

中国电建 (601669)

证券研究报告

2017年04月07日

积极开拓 PPP 和水环保业务，增发到位将助力增长

龙头地位稳固，继续发挥传统主业优势

公司积极推进水利水电工程全产业链一体化，能在保证业主要求的情况下优化方案，节约拆迁、环保等综合成本；大力参与电力运营，公司计划加大运营收入占比，将逐步提升公司毛利率水平。

积极开拓基础设施业务，以投资项目拉动订单增长

公司由水利水电业务起家，掌握建筑工程行业最复杂且难度最大的技术，向其他建设领域拓展难度较小。而 PPP 模式的大力推进给公司提供了弯道超车的机会，优质优价的市场原则将使公司获得更大的利润，盈利更趋持续稳定。公司 PPP 订单多执行较为顺利，预计 PPP 模式的“项目-订单-业绩”转化将逐渐兑现，为收入增长提供充分的保障。

海外业务成果显著，持续推进“一带一路”项目建设

“丝绸之路”沿线国家电力设施普遍老旧，电工装备制造能力较低，需借助外力，其中水电项目是成本较低的选择。水电公司开展海外业务有天然的优势，公司作为以水利水电业务起家的大建筑央企，凭借其专业性在国外水电市场上占据重要地位，80 年代就已走向市场，国际化程度上领跑大建筑央企。海外订单持续快速增长多年。人民币贬值也给公司带来积极影响，16 年上半年人民币贬值约 2.3%，公司汇兑收益 5 亿；16 年下半年贬值约 4.7%，公司汇兑收益还会持续增加。

积极开展水环保业务，雄安新区提供业务契机

水资源和环境治理属于水利水电开发的下游业务，两者共同构成水资源的综合开发，公司积极承接此类工程，在水利水电业务的基础上逐渐涉及水环保业务，目前经验丰富。15 年成立了中电建水环境公司正式统一统筹，目前承接的茅州河治理项目有很大的示范意义；公司与河北省政府签署战略合作协议，有望参与雄安新区水环境治理业务。

投资建议

公司作为水利水电行业龙头，传统主业有望继续发力，国际化程度继续领跑大建筑央企。同时积极开展基础设施业务，在 PPP 项目中积极发挥通道作用对接社会资本。强势进军水资源与环境业务，雄安新区的设立有望为公司提供新的业务契机。增发可以在一定程度上解决负债率较高的问题，预期公司将通过压缩费用、精细化项目管理提高毛利率等形式提升净利率水平。总之“资产荒”背景下，公司有望成为优质投资标的，我们看好公司未来发展。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45、0.55、0.65 元，对应 PE 为 18、15、13 倍，给予“买入”评级。

风险提示：固定资产投资增速持续下滑；PPP 项目推进不达预期。

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.40 元
目标价格	10.10 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	13,754.63
流通 A 股股本(百万股)	9,600.00
A 股总市值(百万元)	115,538.92
流通 A 股市值(百万元)	80,640.00
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	82.91
一年内最高/最低(元)	8.73/5.40

作者

唐笑 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517030004
 tangx@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	167,091.19	210,921.29	242,559.49	279,179.15	320,676.09
增长率(%)	15.36	26.23	15.00	15.10	14.86
EBITDA(百万元)	15,014.65	18,108.35	20,315.65	24,203.57	27,435.36
净利润(百万元)	4,786.33	5,236.48	6,225.51	7,514.98	8,942.60
增长率(%)	5.06	9.40	18.89	20.71	19.00
EPS(元/股)	0.35	0.38	0.45	0.55	0.65
市盈率(P/E)	24.14	22.06	18.56	15.37	12.92
市净率(P/B)	2.88	2.08	2.05	1.81	1.59
市销率(P/S)	0.69	0.55	0.48	0.41	0.36
EV/EBITDA	8.20	9.30	10.64	7.77	7.57

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 龙头地位稳固，继续发挥传统主业优势	4
1.1. 水利投资有望发力，洪灾引发水利建设需求	4
1.2. 公司行业地位稳固，水利水电和勘察设计技术领先	6
1.3. 传统水利主业稳步发展，积极推进全产业链一体化	7
1.4. 以老挝南欧江流域梯级水电开发项目看公司全产业链一体化的优势	8
2. 积极开拓基础设施业务，以投资项目拉动订单增长	10
2.1. 拓展非传统业务领域，转型压力小	10
2.2. 顺应 PPP 建设大潮，承接项目占优	11
2.3. 河北省太行山等高速公路包（二）项目模式分析	14
3. 海外业务成果显著，持续推进“一带一路”项目建设	15
3.1. 市场空间广阔，人民币贬值利好海外业务	15
3.1.1. 海外水电项目需求量大，以低运营成本受到欢迎	15
3.1.2. 人民币贬值背景下，公司将在各方面受益	16
3.2. 国际化程度领跑大建筑央企，积极布局海外业务	16
3.3. 紧跟国家“一带一路”战略，加强与沿线国家的深入合作	19
4. 积极开展水环保业务，雄安新区提供业务契机	20
4.1. 深化生态文明建设，水环境治理行业前景广阔	20
4.2. 环保业务成果显著，强势进军水资源与环境业务	21
4.3. 深圳茅洲河综合整治工程 EPC 项目助力后续业务开展	22
4.4. 雄安新区白洋淀湖泊治理有望为公司带来重要机遇	23
5. 非公开发行股票获批，公司有望成为优质投资标的	24
5.1. 非公开发行股票获批，有望提升业务竞争力	24
5.2. “资产荒”背景下，公司有望成为优质投资标的	25
6. 投资建议	26
7. 风险提示	26

图表目录

图 1：水利建设投资完成额（亿元）及其增速	5
图 2：水利投资占基建投资占比	5
图 3：水利、环境和公共设施管理业投资完成额及其同比增速	5
图 4：公司传统业务市场占有率情况	6
图 5：2016 年水利水电业务合同额占总合同额的占比	7
图 6：水利水电业务合同额（亿元）及其同比增速	7
图 7：分业务毛利率水平	8
图 8：剔除“营改增”后毛利率变化	8
图 9：南欧江水电开发项目实景图	9
图 10：老挝南欧江项目参与单位	9

图 11: 2012 年公司重大订单的业务分布情况.....	10
图 12: 财政部 PPP 项目库项目金额及开展进度 (截止 2016 年 12 月)	11
图 13: 公司新签国内合同额 (亿元) 及其同比增速	12
图 14: 项目路线.....	14
图 15: 河北省太行山等高速公路包 (二) 项目模式	14
图 16: 水电项目投资情况	15
图 17: 海外业务分布架构	16
图 18: 大建筑公司 2015 年境外收入占比对比	17
图 19: 公司承接海外项目的优势	17
图 20: 公司海外合同及增速情况	18
图 21: 公司海外收入 (百万元) 及增速	18
图 22: 巴基斯坦卡西姆港燃煤电站项目	19
图 23: 孟加拉国帕德玛大桥河道治理工程开工奠基仪式	19
图 24: 公司环保业务情况及成果	21
图 25: 公司承接的重点水环境与环保业务项目	22
图 26: 茅洲河综合整治工程效果图.....	23
图 27: 2011-2015 年中国污水处理行业盈利能力变化情况.....	23
图 28: 雄安新区地理位置	24
图 29: 中国铁建收入增速和净利润增速变化	24
图 30: 中国铁建毛利率变化	24
图 31: 中国中铁收入增速和净利润增速变化	25
图 32: 中国中铁毛利率变化	25
图 33: 同行业 ROE 和 PB 情况对比.....	26
表 1: 中央政府支持水利建设相关文件和决定	4
表 2: 水电鲁班奖项目	6
表 3: 全产业链一体化的优势	8
表 4: 水电工程和市政工程一级总承包资质要求	10
表 5: 公司 15 年以来重大 PPP 项目统计	12
表 6: 一些工业化国家的电力弹性系数	15
表 7: 2016 年半年报公司所持外币货币资产情况 (单位: 亿人民币, 参考 2016 年 6 月 30 日汇率)	16
表 8: 2016 年以来公司新重大海外合同统计	18
表 9: “水十条” 主要内容	20
表 10: 重点设计院及其优势.....	21
表 11: 非公开发行拟投资项目	25

1. 龙头地位稳固，继续发挥传统主业优势

1.1. 水利投资有望发力，洪灾引发水利建设需求

水利作为经济发展的重要保障之一，一直受到中央及其各部委的广泛关注。早在 2011 年，中共中央一号文件就提出加快水利改革发展，自此，水利投资迎来了高峰期。2014 年 5 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加快推进节水供水重大水利工程建设，14、15 年和“十三五”期间分步建设纳入规划的 172 项重大水利工程。2015 年，央行 5 次降准、降息，并以定向降准的形式加大对重大水利工程建设的支持力度。

此外，政府鼓励社会资本以特许经营、参股控股等多种形式参与重大水利工程建设运营，PPP 机制为民间资本提供便利。

表 1：中央政府支持水利建设相关文件和决定

时间	部门	文件	文件说明
2011 年 1 月	国务院	中共中央一号文件	提出加快水利改革发展，提出“今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍”的目标
2014 年 11 月	国务院	《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	其中第三条，鼓励社会资本投资运营农业和水利工程
2015 年 2 月	中国人民银行	下调金融机构人民币贷款和存款基准利率并扩大存款利率浮动区间	加大对大水利工程建设的支持力度
2015 年 3 月	发改委	《关于鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营的实施意见》	提出建立健全 PPP 机制，鼓励社会资本以特许经营、参股控股等多种形式参与重大水利工程建设运营
2015 年 4 月	中国人民银行	下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率	定向降准加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设等的支持力度
2015 年 12 月	财政部、水利部	《农田水利设施建设和水土保持补助资金使用管理办法》	进一步加强和规范中央财政农田水利设施建设和水土保持补助资金管理
2016 年 1 月	水利部、中国农业发展银行	《关于用好抵押补充贷款资金支持水利建设的通知》	扩大抵押补充贷款资金的使用范围，支持重大水利工程、江河治理及海绵城市等项目中的水利工程建设
2016 年 2 月	水利部、国家开发银行	《关于加强金融支持水利扶贫开发工作的意见》	要求切实落实有关金融支持水利扶贫开发各项优惠政策
2016 年 3 月	水利部	《水利扶贫开发工作方案》	全面推进贫困地区水利改革发展为贫困人口实现脱贫、贫困县全部摘帽、解决区域性整体贫困提供水利支撑和保障
2016 年 5 月	水利部	《京津冀协同发展水利专项规划》	提出了节约用水与水资源配置、水资源保护与水生态修复、防洪排涝减灾体系建设、水利管理体制改革与机制创新等方面的建设任务
2016 年 6 月	发改委、水利部	《关于下达农村小水电扶贫试点项目 2016 年中央预算内投资计划的通知》	决定 2016 年安排中央预算内投资 3 亿元，专项用于 6 省（市）农村小水电扶贫试点项目建设
2016 年 9 月	水利部、国务院、扶贫办	《关于实施水利扶贫开发行动的指导意见》	提出到 2020 年，贫困地区水利基础设施公共服务能力接近或达到全国平均水平
2016 年 9 月	水利部	《全国冬春农田水利基本建设实施方案》	加快完善水利基础设施网络、大规模推进农田水利建设、全面深化水利改革，进一步创新和完善体制机制
2016 年 12 月	水利部	《水利改革发展“十三五”规划》	《规划》紧扣到 2020 年实现全面建成小康社会的奋斗目标，研究提出了“十三五”水利改革发展的总体思路、发展目标、主要任务、总体布局和政策措施
2017 年 1 月	水利部	《“十三五”全国水利扶贫专项规划》	规划要求，贫困地区所在各级政府和水利行政主管部门结合本地实际，加强组织领导，加大资金投入
2017 年 1 月	水利部等 9 部	《“十三五”实行最严格水资源管理制度考	全面总结“十二五”期间考核工作，进一步优化考核内容

