

依靠非水电和海外扩张，实现大土木战略

建筑行业公司研究报告
2015年05月27日

——中国电建(601669.SH)首次覆盖研究

分析师 邵帅

执业证书 S0110512080001

电话 010-59366111

邮件 shaoshuai@sczq.com.cn

研究助理 刁阳

电话 010-59366179

邮件 diaoyang@sczq.com.cn

行业数据 2015/05/27

股票家数(家) 59

总市值(亿元) 25678.03

流通市值(亿元) 21630.05

平均涨跌幅(%) 0.22

每股收益(TTM, 元) 0.57

公司数据 2015/05/27

总市值(亿元) 1650.24

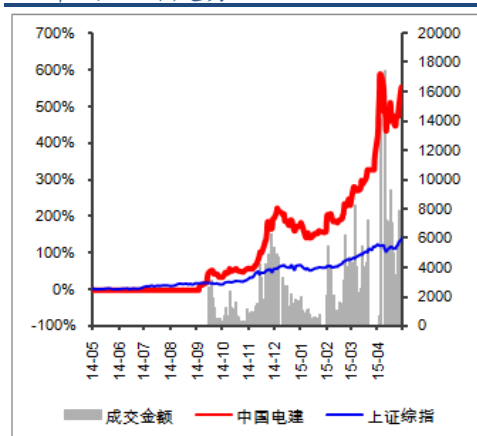
流通市值(亿元) 567.27

总股本(亿股) 96

流通股本(亿股) 33

12个月价格区间 2.65~20

一年内股价走势



相关研究

1.关注清洁能源建设(中字头建筑公司2015年跟踪研究)(2015.5.13); 2.发力风电建设, 一带一路优势逐步释放(中国电建2014年报点评.(2014.4.27);

投资要点

■ **基本面状况很好。**财务方面：总资产规模保持稳定增长，公司成长性良好；营业收入增速平稳，盈利质量高；现金流充裕为公司参与特许经营项目奠定基础，无流动性风险。业务方面：工程承包类业务营收占比最高，水利水电投资建设仍是传统核心业务，非水利水电业务正进入品牌塑造阶段；地产开发销售类业务增速最快；在手订单充裕为后期持续盈利奠定基础。

■ **提前布局“一带一路”，先发优势助推后期建设。**在“一带一路”区域内的34个国家中承担工程承包业务，在建项目223个、跟踪项目948个，业务范围覆盖电力、水利、房屋建筑、市政、交通等领域，合同总额约232.78亿美元，后期将重点开展丝绸之路经济带、非洲互联互通、中巴经济走廊、中孟印缅经济走廊、中泰铁路、中老铁路等双边和多边合作。我们认为，作为国内水利水电建设龙头企业，公司凭借其长期积累的技术优势以及国外项目的经验积累，将在一带一路中大展拳脚，预期海外业务增速将大幅提高。从业务开展模式上，预期公司将探索EPC模式实现工程总承包。

■ **清洁能源建设长期利好中国电建。**国务院《能源发展战略行动计划(2014-2020)》明确提出：到2020年力争常规水电装机达到3.5亿千瓦左右；建设9个大型现代风电基地以及配套工程，积极发展分布式风电，稳步发展海上风电，风电装机达2亿千瓦；到2020年，风电装机达到2亿千瓦，风电与煤电上网电价相当。我们认为，发展可再生能源，逐步削弱煤炭消费是今后5~10年能源政策基调，特别是水利水电建设将成为未来几年建设的主攻点，这与公司主营业务非常契合；风力发电占总发电量比例仍很小，市场潜力巨大，除了发展陆上风电外，海上风电建设预期也将成为非常重要的市场空间。公司于2014年并入了风力勘察设计业务，快速切入这一市场。

■ **投资建议。**考虑到政府对发展清洁能源的高度重视，以及清洁能源市场的广阔前景，长期看公司股价在基本面的支撑下仍有上涨空间。预测公司2015/2016/2017年EPS 0.508/0.55/0.599元，给予27元6个月目标价(对应2016年49倍PE)，给以“增持”评级。

■ **主要风险提示。**海外项目建设、运营和投资回收较长。工程所在国的政治波动、自然灾害、法规变动及汇率波动都可能对海外业务的正常开展产生不利影响。

目录

1	公司简介	6
1.1	简介	6
1.2	控股公司主营业务紧靠水利水电建筑施工，且业绩优良	6
1.2.1	流通股占比较小，限售股解禁压力较大	6
1.2.2	股东持股户数增加，但户均持股数量下降，持股集中度微降	6
1.2.3	控股公司 29 家，均为绝对控股，主营业务多为水利水电建筑施工	7
1.3	管理团队：新官上任，思维绵密细致，领导集团改革转型	8
1.4	资质情况：资质全面、等级很高，具备海外项目承揽资格	9
1.5	公司过往经营历史辉煌，获得过多项行业顶级奖项	10
2	财务分析和业务分项分析	11
2.1	综述分析	11
2.1.1	财务报表分析	11
2.1.2	财务比率分析	13
2.1.3	其它分析	14
2.2	业务分项分析	14
2.2.1	综合分析：工程承包类业务营收占比最高；地产开发销售类业务增速最快；国内业务增速和占比均超国外，持续深耕国内市场	14
2.2.2	工程承包业务：水利水电投资建设为主，全面发展“大土木”业务	15
2.2.3	房地产业务：公积金贷款放宽加速楼市去化，预计年内销售继续提速	16
2.2.4	电力投资与运营业务：受火力发电规模收缩影响整体盈利走低	18
2.2.5	设备制造与租赁业务：占总营收比重最小，稳步发展	19
3	行业发展趋势分析	20
3.1	煤电行业：《行动计划》剑指节能减排，行业预期整体收缩	20
3.2	清洁能源：积极发展“清洁经济”建设，长期利好中国电建	20
3.3	基建行业(非水电类):量化宽松降利息；提前布局“一带一路”助推后期建设；城市轨交与铁路双雄引领非水电业务	22
3.3.1	货币政策持续宽松利好中国电建	22
3.3.2	国外市场：中国电建提前布局“一带一路”，先发优势助推后期建设	22
3.3.3	国内市场：城市轨交与铁路双雄引领公司非水电建设业务	22
4	上市公司对比分析	23
4.1	概况：均为国企；均为多元化经营；均涉足水利水电建设和发电业务；电建营收和利润排第一	23
4.2	财务基本面对比	24
4.3	新增订单对比	28
5	市场表现与投资价值分析	29
5.1	市场表现与估值变化	29
5.2	公司业绩预估	30

5.3	涉及的概念类	31
5.4	投资建议	32
5.5	风险提示	32

图目录

图 1: 股东开户数量和户均持股数量变化	7
图 2: 2012~2014 年资产和利润的变化	12
图 3: 应收项目//营业收入、经营净现金流/净利润	12
图 4: 各类业务历年营收.....	15
图 5: 工业用电量和第三产业用电量同比(%).....	18
图 6: 上市公司股价市场表现(年初至 5 月 22 日)	30
图 7: 上市公司市盈率变化	30

表目录

表 1:控股子公司情况(按 2014 年净利润排序).....	8
表 2:主要资质等级概览.....	10
表 3:近三年新签合同和存量合同情况.....	16
表 4:近期出台的楼市调控政策.....	17
表 5: 各省（区、市）燃煤发电上网电价和工商业用电价格调整表.....	19
表 6:水利水电建设类上市公司概况.....	24
表 7:总资产和流动资产增速对比.....	25
表 8:经营性资产增速、占比分析.....	25
表 9:“盈余公积金+未分配利润”对比变化.....	26
表 10:应收项目占当年营收比重变化.....	26
表 11:毛利率和ROE变化趋势.....	27
表 12:营业利润和净利润变化对比.....	27
表 13:现金流对比分析.....	28
表 14: 2014 年新增订单情况.....	29
表 15: 主要业绩指标.....	31
表 16:财务预测数据(2015.5.25).....	33

1 公司简介

1.1 简介

中国电力建设股份有限公司是由原中国水利水电建设集团公司整体改制的股份公司，成立于2009年11月30日，是我国规模最大、科技水平领先、最具实力、行业品牌影响力最强的水利水电建设企业。2011年10月公司股票在上海证券交易所挂牌交易(股票简称“中国电建”，证券代码601669.SH)。第一大股东是中国电力建设集团有限公司(持股67.43%)，实际控制人是国资委。

公司主营四大业务：建筑工程承包、电力投资与运营、房地产开发以及设备制造与租赁。其中，建筑工程承包业务是最主要的营收来源。2014年年报显示，公司总营收为1656.4亿元，营业利润65.84亿元。其中建筑工程承包业务营收1448.5亿元，占比高达87.45%。公司营收和营业利润位居所有水利水电建设类上市公司第一名。

1.2 控股公司主营业务紧靠水利水电建筑施工，且业绩优良

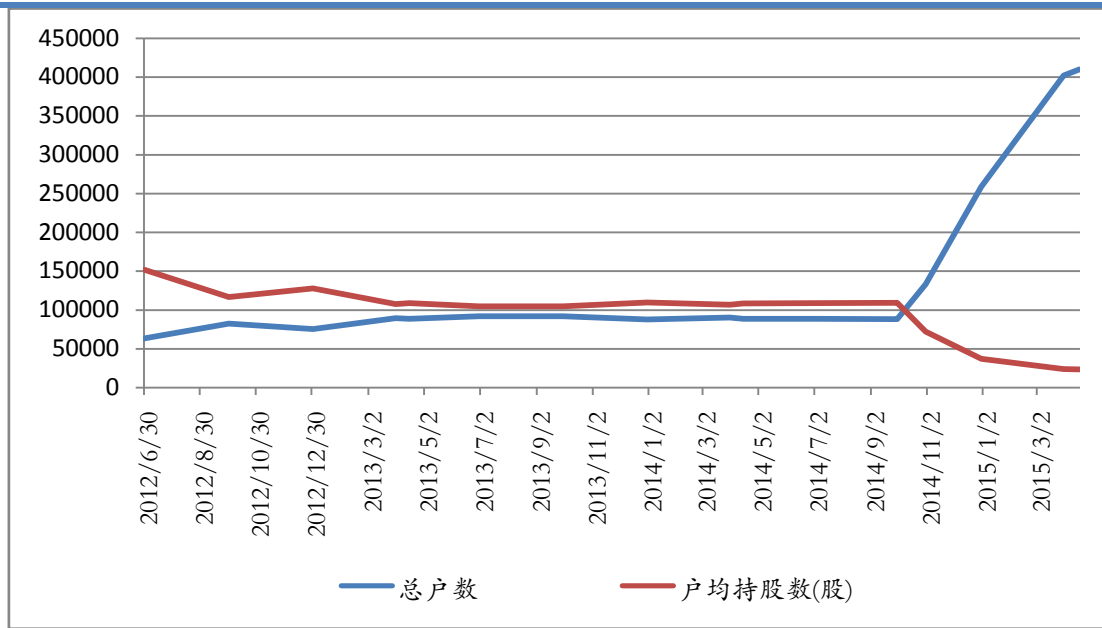
1.2.1 流通股占比较小，限售股解禁压力较大

按照最新股本变动，当前公司总股本96亿股，流通股33亿股(约占34.37%)，均为A股。约63亿股限售股均为国有法人持股。根据限售股解禁时间表，所有限售股将于2015年10月19日解禁，届时或将出现部分股票套现引发股价放量下跌，二级市场解禁压力较大。

