

中国电建 (601669)

基建PPP与海外业务持续发力，未来国改值得期待

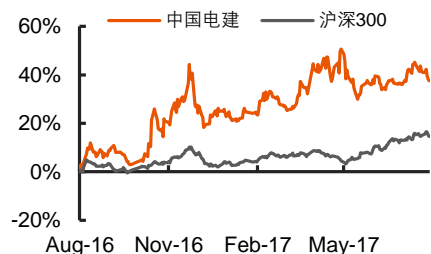
强烈推荐 (首次)

现价: 7.91 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.powerchina.cn
大股东/持股	中国电力建设集团/69.51%
实际控制人/持股	国资委/%
总股本(百万股)	15,299
流通 A 股(百万股)	9,600
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,210.15
流通 A 股市值(亿元)	759.36
每股净资产(元)	4.18
资产负债率(%)	82.80

行情走势图



证券分析师

严晓倩 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **全球水电工程龙头，大基建 PPP 发力促增长：**中国电建是全球水电工程龙头，占有全球 50%+大中型水利水电工程市场。公司大力发展市政交通等“大基建”业务，截止 16 年，公司非水电类基建业务收入占比达 42%，成为公司业绩增长的核心驱动力。17 年以来，受益 PPP 模式的持续推进，公司 1-6 月累计新签订单 2,751.23 亿元，YoY+40.0%，其中国内新签订单 2,041.14 亿元，YoY+61.7%，我们预计公司合同存量将超 8,000 亿元，在手订单饱满将支撑未来业绩持续增长。
- **深耕海外工程市场，持续受益“一带一路”战略：**中国电建是我国海外工程龙头企业之一，16 年 ENR250 国际工程承包商排名第 11。17 年 1-6 月公司累计新签海外订单 710 亿元，YoY +1.0% (去年同期增速为+182.0%)。受益“一带一路”峰会的持续催化，17 年 1-6 月“一带一路”沿线累计新签合同 714 亿美元，YoY +38.8%，实现营业额 331 亿美元，YoY+7.6%。随着“一带一路”沿线政府间合作的深入推进与国家金融支持政策的落地，公司未来将持续受益，带动海外业绩持续释放。
- **定增引入国改基金，未来国改值得期待：**2017 年 4 月，公司以 7.77 元的价格定向增发 15.4 亿股，共募资人民币 120 亿元用于公司投资项目建设，其中诚通集团牵头成立的国企结构调整基金认购 12 亿元。国改基金主要用于支持重点国有企业结构调整，随着公司与诚通集团的合作不断深入，未来公司国企改革有望深入推进。
- **传统水利业务稳健发展，布局水环境治理业务：**由于国家水电投资持续下滑，公司积极拓展下游电力投运业务。截至 16 年，公司控股装机容量达 1,105 万千瓦，16 年实现收入 77.0 亿元，YoY+14%，未来在建项目陆续投产将助力电力投运业务持续增长。此外，受益国家环保政策加码，公司积极布局水环境治理业务，16 年至今累计中标项目超 200 亿元，未来有望为公司打造新的利润增长点。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	210,921	238,696	276,097	312,421	348,093
YoY(%)	26.2	13.2	15.7	13.2	11.4
净利润(百万元)	5,236	6,772	8,004	9,299	10,434
YoY(%)	9.4	29.3	18.2	16.2	12.2
毛利率(%)	14.8	13.0	13.1	13.2	13.2
净利率(%)	2.5	2.8	2.9	3.0	3.0
ROE(%)	8.3	8.8	8.5	9.1	9.3
EPS(摊薄/元)	0.34	0.44	0.52	0.61	0.68
P/E(倍)	23.1	17.9	15.1	13.0	11.6
P/B(倍)	2.2	2.0	1.5	1.4	1.2

- **盈利预测与投资建议：**中国电建是全球水电工程龙头，公司凭借自身资金、管理与政府资源优势大力拓展基建 PPP 项目，在手订单充足将支撑未来业绩快速增长。公司作为我国海外工程龙头企业之一充分受益“一带一路”战略，未来政府间合作与金融支持政策的持续落地将助力海外项目业绩加速释放。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.52 元和 0.61 元，对应当前股价 PE 分别为 15.1 倍和 13.0 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**PPP 项目执行进度不达预期，海外业务推进不达预期。

正文目录

一、全球水电工程龙头，“大基建”业务发力促增长	6
1.1 全球水电工程龙头，打造世界一流综合性建设企业	6
1.2 16 年业绩表现抢眼，“大基建”业务驱动未来业绩增长	6
二、PPP 模式持续推进，助推“大基建”业务快速发展	8
2.1 受益基建投资高位运行，“大基建”业务快速发展	8
2.2 PPP 模式重塑行业格局，央企龙头将充分受益	9
三、深耕海外工程市场，持续受益“一带一路”战略	12
四、传统水利业务稳健发展，布局水环境治理业务	15
4.1 传统水利业务稳健发展，拓展电力投运业务	15
4.2 积极布局水环境治理业务，打造利润新增长点	16
五、定增引入国改基金，未来国改值得期待	18
六、盈利预测与投资建议	18
七、风险提示	19

图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	公司拥有能源电力工程全产业链	6
图表 3	定增完成后公司股权结构	6
图表 4	2011 年以来公司营收保持稳健增长	7
图表 5	2015 年以来公司归母净利润增速持续提升	7
图表 6	公司工程承包收入、毛利占比超过 80%与 70%	7
图表 7	16 年基建业务占公司收入比重超过 40%	7
图表 8	历年新签合同金额持续增长	8
图表 9	17Q2 以来新签合同金额增速持续提升	8
图表 10	公司存量合同保持快速增长	8
图表 11	工程承包订单收入比持续提高将支撑业绩增长	8
图表 12	预计我国基础设施建设投资增速高位运行	9
图表 13	道路运输业固定资产投资增速维持高位	9
图表 14	基建业务占公司营收比重持续提升	9
图表 15	公司基础设施业务新签订单快速增长	9
图表 16	全国 PPP 成交金额保持快速增长	10
图表 17	财政部入库 PPP 项目持续增加	10
图表 18	财金〔2017〕55 号文中关于 PPP 资产证券化开展对象的相关要求	10
图表 19	国有企业 PPP 项目平均投资规模较大	11
图表 20	PPP 模式发力助央企市场份额提升	11
图表 21	市政交通类 PPP 项目成交金额占比高	11
图表 22	公司 PPP 项目以交通、市政等基建项目为主	11
图表 23	2016 年以来公司公告 PPP 订单情况	11
图表 24	公司海外业务收入稳健增长	13
图表 25	公司海外新签订单金额保持快速增长	13
图表 26	公司海外业务收入规模与占比领先	13
图表 27	公司 16 年海外新签订单金额达 1,177.7 亿元	13
图表 28	“一带一路”累计新签合同额增速持续回升	14
图表 29	“一带一路”累计完成营业额稳定增长	14
图表 30	“一带一路”新签合同与营业额占比持续提高	14
图表 31	公司海外项目主要分布于“一带一路”沿线地区	14
图表 32	“一带一路”峰会取得的相关成果	14
图表 33	“一带一路”峰会公布的相关金融支持政策	14
图表 34	全国水电基本建设投资持续下滑	15
图表 35	全国水电设备平均利用小时数维持高位	15
图表 36	公司控股已运营装机容量保持快速增长	15

