

投资评级 **买入** 维持

国际水电建设龙头，PPP 和一带一路持续发力，水环保有望成为业绩亮点

股票数据

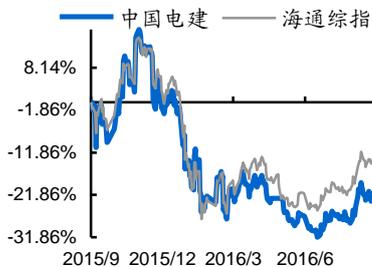
6个月内目标价(元)	7.10
09月07日收盘价(元)	6.33
52周股价波动(元)	5.40-9.99
总股本/流通A股(百万股)	13755/9600
总市值/流通市值(百万元)	87067/60768

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	16.63	15.12	14.27
市净率	1.25	1.15	1.06
市销率	0.41	0.36	0.32
EV/EBITDA	19.51	19.16	18.88
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.5	8.5	7.8
相对涨幅(%)	6.2	4.5	2.7

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 稳健增长的水利水电建设龙头。** 公司是国内规模最大、科技水平领先、实力超群、品牌认可度极高的水利水电建设企业，主营包括工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发等，近年来，公司向其他建筑领域延伸，已经成为全球特大型综合建设集团之一。公司(重述后)2013-2015年收入分别为1635亿、1899亿和2109亿元，归属净利润分别为63.58亿、69.51亿和52.36亿。
- 水利水电市场空间广阔，公司优势无出其右。** 据估算，国内水能资源尚有50%处于待开发状态，“十三五”期间全国水电建设投资需求约5000亿元；而一带一路沿线发展中国家的电力刚性需求更加旺盛，丰富的水气煤资源与国内强大的施工能力良性互补。公司承担国内65%以上的水电建设以及全球50%以上大中型水利水电建设项目，行业竞争力首屈一指。
- 水环境治理迎来爆发期，水环保业务有望成未来业绩亮点。** 公司在水资源开发利用、水生态修复和综合治理等方面具有丰富的工程设计能力和施工经验；公司明确水资源与环境业务作为未来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，加快布局水资源与环境业务。“水十条”出台后估计每年带来近2万亿水环境治理市场，且毛利率相对较高，水环保业务有望成为公司未来业绩亮点。
- PPP业务助力新签合同正增长。** 公司作为大型央企，完全具备PPP项目三大核心竞争力：出色的金融产品设计能力、良好的政府关系和产业链整合能力，是PPP显著受益个股。2016H1公司国内新签合同1262.37亿元，同比增长16.21%，其中来自PPP项目占比达到20%-30%，PPP对公司国内基建订单增长促进作用显著。
- 海外新签大幅正增长，一带一路拓展值得期待。** 公司2016H1海外收入243.94亿元，占比23.30%，海外收入比重在建筑央企中处于相对较高水平；海外新签703.10亿元，同比大幅增加181.98%。截至6月底，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；组建成立中电建国际，延伸设立了东南非、中西非、中东北非、欧亚、亚太、美洲六大区域总部，全球营销力度进一步加大。
- 盈利预测及估值。** 公司在手合同饱满，6月底合同存量是2015年全年营收的327%，业绩保障度较高；公司当前股价较增发价仅溢价7%，有一定安全边际。预计公司16-17年EPS(未考虑增发摊薄)分别为0.42和0.44元，给予公司17年16倍PE，6个月目标价7.10元，“买入”评级。
- 风险提示。** 订单增速下滑风险，海外政治风险。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	167091.19	210921.29	240768.85	269163.17	294320.16
(+/-)YoY(%)		26.23	14.15	11.79	9.34
净利润(百万元)	4786.33	5236.48	5757.81	6099.36	6338.26
(+/-)YoY(%)		9.40	9.96	5.93	3.92
全面摊薄EPS(元)	0.35	0.38	0.42	0.44	0.46
毛利率(%)	14.03	14.84	13.28	13.09	13.00
净资产收益率(%)		10.96	9.89	9.57	9.14

