

中国电建 (601669)

证券研究报告

2019年04月30日

期间费用率保持稳定, 经营现金流净额大幅增加

公司近期公告 2018 年年报, 实现营业收入 2,952.80 亿元, 同增 10.61%, 归母净利润 76.95 亿元, 同增 3.79%。点评如下:

订单稳步增长, 海外订单增速较快

公司 2018 年订单稳步增加, 新签合同额 4558.14 亿人民币, 同增 12.05%; 其中国内新签合同额 3,021.82 亿元, 同增 4.94%。海外新签合同额 1,536.32 亿元, 同增 29.29%, 主系公司 18 年大力拓展南非等新国别业务、参与“一带一路”沿线国家基建。2019Q1 新签合同总额约为人民币 1,753.54 亿元, 同增 16.15%, 主系海外业务订单快速增加 (同增 20.38%) 所致。公司 2019 年计划新签合同 4930 亿元, 同增 8.16%。

营收稳步增长, 毛利率保持平稳

公司 2018 年营业收入 2,952.80 亿元, 同增 10.61%, 其中工程承包与勘测设计业务稳健增长, 实现营收 2413.11 亿元, 同增 9.98%, 主要系基础设施工程等非传统业务规模稳步攀升; 电力投资与运营业务 144.13 亿元同增 46.37%, 主要系控股运营电站总装机容量上升, 发电量同比增长。房地产开发业务 198.51 亿元同增 7.41%, 主系公司调整投资布局、提高运营效率, 公司 2018 年毛利率 14.77%, 同比增加 0.69 个百分点, 其中房地产开发业务毛利率 22.55%, 同比上升 2.95 个百分点, 主要系高毛利项目集中结转等因素综合影响, 电力投资运营业务 43.17%, 同比减少 2.11 个百分点, 主要是毛利率水平较低的境外火电运营项目本年进入运营期。公司 2019 预算营收目标 3,151 亿元, 增速 6.96%。

期间费用率保持稳定, 归母净利润稳步增长

公司 2018 年期间费用率 9.18%, 与去年基本不变, 其中销售费用率 0.32%, 基本持平; 管理费用率 3.53%, 同比上升 0.15 个百分点, 主要系职工薪酬上升, 财务费用率 2.18%, 同比下降 0.35 个百分点, 主要系利息收入增加与汇兑净收益减小; 研发费用率 3.14%, 同比增加 0.28 个百分点, 主要系人员费用、原材料增加。资产减值损失 29.17 亿元, 同增 235.97%, 主系坏账损失增加。归母净利润 76.95 亿元, 仅同增 3.79%, 主系债转股的若干子公司分红较多, 导致少数股东损益大幅增加所致。

经营活动现金流净额大幅增长, 资产负债率有所下降

公司 2018 年收现比 0.95, 同比上升 2.91 个百分点, 主要系本期收入增加, 付现比 0.75%, 同比上升 1.62 个百分点, 或因工程项目垫资增多, 2018 年经营活动现金流净额 191.83 亿元, 较上年增加 136.14 亿元。公司 2018 资产负债率 79.97%, 同比降低 0.78 个百分点, 主要系无形资产和长期应收款增加, 导致总资产增加所致。

投资建议

公司 2018 年订单与营收均稳健增长, 毛利率与期间费用率保持稳定, 经营活动现金流净额大幅增长且资产负债率有一定下降, 并且逐步扩展“一带一路”沿线国家的业务布局, 因此我们调高公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.59、0.66、0.78 元 (原来 2019-2020 年 EPS 预测为 0.58、0.64 元), 对应 PE 分别为 9、8、7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 固定资产投资增速快速下滑; 毛利率大幅下滑; 项目推进不达预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	266,819.90	295,280.35	315,957.92	346,120.85	380,122.99
增长率(%)	11.65	10.67	7.00	9.55	9.82
EBITDA(百万元)	24,955.26	36,564.55	27,248.68	27,269.99	30,405.34
净利润(百万元)	7,366.62	7,695.14	9,023.74	10,076.75	11,956.02
增长率(%)	8.78	4.46	17.27	11.67	18.65
EPS(元/股)	0.48	0.50	0.59	0.66	0.78
市盈率(P/E)	11.07	10.60	9.04	8.09	6.82
市净率(P/B)	1.03	0.95	0.93	0.84	0.76
市销率(P/S)	0.31	0.28	0.26	0.24	0.21
EV/EBITDA	8.85	5.45	8.55	7.95	6.69

