

公司研究/年报点评

2017年04月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.32  
合理价格区间(元): 9.26~10.40

**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

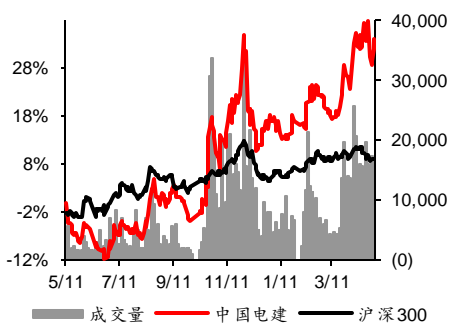
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1《中国电建(601669,增持): 国改基金参与定增, 混改加速可期》2017.04
- 2《中国电建(601669,增持): 能源基建龙头, PPP/海外/国改可期》2017.04
- 3《中国水电(601669):国内非水电业务渐成新的增长极》2013.03

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)	127,288
总资产(百万元)	515,834
每股净资产(元)	4.14

资料来源: 公司公告

# PPP 地产增长显著, 业绩大超预期

## 中国电建(601669)

### 地产/设计工程板块增长显著, 整体业绩大超预期

2016年, 公司实现营业收入2386.96亿元, 同比增长13.17%; 实现归母净利润67.72亿元, 同比增长29.32% (扣非后增长64.28%), 大幅好于市场预期。公司收入业绩增长较快主要是工程承包与勘测设计、房地产两大板块增速较快, 分部抵消前实现工程设计净利润87.85亿元, 同比增长34.31% (其中八个设计院扣非归母净利润24.13亿元, 同比增长18.38%); 分部抵消前房地产业务净利润12.23亿元, 同比增长46.32% (其中全资子公司电建地产集团实现净利润8.11亿元, 同比增长23.66%)。

### 营改增拉低毛利率和营业税金, 汇兑收益大幅降低财务费用

由于受营改增影响, 公司2016年工程与地产毛利率分别下降1.54、1.94个百分点, 综合毛利率为12.99%, 较15年下降1.85个百分点。但营业税金及附加占收入比重由15年的2.74%下降至1.20%, 期间费用率受汇兑收益增加影响, 由8.15%降低至去年的7.59%, 综合导致2016年净利率为3.18%, 较15年提升0.43个百分点。其中公司去年实现汇兑净收益19.33亿元, 是15年的4.66倍。公司16年末资产负债率82.86%, 同比微升0.07个百分点, 此次增发后我们预计公司负债率将下降至约80%。

### 借力PPP积极拓展基础设施业务, 水利水电向水环境治理延伸

公司积极借助PPP发展机遇, 大力开拓公路、轨交、市政等基础设施业务, 2016年新签合同3610亿元, 同比增长10%; 其中新签基础设施合同约1543亿元, 同比增长14%。PPP新中标金额1983亿元, 累计中标金额约2700亿元 (含少部分BT项目), 约占国内建筑企业中标总金额的10%。公司拥有丰富的水利建设和水电投资运营经验, 2016年水利电力业务新签合同额占比48.89%, 同比增长14.57%, 目前正积极向黑臭水体等水环境治理延伸, 已中标深圳茅洲河150.6亿元EPC项目和通州北京城市副中心11亿元PPP项目, 我们预计水环境治理业务新签合同占比约5.2%。

### 海外业务占比高, 一带一路沿线增长显著

2016年公司新签海外合同1177.73亿元, 同比增长18.11%; 实现海外营业收入540.42亿元, 同比增长4.03%, 占全部营收22.64%。其中“一带一路”沿线35个国家业务增长显著, 2016年沿线新签合同636.14亿元, 同比增长21.65%, 年末在执行合同金额达2170亿元, 占全部海外在执行合同金额4882.73亿元的44.44%。今年1-3月, 公司新签海外合同463.60亿元, 同比减少1.91%, 主要与海外水利水电业务大小年有关。

### 定增完成业绩增长动力足, 维持“增持”评级

公司此次增发已完成募资120亿元, 负债率和财务费率降低, PPP拓展空间加大, 且有望加速落地。我们维持17-18年年均增长18%的原业绩增速预测, 预计2017-19年EPS为0.52/0.62/0.71元, 合理价格区间9.26~10.40元 (对应2017年18-20XPE), 维持“增持”评级。

风险提示: PPP项目盈利下降, 海外项目落地缓慢等。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	210,921	238,968	271,841	307,280	346,653
+/-%	11.05	13.30	13.76	13.04	12.81
归属母公司净利润(百万元)	5,236	6,772	8,001	9,422	10,869
+/-%	(24.68)	29.32	18.15	17.76	15.35
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.44	0.52	0.62	0.71
PE (倍)	23.93	18.50	15.66	13.30	11.53