资料来源: 公司年报(2014-2015), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 杜市伟

Email: dsw11227@htsec.com

证书: S0850516080010

分析师: 金川

Tel: (021)23219957

Email: jc9771@htsec.com

证书: S0850516070003

联系人: 毕春晖

Tel: (021)23154114

Email: bch10483@htsec.com

目 录

1. 稳步增长的水利水电建设巨头	5
2. 水利水电、水环境治理前景广阔，公司优势无出其右	7
2.1 水利水电市场可开发空间广阔	7
2.2 水环境治理行业迎来爆发期	8
2.3 公司核心竞争力：水利水电绝对龙头，设计勘察优势突出	9
3. 率先受益 PPP 及“一带一路”，业绩有望加速	10
3.1 PPP 业务助力新签订单正增长	10
3.2 一带一路拓展值得期待	11
3.3 水环保业务有望成为业绩增长亮点	12
4. 定增提升公司业务竞争力，释放股价诉求	12
5. 业绩预测及估值	13
6. 主要风险	14
6.1 订单增速下滑风险	14
6.2 海外政治风险	14
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	公司历史沿革发展示意图.....	5
图 2	截止 2016 年 6 月末公司股权结构图.....	5
图 3	公司收入和业绩增长情况（13-15 年为重述后）.....	6
图 4	收现比下降.....	6
图 5	公司分项业务收入占比情况.....	6
图 6	分业务毛利率情况(%).....	6
图 7	2012-2016H1 公司国内外收入占比情况.....	7
图 8	公司是海外收入占比较高的建筑央企.....	7
图 9	国内水电装机容量增幅和可开发空间.....	7
图 10	国内水电发电量增幅和可开发空间.....	7
图 11	2004-2015 年我国水电装机容量及发电量情况.....	8
图 12	2004-2014 年我国水利建设投资情况.....	8
图 13	2015 年公司国内水电建设市场占有率.....	9
图 14	2015 年公司国际大中型水利水电市场占有率.....	9
图 15	公司经典工程——南水北调穿黄工程.....	10
图 16	公司经典工程——三峡水电站.....	10
图 17	2015 年公司在国内河流和水电站规划设计市占率.....	10
图 18	2015 年公司在国内风电和太阳能发电市场设计市占率.....	10
图 19	PPP 模式下企业成功关键要素.....	11
图 20	公司国内新签订单规模和同比增速.....	11
图 21	公司合同存量情况（亿元）.....	11
图 22	公司海外新签订单规模和同比增速.....	12
图 23	2016H1 公司国内与海外收入占比(%).....	12
图 24	成都天府新区锦江生态带.....	12
图 25	孟加拉国帕德玛大桥河道整治项目.....	12

表目录

表 1	“水十条”工作目标和主要指标.....	9
表 2	非公开发行拟募投项目	13
表 3	主营业务收入和毛利率假设.....	13
表 4	可比公司估值.....	14

1. 稳步增长的水利水电建设巨头

公司概况: 公司是由中国水利水电建设集团公司整体改制并控股创立的上市央企, 是国内规模最大、科技水平领先、实力超群、品牌认可度极高的水利水电建设企业, 主营业务包括工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发等, 近年来, 公司向其他建筑领域延伸, 已经成为全球特大型综合建设集团之一。以中国电建为核心资产的电建集团, 在 ENR 公布的国际工程承包电力市场处于第一位, 位列 2016 年《财富》世界 500 强企业排名第 200 位。

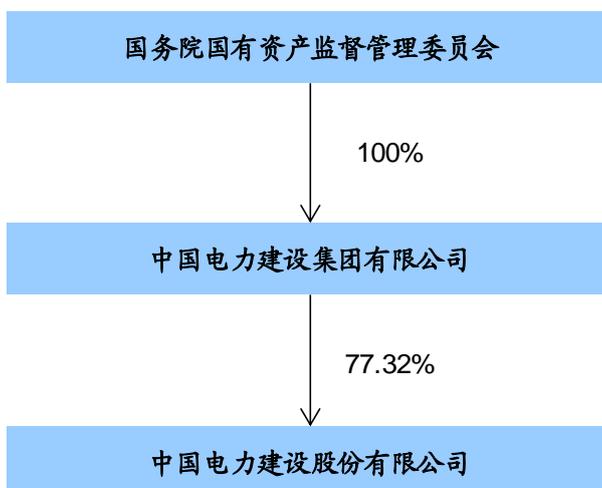
图1 公司历史沿革发展示意图



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 海通证券研究所

2015 年电建集团基本完成整体上市, 国资委是实际控制人。 2015 年公司以向控股股东电建集团定向增发并承接债务的方式购买电建集团旗下水电、风电勘测设计资产, 并以非公开发行优先股方式募集配套资金。目前国资委全资下属企业电建集团持有公司 77.32% 股权, 是公司实际控制人。

