

公司研究/首次覆盖

2017年04月16日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 8.27  
合理价格区间(元): 8.50~10.00

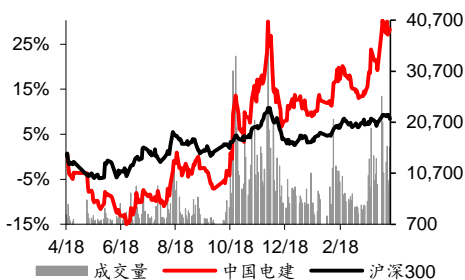
**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 能源基建龙头, PPP/海外/国改可期

## 中国电建(601669)

### 水利水电国际龙头, 2016年以来各项财务数据稳定提升

公司是水利水电建设领域国际龙头, 国内水电市场市占率 65%, 国际大中型水利水电市场市占率 50%。进入 2016 年以来, 公司收入增速由 2015 年的 11.05% 上升至 2016Q3 的 13.44%, 归母净利润增速由 -24.68% 上升至 8.01%, 各项财务指标稳定向好。公司 2017Q1 订单增速结束了之前连续四个季度的下滑, 触底反弹达到 18.83%, 其中国内订单增速超 30%, 根据公司业绩与订单表现, 我们判断公司业绩在未来将实现较快增长。

### 传统业务谋求转型升级, 京津冀布局行业领先

雄安新区规划预计将推动京津冀地区基建投资快速增长, 公司在 16 年下半年即与河北省政府签订了基建战略合作协议, 雄安新区相关文件出台后, 公司高管层第一时间召开研讨会对新区的电力、交通、生态等方面的建设准备工作作了部署, 未来有望充分受益新区建设。水十条为水生态治理工程市场打开广阔空间, 公司 2016 至今新签水治理工程订单 179.79 亿元, 占同期新签水利订单的 69%, 其中深圳茅洲河项目一期投资 123 亿元, 规模排名全国前列。电建方面公司积极实行增量转存量战略, 2016H1 投运电力总装机容量较 2015 年末上升 15.6%。远期规划收入占比 30%, 高毛利电力投运业务对公司整体盈利能力的带动效应值得期待。

### 借力 PPP 切入基建广阔市场, 业务结构进一步优化

2016 年以来, 公司积极开拓非水利电力类 PPP 项目市场, 2016 至今新签 PPP 订单 919.18 亿元, 占同期国内新签订单 26.8%, 位于主要央企前列。公司 PPP 订单主要由铁路轨交、市政基建和道路建设三大类型组成。2016 年以来公司非水利电力新签订单占比已稳定在 50% 左右, 我们认为公司借力 PPP 切入大基建市场, 对于优化自身业务结构, 对冲水利电力市场下滑风险具有重要意义。

### 国际工程传统优势企业, “一带一路”沿线业务集中

公司过去几年海外营收占比 25% 左右, 在主要央企建筑企业中名列前茅, 2016 年公司新签合同额中海外占比 30%, 国际工程优势明显。一带一路沿线国家水利电力基础设施建设需求大, 公司目前已承担了多个海外重要水利电力项目, 2016 年以来新签海外水利电力订单达到 801.74 亿元。与行业整体情况不同, 公司国际业务在 2015 年以前毛利率始终大于国内业务, 海外业务持续推进, 将对公司营收及盈利能力提升产生积极影响。

### 定增即将完成, 国改加速可期, 首次覆盖给予“增持”评级

公司定增已获证监会批文, 定增完成对公司降低负债率和财务费用将产生积极影响。3 月中旬公司与中国诚通达成战略合作意向并共同成立房地产投资平台, 未来国改加速可期。我们预测公司 2016-18 年 EPS 为 0.43/0.50/0.58 元, CAGR15%, 认可给予 2017 年 17-20XPE, 对应合理价格区间 8.50~10.00 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 公司 PPP 及海外业务推进不及预期; 国企改革不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	13,755
流通 A 股 (百万股)	9,600
52 周内股价区间 (元)	5.54-8.40
总市值 (百万元)	113,751
总资产 (百万元)	475,101
每股净资产 (元)	4.35

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	189,941	210,921	234,632	270,858	312,411
+/-%	31.14	11.05	11.24	15.44	15.34
净利润 (百万元)	6,952	5,236	5,952	6,881	8,036
+/-%	52.66	(24.68)	13.67	15.60	16.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.51	0.38	0.43	0.50	0.58
PE (倍)	16.36	21.72	19.11	16.53	14.16

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

积极应对市场环境变化，国内水利电力业务转型发展.....	10
水治理等新兴水利市场前景广阔，公司积极布局成效显著.....	10
水电项目新建投资饱和程度高，公司积极转型电力投运 .....	12
PPP 带来全新发展机遇，一带一路市场优势明显 .....	14
PPP 市场不断发展成熟，公司借力 PPP 不断优化工程业务结构.....	14
一带一路战略进入快速发展期，公司提早布局有优势.....	17
定增助力发展，国改前景可期.....	21
定增完成在即，充裕资金增强发展动力.....	21
与诚通共同设立房地产平台公司，未来国企改革值得期待.....	22
盈利预测与估值.....	23
关键假设.....	23
盈利预测和投资建议.....	23
风险提示 .....	23
PE/PB - Bands .....	24

## 图表目录

图表 1: 中国电建股权结构 .....	5
图表 2: 中国电建资本运作规划 .....	6
图表 3: 公司营收及增速变动趋势 .....	7
图表 4: 公司归母净利润及增速变动趋势 .....	7
图表 5: 各业务收入贡献占比 (%) .....	7
图表 6: 各业务毛利贡献占比 (%) .....	7
图表 7: 公司 2016H1 各业务毛利率 (%) .....	7
图表 8: 可比公司毛利率变化情况 (%) .....	8
图表 9: 可比公司净利率变化情况 (%) .....	8
图表 10: 可比公司资产负债率变化情况 (%) .....	8
图表 11: 可比公司 2016H1 带息负债占全部负债比例 .....	8
图表 12: 可比公司财务费用率变化情况 (%) .....	8
图表 13: 公司新签合同额变动情况 .....	9
图表 14: 2006-2015 年水利投资规模与增长 .....	10
图表 15: 2015 年水利工程分项投资 (亿元) 与占比 .....	10
图表 16: 水灾与次年防洪水利投资 (左, 亿元) 及投资增速 (右) 关系 .....	11
图表 17: 雄安新区水环境综合治理三条主线 .....	11
图表 18: 公司 2016 年以来中标水利工程 .....	12
图表 19: 十二五与十三五水电规划对比 .....	13
图表 20: 水电基本建设投资 (左, 亿元) 与增速 (右) .....	13
图表 21: 电力投运业务营收和毛利占比逐年提升 .....	13
图表 22: 电力投运业务毛利率维持较高水平 .....	13
图表 23: 2016 年 CPPPC 库中 PPP 项目数量统计 (个) .....	14
图表 24: 2016 年 CPPPC 库中 PPP 项目投资金额统计 (亿元) .....	14
图表 25: 入库项目落地率不断提高 (按照项目个数) .....	14
图表 26: 入库项目落地率不断提高 (按照项目金额) .....	14
图表 27: 公司 2016 年以来公告中标 PPP 项目 .....	15
图表 28: 2016 年底 CPPPC 库中各类型 PPP 项目投资额分布 .....	15
图表 29: 公司新签 PPP 项目投资额分布 .....	15
图表 30: 公司水利与非水利订单金额 (左, 亿元) 及增速 (右) 变动趋势 .....	16
图表 31: 公司水利与非水利订单占比变动趋势 .....	16
图表 32: “一带一路”对外承包合同金额 (左, 亿元)、占比 (右) .....	17
图表 33: “一带一路”完成营业额 (左, 亿元)、比重 (右) .....	17
图表 34: “一带一路”近期大事件 .....	17
图表 35: 各大金融机构对“一带一路”沿线投资支持力度 .....	18
图表 36: 主要建筑央企 2016 年新签海外订单情况 .....	18
图表 37: 2015 年我国主要海外承包商海外营收与毛利占比 .....	19
图表 38: 各收入层次国家人均电力消费量 (千万时/人) .....	19
图表 39: 公司海外新签合同额变动趋势 .....	20

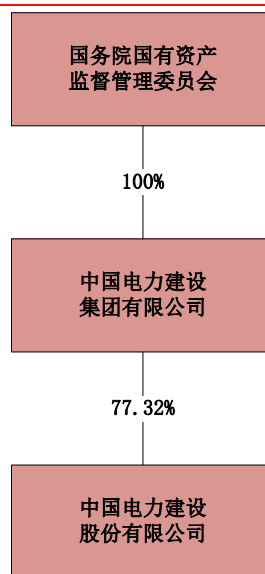
图表 40: 公司海外收入变动趋势 .....	20
图表 41: 公司毛利率情况 .....	20
图表 42: 公司定增募资用途 .....	21
图表 43: 定增资金改善公司净利润测算表 .....	21
图表 44: 公司工程承包业务收入 (左) 及增速 (右) .....	23
图表 45: 公司非工程承包业务收入 (左) 及增速 (右) .....	23
图表 46: 可比公司估值表 .....	24
图表 47: 中国电建历史 PE-Bands .....	24
图表 48: 中国电建历史 PB-Bands .....	24
图表 49: 2016 年以来公司新签约海外重大水利电力工程明细 .....	25

## 国企改革不断增强核心优势，2016 以来财务状况稳步提升

### 水利水电工程全产业链巨头，电力系统改革不断增强公司主业力量

公司成立后历经电力系统改革与股权划转，目前集团公司绝对控股。公司最早成立于 2009 年 11 月 30 日，由中国水利水电建设集团公司（中国水电集团）联合中国水电工程顾问集团公司（中水顾问集团）发起设立，成立初期分别持有公司 99% 和 1% 的股份。公司目前的大股东中国电建集团成立于 2011 年，旨在组建电力设计、施工业务一体化的综合性电力建设集团，实现电网企业主辅分离。按照 2011 年深化电力体制改革的方案规划，2013 年底中国水电集团、中水顾问集团已分别将其全部持有的上市公司股份无偿划转给中国电建集团直接持有，2014 年 1 月上市公司名称由“中国水利水电建设股份有限公司”变更为“中国电力建设股份有限公司”。截止 2016 年 3 季度，中国电力建设集团有限公司（以下简称中国电建集团公司）持有公司 77.32% 股权，处于绝对控股地位。