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**

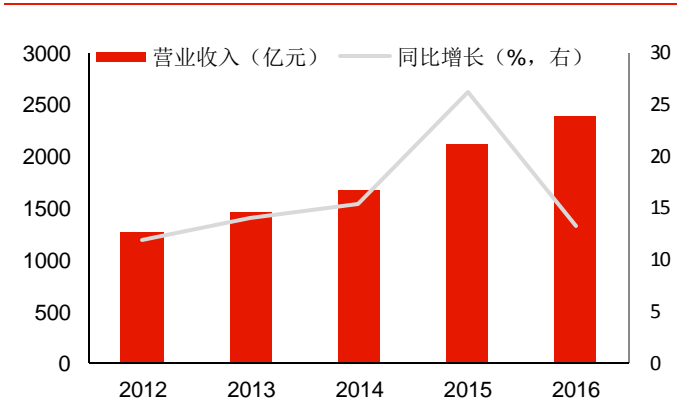
2016年公司新签合同3,610.22亿元,同比增长10.1%,为年度计划数3536.29亿元的102.1%。按类型划分,其中新签基础设施合同约1543亿元,同比增长14%。PPP新中标金额1983亿元,累计中标金额约2700亿元(含少部分BT项目),约占国内建筑企业中标总金额的10%。全年完成投资886.01亿元,为年度投资计划881.75亿元的100.4%。

2016年公司实现营业收入2386.96亿元,同比增长13.17%,为年度计划数2281.33亿元的104.6%;实现归母净利润67.72亿元,同比增长29.32%,扣非后增长64.28%,主要是2015年合并同一控制下的八个设计院导致当年非经常性收益金额较大,15年扣非归母净利润基数较低。

2016年末,公司合同存量7,352.56亿元,同比增长17.0%,其中国内4,476.44亿元,占比60.9%;国外2,876.12亿元,占比39.1%。2017年,公司计划实现新签合同3,973.02亿元;营业收入2,577.84亿元,投资1,162.89亿元。

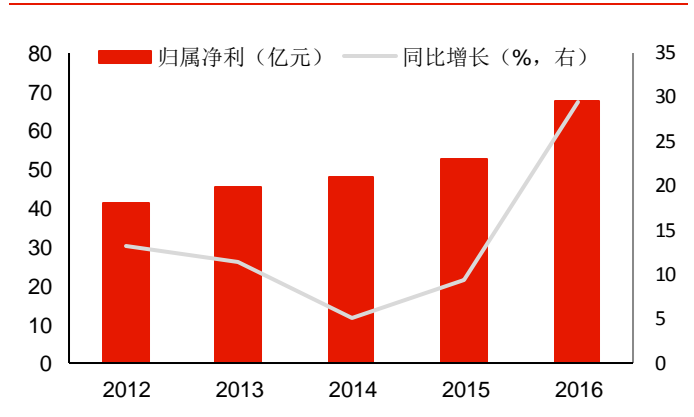
2017年1-3月,公司累计新签合同1455.28亿元,同比增长18.84%,完成年度计划数的36.63%,其中国内新签合同991.68亿元,同比增长31.88%,增幅显著;实现营业收入530.63亿元,同比增长8.67%,完成年度计划的20.58%;实现归母净利润17.06亿元,同比增长5.5%,扣非后同比增长3.24%。

**图表1: 公司近五年收入稳步增长**



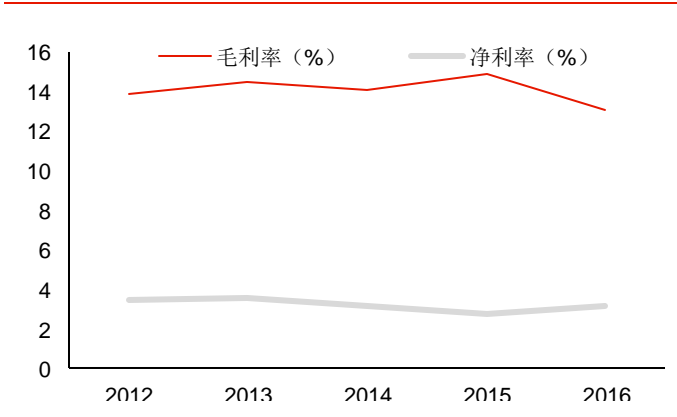
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

