

中国电建 (601669)

证券研究报告

2017年08月29日

公司业绩稳健提升，新签合同额维持高位增速

公司新签合同额高速增长，PPP项目增长显著

17年上半年公司新签合同额 2751.23 亿元，同比增长 39.98%。其中水利水电业务新签合同额 888.33 亿元，同比下降 15.44%，在全部新签合同投资额中的比例从去年的 52.18% 下降至 32.29%，业务结构开始起变化；国内基础设施建设新签合同额 1393.5 亿元，同增 84.4%，主因公利用自身较强的资源整合能力，对 PPP 商业模式进入深入探索，从而促使基建项目承接量的显著增长。公司 17 年上半年新签 PPP 项目 924 亿，同比增长 162.5%。此外，公司 15 年成立中电建水环境治理公司，以此为平台积极开拓水环境治理业务，本期累计签约合同 87.6 亿元。之前承接的茅洲河治理项目（中标金额 123 亿）具有较强示范意义，公司与河北省政府签署战略合作协议，有望参与雄安水环境治理业务。综上，公司于国内积极开拓非水利基建业务，对外乘风“一带一路”，订单有望保持稳健增长，后续业绩释放可期。

营收维持稳定增速，毛利率小幅提升

17年上半年公司营业收入为 1200.63 亿，同增 13.80%。其中工程承包与勘察设计业务营收为 964.88 亿元，同增 11.25%，主因基建工程承包、水环境等非水利业务取得稳步增长；房地产开发业务营收 96.86 亿，同增 33.38%；电力投资与运营业务营收 4.67 亿，同增 25.14%。我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出 2017 年上半年的毛利率为 12.46%，同增 0.51 个百分点，工程承包与勘察业务毛利率为 11.80%，提升 0.24 个百分点，或因公司业务结构调整带来毛利率的微幅提升。

期间费用率有所提升，归母净利润增速较前期小幅提升

公司期间费用率为 7.99%，同升 0.92 个百分点。其中销售费用率为 0.30%，管理费用率为 5.31%，均基本不变；财务费用率为 2.37%，同升 0.92 个百分点，主因费用化利息支出增加以及汇兑净损失增加。公司资产减值为 5.04 亿，提升 2.14 亿，主因本期坏账损失计提增加。17 年上半年公司归母净利润 37.05 亿，同升 7.21%。

公司付现比提升幅度大于收现比，经营现金流有所承压

公司收现比为 0.8674，提升 1.3 个百分点；付现比为 0.8896，提升 6.2 个百分点。主因投标保证金以及工程承包项目施工付现提升。

投资建议

17 年上半年公司订单业绩大幅增长，持续受益于一带一路、PPP 推进。此外，乘国家级、地方级国改机构纷纷参与公司定增，公司业绩释放动力有望提升。我们看好公司未来前景，维持“买入”评级，预计公司 17-19 年 EPS 为 0.49、0.55、0.62 元，对应 PE 为 17、15、13 倍。

风险提示：海外政治风险，投资增速持续下行

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	210,921.29	238,968.36	270,643.05	305,132.44	338,377.47
增长率(%)	26.23	13.30	13.25	12.74	10.90
EBITDA(百万元)	18,108.35	19,363.22	22,083.89	24,945.09	28,004.37
净利润(百万元)	5,236.48	6,771.81	7,533.18	8,463.41	9,446.01
增长率(%)	9.40	29.32	11.24	12.35	11.61
EPS(元/股)	0.34	0.44	0.49	0.55	0.62
市盈率(P/E)	24.22	18.73	16.84	14.99	13.43
市净率(P/B)	2.29	2.06	1.68	1.51	1.36
市销率(P/S)	0.60	0.53	0.47	0.42	0.37
EV/EBITDA	9.30	8.46	9.73	7.99	7.54

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	8.29 元
目标价格	10.78 元
上次目标价	10.3 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)	126,829.00
流通 A 股市值(百万元)	79,584.00
每股净资产(元)	4.65
资产负债率(%)	80.62
一年内最高/最低(元)	9.00/5.96

作者

唐笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004	
tangx@tfzq.com	
岳恒宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005	
yuehengyu@tfzq.com	
肖文劲	联系人
xiaowenjin@tfzq.com	

