证券研究报告—动态报告

建筑工程

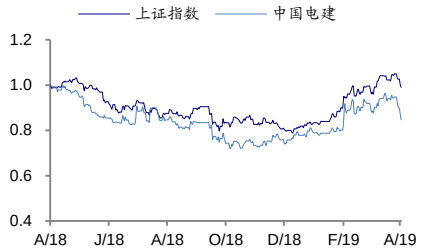
建筑施工

中国电建(601669) 买入

合理估值：6.96-7.54 元 昨收盘：5.43 元 （维持评级）

2019 年 04 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	15299/11144
总市值/流通(百万元)	83074/60512
上证综指/深圳成指	3086/9781
12 个月最高/最低(元)	6.41/4.62

相关研究报告:

《国信证券-建筑行业 4 月投资策略：一带一路催化，建筑补涨空间大》——2019-04-10

证券分析师：周松
电话： 021-60875163
E-MAIL： zhousong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：
S0980518030001
联系人：江剑
电话： 021-60933161
E-MAIL： jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2018 年年报点评

业绩稳健订单提速，有望受益国企改革

●经营业绩稳健，订单有所提速

2018 年公司实现营收 2946.78 亿，同比增长 10.69%；实现归母净利润 76.95 亿，同比增长 3.79%。其中主营业务工程承包实现收入 2413.11 亿，同比增长 9.98%；电力投资与运营业务实现收入 144.13 亿，同比增长 48.51%。全年新签订单 4558.14 亿，同比增长 12.05%，其中海外订单 1536.32 亿，同比增长 29.29%；2019 年 Q1 新签订单 1753.54 亿，同比增长 16.15%。

● 毛利率提升，现金流大幅改善

公司 2018 年 ROE 为 9.73%，同比下降 0.93pct。毛利率为 14.47%，同比提升 0.39pct；净利率为 3.37%，同比提升 0.34pct。期间费用率为 9.18%，同比提升 0.04pct；其中管理费用率提升 0.44pct 至 6.66%，财务费用率下降 0.35pct 至 2.18%，销售费用率下降 0.04pct 至 0.32%。总资产周转率为 0.46 次，同比下降 8.00%，应收账款周转率为 6.68 次，同比提升 1.52%；资产负债率为 79.97%，同比提升 0.59pct。实现经营性净现金流 191.83 亿，同比提升 244.40%；经营性净现金流/营业收入为 6.50%，同比提升 4.41pct。

● Q4 营收增长提速

公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 619.33 亿、649.55 亿、690.12 亿、992.16 亿，同比增长 16.26%、-3.37%、4.05%、23.87%；实现净利润 19.18 亿、21.39 亿、19.94 亿、16.44 亿，同比增长 12.43%、6.39%、-0.50%、-1.97%。四季度公司营收增长提速。

●股票回购彰显信心，有望受益国企改革

报告期内，公司公告自 2018 年 12 月 27 日起 6 个月内以集中竞价方式回购占总股本 1%-2%的 A 股股份，截至 4 月公司已累计回购 1,046,302 股，占比总股本 0.01%，未来回购计划将持续进行，彰显公司对于未来业务发展的信心。近期公司下属子公司水电十四局、中南勘测设计院及中电建建筑集团被纳入国改“双百企业”名单，未来国企混改和股权多元化改革有望取得新进展。