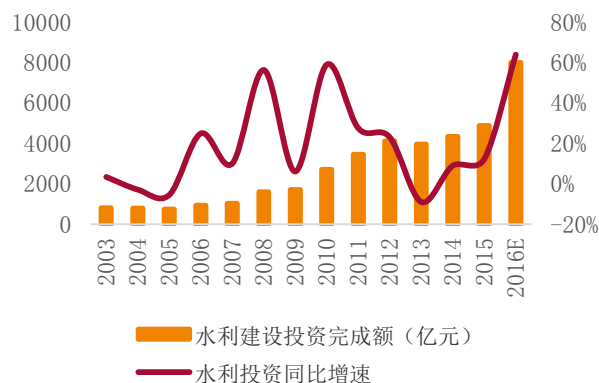
门	核工作实施方案》	和指标
2017年1月 水利部	《关于实施创新驱动发展战略 加强水利科技创新若干意见》	《意见》共包括指导思想与发展目标、深化水利科技体制机制改革、加强重大水利科技问题研究、加快水利科技创新平台建设等8个章节24条
2017年2月 水利部等五部委	《“十三五”新增1亿亩高效节水灌溉面积实施方案》	明确到2020年，全国高效节水灌溉面积达到3.6亿亩左右，占灌溉面积的比例提高到32%以上，农田灌溉水有效利用系数达到0.55以上

资料来源：各中央部委网站、天风证券研究所整理

从水利部网站公布的水利发展统计公报来看，近10余年，水利投资完成额呈逐年增加态势，同比增速显著。从行业地位来看，水利投资占基建投资占比较为稳定，可见其重要性，但由于近年政府加大基建投资，占比稍有下滑。

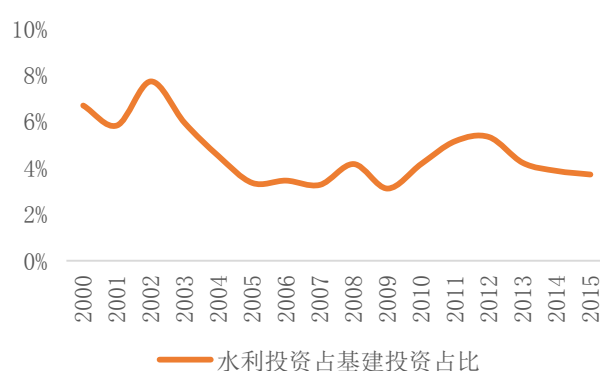
2016年1月，水利部召开的全国水利厅局长会议指出，确保2016年全年在建重大水利工程投资规模保持在8000亿元以上。

图1：水利建设投资完成额（亿元）及其增速



资料来源：水利部网站、天风证券研究所

图2：水利投资占基建投资占比



资料来源：wind、天风证券研究所

受厄尔尼诺、拉尼娜事件双重影响，我国气候异常，洪涝台风灾害频发。自去年6月底以来，部分地区出现严重洪涝灾害，湖北、江西、湖南、广东、广西等省份的近百条河流发生超警戒水位洪水。黄淮、江淮和江汉局地遭受洪涝灾害。此外，还有强台风连续登陆并影响华南地区。

从历史数据来看，如下图所示，在经历重大洪灾的当年，水利投资上升迅速。我们认为，洪灾的出现会直接推动水利建设，政府投入可能会有所倾斜。

图3：水利、环境和公共设施管理业投资完成额及其同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

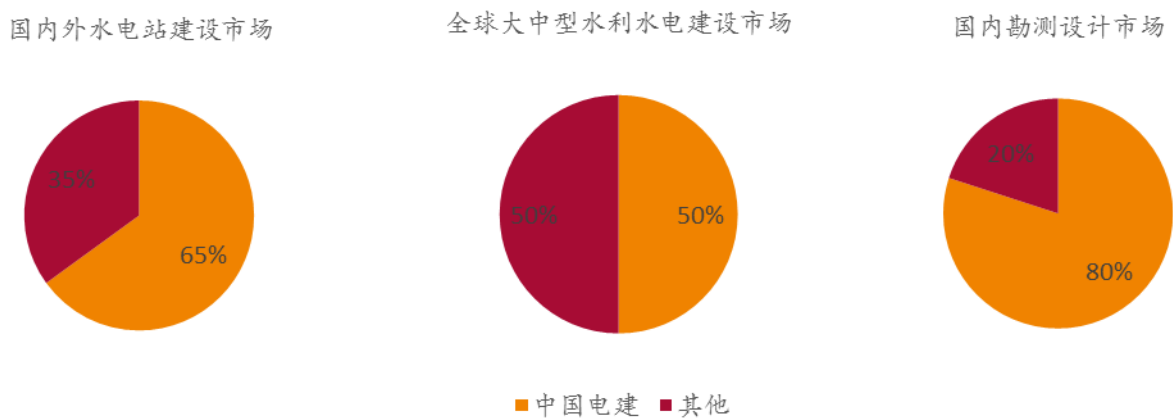
2016年12月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，关于水利方面，会议决定，在继续推进重大水利工程建设的同时，抓紧开展今年汛期长江干堤出险堤段全面整治，实施中小河流治理、小型病险水库除险加固和重点区域排涝能力、农村基层防汛预报预警体系建设工程，同时进一步提高太湖流域防洪减灾能力。二是对近年来内涝灾害严重的城市易涝点进行整治，实施地下排水管道（管廊）、雨水源头减排、排涝除险设施建设等工程。可见政府对水利建设的重视。

1.2. 公司行业地位稳固，水利水电和勘察设计技术领先

2016年上半年，以公司为核心资产的电建集团位列2016年《财富》世界500强企业排名第200位，较上年提升53位，位列中国500强企业排名第24位，较上年提升4位，公司品牌影响力进一步提升。

公司作为水利行业龙头，在市场占有率上有绝对优势。在国内外水电站建设市场、全球大中型水利水电建设市场和国内勘测设计市场占比分别达65%、50%和20%，行业地位稳固。

图4：公司传统业务市场占有率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司已经取得了工程设计综合甲级资质和工程勘察综合甲级资质，在水利水电和勘察设计业务上也分别取得了显著的成果。公司的规划设计业务有水电规划和电力规划设计两类，拥有国家各类甲级资质证书、最高等级的设计和咨询资质。在技术研发和发明专利方面，众多研发中心和专业人员为公司今后的创新发展奠定了良好的基础，为传统主业的稳定发展提供了充分的保障。

中国建筑工程鲁班奖是国内建筑行业工程质量最高荣誉奖，两年颁奖一次授予创建出一流工程的企业。公司目前已有24个水电项目获得鲁班奖，成果显著。

表2：水电鲁班奖项目

编号	荣誉工程	编号	荣誉工程
1	广州抽水蓄能电站一期工程	2	青海公伯峡水电站工程
3	浙江宁波北仑港工程	4	临淮岗洪水控制工程
5	云南鲁布革水电站工程	6	云南开远火电厂
7	黑龙江莲花水电站工程	8	贵州洪家渡水电站
9	云南昆玉公路工程	10	汉中市汉江城市桥闸工程
11	福建棉花滩水电站工程	12	山东泰安抽水蓄能水电站
13	安徽港口湾水库工程	14	西安市黑河金盆水利枢纽工程
15	云南大朝山水电站工程	16	海南大隆水利枢纽工程
17	东深供水改造工程	18	伊朗塔里干水利枢纽工程
19	新疆克孜尔水利枢纽工程	20	乌鲁瓦提水利枢纽工程
21	青海李家峡水电站	22	江苏宜兴抽水蓄能电站

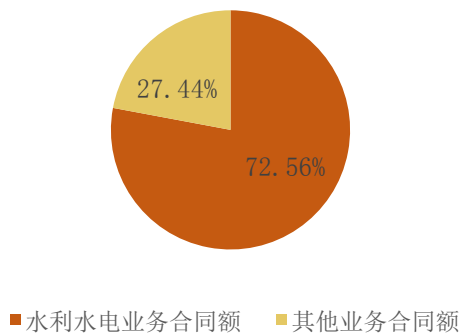
资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.3. 传统水利主业稳步发展，积极推进全产业链一体化

公司以水利水电业务起家，是其传统主业。2016 年全年，公司新签的水利水电业务合同占总业务合同额的 72.56%。

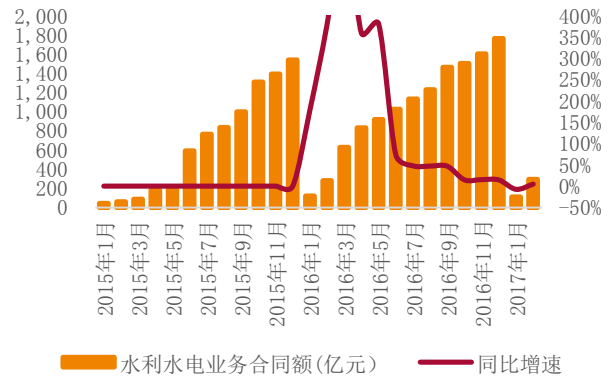
去年 1 月以来，公司的水利水电业务增速显著。截至 2016 年 12 月，公司国内外水利电力业务新签合同额合计约为 1765.04 亿元，同比增加 14.57%，传统主业稳步发展。今年头两个月也维持着去年同期的体量。

图 5：2016 年水利水电业务合同额占总合同额的占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：水利水电业务合同额（亿元）及其同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

此外，公司积极推进全产业链一体化。自 2015 年顺利完成将控股股东电建集团水电、风电勘测设计资产注入上市公司，公司已形成了集规划、勘测、设计、咨询、监理、施工、安装、采购、制造、运营维护、能源投资于一体的完整产业链。

运营资产可以给上市公司带来稳定的现金流和业绩回报。从公司目前的施工情况来看，在施工完成之后还参与运营的电站项目占比为 5%左右。截至 2016 年半年报，公司控股运营电站总装机容量达到 1113.33 万千瓦，未来的规划中，投资板块的运营收入约占 30%，预计将有效拉高整体的毛利率水平。

全产业链一体化预计将给公司带来较大的积极影响：

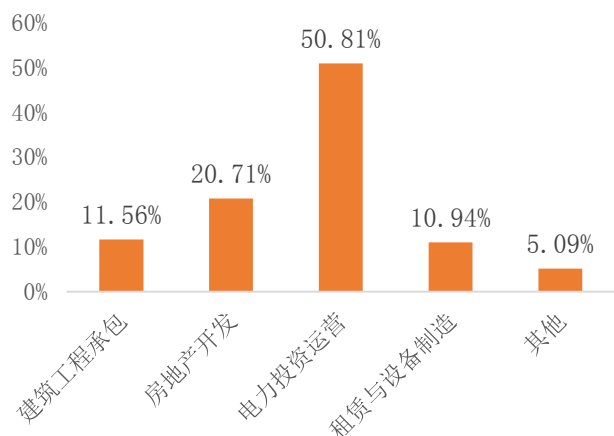
(1) 从成本来看，实现各个施工环节的良好衔接，可以有效地提高公司的经营效率，避免不同企业在施工过程中的矛盾和冲突，有效地降低管理费用。在设计和施工的合作方面，公司实现设计施工一体化，在施工过程中根据实际情况变更设计，在保证业主要求的情况下下放低标准，节约了大量成本，受益于一体化的协同效应。

(2) 从毛利率水平来看，公司过去以工程承包业务为主，毛利率较低，保持在 12%左右。若能实现全产业链一体化，公司在运营项目承接上将会显著增加，后期运营方面，公司作为传统的施工企业，凭借其对工程的了解程度和地下贯流和防渗处理等方面的丰富经验，在水电站的运营上占据较大的优势，工程的毛利率仍存在一定的提升空间。

(3) 从今后的战略发展来看，全产业链一体化能实现同行业产业链上下游的纵向协同和跨行业产业链之间的横向协同，产生可观的规模效应。此外，在国内所有的建筑企业中，能实现水利水电全产业链一体化的公司屈指可数，形成了垄断竞争优势。

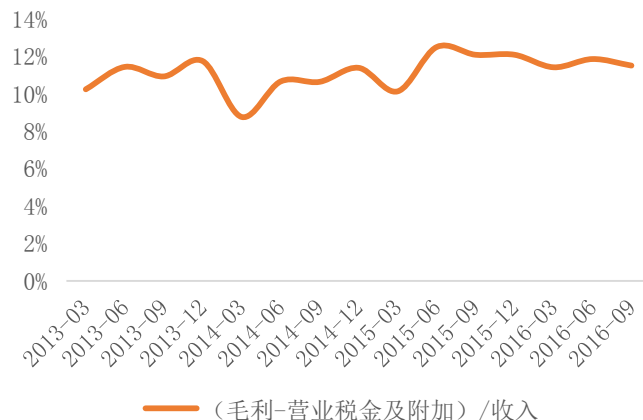
(4) 从市场影响力来看，集规划、设计、施工、运营等为一体，将进一步扩大公司的规模，提高市场占有率水平，巩固公司在行业中的龙头地位。