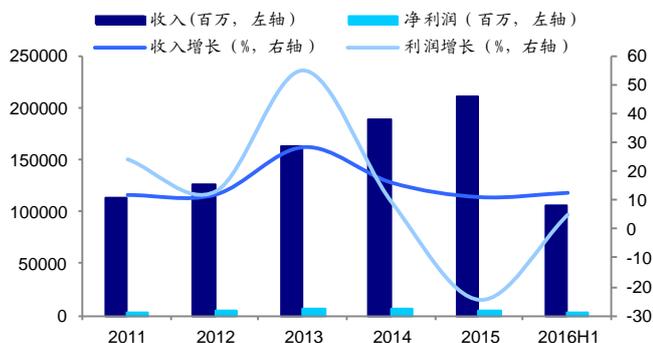
图2 截止 2016 年 6 月末公司股权结构图



资料来源: Wind, 海通证券研究所

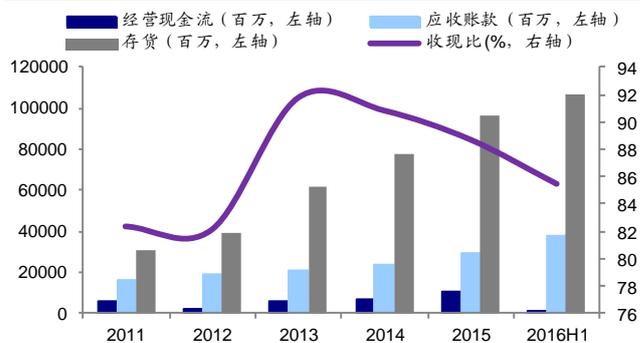
业绩稳定增长, 2016H1 经营现金流略有好转。公司(重述后)2013-2015 年收入分别为 1635 亿、1899 亿和 2109 亿元, 归属净利润分别为 63.58 亿、69.51 亿和 52.36 亿。2016H1 实现营收 1055 亿元, 同增 12.57%; 归母净利润 34.56 亿元, 同增 5.00%, 呈现稳步增长态势, 其中少数股东权益大幅增加是利润增速慢于营收增速的主要原因; 经营现金流净流入 12.06 亿元由负转正; 收现比为 85.47%, 同比减少 3.02 个百分点。

图3 公司收入和业绩增长情况(13-15年为重述后)



资料来源: 公司年报, Wind, 海通证券研究所

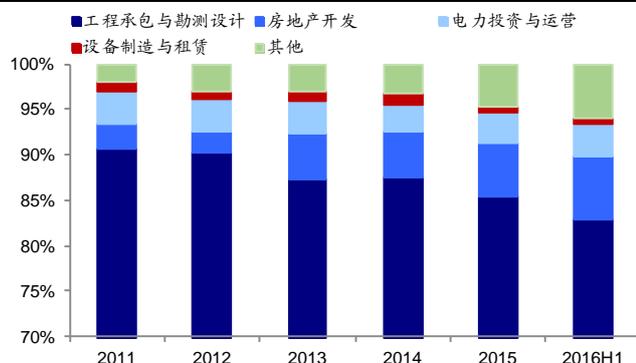
图4 收现比下降



资料来源: Wind, 海通证券研究所

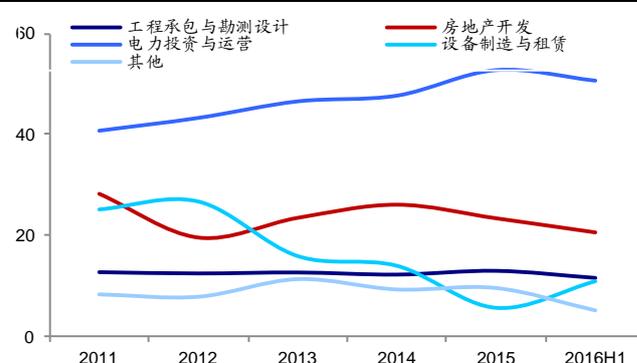
工程承包与勘测业务是毛利主要来源。分业务来看, 2016H1 公司工程承包与勘测设计业务营收 867.29 亿元, 收入占比 82.82%, 毛利 100.24 亿占比 72.54%; 电力投资运营业务营收 37.32 亿元, 收入占比 3.56%, 毛利 18.96 亿占比 13.72%; 房地产业务营收 72.62 亿元, 占比 6.93%, 毛利 15.04 亿占比 10.88%。