盈利预测与投资建议：预计公司 19-21 年 EPS 为 0.58/0.66/0.74 元，PE 分别为 9.3/8.2/7.3 倍。维持**“买入”**评级。

风险提示：应收账款坏账，固定资产投资放缓，订单转化率不及预期等。

盈利预测和财务指标

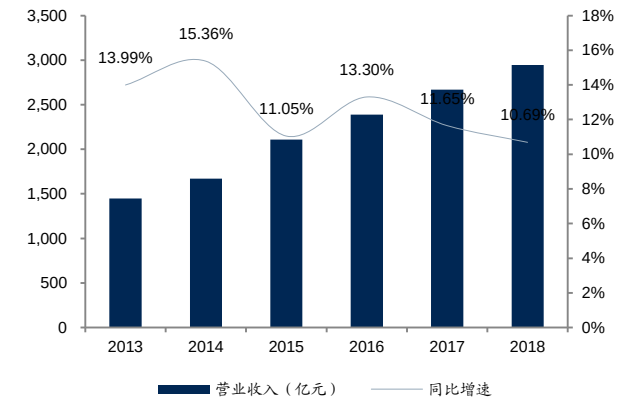
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	266,820	295,280	326,719	359,940	398,115
(+/-%)	11.7%	10.7%	10.6%	10.2%	10.6%
净利润(百万元)	7367	7695	8900.02	10133.24	11316.75
(+/-%)	8.8%	4.5%	15.7%	13.9%	11.7%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.50	0.58	0.66	0.74
EBIT Margin	6.7%	10.2%	8.9%	9.4%	9.2%
净资产收益率(ROE)	9.3%	8.9%	11.4%	14.7%	19.3%
市盈率 PE)	11.3	10.8	9.3	8.2	7.3
EV/EBITDA	21.3	17.0	18.6	16.3	15.2
市净率(PB)	1.05	0.96	1.06	1.21	1.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

经营业绩稳健，四季度营收增长提速

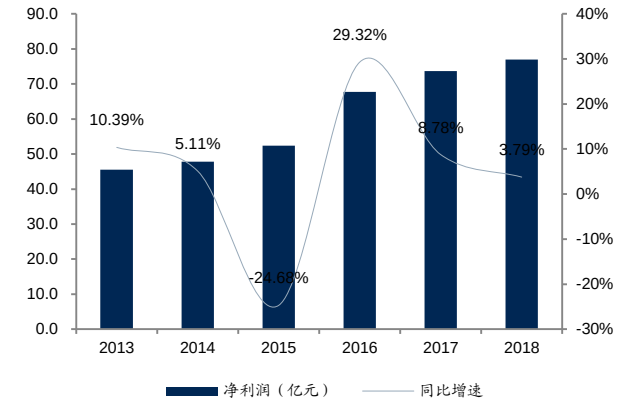
2018 年公司实现营业收入 2946.78 亿，同比增长 10.69%；实现归属于上市公司股东的净利润 76.95 亿，同比增长 3.79%；如果扣除非经常性损益，归母净利润增长率为 0.87%。其中主营业务工程承包实现收入 2413.11 亿，同比增长 9.98%；电力投资与运营业务实现收入 144.13 亿，同比增长 48.51%。

图 1：公司 2018 年营收同比增长 10.69%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

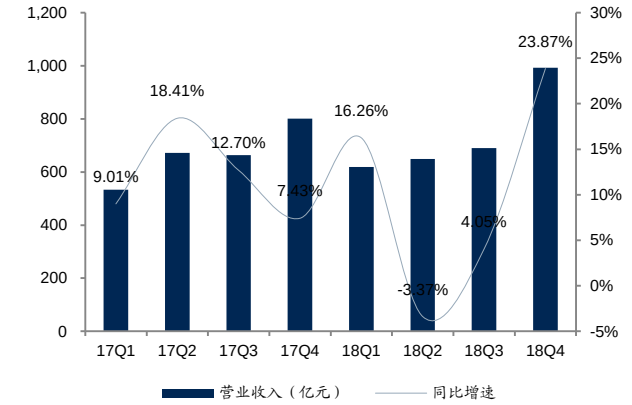
图 2：公司 2018 年归母净利润同比增长 3.79%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

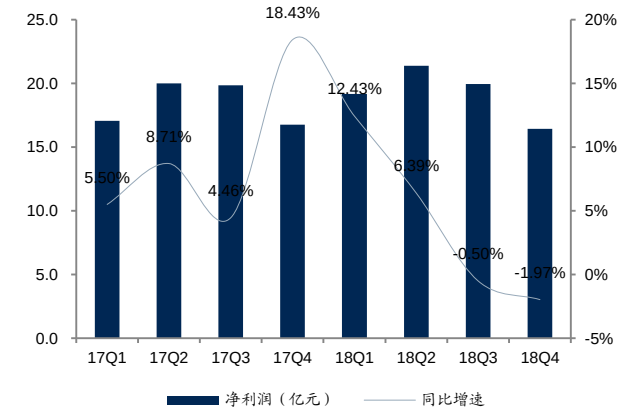
分季度来看，公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 619.33 亿、649.55 亿、690.12 亿、992.16 亿，同比增长 16.26%、-3.37%、4.05%、23.87%；实现净利润 19.18 亿、21.39 亿、19.94 亿、16.44 亿，同比增长 12.43%、6.39%、-0.50%、-1.97%。四季度公司营收增长提速，净利润增长有所放缓。

