

2017年04月28日

中国电建 (601669.SH)

业绩增速超预期，海外、PPP 及水环 境业务打开公司发展空间

■**事项：**公司发布 2016 年年报，实现营业收入 2386.96 亿元，同比增长 13.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 67.72 亿元，同比增长 29.32%，扣除非经常性损益影响后同比增长 64.28%。实现 EPS 0.47 元。拟每 10 股派红 0.85 元（含税）。

■**业绩增速超预期，海外收入占比仍具有领先优势：**公司 2016 年分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润同比增速 13.17%、29.32%，超出市场预期。分季度来看，公司 2016Q1-Q4 分别实现营收同比增速 12.63%、12.70%、14.85%、12.98%，实现归属于上市公司股东的净利润同比增速 3.12%、6.71%、13.95%、409.44%，我们认为 Q4 净利润增速同比大增主要为去年同期基数较低所致。从市场结构来看，国内收入占比为 76.59%，海外收入占比为 22.61%（同比-2.02 个 pct），尽管报告期内公司海外收入占比同比出现下滑，但仍是大型建筑央企中海外收入占比最高的企业之一（2016 年仅低于中国化学的 27.14%，常年保持在 23%-27% 区间）；从业务结构来看，工程承包仍是公司最主要收入来源，占比达到 82.43%，但近年来比重已逐渐降低（2014 年 86.69%、2015 年 84.60%），房地产、电力运营及其他主营业务收入占比逐渐提升（2014 年合计 11.35%、2015 年合计 13.83%、2016 年 16.09%）。

■**工程承包新签合同额稳步增长，PPP 项目新签合同额大幅增加：**2016 年公司新签合同额 3610.22 亿元（同比+10.14%），其中国内新签合同额 2432.49 亿元（同比+6.65%），占比 67.38%（同比-2.1 个 pct）；国外新签合同额 1177.73 亿元（同比+18.11%），占比 32.62%（同比+2.2 个 pct）；合同存量 7352.56 亿元（同比+17.0%）。上述新签合同额中，国内外水利电力业务新签合同额合计 1765.04 亿元（同比+14.6%），占比 48.89%；基建项目全年实现新签合同 1543 亿元（同比+14%），占比 42.74%。公司积极参与 PPP 项目的承揽和实施，2016 年中标 PPP 项目 39 个，中标总金额 1982.7 亿元（同比+175.25%，2015 年包含 BT/BOT 类项目），报告期内重大 PPP 项目包括河北省太行山高速公路 PPP 项目（投资额 430.7 亿元）、杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP 项目（投资额 142.6 亿元）、贵州双龙航空港经济区龙水路和建设大道基础设施 PPP 项目（投资额 57.5 亿元）等。2017 年初公司中标的成都轨交 18 号线 PPP 项目（投资额 336.24 亿元）是国内规模最大的城市轨交 PPP 项目之一。

■**毛利率略有下滑，净利率及净资产收益率有所提升：**公司 2016 年实

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

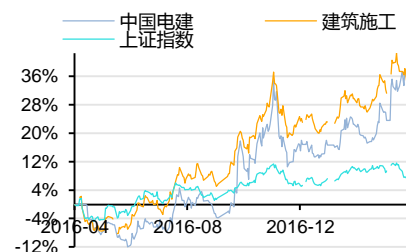
维持评级

6 个月目标价：**11.00 元**
股价 (2017-04-27) **8.19 元**

交易数据

总市值 (百万元)	125,299.10
流通市值 (百万元)	78,624.00
总股本 (百万股)	15,299.04
流通股本 (百万股)	9,600.00
12 个月价格区间	5.54/8.56 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.24	13.19	24.63
绝对收益	4.73	12.97	31.35

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

- 中国电建：非公开发行顺利完成，“一带一路”、PPP 及水环境治理业务势头正劲 2017-04-21
- 中国电建：紧随“一带一路”海外成绩显著，水资源与环境业务蓄势待发 2017-04-11

现销售毛利率 12.99%，同比下降 1.85 个 pct。从业务结构来看，公司工程承包与勘察设计、房地产开发、电力投资与运营等主营业务毛利率分别为 11.49% (同比-1.54 个 pct)、21.58% (同比-1.94 个 pct)、47.12% (同比-5.79 个 pct)，毛利率下降主要受竞争加剧、营改增、房地产确认高毛利产品减少、燃料价格上涨等因素影响。从地区结构来看，公司国内业务毛利率为 14.17% (同比-1.53 个 pct)，毛利贡献占比 83.61%；海外业务毛利率为 8.64% (同比-3.15 个 pct)，毛利贡献占比 15.07%。报告期内公司期间费用率为 7.59%，同比降低了 0.56 个 pct，主要为财务费用因汇兑收益增加而同比减少 30.55% 所致。销售净利率为 3.18%，同比提升了 0.43 个 pct。加权净资产收益率为 12.30%，同比提升了 1.5 个 pct。资产负债率为 82.86%，同比基本持平。