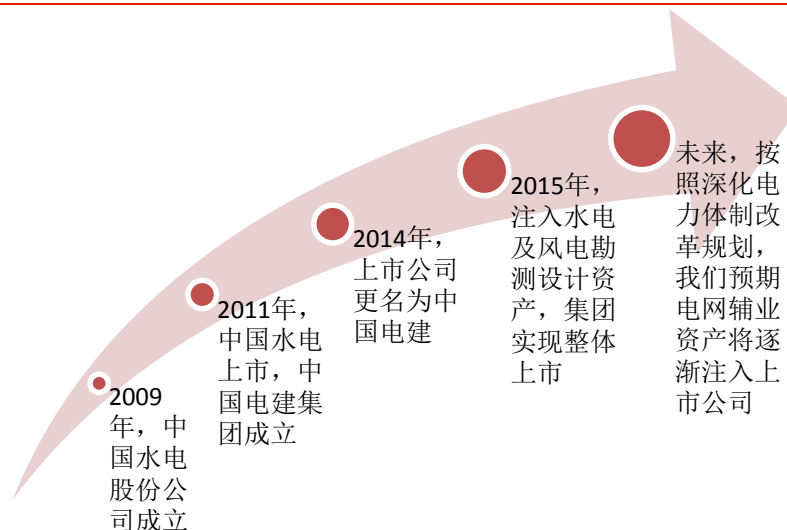
图表1：中国电建股权结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2015 年公司通过定增并入集团旗下多家设计院，集团层面实现整体上市。2015 年 5 月公司以非公开发行普通股、承接债务的方式完成购买中国电建集团持有的中水顾问集团、北京院、华东院、西北院、中南院、成都院、贵阳院、昆明院共计八家勘测设计企业 100% 的股权，实现了集团层面的整体上市。至此，水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询业务先行注入上市公司已经完成。未来随着电力系统主辅分离进一步深化，我们预计电网辅业企业相关业务资产将注入上市公司，包括国家电网公司、中国南方电网有限责任公司河北、吉林、上海等 14 个（区、市）公司所属辅业单位主要涉及发电工程及电网勘察设计、火电及输变电工程施工、火电辅机及输配设备制造等三部分业务。

图2: 中国电建资本运作规划



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

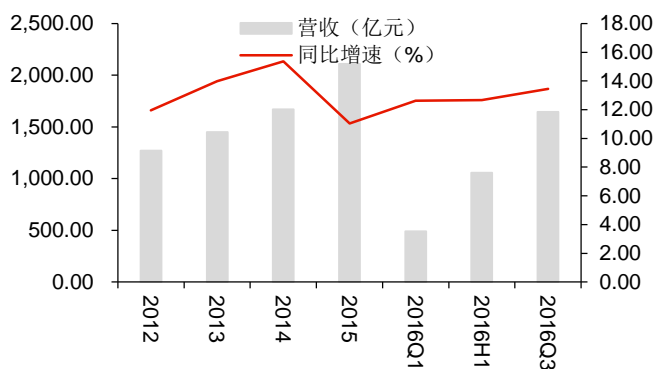
公司是水利水电勘测设计和工程领域的国际领先企业, 拥有强大的核心竞争优势。公司整体上市后成为了全球特大型综合建设集团之一, 拥有十六个工程局和基础局、辽宁局共计十八个全资水利水电工程专业施工建设单位, 具有年完成土石方开挖 5 亿立方米、混凝土浇筑 5,000 万立方米、水轮发电机组安装 3,000 万千瓦、水工金属结构制作安装 80 万吨、地基基础处理灌浆 500 万延米的综合施工能力, 是我国最大的水利水电工程建设企业, 代表了中国水利水电建设的最高水平。自 1999 年以来, 连续入选 ENR “全球 225 家最大国际承包商” 榜单, 2016 年排名 11 位, 与 2015 年持平, 中资公司中仅次于中国交建。根据住建部 2016 年 7 月公布的首批建筑业企业资质换证名单统计, 目前全国具有水利水电工程施工总承包特级资质的企业有 22 家, 其中九家为本公司及下属全资子公司。

公司在世界范围内的大中型水利水电建设市场市占率超过 50%。二十世纪五十年代以来, 公司建设了中国 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程 (超过葛洲坝 15% 和中国安能建设 5%), 占有全球 50% 以上大中型水利水电建设市场。15 年注入的八家勘测设计单位承担了 1980 年以来全国 80% 的大中型水电项目前期规划、勘测和设计工作, 70% 的水电建设项目安全鉴定工作并占有全国 50% 以上的风电勘测设计市场。公司承建或参建的代表性水利水电工程包括长江三峡 (世界最大水利枢纽)、黄河小浪底 (世界泥沙含量最大河流)、小湾水电站 (世界最高混凝土拱坝)、龙滩电站 (世界最高碾压混凝土重力坝及世界最大规模地下厂房)、南水北调、泰国科隆泰丹大坝、苏丹麦洛维大坝、伊朗塔里干水电站及巴贡水电站等具有世界影响的大型、特大型水利水电枢纽工程。

### 2016 年以来财务表现稳健提升

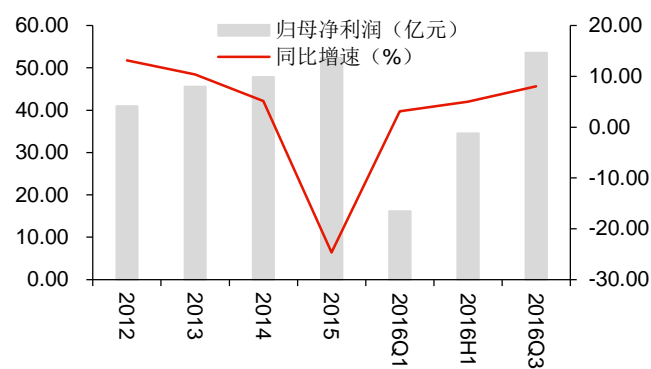
上市以来公司营收稳步增长, 归母净利润增速 2016 年重新进入上行区间。公司 2012 年以来营收增速总体平稳, 2015 年增速虽然略有下滑, 但进入 2016 年以来增速逐渐回升, 我们预计随着公司非水利水电业务快速发展及公司新签订单提速, 未来公司营收增速将继续向上。公司归母净利润增速在 2012 年以来逐年下滑, 2015 年增速为 -24.84%, 但进入 2016 年以来, 公司归母净利润增速回正并在每个季度均有所增长, 与公司营收增速向上的趋势保持同步。

图表3: 公司营收及增速变动趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

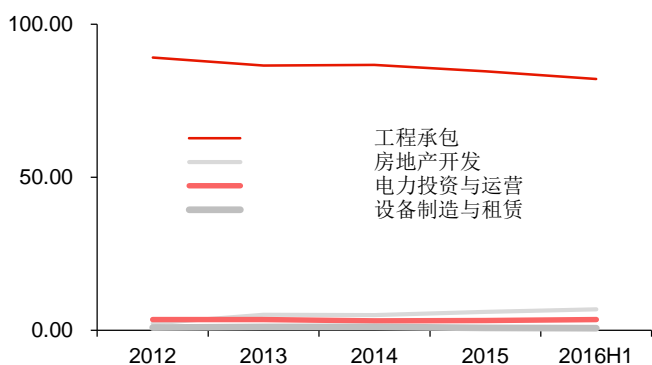
图表4: 公司归母净利润及增速变动趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

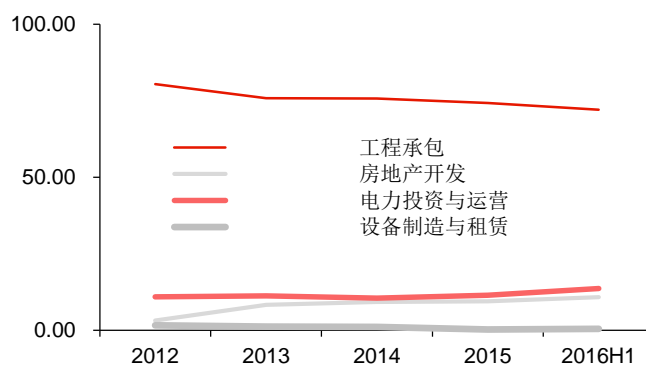
工程设计施工仍是为公司长期核心业务, 房地产开发和电力投运业务毛利率高。公司工程设计与施工业务自上市以来便是公司的最核心业务, 近期虽然工程业务收入所占比重逐渐降低, 但仍保持 80% 以上占比, 除工程业务外, 公司房地产业务和电力投运业务营收之和占比在 10% 左右。从毛利角度看, 工程业务由于毛利率比较低, 因此毛利率贡献占比相比收入占比低, 2016H1 为 72%, 房地产和电力投运业务毛利率较高, 两者 2016H1 合计毛利贡献 27% 左右, 且成逐年上升趋势。

图表5: 各业务收入贡献占比 (%)



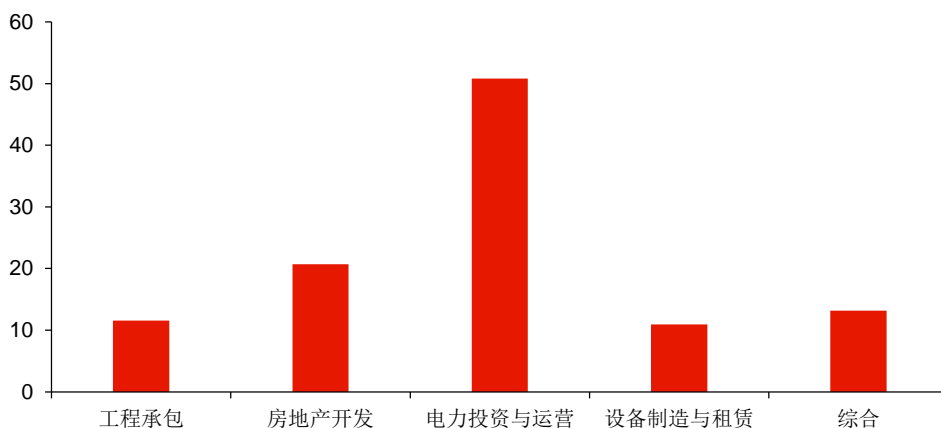
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 各业务毛利贡献占比 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

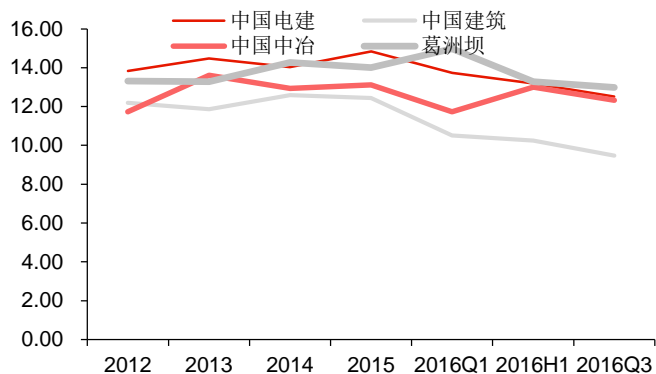
图表7: 公司 2016H1 各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

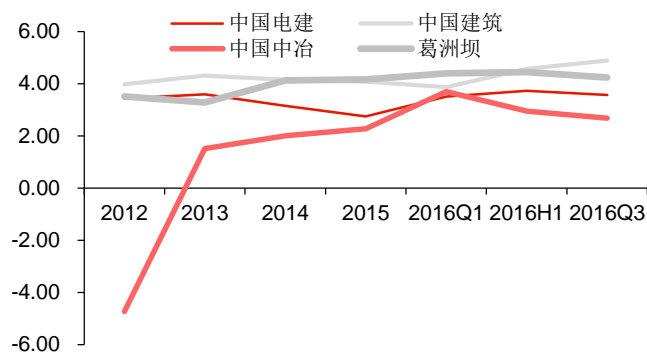
受营改增影响公司 2016 前三季度毛利率略有下降，但净利率有所回升。公司 2015 年以前毛利率与葛洲坝一起位居主要建筑央企前列，2015 年以后毛利率虽然被葛洲坝超过，但仍高于中国建设和中国中冶，我们判断公司毛利率较高主要由于水利水电工程和电力投运均属于工程领域毛利较高业务所致。公司净利率与可比公司相比没有优势，2015 年净利率跌至较低水平，但 2016 年前三季度回升明显且达到了历史最高水平。