图 7：分业务毛利率水平



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：剔除“营改增”后毛利率变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 3：全产业链一体化的优势

全产业链一体化	
成本	在施工过程中根据实际情况变更设计 在保证业主要求的情况下降低标准，节约大量成本
毛利率	运营项目承接显著增加，电力投资运营毛利率极高 凭借对工程的了解程度和地下贯流和防渗处理等方面的丰富经验，在水电站的运营上占据较大的优势，毛利率存在一定的提升空间
发展战略	实现同行业产业链上下游的纵向协同和跨行业产业链之间的横向协同规模效应
市场影响力	扩大公司规模，提高市场占有率水平 巩固公司在行业中的龙头地位

资料来源：天风证券研究所

1.4. 以老挝南欧江流域梯级水电开发项目看公司全产业链一体化的优势

发源于中国云南与老挝北部丰沙里接壤的南欧江，是湄公河左岸老挝境内最大的一条支流，流域面积 25634 平方公里，河道全长 475 千米，天然落差约 430 米，水能指标优良，且位于老挝人口相对密集、发展速度较快、电力供应紧缺的北部，是老挝政府极力推进开发的水能资源基地之一。

该项目是迄今为止老挝政府授权外国公司在其境内开发整条流水能资源的首例，也是中资公司在境外获得的第一个完整流域水电开发项目，更是公司全产业链整体进军海外的第一个项目。

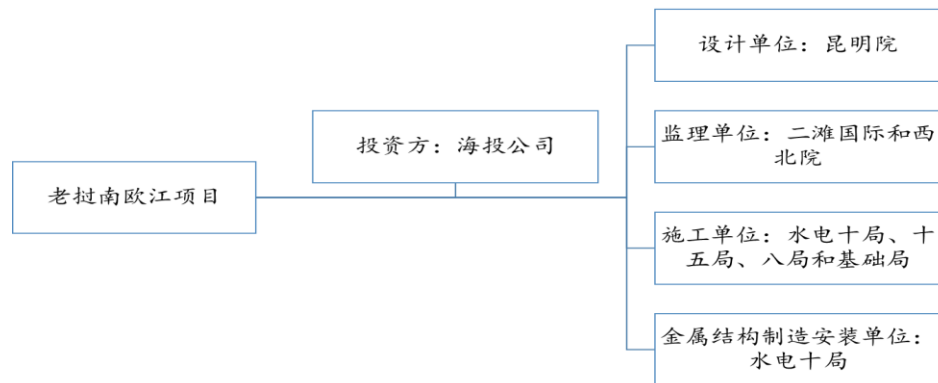
公司专门成立中水电海外投资有限公司负责项目的开发，设计、监理、施工和金属结构制造安装单位均为公司旗下的骨干企业。

图 9：南欧江水电开发项目实景图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 10：老挝南欧江项目参与单位



资料来源：公司官网、天风证券研究所

在开发过程上，南欧江流域存在众多开发障碍：点多面广、战线太长，各电站类型和坝型不同，技术难度大，环境保护难度大，移民安置工作艰巨等，承接项目本身就是对公司水利水电技术的挑战。公司对前期建造整个高坝的设计进行全面优化，规划建设一个 7 级的梯级电站，总装机 120 万千瓦，分两期开发，目前，一期的 4 级电站已建成发电，二期的 3 级电站在建。

该项目的实施充分展现了公司开展全产业链一体化所带来的好处。

在成本方面，建造 7 级水电站的设备采购成本和施工成本较高，社会成本上，淹没面积大大减少，一方面，征地、拆迁费用降低，由此产生的不确定性因素减少，保证了工程项目的开展进度，另一方面，把对居民和生态的不利影响降到了最低。公司相对于纯施工企业的优势在于，可以量化评估征地拆迁费用和环保成本，在全产业链一体化的要求下综合考虑前期的建造成本和后续的社会成本，项目整体的成本大大降低。

在公司的海外地位和影响力方面，截至 2015 年 12 月 28 日，南欧江一期项目二、五、六级电站累计发电量达到 3000 多万度，创造的良好经济社会效益日益明显。此外，公司积极与当地政府合作，深入推进实施“属地化、本土化”项目和社会责任项目，树立了良好的中国企业形象，为今后继续推进海外业务的发展奠定了扎实的基础。

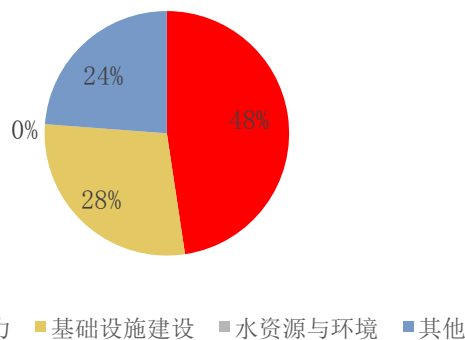
2. 积极开拓基础设施业务，以投资项目拉动订单增长

2.1. 拓展非传统业务领域，转型压力小

公司致力于成为能源电力、基础设施和水资源与环境领域具有国际竞争力的世界一流综合建设企业，除了传统的水利水电业务之外，也在向非传统业务领域拓展。基建一直被视为稳定经济的对冲器，开展基础设施业务无疑成为其改革的首要方向。

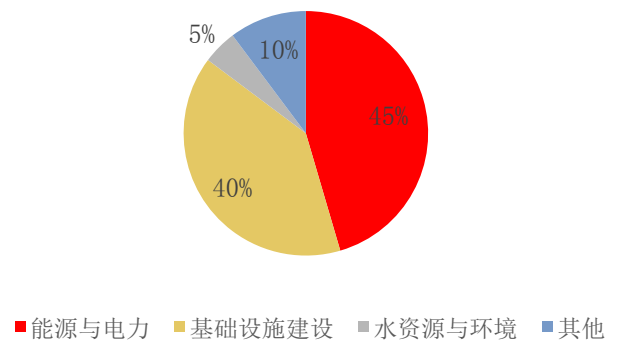
2014年5月，公司召开基础设施业务专题会，强调要积极实施“大集团、大市场、大品牌”战略，大力推进非电基础设施业务，更好支撑公司改革发展。从公司签订的重大合同来看，2012年基础设施建设业务占28%，2016年基础设施建设业务占40%，可见公司的业务正往基础设施等非传统业务领域倾斜。

图 11：2012 年公司重大订单的业务分布情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 1:2016 年公司重大订单的业务分布情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司拓展非传统业务领域，面临的转型压力较小：

(1) 公司由水利水电业务起家，掌握建筑工程行业最复杂且难度最大的技术。水力发电属于复杂的能量转化过程，对技术设备要求较高，行业内技术壁垒也较高。具有水电工程一级总承包资质的企业可承担单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍的各种类型水利水电工程及辅助生产设施的建筑、安装和基础工程施工。

(2) 从一级总承包的资质要求来看，公司在资产、人员、工程业绩和技术装备上完全满足市政工程一级总承包的资质要求，足以支撑其转型做市政工程等其他基础业务，在开展其他业务方面压力较小。

表 4：水电工程和市政工程一级总承包资质要求

	水电工程	市政工程
企业资产	净资产 6000 万元以上	净资产 1 亿元以上
企业主要人员	1、经理具有 10 年以上从事工程管理工作经历或具有高级职称； 2、总工程师具有 10 年以上从事施工管理工作经历并具有本专业高级职称； 3、总会计师具有高级会计职称； 4、总经济师具有高级职称。 5、有职称的工程技术和经济管理人员不少于 220 人，其中工程技术人员不少于 160 人； 6、工程技术人员中，具有本专业高级职称的人员不少于 15 人，具有本专业中级职称的人员不少于 60 人； 7、具有的本专业一级资质项目经理不少于 15 人。	1、市政公用工程专业一级注册建造师不少于 12 人。 2、技术负责人具有 10 年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有市政工程相关专业高级职称；市政工程相关专业中级以上职称人员不少于 30 人，且专业齐全。 3、持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 50 人，且施工员、质量员、安全员、机械员、造价员、劳务员等人员齐全。 4、经考核或培训合格的中级工以上技术工人不少于 150 人。
企业工程业绩	近 3 年最高年工程结算收入 2 亿元以上。	近 10 年承担过下列 7 类中的 4 类工程的施工，其中至

<p>绩</p>	<p>近 10 年承担过下列 6 项中的 3 项以上所列工程的施工，其中至少有 1 项是（1）、（2）中的工程，工程质量合格。</p> <p>（1）库容 10 亿立方米以上或坝高 80 米以上大坝 1 座，或库容 1 亿立方米以上或坝高 60 米以上大坝 2 座；</p> <p>（2）过闸流量 > 3000 立方米 / 秒的拦河闸 1 座，或过问流量 > 1000 立方米 / 秒的拦河闸 2 座；</p> <p>（3）总装机容量 300MW 以上水电站 1 座，或总装机容量 100MW 以上水电站 2 座；</p> <p>（4）总装机容量 10MW 以上灌溉、排水泵站 1 座，或总装机容量 5MW 瓦以上灌溉、排水泵站 2 座；</p> <p>（5）洞径 > 8 米、长度 > 3000 米的水工隧洞 1 个，或洞径 > 6 米、长度 > 2000 米的水工隧洞 2 个；</p> <p>（6）年完成水工混凝土浇筑 50 万立方米以上或坝体土石方填筑 120 万立方米以上或岩基灌浆 12 万米以上或防渗墙成墙 8 万平方米以上。</p>	<p>少有第 1 类所列工程，工程质量合格。</p> <p>（1）累计修建城市主干道 25 公里以上；或累计修建城市次干道以上道路面积 150 万平方米以上；或累计修建城市广场硬质铺装面积 10 万平方米以上；</p> <p>（2）累计修建城市桥梁面积 10 万平方米以上；或累计修建单跨 40 米以上的城市桥梁 3 座；</p> <p>（3）累计修建直径 1 米以上的排水管道（含净宽 1 米以上方沟）工程 20 公里以上；或累计修建直径 0.6 米以上供水、中水管道工程 20 公里以上；或累计修建直径 0.3 米以上的中压燃气管道工程 20 公里以上；或累计修建直径 0.5 米以上的热力管道工程 20 公里以上；</p> <p>（4）修建 8 万吨/日以上的污水处理厂或 10 万吨/日以上的供水厂工程 2 项；或修建 20 万吨/日以上的给水泵站、10 万吨/日以上的排水泵站 4 座；</p> <p>（5）修建 500 吨/日以上的城市生活垃圾处理工程 2 项；</p> <p>（6）累计修建断面 20 平方米以上的城市隧道工程 3 公里以上；</p> <p>（7）单项合同额 3000 万元以上的市政综合工程项目 2 项。</p>
<p>技术装备</p>	<p>与承担大型拦河闸、坝、水工混凝土、水工隧洞、渡槽、倒虹吸及桥梁、地基处理、岩土工程、水轮发电机组安装相适应的施工机械和质量检测设备。</p>	<p>具有下列 3 项中的 2 项机械设备：</p> <p>（1）摊铺宽度 8 米以上沥青混凝土摊铺设备 2 台；</p> <p>（2）100 千瓦以上平地机 2 台；</p> <p>（3）直径 1.2 米以上顶管设备 2 台。</p>

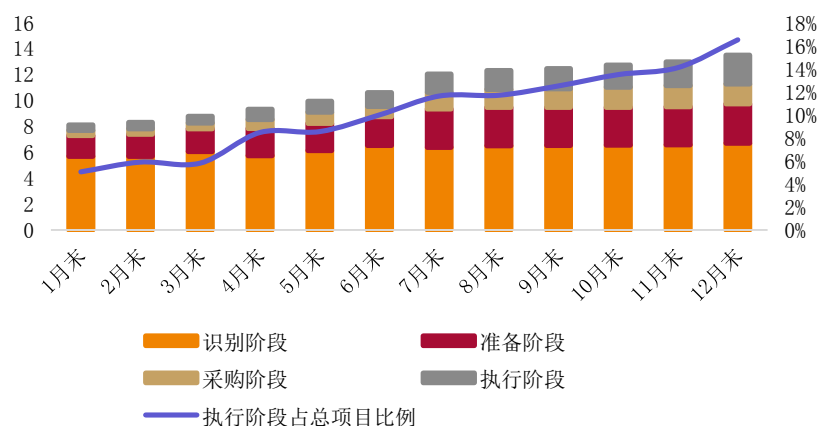
资料来源：住建部、天风证券研究所

2.2. 顺应 PPP 建设大潮，承接项目占优

基建投资是稳定经济的对冲器，占固定资产投资比例今年一直在上升。经济面临下行压力，需要适度增加基建投资托底经济增长。虽然 2016 年预算财政赤字率 3% 达历史最高，但是从政府目前的收支情况看，难以单纯依靠财政资金拉动投资；且作为稳增长、调结构、促就业的重要支撑力量，民间投资快速下滑。

