

公司研究/公告点评

2017年04月21日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.56
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

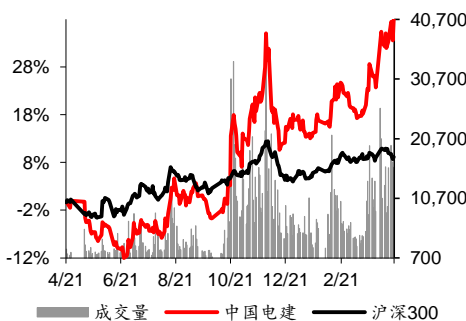
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《中国电建(601669,增持): 能源基建龙头, PPP/海外/国改可期》2017.04
- 2 《中国水电(601669): 国内非水电业务渐成新的增长极》2013.03
- 3 《中国水电-水利水电环境显暖意 收入获益需时日》2012.11

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	15,299
流通 A 股 (百万股)	9,600
52 周内股价区间 (元)	5.54-8.56
总市值 (百万元)	130,960
总资产 (百万元)	475,101
每股净资产 (元)	3.91

资料来源: 公司公告

国改基金参与定增, 混改加速可期

中国电建(601669)

事件: 定增完成募资 120 亿元, 国改基金认购 10% 增发股份

公司 4 月 20 日晚发布公告, 2016 年度定增正式完成。本次定增发行价格 7.77 元/股, 共发行 15.44 亿股募集资金总额 120 亿元, 锁定期一年, 用于七个项目建设和补流。其中中国国有企业结构调整基金认购约 1.54 亿股, 占此次增发总数的 10%, 占增发后总股本 1%。我们认为此次增发有助于公司优化资本结构, 降低利息负担, 提升市场对公司深化改革的预期。

国改基金参与认购比例大, 进一步深化改革值得期待

本次投资是国企结构调整基金第三次参与大型央企增发, 此前参与认购了中国中冶 1.5% 增发股份及中国国航 16% 增发股份。国改基金是由诚通集团作为主发起人发起设立的公司制产业基金, 首期规模 1310 亿元, 主要投向战略投资、转型升级、并购重组和资产经营等四大领域。中国电建上市时曾承诺了三步走的国企改革规划, 目前正处于第三个阶段, 即注入电网辅业企业相关业务资产; 而今年四月初公司已经参与组建诚通房地产投资有限公司, 持股比例 25%。电力作为七个重点改革领域之一, 我们预计随着此次国改基金的参与, 提升了公司进一步深化改革的动力和预期。

增发募资金额大, 有利于降低负债拓展业务空间

公司此次募集资金总额 120 亿元, 除用于补充流动资金的 36 亿元外, 剩余 84 亿元将投向老挝南瓯江二期水电站等七个建设项目。其中老挝水电站和巴基斯坦燃煤应急电站两个海外项目的全投资 IRR 分别为 8.20% 和 9.34%, 剩余五个国内项目的 IRR 也均在 7% 以上, 投资效益较显著。公司 2016H 的加权 ROE 为 6.59%, 近四年资产负债率均保持在 82% 以上, 较高的负债率制约了公司继续大力开拓 PPP/BOT/EPC 等较高盈利项目的空间, 我们预计此次增发将优化公司资本结构, 提高抗风险能力。

内部布局 PPP/京津冀外部一带一路, 基建市场广阔订单饱满

公司在国内业务中积极通过 PPP 模式推动地方经济发展和非水电业务, 2016 年以来公告新签 PPP 重大订单 919.18 亿元, 占同期国内新签订单 26.8%。2016 年新签国内订单同比增长 6.65%, 今年一季度大幅增长 31.88%, 整体保持较快增长态势, 未来将显著受益于京津冀和长江经济带等重大战略领域。公司过去几年海外营收占比 25% 左右, 2016 年公司新签合同额中海外占比 32.62%, 同比增长 18.11%, 未来将受益于一带一路沿线国家基础设施建设需求, 我们认为公司借力 PPP 拓展大基建市场, 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。

