

中国电建 (601669)

证券研究报告

2017年04月21日

国家和地方国改机构参与定增，公司混改向前迈进

国家级、地方级国改机构纷纷参与定增，公司混改向前迈进

公司近期公布了非公开发行结果，以 7.77 元的价格发行约 15.44 亿股 A 股。在参与的投资方中，国家级基金--**中国国有企业结构调整基金**、地方级投资公司--**广州国资发展控股有限公司**引人注目。国有企业结构调整基金设立目的包括是深化推进国有企业改革，优化中央企业布局调整，是促进央企产业重组整合的重要纽带。该基金认购定增（认购 12 亿元，占股 1.01%）有利于优化公司股权结构，进一步深化公司国企改革。

广州国发是广州市政府学习新加坡淡马锡模式而特意打造的政府投资管理公司，为了发展混合所有制经济而设立的，参与过广州多个上市公司的增发。该公司认购定增（认购 12 亿元，占股 1.01%）有利于公司与产业资本合作，获得更多当地项目，在一些项目上预计会有更灵活的股权方式。

一季度订单维持较快增速，雄安新区建设有望拔得头筹

公司一季度新签订单 1455.28 亿元，较上年同期增加 18.84%，其中国内订单 991.68 亿元，同增 31.88%，从重大订单来看，PPP 项目开始逐渐增多，PPP 的大力推广为公司提供了快速抢占市场的机会。国外新签订单 463.6 亿，同比下降 1.91%，源于去年同期基数较高，目前订单也在历史峰值水平。本次募集资金约 120 亿元用于投入部分重大 BOT 项目和海外重大项目，资金到位后将助力业绩增长。

公司在雄安新区建设中有望拔得头筹。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。近期董事长晏志勇也带队赴雄安新区考察。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。

国有建筑公司的估值提升行情远未结束

行业此次行情的本质是“资产荒和改革背景下的国有建筑企业资产价格重估”和“投资的结构性和市场集中度提升带来的民营企业投资机会”。在这个主逻辑之下，存在着 PPP、一带一路、雄安新区、混改等具体的表现形式。从目前来看，建筑行业上述特点并无变化，我们仍然认为国有建筑公司（尤其是中字头国有大型建筑公司）的估值提升行情远未结束。

投资建议

国家级、地方级国改机构纷纷参与公司定增，公司混改持续向前迈进；公司一季度订单维持较快增速，雄安新区建设有望拔得头筹；增发资金到位后将助力公司业绩提升。综上，我们持续看好公司未来发展，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.39、0.46、0.53 元，对应 PE 为 22、19、16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：固定资产投资增速持续下行，PPP 项目推进不达预期。

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	238,341.06	269,739.39	298,347.51
增长率(%)	15.36	26.23	13.00	13.17	10.61
EBITDA(百万元)	15,014.65	18,108.35	20,068.72	23,524.19	26,107.11
净利润(百万元)	4,786.33	5,236.48	6,038.61	7,018.75	8,050.46
增长率(%)	5.06	9.40	15.32	16.23	14.70
EPS(元/股)	0.31	0.34	0.39	0.46	0.53
市盈率(P/E)	27.36	25.01	21.69	18.66	16.27
市净率(P/B)	3.27	2.36	1.92	1.74	1.57
市销率(P/S)	0.78	0.62	0.55	0.49	0.44
EV/EBITDA	8.20	9.30	10.91	8.13	8.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.56 元
目标价格	10.30 元
上次目标价	10.1 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	15,299.04
流通 A 股股本(百万股)	9,600.00
A 股总市值(百万元)	130,959.74
流通 A 股市值(百万元)	82,176.00
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