股价走势

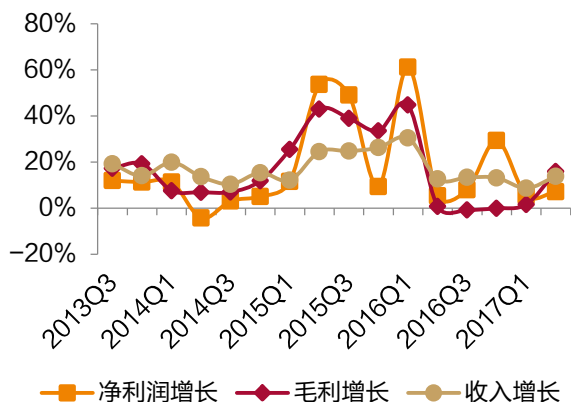


资料来源：贝格数据

相关报告

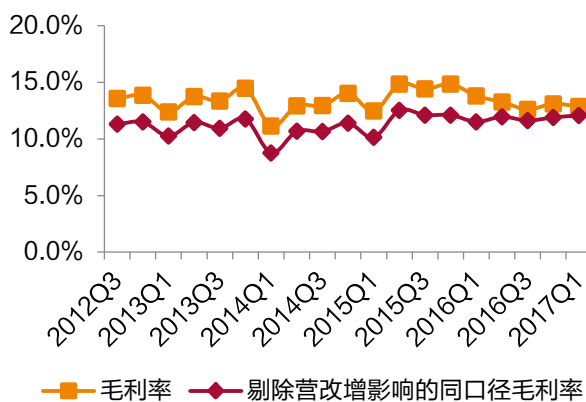
- 《中国电建-公司点评:上半年订单快速增长，非水利电力业务比重加大》 2017-07-17
- 《中国电建-年报点评报告:利润大幅增长，PPP+一带一路保障未来业绩》 2017-05-01
- 《中国电建-公司点评:国家和地方国改机构参与定增，》 2017-04-21

图 1：公司成长能力



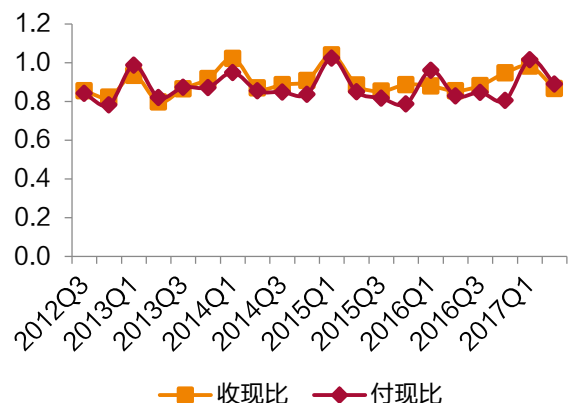
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司毛利率



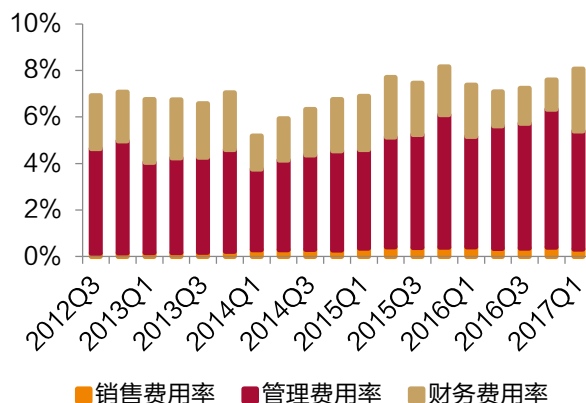
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司收付现比