图表 37 公司电力投资与运营收入保持稳定增长	15
图表 38 水利水电工程行业分类情况	16
图表 39 全国水利管理业固定资产投资增速维持高位	16
图表 40 水利建设投资分类占比情况	16
图表 41 水污染治理投资增速不断提升	17
图表 42 水污染治理业销售收入增速不断提高	17
图表 43 全国黑臭水体治理进展（按面积计算）	17
图表 44 全国黑臭水体治理进展情况（按数量计算）	17
图表 45 中国电建公告生态治理项目一览	17
图表 46 国有企业结构调整基金股份有限公司股权结构	18

一、全球水电工程龙头，“大基建”业务发力促增长

1.1 全球水电工程龙头，打造世界一流综合性建设企业

中国电建是当今世界规模最大、品牌影响力最强的水利水电工程企业，占有中国 65%以上水电工程市场和全球 50%以上大中型水利水电工程市场。公司于 2009 年 11 月由中国水利水电建设集团和中国水电工程顾问集团共同发起设立，并于 2011 年 10 月在上交所上市。公司主营业务包括工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发等，拥有能源电力工程全产业链。2014 年以来，公司在巩固传统水利水电业务优势的基础上，积极大力向城市轨道交通、公路、铁路等非水电类基建业务扩张，致力于打造世界一流的综合性建设企业。

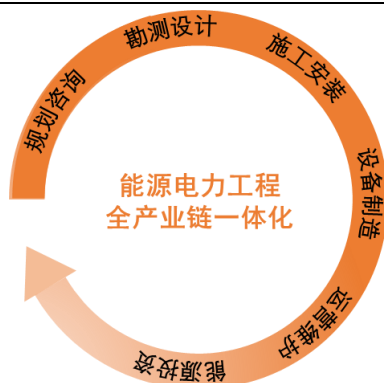
2017 年 04 月，公司以 7.77 元的价格定向增发 15.4 亿股，共募资人民币 120 亿元，用于在建项目投资与补充流动资金。增发完成后国务院国资委通过电建集团持有中国电建 69.5%的股份。

图表1 公司历史沿革



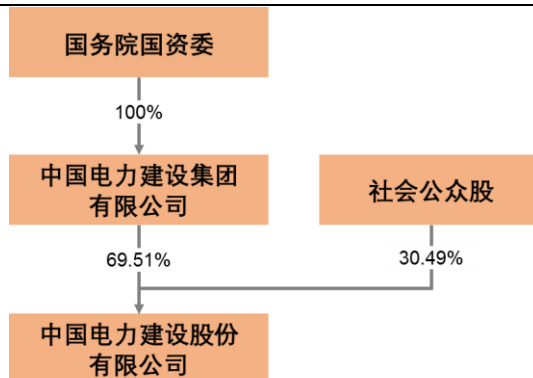
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司拥有能源电力工程全产业链



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 定增完成后公司股权结构



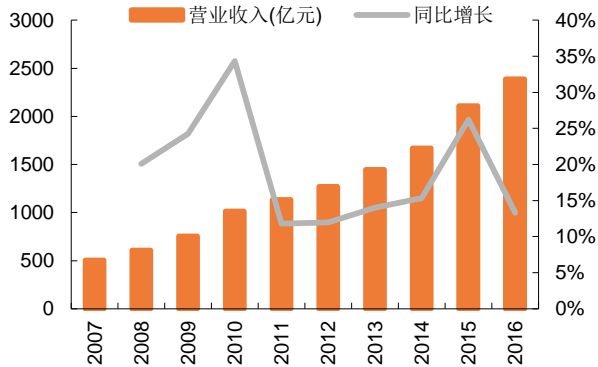
资料来源：公司公告（截止 17 年 4 月），平安证券研究所

1.2 16 年业绩表现抢眼，“大基建”业务驱动未来业绩增长

公司 2016 年业绩表现抢眼，全年实现营收 2,389.7 亿元，同比增长+13.3%，实现归母净利润 67.7 亿元，同比增长+29.3%。其中，工程承包与勘测设计业务的收入占比和毛利占比分别达到了 80%与 70%以上。从工程承包业务的细分板块来看，2014 年以来，在公司的大力推动下，市政交通建设等

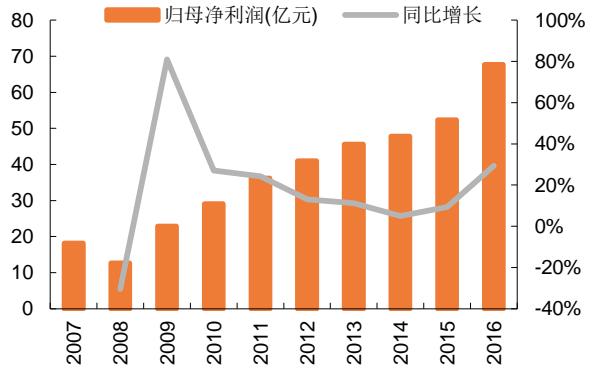
“大基建”业务快速发展，2016年“大基建”业务占公司营收比重大幅提高至43%，“大基建”业务毛利占公司总毛利比重提升至31%，成为公司业绩增长的核心驱动力。

图表4 2011年以来公司营收保持稳健增长



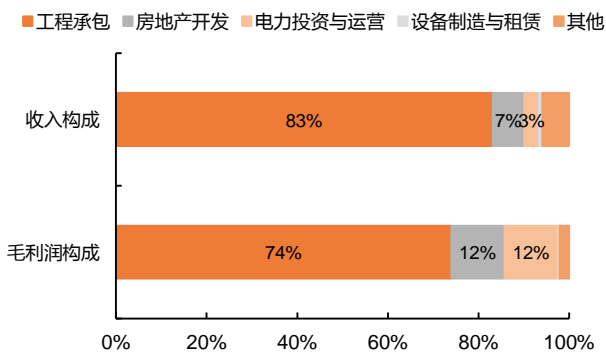
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 2015年以来公司归母净利润增速持续提升



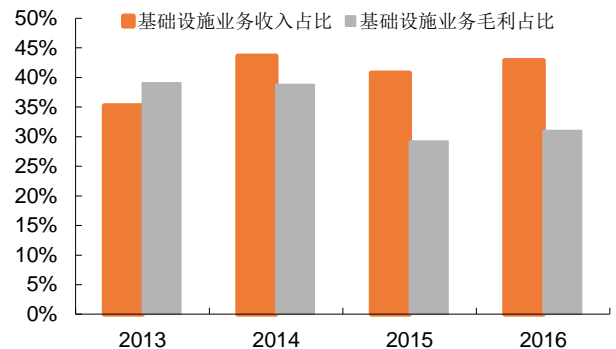
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 公司工程承包收入、毛利占比超过80%与70%



资料来源：公司2016年年报、平安证券研究所

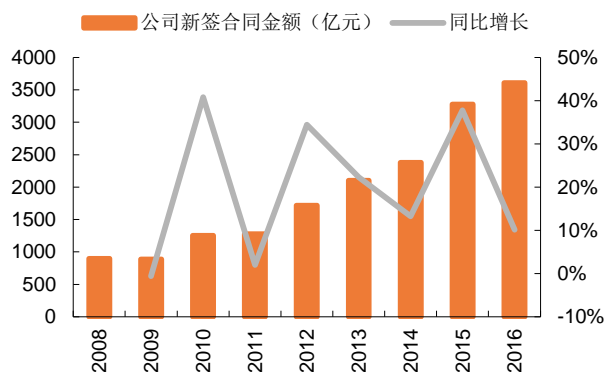
图表7 16年基建业务占公司收入比重超过40%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