在此情形下，国务院大力推广 PPP 模式，意在引导社会资金脱虚向实，加强基础设施建设，延阻经济、投资增速过快下行，同时获得广泛的社会效益。PPP 模式在国外已经比较成熟，目前正在国内快速推开。从上市公司公布的订单和我们实地调研情况来看，目前各地大量上马 PPP 项目，呈现加速态势。截至今年 2 月底，财政部 PPP 数据库项目金额已达 13.9 万亿。

图 12：财政部 PPP 项目库项目金额及开展进度（截止 2016 年 12 月）



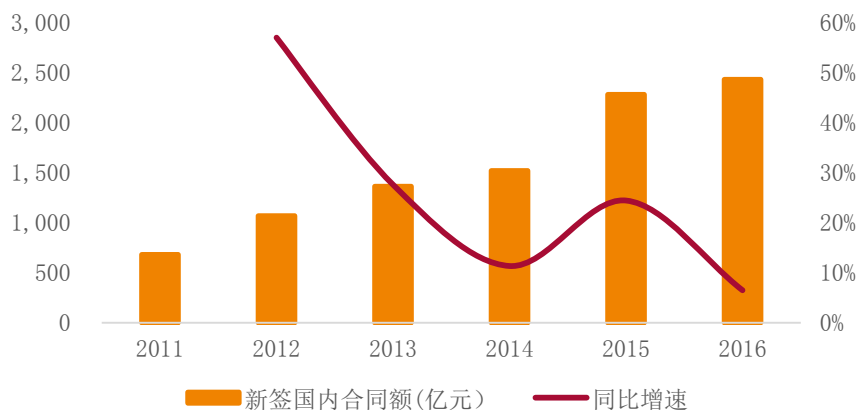
资料来源：财政部 PPP 项目库、天风证券研究所

2016 年 10 月, 财政部公布第三批示范项目名单, 共 516 个项目, 占全部申报项目的 48.2%, 投资总额逾 1.17 万亿。相较于第二批示范项目, 数量翻番, 投资额增加超八成。

需要重视在 PPP 项目中国有建筑企业的“通道作用”。全社会投资增速随着人口结构变化而快速下行, 而基建将在连续几年内保持强势, 随着 PPP 模式的全面推开, 社会资本想参与进去, 与国有大型建筑公司合作便成为一个很好的选择, 这就是国有建筑公司的“通道意义”。此“通道意义”使得国有大型建筑公司股权成为社会资本追捧的稀缺品。

自 2014 年 PPP 的概念兴起以来, 2015、2016 年公司国内订单都维持在高位。

图 13: 公司新签国内合同额 (亿元) 及其同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所数据来源：广发证券发展研究中心

15 年以来, 公司累计中标 21 个重大 PPP 项目, 其中 9 个项目已进入财政部 PPP 项目库, 其余项目在省市级 PPP 项目库 (未来仍有希望进入财政部项目库), 可见公司对 PPP 项目的筛选条件严格, 承接项目态度谨慎。根据我们的调研, 公司在筛选项目时主要关注资本内部收益率, 不低于 8%, 如果全部由公司施工, 施工利润应不低于 10%, 全投资的财务内部收益率 6% 左右。

表 5: 公司 15 年以来重大 PPP 项目统计

	项目名称	项目金额 (亿元)	项目级别	所在省市 2015 年 财政收入 (亿元)	所在省市 2015 年 财政支出 (亿元)
2015 年 10 月	广东茂名市水东湾 13 城区引罗供水工程 PPP 项目	8.05	财政部第二批 PPP 示范项目 广东省首批市政供水类 PPP 项目	9364.76	12801.64
2015 年 12 月	吉林省汪清县西大坡水利枢纽工程 PPP 项目	6.79	财政部 PPP 项目库	1229.3	3217.1
2016 年 3 月	扬州市邗江区 S611 省道邗江段 PPP 项目	10.77	财政部 PPP 示范项目 江苏省财政厅 PPP 示范项目	8028.59	9681.47
2016 年 3 月	杭州大江东产业集聚区基础设施 PPP+EPC 项目	142.58	浙江省财政厅 PPP 示范项目	4810	6648.1
2016 年 4 月	金寨县江环北路等综合管廊及道排工程 PPP 项目	7.77	财政部 PPP 项目库	2454	5230.4
2016 年 5 月	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	财政部 PPP 项目库	1503.35	3930.21
2016 年 6 月	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	浙江省财政厅 PPP 示范项目	4810	6648.1

2016年6月	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	财政部PPP项目库	743.9	2964.6
2016年6月	章丘市第一批PPP项目	17.1	财政部PPP项目库	3009.6	
2016年7月	云南省江川至通海高速公路PPP项目	42.54	云南省财政厅PPP示范项目	1808.14	
2016年8月	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	陕西省财政厅PPP示范项目	2059.87	4376
2016年9月	河南兰考县产业集聚区基础设施建设PPP项目	20.56	财政部PPP项目库	3009.6	
2016年10月	河南省郑州市107辅道快速化工程PPP项目	8	财政部PPP项目库	3009.6	
2016年11月	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	湖南省财政厅PPP示范项目		
2016年12月	广东省鹤山市国道G325线鹤山大雁山至桃源段改线工程辅道工程PPP项目	6.49	广东省财政厅PPP项目库	9364.76	12801.64
2016年12月	福建省福鼎市滨海大道二期道路工程PPP项目	6.15	福建省财政厅PPP项目库		
2017年1月	成都轨道交通18号线工程PPP项目	336.24	成都市PPP项目库		
2017年1月	河南省郑州中原新区郑上路以南、须水河北片区道路建设PPP项目	6.22	河南省财政厅PPP项目库	3009.6	
2017年1月	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	吉林省财政厅PPP项目库	1229.3	3217.1
2017年1月	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	吉林省财政厅PPP项目库	1229.3	3217.1
2017年2月	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	怀宁县政府项目		

资料来源：公司公告、财政部PPP数据库、天风证券研究所

根据我们对公司的调研，由于项目中标额中还含有征地、拆迁、移民成本，实际转化成营业收入的比例为75%左右。

和传统的方式相比，以PPP形式承接项目给公司带来了较大的益处：

(1) 公司从水利电力领域切入传统基建领域时间较晚，相对于其他大央企竞争力稍显不足，而**PPP模式提供了弯道超车的机会**，公司通过承接大型PPP项目可迅速进入新区域新市场。

(2) 在传统模式下，政府基础设施建设的业主一般是政府所属的城投公司或国有控股公司等非独立的市场主体，在PPP模式下，公司即成为项目的业主，决策和运营都要遵循市场规律，有利于公司自身综合素质的提升，“**优质优价**”的市场原则将使公司获得更大的**利润，盈利更趋持续稳定**。

(3) 随着政策红利加速释放，相关规范逐渐完善，PPP模式的“**项目-订单-业绩**”转化将**逐渐兑现，为收入增长提供充分的保障**。

(4) 通过和政府合作的方式为公司带来更多的业务量，且在设立的 SPV 公司中，公司以高于政府设立的公司的股权占比占据主动地位。

2.3. 河北省太行山等高速公路包（二）项目模式分析

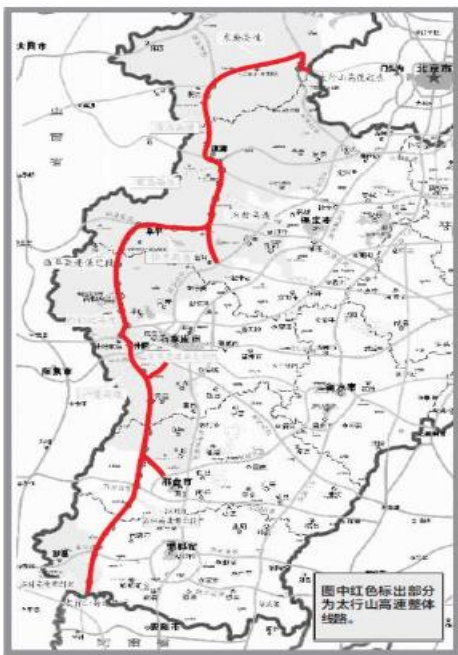
河北省太行山等高速公路项目包（二）项目是公司目前承接的投资规模最大的项目，公司和中电建路桥集团有限公司、成都华川公路建设集团有限公司组成联合体中标，其运营模式具有一定的代表性。

该项目包括太行山高速公路邢台段、太行山高速公路邯郸段、天津至石家庄高速公路冀津界至保石界段、新乐至元氏高速公路郭村至拐角铺段等四段，建设总规模约为 342 公里，总投资约 428 亿元。

项目资本金为太行山高速估算总投资的 30%，由交投集团按 49% 出资约 28.1 亿元，社会投资人按 51% 出资约 29.2 亿元；非太行山高速项目资本金为非太行山高速估算总投资的 20%，由交投集团按 49% 出资约 23.2 亿元，社会投资人按 51% 出资约 24.2 亿元。剩余投资额由河北省政府财政兜底，占 2015 年河北省财政支出的 7.99%。

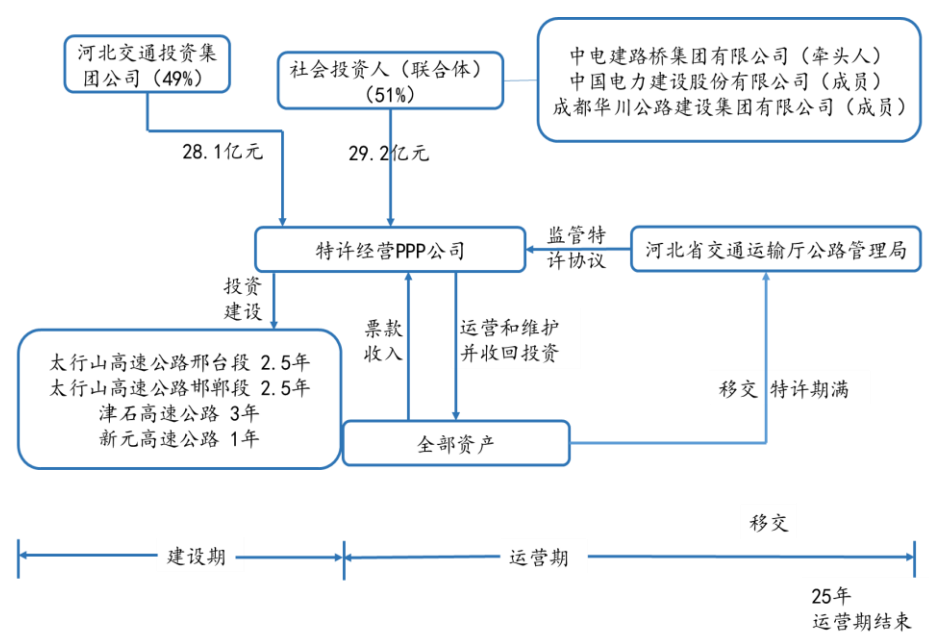
本项目采用特许经营模式，河北省交通运输厅公路管理局作为本项目实施机构，代表河北省人民政府授予项目公司特许经营权。在特许经营期内，由项目公司投资、建设、运营及管理太行山高速等四条高速公路。特许经营期届满项目移交实施机构，特许经营期内的特许经营权包括高速公路收费权、沿线广告牌以及服务区经营权。交投集团按相应股比参与非太行山高速项目的利润分配，不参与太行山高速项目的利润分配。