图 3：公司 Q4 营收增长提速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q4 净利润增长有所放缓

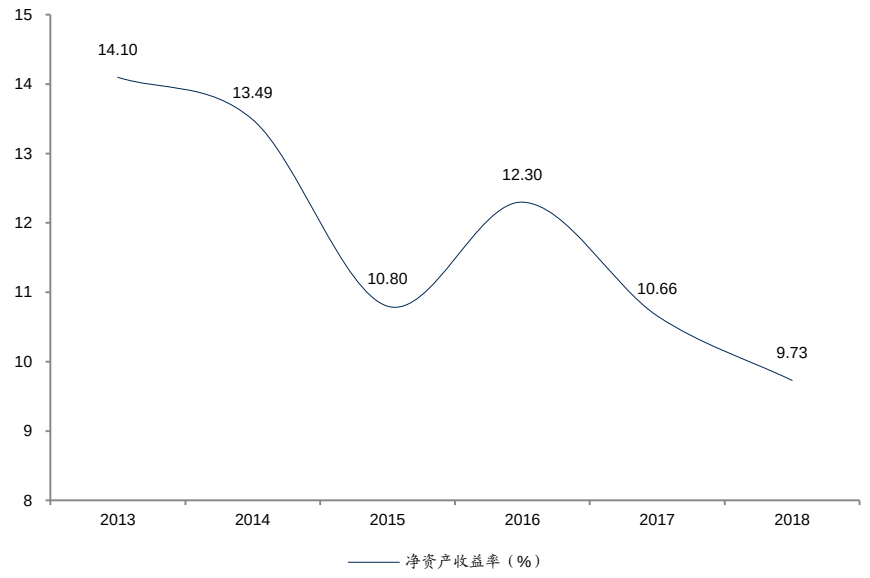


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率有所提升，期间费用率保持平稳

2018 年公司的净资产收益率为 9.73%，同比下降 0.93pct。

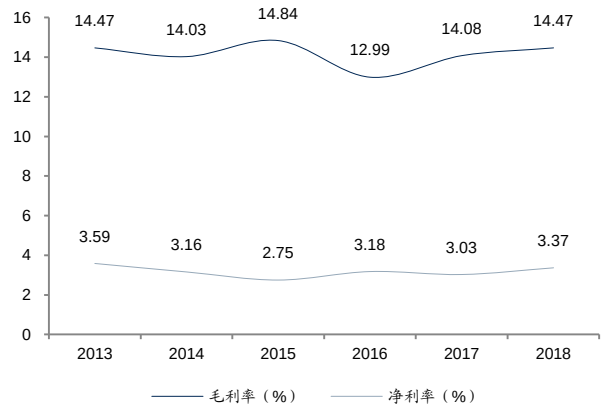
图 5：公司的 ROE 有所下滑



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

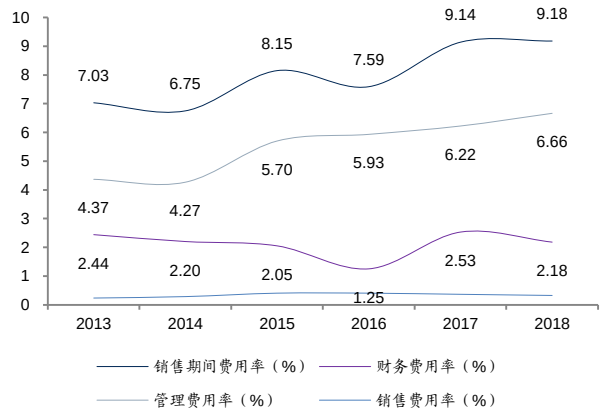
公司 2018 年的毛利率为 14.47%，同比提升 0.39pct；净利率为 3.37%，同比提升 0.34pct。期间费用率为 9.18%，同比提升 0.04pct；其中管理费用率提升 0.44pct 至 6.66%，财务费用率下降 0.35pct 至 2.18%，销售费用率下降 0.04pct 至 0.32%。