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	5.33 元
目标价格	6.2 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)	81,543.86
流通 A 股市值(百万元)	59,399.66
每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	80.61
一年内最高/最低(元)	6.42/4.56

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

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

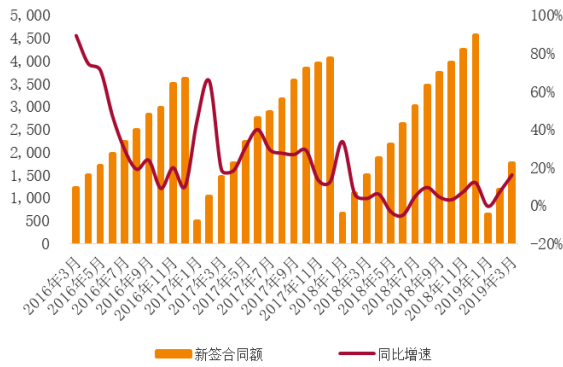


资料来源: 贝格数据

相关报告

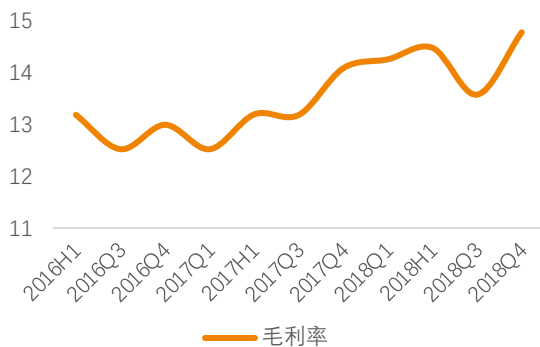
- 《中国电建-公司点评: 订单增速持续回暖, 股票回购彰显信心》2019-01-02
- 《中国电建-半年报点评: 境外业务毛利率提升, 水环境业务订单大幅增长》2018-09-01
- 《中国电建-年报点评报告: 订单饱满业绩保障度高, PPP 及海外业务持续发力》2018-04-27

图 1：订单及同比增速状况（亿元）



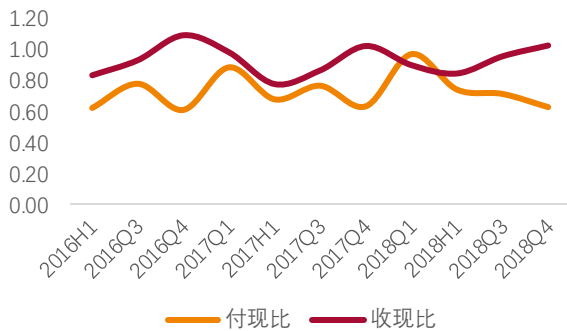
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：毛利率（%）



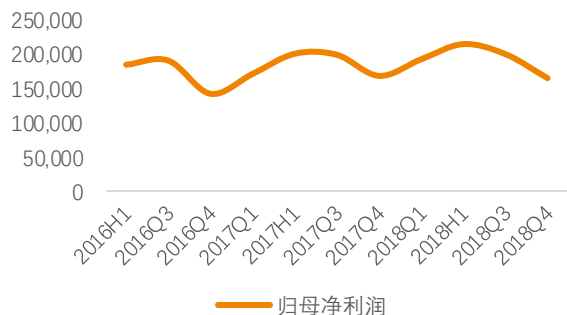
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：收现比与付现比



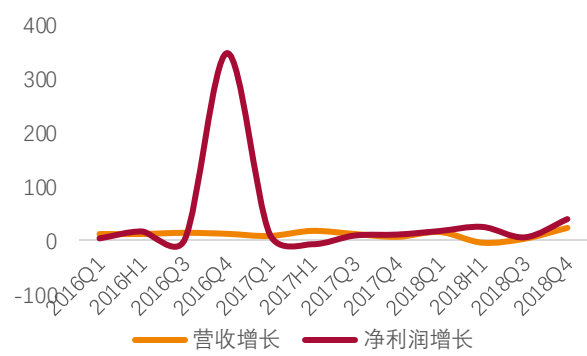
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：归母净利润（万元）



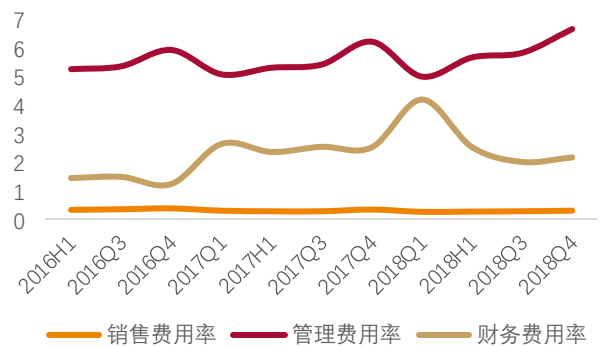
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：成长能力（%）