图 14：项目路线



资料来源：公司新闻、天风证券研究所

图 15：河北省太行山等高速公路包（二）项目模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所

该项目为目前全国规模最大的 PPP 项目，公司在承接项目上充分体现了自身的资金和规模优势。从项目的承接到后期的整体规划，可以看出公司对待 PPP 项目的态度和处理方式：

(1) 项目入选财政部第三批 PPP 示范项目，属于优质项目，足见公司筛选 PPP 项目的标准较高，对项目本身的回报率有一定的要求。

(2) 从项目的运营模式中可以看出，SPV 公司与联合体隔离，联合体在特许经营 PPP 公司中的股权占比高于政府设立的公司，占据主动地位。

(3) 在资金方面，公司自身不会提供担保，银行主动给公司等大型央企投标，为 PPP 项目的开展提供充分的资金保障。

3. 海外业务成果显著，持续推进“一带一路”项目建设

3.1. 市场空间广阔，人民币贬值利好海外业务

3.1.1. 海外水电项目需求量大，以低运营成本受到欢迎

电力工业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是关系国计民生的基础产业，电力先行发展是经济发展的客观规律。电力行业作为技术密集型和资金密集型行业，建设周期相对较长，需在做好用电负荷预测的基础上做好规划，及时筹集资金，提前建设以保证用电需求。

当经济发展处于工业化初期，使用电力来代替直接使用的一次能源和其他动力的范围不断扩大，特别是在发展中国家高电耗的重工业和基础工业的比重增大过程中，电力总消费增长会超过国内生产总值的增长，使电力消费弹性系数（在某一时期内电力总消费量年平均增长率与同一时期国内生产总值年均增长率的比值）呈现大于1的趋向。

表 6：一些工业化国家的电力弹性系数

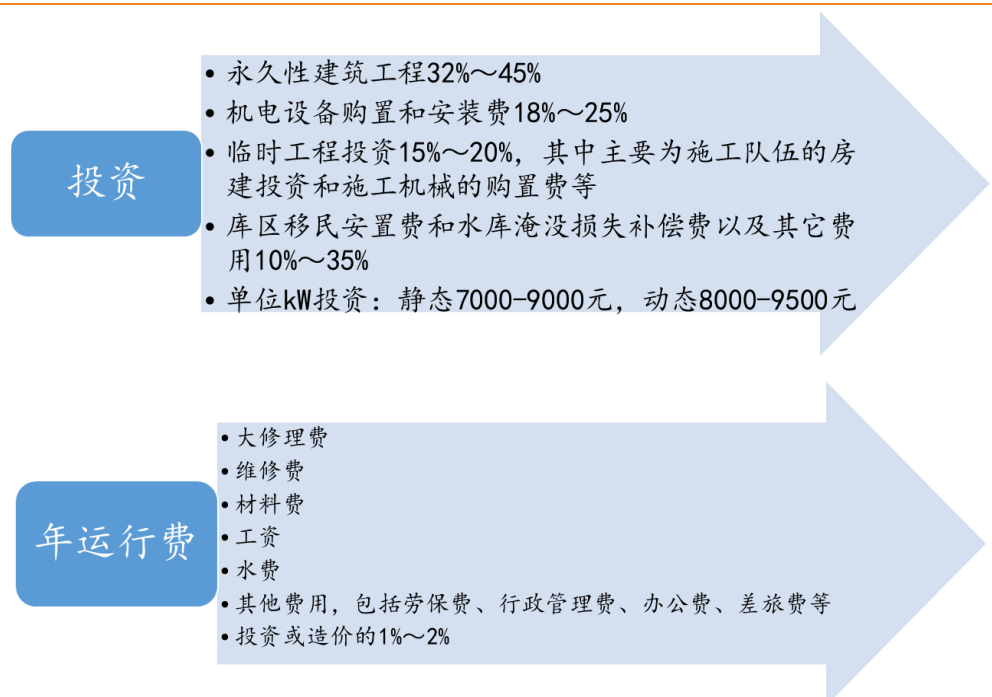
时期	美国	前苏联	日本	英国	德国	法国
1950~1960	2.31	1.27	-	2.45	-	1.77
1960~1970	1.87	1.36	1.13	2.29	1.88	1.21
1970~1980	1.26	1.18	1.01	0.74	1.51	1.59
1980~1990	0.49	-	0.86	-0.01	0.08	0.91
1990~1995	1.59	-	1.90	1.15	-0.16	2.34

资料来源：CEIC、天风证券研究所

“丝绸之路”沿线国家电力设施普遍老旧，电工装备制造能力较低，需借助外力加以更新改造。此外，这些国家新增电力需求量巨大，“一带一路”战略的落实有望刺激相关国家经济社会发展，人均用电量也将随之增加，未来“丝绸之路”沿线国家有新建电源和电网设施的刚性需求。

在能源与电力的开发中，水电项目运营成本较低，受到欢迎。水电站单位 kW 投资与电站建设条件关系很大，目前单位 kW 的静态投资约为 7000-9000 元，动态投资约为 8000-9500 元。一旦水电站建成以后，有稳定的现金流和业绩贡献，后续的维护的成本和使用成本比较低，只有修理费、维修费、材料费、员工工资等小额费用，占投资的 1%-2%。

图 16：水电项目投资情况



资料来源：天风证券研究所

从整个市场的角度而言，海外的水电项目需求量较大，可开发的资源较为丰富，且因其较低的运营成本而受到普遍的欢迎。

3.1.2. 人民币贬值背景下，公司将在各方面受益

近年，人民币贬值给海外工程业务带来了积极的影响。截至 2016 年三季报，公司海外业务占比为 23.30%，人民币贬值无疑将对公司产生影响：

- 1) 海外业务的收入端以外币核算，而成本端大多以人民币核算，人民币贬值将使公司毛利率提升。
- 2) 公司拥有一定的美元和外币净资产，一直保持较大的美元风险敞口，且较少运用金融衍生工具进行风险对冲，期末进行外币报表折算时将产生大量汇兑收益，从而提升公司净利润。16 年上半年人民币贬值约 2.3%，公司汇兑收益 5 亿；16 年下半年贬值约 4.7%，公司汇兑收益还会持续增加。预计公司今后仍将继续持有美元资产，保持一定的美元风险敞口。
- 3) 我国企业在投标环节时通常以人民币计算出成本后再将其按照当时或一段时间的平均汇率转换成美元进行报价，人民币贬值将使公司的报价更具竞争力。

总之，公司是人民币贬值的绝对受益标的。

表 7：2016 年半年报公司所持外币货币资产情况（单位：亿人民币，参考 2016 年 6 月 30 日汇率）

公司名称	美元净资产	外币净资产	总资产	美元净资产占总资产比例
中国电建	28.65	240.15	4435.85	0.65%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 国际化程度领跑大建筑央企，积极布局海外业务

公司以“国际业务集团化”为目标，构建“总部协调+子公司专业区域覆盖”的海外业务架构。据统计，2015 年，中国电建集团位列全球 250 强国际承包商第 7 名，在电力建设行业位列全球第一。截至 2015 年底，公司在全球 101 个国家设有 160 个驻外机构，业务覆盖全球 116 个国家，在建项目合同总额超过千亿美元，形成了以亚洲、非洲为主，辐射美洲、大洋洲和东欧的多元化市场格局。

2016 年 3 月 11 日，中国电建集团国际工程有限公司揭牌成立，标志着公司开始了国际业务的资源整合。

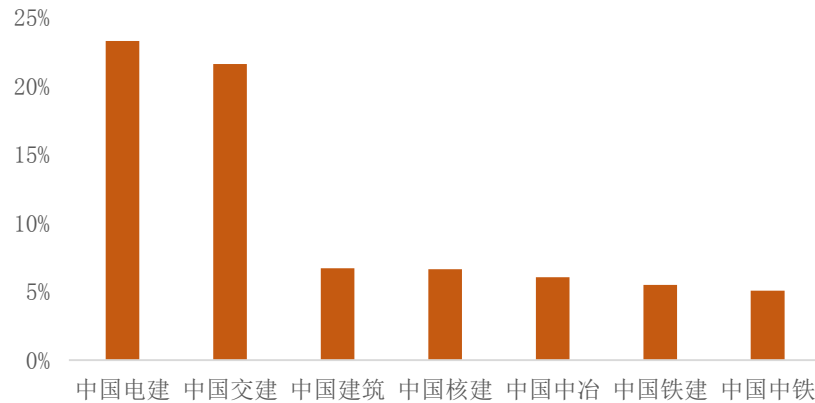
图 17：海外业务分布架构



资料来源：公司业绩说明会外发材料、天风证券研究所

从行业角度而言，截至 2016 年三季报，公司的境外收入占比达 23.3%，远高于其他大多数大建筑央企，国际化程度较高。

图 18：大建筑公司 2015 年境外收入占比对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司之所以能够在国际化程度上领跑大建筑央企，主要原因如下：

- (1) 公司积极实施走出去战略，80 年代就已走向市场，是较早开辟市场化道路的建筑央企之一；
- (2) 公司海外市场开拓业绩突出，构建了较为完整的国际营销体系和目标市场，形成了较强的国际经营比较优势；
- (3) 在承接海外项目上，公司具有品牌影响力高、商业模式成熟、人才队伍高端等多方面的优势，在海外业务方面经验丰富；
- (4) 在经济发展初期电力先行的背景下，水电公司开展海外业务有天然的优势，公司作为以水利水电业务起家的大建筑央企，凭借其专业性在国外水电市场上占据重要地位。

图 19：公司承接海外项目的优势

品牌实力	商业模式	队伍建设
<ul style="list-style-type: none"> • POWERCHINA 是涵盖电建集团全产业链的综合性母体品牌，主要从事大型或全产业链项目、高端或准高端市场的国际经营。 • HYDROCHINA 是从事水利水电规划、勘测设计、咨询服务和新能源一站式服务的品牌。 • SINOHYDRO 是从事以水利水电为主的基础设施领域开发建设的品牌。 • SEPCO 和 SEPCO III 是从事火电和输变电领域开发建设的品牌。 	<ul style="list-style-type: none"> • EPC、FEPC、BOT、BT、BOT+BT、PPP 等新型商业模式及运营策略。 • 驾驭大型复杂工程的综合管理能力，能够为水利水电、火电、风电及基础设施建设等领域提供集成式、一站式服务，为项目创造更大价值，为业主实现更多回报，与业主共同成长。 	<ul style="list-style-type: none"> • 公司总部的高端国际化人才队伍。 • 分布在各所属企业和海外项目的国际复合型人才队伍。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

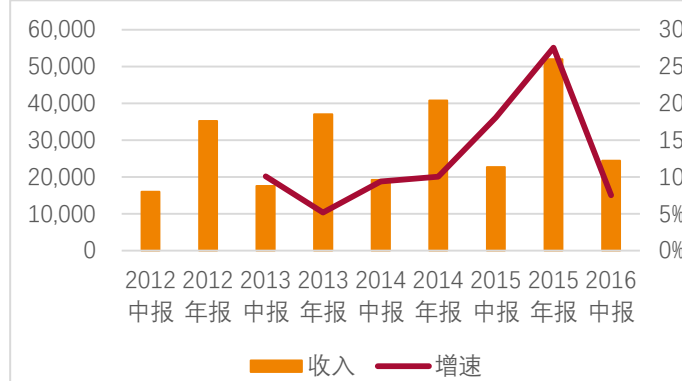
2016 全年，公司累计新签合同 3610.22 亿元，同增 10.14%，其中国外订单 1177.73 亿元，同增 18.11%。17 年头两个月也延续着快速增长的势头。