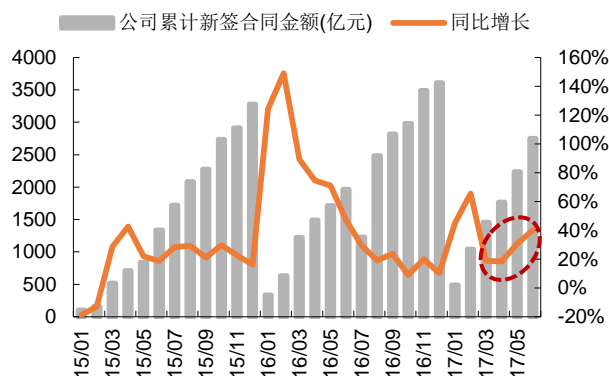
17Q2以来新签订单增速持续回升，在手订单饱满保障未来业绩。17年2季度以来，公司累计新签订单增速持续回升，17年1-6月累计新签订单2,751.2亿元，同比增长+40.0%，其中国内新签订单2041.14亿元，YoY+61.7%，增速维持高位。截止2016年底，公司合同存量达7,352.6亿元，同比增长+17.0%，公司工程承包业务订单收入比提高至3.73。我们预计17年公司在手订单金额将超8,000亿元，公司在手订单充足将支撑17-18年业绩增长。

图表8 历年新签合同金额持续增长



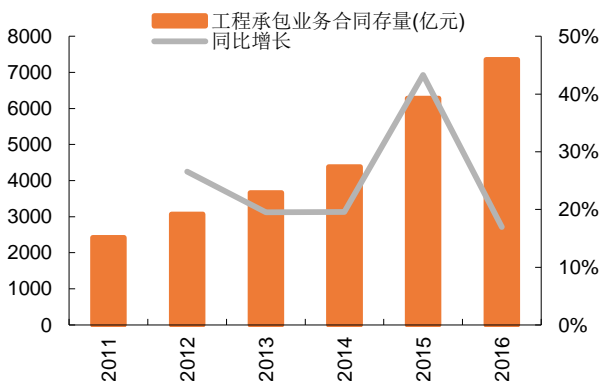
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 17Q2 以来新签合同金额增速持续提升



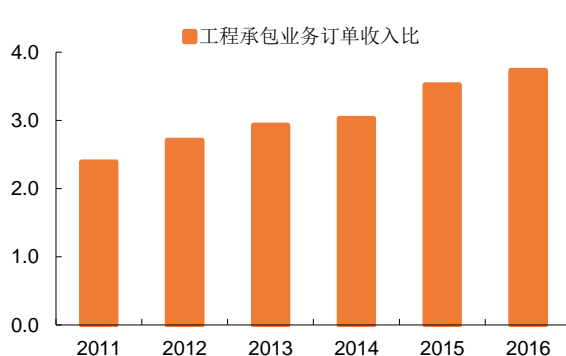
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 公司存量合同保持快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 工程承包订单收入比持续提高将支撑业绩增长



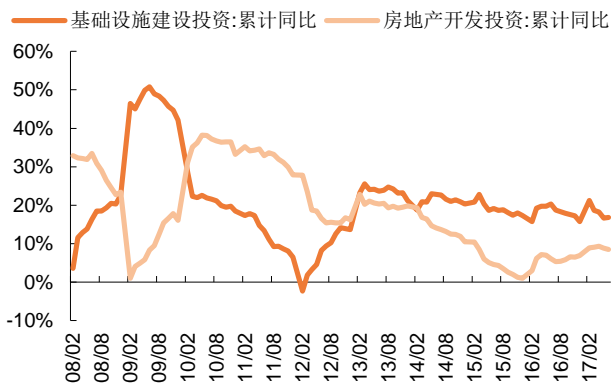
资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、PPP 模式持续推进，助推“大基建”业务快速发展

2.1 受益基建投资高位运行，“大基建”业务快速发展

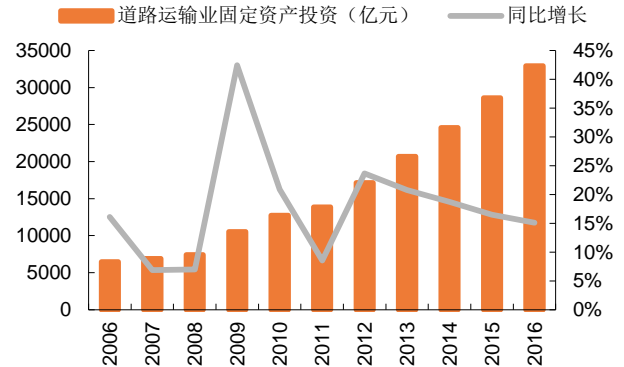
2017 年以来，财政发力助基建投资增速维持高位运行，受房地产调控升级影响，5 月份以来地产投资增速逐步下滑。随着监管持续收紧，我们认为下半年房地产投资增速将大概率延续下滑趋势，出于“稳增长”的考虑，基建投资仍将持续发力。公司把握机遇，推动市政交通建设等“大基建”业务快速发展：2012 年以来公司国内基础设施业务（非水电类）新签订单快速增长，2016 年达 1,543 亿元，11-16 年 CAGR 达+37.5%，占公司新签订单比重达 42.7%。公司基础设施业务（非水电类）实现收入 1,015.42 亿元，YoY+19.0%，占公司营收比重提升至 42.8%。交通市政类基建业务成为了公司业绩增长的核心驱动力。

图表12 预计我国基础设施建设投资增速高位运行



资料来源: Wind、平安证券研究所

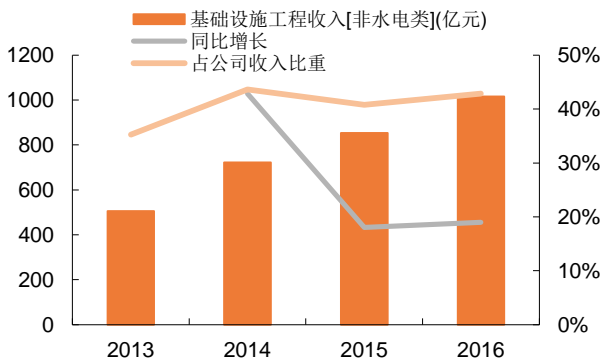
图表13 道路运输业固定资产投资增速维持高位



注: 道路运输业固定资产投资包含市政道路、城市轨道交通和公路建设投资等。

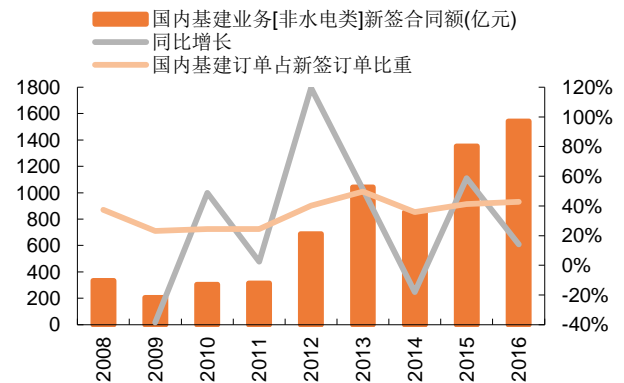
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表14 基建业务占公司营收比重持续提升



