



上市公司季报点评

证券研究报告
建筑工程—水利

买入 维持

中国电建 (601669)

2014年10月31日

单季度业绩略回升，回款改善，静待中水顾问注入

2014年10月30日收盘价：3.93元
合理价值区间：4.68-5.20元

建筑工程行业首席分析师：赵健
SAC 执业证书编号： S0850512080002
zhaoj@htsec.com
021-23219472

建筑工程行业高级分析师：张显宁
SAC 执业证书编号： S0850513070007
zxn6700@htsec.com
021-23219813

联系人：金川
jc9771@htsec.com
021-23219957

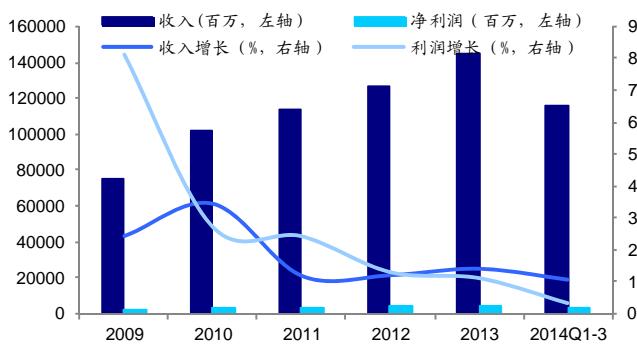
事项：

中国电建公告2014年3季报，1-3季度营业收入1161.89亿元，同比上升10.60%；归属上市公司净利润33.26亿元，同比上升3.5%；摊薄后每股收益0.35元。

简要评述：

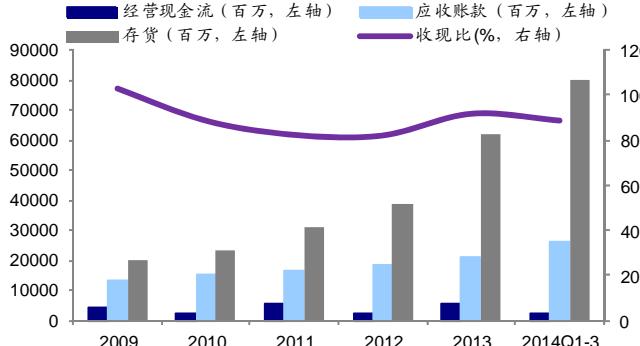
- 单季度业绩回升、经营现金流明显改善。**2014年3季度单季收入409.84亿元，同比上升4.92%，净利润11.90亿元，同比上升19.89%，主要原因是毛利率的上升。前三季度经营现金流为21.12亿元，较去年同期净流出8.88亿元大幅改善，其中3季度单季净流出为14.92亿元，同比小幅提高3.14%；收现比为88.71%，同比上升1.77个百分点；应收账款为259.83亿元，较年初上升22.37%；存货为798.90亿元，较年初上升29.47%。

图1 公司收入和利润增长趋势



资料来源：Wind, 海通证券研究所

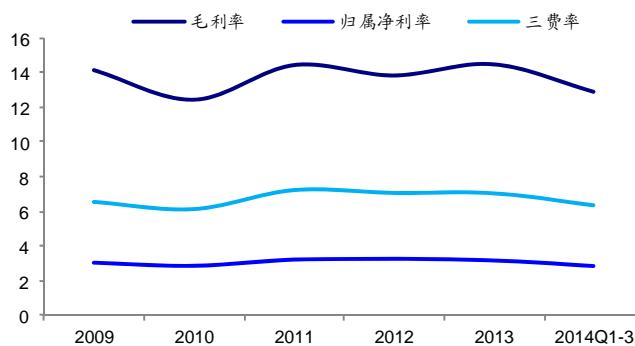
图2 经营现金流明显改善



资料来源：Wind, 海通证券研究所

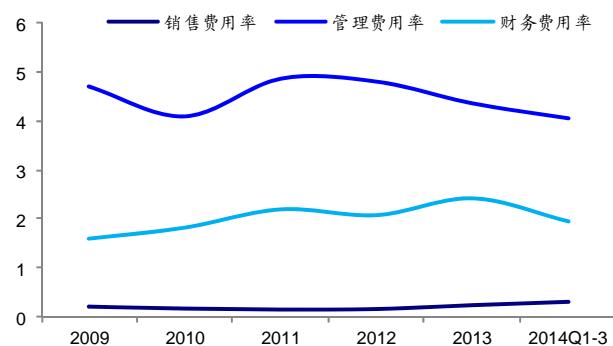
- 综合毛利率下降，三费率略有好转，净利率下降。**前三季度毛利率为12.93%，同比下降0.44个百分点，三费率为6.32%，同比下降0.28个百分点，其中财务费用率下降0.35个百分点至1.96%。前三季度净利率为3.09%，同比下降0.32个百分点。