图5 公司分项业务收入占比情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

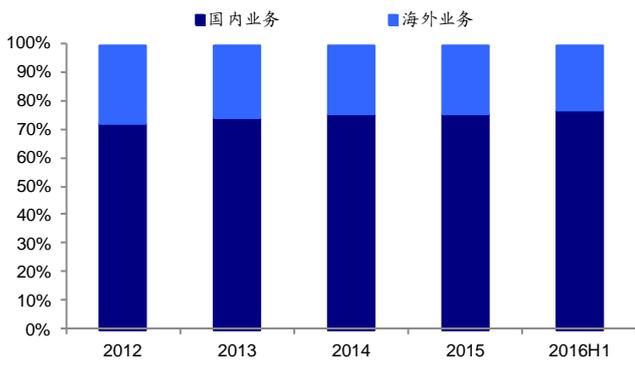
图6 分业务毛利率情况(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

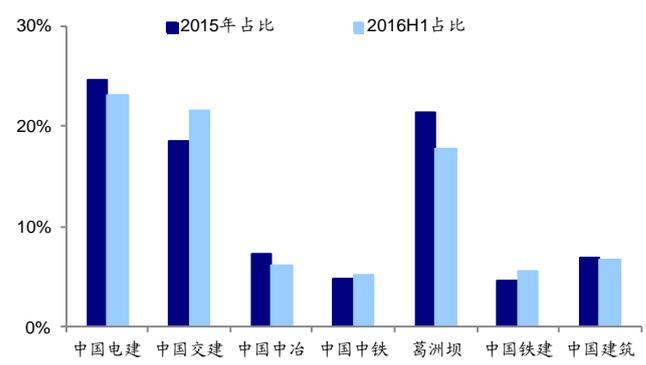
海外业务收入规模及比重在建筑央企中相对较高。2016H1 公司国内业务收入 803.23 亿元, 占比 76.70%; 海外业务收入 243.94 亿元, 占比 23.30%, 其业务规模, 尤其是海外收入比重在建筑央企中处于相对较高的水平(低于中工国际和中钢国际, 但高于其他企业)。

图7 2012-2016H1 公司国内外收入占比情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 公司是海外收入占比较高的建筑央企



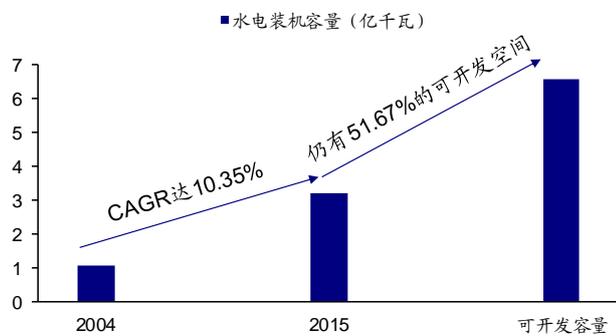
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 水利水电、水环境治理前景广阔, 公司优势无出其右

2.1 水利水电市场可开发空间广阔

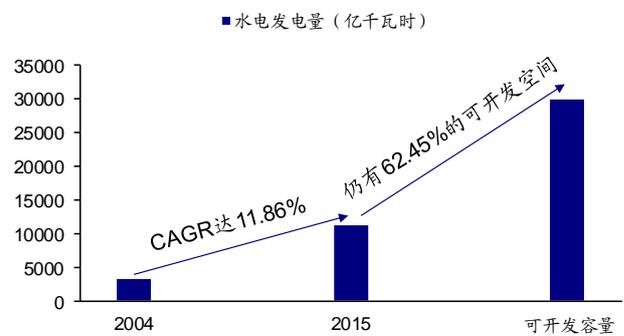
我国水能资源可开发装机容量约6.6亿千瓦, 年发电量约3万亿千瓦时, 2004年到2015年, 我国水电装机容量由1.08亿千瓦增长到3.19亿千瓦, 年复合增速达到10.35%, 同期水电年发电量由3282亿千瓦时增长到11264.2亿千瓦时, 年复合增速达到11.86%, 在发电量中的占比也由14.90%提升到20.05%。虽然水电获得了长足发展, 全国范围内仍有一半的水能资源尚待开发。