图 20: 公司海外合同及增速情况



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 21: 公司海外收入（百万元）及增速



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

从公司海外业务收入和海外订单额之间的关系可以看出，两者之间有较强的相关关系，大幅增长的订单额将给公司带来可观的海外业务收入。

表 8: 2016 年以来公司新重大海外合同统计

时间	签约日期	项目名称	项目金额 (亿元)
2016 年 1 月	2016/3/1	泰国超能公司三期 182MW 太阳能设备供货项目	8.72
2016 年 1 月	2016/3/1	尼日利亚阿达马瓦州 (Adamawa) Yola 供水项目 EPC 合同	8.22
2016 年 2 月	2016/3/17	津巴布韦南方能源公司 660MW 燃煤电厂项目	73.36
2016 年 2 月	2016/3/17	玻利维亚埃尔西亚公路项目	27.22
2016 年 2 月	2016/3/17	厄瓜多尔瓜亚基尔医院施工及安装工程	6.61
2016 年 2 月	2016/3/17	巴基斯坦崔穆 (Trimmu) 拦河坝修复和升级工程	5.99
2016 年 2 月	2016/3/17	安哥拉万博供水二期 2 标段项目	5.89
2016 年 2 月	2016/3/17	亚美尼亚 M1 塔林至久姆里公路 (兰吉科-久姆里段) 重建和升级项目	5.18
2016 年 3 月	2016/4/29	蒙古阿曼河 2020MW 火电项目	116.31
2016 年 3 月	2016/4/29	伊拉克鲁迈拉 730MW 联合循环电站项目	49.19
2016 年 3 月	2016/4/29	几内亚苏阿皮蒂水利枢纽项目土建、金属结构及机电设备安装工程	39.66
2016 年 3 月	2016/4/29	哈萨克斯坦巴丹莎 200MW 风电项目	22.18
2016 年 3 月	2016/4/29	老挝南碧水电站项目	17.27
2016 年 3 月	2016/4/29	巴基斯坦卡拉奇中州水泥厂一期项目	16.19
2016 年 3 月	2016/4/29	乍得凯比河省 33MW 水-光储互补电站项目	12.07
2016 年 3 月	2016/4/29	老挝南欧江七级水电站土建、金属结构及机电设备安装工程施工合同 (补充)	6.13
2016 年 4 月	2016/5/14	以色列克卡夫.哈亚邓抽蓄电站	27.02
2016 年 5 月	2016/6/16	莫桑比克邵奎灌区&农场机械化与现代化项目	5.03
2016 年 5 月	2016/6/16	赤道几内亚吉布洛新城电网工程	16.9
2016 年 6 月	2016/7/15	老挝国际商业金融中心	6.6
2016 年 6 月	2016/7/15	安哥拉罗安达省电气化及入户连接项目	44.55
2016 年 7 月	2016/8/16	泰国 GNP 公司 Sarahnlom 67.5MW 风电项目	7.99
2016 年 8 月	2016/9/15	缅甸通信基础设施建设工程项目 I-3	12.28
2016 年 8 月	2016/9/15	伊拉克鲁迈拉 730MW 联合循环电站项目补充合同	18.37
2016 年 8 月	2016/9/15	突尼斯梅莱格大坝建造项目	5.99
2016 年 8 月	2016/9/15	中建巴基斯坦 PKM 公路分包项目	56.59
2016 年 8 月	2016/9/15	赞比亚下凯富峡送出部分 330KV 输变电线路项目	11.8
2016 年 8 月	2016/9/15	津巴布韦 Kunzvi-Musami 大坝-哈拉雷供水项目一期	39.62

2016年9月	2016/10/14	尼日利亚希罗罗 300MW 水光互补项目	35.6
2016年9月	2016/10/14	安哥拉基隆戈配水中心第一标段项目	22.74
2016年9月	2016/10/14	肯尼亚巴瑞迪 50MW 风电项目	8.74
2016年11月	2016/12/17	马来西亚砂捞越 KIDURONG 燃气电站 10 号、11 号机组扩建项目	9.63
2016年11月	2016/12/17	泰国超能公司五期 137MW 太阳能设备供货项目	7.64
2016年12月	2017/1/17	缅甸联邦共和国曼德勒省、掸邦邦龙河梯级水电站 EPC 交钥匙工程总承包合同	6.68
2016年12月	2017/1/17	老挝南俄 4 水电站项目引水隧洞后段、调压井土建及金属结构安装工程和厂房、压力钢管道土建及金属结构安装工程 (C3 和 C4 标段)	7.14
2016年12月	2017/1/17	老挝南俄 4 水电站项目大坝、围堰、电站进水口土建及金属结构安装工程 (C1 标段) 和引水隧洞前段 (0+040~7+820) 土建工程 (C2 标段)	7.30
2016年12月	2017/1/17	印度尼西亚明古鲁 2x100MW 火电站项目	16.69
2016年12月	2017/1/17	缅甸蒙育瓦 L 矿铜矿项目-L 矿采矿剥离合同及补充协议	10.91
2016年12月	2017/1/17	赞比亚马宁加至姆维尼伦加公路升级改造项目	18.19
2016年12月	2017/1/17	塞尔维亚贝尔格莱德绕城路项目	17.20
2017年1月	2017/2/18	蒙古国巨龙山 50MW 风电项目	5.88
2017年1月	2017/2/18	巴基斯坦特里肯波斯顿 150MW 风电项目	16.89
2017年1月	2017/2/18	塔吉克斯坦格拉芙纳亚 240MW 水电站技改项目	5.31
2017年2月	2017/3/16	赤道几内亚 Lisso 水电站可研和 EPC 合同	14.01
2017年2月	2017/3/16	委瑞内拉图伊河盆地道路建设项目-维洛塔-奥鲁萨路段	47.54

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 紧跟国家“一带一路”战略，加强与沿线国家的深入合作

定量来看，亚洲开发银行《满足亚洲基础设施建设需求》指出，亚洲及太平洋地区若保持现有增长势头，将气候变化减缓及适应成本考虑在内，到 2030 年其基础设施建设需求总计将超过 26 万亿美元(每年 1.7 万亿美元)，较 2009 年预测的 7500 亿美元翻了一番还多。其中，电力投资为 14.7 万亿美元，交通投资为 8.4 万亿美元，电信投资将达到 2.3 万亿美元，水利和卫生方面的花费将需要 8000 亿美元。电力是重中之重。

公司在海外业务承接方面经验丰富，且有较好的国际声誉，因此，在承接海外项目上得到了国家的大力支持。公司紧跟国家“一带一路”经济外交战略，积极参与国家间双边多边电力能源合作，开拓沿线国家水电火电、基础设施和可再生能源资源市场，着力推动市场开发和项目落地。截至 2016 年 6 月，公司在“一带一路”沿线 65 个国家中的 55 个国家共跟踪项目 1796 个，预计总金额为 5653 亿美元；在其中 36 个国家设有 83 个代表处或分支机构，在 55 个国家执行各类型工程项目。

公司承建的首个“中巴经济走廊”能源项目——巴基斯坦卡西姆港燃煤电站项目、世界最大的河道整治项目——孟加拉国帕德玛大桥河道治理工程、南亚地区规模最大的污水处理项目——孟加拉国南达舍尔甘地区污水处理项目等具有重大影响的项目稳步实施，为公司海外经营积累了更多业绩、强化了品牌形象，海外项目营销基础持续稳固、能力不断提升。

图 22：巴基斯坦卡西姆港燃煤电站项目

图 23：孟加拉国帕德玛大桥河道治理工程开工奠基仪式



资料来源：公司官网



资料来源：公司官网

以公司在孟加拉国开展的工程项目为例。作为海上丝绸之路沿线重要国家，孟加拉国近年来经济发展势头良好，年均 GDP 增长率 6% 以上，电力供需缺口较大。公司自进入孟加拉市场以来，分别承建了孟加拉国最大容量燃煤电站、孟加拉国乃至南亚地区规模最大的污水处理工程、孟加拉首个港口疏浚工程等具有重大影响力的国家项目，成为孟加拉国能源基础设施建设领域的重要力量。孟加拉国南达舍尔甘地区污水处理项目位于孟加拉国首都达卡，建设内容主要包括污水处理厂、提升泵站及污水管网，项目建成后，中方还将负责为期一年的运行和维护。孟加拉国政府已向中国政府申请使用援外优惠贷款实施该项目。该项目是中国电建迄今所承担的规模最大的污水处理项目，是目前孟加拉国乃至南亚地区规模最大的污水处理项目，建成后将巩固和促进中孟友好合作关系，显著提升公司在世界水务建设领域的地位和影响。

公司自开展海外业务以来，一直与“一带一路”沿线国家保持着良好的关系，承接了大量水利水电工程，工程实施效果较好。今后，公司将进一步加深与这些国家的深入合作，同时拓展业务领域，巩固公司在国际上的地位。今年的一带一路峰会期间公司海外业务有望获得新的斩获。

4. 积极开展水环保业务，雄安新区提供业务契机

4.1. 深化生态文明建设，水环境治理行业前景广阔

2012 年，党的十八大提出大力推进生态文明建设的战略决策，把生态文明建设放在突出地位，融入经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程。

2015 年 4 月，为切实加大水污染防治力度，保障国家水安全，国务院正式发布“水十条”。根据环保部的测算，“水十条”的出台将直接带动直接购买环保产业产品和服务超过 1.4 万亿元，共计可以带动的环保投资达 1.9 万亿，强有力地推动了建筑公司水环保业务的发展。

表 9：“水十条”主要内容

总体要求	工作目标	主要指标
全面贯彻党的十八大和十八届二中、三中、四中全会精神，大力推进生态文明建设，以改善水环境质量为核心，按照“节水优先、空间均衡、系统治理、两手发力”原则，贯彻“安全、清洁、健康”方针，强化源头控制，水陆统筹、河海兼顾，对江河湖海实施分流域、分区域、分阶段科学治理，系统推进水污染防治、水生态保护和水资源管理。	到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。	到 2020 年，长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河等七大重点流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）比例总体达到 70% 以上，地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在 10% 以内，地级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体高于 93%，全国地下水质量极差的 比例控制在 15% 左右，近岸海域水质优良（一、二类）比例达到 70% 左右。京津冀区域丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的水体断面比例下降 15 个百分点左右，长三角、

珠三角区域力争消除丧失使用功能的水体。

资料来源：国务院网站、天风证券研究所

2016年8月，国家发展改革委印发了《“十三五”重点流域水环境综合治理建设规划》，推进“十三五”重点流域水环境综合治理重大工程建设，切实增加和改善环境基本公共服务供给，改善重点流域水环境质量、恢复水生态、保障水安全。

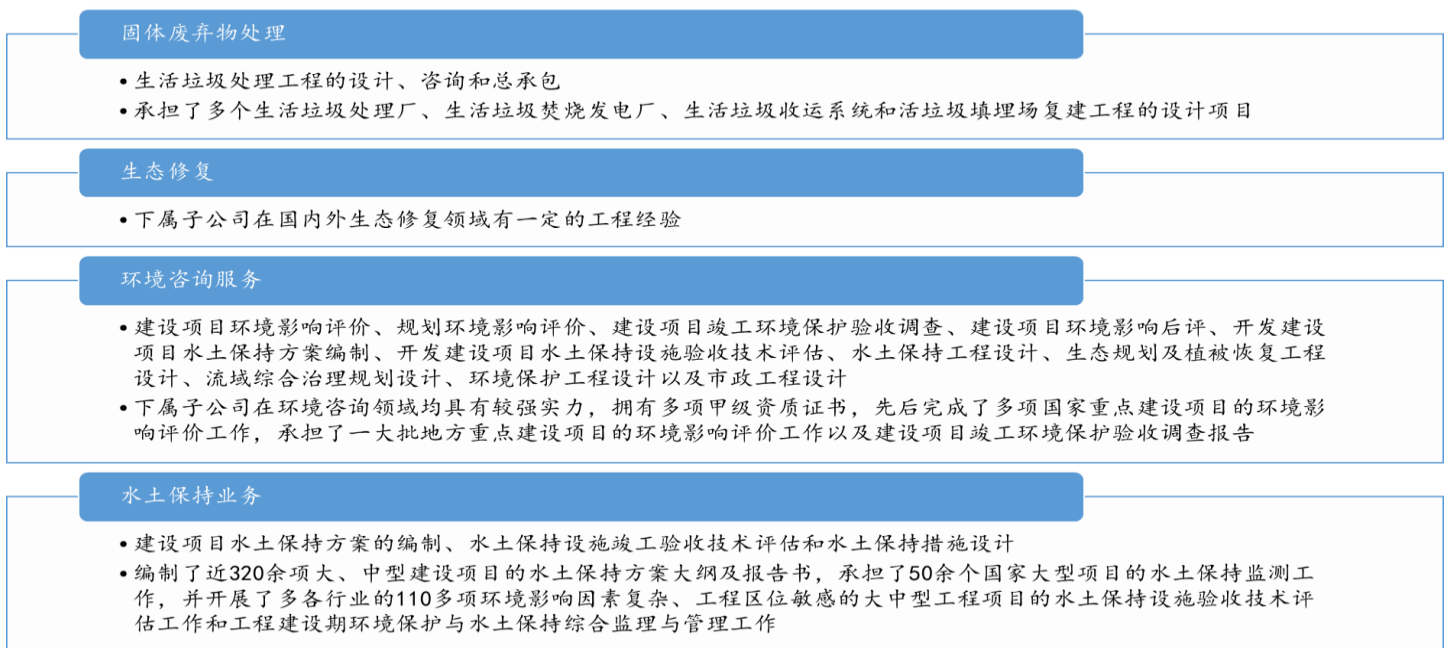
就国内水资源环境的现状而言，2016年2月，环境保护部与住建部联合印发《关于公布全国城市黑臭水体排查情况的通知》并对摸底排查结果进行了通报。排查结果显示，截至2月16日，全国共排查出黑臭水体1861个。