图 6：公司的毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司的期间费用率保持平稳

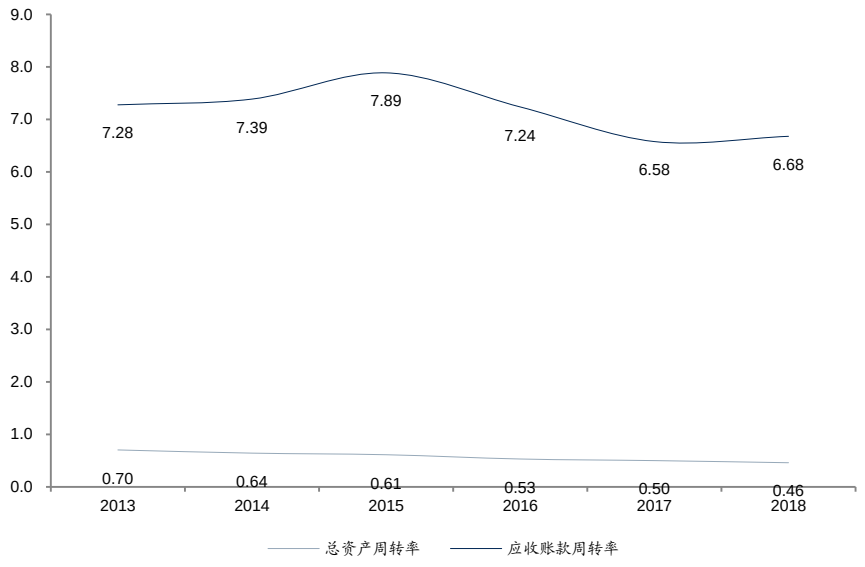


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

运营能力和偿债能力保持平稳

2018 年公司总资产周转率为 0.46 次，同比下降 8.00%，应收账款周转率为 6.68 次，同比提升 1.52%。

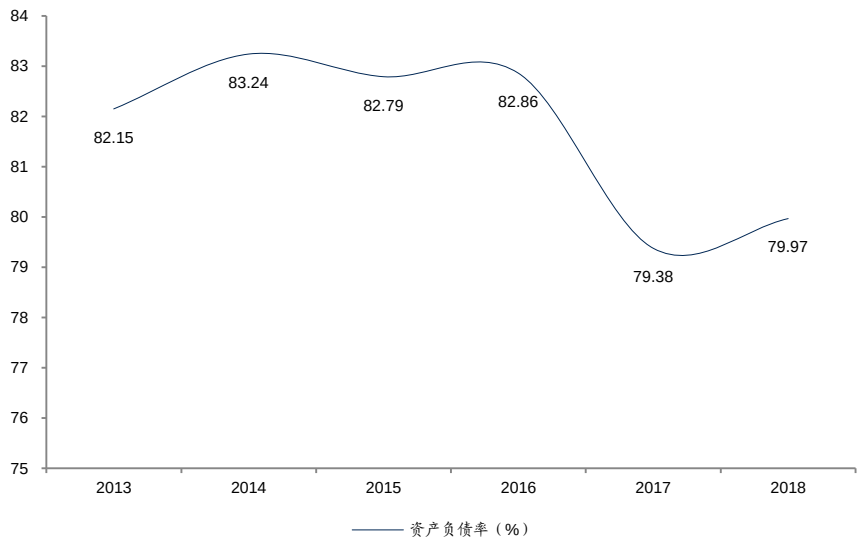
图 8: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