1.2.2 股东持股户数增加，但户均持股数量下降，持股集中度微降

自2014年10月起，股东开户数量急速攀升，但户均持股数量显著下降。截至2015年4月17日，公司股东开户总数为409654户，户均持股23434股。与2014年9月30日相比，开户总数增长了207.81%，而户均持股数下降了78.5%，持股集中度有所下降。前十名股东持股比例数据显示，当前比例较2014年9月底下降了3.8个百分点，但仍占69.64%。

图 1：股东开户数量和户均持股数量变化



资料来源：WIND、首创证券研发部

1.2.3 控股公司 29 家，均为绝对控股，主营业务多为水利水电建筑施工

公司控股子公司共 29 家，并与 14 家公司联营。29 家控股子公司中，以水利水电建设为主营的共 21 家；以电力投资与运营的公司共计 3 家；以项目建设与投资为主的共 3 家。房地产开发和机械设备租赁子公司各 1 家。公司控股子公司紧紧围绕水利水电施工主营业务，并涉及地产开发和设备租赁等，凸现集团整体主营业务结构非常集中，行业竞争力很强。

从盈利情况分析，所控制的 29 家子公司有 28 家公司在 2014 年实现集体盈利，**子公司盈利状态甚佳**。2014 年合计实现净利润 63.44 亿元，较 2013 年的 65.8 亿元(共计 37 家子公司)小幅下降了 3.58%。我们认为，子公司总体盈利略降与固定资产投资整体下行以及国内水利水电建设市场逐渐饱和有关。其中，前六家子公司 2014 年净利润合计占比过半(54.66%)，是集团合并利润的主要贡献公司。分别为中国水利水电第七工程局、水利水电第十四工程局、中电建路桥集团有限公司、中国电建地产集团有限公司、水利水电第四工程局和水利水电第八工程局。

表 1:控股子公司情况(按 2014 年净利润排序)

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	净利润(万元)	主营业务
1	中国水利水电第七工程局有限公司	子公司	100.00	78079.9	建筑施工
2	中国水利水电第十四工程局有限公司	子公司	100.00	68013.4	建筑施工
3	中电建路桥集团有限公司	子公司	100.00	57346.34	建筑施工
4	中国电建地产集团有限公司	子公司	100.00	54154.28	房地产开发
5	中国水利水电第四工程局有限公司	子公司	100.00	48872.85	建筑施工
6	中国水利水电第八工程局有限公司	子公司	100.00	40341.4	建筑施工
7	中国水利水电第十一工程局有限公司	子公司	100.00	38439.59	建筑施工
8	中国水利水电第十三工程局有限公司	子公司	100.00	34193.67	建筑施工
9	中水电海外投资有限公司	子公司	100.00	27315.35	海外投资,项目建设
10	中国水利水电第五工程局有限公司	子公司	100.00	25937.29	建筑施工
11	中国水电建设集团国际工程有限公司	子公司	100.00	24408.05	建筑施工
12	中国水利水电第十工程局有限公司	子公司	100.00	21259.19	建筑施工
13	中国水利水电第三工程局有限公司	子公司	100.00	15641.05	建筑施工
14	中国电建集团甘肃能源投资有限公司	子公司	100.00	13435.76	电力投资与运营
15	中国水电建设集团十五工程局有限公司	子公司	100.00	12443.13	建筑施工
16	中国水电基础局有限公司	子公司	100.00	12408.58	建筑施工
17	中电建水电开发集团有限公司	子公司	94.00	11086.55	电力投资与运营
18	中国水利水电第十六工程局有限公司	子公司	100.00	11076.01	建筑施工
19	中国电建集团租赁有限公司	子公司	100.00	10254.8	机械设备租赁
20	中国水利水电第九工程局有限公司	子公司	100.00	8671.2	建筑施工
21	中国水利水电第六工程局有限公司	子公司	100.00	7993.23	建筑施工
22	中国水电建设集团新能源开发有限责任公司	子公司	100.00	5522.52	电力投资与运营
23	中国水利水电第一工程局有限公司	子公司	100.00	3357.48	建筑施工
24	中电建建筑集团有限公司	子公司	100.00	2503.4	建筑施工
25	中国电建集团铁路建设有限公司	子公司	99.50	1192.64	建筑施工
26	中国水电建设集团港航建设有限公司	子公司	100.00	668.85	建筑施工
27	中电建南方建设投资有限公司	子公司	100.00	82.74	项目建设投资
28	中水电成都建设投资有限公司	子公司	100.00	11.59	项目建设投资
29	中国水利水电第十二工程局有限公司	子公司	100.00	-265.96	建筑施工
合计	——	——	——	634,444.88	——

资料来源: WIND、首创证券研发部

1.3 管理团队: 新官上任, 思维绵密细致, 领导集团改革转型

董事会共9名成员, 其中包含董事长在内的4名核心董事大部分在2014

年前后上任，总体上任时间较短，属于新上任管理层。上任前均在水利水电类相关公司有多年行业从业经验和管理经验。

从学历层次分析，董事会成员中硕士学历3名，本科学历5名，博士1名，整体学历层次较高。不仅如此，4名核心董事中有3名为教授级高级工程师，还有一名为高级工程师，职称层次总体较高。

从年龄层次分析，核心董事会成员年龄处于53~58岁之间，处于行业经验积淀丰富、任脉积累丰厚、决策更理性的年龄段，按照当前退休年龄计算仍处于大有可为的阶段。

高级管理人员也大多具备建筑专业背景，并在分公司历练多年，逐步被提升到现任管理团队中，具备多年的基层工作经验和管理经验；学历层次上，形成了以硕士为主、博士和本科为辅的高学历管理团队；年龄分布在49~57岁之间，与董事会成员年龄较为接近，在沟通、执行方面能保持一致。

1.4 资质情况：资质全面、等级很高，具备海外项目承揽资格

不仅包括勘察、设计、施工总承包三大工程建设类资质，还拥有工程咨询、工程监理、地产开发、机场轨道交通专业承包等多个专业性的服务资质。此外，公司还拥有对外工程承包经营权，为取得海外工程承包资格铺平道路。

资质等级很高。具备水利水电工程施工总承包特级资质和公路工程施工总承包两个特级资质；具备工程设计、勘察、咨询、测绘、造价等多个专业性甲级资质；具备电力工程施工总承包、房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包等多个专业性施工总承包一级资质。高等级资质使得公司具备大项目承揽资格。

表 2:主要资质等级概览

甲级资质	一级资质
工程设计综合甲级资质	电力工程施工总承包壹级资质
工程勘察综合甲级资质	房屋建筑工程施工总承包壹级
预应力工程与特种专业承包甲级	市政公用工程施工总承包壹级
工程咨询甲级	港口与航道工程施工总承包壹级资质
工程测绘甲级	机电安装工程施工总承包壹级资质
地质灾害治理工程勘察、设计、施工、 监理单位甲级	房地产开发企业壹级
工程监理甲级	隧道工程、桥梁工程施工专业承包壹级
水利工程建设监理单位甲级	机场场道工程专业承包壹级
	电力设施承装修工程专业承包壹级
工程造价咨询企业甲级	地基与基础工程专业承包壹级
	堤防工程专业承包壹级
权利权限	特级资质
进出口贸易权	水利水电工程施工总承包特级资质
对外工程承包经营权	公路工程施工总承包特级资质

资料来源：公司官网、首创证券研发部整理

1.5 公司过往经营历史辉煌，获得过多项行业顶级奖项

淮河入海水道近期工程、贵州洪家渡水电站、四川二滩水电站、昆明新机场以及京沪高铁工程等土木工程项获得中国土木工程设立的最大奖项——**詹天佑奖**。广州抽水蓄能电站一期工程、云南鲁布革水电站工程、黑龙江莲花水电站工程、云南大朝山水电站工程、柬埔寨甘再水电站和彭水电站等水利水电工程获得国内建筑行业工程质量最高荣誉奖——**鲁班奖**。

除获得顶级建筑奖项外，公司还曾获得多个国内建设奖项。如2009年12月，公司获中国对外承包工程企业社会责任金奖。2009年1月，房地产公司获“博鳌论坛”两项大奖。2009年4月，公司9项科技成果获2008年度中国电力科学技术奖。2009年12月，公司3项工程获中国水利工程行业优质工程的最高奖项——大禹奖。

2009年11月，由美国《工程新闻纪录》和中国《建筑时报》共同评选的2009年“中国承包商和工程设计企业双60强”揭晓。公司以国内外总承包营业收入574.34亿元的成绩位列上榜的60强承包商的第6位，同时位列2009年最具国际拓展力承包商排行榜第5位、2009年“中国承包商60强”利润总额排行榜第6位及2009年承包商工程设计营业收入排行榜第9位。

2012年，公司承建的贵州北盘江光照水电站工程荣获国家优质工程金奖，是水电行业唯一一个国优金奖；天津大道工程、安徽琅琊山抽水蓄能电站工程、缅甸瑞丽江一级水电站工程荣获国家优质工程银奖。