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表15 公司基础设施业务新签订单快速增长



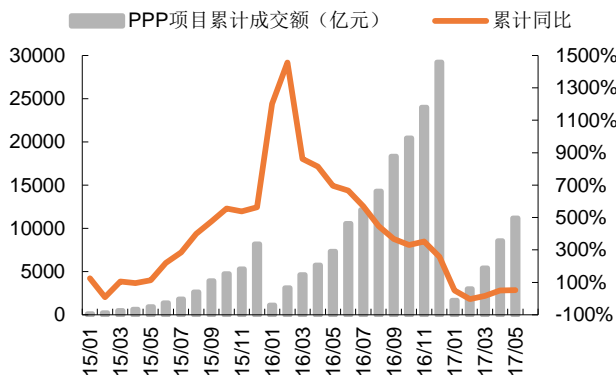
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

2.2 PPP 模式重塑行业格局，央企龙头将充分受益

PPP 落地订单快速增长，立法推进利好长远发展

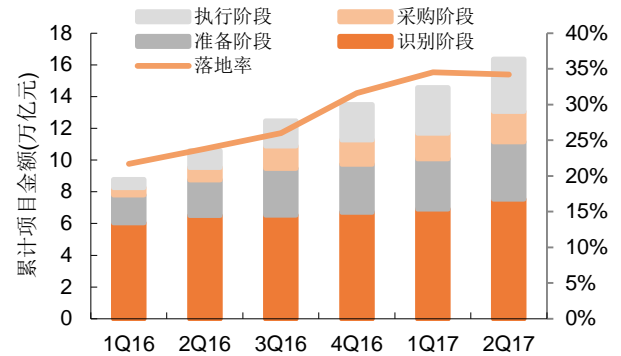
2017 年以来，全国 PPP 项目成交金额保持快速增长。根据“明树数据”显示，17 年上半年全国共成交 PPP 项目金额 1.52 万亿元，同比增长+53%。2017 年 7 月 21 日，国务院法制办公布了《PPP 条例（征求意见稿）》，标志着 PPP 立法取得了实质性的进展。《条例》的出台进一步规范了 PPP 的操作，明确了各方权责，利好 PPP 规范发展。此外，6 月 19 日出台的财金〔2017〕55 号《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》进一步展现了政府对于 PPP 资产证券化的大力支持，PPP 资产证券化有望进入推广期。

图表16 全国 PPP 成交金额保持快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表17 财政部入库 PPP 项目持续增加



资料来源：CPPPC、平安证券研究所

图表18 财金〔2017〕55号文中关于 PPP 资产证券化开展对象的相关要求

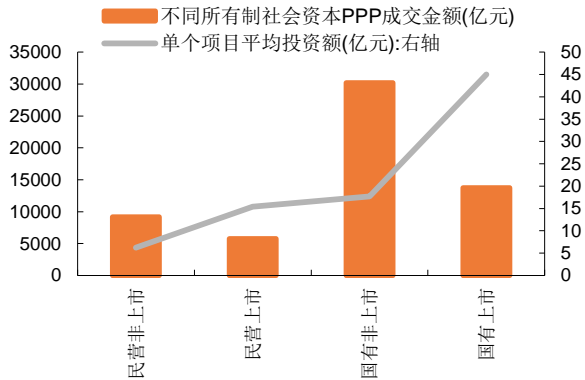
开展对象	相关条件
项目公司	在项目运营阶段，项目公司作为发起人（原始权益人），可以按照使用者付费、政府付费、可行性缺口补助等不同类型，以能够给项目带来现金流的收益权、合同债权作为基础资产，发行资产证券化产品。
项目公司股东	在项目建成运营 2 年后，项目公司的股东可以以能够带来现金流的股权作为基础资产，发行资产证券化产品，盘活存量股权资产，提高资产流动性。其中，控股股东发行规模不得超过股权带来现金流现值的 50%，其他股东发行规模不得超过股权带来现金流现值的 70%。
项目公司其他相关主体	在项目运营阶段，为项目公司提供融资支持各类债权人，以及为项目公司提供建设支持的承包商等企业作为发起人（原始权益人），可以合同债权、收益权等作为基础资产，按监管规定发行资产证券化产品，盘活存量资产，多渠道筹集资金，支持 PPP 项目建设实施。

资料来源：财政部、平安证券研究所

PPP 建筑行业集中度提升，央企龙头充分受益

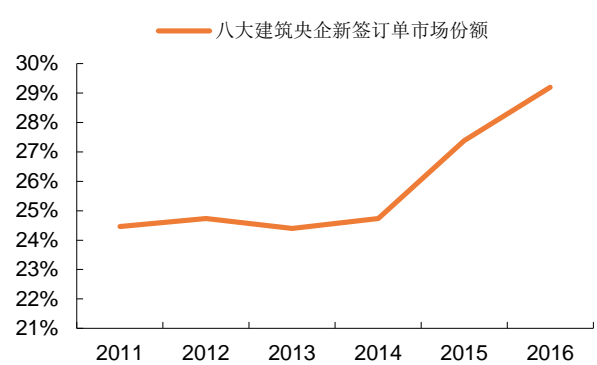
PPP 项目投资额度大，对于项目参与方的现场管控能力、公司资质和资金实力等各个方面提出了更高的要求，有利于拥有资质实力与资金优势的企业扩大市场份额。央企龙头凭借着其自身在资金、管理以及政府资源方面得天独厚的优势将充分受益。15 年以来，由于 PPP 模式的不断推广，建筑央企龙头的市场份额不断提升，公司充分受益。从各个行业 PPP 项目的落地情况看，市政工程、交通运输与城镇综合开发是项目落地最多的行业，公司积极把握机遇，大力拓展高景气度的市政、交通等细分板块业务，促进公司工程承包业务的快速发展。

图表19 国有企业 PPP 项目平均投资规模较大



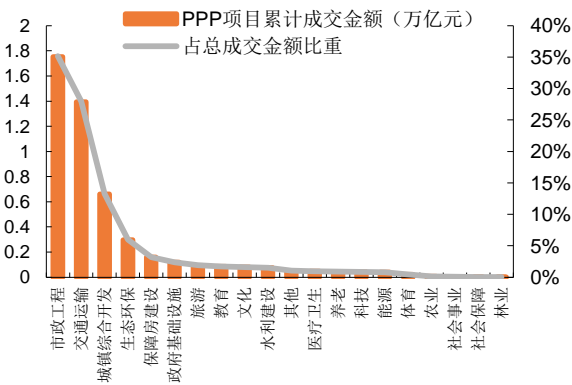
资料来源：明树数据、平安证券研究所

图表20 PPP 模式发力助央企市场份额提升



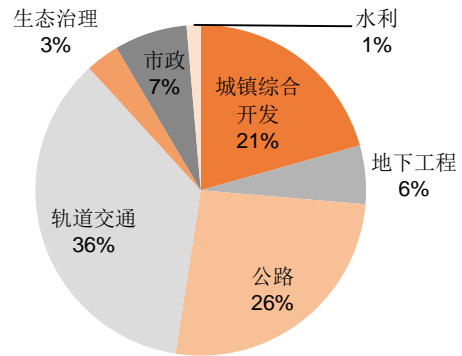
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 市政交通类 PPP 项目成交金额占比高