定增完成国改加速可期, 维持“增持”评级

公司定增完成对降低负债率和财务费用将产生积极影响, 国改基金参与定增将大幅提升公司国企改革的预期, 我们预测公司 2016-18 年增发摊薄后的 EPS 为 0.39/0.46/0.54 元, 维持合理价格区间 8.50~10.00 元(对应 2017 年 18-21XPE), 维持“增持”评级。

风险提示: 公司 PPP 及海外业务推进不及预期; 国企改革不及预期等。

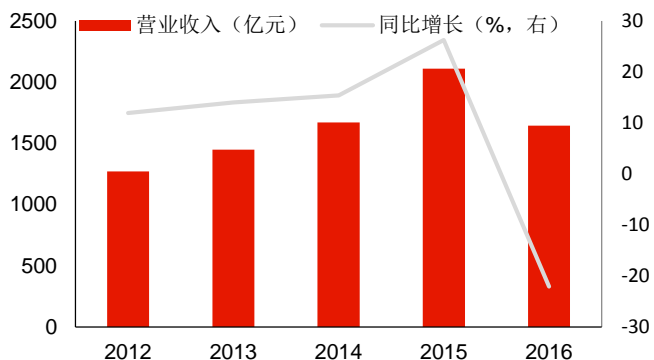
经营预测指标与估值

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
归母净利润 (百万元)	6,952	5,236	5,952	7,003	8,283
+/-%	52.66	(24.68)	13.67	17.65	18.27
EPS (元, 最新摊薄)	0.45	0.34	0.39	0.46	0.54
PE (倍)	18.84	25.01	22.00	18.70	15.81

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

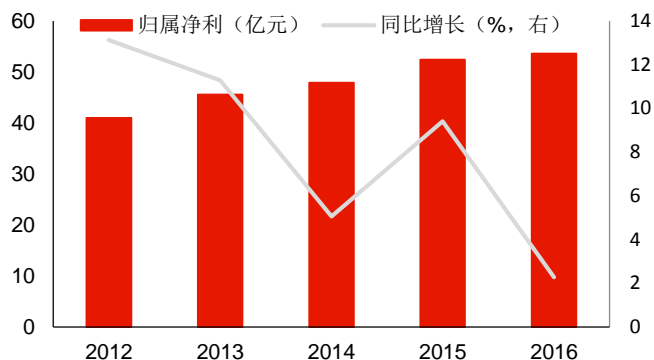
公司经营情况概览

图表1: 近五年公司收入及增长 (2016为Q3数值)



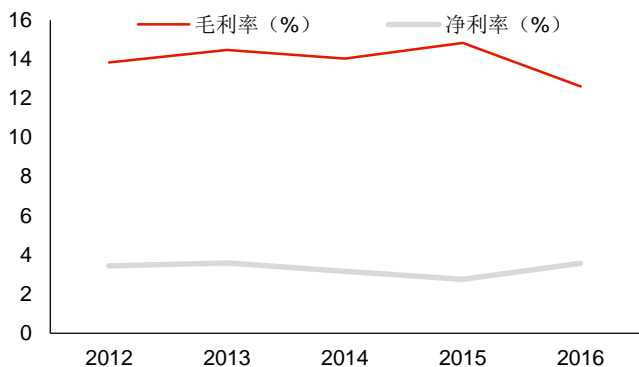
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 近五年公司归母净利润及增长 (2016为Q3数值)



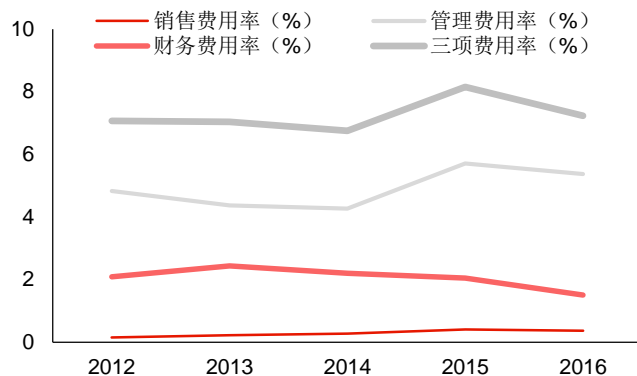
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 近五年公司盈利能力 (2016为Q3数值)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