■ **经营性净现金流大幅增加，货币资金余额创历史新高：**至 2016 年底，公司经营性净现金流为 289.37 亿元，较 2015 年净流入大幅增加 182.49 亿元 (+170.74%)，主要为所属财务公司吸收电建集团内企业存款及公司预收工程款增加。投资性净现金流为 -338.49 亿元，较 2015 年净流出增加 76.78 亿元，主要为公司投资规模进一步加大。公司货币资金余额达到 833.29 亿元，同比增加 38.29%，为上市以来的历史最高，且自 2011 年以来 CAGR 达到 20.42%。报告期内公司应收账款同比增加 23.81%，占营收比例 15.27%。预收款项同比增加 26.70%，应付账款同比增加 24.84%。报告期内，公司带息负债总额为 2174.74 亿元 (同比+16.59%)，其中短期借款同比+15.48%，长期借款同比+21.93%；同时公司及下属子公司新发行了多期债券，面值共计 158.6 亿元。

■ **非公开发行顺利完成，国企结构调整基金认购约 10% 份额：**公司 4 月 21 日公告完成非公开发行股票，根据公司非公开发行方案，此次非公开发行募资在扣除相关发行费用后，拟用于老挝南欧江二期水电站项目等 7 个 BT/BOT 项目 (84 亿元) 及补充流动资金 (36 亿元)。我们认为此次非公开发行将有助于降低公司资产负债率及节省财务费用，测算公司资产负债率或将降至 80% 左右 (2016Q4 为 82.86%)，财务费用或将减少 8%-10%。此次参与认购的发行人除国企结构调整基金外，还有中原股权投资管理有限公司、广州国资发展控股等地方国资资本运营平台及建信基金、诺德基金、国寿安保基金、民生加银基金等机构投资者。其中国企结构调整基金继投资中信建投证券 (IPO 基石投资，约 1 亿美元)、中国中冶 (非公开发行，约 0.96 亿元)、中国国航 (非公开发行，约 18 亿元) 后，投入约 12 亿元第四次参与央企的资本结构调整，有利于推动和引导公司资本的优化配置。

■ **中标多地水环境治理项目，加快发展水资源与环境业务：**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 年先后签约深圳茅洲河流域（宝安片区）水环境综合整治项目（合同额约 123 亿元），北京通州城市副中心水环境治理（潮牛片区）PPP 项目（11.04 亿元）、郑州贾鲁河综合治理 PPP 项目（26.98 亿元）、深圳茅洲河流域（光明新区）等水环境治理及河道 EPC 工程项目（27.6 亿元）等。“十三五”期间水环境治理业务在河湖水环境综合治理、重点河口海湾水环境综合整治、城市黑臭水体综合治理、地下水环境污染治理等业务领域将迎来黄金发展期，公司在水资源与环境领域具有独到优势，相关业务有望成为公司新的业绩增长点。

■ **积极参与雄安新区建设，着力新区水资源与环境治理领域：**据公司官网新闻显示，4 月 1 日雄安新区设立后，公司专题研究部署参与雄安新区规划建设，把全面深度参与雄安新区规划建设列为公司“十三五”发展规划的重大事项，并赴雄安新区与筹备工作委员会就公司参与雄安新区建设事宜展开交流。公司将充分发挥产业链一体化的能力，聚焦能源电力、水资源与环境、基础设施、高端装备制造、对外开放五大领域，主动参与雄安新区规划制订和咨询服务，特别是在水资源与环境治理方面，要高标准、高质量、高水平编制新区规划贡献力量，助力新区“蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市”建设。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 13.5%、13.4%、13.4%，净利润增速分别为 19.4%、20.5%、22.8%，对应 EPS 分别为 0.53、0.64、0.78 元；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11.0 元，相当于 2017 年 20.75 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	210,921.3	238,695.9	271,229.1	307,519.5	348,788.7
净利润	5,236.5	6,771.8	8,085.3	9,740.5	11,956.8
每股收益(元)	0.34	0.47	0.53	0.64	0.78
每股净资产(元)	3.63	4.03	4.92	5.44	6.07