**图表2: 公司近两年业绩增长显著**



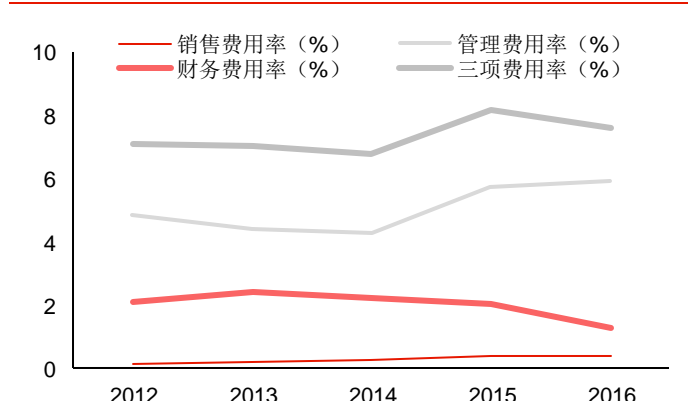
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

**图表3: 公司盈利能力整体稳定**



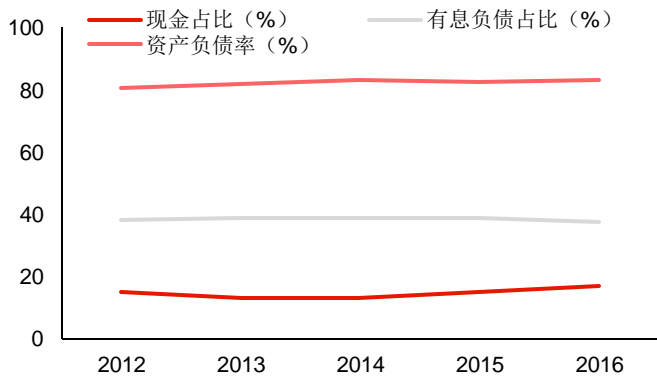
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

**图表4: 公司近五年财务费用率趋于下降**



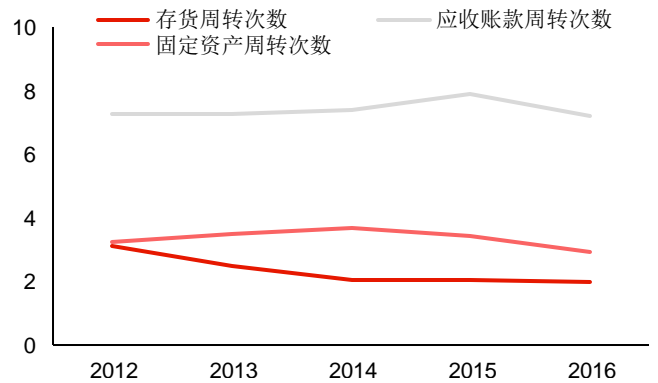
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表5: 公司近五年资产负债率稳定在80%以上



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

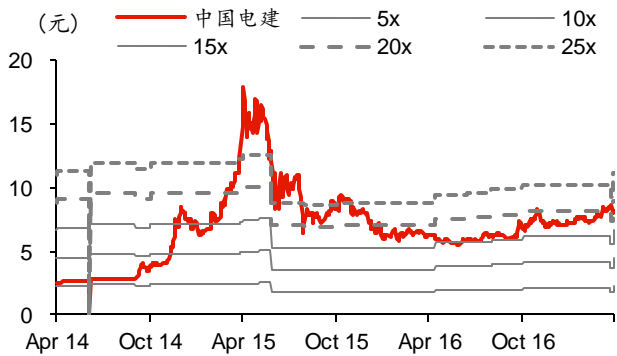
图表6: 公司近五年资产营运能力有所下降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