资料来源：明树数据、平安证券研究所

图表22 公司 PPP 项目以交通、市政等基建项目为主



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表23 2016 年以来公司公告 PPP 订单情况

时间	项目名称	投资额 (亿元)	项目类型
2016-3	扬州市邗江区 S611 省道邗江段 PPP 项目	10.77	公路
2016-3	杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP+EPC 项目	142.58	城镇综合开发
2016-4	金寨县江环北路等综合管廊及道排工程 PPP 项目	7.77	地下工程
2016-5	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	市政
2016-6	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	公路
2016-6	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	轨道交通
2016-6	章丘市第一批 PPP 项目	17.1	城镇综合开发
2016-7	云南省江川至通海高速公路 PPP 项目	42.54	公路
2016-8	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	生态治理

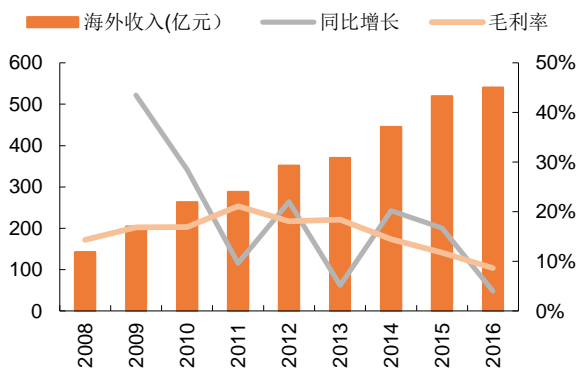
时间	项目名称	投资额 (亿元)	项目类型
2016-9	河南兰考县产业集聚区基础设施建设 PPP 项目	20.56	城镇综合开发
2016-10	河南省郑州市 107 辅道快速化工程 PPP 项目	80.00	公路
2016-11	湖南宁乡经济技术开发区玉屏山食品产业区片区开发 PPP 项目	9.9	城镇综合开发
2017-1	吉林省吉林市地下综合管廊 PPP 项目（江南和东部区域管廊建设二标段）	9.34	地下工程
2017-1	吉林省吉林市地下综合管廊 PPP 项目（哈达湾区域管廊建设项目二标段）	5.67	地下工程
2017-1	成都轨道交通 18 号线工程 PPP 项目	336.2	轨道交通
2017-2	安徽 S238 怀宁段公路改建工程一期高河至黄墩段(原黄高线改建升级)PPP 项目	7.06	公路
2017-2	南京市浦口区凌霄路南延道路建设工程 PPP 项目	7.01	市政
2017-3	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	轨道交通
2017-4	云南蒙自市地下综合管廊 PPP 项目	39.04	地下工程
2017-6	安徽 G345 凤阳段一级公路改建工程 PPP 项目	16.03	公路
2017-6	河北沧州渤海新区沧海文化产业园 PPP 项目	32.63	城镇综合开发
2017-6	贵州省凯里环城高速公路北段 PPP 项目	110.13	公路

资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、深耕海外工程市场，持续受益“一带一路”战略

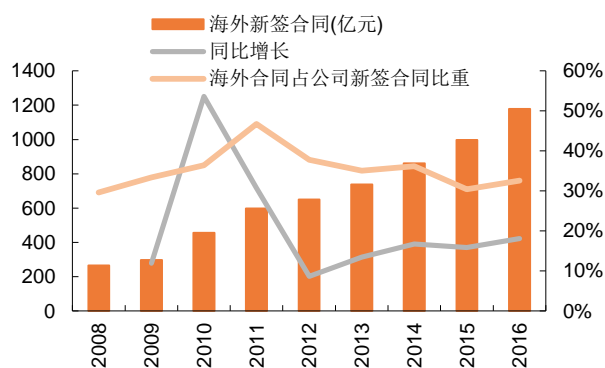
中国电建是我国最早“走出去”的建筑施工企业之一，公司海外业务规模处于领先地位。公司 2016 年 ENR250 国际工程承包商排名第 11，国内名次仅次于中国交建。中国电建的海外业务形成了以水利、电力建设为核心，涉及公路、轨道交通、市政、房建、水处理等领域综合发展的“大土木、大建筑”的多元化业务结构。2016 年公司海外业务收入与海外新签订单规模分列央企第三、第二位。2016 年，公司实现海外收入 540.4 亿元，同比增长+4.0%；海外新签合同金额 1,177.7 亿元，同比增长+18.1%，其中“一带一路”沿线新签合同金额 636.1 亿元（同比增长+21.7%），占新签海外合同比重达 54.0%。截止 2016 年底，公司海外合同存量为 2,876.1 亿元，为 16 年海外收入（540.4 亿元）的 5.5 倍。订单饱满将助力公司海外工程业务业绩加速兑现。

图表24 公司海外业务收入稳健增长



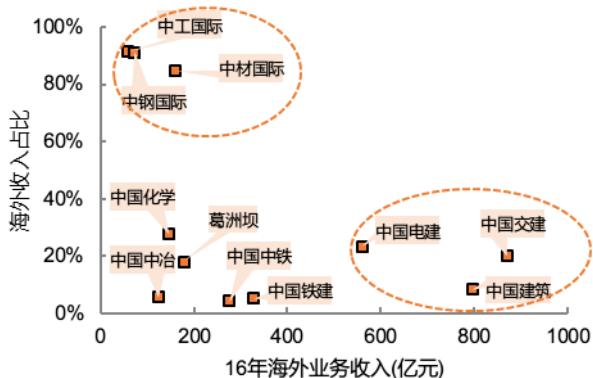
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表25 公司海外新签订单金额保持快速增长



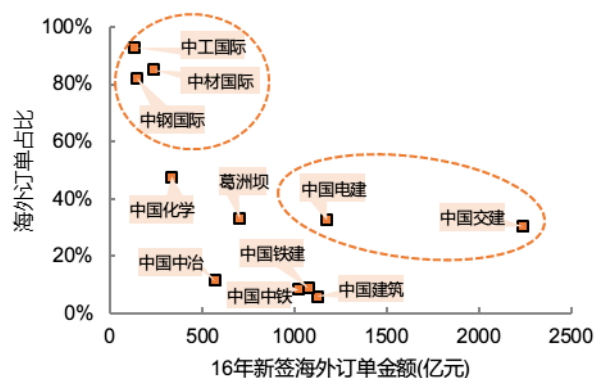
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表26 公司海外业务收入规模与占比领先



资料来源：公司公告、平安证券研究所

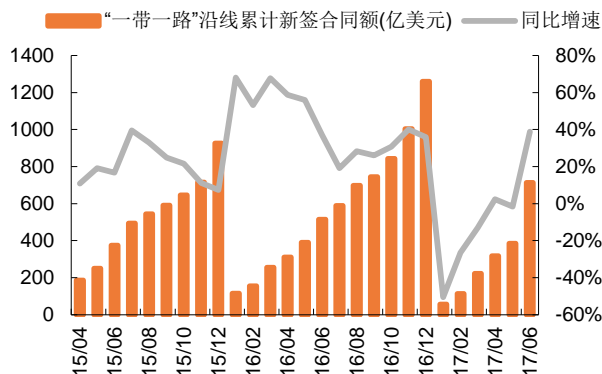
图表27 公司16年海外新签订单金额达1,177.7亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