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	23.9	18.5	15.5	12.9	10.5
市净率(倍)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
净利润率	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%
净资产收益率	9.4%	11.0%	10.7%	11.7%	12.9%
股息收益率	0.8%	0.0%	1.3%	1.6%	1.9%
ROIC	10.6%	8.6%	10.2%	8.4%	14.7%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	210,921.3	238,695.9	271,229.1	307,519.5	348,788.7	成长性					
减:营业成本	179,624.4	207,686.3	235,426.8	267,080.7	302,923.0	营业收入增长率	26.2%	13.3%	13.5%	13.4%	13.4%
营业税费	5,771.9	2,857.6	3,254.7	3,690.2	4,185.5	营业利润增长率	13.0%	28.0%	18.6%	21.0%	23.6%
销售费用	849.5	955.2	975.9	1,191.4	1,333.5	净利润增长率	9.4%	29.3%	19.4%	20.5%	22.8%
管理费用	12,030.3	14,172.7	14,376.1	17,359.3	19,620.6	EBITDA 增长率	20.6%	6.9%	17.5%	4.5%	10.6%
财务费用	4,315.7	2,997.2	5,124.3	3,776.0	3,078.7	EBIT 增长率	14.5%	6.7%	31.0%	6.2%	14.5%
资产减值损失	1,117.9	997.0	968.3	976.3	980.6	NOPLAT 增长率	9.1%	10.9%	31.3%	6.2%	14.5%
加:公允价值变动收益	0.4	-1.5	0.8	-0.1	-0.2	投资资本增长率	37.7%	10.8%	28.7%	-34.5%	26.0%
投资和汇兑收益	226.7	242.7	195.4	221.6	219.9	净资产增长率	45.0%	23.0%	16.8%	9.2%	10.0%
营业利润	7,438.7	9,523.8	11,299.1	13,667.1	16,886.6	利润率					
加:营业外净收支	347.7	251.3	254.4	284.5	263.4	毛利率	14.8%	13.1%	13.2%	13.2%	13.2%
利润总额	7,786.4	9,775.1	11,553.5	13,951.6	17,150.0	营业利润率	3.5%	4.0%	4.2%	4.4%	4.8%
减:所得税	1,983.0	2,189.0	2,576.4	3,111.2	3,824.5	净利润率	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%
净利润	5,236.5	6,771.8	8,085.3	9,740.5	11,956.8	EBITDA/营业收入	8.6%	8.1%	8.4%	7.7%	7.5%
						EBIT/营业收入	5.6%	5.2%	6.1%	5.7%	5.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	104	124	116	95	78
						流动资产周转天数	0	-18	-3	-2	-2
						流动营业资本周转天数	347	394	370	354	355
						应收账款周转天数	67	75	70	71	72
						存货周转天数	149	157	153	154	155
						总资产周转天数	590	682	644	584	553
						投资资本周转天数	167	180	191	157	123
						投资回报率					
						ROE	9.4%	11.0%	10.7%	11.7%	12.9%
						ROA	1.4%	1.5%	1.9%	2.1%	2.4%
						ROIC	10.6%	8.6%	10.2%	8.4%	14.7%
						费用率					
						销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
						管理费用率	5.7%	5.9%	5.3%	5.6%	5.6%
						财务费用率	2.0%	1.3%	1.9%	1.2%	0.9%
						三费/营业收入	8.2%	7.6%	7.5%	7.3%	6.9%
						偿债能力					
						资产负债率	82.8%	82.9%	78.7%	78.8%	77.4%
						负债权益比	481.1%	483.4%	369.5%	370.8%	343.2%
						流动比率	1.18	1.13	1.24	1.07	1.21
						速动比率	0.70	0.69	0.70	0.61	0.68
						利息保障倍数	2.72	4.18	3.21	4.62	6.49
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	-	0.11	0.13	0.16
						分红比率	20.2%	0.0%	20.0%	20.1%	20.1%
						股息收益率	0.8%	0.0%	1.3%	1.6%	1.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,803.4	7,586.2	8,085.3	9,740.5	11,956.8	EPS(元)	0.34	0.47	0.53	0.64	0.78
加:折旧和摊销	6,558.2	7,103.1	6,337.4	6,337.4	6,337.4	BVPS(元)	3.63	4.03	4.92	5.44	6.07
资产减值准备	1,117.9	997.0	-	-	-	PE(X)	23.9	18.5	15.5	12.9	10.5
公允价值变动损失	-0.4	1.5	0.8	-0.1	-0.2	PB(X)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
财务费用	5,485.5	3,839.9	5,124.3	3,776.0	3,078.7	P/FCF	6.0	5.2	-3.7	67.5	10.2
投资损失	-226.7	-281.9	-208.4	-239.0	-243.1	P/S	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	566.9	814.3	891.8	1,099.8	1,368.7	EV/EBITDA	9.3	8.5	9.3	6.2	6.3
营运资金的变动	-12,696.7	18,160.0	-34,587.0	35,418.2	-34,908.3	CAGR(%)	23.2%	20.7%	19.4%	23.2%	20.7%
经营活动产生现金流量	10,687.7	28,937.2	-14,355.9	56,132.9	-12,410.1	PEG	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-26,171.2	-33,849.3	4,080.4	-1,726.1	262.6	ROIC/WACC	1.7	1.3	1.6	1.3	2.3
融资活动产生现金流量	27,227.8	24,222.3	-5,245.7	-57,334.2	22,464.8	REP	0.9	1.0	0.8	1.1	0.5

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