图3 净利率下降(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 三项费用率略有好转(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 盈利预测及估值。1-9月份公司新签订单 1529.5 亿元，同比增长 8.2%，其中国内新签 1009 亿元，国外新签 520.5 亿元，同比增长 9.7% (上半年同比为 -53.3%)。我们认为公司主业有所回暖，海外新签大幅好转，在手订单较为充足，9 月份公司公告了以非公开发行普通股及承接债务的方式注入电建集团资产，同时非公开发行优先股募集配套资金，注入后中国电建将成为电力建设领域绝对的龙头。我们略微下调 14-15 年 EPS 为 0.52 元、0.61 元，给予 14 年 9-10 倍的动态市盈率，合理价值区间为 4.68-5.20 元，维持“买入”评级。
4. 主要风险：经济下滑风险；订单推迟风险；回款风险。



表1 2013Q1-3 V.S. 2014Q1-3 财务数据 (百万元)

中国电建	2013Q1-3	2014Q1-3	YoY(%)	2013H1	2014H1	YoY(%)	2013Q3	2014Q3	YoY(%)
营业收入	105051.05	116188.50	10.60	65990.68	75204.42	13.96	39060.37	40984.08	4.92
营业成本	-91009.16	-101164.50	11.16	-56902.16	-65485.60	15.08	-34107.00	-35678.90	4.61
毛利润	14041.89	15024.00	6.99	9088.52	9718.82	6.94	4953.37	5305.18	7.10
销售税金	-2525.55	-2652.18	5.01	-1507.31	-1694.03	12.39	-1018.24	-958.15	-5.90
销售费用	-202.20	-351.05	73.62	-118.29	-216.81	83.29	-83.91	-134.24	59.98
管理费用	-4308.88	-4716.21	9.45	-2703.66	-2897.38	7.17	-1605.22	-1818.83	13.31
财务费用	-2421.53	-2276.38	-5.99	-1648.63	-1342.41	-18.57	-772.90	-933.97	20.84
资产减值损失	-313.33	-768.37	145.23	-139.44	-723.56	418.90	-173.89	-44.81	-74.23
公允价值变动损益	6.79	-4.43	-165.24	2.23	-4.83	-316.59	4.56	0.40	-91.23
投资收益	30.85	50.93	65.09	30.66	23.48	-23.42	0.19	27.45	14347.37
经营利润	4308.04	4306.31	-0.04	3004.08	2863.28	-4.69	1303.96	1443.03	10.67
营业外收入	76.66	142.11	85.38	42.26	49.22	16.47	34.40	92.89	170.03
营业外支出	-35.45	-60.14	69.65	-21.66	-40.47	86.84	-13.79	-19.67	42.64
利润总额	4349.25	4388.28	0.90	3024.68	2872.03	-5.05	1324.57	1516.25	14.47
所得税	-762.02	-800.17	5.01	-601.68	-608.25	1.09	-160.34	-191.92	19.70
少数股东损益	-374.16	-262.49	-29.85	-202.44	-128.07	-36.74	-171.72	-134.42	-21.72
归属母公司净利润	3213.07	3325.62	3.50	2220.56	2135.71	-3.82	992.51	1189.91	19.89
扣除非净利润	3200.54	3269.48	2.15	2220.71	2135.23	-3.85	979.83	1134.25	15.76
流入	97361.00	110177.76	13.16	57548.37	71141.23	23.62	39812.63	39036.53	-1.95
流出	98248.85	108064.93	9.99	59883.13	70520.78	17.76	38365.72	37544.15	-2.14
经营现金流	-887.85	2112.83	-337.97	-2334.76	620.45	-126.57	1446.91	1492.38	3.14
主要比率(%)	2013Q1-3	2014Q1-3	YoY(%)	2013H1	2014H1	YoY(%)	2013Q3	2014Q3	YoY(%)
毛利率	13.37	12.93	-0.44	13.77	12.92	-0.85	12.68	12.94	0.26
销售费用率	0.19	0.30	0.11	0.18	0.29	0.11	0.21	0.33	0.12
管理费用率	4.10	4.06	-0.04	4.10	3.85	-0.25	4.11	4.44	0.33
财务费用率	2.31	1.96	-0.35	2.50	1.79	-0.71	1.98	2.28	0.30
经营利润率	4.10	3.71	-0.39	4.55	3.81	-0.74	3.34	3.52	0.18
归属净利率	3.41	3.09	-0.32	3.67	3.01	-0.66	2.98	3.23	0.25
净利率	3.41	3.09	-0.32	3.67	3.01	-0.66	2.98	3.23	0.25
所得税率	17.52	18.23	0.71	19.89	21.18	1.29	12.11	12.66	0.55
少数股东权益率	10.43	7.32	-3.11	8.35	5.66	-2.69	14.75	10.15	-4.60