根据2014年美国《工程新闻纪录》(ENR)的排名，公司营收总收入位列

全球最大250家工程承包商第14位，在上榜的中国企业中排名第七位。

2014年先后获得了新浪财经首届中国上市公司评选——最具社会责任上市公司、中国证券报第十六届中证上市公司金牛奖——最佳投资者关系奖、上海证券交易所信息披露工作年度评价A类公司、人民网第九届人民企业社会责任奖——年度最佳上市公司；中国上市公司协会2014年度最受投资者尊重的百强上市公司等奖项。

2 财务分析和业务分项分析

2.1 综述分析

2.1.1 财务报表分析

总资产规模保持稳定增长，公司成长性良好；营业收入增速平稳，盈利质量高；现金流充裕，无流动性风险

(1) 资产负债分析：总资产保持稳定增长，成长性良好；存货类资产增长迅速为以后向营收转化奠定基础；经营成果对成长性贡献有所提升

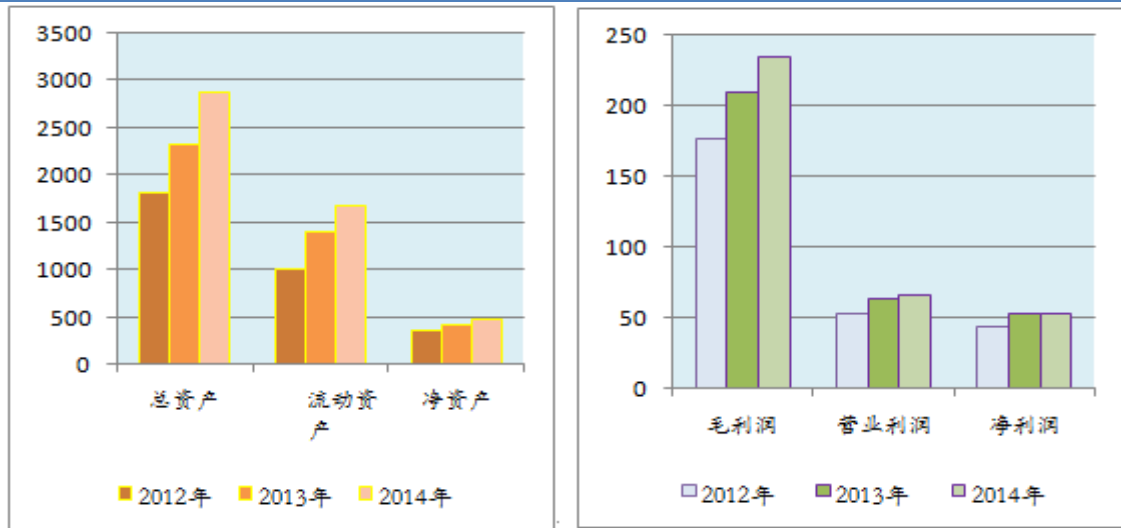
总资产连续3年保持25.7%的稳定复合增长，体现出良好的成长性。其中流动资产复合增速为29.1%，非流动资产增速21.2%，流动资产增速度快于非流动资产，表明公司资产短期变现能力进一步增强，为公司短期偿债能力提供进一步的保障。从资产占比分析，流动资产占总资产比例较高，基本保持在55%~60%之间，非流动资产则保持在40%左右。

流动资产中，占比最高的三项分别为货币资金、应收款项和存货。其中存货类占比最高(占流动资产的45%左右)，且连续三年比重持续提升(由2012年的38.6%提升到2014年的46.2%)，连续三年复合增速也高达41.2%，展现出强劲的增长势头。由于存货类资产中占比最高的两项为已完工未结算资产和房地产开发成本，我们分析认为，一方面国家为防止经济下滑过快加速推动基础设施建设，铁路、公路、市政以及水利水电建设等项目批复提速引起基建项目需求向好；另一方面，电建自身注重多元化战略，当前公路、市政、房建等非水电业务对新签订单、收入、利润等贡献已具备规模。因此，开工项目逐年增多随之引起完工未结算项目和在建项目不断增加，存货类资产不断攀升。应收款项随营收增长而增长，其占营收的比重基本稳定在15%左右。货币资金逐年增长反映出公司现金流总体持续向好，短期流动性风险降低。

负债与净资产保持稳步增长，复合增速分别保持在27.5%和17.4%。分项分析，总负债中流动负债增速较快(超30%)，反映出公司短期偿付有所增加；净资产中，未分配利润增长显著，反映出经营成果对公司成长的贡献有所提升，公司治理成效显著。

图 2：2012~2014 年资产和利润的变化

单位：亿元



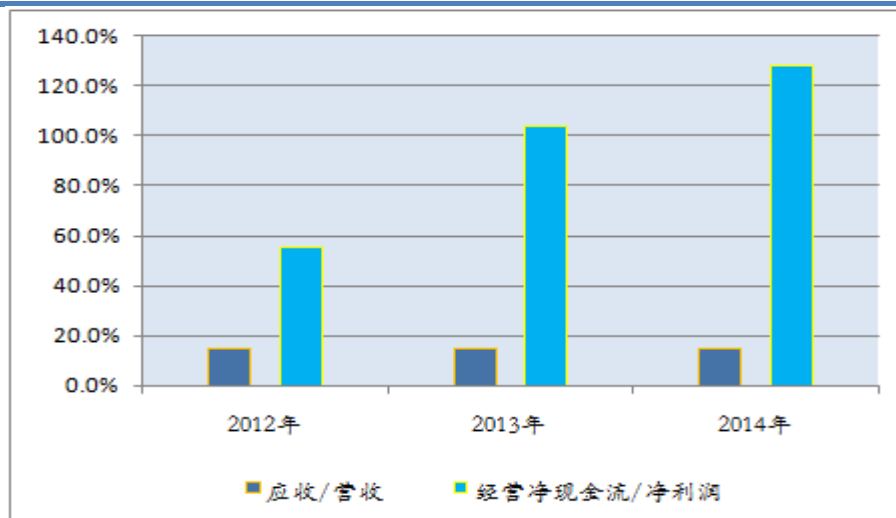
资料来源：WIND、首创证券研发部

(2) 利润表分析：净利润中现金部分占比较高，盈利质量高

营业收入连续三年复合增速为14.7%，同比增长加快。“应收票据+应收账款”合计占营收的比例近三年保持在15%左右，最近一年略有下降，其连续三年复合增速为13.6%，与营收增速基本一致。我们认为，营收中应收款项占比很低说明公司具备很强的款项回收能力，也说明净利润中现金比重较高。营业利润连续3年复合增速为11.3%(最近一年增速仅4.1%)，低于营收增速，表明公司成本费用有所增长。归属母公司股东所有者净利润复合增速为8.1%，最近一年增速仅5%，增幅较小。

从经营性净现金流与净利润的对比来看，2012~2014年“经营活动现金流/净利润”由0.55倍持续上升到1.28倍。充分说明企业创造自由现金流的能力显著增强，企业盈利质量好，现金流充足。

图 3：应收项目//营业收入、经营净现金流/净利润



资料来源：WIND、首创证券研发部

(3)现金流量表分析：现金流充裕为公司参与特许经营项目奠定基础

经营活动净现金流连续三年持续为正，且复合增速高达66.9%，主要因为境外项目业主支付预付工程款大增所致。主营业务持续产生高速增长现金流反映出公司产品竞争力持续提升。

投资活动净流量持续为负且有所增长，相应融资活动净流量持续为正也不断增长，且融资流入以银行借款为主。投融资净流量相抵消后，连续三年持续改善且最近一年为正数。表明公司仅依靠融资就能解决投资所需，融资能力显著增强。

三项活动现金流净额近三年由负转正且显著改善，公司期末现金余额显著增加。充足的现金储备为公司承建BT、BOT等类型的项目，甚至PPP类项目奠定了基础。

2.1.2 财务比率分析

长短期偿债能力均有保障；盈利能力稳重有降；营运能力总体有所下降

(1)偿债能力：短期和长期偿债能力均有保障，财务风险较低

短期偿债能力总体有保障。近三年流动比率分布在1.1~1.2之间，较为安全。扣除存货之后的速动比率逐年下降，由2012年的0.71下降为2014年的0.61，大于0.5的一般安全阈值。我们认为尽管速动比率逐年下降，但仍处于安全边际之内，短期偿债能力有保障。

长期偿债能力安全。近三年利息保障倍数保持在2.8倍以上，充分说明公司收益在利息偿付方面无风险。现金流量利息保障倍数逐年增强，最近一年达到1.83倍，说明企业现金在利息实际支付方面有保障。

(2)盈利能力：销售净利率和股东回报率稳中有降

2012年~2014年销售净利率稳重有降，但保持在3.1%以上；平均净资产收益率稳重有降，但保持在11.8%以上；总资产报酬率也基本保持在2%以上。盈利能力总体较稳定。

(3)营运能力：营运能力总体下降，但应收款项周转速度加快

应收账款周转率逐渐上升，由2012年的7.25稳步上升为2014年的7.39，结合前述分析易知周转率上升是由于销售收入的提升速度快于应收账款的提升速度所致，与公司的销售回款力度增强相关。应收账款周转增强表明公司更加注重工程款项回收工作，应收款项变现程度加快；然而，从总资产周转分析，2012~2014年总资产周转次数有所降低，由0.73逐步降到0.64，资产整体的运营效率有所下降。

(4)成长能力：EPS增速下降但每股净资产同比增长

EPS增速有所下降。2013年同比增速为10.4%，2014年增速降为5.11%；每股净资产同比增长。2013年增速为9.55%，2014年增速上升为18.29%。

2.1.3 其它分析

(1)资产质量状况：资产对股东权益的贡献大比例增长，资产整体状况佳；资产对股东权益的贡献体现在股东权益的非入资性增值部分。数据显示，从2012年到2014年，“盈余公积+未分配利润”合计金额由最初的103.1亿元逐渐上升到171.5亿元，年复合增长率为28.9%，超过总资产25.7%的复合增长，显示出总资产对股东权益的非入资性增值贡献较高，业绩贡献增速超过资产自身的扩张。

(2)货币资金质量状况：其他货币资金占比缩小，自由支付水平较高。

货币资金中，“现金+银行存款”占比在98%以上，总体支付水平很高。从外币占比来看，包括美元、欧元等在内的外币资金期末余额共计193.67亿元，占货币资金总量的51.5%。大量外币资金为公司直接进行国外工程款项结算提供了流动性。但同时其支付能力也因汇率波动而调整。