图9 国内水电装机容量增幅和可开发空间



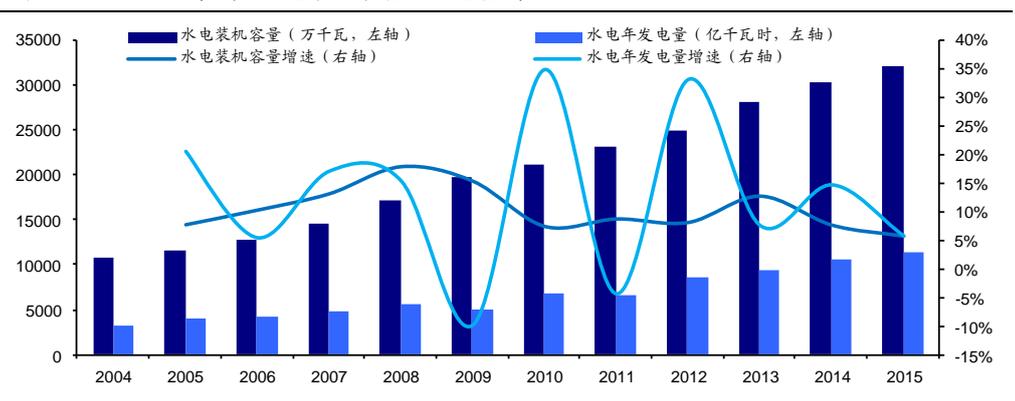
资料来源: Wind, 中国能源报, 海通证券研究所

图10 国内水电发电量增幅和可开发空间



资料来源: Wind, 中国能源报, 海通证券研究所

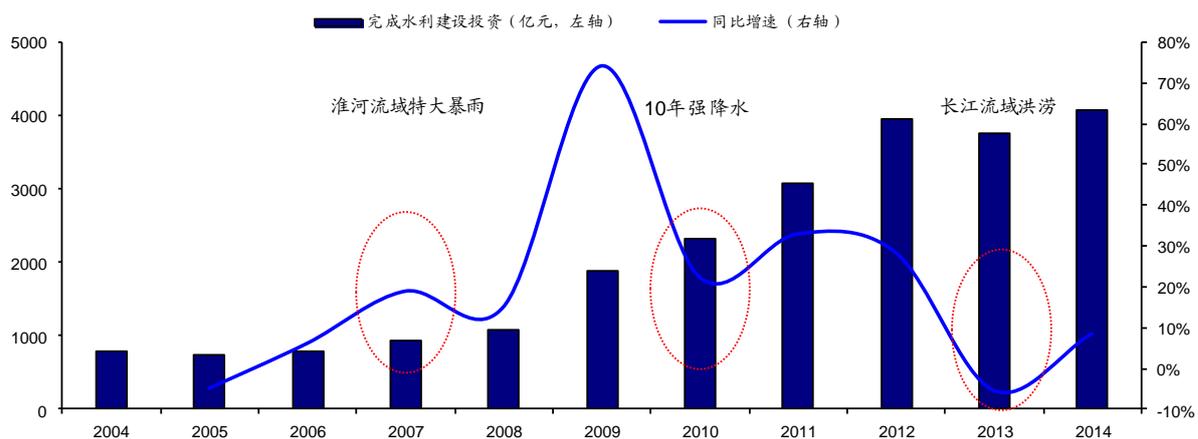
图11 2004-2015年我国水电装机容量及发电量情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

2004年至2014年，我国水利建设投资由783.5亿元快速增长至4083.10亿元，年复合增速达到17.95%，总体上保持了快速增长态势，尤其是在洪涝灾害发生之后的年份，水利投资增速均有明显增长。今年入汛以来，我国洪涝灾害严重，仅长江流域共有10省625县市区受灾，直接经济损失达1030亿元，大中型水库受损4座，小型水库受损403座，预计灾后兴修水利的需求将带动今明两年水利投资的增长。

