

2017年08月29日

中国电建 (601669.SH)

## 业绩稳健增长，国内新签合同快速增加，PPP 驱动业务结构产生转变

■**事项：**公司发布 2017 年半年报，实现营业收入 1200.63 亿元，同比增长 13.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 37.05 亿元，同比增长 7.21%，扣非后同比增长 6.08%。实现 EPS 0.26 元。

■**基建、水环境及房地产业务拉动营收稳步攀升，境外收入实现高增：**公司 2017 年上半年实现营业收入 1200.63 亿元，同比增长 13.80%；营收增长主要来自报告期内公司工程承包业务的增长。**从业务结构来看**，工程承包与勘测设计业务实现营收 964.88 亿元（同比+11.25%），占主营业务收入的 80.36%，主要为公司建设工程、水资源与环境等非传统业务规模稳步攀升、业务结构调整取得良好效果所致。房地产开发、电力投资与运营、设备制造与租赁与其他主营业务分别实现营收 96.86 亿元（同比+33.38%，占营收 8.07%）、46.71 亿元（同比+25.14%，占营收 3.89%）、8.32 亿元（同比+25.53%，占营收 0.70%）、74.83 亿元（同比+18.19%，占营收 6.23%）。其中地产业务通过库存有效去化录得 33.38% 的营收同比增速，成为报告期内公司营收增长的重要驱动因素。**从市场结构来看**，境内市场实现营收 896.14 亿元（同比+11.57%），占比 74.64%；境外市场实现营收 295.46 亿元（同比+21.12%），占比 24.61%。境内市场仍是公司收入的主要来源，我们认为动因来自 PPP 项目带动下的工程承包业务及地产业务增长；境外市场的增长主要为公司境外项目新签及履约顺利、营收规模不断增长，自上市以来同期境外收入占比始终保持在 25% 左右。**分季度看**，公司 2017Q1、Q2 分别实现营收 530.62 亿元（同比+8.67%）、670 亿元（同比+18.22%）；Q2 营收环比增速达到 26.27%，营收有加速增长趋势。

■**盈利能力同比基本持平，财务费用受有息负债及汇兑损失增加影响增幅较大：****毛利率方面**，报告期内公司综合毛利率为 13.16%，同比微降 0.04 个 pct。从业务结构来看，工程承包与勘测设计业务毛利率为 11.80%（同比+0.24 个 pct），毛利贡献占比 72.57%，是公司最重要的利润来源。电力投资与运营业务毛利率为 47.86%（同比-2.95 个 pct），仍为公司毛利水平最高主营业务，同比下滑主要受大用户直供电价和外送电价下调、煤炭价格上涨等因素综合影响。地产业务毛利率为 17.12%（同比-3.59 个 pct），同比下滑主要为上年同期确认收入的楼盘为毛利较高的高端产品，而本期该种产品减少。设备制造与租赁业务毛利率为 5.35%（同比-5.59 个 pct），同比下滑幅度最大，主要为租赁业务的毛利率下降拉低所致。从市场结构来看，境内业务毛利率 14.00%，同

## 公司动态分析

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：10.60 元  
股价 (2017-08-28) 8.29 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	126,829.00
流通市值 (百万元)	79,584.00
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	5.98/8.75 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.14	-1.55	25.92
绝对收益	2.22	6.57	35.44

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004  
wangxin4@essence.com.cn  
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

中国电建：国内新签合同快速增长，水利电力类项目占比下降/苏多永	2017-07-26
中国电建：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/苏多永	2017-05-11
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/苏多永	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	2017-04-21

比微增 0.07 个 pct；境外业务毛利率 10.62%，同比减少 0.15 个 pct。**期间费用方面**，报告期内公司费用率为 8.01%，同比增长 0.93 个 pct；其中管理费用同比+15.62%，财务费用同比+85.91%。财务费用同比增幅较大主要为有息负债利息支出及汇兑损失增加所致；报告期内公司短期借款较去年同期增加 254.49 亿元（+127.12%）、较期初增加 244.75 亿元，是有息负债增加的主要构成，我们分析主要与公司在手 PPP 项目数量增多后前期投资及施工所需资金压力较大有关。我们判断后续随着公司定增补流资金对上述有息负债的逐步置换，下半年利息支出有望得到有效控制。此外，受人民币升值因素影响，公司本期汇兑净损失达到 1.44 亿元（去年同期为-4.99 亿元）。**资产减值方面**，报告期内公司发生资产减值损失 5.05 亿元（同比+73.54%），主要为报告期内公司坏账损失及存货跌价损失分别增加 1.76 亿元与 0.42 亿元所致。**净利率及 ROE 方面**，公司报告期内销售净利率为 3.34%，较 2016 年同期减少 0.29 个 pct；ROE（加权）为 6.04%，较 2016 年同期减少 0.69 个 pct。