综上所述，政策要求和国内环境现状都在向环保业务倾斜，尤其是水环境与资源的保护，可见水环境治理行业需求旺盛、前景广阔。

4.2. 环保业务成果显著，强势进军水资源与环境业务

公司早年就已涉足较多环保业务，包括固体废弃物处理、生态修复、环境咨询服务等，均已取得了一定的成果。

图 24：公司环保业务情况及成果



资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前，在国家不断深化生态文明建设的进程中，公司明确了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，强势进军水环境综合治理行业。水环保业务以其高毛利率有望带动公司业绩快速发展。

在开展水环保业务方面，公司占有丰富的资源和较大的优势，在战略发展上也有所倾斜。

(1) 公司一直在为开展环保业务做铺垫，其下属的重点设计院掌握开展水资源与环境业务所必备的资质和技术能力。

表 10：重点设计院及其优势

设计院名称	优势
北京勘测设计研究院	具备为国内外水电水利、新能源、基础设施及环境工程建设等领域提供规划、勘测、设计、咨询以及工程总承包、投资运营全过程技术与管理服务的核心能力。

	先后完成了官厅水库改建工程、山西汾河太原城区段治理美化、青海灌区改造规划、新疆木扎提河规划、蒙古哈尔哈林水利工程、等水利水务工程。
华东勘测设计研究院	以水电与新能源、城市建设与环境发展、大坝与工程安全为三大主要领域。早在上世纪八十年代即进入环境工程市场，业绩遍布浙江、江苏、福建、重庆、江西、广西、四川、云南等地，先后完成了钱塘江流域小城镇、宁波农村、玉环县城市污水处理工程、江山城市污水处理工程等污水处理工程；象山供水工程、开化城市供水工程、三门沿海供水工程等城乡引水、供水工程；丽水务岭根垃圾填埋场、常山城乡一体化垃圾填埋场等 20 余项垃圾处置工程。
昆明勘测设计研究院	在环保领域承担环境保护和水土保持工程的规划、设计、科研、咨询等技术服务。在各领域已承接多个重大项目。

资料来源：各子公司网站、天风证券研究所

(2) 公司在水环境治理方面经验丰富。水资源和环境治理属于水利水电开发的下游业务，两者共同构成水资源的综合开发，公司积极承接此类工程，在水利水电业务的基础上逐渐涉及水环保业务。一直以来，水务与环保都是公司的重要业务之一，承接了昆明市污水处理厂等一批国家大型基础设施建设项目，投资建设了西咸新区沣东新城河道综合治理、成都市天府新区锦江生态带整治、四川省都江堰灌区毗河供水等系列重大工程，投资供水及污水处理业务产能超过 100 吨/日。

图 25：公司承接的重点水环境与环保业务项目

	“六海清淤”工程 北京市“优良工程”
	锦江生态带 成都天府新区国际化综合性大型市政工程
	孟加拉国达舍尔甘地污水处理厂 南亚最大污水处理厂
	东福山岛风光柴及海水淡化系统工程 我国首个利用清洁能源建设的综合利用独立微网工程
	孟加拉国帕德玛大桥河道整治项目 全球最大河道整治工程

资料来源：公司官网、天风证券研究所

(3) 在具体开展水环保业务方面，公司于 2015 年成立了中电建水环境治理技术有限公司，从事水环境治理及相关投资、建设、运营管理，引领水利建设、环境治理等战略性新兴产业。成立这一子公司既体现出公司加快布局水资源与环境业务的战略发展方向，又有利于集中相关技术和人才资源，提高水环境治理的专业性和针对性。

4.3. 深圳茅洲河综合整治工程 EPC 项目助力后续业务开展

2015 年 11 月，公司中标深圳茅洲河综合整治工程 EPC 项目，该项目首期 123 亿，预计二期及三期总额超过 300 亿。

茅洲河是广东省珠江口东岸地区污染最严重的河流之一，流域面积 344 平方公里，长期以来，茅洲河流域地区工业污染、生活污染较为严重，且下游 11.68 公里为东莞两市界河，治理任务复杂而艰巨。作为深圳治水提质的重点工程和珠江三角洲地区实现“四年大发展”目标的十大工程之一，工程建成后，将有效提高茅洲河整体的防洪能力，带动流域周边产业升级，为全面提升深圳城市品质创造有利条件。

该项目包括六大类工程 46 个子项目，建设内容包括管网、排涝、河流治理、水质改善等

工程。预计 2017 年底前，界河段综合整治工程完工，届时茅洲河干流将达百年一遇防洪标准，消除黑臭并基本达到地表水Ⅴ类标准。

中国水电八局作为公司旗下的龙头企业，凭借其在深圳地铁工程建设的良好信誉，成为该项目的施工队伍。

图 26：茅洲河综合整治工程效果图

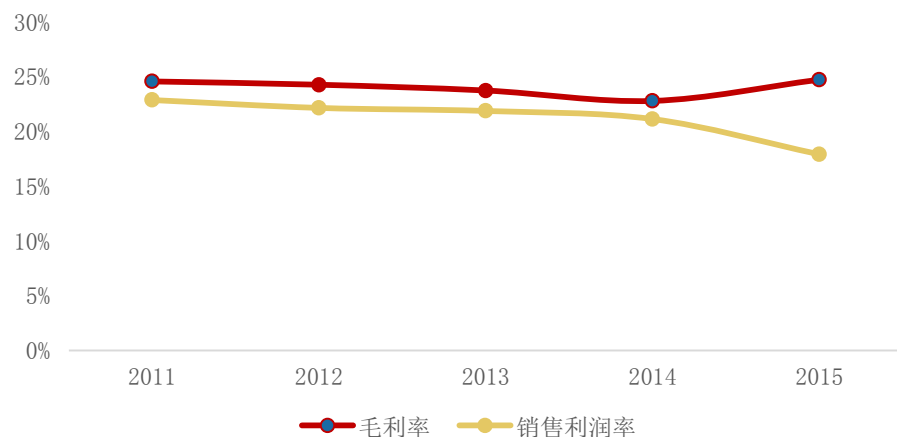


资料来源：公司官网、天风证券研究所

该项目是公司进军水环保业务领域以来规模最大的项目，将给公司带来较为积极的影响：

(1) 从盈利能力角度而言，污水处理行业主要是以收取污水处理费作为营利方式，目前主要是靠运营带来收入，2015 年，我国污水处理行业的毛利率达 24.75%，销售利润率达 17.93%。预计项目完工后预计将给公司带来逾 150 亿的收入，约占 2015 年营业收入的 7.28%。

图 27：2011-2015 年中国污水处理行业盈利能力变化情况



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

(2) 从影响力而言，项目工程规模庞大，是行业内首单水环境综合整治项目，将在深圳市带来较强的示范效应。

(3) 项目可复制性强，有助于公司今后承接更多类似的大型项目，为开展水资源与环境业务提供重要的经验保障，进一步巩固公司在行业中的地位。

4.4. 雄安新区白洋淀湖泊治理有望为公司带来重要机遇

2017 年 4 月 1 日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区。雄安新区地处冀中平原和白洋淀水域区域，新区建设坚持生态优先、绿色发展，建设绿色生态宜居新城区。位于河北省保定市东部的白洋淀是华北地区最大的淡水湖泊，从今年初开始遭到严重的水

污染侵袭，其水质治理是河北省目前面临的重大问题。

2016年6月30日，公司与河北省政府签署战略合作协议，积极参与河北省基础设施投资建设，支持河北省经济社会发展。公司曾就白洋淀环境治理问题与河北省政府交换过意见。中国电建在水环境治理方面经验丰富，再加上其与河北省政府的长期合作，雄安新区的设立有望为公司提供新的业务来源。

图 28：雄安新区地理位置



资料来源：中新网、天风证券研究所

5. 非公开发行股票获批，公司有望成为优质投资标的

5.1. 非公开发行股票获批，有望提升业务竞争力

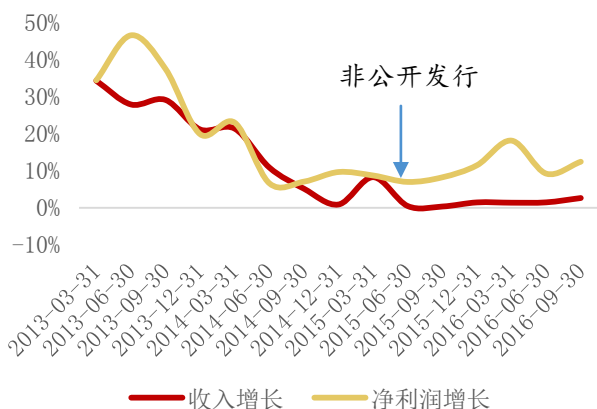
在经济下行的背景下，国有企业普遍出现资产负债率较高的情况，面临一定的资金瓶颈，增发以募集资金成为一个有效的途径。在增发的诉求下，公司可能一改之前盈利能力偏低的形象，通过压缩费用、精细化项目管理提高毛利率等形式不断提升净利率水平，改善业绩表现以吸引机构投资者。

以 15 年实施增发的中国铁建和中国中铁为例：2015 年 7 月，中国铁建顺利完成非公开发行，累计募集资金 99.36 亿元，此次增发之后，公司的收入和净利润增速均有所提升，毛利率水平（以（毛利-营业税金及附加）/营业收入以剔除“营改增”的影响）也逐步提高；2015 年 7 月，中国中铁顺利完成非公开发行，累计募集资金 120 亿元，此次增发之后，公司的净利润增速也有所提升，毛利率水平（以（毛利-营业税金及附加）/营业收入以剔除“营改增”的影响）也逐步提高。

若公司此次成功完成非公开发行，将有动力去积极改善业绩，经营情况有望获得显著提升。

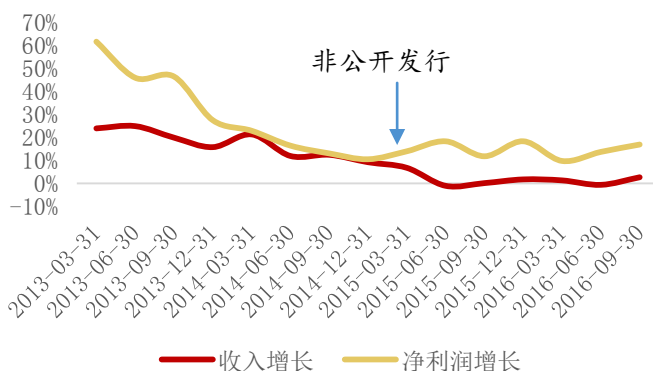
图 29：中国铁建收入增速和净利润增速变化

图 30：中国铁建毛利率变化

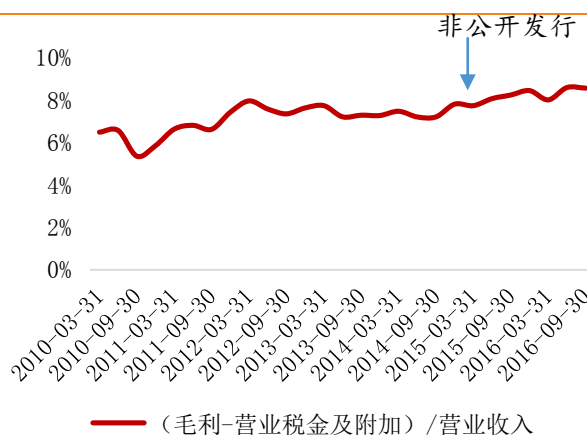


资料来源: wind、天风证券研究所

图 31: 中国中铁收入增速和净利润增速变化

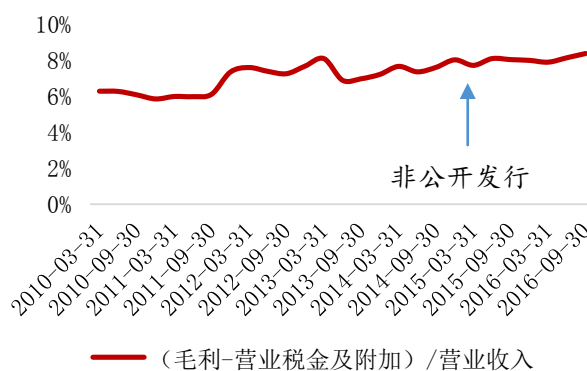


资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

图 32: 中国中铁毛利率变化



资料来源: wind、天风证券研究所

截至 2016 年三季报, 公司资产负债率 82.91%, 高于 A 股可比大建筑公司均值 80.86%。公司工程项目遍布全球 50 多个国家和地区, 在“一带一路”战略的推进下, 公司也承担着向外输出国内技术和产能的国家使命, 但以公司目前的资产负债率来看, 继续承接大型项目会使其面临较大的经营压力。因此, 公司会十分有意愿去进行权益类的融资。