图表8：可比公司毛利率变化情况（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

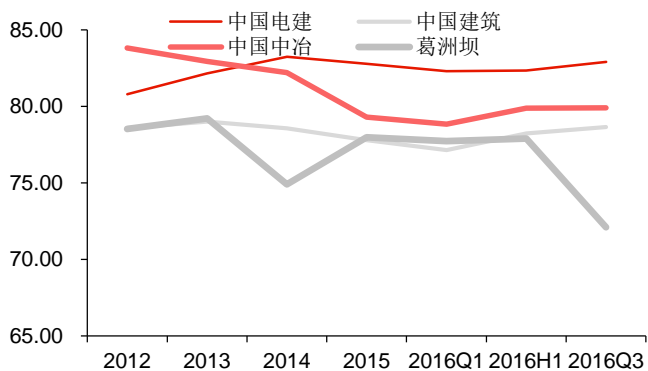
图表9：可比公司净利率变化情况（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

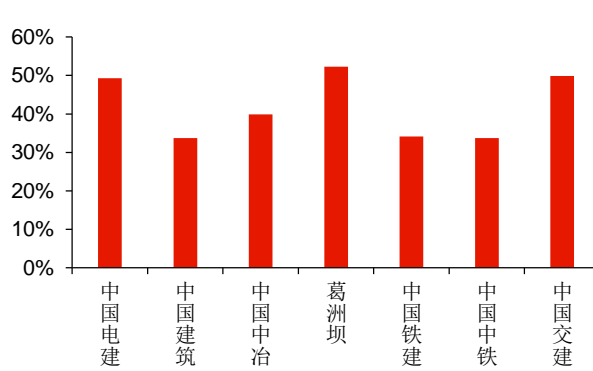
公司资产负债率与可比公司相比较高，带息负债占全部负债的比例也较高，定增完成补流后盈利能力有望提升。与可比公司相比，公司资产负债率长期处于较高水平，2013 年以后基本维持在 80% 以上。公司有息负债所占比重在接近 50%，在代表性建筑央企中也处于较高水平。公司即将完成的定增将主要用于项目支出和补流，我们预计未来公司负债率和利息支出有望下降，企业经营负担进一步减轻。

图表10：可比公司资产负债率变化情况（%）



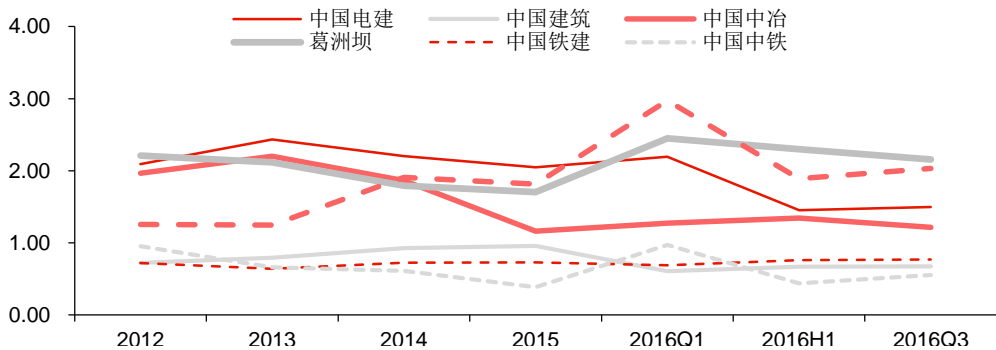
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：可比公司 2016H1 带息负债占全部负债比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：可比公司财务费用率变化情况（%）

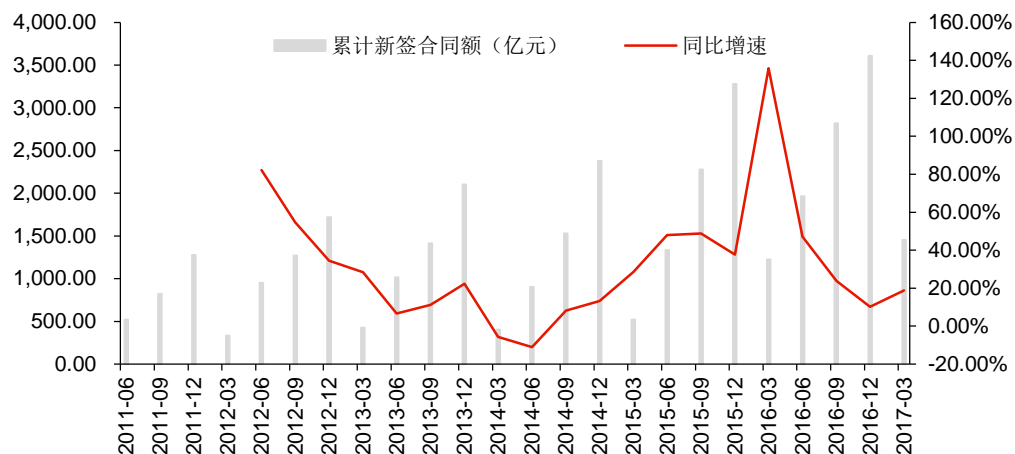


资料来源：Wind，华泰证券研究所



公司新签合同额增速在 2015 年快速下降后，目前已呈现触底回升态势。公司 2016 年新签合同额总额约为人民币 3,610.22 亿元，同比增长 10.14%，国内新签合同额约为人民币 2,432.49 亿元，同比增长 6.65%；国外新签合同额折合人民币约为 1,177.73 亿元，同比增长 18.11%，增速较 2015 年峰值下降较多。但进入 2017 年，公司新签合同额增速出现回暖迹象，一季度新签合同总额约为人民币 1,455.28 亿元，同比增长 18.84%，国内新签合同额约为人民币 991.68 亿元，同比增长 31.88%。

图表13： 公司新签合同额变动情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

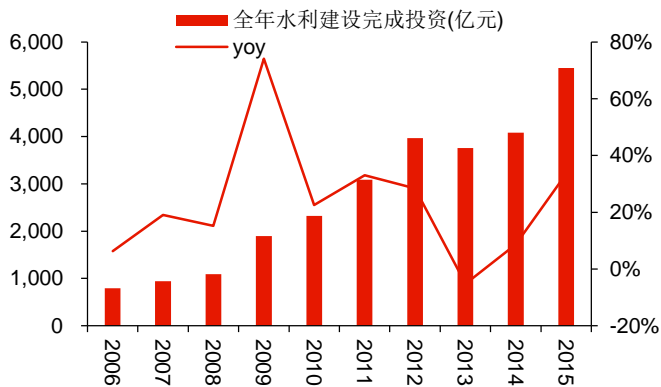
## 积极应对市场环境变化，国内水利电力业务转型发展

水利电力工程涵盖范围广泛，公司拥有工程全产业链能力，过往工程订单中水利业务占比比较大。水利水电工程是指为消除水害和开发利用水资源而修建的工程。按其服务对象划分可分为水力发电工程、民生水利工程（包括防洪工程、农田水利工程、航道和港口工程、供水和排水工程、环境水利工程、海涂围垦工程等）及其他工程。我们一般将其简单地划分为水利工程和电力工程两项。电力工程指涵盖除水电外的其他发电工程投资，包括火电，风电，核电等。近年来水利工程投资维持较高增速，但电力投资，尤其是水电投资趋于饱和，公司2016全年新签订单中水利订单占比48.89%，2017前三月新签订单中水利电力订单占比41.4%，公司对水利电力业务的以来逐渐降低，业务转型成效初步显现。

## 水治理等新兴水利市场前景广阔，公司积极布局成效明显

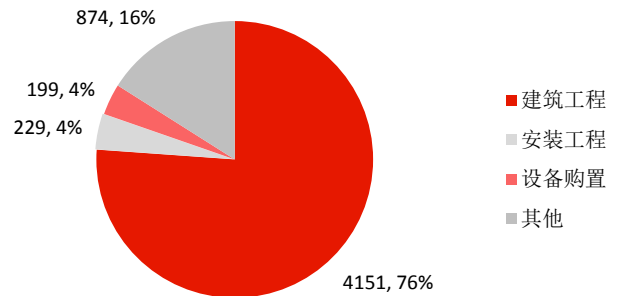
十二五和十三五阶段水利基建投资合计预计达4万亿，2013年以来水利建设投资增速显著回暖。2011年中央一号文件《中共中央 国务院关于加快水利改革发展的决定》提出，要力争通过5-10年的努力，从根本上扭转水利建设明显滞后的局面，力争今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍。2013年长江洪涝灾害以后，水利建设再次得到了空前重视，13-15年水利投资完成规模迅速增长，2015年我国水利投资完成规模超过5000亿元，同比增长33%。根据水利部的信息，我国2016年的水利工程投资不会低于8000亿，在建工程总投资超过20000亿。十三五阶段国家部署的172项重大水利工程涵盖引调水工程，重点水源工程和江河湖泊治理工程等类型，2017年投资规模要达到9000亿元以上，未来前景广阔。

图表14：2006-2015年水利投资规模与增长



资料来源：水利部，华泰证券研究所

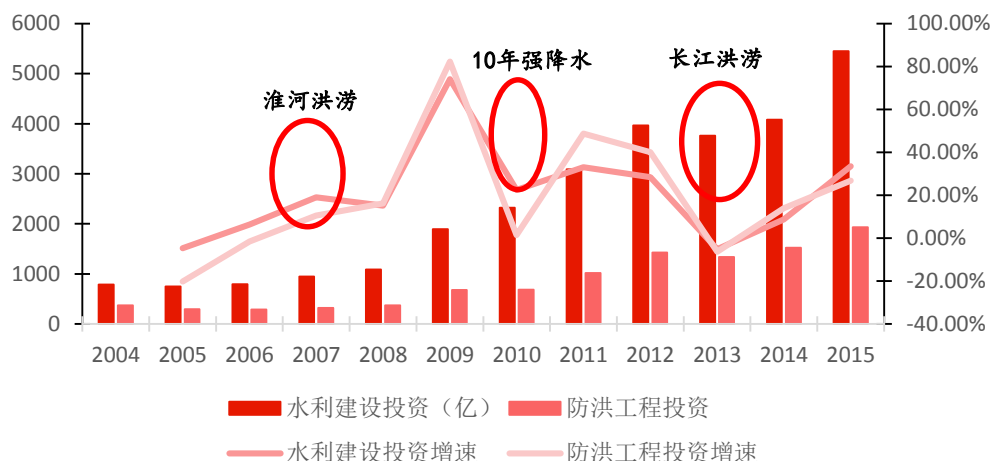
图表15：2015年水利工程分项投资（亿元）与占比



资料来源：水利部，华泰证券研究所

传统水利投资与洪灾在全年造成的损失密切相关，16年汛情较往年偏重，有理由预计洪涝水灾将带动水利投资在随后两年的增长。国家防总12月公布了2016年全国洪涝灾害损失情况及数据，受超强厄尔尼诺影响，今年全年汛情较往年偏重，受灾面积之广多年少有，全年洪涝灾害损失达到3661亿元，超过汛情严重的2013年的3145亿元。全国从南到北31个省份都不同程度遭受洪涝灾害，有192座城市受淹，洪涝灾害农作物受灾面积1.39亿亩，受灾人口1.01亿人，因灾死亡人口684人。受严重洪涝灾害影响，可以预期明年政府对水利建设的重视度和投资额的提高。

