

2017年05月11日

中国电建 (601669.SH)

新签合同额稳健增长，布局京津冀新能源市场，积极发展水环境治理业务

■**事项：**公司发布董事会决议公告，1) 同意全资子公司中国水电建设集团新能源开发有限责任公司在京津冀地区投资开发 500MW 以内分布式光伏项目；2) 同意全资子公司中电建水环境治理技术有限公司注册资本增至 30 亿元；3) 审议通过杭州大江东产业集聚区等 PPP 项目总计约 99.03 亿元投资建设议案。此外，公司公告 2017 年 1 至 4 月新签合同总额约为 1766.41 亿元，同比增长 18.37%。

■**打造电力能源投建营一体化产业链，布局京津冀及雄安新区新能源运营市场：**公司积极布局包括水电、火电、风电资源在内的电力投资与运营业务，向建筑产业链高端延伸，构建工程施工、设备采购、项目投融资与运营管理一体化产业链优势。公司 2016 年报显示，截至 2016 年末公司控股运营电站总装机容量达到 1105 万千瓦，其中清洁能源占比达到 85.4%；控股在建电站总装机容量约为 333.8 万千瓦，其中水电、风电、光伏等清洁能源占比达到 54.5%，电力投资与运营业务毛利率达到 47.12%。近 5 年电力投资运营业务收入占公司营业收入比例稳定在 3.09%-3.47% 区间，毛利贡献占比稳定在 10.54%-11.71% 区间，成为公司除工程承包主业的第二大利润来源（2016 年与房地产开发业务并列）。此次公司拟在京津冀地区投资开发 500MW 以内分布式光伏项目，主要基于京津冀协同发展战略和雄安新区绿色生态城市建设对新能源的需求。根据国内类似项目建设情况，我们预估此项目投资规模约为 30-40 亿元，建成后或将成为京津冀及雄安新区主要的新能源电力产能之一，考虑到新区对于绿色能源的刚性需求，将有助于公司电力投资运营业务进一步发展提升。

■**大幅增资水环境治理专业子公司，加快发展水资源与环境治理业务：**公司拟对全资子公司中电建水环境治理公司进行增资，由当前 6 亿元增至 30 亿元，增资完成后，后者将成为国内资本实力最为雄厚的专业水环境公司之一（对标可比上市公司注册资本：首创股份约 48 亿元、碧水源约 31 亿元、东方园林约 27 亿元、铁汉生态约 15 亿元、创业环保约 14 亿元）。公司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，成立中电建水环境治理公司并依托自身水利水电产业链一体化优势，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

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

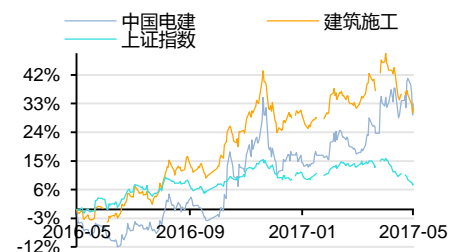
6 个月目标价：**11.00 元**

股价 (2017-05-11) **8.25 元**

交易数据

总市值 (百万元)	126,217.04
流通市值 (百万元)	79,200.00
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	5.54/8.75 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.81	14.23	21.39
绝对收益	-1.55	10.0	29.47

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：业绩增速超预期，海外、PPP 及水环境业务打开公司发展空间 2017-04-28
- 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

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。

■**1-4月新签合同额同比增长18%,PPP业务保持较快发展态势:**公司公告,2017年1-4月国内新签合同约1198.74亿元,同比增长32.13%;国外新签合同约567.67亿元,同比减少2.97%;国内外水利电力业务新签合同约643.64亿元。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)。2017年以来公司陆续中标成都轨交18号线PPP项目(投资额336.24亿元)、云南蒙自市地下综合管廊PPP项目(投资额39.04亿元)、山西省晋中至太原城际铁路2号线晋中市境内土建工程PPP项目(投资额23.41亿元)、湖南湘西经济开发区双河文教卫新区PPP项目(投资额25.12亿元)、吉林省吉林市地下综合管廊PPP项目(两标段投资额合计15.01亿元)等大型PPP基建类项目,我们估算公司在手PPP项目(含2015年以前签署的BOT、BT项目)总金额或达3100亿元以上,PPP业务继续保持较快的发展态势。

■**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
主营业务收入	210,921.3	238,968.4	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	0.44	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	238,968.4	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	0.44	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