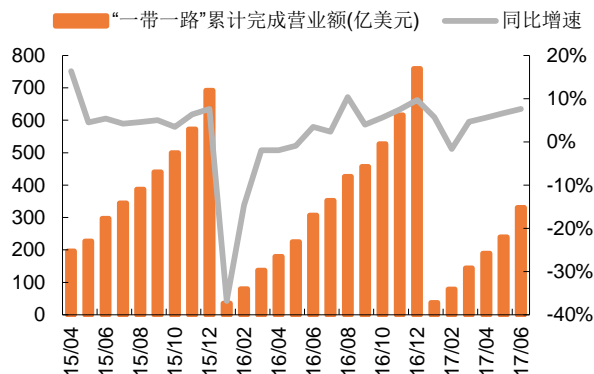
“一带一路”峰会成果逐步显现，公司有望率先受益。“一带一路”作为我国国家级顶层战略，自2013年提出至今，在相关政策的不断催化下发展持续深入。2017年5月“一带一路”峰会上，我国与沿线国家在“政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通”等方面所取得的成果将推动“一带一路”加速发展。受5月份“带路”峰会带动，17年6月“一带一路”当月新签订单同比大增167%，17年上半年累计新签订单714亿美元，同比增长+38.8%，增速较16年同期提高1.8pct。“一带一路”沿线完成营业额稳健增长，截止17年6月，完成营业额331亿美元，同比增长7.6%，较去年同期增加4.1pct。中国电建作为国际工程行业的龙头企业之一，多年来深耕“一带一路”沿线市场，在政策与金融支持的持续加码的背景下，公司将率先受益。

图表28 “一带一路”累计新签合同额增速持续回升



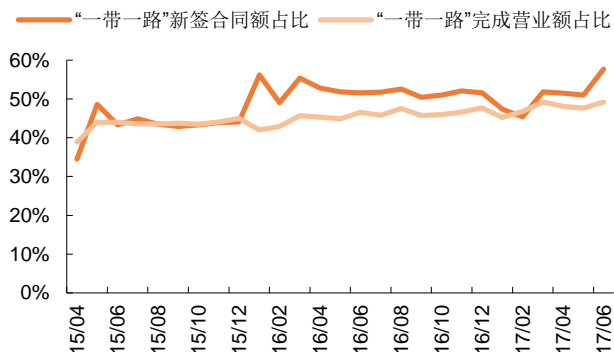
资料来源：商务部、平安证券研究所

图表29 “一带一路”累计完成营业额稳定增长



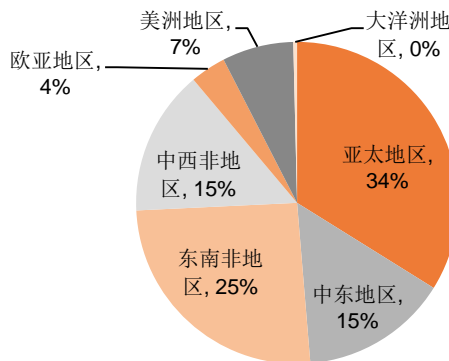
资料来源：商务部、平安证券研究所

图表30 “一带一路”新签合同与营业额占比持续提高



资料来源：商务部、平安证券研究所

图表31 公司海外项目主要分布于“一带一路”沿线地区



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 “一带一路”峰会取得的相关成果

- 论坛通过了《“一带一路”国际合作高峰论坛圆桌峰会联合公报》；
- 发表“一带一路”国际合作高峰论坛成果清单 **270** 多项；
- 论坛期间，同中国签署“一带一路”合作协议的国家和国际组织总数达到了 **68** 个。
- 既涉及宏观政策、发展战略等方面的对接、规划，也包括贸易投资、基础设施互联互通、产业和金融合作、人文交流等领域的务实行动。

资料来源：财政部、平安证券研究所

图表33 “一带一路”峰会公布的相关金融支持政策



资料来源：财政部、平安证券研究所

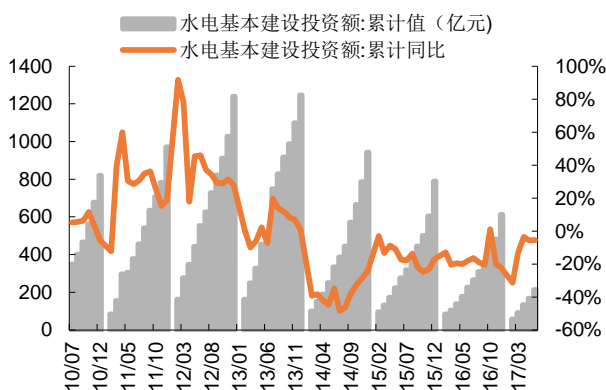
四、传统水利业务稳健发展，布局水环境治理业务

4.1 传统水利业务稳健发展，拓展电力投运业务

水电行业投资高峰已过，积极拓展电力投运业务

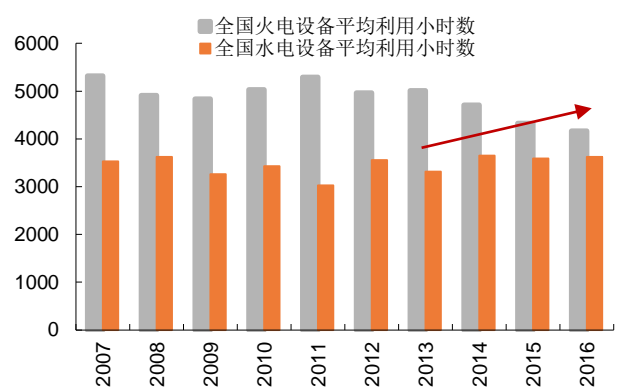
2013年以来，我国水电建设投资持续下滑，根据《水电发展“十三五”规划》，“十三五”期间全国水电投资需求约为5,000亿元，较“十二五”期间的8,000亿元下滑60%。2014年以来全国水电设备平均利用小时数稳步提升，维持在近20年以来高位。公司把握水电行业复苏契机，积极拓展电力投资运营业务。公司控股已运营装机容量保持快速增长，2013-2016年CAGR为+28%。公司电力投资运营收入增长稳健，2016年实现收入77.0亿元，同比增长+14%，毛利率达47%。随着未来公司在建项目逐步竣工转入运营，公司电力投运业务将持续增长。