资料来源：Wind, 海通证券研究所

报表分析和预测

利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	144837	159581	172938	178334
营业成本	123875	137942	149505	153153
营业税金及附加	3925.30	3957.62	4064.05	4458.35
营业税率(%)	2.71	2.48	2.35	2.50
销售费用	327.95	191.50	345.88	178.33
销售费用率(%)	0.23	0.12	0.20	0.10
管理费用	6329.18	7021.58	7263.41	7133.36
管理费用率(%)	4.37	4.40	4.20	4.00
财务费用	3527.85	3741.72	3804.61	4166.67
财务费用率(%)	2.44	2.34	2.20	2.34
期间费用率(%)	7.04	6.86	6.60	6.44
资产减值损失	780.59	-38.06	-226.28	52.38
投资收益	250.51	198.60	200.00	200.00
营业利润	6321.78	6963.48	8381.48	9391.68
营业外收入	129.59	200.00	0.00	0.00
营业外支出	79.49	80.00	0.00	0.00
利润总额	6371.88	7083.48	8381.48	9391.68
所得税	1171.49	1416.70	1676.30	1878.34
所得税率	18.39	20.00	20.00	20.00
少数股东损益	644.38	680.01	804.62	901.60
归属于母公司股东的净利润	4556.00	4986.77	5900.56	6611.74
EPS(元)	0.47	0.52	0.61	0.69
盈利能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	14.47	13.56	13.55	14.12
EBITDA Margin	10.03	11.46	11.78	12.73
EBIT Margin	7.17	6.56	6.80	7.52
营业利润率	4.36	4.36	4.85	5.27
净利率	3.15	3.12	3.41	3.71
ROA	2.21	2.15	2.45	2.63
ROE	14.09	13.86	14.54	14.40
盈利增长(%)	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入增长率	14.01	10.18	8.37	3.12
主营利润增长率	19.25	3.23	8.29	7.46
EBITDA增长率	17.21	25.87	11.37	11.49
EBIT增长率	25.49	0.85	12.34	14.04
净利润增长率	11.28	9.46	18.32	12.05
偿债能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债率	82.15	80.10	79.12	76.97
流动比率	1.19	1.28	1.34	1.44
速动比率	0.66	0.74	0.98	1.11
现金比率	0.25	0.31	0.57	0.65
经营效率指标	2013	2014E	2015E	2016E
应收账款周转天数(天)	49.48	50.42	49.14	50.43
存货周转天数(天)	146.19	160.30	126.80	99.79
总资产周转率(次)	0.70	0.69	0.72	0.71

资料来源：Wind，海通证券研究所

资产负债表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	29812.2	35117.7	70938.8	80139.0
存货	61704.9	61142.9	44178.8	40731.1
应收账款	21232.8	23470.4	23739.3	26228.5
其他流动资产	27048.1	24855.0	27560.1	29691.4
流动资产	139798	144586	166417	176790
流动资产占比	60.40%	62.30%	66.80%	69.54%
固定资产	42565.5	47902.8	46391.5	41751.3
投资性房地产	270.6	270.6	270.6	270.6
无形资产	17729.0	17729.0	17729.0	17729.0
其他非流动资产	31100.4	21579.6	18326.1	17693.8
非流动资产	91665.5	87482.0	82717.2	77444.7
非流动资产占比	39.60%	37.70%	33.20%	30.46%
资产总计	231464	232068	249135	254235
短期借款	12136.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	35004.6	35865.0	41861.5	38288.3
其他流动负债	70334.4	77327.1	82563.6	84710.2
流动负债	117475	113192	124425	122999
流动负债占比	61.78%	60.89%	63.12%	62.85%
长期借款	13032.9	13032.9	13032.9	13032.9
其他长期负债	59648.0	59662.0	59662.0	59662.0
非流动性负债	72680.9	72694.9	72694.9	72694.9
非流动负债占比	38.22%	39.11%	36.88%	37.15%
负债合计	190156	185887	197120	195693
股本	9600.0	9600.0	9600.0	9600.0
资本公积	10499.9	10499.9	10499.9	10499.9
留存收益	13736.7	17812.3	22827.8	28447.7
少数股东权益	7423.3	8103.3	8907.9	9809.5
股东权益合计	41308.1	46180.7	52014.6	58541.8
负债股东权益总计	231464	232068	249135	254235
现金流量表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	4556.00	4986.77	5900.56	6611.74
折旧摊销	4149.56	7819.07	8606.79	9295.47
营运资金变动	-8451.75	8423.33	25448.70	-2651.87
其他	5146.07	4282.11	4176.78	4906.24
经营活动现金流	5399.88	25511.3	44132.8	18161.6
资本支出	-20348.5	-3615.53	-3821.98	-4002.98
投资收益	4971.44	200.00	200.00	200.00
其他	0.01	-1.40	0.00	0.00
投资活动现金流	-15377.0	-3416.93	-3621.98	-3802.98
债务变化	14086.15	-15877.69	-3804.61	-4166.67
股票发行	-168.97	0.00	0.00	0.00
其他	-1228.80	-911.20	-885.08	-991.76
筹资活动现金流	12688.4	-16788.9	-4689.69	-5158.43
现金净流量	2711.22	5305.46	35821.2	9200.17
每股经营性现金流(元)	0.56	2.66	4.60	1.89

信息披露

分析师声明

赵 健：建筑工程行业首席分析师

张显宁：建筑工程行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、中国建筑、海油工程、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国水电、围海股份、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林、精工钢构、鸿路钢构、江河幕墙、中化岩土、成都路桥、苏交科。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。