2.2 业务分项分析

2.2.1 综合分析：工程承包类业务营收占比最高；地产开发销售类业务增速最快；国内业务增速和占比均超国外，持续深耕国内市场

占比分析。工程承包类业务仍占总营收绝对比重，近两年占比略有下降。由2011、2012年的89%以上下降为2013、2014年的86.7%以内。地产开发类业务占比略有上升，由2011、2012年的不到3%上升到2013、2014年的5%；除上述两项业务外的其他业务(电力投资与运营、设备制造与租赁等)近三年营收占总营收的比例保持在7.4%左右。

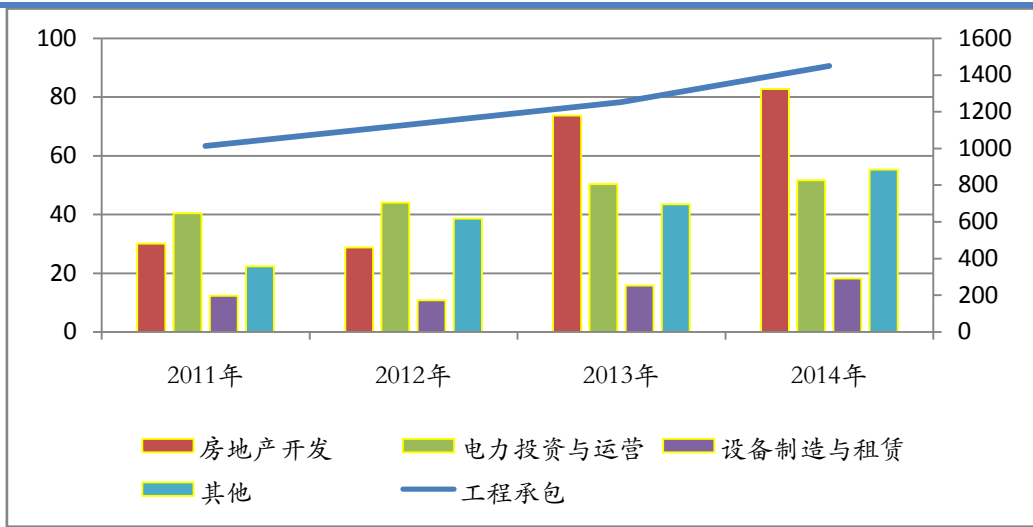
增速分析。各业务板块营收增速不一，地产开发类业务增速最高。计算显示，工程承包类业务连续3年收入复合增速为13.1%，房地产开发类业务增速高达69.5%，设备制造与租赁业务增速为29.6%，其它业务增速13.7%。我们分析认为，一方面由于房地产行业库存高企，中央政策频出旨在加速楼市去化，引起房地产销售回暖；另一方面，电建积极采取了快速周转战略，积极谋划营销定价促进库存有效去化。电建地产业务板块收入和利润贡献主要来自北京、天津等项目及南国置业商业地产项目，市场需求对政策利好反应敏感，引起该板块销售收入回升较快。

国内外业务分析。从增速分析，来自国内业务的营收复合增速为17.6%，

而来自国外业务收入复合增速只有不到10%。国内市场空间仍然巨大。从占比分析来看，国内业务连续三年占比逐渐提升，由2012年的71%逐步提升到2014年的74.7%，与此同时国外业务占比逐渐下降。国内业务占比和增速双双超过国外业务，表明公司仍然围绕国内基建市场进行深入拓展。我们分析认为，从国内市场看，在多元化的发展战略下，公司未来将在保持水利水电建设自身优势的基础上，对公路、铁路、房建、市政工程等基建细分领域进行深入挖掘，寻找盈利增长点。而对于国外市场，尽管占比和增速不高，但却蕴含巨大的市场潜力，加之“一带一路”等海外资本输出政策，未来或将出现爆发时增长。

图 4：各类业务历年营收

单位：亿元



资料来源：WIND、首创证券研发部

2.2.2 工程承包业务：水利水电投资建设为主，全面发展“大土木”业务

水利水电投资建设是传统核心业务。水利水电投资建设2013年完成国内水电机组安装1657万千瓦，累计完成国内水电总装机容量1.83亿千瓦；2014年完成国内水装机投产1640万千瓦，占当年水电装机投产的80%以上。水电类重大工程相继投产：2014年，公司主要承建的中国第二大水电站——溪洛渡水电站和第三大水电站——向家坝水电站，以及世界第一高拱坝——雅砻江锦屏一级电站全部投产发电；参见的南水北调一期工程全线通水。公司代表着中国水利水电工程建设的最高水平并不断开发和掌握水利水电建设的关键核心和领先技术，持续引领行业技术发展。

非水利水电业务正进入品牌塑造阶段。公司持续推动市政、房建、公路、

铁路和城市轨道交通等基础设施业务快速发展。2013年，公司新取得房建总承包一级资质2项、市政总承包一级资质2项、公路总承包一级资质1项，还取得矿山、冶炼、机电、化工石油等二级总承包资质10多项。在高速铁路施工关键技术、盾构施工控制技术、燃气电站施工技术等方面达到国内领先水平。随着相关多元战略的深入实施，公司铸就了京沪高铁、昆明新机场工程等一批优质工程，在公路、市政、铁路、城市轨道交通、房地产开发等领域品牌形象也进一步确立。我们分析认为，高铁施工关键技术和盾构施工控制技术的掌握为公司有效介入铁路建设和轨道交通建设提供了技术保障，获得过詹天佑奖的京沪高铁工程更反映公司实力不俗；从拓展路径判断，尽管目前已取得多项资质，但公司将优先以铁路和轨道交通建设为拓展领域，同时，“中国电建”的品牌延伸也将复制到新领域，而一向以优质建设著称的实力也将夯实品牌在新领域的美誉度。

产业链竞争能力增强，特许经营项目承接能力提升，EPC模式助力公司海外市场拓展。具备设计、施工、监理到设备制造的电力工程建设全产业链资质和能力，全产业链服务水平提升，为公司向高端建筑市场迈进(承接EPC项目)奠定基础。EPC (Engineering Procurement Construction) 是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。通常公司在总价合同条件下，对所承包工程的质量、安全、费用和进度负责。EPC模式备受国际工程承包业主青睐，尤其在大型、复杂、技术难度高、工期要求紧的项目中，正成为一种国际通行的工程总承包模式。我们结合营收结构分析认为，尽管目前海外项目营收占比仍较小，但公司正力图打造全产业链服务，提升EPC能力，为增强国际工程承包实力打基础。预期在未来5年内，随着“一带一路”的推进，以EPC方式承接海外工程项目的订单数量将有所攀升。从项目类型说，EPC模式将优先应用到国外水利水电建设领域。

表 3:近三年新签合同和存量合同情况

单位：亿元

	新签合同	同比增长	存量合同	同比增长	备注
2012年	1718.59	34.43%	3068.87	26.56%	2014年末存量合同中国内、国外合同存量分别占55.77%和44.23%
2013年	2101.53	22.28%	3668.09	19.53%	
2014年	2379.66	13.23%	4386.01	19.57%	

资料来源：公司官网、首创证券研发部整理

2.2.3 房地产业务：公积金贷款放宽加速楼市去化，预计年内销售继续提速

2015年3月25日，《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》出台，明确指出住房供过于求的省市，要适当控制2015年住房开发建设规模、进度，对住房供应明显偏多的市、县，或在建住宅用地规模过大的市、县，应减少住宅用地供应量直至暂停计划供应；3月30日，《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》和《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》两政策出台，从公积金贷款和税收减免等方面力促楼市回暖，预期上述诸多利好下，2015年楼市将加速去化。

我们认为，政府为稳增长必须避免地产行业硬着陆，因此接连推出三政策确保在政府工作报告中提出的两个稳定(稳定住房消费、稳定房地产市场)。3月25日的政策从供给端进行限制，3月30日的政策从需求端进行刺激，意图加速楼市去化进程。我们注意到，多省开始调整公积金贷款政策，如云南日前下发通知，通过提高首套商品房住房贷款额度、开展异地贷款、统筹使用公积金、降低贷款中间费用等措施，提高公积金贷款发放率，并逐步将公积金存贷比例提高到85%，且首次申请公积金贷款者最低首付降至20%；河北将公积金个人住房贷款最高额度由40万提高到60万，同时将公积金提取条件由去年的无房户可以提取公积金缴纳房租，放宽到可以支付上年度一套普通自主住房物业费，且每年可提取一次。公积金贷款政策将加速楼市去化，回笼资金，总体上利于地产商推出新盘。

2014年公司房地产开发业务营收占比为5%，占比较小；毛利率26.23%，较上年增加了2.62个百分点。营收和利润贡献主要是北京、天津等部分项目及南国置业商业地产项目。我们认为，北京作为人口不断增长的特大型城市，刚需和改善性需求长期旺盛，政策推出有望进一步加速当地存量房销售，预期公司地产开发类收入将进一步增长。

表 4:近期出台的楼市调控政策

出台时间	部门	政策名称	主要内容
2015/3/25	住建部、国土资源部	关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知	明确指出住房供过于求的省市，要适当控制 2015 年住房开发建设规模、进度，对住房供应明显偏多的市、县，或在建住宅用地规模过大的市、县，应减少住宅用地供应量直至暂停计划供应
2015/3/30	财政部、国家税务总局	关于调整个人住房转让营业税政策的通知	个人将购买 2 年以上(含 2 年)的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买 2 年以上(含 2 年)的普通住房对外销售的，免征营业税
2015/3/30	央行、住建部、中国银行业监督管理委员会	关于个人住房贷款政策有关问题的通知	1.拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付比例调整为不低于 40%；2.缴存职工家庭使用住房公积金委托贷款购买首套普通自住房，最低首付比例为 20%；对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付比例为 30%