图34 全国水电基本建设投资持续下滑



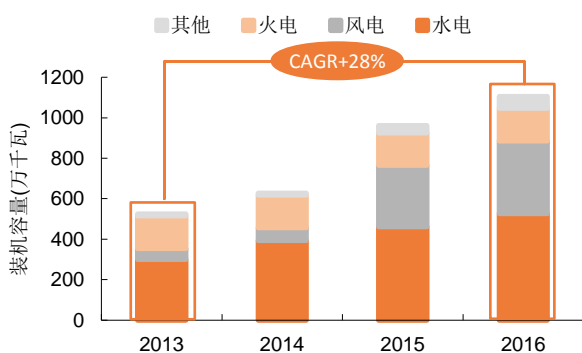
资料来源: Wind、平安证券研究所

图35 全国水电设备平均利用小时数维持高位



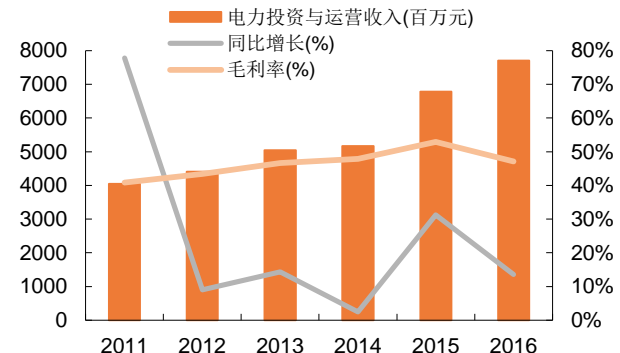
资料来源: Wind、平安证券研究所

图36 公司控股已运营装机容量保持快速增长



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图37 公司电力投资与运营收入保持稳定增长

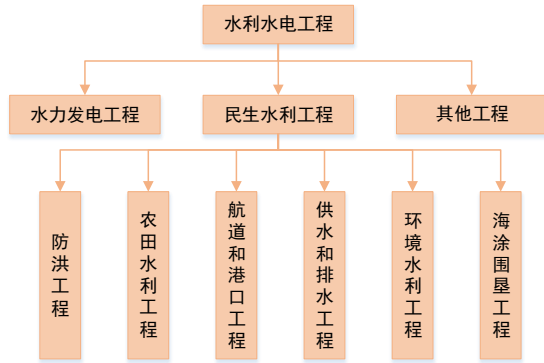


资料来源: Wind、平安证券研究所

民生水利建设维持高景气，传统水利业务稳健发展

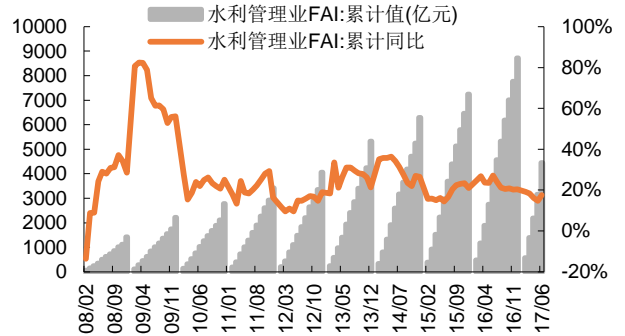
从水利水电行业分类来看，民生水利工程板块维持高景气，水利管理业投资增速高位运行，17年1-6月累计完成投资4,777.4亿元，同比增长+18%。公司积极调整传统主业业务结构，一方面加大传统水利建设（非水电工程领域）市场的开拓力度。

图表38 水利水电工程行业分类情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

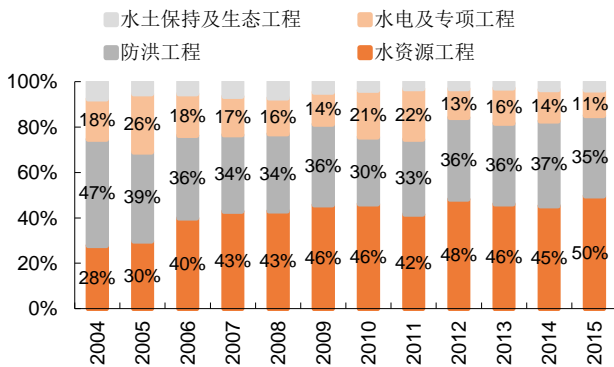
图表39 全国水利管理业固定资产投资增速维持高位



注: 水利管理业投资不包含水力发电、水土保持和水污染治理。

资料来源: Wind、平安证券研究所

图表40 水利建设投资分类占比情况



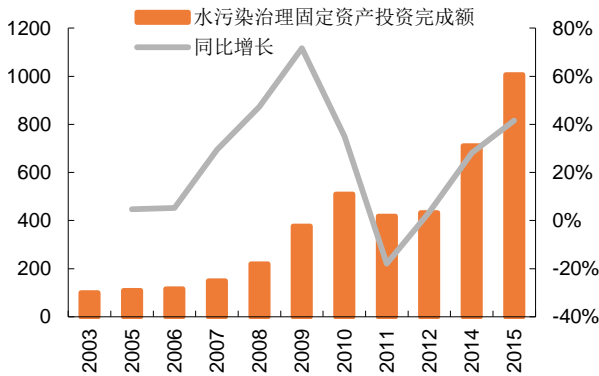
资料来源: Wind、平安证券研究所

4.2 积极布局水环境治理业务，打造利润新增长点

环保政策持续加码，环境治理行业进入快速发展期。2013年以来，我国相关环保政策持续加码，水环境治理成为。2015年全国共完成水污染治理投资1,006亿元，同比增长+42%。随着我国环保政策推进持续深入，我国环保治理投资将维持快速增长。根据全国城市黑臭水体整治监管平台数据显示，目前全国共认定黑臭水体2,000个，合计面积1,484.6平方公里，其中整治完成的仅为10%。根据环保部环境规划院的测算，按照“水十条”的计划，“十三五”期间水污染防治共需投入4.6万亿元。17年4月党中央宣布设立河北雄安新区后，打造优美生态环境成为新区建设的首要任务，未来京津冀地区生态治理投资将提前释放，公司作为央企有望率先受益。

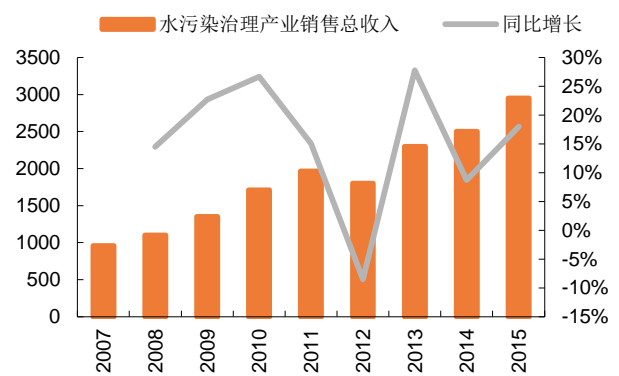
积极拓展水环境治理业务，打造利润新增长点。公司把握环保行业发展机遇，结合自身技术优势，积极拓展水环境治理业务，16年相继中标通州·北京城市副中心水环境治理（潮牛片区）PPP项目（11.04亿元）、河南郑州贾鲁河综合治理（河南郑州）PPP项目（26.98亿元）、深圳茅洲河综合整治（光明新区）水环境治理项目（27.6亿元）等项目。此外公司还于15年底成立了中电建水环境治理技术有限公司，发起成立了“水环境治理产业技术创新战略联盟”，依靠科技创新打造公司发展新引擎。

图表41 水污染治理投资增速不断提升



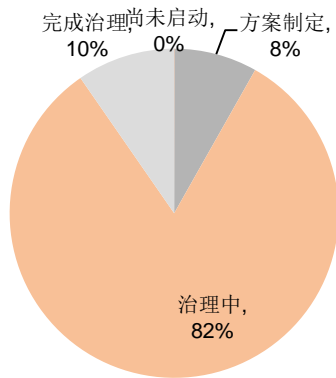
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表42 水污染治理业销售收入增速不断提高



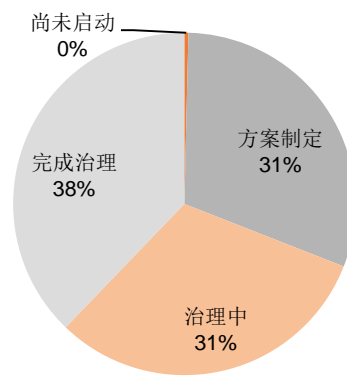
资料来源: 中国环境保护产业协会、平安证券研究所

图表43 全国黑臭水体治理进展 (按面积计算)



资料来源: 全国黑臭水体整治监管平台、平安证券研究所

图表44 全国黑臭水体治理进展情况 (按数量计算)



