

**强烈推荐****非电业务快速增长****中国能源建设 (3996.HK)**

2019-05-03 星期五

目标价: HK\$1.28

现价: HK\$0.95

预计升幅: 35%

**股本数据**

总股本(亿): 300.2

港股股本(亿股): 92.62

港股市值(亿港元): 87.99

总市值(亿港元): 285

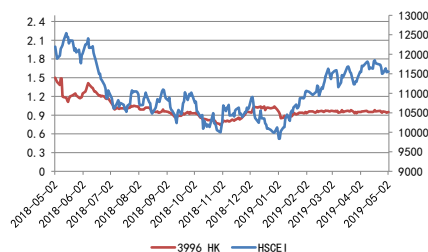
每股净资产(人民币元): 1.69

52周高/低(HK\$): 1.499/0.74

所属行业: 建筑与工程

**主要股东**中国能源建设集团有限公司  
(60.32%)

中国国新控股有限责任公司(6.76%)

**52周行情图(Vs 恒生中国指数)****相关报告:**

首发报告 20170510

**国元国际研究部**

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: (852) 37696888

(86) 755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

**投资要点****2019年1季度海外订单持续高增长:**

2019年第一季度,公司新签合同额人民币1,268.86亿元,完成年度新签合同额计划的26.41%。其中,按地域划分:国内新签合同约占新签合同总额的50.79%;国际新签合同约占新签合同总额的49.21%。按业务划分:电力工程业务新签合同约占新签合同总额的65.35%;非电工程业务新签合同约占新签合同总额的34.65%。从同比增长数据来看,2019年1季度的新签订单同比跌4.8%,国内订单同比跌29.4%,但海外订单同比大幅增长至48.9%。

**核心勘探设计与咨询业务毛利率有望逐步改善:**

2018年公司核心勘探设计与咨询板块业务毛利率同比下降8.12%至34.63%(2017年为42.75%)。主要受国内煤电调控政策影响,火电业务量下降,规模效应递减,但人工成本依然保持带来毛利率的下降。勘探设计与咨询业务是公司核心竞争力业务板块,预期毛利率的下降受行业影响只是阶段性的波动,未来2-3年,随着新火电、核电等项目建设的陆续开工,以及非电业务特别是海外业务的快速增长,该分部毛利率将逐步恢复。

**非电业务快速增长,支撑公司业绩稳定增长:**

2018年公司在手合同额10,724.4亿元,收入覆盖倍数4.8倍,公司合同储备充裕。2018年公司新签合同同比增长4.1%,其中国际新签合同同比增长达到38%,国内新签合同同比增长2.8%,而国内非电业务同比增长15.5%,占比首次达到了50%。2018年新签合同中,电力业务和非电业务占比为60:40,国内与国际业务占比为69:31。从中长期趋势来看,国际业务、非电力业务快速增长将弱化国内火电业务量下降的影响,并支撑公司收入增长及利润的提升。

**给予强烈推荐评级,目标价1.28港元:**

我们更新公司盈利预测并给予目标价1.28港元,目标相当于2019年0.74倍PB和7.6倍PE,较现价有+35%的升幅,给予强烈推荐评级。

截止12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额(百万人民币)	234,370	224,034	232,996	244,646	256,878
变动(%)	5%	-4%	4%	5%	5%
净利润(百万人民币)	5,261	4,571	5,066	5,336	5,581
变动(%)	23%	-13%	11%	5%	5%
每股盈利(元人民币)	0.18	0.15	0.17	0.18	0.19
市盈率@0.95港元(倍)	4.6	5.4	4.8	4.6	4.4
每股股息(分人民币)	3.06	3.06	3.38	3.55	3.72
股息现价比率(%)	3.22%	3.22%	3.55%	3.74%	3.91%

## 行业估值

图表 1、行业估值

H股					PE				PB			
建筑工程行业	代码	货币	股价	市值(亿)	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
中国铁建	1186 HK	HKD	9.07	1,641	6.51	5.72	5.28	4.85	0.69	0.65	0.58	0.53
中国中铁	390 HK	HKD	6.12	1,786	6.84	6.54	6.29	5.67	0.77	0.71	0.65	0.59
中国交建	1800 HK	HKD	7.47	2,017	6.74	4.95	4.78	4.45	0.66	0.52	0.48	0.44
中国中冶	1618 HK	HKD	2.13	752	7.37	6.16	5.41	4.71	0.61	0.48	0.46	0.42
中国建筑国际	3311 HK	HKD	7.89	398	9.20	6.77	6.93	5.86	1.45	0.93	0.90	0.81
中国机械工程	1829 HK	HKD	3.78	156	9.82	6.46	6.17	5.71	1.01	0.79	0.73	0.68
城建设计	1599 HK	HKD	2.69	36	9.70	4.99	4.68	3.98	1.30	0.71	0.63	0.56
行业平均					8.02	5.94	5.65	5.03	0.93	0.68	0.63	0.58

装备制造行业	代码	交易货币	股价	市值(亿)	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
中国中车	1766 HK	HKD	6.79	2,745	18.32	13.78	12.09	10.52	1.64	1.30	1.21	1.13
上海电气	2727 HK	HKD	3.02	899	14.15	13.43	14.17	14.01	0.71	0.67	0.65	0.63
东方电气	1072 HK	HKD	5.64	402	11.80	11.67	11.53	10.22	0.46	0.57	0.51	0.49
中车时代电气	3898 HK	HKD	39.90	469	19.70	15.32	13.12	11.41	2.80	2.06	1.79	1.60
行业平均					15.99	13.55	12.73	11.54	1.40	1.15	1.04	0.96