资料来源：互联网、首创证券研发部整理

2.2.4 电力投资与运营业务：受火力发电规模收缩影响整体盈利走低

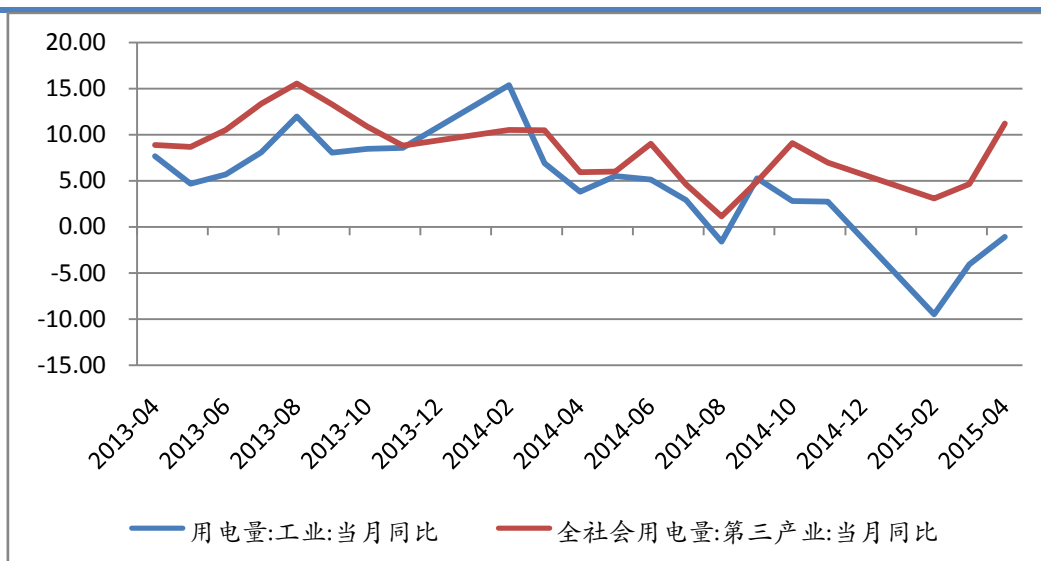
旗下负责电力投资与运营的子公司共三家：中国电建集团甘肃能源投资有限公司(负责甘肃省内煤电资源投资开发)、中电建水电开发集团有限公司(以水电资源投资开发和电力运营为主)以及中国水电建设集团新能源开发有限责任公司(主要经营风电、光伏、水电发电等可再生能源的开发利用)，2014年合计实现净利润仅3亿。属于新兴业务。

该板块目前主要以煤炭发电为主，业务在2014年该板块规模、效益因火电运营业务受用电量需求下降、上网电价下调等因素影响，导致增速有所放缓，2014年营收同比增长仅2.44%，占营收的3.12%。但由于煤炭价格下行以及公司采取了一定的降本措施，致使毛利率同比有所上升。

2015年4月，国家发改委发布了《国家发改委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格通知》，决定下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，明确如下几点：1、全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱(含税)；2、全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱；3、全面推进工商业用电同价，江西、贵州和新疆实行商业用电和普通工业用电同价；4、推进电价市场化，鼓励有条件的电力用户与发电企业直接交易，自愿协商确定电价。

我们认为，发展可再生能源，逐步削弱煤炭消费是今后5~10年能源政策的总基调。火力发电由于不可避免的存在巨量大气污染排放等因素，目前已对人们的正常生产生活产生较严重的影响。从长期看将逐步被风电、光伏、水电发电等可再生能源替代。当前工业面生产面临转型升级，整体用电需求下降(见图5)，而上网电价下调又对电厂售价进行管控(见表5)，削弱公司盈利水平。因此，公司电力投资与运营业务在今后一定时期内或将处于营收增长逐步放缓阶段。

图 5：工业用电量和第三产业用电量同比(%)



资料来源：WIND、首创证券研发部

表 5：各省（区、市）燃煤发电上网电价和工商业用电价格调整表 单位：元/千瓦时(含税)

省级电网	统调燃煤发电上网电价平均降价标准	工商业用电价格平均降价标准	调整后的燃煤发电标杆上网电价
北京	0.017	0	0.3754
天津	0.0234	0.0004	0.3815
河北北网	0.017	0.0166	0.3971
河北南网	0.032	0.0431	0.3914
山西	0.0234	0	0.3538
山东	0.0202	0.0259	0.4194
内蒙古西部	0.0067	0.0051	0.2937
辽宁	0.0181	0.0225	0.3863
吉林	0.0211	0.0248	0.3803
黑龙江	0.02	0.0256	0.3864
内蒙古东部	0.0036	0	0.3068
上海	0.0234	0.017	0.4359
江苏	0.0214	0.0069	0.4096
浙江	0.0127	0.0081	0.4453
安徽	0.0215	0.023	0.4069
福建	0.0304	0.0204	0.4075
河南	0.0194	0.0105	0.3997
湖北	0.0176	0.0061	0.4416
湖南	0.022	0.0149	0.472
江西	0.0159	0.0195	0.4396
四川	0.015	0.0066	0.4402
重庆	0.017	0	0.4213
陕西	0.0098	0.006	0.3796
甘肃	0.0039	0	0.325
宁夏	0.008	0.0045	0.2711
青海	0.017	0	0.337
广东	0.0285	0.0168	0.4735
云南	0.0163	0.0057	0.3563
贵州	0.0104	0.0147	0.3709
广西	0.015	0.0104	0.4424
海南	0.025	0.0084	0.4528

资料来源：发改委官网、首创证券研发部整理

2.2.5 设备制造与租赁业务：占总营收比重最小，稳步发展

该板块2014年营收仅18.17亿元，占整个营收的1.1%，属于盈利最小的

板块。毛利率14.03%，较上年15.97%下降1.94个百分点，毛利额占比1.10%。该板块收入增长的主要原因是设备制造业务增长较快。毛利率下降的主要原因是毛利率较低的设备制造业务收入占比增加。

3 行业发展趋势分析

3.1 煤电行业：《行动计划》剑指节能减排，行业预期整体收缩

国家发展改革委、环保部、国家能源局2014年9月联合印发了《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014—2020年）》（简称《行动计划》），旨在打造高效清洁可持续发展的煤电产业“升级版”。由于煤电目前仍为主力电源（2013年装机占全国电力总装机63%、发电量占全国发电量74%），《行动计划》的印发和实施将对煤电行业产生一轮行业洗牌。

《行动计划》对新建煤电机组和现役煤电机组均提出了节能减排目标：1、全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于300克/千瓦时；东部地区新建燃煤发电机组大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值，中部地区新建机组原则上接近或达到燃气轮机组排放限值，鼓励西部地区新建机组接近或达到燃气轮机组排放限值。2、到2020年，现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于310克/千瓦时；东部地区现役30万千瓦及以上公用燃煤发电机组、10万千瓦及以上自备燃煤发电机组以及其他有条件的燃煤发电机组，改造后大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值。

我们认为，《行动计划》从设定千瓦时耗煤量阈值来引导煤电行业发展预期将产生四方面影响：其一，现役燃煤发电机组改造工作意味着比2013年全国煤电机组平均供电煤耗323克/千瓦时降低13克，按照2013年全国煤电发电量3.95万亿千瓦时计算，合计将节约标煤约5000万吨。煤炭需求下降迫使下游煤炭生产企业限产甚至部分倒闭，下游煤企或引来并购重组潮；其二、现役燃煤机组改造对于中游发电企业而言也意味着一轮行业整合，部分不具备改造机组安装条件的中小型发电企业或将面临发展困境，而一些大型发电企业将有条件完成改造，行业集中度进一步提升；其三，由于《行动计划》提出新建燃煤发电项目原则上采用60万千瓦及以上超超临界机组，意味着常规煤电机组将以60万千瓦及以上超超临界机组为主，我国煤电格局将发生较大变化，能效更高的超临界和超超临界机组比重将大幅提升，煤电总体能效水平也将得到提升；其四、伴随着煤炭需求的长期下降，SO₂、NO_X等有害气体的排放将减少，对改善环境质量意义重大。

3.2 清洁能源：积极发展“清洁经济”建设，长期利好中国电建

“清洁经济”在本报告中指在经济发展中按照低碳、低污染甚至无污染要求，在保证使用功能的基础上，优先采用节能环保和绿色无污染技术方法发展的一种理念。包括清洁交通、清洁电力、清洁农产品等等。铁路运输、风力发电、绿色果蔬分别是上述交通运输、电力和农牧业的典型代表。

2014年12月25日召开的全国能源工作会议明确加快发展清洁能源，坚持以绿色低碳为方向，大力发展非化石能源，积极发展水电，安全发展核电，坚持集中式与分布式并重、集中送出与就地消纳相结合的方针，大力发展风电、太阳能发电，扎实推进地热能、生物质能发展。2015年3月16日，国家能源局下发了《关于下达2015年光伏发电建设实施方案的通知》，明确2015年我国光伏电站建设规模将进一步加大，2015年全国新增光伏电站建设规模为1780万千瓦。

李克强总理2014年5月21日主持召开国务院常务会议，部署加快重大水利工程建设，在今明两年和“十三五”期间分布建设纳入规划的重大农业节水、重大引调水、重点水源、江河湖泊治理骨干工程，大型灌区建设等方面的172项重大水利工程。2015年3月5日，李克强总理在2015年政府工作报告中指出，2015年再开工27项重大水利工程项目，在建重大水利工程投资规模超过8000亿元。

国务院《能源发展战略行动计划（2014-2020）》明确提出积极开发水电，大力发展风电，调整优化能源结构，到2020年，力争常规水电装机达到3.5亿千瓦左右，大力发展风电，建设9个大型现代风电基地以及配套工程，积极发展分布式风电，稳步发展海上风电，风电装机达到2亿千瓦，光伏装机达到1亿千瓦左右；到2020年，风电装机达到2亿千瓦，风电与煤电上网电价相当。

此外，国家能源局发布《关于做好2015年度风电并网消纳有关工作的通知》，要求省级能源主管部门和电网企业高度重视风电有效利用，优化本地电网调度运行，挖掘系统调峰潜力，确保风电等清洁能源优先上网和全额收购。

我们认为，发展可再生能源，逐步削弱煤炭消费是今后5~10年能源政策基调，特别是水利水电建设将成为未来几年建设的主攻点；从增量市场看，风力发电占总发电量比例仍很小，市场潜力巨大；除了发展陆上风电外，海上风电建设预期也将成为非常重要的市场空间；由于我国东部地区能源使用显著高于中西部地区，海上风力发电将直接对接江浙沪等沿海城市。此番政策出台将使得风力发电得到优先发展，政策的推出将大大利好中国电建。一方面，中国电建主营水利水电建设；另一方面，2014年公司正式启动了将水电、风电勘测设计业务资产注入上市公司的资产重组工作。2015年4月23日，经证监会上市公司并购重组审核委员会审核，公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的重大资产重组相关事项获得无条件审核通过。资产重组后，公司在保持国内60%水利水电市场的基础上，还拥有了占水电设计80%的水电风电勘测设计市场，绝对优势明显。

