

2017年04月11日

中国电建 (601669.SH)

紧随“一带一路”海外成绩显著，水资源与环境业务蓄势待发

■**事项：**公司公告：1) 子公司联合体中标辽宁清原抽水蓄能电站 EPC 总承包项目，中标金额约 64 亿元。2) 全资子公司电建国际参与的中印尼高铁承包商联合体与中印尼高铁公司签署印尼雅万高铁项目总承包合同 (EPC)，合同金额约为 47.01 亿美元，项目工期为 36 个月。3) 公司非公开发行股票申请获得证监会核准批复。

■**近 5 年新签合同额增速 CAGR 超过 20%，2017 年前两个月增速再创新高：**公司此次中标抽水蓄能电站总包项目位于辽宁省抚顺市清原满族自治县，项目装机 1800MW，项目工期约为 9 年。公司公告显示，2017 年 1-2 月公司新签合同 1041.80 亿元，同比增长 65.46%，其中国内新签同比增长 76.05%，国外新签同比增长 33.64%。而 2016 年全年公司新签合同额为 3610.22 亿元，同比增长 10.14%，2017 年仅前 2 个月即达到了去年新签合同额近 30% 的规模，增速显著。公司 2012 至 2016 年新签合同额增速 CAGR 达到 20.39%，非水电项目已占新签合同 50% 以上。

■**海外业务成绩显著，紧随“一带一路”战略加大海外市场开拓：**公司是国内较早“走出去”的能源基建央企之一，此次与中国中铁等企业联合体中标的印尼雅万铁路是“一带一路”建设的重大早期收获，也是中国高铁首次全系统、全要素、全产业链走向海外，意义重大。公司紧随“一带一路”实施国际业务优先发展战略，组建“电建国际”全面整合海外资源，实现集团化编队出海，在美国 ENR 发布的 2016 年全球国际工程承包商 250 强的榜单中位列第 11 位、国际工程设计公司 225 强中位列第 27 位。根据公司 2016 年半年报显示，公司在“一带一路”沿线 65 个国家中的 55 个国家共跟踪项目 1796 个，预计总金额为 5653 亿美元；在其中 36 个国家设有 83 个代表处或分支机构，在 55 个国家执行各类型工程项目，并陆续承揽了厄瓜多尔辛克雷水电站、巴基斯坦卡西姆电站、埃塞阿达玛风电项目、雅万高铁、中老铁路等多个“一带一路”代表性能源和交通基建项目。根据公司公告及我们统计，公司 2014 年至 2016 年公告新签海外项目增速分别达到 16.7%、15.9%、18.1%，海外新签合同额占比分别达到 36.2%、30.4%、32.6%。2013 年至 2015 年，公司海外业务收入占比分别达到 25.56%、24.38%、24.63%，海外业务毛利贡献占比也连续多年达到 20%~30% 水平，在建筑央企中位居前列。

公司快报

证券研究报告

建筑施工

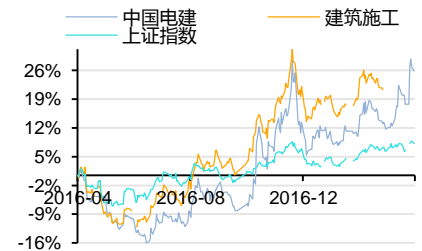
投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**11 元**
股价 (2017-04-10) **8.21 元**

交易数据

总市值 (百万元)	112,925.54
流通市值 (百万元)	78,816.00
总股本 (百万股)	13,754.63
流通股本 (百万股)	9,600.00
12 个月价格区间	5.54/8.40 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.01	12.06	16.82
绝对收益	12.77	15.47	26.35