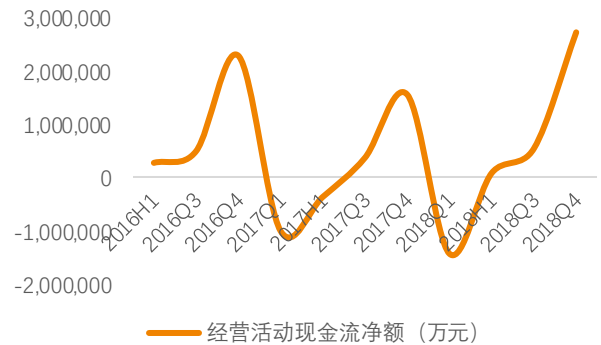
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：期间费用率（%）



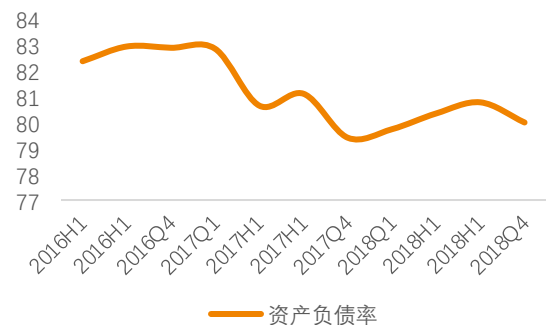
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：经营活动现金流净额



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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	62,811.12	89,114.57	25,276.63	27,689.67	30,409.84
应收票据及应收账款	47,114.93	46,245.89	51,776.20	49,791.05	53,686.88
预付账款	15,496.59	20,568.80	19,601.80	22,649.04	27,118.74
存货	118,224.00	134,293.57	134,907.87	159,422.52	160,538.65
其他	35,345.79	39,473.16	32,490.26	44,564.22	44,620.72
流动资产合计	278,992.43	329,695.99	264,052.75	304,116.50	316,374.83
长期股权投资	8,747.71	12,884.59	12,884.59	12,884.59	12,884.59
固定资产	93,136.79	95,593.85	96,120.08	94,330.69	91,138.92
在建工程	9,726.83	13,579.66	8,183.79	4,958.28	3,004.97
无形资产	102,812.08	141,317.62	139,482.14	137,646.65	135,811.17
其他	66,781.22	103,218.89	73,343.89	80,353.11	85,048.17
非流动资产合计	281,204.64	366,594.60	330,014.48	330,173.31	327,887.82
资产总计	575,945.08	713,253.14	610,223.23	650,578.66	660,731.78
短期借款	41,040.02	58,062.79	73,667.52	11,775.67	18,563.08
应付票据及应付账款	90,710.60	108,796.77	93,715.80	106,556.90	94,902.78
其他	152,854.47	186,712.98	165,713.36	190,284.82	207,107.68
流动负债合计	284,605.09	353,572.54	333,096.68	308,617.39	320,573.54
长期借款	139,114.39	179,416.43	96,331.26	150,000.00	134,179.88
应付债券	13,526.12	14,794.61	14,934.57	14,418.43	14,715.87
其他	19,936.33	22,598.40	19,861.27	20,798.67	21,086.11
非流动负债合计	172,576.84	216,809.45	131,127.10	185,217.10	169,981.86
负债合计	457,181.93	570,381.98	464,223.77	493,834.49	490,555.40
少数股东权益	39,950.14	56,744.72	58,130.17	59,875.00	62,288.76
股本	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04
资本公积	23,064.01	24,568.81	24,568.81	24,568.81	24,568.81
留存收益	58,007.17	64,705.07	72,570.25	81,570.14	92,588.59
其他	(17,557.21)	(18,446.47)	(24,568.81)	(24,568.81)	(24,568.81)
股东权益合计	118,763.15	142,871.16	145,999.45	156,744.17	170,176.38
负债和股东权益总	575,945.08	713,253.14	610,223.23	650,578.66	660,731.78