图表16: 水灾与次年防洪水利投资(左, 亿元)及投资增速(右)关系



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

水十条为未来水体治理设立高目标, 全国水环境工程市场空间广阔。2015年4月国务院公布《水污染防治行动计划》即“水十条”, 目标到2030年, 全国水环境质量总体改善, 水生态系统功能初步恢复, 具体计划涉及水污染控制、节水工程目标、农田灌溉管理等。根据2016年初住房城乡建设部联合环境保护部的调查结果, 全国295座城市及以上城市中有216座城市排查出黑臭水体1861个, 其中, 河流占比85.4%; 湖、塘占比14.6%, 根据环保部的测算, 要达到2030总体目标, 水环境工程总体投资将达到2万亿元。

雄安新区高标准生态建设将对白洋淀及周边水域进行集中治理, 大概率拉动区域内水环境工程投资快速上升。总书记对于雄安新区建设提出了“蓝绿交织, 清新明亮, 水城共融的生态城市”的要求, 当前区域内的“华北之肾”白洋淀面临缺水 and 污染双重压力, 治理压力较大。京津冀协同发展专家咨询委员会组长徐匡迪表示, 新区开发建设要以保护和修复白洋淀生态功能为前提。白洋淀的综合治理包含黑臭水体治理和水生态修复、环保基础设施建设、引水工程和沿岸生态维护工程三条主线, 对标通州和滇池的治理经验, 我们预计雄安新区的水生态综合治理投资规模将在千亿以上, 与此同时, 雄安的建设高标准也大概率拉动京津冀地区整体投资的上升。

图表17: 雄安新区水环境综合治理三条主线



资料来源: 《金融界》, 华泰证券研究所

公司传统水利业务优势明显，2016年至今公告新签合同额225.75亿元，水治理工程成为公司新亮点。公司传统水利业务优势产业主要包括引水输水供水及大坝综合枢纽等项目类型，在与水电项目相结合的水利工程上优势更加明显。2016年至今公司公告新签水利工程合同额225.75亿元，除传统项目外，新签综合水环境治理订单179.79亿元，占所有水利工程合同额69%，其中深圳茅洲河项目合同额123.07亿元，标杆效应显著，我们预计未来水环境工程将成为公司水利业务全新增长动力。

图表18：公司2016年以来中标水利工程

项目名称	合同金额
青海省巴音河蓄集峡水利枢纽工程大坝工程施工	5.17
深圳市茅洲河（宝安片区）水环境综合整治项目	123.07
山西省中部引黄工程施工I标	5.35
河北丰宁抽水蓄能电站（二期）引水系统土建及金属结构安装工程	5.42
河南省南阳市三里河综合整治工程	6.03
四川省盐亭县河堤工程、污水管网工程、桂花街市政道路及安置房项目	5.72
四川省巴中市经开区会展中心和湿地公园项目	9
青田水利枢纽工程施工1标	7.09
四川叶巴滩水电站场内左岸高线公路及俄德西沟沟水处理工程施工	5.54
新疆精奎输水管线工程I标	5.41
新疆车尔臣河大石门水利枢纽工程大坝及泄洪、发电工程施工	6.29
陕西榆佳工业园区供水项目	5.17
贵州马岭水利枢纽工程	14.8
新疆引额供水二期输水工程喀双段II标段	7.66
陕西省引汉济渭工程黄金峡水利枢纽土建及金属结构安装工程	7.82
内蒙古赤峰市中心城区防洪及环城水系治理工程	6.21
陕西省汉中市兴元新区城市水系综合治理及生态环境提升建设PPP+EPC项目	35.48
合计	261.23

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

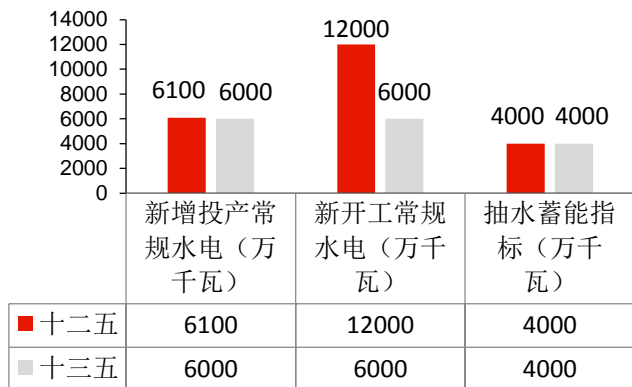
2015年公司成立中电建水环境治理技术有限公司，在央企中率先进入水环境治理市场，茅洲河项目品牌效应后续将逐渐显现。公司2015年成立中电建水环境治理技术有限公司，从事水环境治理及相关投资、建设、运营管理等相关新兴业务。同年11月，公司中标深圳茅洲河综合整治EPC项目，首期合同额123亿，预计三期合同总额超300亿元。茅洲河项目作为深圳和珠三角地区流域治理的重点工程，规模位居国内河流流域治理项目前列，其持续推进将是公司建立在水治理领域的品牌效应。

公司京津冀布局早，有望充分受益雄安新区建设。公司在16年下半年即与河北省政府签订了基建战略合作协议，内容涉及公路，铁路轨交和综合管廊等多个方面，京津冀布局在央企中最早。雄安新区相关文件出台后，公司高管层第一时间召开研讨会对新区的电力、交通、生态等方面的建设准备工作作了部署。我们认为公司基建和电力设备高端产业建设能力与雄安新区规划契合度较高，一流的国际化水平也有利于促进新区打造“扩大开放新高地和对外合作新平台”，未来有望充分受益新区建设。

### 水电项目新建投资饱和程度高，公司积极转型电力投运

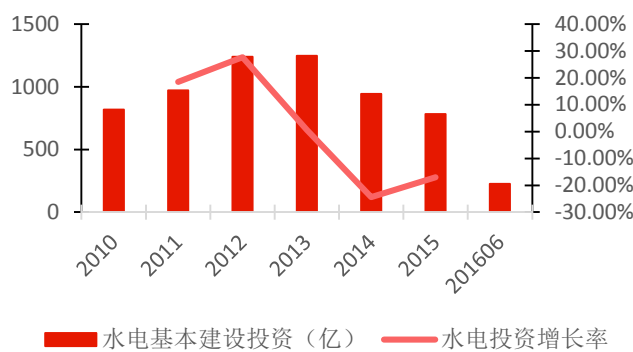
“十三五”期间水电发展增速放缓，水电工程投资进入平稳发展期。2016年底印发的《水电发展“十三五”规划》明确了“十三五”时期水电发展目标：全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各6000万千瓦左右，新增投产水电6000万千瓦，2020年水电总装机容量达到3.8亿千瓦，其中常规水电3.4亿千瓦，抽水蓄能4000万千瓦，年发电量1.25万亿千瓦时。在2015年末3.2亿kW的总装机规模基础上，水电新增投产0.6亿kW，其中常规水电和抽水蓄能分别新增0.4、0.2亿kW。对比“十二五”期间年均8.1%的增速，“十三五”水电年均增速放缓至3.5%。从十二五规划到十三五规划的各项指标对比来看，我们预计我国水电的高速成长期已过，预期水电装机容量的增长将会逐年减慢，17年约增长5%左右。

图表19: 十二五与十三五水电规划对比



资料来源: 十二五规划, 十三五规划, 华泰证券研究所

图表20: 水电基本建设投资 (左, 亿元) 与增速 (右)

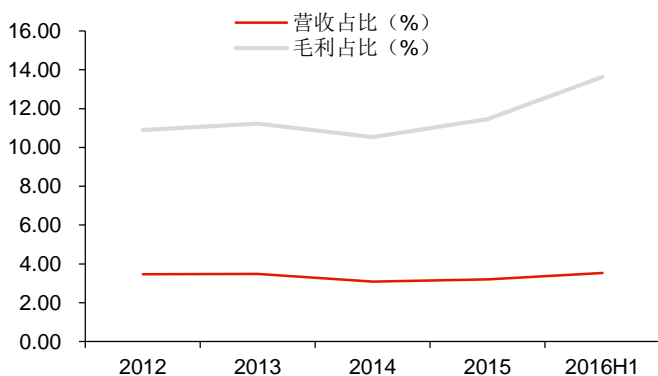


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国内国外水电市场均呈现寡头垄断态势, 公司全产业链服务能力领先世界。国内水电工程业主均为政府, 水电建设企业主要包含公司和葛洲坝在内的水电建设专业央企, 水电市场处于寡头垄断状态。由于对资金和技术水平较高, 大型水利项目的行业壁垒较高, 全国拥有特级资质的水利企业为 22 家, 一级资质的为 307 家, 而房建类对应资质的企业分别有 300 家, 和 5711 家。公司作为水利水电行业的龙头企业, 拥有 22 个特级资质中的 9 个, 占据全国 65% 以上水电建设市场、全球 50% 以上大中型水利水电建设市场, 能够提供电力设施规划设计、施工、设备安装和后期运营的全产业链服务, 在行业竞争中拥有绝对优势。

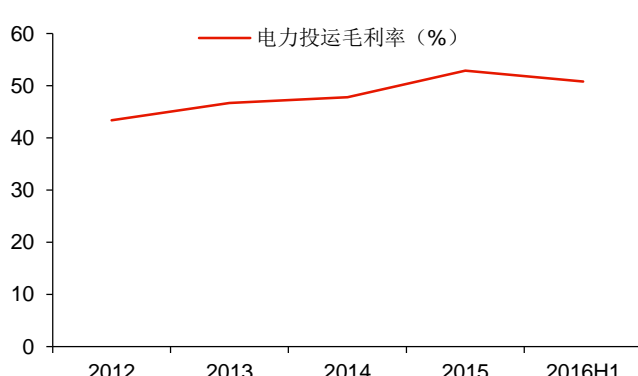
公司积极推行增量转存量战略, 电力投运营收及毛利占比今年有所提升, 未来电力投运规划占比 30%。在新建水电项目增速下滑的情况下, 公司积极利用自身全产业链技术优势, 拓展电力投资与运营业务。截止 2016H1, 公司控股运营电站总装机容量 1113.33 万千瓦, 较 2015 年年底增加 15.7%, 控股在建电站总装机容量 290 万千瓦。近年来, 作为公司盈利能力最强的业务板块, 其毛利率长期维持在 50% 左右, 2016H1 其营收占比仅为 3.53%, 但毛利贡献占比达到 13.63%。公司远期规划电力投运业务收入占比达到 30%, 按照现有比例估算, 届时公司大部分毛利将有电力投运业务贡献, 公司盈利能力将能够大幅提升。

图表21: 电力投运业务营收和毛利占比逐年提升



资料来源: 十二五规划, 十三五规划, 华泰证券研究所

图表22: 电力投运业务毛利率维持较高水平



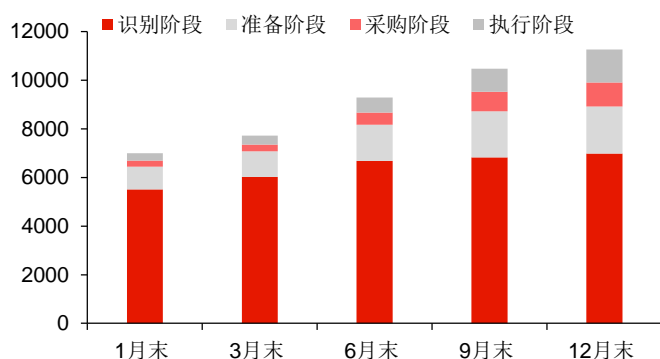
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## PPP带来全新发展机遇，一带一路市场优势明显