苏多永 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

王鑫 报告联系人
wangxin4@essence.com.cn

相关报告

■**PPP 业务增速较快，加快发展水资源与环境业务：**根据公司公告，截止 2016Q3 报告期末，公司累计中标 PPP 项目 1335.4 亿元人民币，同比增长 142.5%。2017 年 1 月中标成都轨道交通 18 号线工程 PPP 项目，总投资额约为人民币 336.24 亿元，为当前全国轨交投资额最大的 PPP 项目。同时，公司紧随国家治理黑臭水体、建设“美丽中国”的市场机遇，明确水资源与环境业务作为未来公司三大核心业务之一的战略地位，并依托自身水利水电产业链一体化优势，成立中电建水环境治理公司进军水环境综合治理行业。2016 年先后签约茅洲河流域(宝安片区)水环境综合整治项目(合同额约 123 亿元)，北京通州和郑州贾鲁河、茅洲河流域(光明新区)等水环境治理及河道 EPC 工程项目，公司在水资源与环境业务领域的优势逐步显现。

■**非公开发行已获核准批复，积极参与京津冀一体化发展项目建设：**公司 4 月 7 日公告非公开发行股票申请获得证监会核准批复。此次非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过人民币 120 亿元，发行价格不低于 5.86 元/股，数量不超过 20.48 亿股，拟投入于国内外投资类项目(84 亿元)及补充流动资金(36 亿元)。至 2016Q3 公司资产负债率为 82.91%，高于其他建筑央企，我们预计如顺利发行募集资金到位，可有效降低公司资产负债率水平。同时，公司积极参与京津冀协同发展战略项目建设，先后成功中标北京至张家口铁路 JZSG-8 标、投资建设河北省太行山等高速公路 PPP 项目包(项目包 2，投资额 430.7 亿元)，进一步扩大了在京津冀区域的市场规模。