截至 2018 年底，公司的资产负债率为 79.97%，同比提升 0.59pct，偿债能力保持平稳。

图 9: 公司近几年的资产负债率

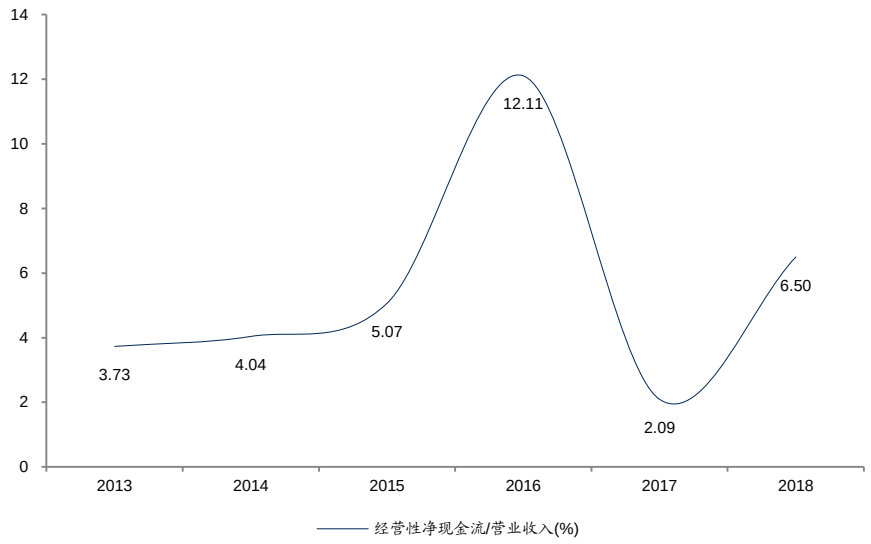


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

现金流大幅提升

公司的现金流较好，近五年经营性现金流均保持净流入 2018 年实现经营性净现金流 191.83 亿，同比提升 244.40%；经营性净现金流/营业收入为 6.50%，同比提升 4.41pct。

图 10：公司近几年的经营性净现金流



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

（1）公司工程承包业务在国内外市场的推动下，保持稳健增长；

（2）随着更多电站投入使用，电力投资运营业绩增长有所加速；

（3）房地产、设备制造等其他业务均保持平稳发展，毛利率水平趋于稳定；

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
工程总承包					
收入	2,194.20	2,413.11	2678.55	2946.41	3241.05
增长率	11.40%	9.98%	11.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.57%	12.52%	12.20%	12.00%	11.50%
房地产					
收入	184.81	198.51	208.44	218.86	229.80
增长率	10.86%	7.41%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	19.60%	22.55%	22.50%	22.00%	22.00%
电力投资与运营					
收入	97.05	144.13	172.96	216.20	281.05
增长率	25.99%	48.51%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率	45.20%	43.18%	41.00%	40.00%	40.00%
设备制造与租赁					
收入	16.15	16.42	17.24	18.10	19.01
增长率	-1.16%	1.67%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	10.84%	19.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他					
收入	176	174.69	183.42	192.60	202.23
增长率	10.09%	-0.74%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.81%	19.57%	20.00%	25.00%	25.00%
合计					
收入	2,668.21	2,946.86	3,260.61	3,592.16	3,973.14
增长率	11.66%	10.44%	10.65%	10.17%	10.61%
毛利率	14.32%	15.15%	14.87%	15.03%	14.85%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中国电建的同业可比公司主要是其他基建企业，**根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据**，同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 12.25/10.27 倍，我们预测公司对应的估值为 9.30/8.20 倍，低于行业估值中枢水平。

表 2：行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2019E	EPS 2020E	PE 2019E	PE 2020E	投资评级
601611.SH	中国核建	8.75	229.69	0.42	0.48	20.83	18.23	无评级
600068.SH	葛洲坝	6.94	319.57	1.13	1.26	6.14	5.51	无评级
601800.SH	中国交建	12.44	1752.49	1.47	1.68	8.46	7.40	买入
002060.SZ	粤水电	3.48	41.84	0.21	0.25	16.57	13.92	无评级
600502.SH	安徽水利	4.84	83.30	0.57	0.69	8.49	7.01	买入
002586.SZ	国海股份	5.07	58.01	0.39	0.53	13.00	9.57	无评级
	平均	6.92	414.15	0.70	0.82	12.25	10.27	--
601669.SH	中国电建	5.43	830.74	0.58	0.66	9.30	8.20	买入