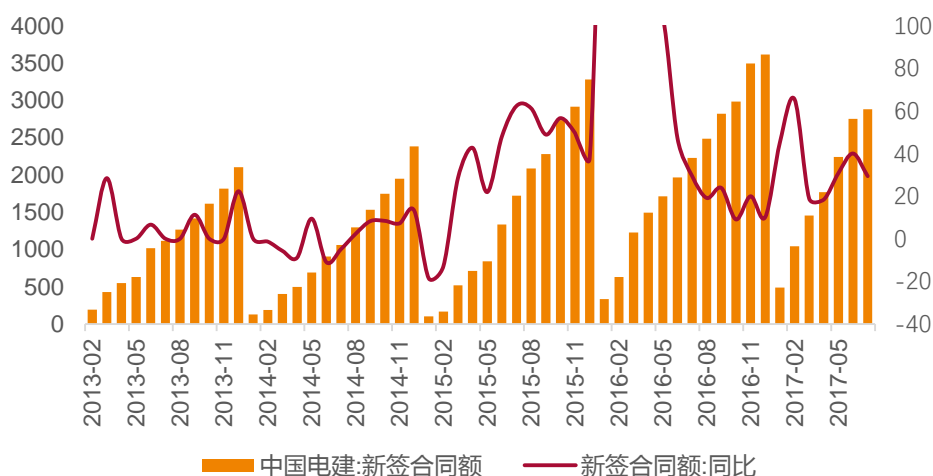
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司新签合同情况（左-亿人民币，右-百分比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	60,257.92	83,328.51	81,192.92	91,539.73	101,513.24
应收账款	44,285.03	55,296.61	46,206.25	56,787.83	46,006.18
预付账款	18,276.54	16,318.85	19,247.89	22,742.33	23,946.36
存货	96,734.10	111,316.27	124,222.96	141,608.74	153,116.42
其他	18,538.42	18,753.45	14,986.29	18,764.89	17,149.36
流动资产合计	238,092.01	285,013.69	285,856.31	331,443.52	341,731.56
长期股权投资	2,798.56	4,288.86	5,088.86	5,888.86	6,688.86
固定资产	74,360.82	89,899.71	102,509.27	112,473.11	120,431.62
在建工程	14,614.74	9,243.93	6,146.36	4,287.82	3,172.69
无形资产	34,597.20	57,354.60	66,668.14	75,879.77	84,989.48
其他	40,639.51	50,717.59	42,723.20	44,946.63	45,976.06
非流动资产合计	167,010.83	211,504.69	223,135.83	243,476.20	261,258.71
资产总计	405,102.83	500,278.08	510,245.37	576,590.69	605,218.24
短期借款	18,178.60	20,992.58	33,191.37	35,521.06	53,707.71
应付账款	91,013.80	107,707.70	124,564.27	138,033.27	153,068.29
其他	93,114.53	123,915.17	93,495.40	138,677.88	119,594.62
流动负债合计	202,306.93	252,615.45	251,251.03	312,232.21	326,370.62
长期借款	104,383.03	128,381.84	130,877.82	124,705.44	128,214.05
应付债券	17,827.68	16,482.98	15,885.16	16,731.94	16,366.69
其他	10,867.52	17,049.06	12,052.24	13,322.94	14,141.41
非流动负债合计	133,078.23	161,913.88	158,815.22	154,760.32	158,722.15
负债合计	335,385.16	414,529.33	410,066.25	466,992.54	485,092.78
少数股东权益	14,254.82	24,075.10	24,905.96	25,861.59	26,942.89
股本	13,754.63	13,754.63	15,299.03	15,299.03	15,299.03
资本公积	12,580.27	12,730.65	23,186.25	23,186.25	23,186.25
留存收益	36,410.98	41,985.35	59,974.13	68,437.53	77,883.54
其他	(7,283.03)	(6,796.98)	(23,186.25)	(23,186.25)	(23,186.25)
股东权益合计	69,717.67	85,748.75	100,179.12	109,598.16	120,125.47
负债和股东权益总	405,102.83	500,278.08	510,245.37	576,590.69	605,218.24