1 《中国电建-公司深度研究:积极开拓 PPP 和水环保业务，增发到位将助力增长》 2017-04-07

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	35,751.16	40,460.91	44,752.13
应收账款	33,943.52	44,285.03	48,403.16	63,988.25	60,323.22
预付账款	9,899.92	18,276.54	10,471.20	22,840.57	14,955.78
存货	77,587.26	96,734.10	104,940.01	122,959.52	128,820.69
其他	9,057.69	18,538.42	12,196.43	14,046.50	14,808.31
流动资产合计	168,078.99	238,092.01	211,761.96	264,295.75	263,660.13
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	382,706.66	446,852.13	442,571.75
短期借款	15,617.03	18,178.60	22,289.32	25,099.07	43,951.12
应付账款	65,714.68	91,013.80	89,122.19	123,392.10	111,255.34
其他	68,001.73	93,114.53	67,493.63	108,652.25	84,245.60
流动负债合计	149,333.44	202,306.93	178,905.14	257,143.42	239,452.06
长期借款	67,763.91	104,383.03	98,222.67	74,470.49	78,005.99
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	120,635.10	98,701.35	103,118.82
负债合计	238,682.32	335,385.16	299,540.24	355,844.77	342,570.88
少数股东权益	7,992.61	14,254.82	14,962.20	15,784.40	16,727.46
股本	9,600.00	13,754.63	15,299.03	15,299.03	15,299.03
资本公积	10,560.98	12,580.27	23,035.86	23,035.86	23,035.86
留存收益	27,707.54	36,410.98	52,905.18	59,923.93	67,974.38
其他	(7,786.71)	(7,283.03)	(23,035.86)	(23,035.86)	(23,035.86)
股东权益合计	48,074.42	69,717.67	83,166.41	91,007.36	100,000.87
负债和股东权益总	286,756.74	405,102.83	382,706.66	446,852.13	442,571.75

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	5,276.99	5,803.40	6,038.61	7,018.75	8,050.46
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	4,494.46	4,984.04	5,366.85
投资损失	(116.73)	(226.66)	(251.60)	(251.60)	(289.34)
营运资金变动	(21,876.78)	(12,696.74)	(19,766.32)	23,495.07	(30,735.54)
其它	14,442.57	5,764.02	707.98	821.64	943.23
经营活动现金流	6,752.32	10,687.69	(1,906.00)	44,355.41	(7,669.68)
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)	(30,142.47)	(10,487.21)
投资活动现金流	(20,314.46)	(26,171.25)	(16,440.41)	(15,893.48)	(5,716.61)
债权融资	110,755.68	157,517.50	148,458.22	129,661.84	152,955.23
股权融资	678.68	4,490.87	3,008.62	(4,155.48)	(4,787.33)
其他	(90,205.25)	(134,780.60)	(157,627.18)	(149,258.54)	(130,490.39)
筹资活动现金流	21,229.12	27,227.77	(6,160.35)	(23,752.19)	17,677.51
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	(24,506.76)	4,709.75	4,291.22

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	238,341.06	269,739.39	298,347.51
营业成本	143,656.58	179,624.41	207,809.26	234,832.49	259,439.65
营业税金及附加	4,385.63	5,771.89	2,025.90	2,292.78	2,535.95
营业费用	462.72	849.52	959.96	1,086.42	1,201.65
管理费用	7,129.04	12,030.27	13,594.20	15,385.06	17,016.78
财务费用	3,684.15	4,315.70	4,494.46	4,984.04	5,366.85
资产减值损失	1,302.67	1,117.87	1,006.09	1,157.00	1,330.55
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	251.60	289.34
其他	(227.98)	(454.18)	(504.39)	(502.08)	(579.02)
营业利润	6,584.38	7,438.71	8,703.38	10,252.63	11,745.60
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	9,051.09	10,520.19	12,066.59
所得税	1,471.45	1,983.02	2,305.10	2,679.24	3,073.07
净利润	5,276.99	5,803.40	6,745.99	7,840.95	8,993.51
少数股东损益	490.65	566.92	707.38	822.20	943.06
归属于母公司净利润	4,786.33	5,236.48	6,038.61	7,018.75	8,050.46
每股收益(元)	0.31	0.34	0.39	0.46	0.53

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	15.36%	26.23%	13.00%	13.17%	10.61%
营业利润	4.15%	12.98%	17.00%	17.80%	14.56%
归属于母公司净利润	5.06%	9.40%	15.32%	16.23%	14.70%
获利能力					
毛利率	14.03%	14.84%	12.81%	12.94%	13.04%
净利率	2.86%	2.48%	2.53%	2.60%	2.70%
ROE	11.94%	9.44%	8.85%	9.33%	9.67%
ROIC	10.17%	10.64%	8.68%	7.27%	9.41%
偿债能力					
资产负债率	83.24%	82.79%	78.27%	79.63%	77.40%
净负债率	147.64%	129.57%	141.41%	126.73%	185.72%
流动比率	1.13	1.18	1.18	1.03	1.10
速动比率	0.61	0.70	0.60	0.55	0.56
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	0.65	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.34	0.39	0.46	0.53
每股经营现金流	0.44	0.70	-0.12	2.90	-0.50
每股净资产	2.62	3.63	4.46	4.92	5.44
估值比率					
市盈率	27.36	25.01	21.69	18.66	16.27
市净率	3.27	2.36	1.92	1.74	1.57
EV/EBITDA	8.20	9.30	10.91	8.13	8.04
EV/EBIT	11.99	14.32	16.60	12.56	12.27

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