图12 2004-2014年我国水利建设投资情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

相比于国内，水电海外市场蕴藏更大的商机。比如“一带一路”所覆盖国家的总人口超过46亿，大多数属于发展中国家，电网基础设施落后，年人均用电量低于5000度甚至2000度，对电力投资具有刚性需求；同时，这些国家也拥有丰富的资源，比如中亚拥有丰富的煤炭和油气资源，东南亚拥有丰富的水资源，与我国先进的电力项目施工、运维能力形成优势互补。根据《Global Hydropower Generation Market Outlook (2014-2022)》的预测，到2022年全球水电市场规模将达到810亿美元，2015-2022年期间，这一市场年复合增长率约为2.21%。中国电力建设企业走出去，恰好能与国外政府形成双赢的良好局面。

2.2 水环境治理行业迎来爆发期

2015年4月，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”），要求到2020年，长江、黄河、珠江等七大重点水域水质优良（达到或优于Ⅲ类）的比例总体要达到70%以上，地级及以上城市建成区的黑臭水体均控制在10%以内，长三角、珠三角区域力争消除丧失使用功能的水体。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。

表 1 “水十条”工作目标和主要指标

	2020 年	2030 年
工作目标	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	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
主要指标	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	全国七大重点流域水质优良比例总体达到 75%以上，城市建成区黑臭水体总体得到消除，城市集中式饮用水水源水质达到或优于Ⅲ类比例总体为 95%左右

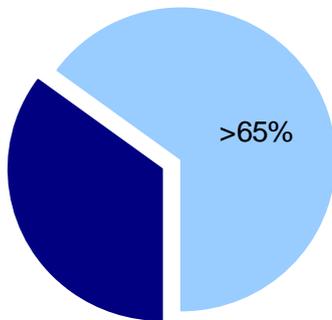
资料来源：《水污染防治行动计划》，海通证券研究所

2016 年 2 月，住建部、环保部联合下发了《关于公布全国城市黑臭水体排查情况的通知》，调查显示，我国 295 座地级及以上城市中，共有 216 座城市（包括北上广深杭等一线城市）排查出黑臭水体 1811 个，仅有 79 座城市没有发现黑臭水体，黑臭水体整治工作迫在眉睫；8 月，环保部、财政部将全国 4800 个项目纳入 2016 年度水污染防治行动计划中央储备库，总投资超过 4300 亿元，在全国开展治污工作的大环境下，水资源与环境业务将迎来黄金发展期。

2.3 公司核心竞争力：水利水电绝对龙头，设计勘察优势突出

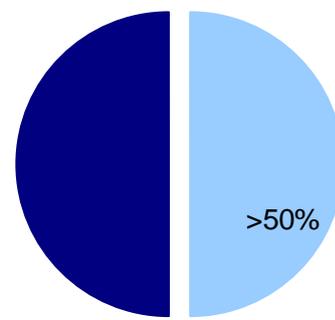
作为全球水电建设的引导者，公司具有国际领先的水利电力工程建设和勘察设计能力。国内 65% 以上的水电建设市场由公司承担，在国际上，公司占有全球 50% 以上大中型水利水电建设项目。公司在水利水电建设领域的竞争力无出其右。

图 13 2015 年公司国内水电建设市场占有率



资料来源：公司年报，海通证券研究所

图 14 2015 年公司国际大中型水利水电市场占有率



资料来源：公司年报，海通证券研究所

公司拥有丰富的水利水电建设经验。自成立以来，公司先后承建了长江三峡、小浪底以及天荒坪蓄能电站、南水北调一期工程、向家坝、溪洛渡、白鹤滩水电站、雅砻江锦屏一级电站等举世闻名的水利水电工程，总装机容量逾 2 亿千瓦，熟练掌握和创造了具有国际先进水平的水利水电建设领域施工技术，整体技术水平位居世界前列。