3.3 基建行业(非水电类):量化宽松降利息;提前布局“一带一路”助推后期建设;城市轨交与铁路双雄引领非水电业务

3.3.1 货币政策持续宽松利好中国电建

降息方面,2014.11月、2015年3月、2015年5月连续下调人民币存款基准利率合计0.75个百分点到2.25%;同时向下调整贷款基准利率合计0.9个百分点到5.1%。降准方面,2015.2月和4月分别实施定向降准措施,分别降低0.5%和1%个百分点。降息降准向市场投放千亿资金,预计部分资金将流入股市,增量资金推动股价上涨;对高负债建筑行业而言,降息将大幅降低企业融资成本,助推基本面向好。对电建而言,其资产负债率高达80%以上,降息降准预期大幅降低企业贷款利息,提升盈利水平。

3.3.2 国外市场:中国电建提前布局“一带一路”,先发优势助推后期建设

“一带一路”规划圈定18省,涉及64个国家约900个项目、投资金额约8000亿美金。其中基建主要集中在交通互联互通、通信建设和能源三方面。2015年3月12日,英国正式申请加入亚投行,成为首个申请加入亚投行的主要西方国家。随后,法国、意大利、德国等西方国家纷纷以意向创始成员国身份申请加入亚投行。截至2015年4月15日,亚投行意向创始成员国确定为57个,涵盖了除美日和加拿大之外的主要西方国家,以及亚欧区域的大部分国家,成员遍及五大洲。预计将于2015年年中完成亚投行章程谈判并签署,年底前完成章程生效程序,正式成立亚投行。

截至2014年末,中国电建在88个国家设有130个驻外机构,海外在建项目分布在98个国家,执行项目合同742项,其中在“一带一路”区域内的34个国家中承担工程承包业务,在建项目223个、跟踪项目948个,业务范围覆盖电力、水利、房屋建筑、市政、交通等领域,合同总额约232.78亿美元,后期将重点开展丝绸之路经济带、非洲互联互通、中巴经济走廊、中孟印缅经济走廊、中泰铁路、中老铁路等“一带一路”战略下的双边、多边合作。我们认为,作为国内水利水电建设龙头企业,中国电建凭借长期积累的技术优势,以及已开展国外项目的经验积累,将在一带一路中大展拳脚,预期海外业务增速将大幅提高;从业务开展模式上,公司将逐步探索EPC工程在国际市场中的市场份额。

3.3.3 国内市场:城市轨交与铁路双雄引领公司非水电建设业务

2014年10月初至2015年初,发改委已经批复了总投资量在1万亿以上

的铁路项目，将在未来几年逐渐开建；2015年还将有新批复项目(如5月18日，国家发改委批复了六条铁路轨道交通项目，包括两条高速铁路、两条普通铁路，以及成都、南宁两市的轨道交通近期建设规划，合计超过2500亿元)；此外，国家铁路局近日编制完成了铁路“十三五”发展规划基本思路，并报国家发展改革委和交通运输部。预计“十三五”期间还将有大量铁路和城市轨交建设开建。

我们认为，中国电建在非水利水电基建项目中，掌握先进技术的有两个，一个是高铁施工关键技术和盾构施工控制技术，分别应用于铁路建设和城市轨交建设。因此，这两个子领域有望优先获得市场认可，同时“中国电建”的品牌延伸效应也会逐渐覆盖其中，有望进一步获得更多订单。

4 上市公司对比分析

4.1 概况：均为国企；均为多元化经营；均涉足水利水电建设和发电业务；中国电建营收和利润排第一

水利水电建设类上市公司共4家，均为国企。其中在主板上市公司共3家，中小板上市公司共1家。从上市时间分析，葛洲坝最早上市，资本市场经验丰富。按照2014年营收由高到低排序依次是中国电建、葛洲坝、安徽水利和粤水电，总营收分别为1670.91亿元、716.05亿元、84.09亿元以及60.02亿元；四家公司2014年营业利润分别为65.84亿元、35.42亿元、3.79亿元以及1.19亿元。

均为多元化经营企业。从主营业务占比来看，水利水电工程建设占绝对比重的公司共两家，分别是中国电建(86.69%)和葛洲坝(72.98%)；水利水电工程占较大比例的是安徽水利(19.58%)和粤水电(36.99%)。其中，安徽水利以工民建工程业务为第一主营，粤水电则以市政工程为第一主营。

除涉及水利水电建设外，有三家公司涉及房地产开发与销售业务，分别是中国电建(4.95%)、葛洲坝(8.73%)、安徽水利(9.97%)；此外，四家公司均涉及发电业务，但该业务占比均较小。

表 6: 水利水电建设类上市公司概况

单位: 亿元

证券简称	属性	首发上市日期	上市板	2014 年总收入(亿元)	2014 年营业利润(亿元)	主营业务占比
中国电建	央企	2011-10-18	主板	1670.91	65.84	建筑工程承包: 86.69% ; 地产开发: 4.95%; 电力投资与运营: 3.09%; 租赁与设备制造: 1.09%
葛洲坝	央企	1997-05-26	主板	716.05	35.42	工程承包施工: 72.98% ; 房地产: 8.73%; 水泥生产: 6.96%; 其他业务: 4.81%; 民用爆破业务: 3.79%; 高速公路营运: 1.3%; 水力发电: 0.31%
安徽水利	地方国企	2003-04-15	主板	84.09	3.79	工民建工程: 35.67%; 市政工程: 31.19%; 水利工程: 19.58% ; 商品房销售: 9.97%; 其他: 2.16%; 发电: 0.59%; 酒店经营: 0.45%; 建材销售: 0.32%
粤水电	地方国企	2006-08-10	中小企业板	60.02	1.19	市政工程: 38.5%; 水利水电: 36.99% ; 房屋建筑施工: 8.33%; 水力发电: 4.72%; 机电安装: 3.67%; 其他: 3.34%; 风力发电: 2.29%; 地基基础: 1.04%; 太阳能发电: 1.02%

资料来源: WIND、首创证券研发部整理

4.2 财务基本面对比

(1) 资产负债分析: 资产均增长, 整体质量较高; 资产对净利润的贡献一般; 中国电建总资产和经营资产均增速最高

四家公司连续三年均实现总资产增长, 中国电建和安徽水利表现不俗。

总资产复合增速前三甲分别是中国电建(25.69%)、安徽水利(22.95%)和葛洲坝(17.17%)。从最近一年资产增长数据分析，安徽水利增长最快，总资产增幅为31.05%。由于流动资产占比较高，流动资产增速情况与总资产类似，中国电建和安徽水利仍然是增长较快的公司。安徽水利流动资产增幅高达35.62%。

分析发现，安徽水利流动资产大增主要是“一年内到期的长期应收款”和“存货”大幅增加所致。应收马鞍山市公路管理局205国道项目BT工程款中7.43亿元将于一年内到期，由“长期应收款”转入该科目；存货类科目增长主要系房地产开发成本和施工业务未完工结算工程款增加所致。

表 7:总资产和流动资产增速对比

证券简称	2014 年总资产	2012~2014 年复合增长	最近一年增长	2014 年流动资产	2012~2014 年复合增长	最近一年增长
中国电建	2867.57	25.69%	23.89%	1680.79	29.15%	20.23%
葛洲坝	1049.00	17.17%	22.23%	626.49	16.74%	19.64%
安徽水利	123.40	22.95%	31.05%	96.48	23.53%	35.62%
粤水电	126.08	13.12%	13.62%	55.43	5.64%	19.27%

资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

经营性资产均不同程度增长，占比虽有分化但资产总体质量高。经营性资产是公司利润的主要动力源。三年数据分析表明，四家上市公司经营性资产均有增长。其中中国电建复合增速最高，为21.24%，其余三家公司复合增速也保持在10%以上。但从占比来看，中国电建、葛洲坝和安徽水利经营性资产占总资产比重有所下降，粤水电则逐年增加；但总体而言，占比均在70%左右，说明四家公司资产质量均较高。

表 8:经营性资产增速、占比分析

证券简称	2012 经营资产	2013 经营资产	2014 经营资产	复合增速	2012 总资产	2013 总资产	2014 总资产	比重变化
中国电建	1496.65	1827.10	2200.11	21.24%	82.45%	78.94%	76.72%	下降
葛洲坝	637.57	690.36	827.70	13.94%	83.44%	80.44%	78.90%	下降
安徽水利	68.15	75.43	85.91	12.27%	83.49%	80.10%	69.62%	下降
粤水电	66.16	76.69	87.72	15.15%	67.14%	69.11%	69.58%	上升

资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

资产对利润的贡献分析。“盈余公积金+未分配利润”复合增速不一。其中中国电建和葛洲坝复合增速在25%左右，资产对利润的贡献相对较高，内源性增长特征明显；安徽水利和粤水电复合增速一般，在20%以内，资产对利润的贡献度相对较低。

表 9: “盈余公积金+未分配利润” 对比变化

证券简称	2012 盈余公积+未分配利润	2013 盈余公积+未分配利润	2014 盈余公积+未分配利润	复合增速	资产对净利润的贡献
中国电建	103.10	137.37	171.47	28.96%	高
葛洲坝	54.47	65.61	83.69	23.95%	高
安徽水利	8.17	9.27	11.37	17.95%	较高
粤水电	5.24	6.04	6.84	14.19%	较低

资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

(2)利润表分析：毛利润普遍下降，中国电建业绩增长更优质

营业收入流动性变化不一，中国电建流动性最强，安徽水利流动性较差。

中国电建应收占总营收的比重逐年下降，已不足15%；葛洲坝增幅较大，比重提升一倍；粤水电逐年增加，到17.26%；安徽水利一直保持在40%左右的水平。我们认为，营收中应收部分降低是流动性增强的体现。无论从变化趋势，还是绝对比重，中国电建该占比均较其它公司低。销售回款改善作用增强。而安徽水利该比例接近40%，流动性较差。

表 10: 应收项目占当年营收比重变化

证券简称	2012 年	2013 年	2014 年	变化趋势
中国电建	15.16%	15.28%	14.88%	稳中有降
葛洲坝	9.53%	9.00%	18.43%	增幅较大
安徽水利	37.55%	44.65%	37.88%	基本平稳
粤水电	9.62%	16.45%	17.26%	逐渐增加