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,055.17	9,923.63	9,023.74	10,076.75	11,956.02
折旧摊销	7,765.86	8,997.23	6,765.12	6,930.39	7,030.56
财务费用	6,700.60	7,151.19	6,460.76	6,546.69	6,562.67
投资损失	(736.97)	(959.81)	(659.57)	(659.57)	(659.57)
营运资金变动	(38,806.52)	(38,368.90)	(5,205.51)	(6,569.89)	(9,247.73)
其它	22,591.52	32,440.07	1,460.17	1,774.15	2,468.19
经营活动现金流	5,569.65	19,183.41	17,844.71	18,098.52	18,110.14
资本支出	56,834.28	54,584.15	2,797.13	(857.40)	(237.44)
长期投资	4,458.85	4,136.87	0.00	0.00	0.00
其他	(125,158.49)	(114,752.24)	(1,394.61)	1,304.61	667.60
投资活动现金流	(63,865.36)	(56,031.22)	1,402.53	447.21	430.15
债权融资	214,678.68	276,353.20	207,082.60	198,603.03	190,338.01
股权融资	4,811.10	(4,208.04)	(12,473.42)	(6,437.00)	(6,452.99)
其他	(180,858.14)	(209,649.47)	(277,694.35)	(208,298.72)	(199,705.14)
筹资活动现金流	38,631.64	62,495.68	(83,085.17)	(16,132.70)	(15,820.12)
汇率变动影响	36.01	2.25	(0.33)	12.64	4.85
现金净增加额	(19,628.06)	25,650.12	(63,838.26)	2,425.68	2,725.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	266,819.90	295,280.35	315,957.92	346,120.85	380,122.99
营业成本	228,616.48	251,143.21	268,194.27	293,034.34	320,852.43
营业税金及附加	2,662.43	2,588.21	4,107.45	5,191.81	5,701.84
营业费用	962.65	954.59	1,263.83	3,288.15	3,421.11
管理费用	16,599.84	10,406.18	14,218.11	15,713.89	17,257.58
研发费用	7,593.48	9,248.70	6,635.12	7,268.54	7,982.58
财务费用	6,749.48	6,438.06	6,460.76	6,546.69	6,562.67
资产减值损失	1,235.99	2,916.85	1,716.62	1,956.49	2,196.65
公允价值变动收益	5.00	(7.68)	1.80	(0.25)	(0.43)
投资净收益	772.99	962.06	659.24	672.21	664.42
其他	(9,164.74)	(1,970.35)	(1,322.08)	(1,343.92)	(1,327.98)
营业利润	10,786.31	12,600.52	14,022.81	13,792.91	16,812.10
营业外收入	391.15	439.24	404.72	411.70	418.55
营业外支出	266.85	289.72	229.67	262.08	260.49
利润总额	10,910.60	12,750.04	14,197.85	13,942.53	16,970.17
所得税	2,855.43	2,826.41	3,715.75	2,091.38	2,545.52
净利润	8,055.17	9,923.63	10,482.11	11,851.15	14,424.64
少数股东损益	688.55	2,228.49	1,458.37	1,774.40	2,468.62
归属于母公司净利润	7,366.62	7,695.14	9,023.74	10,076.75	11,956.02
每股收益(元)	0.48	0.50	0.59	0.66	0.78

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.65%	10.67%	7.00%	9.55%	9.82%
营业利润	13.26%	16.82%	11.29%	-1.64%	21.89%
归属于母公司净利润	8.78%	4.46%	17.27%	11.67%	18.65%
获利能力					
毛利率	14.32%	14.95%	15.12%	15.34%	15.59%
净利率	2.76%	2.61%	2.86%	2.91%	3.15%
ROE	9.35%	8.93%	10.27%	10.40%	11.08%
ROIC	10.31%	7.83%	7.17%	7.22%	8.56%
偿债能力					
资产负债率	79.38%	79.97%	76.07%	75.91%	74.24%
净负债率	127.87%	131.05%	124.53%	109.04%	93.98%
流动比率	1.02	0.96	0.83	1.02	1.02
速动比率	0.60	0.58	0.42	0.50	0.52
营运能力					
应收账款周转率	6.21	6.33	6.45	6.82	7.35
存货周转率	2.32	2.34	2.35	2.35	2.38
总资产周转率	0.50	0.46	0.48	0.55	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.50	0.59	0.66	0.78
每股经营现金流	0.36	1.25	1.17	1.18	1.18
每股净资产	5.15	5.63	5.74	6.33	7.05
估值比率					
市盈率	11.07	10.60	9.04	8.09	6.82
市净率	1.03	0.95	0.93	0.84	0.76
EV/EBITDA	8.85	5.45	8.55	7.95	6.69
EV/EBIT	12.61	7.06	11.38	10.66	8.70

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