### PPP市场不断发展成熟，公司借力PPP不断优化工程业务结构

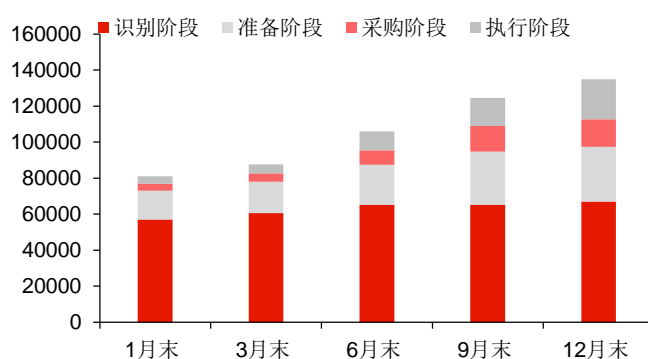
2016年以来PPP模式不断推广成熟，财政部库中项目投资额与落地率均实现快速上升。2016年毫无疑问是PPP模式发展大年，这一年中PPP运作模式逐渐被政府、社会资本和金融机构了解并认可(详细信息可参见我们的PPP专题报告)。截止目前，财政部PPP项目库中项目11784个，总投资额13.92万亿元，较2016年1月末分别增长了68.4%和71.6%。

图表23: 2016年CPPPC库中PPP项目数量统计(个)



资料来源: CPPPC, 华泰证券研究所

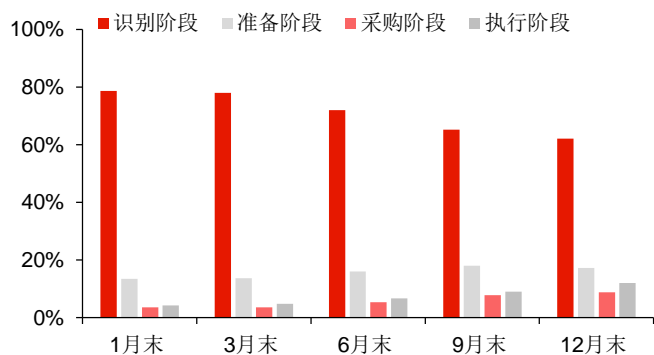
图表24: 2016年CPPPC库中PPP项目投资金额统计(亿元)



资料来源: CPPPC, 华泰证券研究所

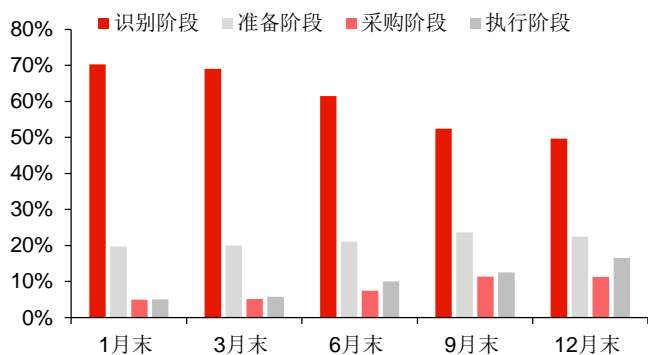
财政部第四批PPP示范项目呼之欲出，PPP整体落地率有望继续提升。4月中旬，财政部金融司副司长董德刚表示，财政部正在计划推出第四批示范项目。此前，财政部已在14-16年分别推出三批示范项目，项目总数743个，计划总投资1.86万亿元，截止去年12月末，前三批示范项目按数量和金额落地率分别达到49%和50%，由于第三批示范项目推出不久，且数量与金额较前两批大幅上升，我们判断前两批项目的落地率已经达到了相当高的水平。示范项目的落地对库中项目产生了积极的推动效果，截止2016年底，CPPPC库中落地(处于采购和执行阶段)的项目数量与金额分别占比20.75%和27.78%，落地速度不断提升。

图表25: 入库项目落地率不断提高(按照项目个数)



资料来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 华泰证券研究所

图表26: 入库项目落地率不断提高(按照项目金额)



资料来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 华泰证券研究所

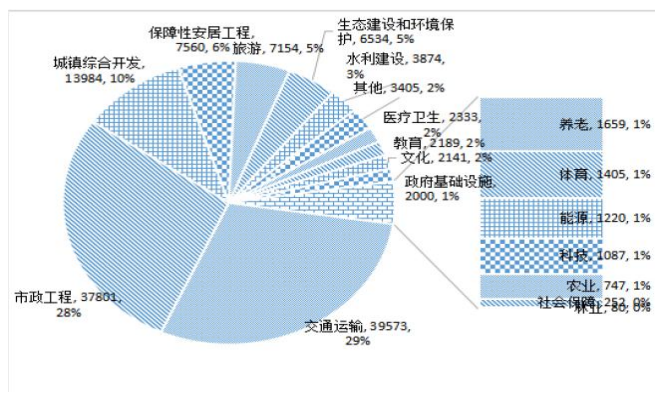
公司借助 PPP 成功切入市政、交通和综合管廊等当前热点传统基础设施领域，未来有望充分受益 PPP 带来的基础设施订单高增长。从财政部 2016 年底公布的 CPPP 季报来看，库中水利建设类 PPP 项目 318 个，投资总额 3874 亿元，仅占全部项目的 5% 和 3%，且与 16 年初相比增幅不大，与项目占比较大的市政和交通类项目相比差距较大。公司 2016 年以来，积极调整业务结构，借助 PPP 成功切入了市政、交通和综合管廊等重点基础设施建设领域，业务结构与当前基建热点吻合度较高。我们认为，公司选择热点领域而非传统优势行业进入 PPP 市场，将使公司充分受益 PPP 带来的基础设施订单高增长。

图表27： 公司 2016 年以来公告中标 PPP 项目

项目名称	合同金额 (亿元)
扬州市邗江区 S611 省道邗江段 PPP 项目	10.77
杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP+EPC 项目	142.58
金寨县江环北路等综合管廊及道排工程 PPP 项目	7.77
浙江瓯飞工程瑞安垦区与南金公路连接线道路 PPP 项目 (万松东路延伸工程二期)	8.61
章丘市第一批 PPP 项目	17.1
云南省江川至通海高速公路 PPP 项目	42.54
兰州新区现代有轨电车 1 号线及 2 号线一期工程 PPP 项目	26.46
陕西省汉中市兴元新区城市水系综合治理及生态环境提升建设 PPP+EPC 项目	35.48
河南兰考县产业集聚区基础设施建设 PPP 项目	20.56
湖南宁乡经济技术开发区玉屏山食品产业片区开发 PPP 项目	9.9
福建省福鼎市滨海大道二期道路工程 PPP 项目	6.15
成都轨道交通 18 号线工程 PPP 项目	336.24
河南省郑州中原新区郑上路以南、须水河北片区道路建设 PPP 项目 (一期) 工程	6.22
吉林省吉林市地下综合管廊 PPP 项目 (江南和东部区域管廊建设二标段)	9.34
吉林省吉林市地下综合管廊 PPP 项目 (哈达湾区域管廊建设项目二标段)	5.67
南京市浦口区凌霄路南延道路建设工程 PPP 项目	7.01
山西晋中至太原城际铁路 2 号线晋中市境内土建工程 PPP 项目	23.41
四川长江工业园区道路及安置房一期工程建设 PPP 项目	27.58
湖南湘西经济开发区双河文教卫新区 PPP 项目	25.12
安徽霍山县生态新城路网工程 PPP 项目	13.13
贵州双龙航空港经济区龙水路和建设大道基础设施建设 PPP 项目	57.54
河南省郑州市 107 辅道快速化工程 PPP 项目	80

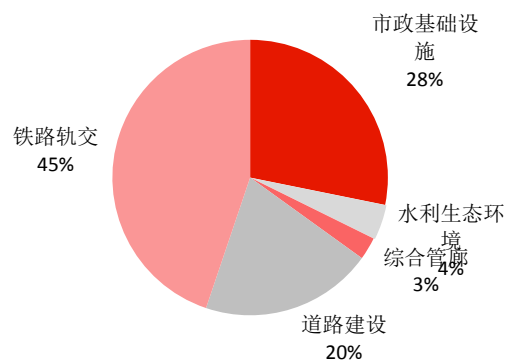
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28： 2016 年底 CPPP 库中各类型 PPP 项目投资额分布



资料来源：财政部政府和社会资本合作中心，华泰证券研究所

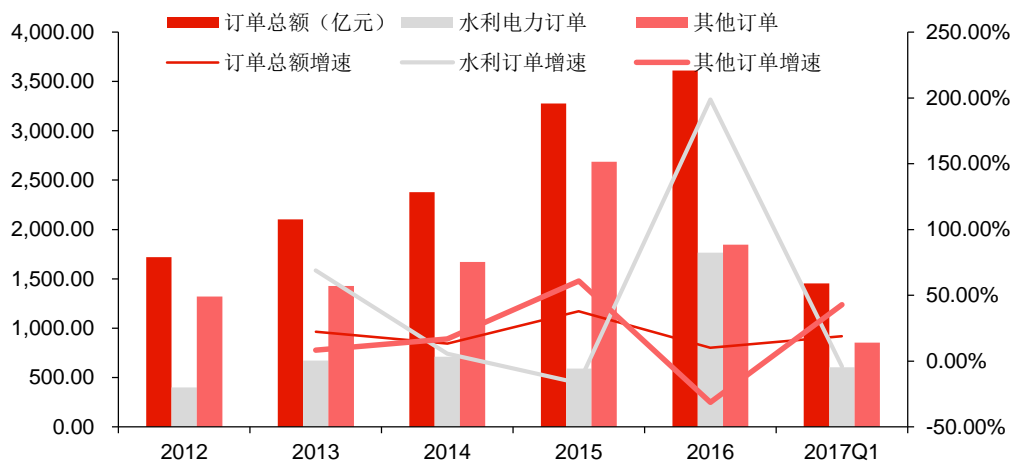
图表29： 公司新签 PPP 项目投资额分布



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

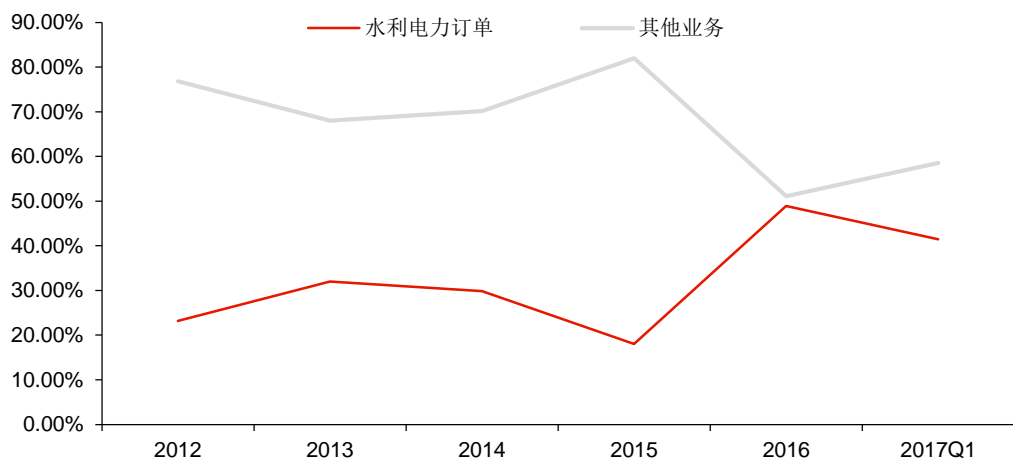
**PPP对稳定公司非水利电力类业务占比，实现业务结构优化具有重要意义。**2016年初至2017年3月，公司共签约PPP项目22项，订单总额919.18亿元，占同期国内订单总额的26.8%，PPP订单占比位居主要央企前列。从公司PPP订单结构来看，水利水电类项目仅一个，项目金额35.48亿元，其余均为非水利传统基础设施类项目。从公司历史订单来看，水利与非水利业务占比处于不稳定状态，订单增速对水利订单增速依赖度较高，但从2016年和2017年第一季度的情况来看，水利与非水利订单的占比已趋向稳定在各占50%的水平，由此我们认为，在水利水电投资增速受政策影响较大，增速不稳定的情况下，PPP订单对公司业务结构优化具有重要意义。