资料来源：wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测（**除中国电建、中国交建和安徽水利外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期**）

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 89.00/101.33/113.17 亿元，分别同比增长 15.7%/13.9%/11.7%，对应的 EPS 为 0.58/0.66/0.74 元，PE 分别为 9.3/8.2/7.3 倍。采用相对估值法给与公司 2019 年市盈率合理估值为 12-13 倍，对应合理估值为 6.96-7.54 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	89115	78418	78418	78418
应收款项	46246	72026	79350	87766
存货净额	134294	151745	165201	181544
其他流动资产	60038	42867	47226	52234
流动资产合计	340343	355708	380846	410613
固定资产	0	8696	19315	21891
无形资产及其他	141277	135626	129975	124324
投资性房地产	218748	218748	218748	218748
长期股权投资	12885	16247	19609	22971
资产总计	713253	735024	768493	798547
短期借款及交易性金融负债	82142	170166	193118	209236
应付款项	0	0	0	0
其他流动负债	271430	211704	230193	253489
流动负债合计	353573	381870	423311	462725
长期借款及应付债券	194211	194211	194211	194211
其他长期负债	22598	26509	30419	34329
长期负债合计	216809	220720	224630	228540
负债合计	570382	602590	647941	691266
少数股东权益	56745	54401	51733	48752
股东权益	86126	78033	68819	58528
负债和股东权益总计	713253	735024	768493	798547

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.50	0.58	0.66	0.74
每股红利	1.12	1.11	1.26	1.41
每股净资产	5.63	5.10	4.50	3.83
ROIC	7%	6%	6%	7%
ROE	9%	11%	15%	19%
毛利率	15%	15%	15%	15%
EBIT Margin	10%	9%	9%	9%
EBITDA Margin	13%	11%	12%	13%
收入增长	11%	11%	10%	11%
净利润增长率	4%	16%	14%	12%
资产负债率	88%	89%	91%	93%
息率	20.7%	20.5%	23.3%	26.0%
P/E	10.8	9.3	8.2	7.3
P/B	1.0	1.1	1.2	1.4
EV/EBITDA	17.0	18.6	16.3	15.2

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	295280	326719	359940	398115
营业成本	251143	278148	305835	338990
营业税金及附加	2588	2864	3155	3490
销售费用	955	1056	1164	1287
管理费用	10406	15411	15873	17595
财务费用	6438	13610	16240	17119
投资收益	960	660	660	660
资产减值及公允价值变动	(2925)	(1718)	(1718)	(1718)
其他收入	(9185)	0	0	0
营业利润	12601	14571	16615	18576
营业外净收支	150	175	175	175
利润总额	12750	14746	16790	18751
所得税费用	2826	3269	3722	4157
少数股东损益	2228	2577	2935	3277
归属于母公司净利润	7695	8900	10133	11317

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	7695	8900	10133	11317
资产减值准备	1681	45767	40613	45221
折旧摊销	8339	7590	10821	14256
公允价值变动损失	2925	1718	1718	1718
财务费用	6438	13610	16240	17119
营运资本变动	(118197)	(36110)	37874	42660
其它	(4423)	(48110)	(43282)	(48201)
经营活动现金流	(101981)	(20246)	57878	66971
资本开支	97309	(58120)	(58120)	(58120)
其它投资现金流	216	0	0	0
投资活动现金流	93388	(61482)	(61482)	(61482)
权益性融资	17873	0	0	0
负债净变化	40302	0	0	0
支付股利、利息	(17165)	(16993)	(19348)	(21607)
其它融资现金流	(29251)	88024	22952	16118
融资活动现金流	34896	71031	3604	(5489)
现金净变动	26303	(10696)	0	0
货币资金的期初余额	62811	89115	78418	78418
货币资金的期末余额	89115	78418	78418	78418
企业自由现金流	10946	(63882)	16970	27402
权益自由现金流	21997	13549	27282	30196

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032