图15 公司经典工程——南水北调穿黄工程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

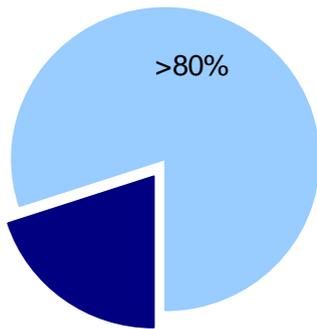
图16 公司经典工程——三峡水电站



资料来源：公司官网，海通证券研究所

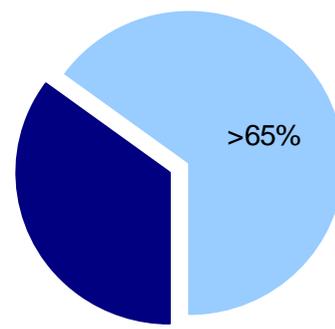
公司设计勘察实力突出，产业链一体化优势明显。公司承担了我国 80%以上河流及水电站的规划设计任务、65%以上的风力发电及太阳能发电工程的规划设计任务，2015 年完成收购大股东旗下 8 家勘察设计公司，进一步增强了在水电、风电及太阳能等新能源领域勘测设计能力。公司通过整合工程施工业务与水风电勘测设计业务，逐步打造成为具备投融资、勘测设计、施工运营、装备制造等全产业链的综合性建设集团。

图17 2015 年公司在国内河流和水电站规划设计市占率



资料来源：公司年报，海通证券研究所

图18 2015 年公司在国内风电和太阳能发电市场设计市占率



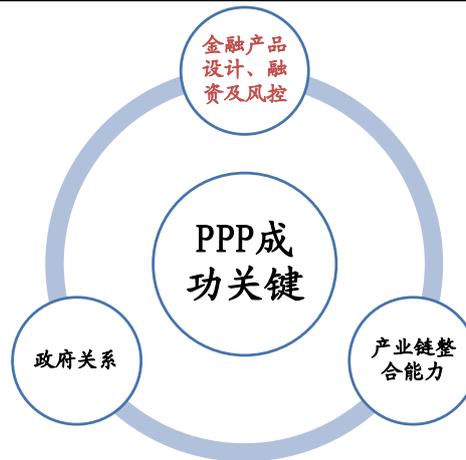
资料来源：公司年报，海通证券研究所

3. 率先受益 PPP 及“一带一路”，业绩有望加速

3.1 PPP 业务助力新签订单正增长

公司是 PPP 模式显著受益个股。我们认为，企业参与 PPP 项目的核心竞争力包括金融能力、政府关系和产业链整合能力。公司作为大型央企，融资渠道多元（贷款、定增、短融、超短融、中票、公司债等），BT、BOT 项目投资运营经验丰富（2015 年完成投资 798 亿元），与地方政府关系良好（承建了大量的水利水电工程项目）；同时，通过集团勘察设计资产注入，公司上下游一体化经营已经形成，公司必将成为 PPP 业务大发展下显著受益者之一。

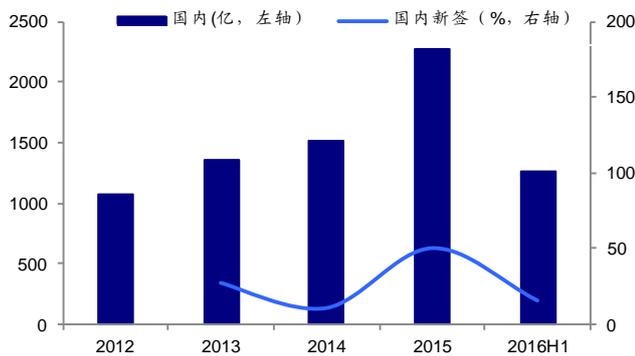
图19 PPP模式下企业成功关键要素



资料来源：海通证券研究所

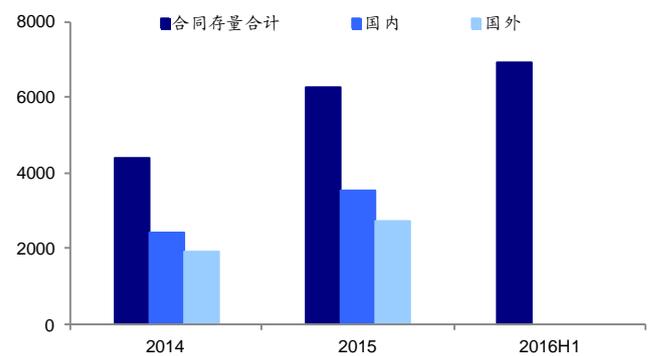
PPP业务拓展初战告捷。公司PPP业务领域广泛，除了传统水利水电外，还包括城市轨道交通、公路、铁路、海绵城市、综合管廊等行业，且PPP拓展已初步取得成果，2016H1公司国内新签合同1262.37亿元，同比增长16.21%，其中来自PPP项目占比达到20%-30%超过250亿元，PPP对公司国内基建业务增长促进作用显著。

