<b>8,836.44</b>	<b>9,755.30</b>
每股收益(元)	0.44	0.48	0.53	0.58	0.64

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.30%	11.65%	9.30%	10.44%	9.89%
营业利润	28.03%	13.26%	9.34%	10.97%	10.53%
归属于母公司净利润	29.32%	8.78%	9.52%	9.53%	10.40%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.09%	14.32%	14.51%	14.96%	15.35%
净利率	2.83%	2.76%	2.77%	2.74%	2.76%
ROE	10.98%	9.35%	9.91%	9.80%	9.76%
ROIC	8.57%	10.30%	7.70%	7.17%	7.11%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	82.86%	79.38%	80.80%	80.69%	80.50%
净负债率	137.16%	121.23%	147.19%	117.57%	108.12%
流动比率	1.13	1.02	1.00	1.00	0.99
速动比率	0.69	0.60	0.60	0.61	0.60
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.80	4.34	4.39	4.39	4.34
存货周转率	2.30	2.32	2.33	2.34	2.35
总资产周转率	0.53	0.50	0.48	0.49	0.50
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.44	0.48	0.53	0.58	0.64
每股经营现金流	1.89	0.36	0.52	1.09	1.46
每股净资产	4.03	5.15	5.32	5.90	6.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.13	11.15	10.18	9.30	8.42
市净率	1.33	1.04	1.01	0.91	0.82
EV/EBITDA	8.46	8.85	7.88	7.80	7.18
EV/EBIT	13.06	12.61	11.45	11.44	10.48

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com