资料来源：WIND、首创证券研发部整理

安徽水利毛利率下降较明显，粤水电毛利率较低；中国电建ROE下降较明显，粤水电ROE最低

毛利率分析。中国电建和粤水电毛利率略有下降，安徽水利毛利率下降较显著，反映出公司产品竞争力有所下降；葛洲坝毛利率有所提升；总体来看，中国电建、葛洲坝和安徽水利三家公司毛利率均在14%以上，粤水电较低，不到11.3%。

ROE分析。安徽水利和粤水电略有变化，中国电建和葛洲坝表现较明显。其中中国电建ROE下降较显著，葛洲坝则有所上升。但整体来看，粤水电ROE最低，仅有不到4%的回报率，其他三家公司股东回报水平基本相当。ROE代表了股东回报的变化，数据反映出中国电建的股东回报有所下降，每单位净资产所产生的净利润有所下降。

表 11: 毛利率和 ROE 变化趋势

证券简称	2013ROE	2014ROE	ROE 变化	2013 销售毛利率	2014 销售毛利率	毛利率变化
中国电建	14.06	12.94	下降*	14.47	14.03	略有下降
葛洲坝	12.14	13.30	上升	13.29	14.27	上升
安徽水利	13.96	13.92	略有下降	16.25	14.13	下降*
粤水电	3.69	3.96	略有上升	11.71	11.25	略有下降

资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

*代表趋势显著

业绩总体增长但表现不一。综合考察业绩增速和绝对数额可知，安徽水利利润增长最慢且利润较低；粤水电利润增幅巨大但利润数额最低；葛洲坝利润增速巨大且数额也较大；中国电建增速适中但数额最高。总体看中国电建和葛洲坝表现较好。

但从净利润增速相对于营业利润增速来看，中国电建净利润增速仅比营业利润低19.33个百分点；而葛洲坝净利润增速却大幅低于营业利润增速60.87个百分点。说明非营业部份收益对葛洲坝的影响较大。而非营业部份收益具有不确定性。因此我们认为，中国电建的业绩增长更优质。

表 12: 营业利润和净利润变化对比

单位：亿元

证券简称	2012 净利润	2013 净利润	2014 净利润	复合增长 (%)	2012 营业利润	2013 营业利润	2014 营业利润	复合增长 (%)	净利润相对营业利润增速变化
中国电建	43.61	52.00	52.77	10.00%	53.14	63.22	65.84	29.33%	19.33%
葛洲坝	18.85	19.55	29.60	25.32%	21.10	23.63	35.42	86.19%	60.87%
安徽水利	2.57	2.05	2.33	-4.92%	3.54	3.27	3.79	8.63%	13.55%
粤水电	0.58	0.90	0.99	31.26%	0.73	0.96	1.19	80.40%	49.14%

资料来源：公司公告、首创证券研发部整理

(3) 现金流分析：经营性现金流分化，中国电建和粤水电持续改善，安徽水利持续恶化；总体现金流充裕。

经营性现金流呈现分化状态。四家公司中，经营活动现金流持续改善的

公司包括中国电建和粤水电；持续恶化的公司为安徽水利；葛洲坝尽管现金流不稳定，但总体状况良好。主营业务现金流反映了公司日常经营活动产生的现金收支，中国电建该指标的持续改善反映了公司营业活动现金状态佳。

现金盈余总体状况良好。综合考虑经营、投融资活动，以及期初现金储备后，我们认为：中国电建和葛洲坝经营、投融资活动现金流持续改善，期末现金流充裕；安徽水利和粤水电现金流基本稳定但有所差别，安徽水利现金流稳定的基础是投融资活动产生的正流量，能有效抵消经营活动负净流量；粤水电现金流稳定的基础在于经营活动所产生的正净流量，能有效抵消投融资活动负净流量。

表 13: 现金流对比分析

证券简称	2012年经营	2013年经营	2014年经营	变化	2012年投融资	2013年投融资	2014年投融资	变化	2012年期末余额	2013年期末余额	2014年期末余额	变化
中国电建	24.23	54.00	67.52	持续改善	-84.05	-26.89	9.15	持续改善	264.22	289.50	366.30	持续改善
葛洲坝	-2.66	46.98	11.46	不稳定	-15.03	-28.40	10.99	有所改善	65.55	83.20	105.44	持续改善
安徽水利	-0.92	-2.22	-9.43	持续恶化	0.89	3.13	10.02	持续改善	9.31	10.22	10.81	基本稳定
粤水电	-1.05	1.99	5.81	持续改善	0.60	-4.64	-2.93	不稳定	10.21	7.55	10.41	基本稳定

资料来源：WIND、首创证券研发部整理

4.3 新增订单对比

新增订单是公司未来持续营收的保障。中国电建总订单最高；葛洲坝新增订单占当年营收的比重最高；安徽水利国内订单占绝对比重，中国电建和葛洲坝新增订但依然以国内订单为主，占比超50%，其中葛洲坝国外订单占比较高。中国电建和葛洲坝较高的海外订单充分说明其在海外业务拓展方面具备一定的经验和市场占有。从增速分析，安徽水利订单增速较高，达到35%以上。

表 14：2014 年新增订单情况

	总订单	占当年营收比重	同比增幅 (%)	国内订单	国外订单	国内订单占比	国外订单占比
中国电建	2379.7	1.42 倍	13.23	1519.25	860.41	63.84%	36.16%
葛洲坝	1375.7	1.92 倍	15.53	807.56	568.14	58.70%	41.30%
安徽水利	122.76	1.45 倍	35.05	119.04	3.72	96.97%	3.03%

资料来源：公司公告、首创证券研发部

5 市场表现与投资价值分析

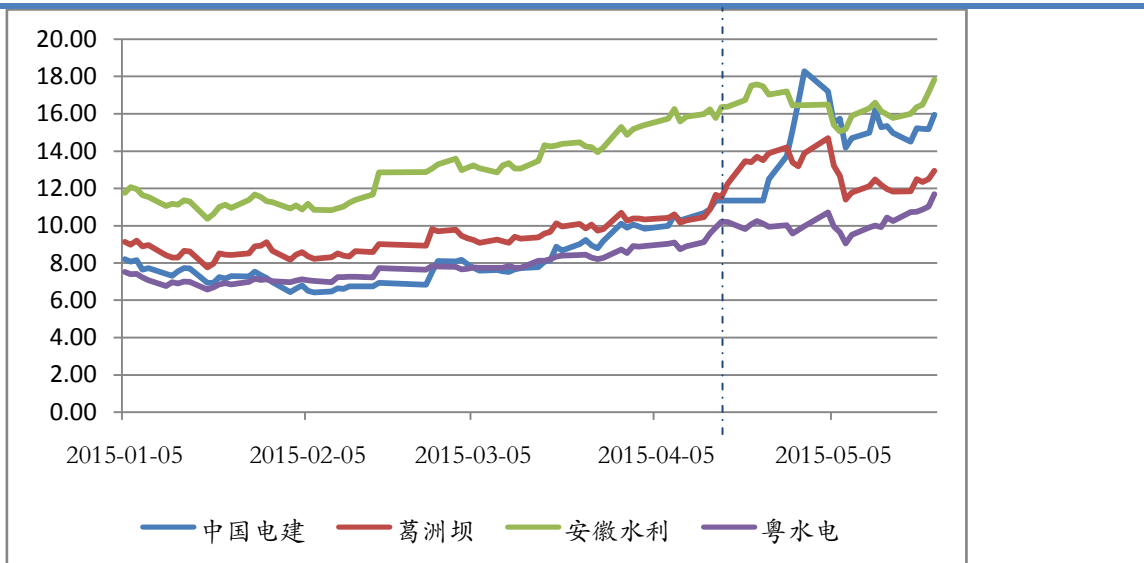
5.1 市场表现与估值变化

市场表现(截至5月25日)：中国电建最新收盘15.95元/股，葛洲坝收盘12.94元/股，安徽水利和粤水电分别收盘17.83元/股以及11.69元/股。从区间涨跌幅分析，中国电建年初至今涨幅最高(89.2%)，葛洲坝最低(38.7%)，安徽水利和粤水电涨幅在55%左右；而最近一个月四只股表现不一，中国电建和葛洲坝为负增长，安徽水利和粤水电正增长。说明电建和葛洲坝股价冲高回落，而安徽水电和粤水电则继续上涨。

估值方面：四家上市公司PE变化表现不一。从截取的四个时段看，中国电建估值不断上升，PE(最新)为31倍；粤水电上升更快，PE(最新)为64倍；葛洲坝和安徽水利PE(最新)分别为28倍和39倍，较1月前有所下降。目前粤水电估值最高，安徽水利和中国电建分别位居第二和第三，葛洲坝则较低。

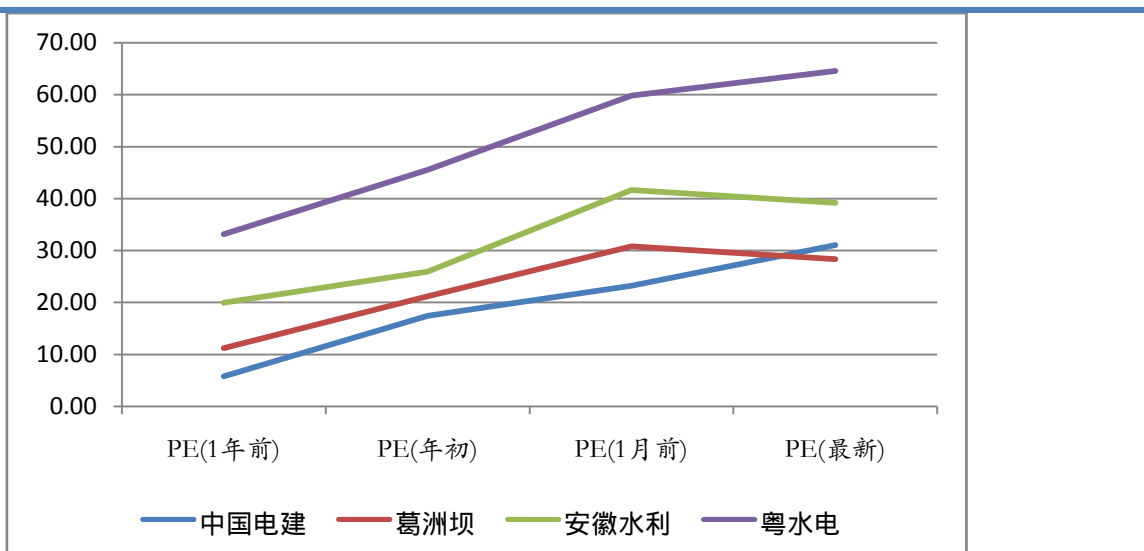
综合市场表现与估值，我们认为，粤水电和安徽水利存在较为明显的投机性泡沫，后期可能最先进入调整阶段；中国电建和葛洲坝估值相对较高，后期走势回调的可能性也较大。