图20 公司国内新签订单规模和同比增速



资料来源：公司历年年报，2016年半年报，海通证券研究所

图21 公司合同存量情况（亿元）

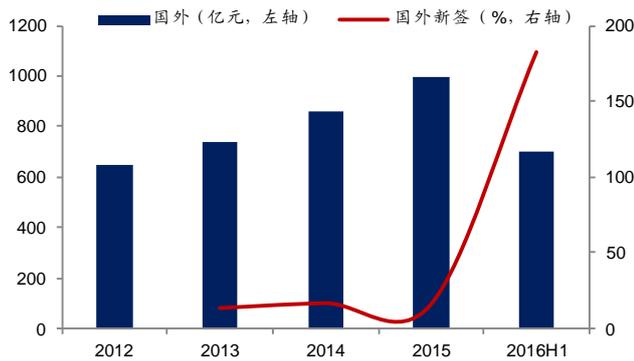


资料来源：公司历年年报，2016年半年报，海通证券研究所

3.2 一带一路拓展值得期待

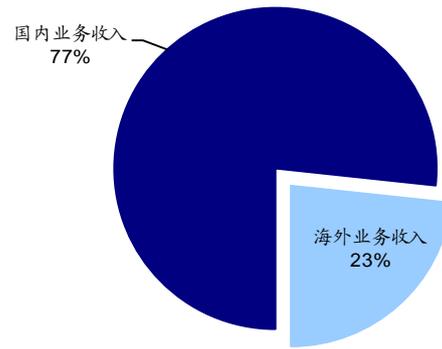
与海外需求契合度高，一带一路拓展值得期待。公司所擅长的电力开发恰恰是这些发展中国家所迫切需求的，因此公司在拓展“一带一路”国家水电火电、基础设施和可再生能源市场具有先天优势。目前，公司在30多个国家或其所属区域已完成或正在进行能源电力、水利水电、新能源的规划发展；在“一带一路”沿线65个国家中的55个国家共跟踪项目1796个，预计总金额为5653亿美元；公司组建成立了中国电建国际公司，并设立东南非、中西非、中东北非、欧亚、亚太、美洲六大区域总部，海外业务拓展值得期待。

图22 公司海外新签订单规模和同比增速



资料来源：公司历年年报，2016年半年报，海通证券研究所

图23 2016H1 公司国内与海外收入占比(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 水环保业务有望成为业绩增长亮点

公司深耕水环境治理经验丰富。公司以多种模式参与建设了北京六海清淤工程、钱塘江流域污水处理、东太湖综合整治、黄浦江水质改善工程、西安沣东河道综合治理工程、昆明市供水工程、成都兴隆湖综合治理等城市水环境综合治理工程，在水资源综合利用、水生态修复和水环境治理、水务、港航、海水淡化和其他环境治理工程方面，具有丰富的工程设计能力和施工经验。

图24 成都天府新区锦江生态带



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图25 孟加拉国帕德玛大桥河道整治项目



资料来源：公司官网，海通证券研究所

水环保业务发力有望成未来业绩亮点。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，依托自身“懂水熟电、擅规划设计、长施工建造、能投资运营”的产业链一体化优势，设计带动施工，强势进军水环境综合治理行业。公司成立的中电建水环境治理公司已经中标深圳茅洲河结合综合整治工程 EPC 项目（中标额 123 亿元），为后续项目承接奠定基础。**我们认为，水环保业务毛利率远高于传统施工业务，叠加作为未来三大核心业务的定位，公司水环保板块的拓展可能存在超预期的表现，带动公司业绩快速发展。**

4. 定增提升公司业务竞争力，释放股价诉求

2016 年公司公告拟非公开发行募集不超过 120 亿元，募资净额用于相应的风电、水电、供水、轨交和基建等项目，本次募资一方面解决企业短期业务发展所面临的资金瓶颈，保障营收的较快增长，减少财务费用并获得可观的施工利润和投资收益；另一方面也极大地优化企业资本结构，提升长期抗风险能力。目前该方案已获得国资委批准并获得证监会受理。