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,803.40	7,586.16	7,533.18	8,463.41	9,446.01
折旧摊销	6,558.20	7,103.11	7,722.12	9,011.65	10,244.06
财务费用	5,485.48	3,839.88	3,835.65	4,089.82	4,460.68
投资损失	(226.66)	(281.92)	(324.21)	(356.63)	(410.12)
营运资金变动	(12,696.74)	18,160.04	(10,781.63)	22,769.46	(5,700.62)
其它	5,764.02	(7,470.12)	831.68	955.57	1,081.07
经营活动现金流	10,687.69	28,937.16	8,816.77	44,933.28	19,121.06
资本支出	44,052.54	36,404.00	31,796.83	25,529.30	25,981.53
长期投资	471.23	1,490.30	800.00	800.00	800.00
其他	(70,695.02)	(71,743.56)	(56,029.07)	(54,743.38)	(53,472.11)
投资活动现金流	(26,171.25)	(33,849.26)	(23,432.24)	(28,414.09)	(26,690.58)
债权融资	157,517.50	187,227.63	197,463.79	195,627.73	217,471.44
股权融资	4,490.87	(1,387.28)	3,066.84	(3,500.16)	(3,711.03)
其他	(134,780.60)	(161,618.04)	(188,050.75)	(198,299.94)	(196,217.38)
筹资活动现金流	27,227.77	24,222.31	12,479.87	(6,172.38)	17,543.03
汇率变动影响	0.00	(39.26)	(13.09)	(17.45)	(23.26)
现金净增加额	11,744.21	19,270.94	(2,148.68)	10,329.37	9,950.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	210,921.29	238,968.36	270,643.05	305,132.44	338,377.47
营业成本	179,624.41	207,686.34	235,127.09	265,366.56	294,209.47
营业税金及附加	5,771.89	2,857.63	3,236.40	3,648.83	4,046.38
营业费用	849.52	955.17	1,081.78	1,219.63	1,352.51
管理费用	12,030.27	14,172.67	16,051.23	18,096.71	20,068.40
财务费用	4,315.70	2,997.21	3,835.65	4,089.82	4,460.68
资产减值损失	1,117.87	997.02	1,096.72	1,206.39	1,327.03
公允价值变动收益	0.42	(1.45)	0.81	(0.06)	(0.23)
投资净收益	226.66	242.67	311.12	339.18	386.86
其他	(454.18)	(462.68)	(623.87)	(678.26)	(773.26)
营业利润	7,438.71	9,523.79	10,526.13	11,843.62	13,299.63
营业外收入	509.54	383.78	383.78	425.70	397.76
营业外支出	161.84	132.45	132.45	132.45	132.45
利润总额	7,786.42	9,775.13	10,777.47	12,136.88	13,564.94
所得税	1,983.02	2,188.97	2,413.43	2,717.84	3,037.63
净利润	5,803.40	7,586.16	8,364.04	9,419.04	10,527.31
少数股东损益	566.92	814.34	830.87	955.63	1,081.30
归属于母公司净利润	5,236.48	6,771.81	7,533.18	8,463.41	9,446.01
每股收益(元)	0.34	0.44	0.49	0.55	0.62

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.23%	13.30%	13.25%	12.74%	10.90%
营业利润	12.98%	28.03%	10.52%	12.52%	12.29%
归属于母公司净利润	9.40%	29.32%	11.24%	12.35%	11.61%
获利能力					
毛利率	14.84%	13.09%	13.12%	13.03%	13.05%
净利率	2.48%	2.83%	2.78%	2.77%	2.79%
ROE	9.44%	10.98%	10.01%	10.11%	10.14%
ROIC	10.64%	8.57%	8.87%	7.58%	8.82%
偿债能力					
资产负债率	82.79%	82.86%	80.37%	80.99%	80.15%
净负债率	129.57%	137.16%	143.72%	119.90%	149.70%
流动比率	1.18	1.13	1.14	1.06	1.05
速动比率	0.70	0.69	0.64	0.61	0.58
营运能力					
应收账款周转率	5.39	4.80	5.33	5.93	6.58
存货周转率	2.42	2.30	2.30	2.30	2.30
总资产周转率	0.61	0.53	0.54	0.56	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.44	0.49	0.55	0.62
每股经营现金流	0.70	1.89	0.58	2.94	1.25
每股净资产	3.63	4.03	4.92	5.47	6.09
估值比率					
市盈率	24.22	18.73	16.84	14.99	13.43
市净率	2.29	2.06	1.68	1.51	1.36
EV/EBITDA	9.30	8.46	9.73	7.99	7.54
EV/EBIT	14.32	13.06	14.96	12.51	11.88

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 37 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