图 6：上市公司股价市场表现 (年初至 5 月 22 日)



资料来源：WIND、首创证券研发部

图 7：上市公司市盈率变化



资料来源：WIND、首创证券研发部

5.2 公司业绩预估

地产业下滑是拖累当前经济的主要因素，预计2016年底有望达到供需再平衡；2017年地产因素企稳，而自2015年起推动的创业潮、以及区域经济一体化、一带一路等因素对经济的贡献作用或将显现，预计经济增长有所反弹，但增幅不高。我们预计2015年经济增长7%，2016年继续下调至6.7%，2017年企稳并微增，预计增速6.8%。

公司水利水电为主的工程承包业务占绝对比重(87%以上)，工程承包和房

地产业务合计营收占总营收的比重为92%以上。因此，我们主要以这两类业务的未来增速来近似总营收的增速。工程承包分水利水电建设和非水电建设两部分。

清洁能源诉求下，水利水电和风电建设将迅速推进，由于公司是水利水电建设龙头，其历史增长情况反映了行业增长情况。2014年公司并入了风电勘测设计业务，预期2015年、2016年和2017年将保持较快增长，分别给以17.2%、17.6%和18.1%的增速。

2012年、2013年和2014年城镇基础设施投资增速分别为13.72%、22.98%和20.29%。肩负“稳增长”重任的铁路、公路、轨道交通等建设等将带动非水电建设增长，特别铁路和城市轨交建设方面有望快速增长。我们认为2015、2016和2017年合理增速应在20%~25%，该增速应与“非水电建设”工程承包部分增速应基本一致，预计2015、2016和2017年该板块营收增速分别为23%、22%、20%。

地产行业长期进入深度调整，但为避免“硬着陆”对经济的负面冲击，近期各项促进楼市回暖的政策密集出台，预计2015年、2016年都将处于加速去化过程中，销售回暖带动地产业务增长，2017年增速略降。预计2015年、2016年和2017年增速分别为15.3%、15.4%和15.5%。

给予“水利水电建设83%+非水电建设3%+地产5%”的权重，综合测算2015年、2016年和2017年营业收入增速分别为15.7%、16%和16.4%勘察设计业务毛利率一般较施工业务高。公司并入风电勘察设计业务后，预期毛利率整体将有所提升，但由于此部分业务占比较小，预计毛利率的提升幅度不高。给以公司2015年、2016年和2017年毛利率分别为14.3%、14.4%和14.5%。

表 15：主要业绩指标

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	144837.01	167091.19	193324.50	224256.42	261034.48
增长率(%)	14.01%	15.36%	15.70%	16.00%	16.40%
归属母公司股东净利润	4556.00	4786.33	4877.33	5280.54	5748.14
增长率(%)	11.28%	5.06%	1.90%	8.27%	8.86%
每股收益(EPS)	0.475	0.499	0.508	0.550	0.599

资料来源：WIND、首创证券研发部

5.3 涉及的概念类

主要涉及的概念题材有一带一路、国企改革、水利水电建设和并购重组。

从对股价的刺激作用看，一带一路概念对公司股价的刺激作用已不明显；国企改革推进受阻滞，推进较缓慢，对股价的刺激作用不显著；并购重组会在事件预披露前后对股价产生一定的刺激作用，前期并购风电业务带来一定的涨停刺激；当前最大的概念是水利水电建设，我们预判概念对股价的刺激作用仍将持续一段时间，但刺激强度不如一带一路，预判不会出现股价超高速增长的情况，但会随着政策的阶段性落实而得到一定刺激。

5.4 投资建议

公司作为水利水电建设类龙头，现金流充分，基本面很好。公司“大土木”发展战略为全面发展基建业务奠定基础，而并入风力发电勘察设计业务又增强其水利水电业务核心竞争力。考虑到政府对发展清洁能源的高度重视，以及清洁能源市场的广阔前景，长期看公司股价在基本面的支撑下仍有上涨空间。根据我们预测的公司2015/2016/2017年EPS 0.508/0.55/0.599元，结合股价短期回调预期，给予27元6个月目标价(对应2016年49倍PE)，给以“增持”评级。

短期看，基建类公司股价受事件刺激作用明显。建议投资者关注领导人外访、重大海外订单签订、合作备忘录签署以及重大基建政策发布等标志性事件。受消息刺激，这些事件的发生当天及随后几天往往股价上涨。预计后期有关基建建设事件还会出现，投资者可适当提前布局，待短期上涨结束后平仓获利。

5.5 风险提示

货币政策对企业借贷成本产生较大影响；财政政策对公司经营成果产生一定影响。中央对财政和货币政策的调整预期对公司产生不确定影响。

公司海外业务占有不小比重。海外项目建设、运营和投资回收较长。工程所在国家的政治波动、自然灾害、政策法规变动以及汇率变动都可能对海外业务的正常开展产生不利影响。

市场竞争风险加剧。国内方面，中字头建筑公司多元化经营日渐加剧，基本上均有涉及公路、铁路、房建、地产、市政等板块，竞争日渐激烈；国外方面，国际工程承包竞争更为激烈，特别是以EPC方式开展工程总承包还尚显经验不足。

表 16: 财务预测数据 (2015. 5. 25)

单位: 百万元

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	144837.01	167091.19	193324.50	224256.42	261034.5
减: 营业成本	123874.87	143656.58	165679.10	191963.50	223184.5
营业税金及附加	3925.30	4385.63	4736.45	6010.07	7047.93
营业费用	327.95	462.72	541.31	672.77	626.48
管理费用	6329.18	7129.04	7926.30	9463.62	11929.28
财务费用	3527.85	3684.15	5362.35	5155.19	4712.36
资产减值损失	780.59	1302.67	2175.47	3437.24	5427.72
加: 投资收益	246.68	116.73	63.62	81.43	104.24
公允价值变动损益	3.83	-2.74	8.46	-9.93	10.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6321.77	6584.38	6975.60	7625.53	8220.70
加: 其他非经营损益	50.10	164.07	170.13	113.11	191.00
利润总额	6371.87	6748.44	7145.73	7738.64	8411.70
减: 所得税	1171.49	1471.45	1768.41	1916.79	2074.31
净利润	5200.38	5276.99	5377.32	5821.86	6337.39
减: 少数股东损益	644.38	490.65	499.98	541.32	589.25
归属母公司股东净利润	4556.00	4786.33	4877.33	5280.54	5748.14
现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	6314.23	7039.13	5136.08	62584.50	10208.86
投资性现金净流量	-15377.04	-20314.46	-13473.61	-14462.01	-15188.00
筹资性现金净流量	12688.38	21229.12	7005.05	-35076.42	2766.67
现金流量净额	3235.11	7943.55	-1332.48	13046.07	-2212.48
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收益率					
毛利率	14.47%	14.03%	14.30%	14.40%	14.50%
三费/销售收入	7.03%	6.75%	7.15%	6.82%	6.62%
EBIT/销售收入	6.20%	6.07%	6.29%	5.45%	4.69%
EBITDA/销售收入	9.37%	9.15%	12.33%	11.49%	10.65%
销售净利率	3.59%	3.16%	2.78%	2.60%	2.43%
资产获利率					
ROE	13.45%	11.94%	11.11%	10.99%	10.94%
ROA	3.97%	3.62%	4.24%	3.98%	3.64%

资料来源: WIND、首创证券研发部

表 17(续)：财务预测数据(2015. 5. 25)

单位：百万元

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	25929.05	32264.40	30931.92	43977.99	41765.52
应收和预付款项	39943.53	44707.00	52747.55	62525.67	72959.32
存货	61704.87	77587.26	76532.83	73438.65	97583.94
其他流动资产	8336.72	8181.61	8183.93	8181.92	8181.42
长期股权投资	2552.37	2327.33	2327.33	2327.33	2327.33
投资性房地产	270.59	275.95	284.85	297.37	312.51
固定资产和在建工程	56242.36	61425.65	64368.98	64661.86	61547.91
无形资产和开发支出	18827.37	23412.48	20530.63	17645.96	14758.53
其他非流动资产	12645.37	29926.93	30956.55	34165.23	36429.69
资产总计	226452.22	280108.62	286864.57	307221.99	335866.17
短期借款	12135.97	15617.03	29118.26	0.00	8110.26
应付和预收款项	83058.94	105611.70	104220.54	143143.75	151910.42
长期借款	68756.61	81108.75	81108.75	81108.75	81108.75
其他负债	21192.64	27594.42	32566.94	38445.25	45146.21
负债合计	185144.18	229931.89	247014.49	262697.74	286275.64
股本	9600.00	9600.00	9600.00	9600.00	9600.00
资本公积	10499.89	10560.98	10560.98	10560.98	10560.98
留存收益	13784.89	19920.82	23748.51	27892.63	32403.72
归属母公司股东权益	33884.78	40081.81	43909.49	48053.62	52564.70
少数股东权益	7423.26	7992.61	8492.60	9033.91	9623.16
股东权益合计	41308.04	48074.42	52402.09	57087.53	62187.86
负债和股东权益合计	226452.22	278006.31	299416.58	319785.27	348463.50
业绩和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
EBIT	8985.38	10145.78	12158.17	12221.07	12236.54
EBITDA	13565.13	15285.32	23840.48	25770.28	27801.84
NOPLAT	7119.11	7704.69	9000.59	9108.78	9052.54
净利润	4556.00	4786.33	4877.33	5280.54	5748.14
EPS	0.475	0.499	0.508	0.550	0.599
BPS	3.530	4.175	4.574	5.006	5.475

资料来源：公司公告、首创证券研发部

分析师简介

邵帅，策略分析师，毕业于北京科技大学，硕士，具有 5 年证券业从业经历。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现