**图表30： 公司水利与非水利订单金额（左，亿元）及增速（右）变动趋势**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表31： 公司水利与非水利订单占比变动趋势**



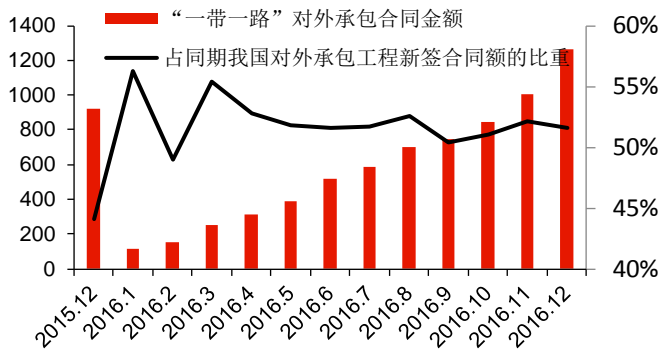
资料来源：公司公告，华泰证券研究所



**一带一路战略进入快速发展期，公司提早布局有优势**

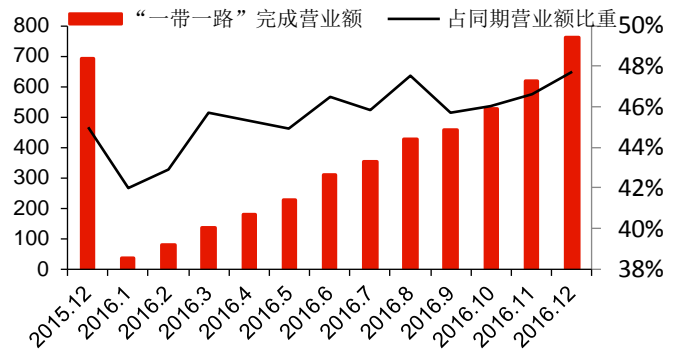
2016年我国对“一带一路”沿线国家投资迅猛增长，建筑企业在“一带一路”沿线国家新签订单快速增长，订单数量与营收规模均已接近海外业务50%。2016年，我国非金融类对外直接投资1701.1亿美元，同比增长44.1%。我国企业在“一带一路”沿线61个国家新签对外承包工程项目合同8158份，同比增长36%，新签合同额1260.3亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的比重由44.1%稳步增长到51.6%；完成营业额759.7亿美元，同比增长9.7%，占同期总营业额的比重由45%稳步增长到47.7%。

图表32：“一带一路”对外承包合同金额（左，亿元）、占比（右）



资料来源：商务部合作司、华泰证券研究所

图表33：“一带一路”完成营业额（左，亿元）、比重（右）



资料来源：商务部合作司、华泰证券研究所

国家层面合作协定次第出台，通过法律保障降低政治不确定性风险。截至目前，中国已与“一带一路”沿线11个国家签署了自贸协定，与“一带一路”56个沿线国家签署了双边投资协定，“一带一路”沿线18个国家建设有53个经贸合作区（境外经贸合作区包括加工区、工业园区、科技产业园区等），为双边投资、贸易等合作提供了法律保障，大大降低了海外订单的坏账风险。

支持政策不断加码，“一带一路”战略多项部署已由纲领性向实操性转变。2016年以后国家对一带一路重视程度空前加强，出台政策及文件速度不断加快。2016年8月以来，中央高层和部委都对“一带一路”战略的具体落实做出了重要部署，将要在2017年5月举办的“一带一路”国际高峰论坛预期也将推动国家间合作出台具体措施。我们认为与两年多前“一带一路”政策刚出台时掀起的热潮不同，本次“一带一路”再次受到广泛关注主要是因为“一带一路”战略进入了具体落实和快速推进的阶段，政策的具体推进将明显反映在相关企业的基本面中。

图表34：“一带一路”近期大事件

时间	事件	主要内容
2016/8/17	习近平主席就推进“一带一路”建设提出8项要求	明确规定要求切实推进关键项目落地，切实推进金融创新，有利于推进“一带一路”建设重点项目、重大工程的落实
2017/1	“一带一路”PPP工作机制建立	发改委会同13部门建立“一带一路”PPP工作机制，要求共同建立“一带一路”PPP工作机制，与沿线国家在基础设施等领域加强合作，积极推广PPP模式，有利于鼓励和帮助中国企业走出去，推动相关基础设施项目尽快落地
2017/5	“一带一路”国际合作高峰论坛	全面总结以往一带一路发展建设的经验，并且积极推动合作国家发展战略对接，进一步推动和深化一带一路的长期加速发展

资料来源：华泰证券研究所

融资渠道不断拓宽，为投资持续高速增长提供动力，订单周期有望持续缩短。当前工程承包企业海外项目融资仍以间接融资为主，主要模式是政策性银行向海外业主提供低成本的外币信贷，无需占用过多工程企业自有资金。2015年我国进出口银行批复出口买方信贷接近2000亿美元，12-15年年均复合增长37%；国开行的外币贷款余额也在逐年提高，2015年国开行外币贷款余额为2760亿美元，12-15年年均复合增长7%。贷款数额的不断提高表明政策性银行对于对外承包工程业务的支持力度正在逐年加大。除政策性银行贷款外，亚投行、丝路基金、金砖国家开发银行等机构也在加大对“一带一路”沿线国家投资的融资支持，当下建筑企业走出去可选择的融资渠道正在不断增多。在政策和融资双支持下，海外订单的落地周期有望持续缩短。

图表35：各大金融机构对“一带一路”沿线投资支持力度

金融机构	支持力度
进出口银行	2015年批复出口买方信贷有望达2000亿，12-15年CAGR+37%，过去一年在“一带一路”沿线国家累计签约新项目超300个
国开行	2015年外币贷款余额为2760亿美元，12-15年CAGR+7%；截止2016年6月底已建立涉及超过60个国家总量超过900个项目的“一带一路”的项目储备库，涉及交通、能源、资源等领域
亚投行	2017年成员预计增至80个以上，2016年6月批准首批4个项目共计5.09亿贷款，全年发放贷款总额达17.3亿美元
丝路基金	已支持中国三峡集团在巴基斯坦等南亚国家投资建设水电站等清洁能源项目、支持中国化工集团并购意大利倍耐力轮胎公司项目、参与俄罗斯亚马尔液化天然气一体化项目等三个项目的投融资；分别与欧洲能源利用有限公司、北京控股有限公司签署三方框架性合作建议；与欧洲复兴开发银行签署合作谅解备忘录，与塞尔维亚签署关于新能源项目合作的谅解备忘录
金砖国家开发银行	2016年4月公布首批贷款项目共计8.11亿美元，支持金砖国家绿色能源项目
出口信用保险	2016年5月国务院出台《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，强调“对大型成套设备出口融资应保尽保，在风险可控的前提下，抓紧评估和支持一批中长期保险项目”

资料来源：各金融机构网站、华泰证券研究所

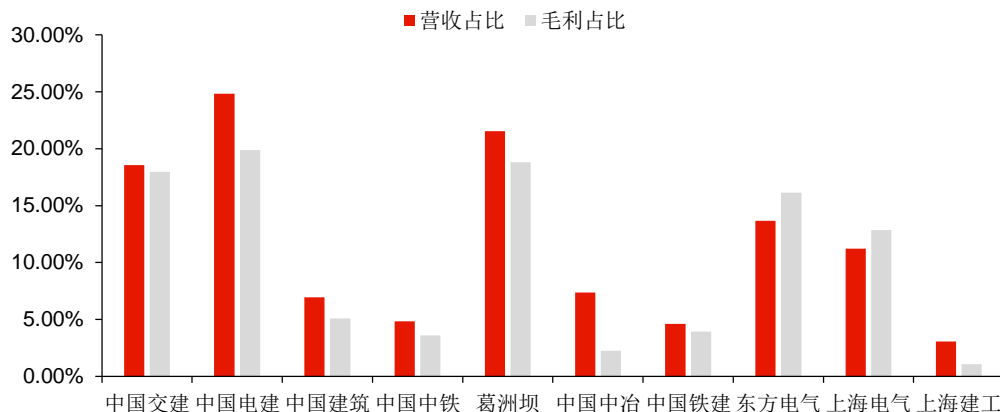
公司在ENR250国际承包商的中国企业排名中仅次于中国交建，海外订单与收入占比长期以来位居建筑大央企前列。截至2015年底，公司在全球101个国家设有160个驻外机构，业务覆盖全球116个国家，在建项目合同总额超过千亿美元，形成了以亚洲、非洲为主，辐射美洲、大洋洲和东欧的多元化市场格局。2015年，中国电建集团位列全球250强国际承包商第7名，在中国企业排名中仅次于中国交建，在电力建设行业位列全球第一。2016年公司海外新签合同额达1177.73亿元，占全部合同额30.42%，在主要建筑央企中仅次于葛洲坝，从海外营收和毛利的角度来看，公司过去海外占比位列主要建筑央企第一名，海外布局较竞争对手具有一定优势。

图表36：主要建筑央企2016年新签海外订单情况

	公司简称	海外新签订单 (亿元)	YoY (%)	占同期新签订单比重 (%)	2015年海外新签订单占比 (%)	同比提升 (%)
1-12月	中国化学	335.89	87.68	47.65	28.39	19.25
1-12月	中国中铁	1,025.10	49.60	8.30	7.16	1.14
1-12月	中国交建	2,237.70	43.17	30.62	24.03	6.59
1-12月	中国中冶	573.10	39.53	11.41	10.23	1.18
1-12月	中国电建	1,177.73	18.11	32.62	30.42	2.20
1-12月	中国建筑	1,124.00	4.30	6.04	7.12	-1.08
1-12月	葛洲坝	705.62	1.51	33.03	38.28	-5.24