目前, 公司非公开发行股票的申请已获得证监会的批准, 筹集资金未来有望到位。本次拟非公开发行募集不超过 120 亿元, 扣除发行费用后拟全部用于投资项目和补充流动资金, 资产负债率将下降至 80.86%。公司本次增发价调整为不低于 5.86 元/股。

表 11: 非公开发行拟投资项目

序号	项目名称	拟投入募集资金 (亿元)
1	老挝南欧江二期 (一、三、四、七级) 水电站项目	12.3
2	巴基斯坦卡西姆港燃煤应急电站项目	10
3	天津南港海上风电场一期工程项目	1.7
4	陕西省榆林市榆佳工业园区供水 BOT 项目 (一期)	1.5
5	重庆江津至贵州习水高速公路 (重庆境) 工程 BOT 项目	10
6	云南晋宁至红塔区高速公路 BOT 项目	13
7	武汉市轨道交通 11 号线东段工程 BT 项目	35.5
8	补充流动资金	36

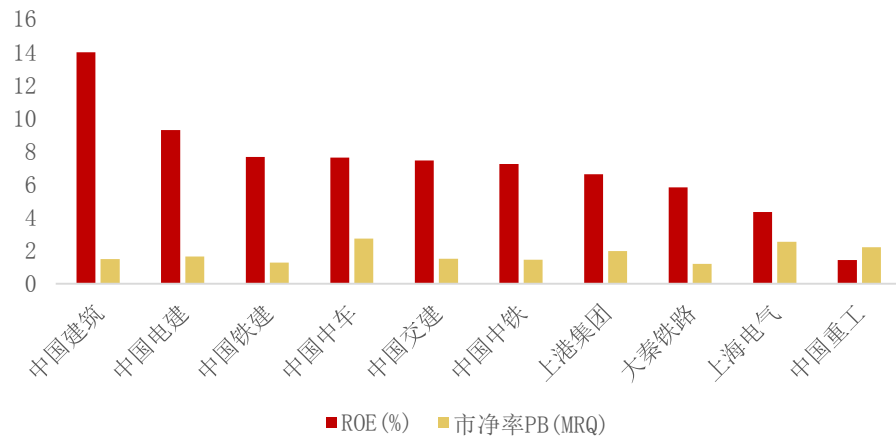
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

5.2. “资产荒”背景下, 公司有望成为优质投资标的

当前, 公司的 ROE 水平与同行业其他公司相比处于高位, 且从估值的角度来看, 公司的市

净率较低，对险资而言，ROE/PB 越高，对保险公司业绩贡献越大。通过持股中国电建这样低估值、高 ROE 的大盘蓝筹股，若达到权益法核算条件，保险公司可以在规避股价波动风险的同时，享受上市公司的分红和利润增厚。

图 33：部分大盘蓝筹 ROE 和 PB 情况对比



资料来源：天风证券研究所数据来源：wind、广发证券发展研究中心

“资产荒”背景下，上市公司有望成为机构投资者资产配置的首选，但保监会叫停险资举牌，禁止保险公司直接从二级市场上购买股票，机构投资者的资金需要寻找新的投资上市公司的方式。一方面，可以通过参与上市公司的非公开发行股票，由于有锁定期要求，与险资看重长期投资回报的特点也相吻合。另一方面，由于定增资金投向具体 PPP 项目，参与定增实际上将支持实体经济的发展（即公司发挥了通道作用），符合政策鼓励的方向。

6. 投资建议

公司作为水利水电行业龙头，传统主业有望继续发力，国际化程度继续领跑大建筑央企。同时积极开展基础设施业务，在 PPP 项目中积极发挥通道作用对接社会资本。强势进军水资源与环境业务，雄安新区的设立有望为公司提供新的业务契机。增发可以在一定程度上解决负债率较高的问题，预期公司将通过压缩费用、精细化项目管理提高毛利率等形式提升净利率水平。总之“资产荒”背景下，公司有望成为优质投资标的，我们看好公司未来发展。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45、0.55、0.65 元，对应 PE 为 18、15、13 倍，给予“买入”评级。

7. 风险提示

固定资产投资增速持续下滑；PPP 项目推进不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	37,590.59	60,257.92	36,383.92	41,876.87	48,101.41
应收账款	33,943.52	44,285.03	50,043.66	66,280.98	67,334.05
预付账款	9,899.92	18,276.54	10,980.01	23,492.01	17,158.19
存货	77,587.26	96,734.10	108,509.46	127,327.77	143,463.28
其他	9,057.69	18,538.42	12,242.80	14,104.35	15,000.86
流动资产合计	168,078.99	238,092.01	218,159.86	273,081.98	291,057.80
长期股权投资	2,327.33	2,798.56	2,798.56	2,798.56	2,798.56
固定资产	47,818.28	74,360.82	84,227.84	90,532.99	89,597.88
在建工程	13,572.72	14,614.74	9,068.84	5,741.31	3,444.78
无形资产	22,314.16	34,597.20	43,913.92	48,154.03	47,394.14
其他	32,645.26	40,639.51	30,935.53	35,329.50	35,676.26
非流动资产合计	118,677.75	167,010.83	170,944.69	182,556.39	178,911.62
资产总计	286,756.74	405,102.83	389,104.55	455,638.37	469,969.42
短期借款	15,617.03	18,178.60	34,256.11	37,001.46	58,254.96
应付账款	65,714.68	91,013.80	92,310.44	127,605.68	124,758.97
其他	68,001.73	93,114.53	69,302.72	111,045.73	91,959.76
流动负债合计	149,333.44	202,306.93	195,869.27	275,652.87	274,973.68
长期借款	67,763.91	104,383.03	99,447.64	75,984.12	80,122.22
应付债券	13,344.83	17,827.68	14,735.12	15,302.55	15,955.12
其他	8,240.13	10,867.52	7,677.30	8,928.32	9,157.71
非流动负债合计	89,348.87	133,078.23	121,860.07	100,214.98	105,235.05
负债合计	238,682.32	335,385.16	317,729.34	375,867.84	380,208.73
少数股东权益	7,992.61	14,254.82	14,984.10	15,864.43	16,911.99
股本	9,600.00	13,754.63	13,754.63	13,754.63	13,754.63
资本公积	10,560.98	12,580.27	12,580.27	12,580.27	12,580.27
留存收益	27,707.54	36,410.98	42,636.49	50,151.46	59,094.06
其他	(7,786.71)	(7,283.03)	(12,580.27)	(12,580.27)	(12,580.27)
股东权益合计	48,074.42	69,717.67	71,375.22	79,770.52	89,760.69
负债和股东权益总计	286,756.74	405,102.83	389,104.55	455,638.37	469,969.42

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	5,276.99	5,803.40	6,225.51	7,514.98	8,942.60
折旧摊销	5,139.54	6,558.20	6,870.88	8,287.52	8,994.66
财务费用	3,886.74	5,485.48	4,461.25	4,919.64	5,357.90
投资损失	(116.73)	(226.66)	(251.60)	(276.76)	(318.27)
营运资金变动	(21,876.78)	(12,696.74)	(20,534.12)	23,499.65	(32,802.92)
其它	14,442.57	5,764.02	729.87	879.77	1,047.74
经营活动现金流	6,752.32	10,687.69	(2,498.21)	44,824.80	(8,778.30)
资本支出	9,973.62	44,052.54	23,690.22	14,248.99	4,770.60
长期投资	(225.04)	471.23	0.00	0.00	0.00
其他	(30,063.05)	(70,695.02)	(40,130.62)	(30,117.31)	(10,458.28)
投资活动现金流	(20,314.46)	(26,171.25)	(16,440.41)	(15,868.32)	(5,687.68)
债权融资	110,755.68	157,517.50	161,649.97	143,077.85	169,375.30
股权融资	678.68	4,490.87	(8,958.17)	(4,091.09)	(4,778.38)
其他	(90,205.25)	(134,780.60)	(157,627.18)	(162,450.29)	(143,906.40)
筹资活动现金流	21,229.12	27,227.77	(4,935.38)	(23,463.53)	20,690.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,666.97	11,744.21	(23,874.00)	5,492.95	6,224.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	167,091.19	210,921.29	242,559.49	279,179.15	320,676.09
营业成本	143,656.58	179,624.41	211,487.30	243,011.66	279,028.81
营业税金及附加	4,385.63	5,771.89	2,061.76	2,373.02	2,725.75
营业费用	462.72	849.52	976.95	1,124.44	1,291.58
管理费用	7,129.04	12,030.27	13,834.81	15,923.48	18,290.33
财务费用	3,684.15	4,315.70	4,461.25	4,919.64	5,357.90
资产减值损失	1,302.67	1,117.87	1,006.09	1,106.69	1,217.36
公允价值变动收益	(2.74)	0.42	0.60	(0.56)	0.17
投资净收益	116.73	226.66	251.60	276.76	318.27
其他	(227.98)	(454.18)	(504.39)	(552.40)	(636.89)
营业利润	6,584.38	7,438.71	8,983.52	10,996.41	13,082.81
营业外收入	269.11	509.54	509.54	429.40	482.83
营业外支出	105.04	161.84	161.84	161.84	161.84
利润总额	6,748.44	7,786.42	9,331.23	11,263.97	13,403.80
所得税	1,471.45	1,983.02	2,376.44	2,868.67	3,413.63
净利润	5,276.99	5,803.40	6,954.78	8,395.30	9,990.17
少数股东损益	490.65	566.92	729.28	880.33	1,047.56
归属于母公司净利润	4,786.33	5,236.48	6,225.51	7,514.98	8,942.60
每股收益(元)	0.35	0.38	0.45	0.55	0.65

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	15.36%	26.23%	15.00%	15.10%	14.86%
营业利润	4.15%	12.98%	20.77%	22.41%	18.97%
归属于母公司净利润	5.06%	9.40%	18.89%	20.71%	19.00%
获利能力					
毛利率	14.03%	14.84%	12.81%	12.95%	12.99%
净利率	2.86%	2.48%	2.57%	2.69%	2.79%
ROE	11.94%	9.44%	11.04%	11.76%	12.28%
ROIC	10.17%	10.64%	8.84%	7.55%	10.08%
偿债能力					
资产负债率	83.24%	82.79%	81.66%	82.49%	80.90%
净负债率	147.64%	129.57%	164.78%	150.05%	212.69%
流动比率	1.13	1.18	1.11	0.99	1.06
速动比率	0.61	0.70	0.56	0.53	0.54
营运能力					
应收账款周转率	5.21	5.39	5.14	4.80	4.80
存货周转率	2.40	2.42	2.36	2.37	2.37
总资产周转率	0.64	0.61	0.61	0.66	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.35	0.38	0.45	0.55	0.65
每股经营现金流	0.49	0.78	-0.18	3.26	-0.64
每股净资产	2.91	4.03	4.10	4.65	5.30
估值比率					
市盈率	24.14	22.06	18.56	15.37	12.92
市净率	2.88	2.08	2.05	1.81	1.59
EV/EBITDA	8.20	9.30	10.64	7.77	7.57
EV/EBIT	11.99	14.32	16.08	11.81	11.26

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com