中国能源建设	3996 HK	HKD	0.95	286	4.65	5.35	4.83	4.59	0.50	0.48	0.47	0.43
--------	---------	-----	------	-----	------	------	------	------	------	------	------	------

数据来源: Bloomberg, 国元国际

## 投资风险

电力投资

国内火电等电力投资放缓

海外业务

海外业务拓展不及预期

**财务报表摘要**
**损益表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	234,370	224,034	232,996	244,646	256,878
经营成本	(206,741)	(194,271)	(201,541)	(211,374)	(221,942)
其他收入	3,096	2,406	2,430	2,454	2,479
行政费用	(11,092)	(12,014)	(12,302)	(12,966)	(13,615)
财务开支	(3,078)	(3,827)	(3,865)	(3,904)	(3,943)
应占联营公司利润	512	985	1,020	1,036	1,052
其他开支	(5,112)	(5,636)	(4,332)	(4,689)	(4,958)
<b>税前盈利</b>	11,955	11,677	14,404	15,203	15,951
所得税	(2,891)	(3,125)	(3,601)	(3,801)	(3,988)
少数股东应占利润	3,511	3,263	5,737	6,067	6,382
<b>净利润</b>	5,261	4,571	5,066	5,336	5,581
折旧及摊销	3,244	3,491	0	0	0
<b>EBITDA</b>	8,181	8,622	14,820	15,617	16,363
<b>增长</b>					
总收入 (%)	5%	-4%	4%	5%	5%
EBITDA (%)	8%	5%	72%	5%	5%

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金	47,700	47,643	46,935	45,641	45,143
应收账款	16,573	23,870	23,894	23,918	23,941
存货	11,566	12,457	12,469	12,482	12,494
其他流动资产	166,491	173,623	129,355	138,840	140,209
<b>流动资产</b>	242,329	257,593	212,653	220,880	221,788
固定资产	30,781	34,820	36,909	39,124	41,471
其他固定资产	70,776	96,973	97,222	97,474	97,730
<b>非流动资产</b>	101,558	131,793	134,131	136,598	139,201
<b>总资产</b>	343,887	389,386	346,784	357,478	360,990
<b>流动负债</b>	204,337	226,313	167,660	170,743	173,919
应付帐款	90,140	94,294	93,049	93,974	94,877
短期银行贷款	37,970	51,226	30,000	30,000	30,000
其他短期负债	76,227	80,792	44,611	46,770	49,042
<b>非流动负债</b>	59,694	67,909	73,028	78,148	83,269
长期贷款/债券	47,690	56,032	61,032	66,032	71,032
其他负债	12,004	11,877	11,996	12,116	12,237
<b>总负债</b>	264,031	294,222	240,687	248,891	257,188
少数股东权益	22,682	25,131	31,743	29,672	20,102
<b>股东权益</b>	48,953	50,633	54,954	59,515	64,300
每股账面值(港元)	1.63	1.69	1.83	1.98	2.14
营运资金	37,992	31,280	44,993	50,137	47,869

**财务分析**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 率 (%)	3%	4%	6%	6%	6%
净利率 (%)	2%	2%	2%	2%	2%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
实际税率 (%)	24%	27%	25%	25%	25%
股息支付率 (%)	17%	20%	19%	19%	19%
库存周转	18	18	18	18	18
应付账款天数	125	125	125	125	125
应收账款天数	84	84	84	84	84
ROE (%)	11%	9%	9%	9%	9%
ROA (%)	2%	1%	1%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.8	1.2	0.8	0.8	0.9
收入/总资产	0.68	0.58	0.67	0.68	0.71
总资产/股本	7.02	7.69	6.31	6.01	5.61
收入对利息倍数	76.2	58.5	60.3	62.7	65.1

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>EBITDA</b>	8,181	8,622	14,820	15,617	16,363
融资成本	(3,078)	(3,827)	(3,865)	(3,904)	(3,943)
营运资金变化	37,992	31,280	44,993	50,137	47,869
所得税	(2,891)	(3,125)	(3,601)	(3,801)	(3,988)
<b>营运现金流</b>	5,633	5,059	5,156	4,609	5,439
资本开支	(4,205)	(4,009)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
其他投资活动	(9,048)	(16,349)	(5,200)	(5,190)	(5,173)
<b>投资活动现金流</b>	(13,253)	(20,358)	(10,200)	(10,190)	(10,173)
负债变化	18,425	61,345	5,000	5,000	5,000
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(889)	(919)	(965)	(1,013)	(1,063)
其他融资活动	(8,039)	(46,143)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	9,497	14,284	4,035	3,987	3,937
<b>现金变化</b>	1,877	(1,016)	(1,008)	(1,594)	(798)
期初持有现金	46,774	47,700	47,643	46,935	45,641
汇率变动	(952)	959	300	300	300
期末持有现金	47,700	47,643	46,935	45,641	45,143

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

### 免责声明：

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

**国元国际控股有限公司**

**香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼**

**电话: (852) 37696888**

**传真: (852) 37696999**

**服务热线: 400-888-1313**

**公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>**