■**投资建议：**们预计公司 2016 年-2018 年的收入增速分别为 11.5%、11.8%、12.1%，净利润增速分别为 17.8%、21.6%、15.5%，对应 EPS 分别为 0.45、0.55、0.63 元；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11 元，相当于 2017 年 20 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目及海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	167,091.2	210,921.3	235,177.2	262,928.2	294,742.5
净利润	4,786.3	5,236.5	6,169.4	7,504.1	8,670.7
每股收益(元)	0.35	0.38	0.45	0.55	0.63
每股净资产(元)	2.91	4.03	3.98	4.45	4.99
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	23.6	21.6	18.3	15.0	13.0
市净率(倍)	2.8	2.0	2.1	1.8	1.6
净利润率	2.9%	2.5%	2.6%	2.9%	2.9%
净资产收益率	11.9%	9.4%	11.3%	12.3%	12.6%
股息收益率	0.9%	0.9%	0.5%	1.1%	1.2%
ROIC	10.2%	10.6%	9.6%	8.9%	12.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	167,091.2	210,921.3	235,177.2	262,928.2	294,742.5	成长性					
减:营业成本	143,656.6	179,624.4	202,017.2	226,118.2	253,773.3	营业收入增长率	15.4%	26.2%	11.5%	11.8%	12.1%
营业税费	4,385.6	5,771.9	5,761.8	6,047.3	6,619.8	营业利润增长率	4.2%	13.0%	21.0%	20.7%	15.9%
销售费用	462.7	849.5	710.3	860.4	1,014.0	净利润增长率	5.1%	9.4%	17.8%	21.6%	15.5%
管理费用	7,129.0	12,030.3	11,241.5	12,927.5	15,130.6	EBITDA 增长率	5.4%	20.6%	9.0%	7.2%	6.1%
财务费用	3,684.2	4,315.7	5,574.3	5,125.8	4,695.8	EBIT 增长率	4.3%	14.5%	24.0%	9.7%	8.1%
资产减值损失	1,302.7	1,117.9	1,067.0	1,162.5	1,115.8	NOPLAT 增长率	-0.1%	9.1%	24.8%	9.7%	8.1%
加:公允价值变动收益	-2.7	0.4	0.6	-0.6	0.2	投资资本增长率	4.2%	37.7%	18.3%	-19.7%	15.0%
投资和汇兑收益	116.7	226.7	196.7	180.0	201.1	净资产增长率	16.4%	45.0%	-0.1%	10.5%	11.0%
营业利润	6,584.4	7,438.7	9,002.2	10,865.7	12,594.5	利润率					
加:营业外净收支	164.1	347.7	187.3	233.0	256.0	毛利率	14.0%	14.8%	14.1%	14.0%	13.9%
利润总额	6,748.4	7,786.4	9,189.5	11,098.8	12,850.5	营业利润率	3.9%	3.5%	3.8%	4.1%	4.3%
减:所得税	1,471.5	1,983.0	2,297.4	2,774.7	3,212.6	净利润率	2.9%	2.5%	2.6%	2.9%	2.9%
净利润	4,786.3	5,236.5	6,169.4	7,504.1	8,670.7	EBITDA/营业收入	9.0%	8.6%	8.4%	8.0%	7.6%
						EBIT/营业收入	6.1%	5.6%	6.2%	6.1%	5.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	97	104	110	92	77
						流动营业资本周转天数	9	0	12	13	12
						流动资产周转天数	332	347	346	340	339
						应收帐款周转天数	69	67	68	68	67
						存货周转天数	150	149	142	147	147
						总资产周转天数	558	590	589	546	520
						投资资本周转天数	174	167	189	165	141
						投资回报率					
						ROE	11.9%	9.4%	11.3%	12.3%	12.6%
						ROA	1.8%	1.4%	1.9%	1.9%	2.3%
						ROIC	10.2%	10.6%	9.6%	8.9%	12.0%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	4.3%	5.7%	4.8%	4.9%	5.1%
						财务费用率	2.2%	2.0%	2.4%	1.9%	1.6%
						三费/营业收入	6.7%	8.2%	7.5%	7.2%	7.1%
						偿债能力					
						资产负债率	83.2%	82.8%	80.9%	82.3%	79.5%
						负债权益比	496.5%	481.1%	422.5%	463.7%	388.6%
						流动比率	1.13	1.18	1.21	1.08	1.20
						速动比率	0.61	0.70	0.71	0.60	0.70
						利息保障倍数	2.79	2.72	2.61	3.12	3.68
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	0.08	0.04	0.09	0.10
						分红比率	20.1%	20.2%	10.0%	16.8%	15.7%
						股息收益率	0.9%	0.9%	0.5%	1.1%	1.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	5,277.0	5,803.4	6,169.4	7,504.1	8,670.7	EPS(元)	0.35	0.38	0.45	0.55	0.63
加:折旧和摊销	5,139.5	6,558.2	5,162.4	5,162.4	5,162.4	BVPS(元)	2.91	4.03	3.98	4.45	4.99
资产减值准备	1,302.7	1,117.9	-	-	-	PE(X)	23.6	21.6	18.3	15.0	13.0
公允价值变动损失	2.7	-0.4	0.6	-0.6	0.2	PB(X)	2.8	2.0	2.1	1.8	1.6
财务费用	3,886.7	5,485.5	5,574.3	5,125.8	4,695.8	P/FCF	4.9	5.4	-10.5	9.1	11.6
投资损失	-116.7	-226.7	-196.7	-180.0	-201.1	P/S	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	490.7	566.9	722.7	820.0	967.2	EV/EBITDA	8.2	9.3	9.7	7.5	7.5
营运资金的变动	-21,876.8	-12,696.7	-16,349.2	16,791.2	-21,378.8	CAGR(%)	16.4%	18.4%	9.8%	16.4%	18.4%
经营活动产生现金流量	6,752.3	10,687.7	1,083.5	35,222.9	-2,083.7	PEG	1.4	1.2	1.9	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-20,314.5	-26,171.2	5,544.5	-745.6	-964.4	ROIC/WACC	1.5	1.6	1.4	1.3	1.8
融资活动产生现金流量	21,229.1	27,227.8	-8,091.6	-27,539.6	11,001.6	REP	1.0	1.0	1.0	1.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034