资料来源：Wind，华泰证券研究所

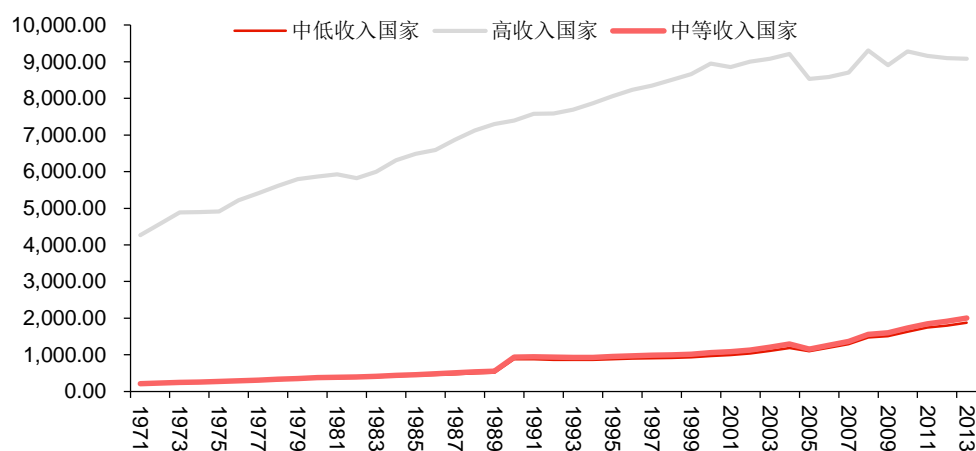
图表37： 2015 年我国主要海外承包商海外营收与毛利占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**一带一路沿线电力投资仍有很大提升空间。**一带一路以中等收入和中低收入国家为主，电力设施老旧情况较多，人均电力消费量与高收入国家相比差距巨大。我们认为，一带一路战略有望带动沿线国家经济增长，短期电力设施与设备新建与改扩建需求有望快速增长。从长期来看，经济发展将带动电力能源对其他能源类型的替代，进而继续推动电力投资增长。亚洲开发银行预测，按照目前增长趋势，至 2030 年，亚太地区地理投资将达到 14.7 万亿元，而一带一路沿线国家在亚太地区分布众多。

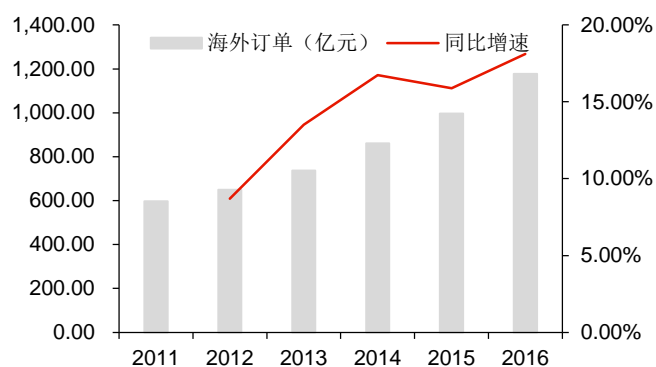
图表38： 各收入层次国家人均电力消费量（千万时/人）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

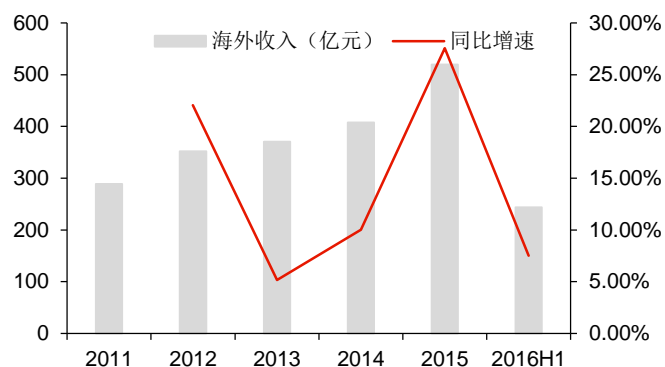
公司已承接了多个一带一路沿线重要水利水电工程，近年海外新签合同额增速不断提高，海外业务有望带动公司营收和盈利能力共同增长。公司 20 世纪 80 年代便开始承接海外水利水电工程，目前在建工程中包含巴基斯坦卡西姆港燃煤电站项目，孟加拉国帕德玛大桥河道治理工程等具有重大战略意义和品牌效应的工程（详见图表 49）。公司上市以来除 2015 年外，新签海外订单增速稳步提高，2016 年达到 18%，我们判断公司海外收入在 2016 年上半年增速较低主要受 2015 年新签订单增速略有下滑及 2015 年海外收入基数较高影响，2017 年及以后公司海外收入大概率将反映今年新签订单的高增速。与行业总体情况不同，除 2015 年外，公司海外业务毛利率保持高于国内工程业务及综合毛利率，若未来海外新签订单与在建工程进展顺利，则公司有望借助海外业务实现营收规模与盈利能力共增长。

图表39: 公司海外新签合同额变动趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 公司海外收入变动趋势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 公司毛利率情况

	2011	2012	2013	2014	2015
国内毛利率(%)	11.83	12.01	13.06	13.69	15.70
海外毛利率(%)	21.14	18.09	18.40	14.82	11.79

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 定增助力发展，国改前景可期

### 定增完成在即，充裕资金增强发展动力

公司定增方案已获证监会批文，预计将在短时间内完成增发。公司4月6日公告，称定增方案已获证监会批文。本次定增预计募集资金120亿元，发行底价5.86元/股，发行股份上限20.24亿股，约占公司增发前总股本的14.7%。募集资金中36亿元用于补流，其余资金用于7个国内外大型项目的投资建设。公司目前已完成增发股份的网上询价工作，定增事项预计将在短期内完成。

图表42：公司定增募资金用途

序号	项目	拟投入募集资金(亿元)
1	老挝南欧江二期(一、三、四、七级)水电站项目	12.30
2	巴基斯坦卡西姆港燃煤应急电站项目	10.00
3	天津南港海上风电场一期工程项目	1.70
4	陕西省榆林市榆佳工业园区供水BOT项目(一期)	1.50
5	重庆江津至贵州习水高速公路(重庆境)工程BOT项目	10.00
6	云南晋宁至红塔区高速公路BOT项目	13.00
7	武汉市轨道交通11号线东段工程BT项目	35.50
8	补充流动资金	36.00
合计		120.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

定增将明显改善公司资本结构，降低公司利息支出，进一步减轻公司财务负担。本次公司募投的120亿元将用于项目建设和补充流动资金，若公司不进行增发，则只能通过有息负债融资的方式补充这部分资金，而公司融资入账后即使不能马上投入使用，也可产生一定利息收入。我们简单假设公司现金短期投资收益与有息负债综合成本相当，根据公司2016年中报和2015年年报对本次定增对公司资本结构和利息支出的影响做了测算发现，在较保守的情况下，公司定增后负债率下降2.1pct，每年可节约利息支出4.12亿元，增加净利润3.07亿元，占2015年全年净利润5.29%，可提升2015年净利润率0.14pct。

图表43：定增资金改善公司净利润测算表

	定增前(2016H1)	定增后
总资产(亿元)	4435.85	4555.85
总负债(亿元)	3652.63	3652.63
所有者权益(亿元)	783.22	903.22
资产负债率(%)	82.3	80.2
有息负债综合成本(%)		3.43
定增可节约利息支出(亿元)		4.12
综合所得税率(%)		25.47
可增加净利润		3.07
增加净利润占2015年净利润比重(%)		5.29
净利润率(%)	2.75(2015)	2.89

资料来源：公司公告，华泰证券研究所测算

有息负债综合成本=利息支出/(短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券)

## 与诚通共同设立房地产平台公司，未来国企改革值得期待

公司4月12日公告，与中国诚通、诚通集团出资企业及中国建筑科学研究院合作设立诚通房地产投资有限公司。新设公司注册资本70亿元，诚通及旗下公司持股70%，中国电建地产集团有限公司持股25%。今年3月17日，公司与中国诚通签署战略合作协议，双方将在产业结构转型升级、产业布局整合并购、核心业务战略投资方面进行深入合作，诚通集团总经理朱碧新表示，国有企业结构调整基金（以下称诚通基金）愿与中国电建进行深度合作，助力企业优化业务结构，加强“一带一路”海外布局。相信双方战略合作能够成为中央企业之间战略合作的典范。

**此前诚通基金已参与中国中冶定增，本次与公司的合作有望推动公司加快国企改革步伐。**诚通基金专注于大型国有企业战略投资、转型升级、并购重组和资产经营领域，基金总规模3500亿元。从市场情绪角度讲，诚通基金与企业进行深度合作或参与企业资本运作往往被市场看做企业国企改革步伐加快的象征。此前诚通基金已参与中国中冶定增，市场反映良好。从大型央企改革进度来讲，公司在员工持股、混改、产业链整合等方面的改革相比可比公司起步较晚，而国内电建行业整体饱和度高，改革需求较高，未来公司改革步伐有望加快。

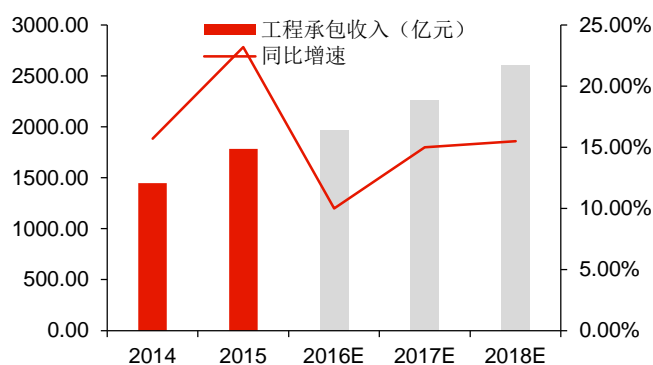
## 盈利预测与估值

### 关键假设

根据公司在手订单情况与过往经营情况，我们做出如下关键假设：

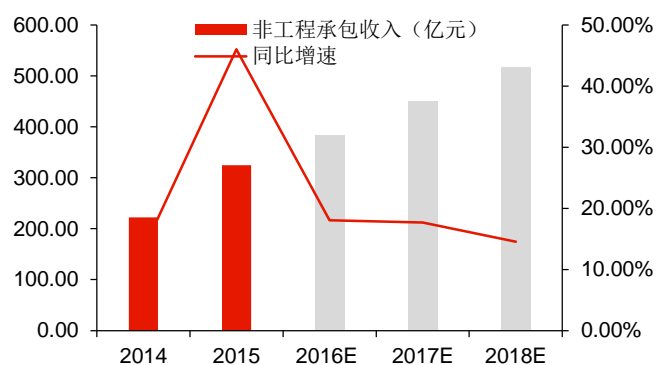
- (1) 公司工程承包业务 16-18 年增速逐渐加快，分别为 10%，15%，15.5%，与近期公司新签合同额增速趋势保持一致。
- (2) 公司与诚通合作成立房地产投资平台后，房地产业务未来三年维持加快增长。
- (3) 公司电力投运业务保持年均 10% 以上增速，其他业务增长幅度与过去保持大体一致。
- (4) 公司各项业务毛利率保持相对稳定，各项费用率保持稳定。
- (5) 由于增发结果尚未公布，我们暂不对股本进行调整。

图表44： 公司工程承包业务收入（左）及增速（右）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

图表45： 公司非工程承包业务收入（左）及增速（右）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 盈利预测和投资建议

基于上述假设，我们预测公司 2016-18 年 EPS 为 0.43/0.50/0.58 元，15-18 年 CAGR 15%。公司与 A 股上市的国有专业工程及工业工程国际承包商业务类似，可比公司 2017 年 PE 在 11.88X~27.05X 之间，平均 PE 17.25X。公司 2016 年在 PPP 方面取得突破，未来在业务转型、一带一路和国企改革方面均值得期待，认可给予 2017 年 17-20XPE，对应合理价格区间 8.50~10.00 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

- (1) 公司 2016 年 PPP 订单呈现快速增长趋势，但 PPP 项目落地速度存在一定不确定性，订单快速增长反映至收入增长的速度可能不达预期；
- (2) 海外工程推进速度受当地政治环境和融资到位情况影响较大，海外收入增长可能不达预期；
- (3) 当前诚通和公司签订了战略合作协议，但并未明确国企改革的下一步措施，公司国企改革仍然需要综合考虑多方面因素，存在不达预期的可能。