#### ■经营及投资性净现金流流出增加，在手货币资金达到历史最高值：

**经营性净现金流方面**，报告期末公司经营活动产生的现金流量净额为 -136.59 亿元，较 2016 年同期流出增加 148.65 亿元，主要为公司工程承包项目施工付现成本增加快于回款，同时公司用于项目投标的保证金有所增加。**投资性净现金流方面**，报告期末公司投资活动产生的现金流量净额为 -303.67 亿元，较 2016 年同期净流出增加 177.08 亿元（同比 -139.87%），主要是报告期内 PPP/BOT 项目投资规模增长所致。**筹资性净现金流方面**，报告期末公司筹资活动产生的现金流量净额为 461.11 亿元，较 2016 年同期净流入增加 320.45 亿元（同比+227.81%），主要系报告期内公司权益融资及债务融资增加所致。**在手资金方面**，公司报告期末货币资金余额为 836.79 亿元，较 2016 年同期增加 209.64 亿元（同比+33.43%），较期初增加 3.51 亿元，为公司上市以来的历史最高值。**应收、预收及应付账款方面**，公司报告期末应收账款为 463.78 亿元，较去年同期增加 90.67 亿元（同比+24.30%），较期初增加 98.95 亿元；预收款项为 736.25 亿元，较 2016 年同期增加 103.94 亿元（同比+16.44%）；应付账款为 784.63 亿元，较 2016 年同期增加 135.25 亿元（同比+20.83%）。

#### ■新签合同额快速增长，PPP 项目带动基建等非传统业务占比提升：

公司公告显示，2017 年 1-7 月累计新签合同总额 2877.88 亿元（同比+29.34%）。其中新签国内合同 2136.77 亿元，同比增长 42.83%，占新签合同总额的 74.25%；新签海外合同 741.11 亿元，同比增长 1.65%，占新签合同总额的 25.75%。1-7 月新签合同中，新签水利电力类合同额 962.49 亿元（同比-14.90%）；新签水利电力类合同占新签合同总额的比例为 33.51%，较去年同期下降 17.32 个 pct。**水利电力类项目新签合同额在同期新签合同总额中的占比下降，体现公司在业务结构上出**

**现了转变。**公司通过 PPP 模式大力开拓城轨、公路、铁路、市政、综合管廊等重点基建领域项目承揽力度，公司中报显示，2017 年上半年，公司国内基础设施业务完成新签合同 1393.5 亿元，同比增长 84.4%；实现营业收入 399.5 亿元，同比增长 33.1%；报告期内公司新签 PPP 项目 924 亿元，同比增长 162.5%。叠加公司 2016 年中标 PPP 项目 1982.7 亿元，我们预计公司在手 PPP 合同额或突破 2900 亿元。除了国内 PPP 业务，公司积极开拓海外，特别是“一带一路”沿线市场。公司中报显示，上半年公司实现海外营业收入 295.46 亿元人民币，同比增长 21.12%。截至报告期末，公司在“一带一路”沿线的 42 个国家设立了 105 个代表处或分支机构，在 36 个国家执行 551 份项目合同，合同金额 2205.92 亿元，上半年新签合同额 310.02 亿元；公司还在“一带一路”沿线 42 个国家，跟踪 1639 份项目合同，合同金额估价达 5577 亿美元，公司成为推动“一带一路”建设的重要力量。此外，公司已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，中报显示 2017 年上半年，公司在水环境领域累计签约合同 87.6 亿元。“十三五”期间水环境治理业务将迎来黄金发展期，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。

■**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 10.60 元，相当于 2017 年 20 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	238,968.4	271,229.1	307,519.5	348,788.7
净利润	5,236.5	6,771.8	8,085.3	9,740.5	11,956.9
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)	24.2	18.7	15.7	13.0	10.6
市净率(倍)	2.3	2.1	1.7	1.5	1.4
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%	1.0%	1.3%	1.5%	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	3,078.6	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	11,299.2	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	11,956.9	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	0.09	0.11	0.13	0.16
						分红比率	20.2%	19.3%	20.0%	20.1%	20.1%
						股息收益率	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	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	11,956.9	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)	24.2	18.7	15.7	13.0	10.6
公允价值变动损失	-0.4	1.5	0.8	-0.1	-0.2	PB(X)	2.3	2.1	1.7	1.5	1.4
财务费用	5,485.5	3,839.9	5,124.3	3,776.0	3,078.6	P/FCF	6.1	5.2	-3.8	68.3	10.3
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	9.4	6.3	6.4
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	1.6	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	0.6

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

王鑫、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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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