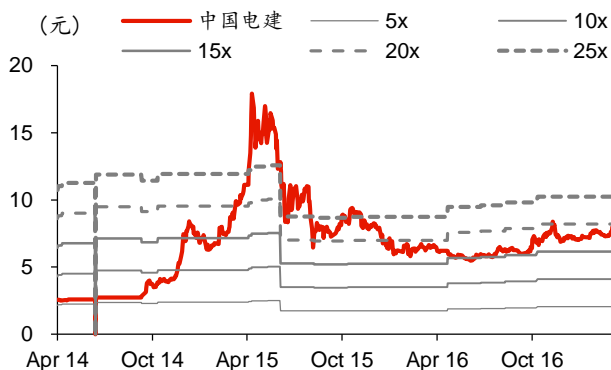
图表4: 近五年公司期间费用率 (2016为Q3数值)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

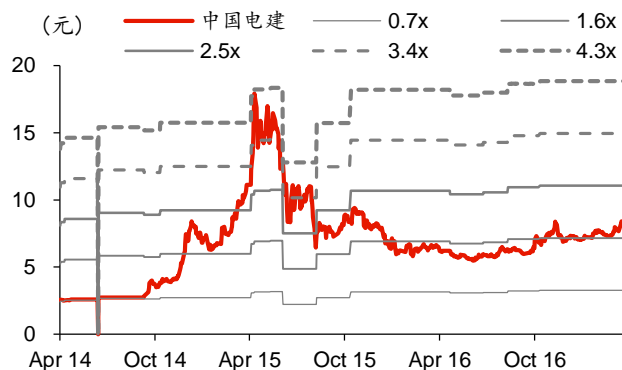
PE/PB - Bands

图表5: 中国电建历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 中国电建历史 PB-Bands



资料来源: Wind、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	315,894	362,822
现金	46,196	60,258	69,908	94,930	110,140
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	493,276	545,837
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	15,648	16,538
股本	9,600	13,755	13,755	15,299	15,299
资本公积	19,395	12,580	12,580	22,936	22,936
留存公积	19,554	23,831	34,021	39,834	46,716
归属母公司股	47,918	55,463	60,356	78,069	84,951
负债和股东权益	331,383	405,103	431,917	493,276	545,837

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	18,842	21,221
净利润	7,437	5,803	6,592	7,756	9,173
折旧摊销	5,785	6,558	8,018	9,091	9,921
财务费用	4,400	4,316	7,897	8,658	9,542
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	21,830	9,625
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	1,544	0.00
资本公积增加	8,464	(6,815)	0.00	10,356	0.00
其他筹资现金	(17,436)	3,672	(11,221)	(9,463)	(10,753)
现金净增加额	5,171	12,406	9,650	25,022	15,210

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	8,658	9,542
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	10,064	11,950
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	10,342	12,231
所得税	1,841	1,983	2,197	2,585	3,058
净利润	7,437	5,803	6,592	7,756	9,173
少数股东损益	485.09	566.92	639.98	752.96	890.54
归属母公司净利润	6,952	5,236	5,952	7,003	8,283
EBITDA	19,252	18,313	24,452	27,813	31,413
EPS (元)	0.45	0.34	0.39	0.46	0.54

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	17.89	18.74
归属母公司净利润	52.66	(24.68)	13.67	17.65	18.27
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	2.59	2.65
ROE	14.51	9.44	9.86	8.97	9.75
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	81.00	81.41
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	1.36	1.41
速动比率	0.63	0.69	0.75	0.83	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.57	0.56	0.59	0.60
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)	0.45	0.34	0.39	0.46	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.70	1.44	1.23	1.39
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.63	3.95	5.10	5.55
估值比率					
PE (倍)	18.84	25.01	22.00	18.70	15.81
PB (倍)	2.73	2.36	2.17	1.68	1.54
EV_EBITDA (倍)	11.62	12.21	9.15	8.04	7.12

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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

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