图表46: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)			
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	16-18CAGR
601390.SH	中国中铁	2094.82	9.1700	0.55	0.63	0.71	16.67	14.56	12.92	13.62%
601186.SH	中国铁建	1887.56	13.9000	1.03	1.17	1.33	13.50	11.88	10.45	13.63%
601618.SH	中国中冶	1100.42	5.3100	0.24	0.28	0.31	22.13	18.96	17.13	13.65%
002051.SZ	中工国际	268.22	28.9100	1.38	1.63	1.92	20.95	17.74	15.06	17.95%
000928.SZ	中钢国际	153.49	21.9700	0.79	1.07	1.35	27.81	20.53	16.27	30.72%
000065.SZ	北方国际	180.37	35.1600	0.90	1.30	1.76	39.07	27.05	19.98	39.84%
601117.SH	中国化学	424.24	8.6000	0.48	0.60	0.70	17.92	14.33	12.29	20.76%
600068.SH	葛洲坝	585.73	12.7200	0.74	0.98	1.22	17.19	12.98	10.43	28.40%
	平均值						21.90	17.25	14.31	
601669.SH	中国电建	1137.51	8.2700	0.43	0.50	0.58	19.23	16.54	14.26	16.14%

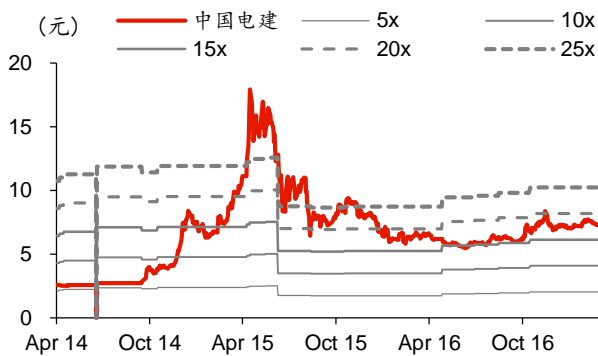
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 1. 北方国际与中国化学尚未公布 2016 年报, 北方国际 16 EPS 为 Wind 一致预测, 中国化学为华泰证券研究所预测, 其余标的为年报数值

2. 中工国际、中钢国际和北方国际 17-18 年预测 EPS 为 Wind 一致预测, 其余为华泰证券研究所预测结果

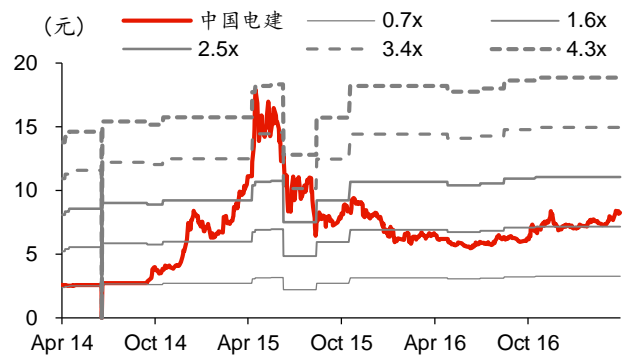
**PE/PB - Bands**

图表47: 中国电建历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表48: 中国电建历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



**图表49： 2016年以来公司新签约海外重大水利电力工程明细**

项目名称	项目金额 (亿元)
蒙古阿曼河 2020MW 火电项目	116.31
伊拉克鲁迈拉 730MW 联合循环电站项目	49.19
几内亚苏阿皮蒂水利枢纽项目土建、金属结构及机电设备安装工程	39.66
哈萨克斯坦巴丹莎 200MW 风电项目	22.18
老挝南碧水电站项目	17.27
乍得凯比河省 33MW 水-光储互补电站项目	12.07
老挝南欧江七级水电站土建、金属结构及机电设备安装工程施工合同 (补充)	6.13
以色列克卡夫.哈亚那抽蓄电站	27.02
尼日利亚阿达马瓦州 (Adamawa) Yola 供水项目 EPC 合同	8.22
津巴布韦南方能源公司 660MW 燃煤电厂项目	73.36
巴基斯坦崔穆 (Trimmu) 拦河坝修复和升级工程	5.99
安哥拉万博供水二期 2 标段项目	5.89
孟加拉国博卡利 1×660MW 燃煤电站项目	57.81
津巴布韦旺吉燃煤电站扩机项目运行与维护合同	18.94
哈萨克斯坦巴丹莎二期风电项目	11.24
肯尼亚利姆鲁 50MW 风电项目	7.24
莫桑比克邵奎灌区&农场机械化与现代化项目	5.03
赤道几内亚吉布洛新城电网工程	16.9
安哥拉罗安达省电气化及入户连接项目	44.55
泰国 GNP 公司 Sarahnlom 67.5MW 风电项目	7.99
伊拉克鲁迈拉 730MW 联合循环电站项目补充合同	18.37
突尼斯梅莱格大坝建造项目	5.99
赞比亚下凯富峡送出部分 330KV 输变电线路项目	11.8
津巴布韦 Kunzvi-Musami 大坝-哈拉雷供水项目一期	39.62
尼日利亚希罗罗 300MW 水光互补项目	35.6
安哥拉基隆戈配水中心第一标段项目	22.74
肯尼亚巴瑞迪 50MW 风电项目	8.74
马来西亚砂捞越 KIDURONG 燃气电站 10 号、11 号机组扩建项目	9.63
泰国超能公司五期 137MW 太阳能设备供货项目	7.64
缅甸联邦共和国曼德勒省、掸邦邦龙河梯级水电站 EPC 交钥匙工程总承包合同	6.68
老挝南俄 4 水电站项目引水隧洞后段、调压井土建及金属结构安装工程和厂房、压力钢管道 土建及金属结构安装工程 (C3 和 C4 标段)	7.14
老挝南俄 4 水电站项目大坝、围堰、电站进水口土建及金属结构安装工程 (C1 标段) 和引 水隧洞前段 (0+040~7+820) 土建工程 (C2 标段)	7.3
印度尼西亚明古鲁 2x100MW 水电站项目	16.69
蒙古国巨龙山 50MW 风电项目	5.88
巴基斯坦特里肯波斯顿 150MW 风电项目	16.89
塔吉克斯坦格拉芙纳亚 240MW 水电站技改项目	5.31
赤道几内亚 Lisso 水电站可研和 EPC 合同	14.01
泰国超能公司三期 182MW 太阳能设备供货项目	8.72
合计	801.74

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	188,275	238,092	262,877	303,859	350,537
现金	46,196	60,258	69,908	82,894	97,855
应收账款	26,113	29,467	32,780	37,841	43,646
其他应收账款	10,740	14,818	16,484	19,029	21,948
预付账款	12,378	18,277	20,363	23,517	27,148
存货	82,159	96,734	104,669	121,623	140,664
其他流动资产	10,688	18,538	18,673	18,955	19,275
非流动资产	143,107	167,011	169,040	177,382	183,015
长期投资	2,534	2,799	2,799	2,799	2,799
固定投资	60,394	74,319	79,736	81,211	80,397
无形资产	26,003	34,568	42,773	50,944	59,112
其他非流动资产	54,177	55,325	43,732	42,428	40,708
资产总计	331,383	405,103	431,917	481,240	533,552
流动负债	167,084	202,307	209,003	231,838	256,463
短期借款	15,773	18,179	14,715	15,069	15,495
应付账款	47,926	62,909	70,091	80,947	93,445
其他流动负债	103,384	121,220	124,198	135,823	147,523
非流动负债	105,923	133,078	147,663	167,721	187,885
长期借款	80,572	104,383	122,183	141,221	161,173
其他非流动负债	25,352	28,695	25,480	26,500	26,712
负债合计	273,007	335,385	356,666	399,559	444,347
少数股东权益	10,457	14,255	14,895	15,635	16,499
股本	9,600	13,755	13,755	13,755	13,755
资本公积	19,395	12,580	12,580	12,580	12,580
留存公积	19,554	23,831	34,021	39,712	46,371
归属母公司股	47,918	55,463	60,356	66,047	72,706
负债和股东权益	331,383	405,103	431,917	481,240	533,552

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	10,516	10,688	22,089	18,887	21,312
净利润	7,437	5,803	6,592	7,621	8,900
折旧摊销	5,785	6,558	8,018	9,091	9,921
财务费用	4,400	4,316	7,897	8,838	9,906
投资损失	(185.40)	(226.66)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(8,829)	(8,163)	88.36	(7,473)	(7,856)
其他经营现金	1,908	2,400	(306.70)	1,010	641.28
投资活动现金	(24,847)	(26,171)	(15,554)	(15,649)	(15,636)
资本支出	35,389	41,365	7,000	7,000	7,000
长期投资	1,142	(676.54)	(34.83)	5.89	5.30
其他投资现金	11,684	14,518	(8,588)	(8,643)	(8,631)
筹资活动现金	19,514	27,228	3,115	9,749	9,285
短期借款	3,637	2,406	(3,464)	354.00	426.01
长期借款	24,848	23,811	17,800	19,038	19,952
普通股增加	0.00	4,155	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8,464	(6,815)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(17,436)	3,672	(11,221)	(9,643)	(11,093)
现金净增加额	5,171	12,406	9,650	12,986	14,961

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	189,941	210,921	234,632	270,858	312,411
营业成本	160,764	179,624	200,131	231,130	266,817
营业税金及附加	4,597	5,772	4,458	4,930	5,686
营业费用	718.75	849.52	945.02	1,091	1,258
管理费用	9,236	12,030	11,813	14,085	16,245
财务费用	4,400	4,316	7,897	8,838	9,906
资产减值损失	1,341	1,118	1,050	1,102	1,113
公允价值变动收益	(2.74)	0.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	185.40	226.66	200.00	200.00	200.00
营业利润	9,066	7,439	8,537	9,883	11,585
营业外收入	336.13	509.54	388.44	420.09	424.45
营业外支出	124.20	161.84	135.63	142.46	143.41
利润总额	9,278	7,786	8,790	10,161	11,866
所得税	1,841	1,983	2,197	2,540	2,967
净利润	7,437	5,803	6,592	7,621	8,900
少数股东损益	485.09	566.92	639.98	739.81	863.98
归属母公司净利润	6,952	5,236	5,952	6,881	8,036
EBITDA	19,252	18,313	24,452	27,813	31,413
EPS (元)	0.72	0.38	0.43	0.50	0.58

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	31.14	11.05	11.24	15.44	15.34
营业利润	43.50	(17.95)	14.76	15.77	17.22
归属母公司净利润	52.66	(24.68)	13.67	15.60	16.78
获利能力 (%)					
毛利率	15.36	14.84	14.70	14.67	14.59
净利率	3.66	2.48	2.54	2.54	2.57
ROE	14.51	9.44	9.86	10.42	11.05
ROIC	8.09	5.68	7.64	8.04	8.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.38	82.79	82.58	83.03	83.28
净负债比率 (%)	40.70	41.65	43.18	43.40	43.61
流动比率	1.13	1.18	1.26	1.31	1.37
速动比率	0.63	0.69	0.75	0.78	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.57	0.56	0.59	0.62
应收账款周转率	7.77	7.27	7.20	7.33	7.33
应付账款周转率	3.88	3.24	3.01	3.06	3.06
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.38	0.43	0.50	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.78	1.61	1.37	1.55
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.03	4.39	4.80	5.29
估值比率					
PE (倍)	16.36	21.72	19.11	16.53	14.16
PB (倍)	2.37	2.05	1.88	1.72	1.56
EV_EBITDA (倍)	11.41	12.00	8.98	7.90	6.99

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com