资料来源: 全国黑臭水体整治监管平台、平安证券研究所

图表45 中国电建公告生态治理项目一览

时间	项目名称	投资额 (亿元)
2014-02	北川河 (核心段) 综合治理一期项目生态河道建设工程	6.70
2014-11	特立尼达和多巴哥马拉巴尔污水流域污水处理厂、集水系统及污水服务连接系统的建设-1期 (WTC147/2013)	5.92
2015-10	新疆 ABH 流域生态环境保护工程一期输水隧洞III标	8.57
2015-12	深圳市茅洲河界河综合整治工程 (深圳部分) 设计采购施工项目总承包 EPC	6.11
2016-1	深圳市茅洲河 (宝安片区) 水环境综合整治项目	123.07
2016-5	河南省南阳市三里河综合整治工程	6.03
2016-8	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
2017-1	四川省成都“拔改组”锦江生态带整治项目 (二期-锦江桥梁建设) (云龙湾大桥)	5.28

时间	项目名称	投资额 (亿元)
2017-6	湖北鄂州市红莲湖岸线整治与水环境保护工程(设计施工总承包)	6.80
	合计	203.96

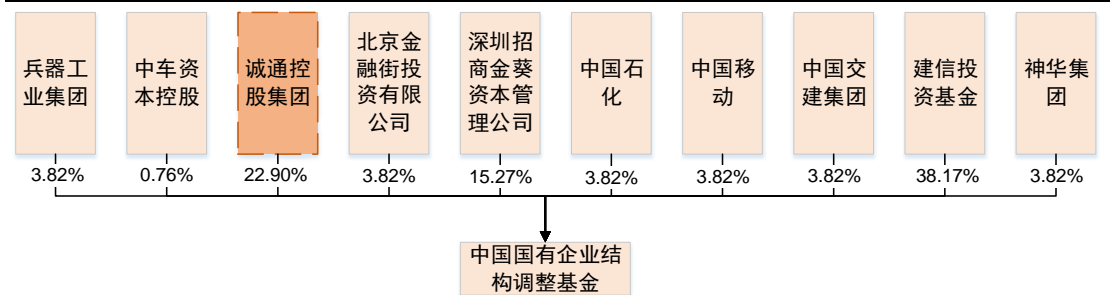
资料来源:公司公告、平安证券研究所

五、定增引入国改基金，未来国改值得期待

定增完成利好公司业务开展，引入国改基金助力公司转型升级

2017年4月，公司以7.77元的价格定向增发15.4亿股，共募资人民币120亿元，用于公司投资项目建设，预计定增完成将使公司资产负债率至80.9%（截止17Q1为82.8%），利好公司业务开展。其中，国企结构调整基金斥资12亿元参与了本次定向增发。国企结构调整基金是由中国诚通集团牵头成立的公司制产业基金，主要用于支持重点国有企业结构调整，投资方向包括战略投资、转型升级和并购重组三大领域。此次参与中国电建非公开发行项目为国改基金第三次参与央企定向增发（此前为中国中冶与中国国航），未来有望与中国电建深入合作，助力公司转型升级。

图表46 国有企业结构调整基金股份有限公司股权结构



资料来源:启信宝网站,平安证券研究所

携手诚通成立房地产平台公司，国改有望深入推进

2017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。4月12日，中国电建全资控股子公司电建地产集团有限公司与中国诚通控股、中国诚通控股所出资企业、中国建筑科学研究院按照25%、35%、35%、5%的持股比例组建平台公司诚通房地产投资有限公司，成为开启双方深入合作的第一步。我们认为，随着公司与中国诚通的合作不断推进，2017年公司国改有望深入推进。

六、盈利预测与投资建议

中国电建是全球水电工程龙头，公司凭借自身资金、管理与政府资源优势大力拓展基建PPP项目，在手订单充足将支撑未来业绩快速增长。公司作为我国海外工程龙头企业之一充分受益“一带一路”战略，未来政府间合作与金融支持政策的持续落地将助力海外项目业绩加速释放。预计公司2017-2018年EPS分别为0.52元和0.61元，对应当前股价PE分别为15.1倍和13.0倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

七、 风险提示

PPP 项目执行进度不达预期，海外业务推进不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	285014	295958	318903	330352
现金	83329	85590	93726	100947
应收账款	36483	41290	47973	51482
其他应收款	18813	20087	23931	25114
预付账款	16319	15235	16808	16344
存货	111316	117261	118509	120282
其他流动资产	18753	16495	17956	16183
非流动资产	215264	243968	271067	296777
长期投资	4289	5989	7699	9519
固定资产	89900	96928	102876	107347
无形资产	57355	76710	95899	114921
其他非流动资产	63721	64342	64593	64990
资产总计	500278	539926	589970	627129
流动负债	252615	263307	297801	323207
短期借款	20993	29220	33977	48139
应付账款	78535	66923	75779	75256
其他流动负债	153088	167163	188045	199813
非流动负债	161914	171103	177792	179481
长期借款	144865	154054	160743	162432
其他非流动负债	17049	17049	17049	17049
负债合计	414529	434410	475593	502689
少数股东权益	24075	25014	26105	27264
股本	13755	15299	15299	15299
资本公积	12731	23186	23186	23186
留存收益	29255	36588	45004	54278
归属母公司股东权益	61674	80502	88272	97176
负债和股东权益	500278	539926	589970	627129

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	28937	4630	30711	24973
净利润	7586	8943	10390	11593
折旧摊销	7103	8773	10117	11433
财务费用	2997	2854	3075	3253
投资损失	-282	-280	-300	-325
营运资金变动	9787	-15660	7429	-983
其他经营现金流	1746	0	0	0
投资活动现金流	-33849	-37197	-36916	-36819
资本支出	28190	25452	24389	22891
长期投资	-1360	-1700	-1710	-1820
其他投资现金流	-7019	-13445	-14237	-15748
筹资活动现金流	24222	28608	11584	6906
短期借款	2814	2007	2000	2000
长期借款	22654	9189	6689	1689
普通股增加	0	1544	0	0
资本公积增加	150	10456	0	0
其他筹资现金流	-1396	5412	2895	3217
现金净增加额	20568	-3959	5379	-4941

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	238696	276097	312421	348093
营业成本	207686	240006	271135	302070
营业税金及附加	2858	3451	3905	4351
营业费用	955	1160	1375	1532
管理费用	14173	16455	18933	21303
财务费用	2997	2854	3075	3253
资产减值损失	997	1097	1152	1209
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	282	280	300	325
营业利润	9524	11354	13147	14699
营业外收入	384	400	410	420
营业外支出	132	132	150	160
利润总额	9775	11614	13407	14959
所得税	2189	2671	3016	3366
净利润	7586	8943	10390	11593
少数股东损益	814	939	1091	1159
归属母公司净利润	6772	8004	9299	10434
EBITDA	26864	26002	29723	33127
EPS (元)	0.44	0.52	0.61	0.68

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	13.2	15.7	13.2	11.4
营业利润(%)	28.0	19.2	15.8	11.8
归属于母公司净利润(%)	29.3	18.2	16.2	12.2
获利能力				
毛利率(%)	13.0	13.1	13.2	13.2
净利率(%)	2.8	2.9	3.0	3.0
ROE(%)	8.8	8.5	9.1	9.3
ROIC(%)	5.8	4.3	4.5	4.5
偿债能力				
资产负债率(%)	82.9	80.5	80.6	80.2
净负债比率(%)	121.2	121.8	121.8	125.3
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	7.2	7.1	7.0	7.0
应付账款周转率	2.9	3.3	3.8	4.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.52	0.61	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.44	0.30	2.01	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.03	5.26	5.77	6.35
估值比率				
P/E	17.9	15.1	13.0	11.6
P/B	2.0	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.9	11.2	10.2	9.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033