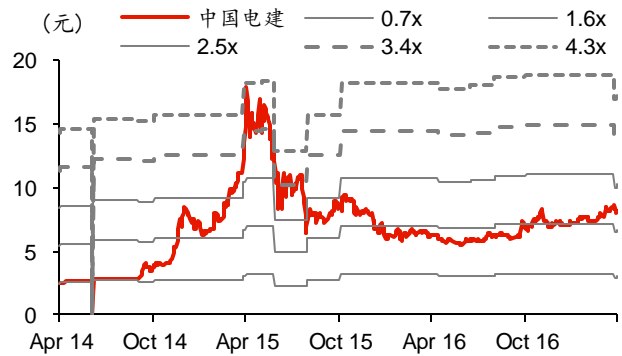
**PE/PB - Bands**

图表7: 中国电建历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	238,092	285,014	319,738	359,864	403,985
现金	60,258	83,329	94,791	107,149	120,878
应收账款	29,467	36,483	41,502	46,912	52,924
其他应收账款	14,818	18,813	21,401	24,191	27,291
预付账款	18,277	16,319	18,373	20,772	23,468
存货	96,734	111,316	124,607	141,416	159,618
其他流动资产	18,538	18,753	19,064	19,424	19,806
非流动资产	167,011	215,264	228,480	250,219	270,549
长期投资	2,799	4,289	4,289	4,289	4,289
固定资产投资	74,319	89,852	91,931	91,659	89,915
无形资产	34,568	57,321	79,643	101,951	124,255
其他非流动资产	55,325	63,802	52,618	52,321	52,090
资产总计	405,103	500,278	548,219	610,083	674,534
流动负债	202,307	252,615	261,793	290,998	322,944
短期借款	18,179	20,993	23,554	27,898	32,645
应付账款	62,909	78,535	88,422	99,967	112,940
其他流动负债	121,220	153,088	149,818	163,133	177,359
非流动负债	133,078	161,914	179,814	203,518	225,732
长期借款	104,383	128,382	149,486	171,780	194,470
其他非流动负债	28,695	33,532	30,327	31,738	31,262
负债合计	335,385	414,529	441,607	494,516	548,676
少数股东权益	14,255	24,075	25,037	26,170	27,477
股本	13,755	13,755	15,299	15,299	15,299
资本公积	12,580	12,731	23,087	23,087	23,087
留存公积	23,831	29,255	43,189	51,011	59,995
归属母公司股	55,463	61,674	81,575	89,397	98,381
负债和股东权益	405,103	500,278	548,219	610,083	674,534

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	10,688	28,937	14,361	27,097	29,851
净利润	5,803	7,586	8,963	10,555	12,176
折旧摊销	6,630	7,103	8,773	9,568	10,263
财务费用	4,316	2,997	8,935	10,308	11,764
投资损失	(226.66)	(281.92)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	(8,234)	9,787	(13,200)	(4,032)	(3,609)
其他经营现金	2,400	1,746	1,189	999.19	(442.02)
投资活动现金	(26,171)	(33,849)	(29,344)	(29,786)	(29,765)
资本支出	41,365	57,479	7,000	7,000	7,000
长期投资	(676.54)	1,360	(395.60)	32.07	24.76
其他投资现金	14,518	24,990	(22,740)	(22,754)	(22,740)
筹资活动现金	27,228	24,222	26,446	15,046	13,643
短期借款	2,406	2,814	2,561	4,344	4,747
长期借款	23,811	23,999	21,104	22,294	22,690
普通股增加	4,155	0.00	1,544	0.00	0.00
资本公积增加	(6,815)	150.38	10,356	0.00	0.00
其他筹资现金	3,672	(2,741)	(9,120)	(11,592)	(13,794)
现金净增加额	12,406	20,568	11,463	12,358	13,730

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	210,921	238,968	271,841	307,280	346,653
营业成本	179,624	207,686	233,833	264,365	298,673
营业税金及附加	5,772	2,858	1,414	1,383	1,387
营业费用	849.52	955.17	1,087	1,228	1,386
管理费用	12,030	14,173	14,603	15,979	17,333
财务费用	4,316	2,997	8,935	10,308	11,764
资产减值损失	1,118	997.02	997.02	997.02	997.02
公允价值变动收益	0.42	(1.45)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	226.66	281.92	300.00	300.00	300.00
营业利润	7,439	9,524	11,272	13,320	15,415
营业外收入	509.54	383.78	417.76	421.73	414.08
营业外支出	161.84	132.45	140.87	141.56	139.81
利润总额	7,786	9,775	11,549	13,601	15,689
所得税	1,983	2,189	2,586	3,046	3,513
净利润	5,803	7,586	8,963	10,555	12,176
少数股东损益	566.92	814.34	962.15	1,133	1,307
归属母公司净利润	5,236	6,772	8,001	9,422	10,869
EBITDA	18,384	19,624	28,981	33,196	37,442
EPS(元)	0.34	0.44	0.52	0.62	0.71

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	11.05	13.30	13.76	13.04	12.81
营业利润	(17.95)	28.03	18.36	18.17	15.72
归属母公司净利润	(24.68)	29.32	18.15	17.76	15.35
获利能力(%)					
毛利率	14.84	13.09	13.98	13.97	13.84
净利率	2.48	2.83	2.94	3.07	3.14
ROE	9.44	10.98	9.81	10.54	11.05
ROIC	5.68	5.48	7.43	7.81	8.19
偿债能力					
资产负债率(%)	82.79	82.86	80.55	81.06	81.34
净负债比率(%)	41.65	41.19	44.02	44.70	45.29
流动比率	1.18	1.13	1.22	1.24	1.25
速动比率	0.69	0.68	0.74	0.75	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.53	0.52	0.53	0.54
应收账款周转率	7.27	6.93	6.68	6.66	6.65
应付账款周转率	3.24	2.94	2.80	2.81	2.81
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.44	0.52	0.62	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.89	0.94	1.77	1.95
每股净资产(最新摊薄)	3.63	4.03	5.33	5.84	6.43
估值比率					
PE(倍)	23.93	18.50	15.66	13.30	11.53
PB(倍)	2.26	2.03	1.54	1.40	1.27
EV_EBITDA(倍)	13.37	12.52	8.48	7.40	6.56

## 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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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