



2014 年 11 月 11 日

中国电建 (601669)

——设海外区域总部，更好的迎接“一带一路”战略

报告原因：有信息公布需要点评

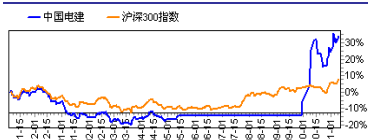
增持

维持

| | |
|--------------------|------------------|
| 市场数据: | 2014 年 11 月 10 日 |
| 收盘价(元) | 4.15 |
| 一年内最高/最低(元) | 4.31/2.59 |
| 上证指数/深证成指 | 2474/8410 |
| 市净率 | 1.1 |
| 息率(分红/股价) | 3.45 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13695 |
| 注：“息率”以最近一年已公布分红计算 | |

| | |
|----------------|------------------|
| 基础数据: | 2014 年 09 月 30 日 |
| 每股净资产(元) | 3.71 |
| 资产负债率% | 84.53 |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 9600/3300 |
| 流通 B 股/H 股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《中国电建(601669)——拟注入设计类资产，方案不增厚，但提升综合竞争力和盈利水平》 2014/10/08

《中国水电(601669)——订单增速低点确立，相关利好发酵有望持续》 2012/04/20

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

联系人

邹立
(8621)23297818*7412
zouli@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：亿元、元、%、倍

| | 营业收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 毛利率 | 净资产收益率 | 市盈率 | EV/EBITDA |
|--------|-------|-----|-----|-----|------|------|--------|-----|-----------|
| 2013 | 1,448 | 14 | 46 | 11 | 0.47 | 14.5 | 13.4 | 9 | 6 |
| 14Q1-3 | 1,161 | 10 | 33 | 3 | 0.35 | 12.9 | 9.3 | | |
| 2014E | 1,842 | 27 | 71 | 55 | 0.52 | 12.3 | 11.2 | 8.0 | 7.0 |
| 2015E | 2,067 | 12 | 78 | 11 | 0.58 | 12.4 | 10.9 | 7.2 | 6.4 |
| 2016E | 2,352 | 14 | 90 | 15 | 0.67 | 12.4 | 11.0 | 6.2 | 5.9 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **董事会同意公司设立海外区域总部，为公司国际业务加快发展创造有利条件。**公司积极推动国际业务优先发展战略，积极深化国际业务管理体制变革。海外总部的成立可以实现公司国际业务管控功能前移，将进一步提升公司国际业务市场的竞争能力和管理效率，让公司能够更好的迎接国家“一带一路”战略带来的历史发展新机遇。
- **维持“增持”评级，维持盈利预测：**假设公司今年完成资产注入，预计 14/15 年净利润分别为 70.8 亿元和 78.5 亿元，EPS 为 0.52 元和 0.58 元，增速分别为 10% 和 11%，对应 PE8.0X 和 7.2X。此外，按 10%净利润增速和 30%的分红率计算，公司当前股价对应 14 年股息率为 3.8%。国家“一带一路”战略和公司优先发展国际业务的部署有望促成公司发展拐点，维持“增持”评级。
- **我与大众的不同：**1) **新海外总部带来更具针对性和专业性的营销管控体系。**公司此次改变了原有的国际高端市场总公司集中营销、中低端市场子公司自主营销的海外业务模式，改由海外总部统一营销和管理，彰显公司对国际业务拓展的重视和发展决心。海外总部将在项目风险管控、营销管理等方面将聚焦更具专业性。2) **公司位列 2014ENR 国际工程承包商 250 强第 23 位，在上榜中国企业中名列第三，国际竞争力强。**14H1 公司实现海外收入 192 亿元，同比增长 9.3%，海外业务占比达 25.7%，位列 A 股建筑类上市公司第四。2013 年公司新签海外订单 737 亿元，同比增长 13.5%，海外业务占比达 35.1%。未来随着公司海外区域总部的正式成立，海外业务占比有望进一步提高。3) **年初至今公司已在多个“一带一路”市场有所收获，未来有望更多受益于政策红利。**截止 2013 年末，公司项目已遍及全球 72 个国家，累计执行海外项目 486 个。年初至今公司在斯里兰卡、尼泊尔、柬埔寨、老挝、巴基斯坦、卡塔尔等重要“一带一路”国家已有订单收获，说明公司已在这些区域积累了客户资源以及口碑，“一带一路”战略将给公司带来积极变化。

表 1：部分建筑央企 1H14 海外收入情况

| 亿 | 2013 中期大陆 | 2013 中期海外 | 2014 中期大陆 | 2014 中期海外 | 13 年海外占比 | 14 年海外占比 | YoY |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|-------|
| 中工国际 | 1 | 38 | 1 | 41 | 98.0% | 98.2% | 6.4% |
| 北方国际 | 0 | 8 | 2 | 12 | 98.6% | 86.3% | 47.8% |
| 中材国际 | 40 | 45 | 28 | 81 | 52.8% | 74.3% | 80.1% |
| 中国电建 | 480 | 176 | 554 | 192 | 26.8% | 25.7% | 9.3% |
| 葛洲坝 | 221 | 66 | 284 | 69 | 23.0% | 19.5% | 5.0% |
| 中国交建 | 1152 | 255 | 1309 | 268 | 18.1% | 17.0% | 4.9% |
| 中国化学 | 233 | 44 | 276 | 54 | 15.7% | 16.4% | 24.4% |
| 中国中冶 | 857 | 50 | 878 | 79 | 5.5% | 8.3% | 58.4% |
| 中国建筑 | 2853 | 166 | 3544 | 205 | 5.5% | 5.5% | 23.4% |
| 中国铁建 | 2274 | 86 | 2502 | 115 | 3.6% | 4.4% | 33.3% |
| 中国中铁 | 2347 | 107 | 2627 | 119 | 4.4% | 4.3% | 10.6% |

资料来源：申万研究

表 2：部分建筑央企海外订单情况

| 公司 | 2012 年总订单 | 2012 年海外订单 | 2013 年总订单 | 2013 年海外订单 | 12 年海外占比 | 13 年海外占比 | 海外订单 YoY |
|------|-----------|------------|-----------|------------|----------|----------|----------|
| 中工国际 | 16 | 16 | 12.7 | 12.7 | 100.00% | 100.00% | -20.60% |
| 北方国际 | | | 11.4 | 11.4 | | 100.00% | |
| 中材国际 | 292 | 139 | 320 | 231 | 47.60% | 72.19% | 91.00% |
| 葛洲坝 | 1012 | 456 | 1190.73 | 508.39 | 45.10% | 42.70% | 11.50% |
| 中国电建 | 1719 | 649 | 2101.5 | 737.1 | 37.80% | 35.10% | 13.50% |
| 中国化学 | 986 | 305.6 | 820 | 167 | 31.00% | 20.40% | -45.22% |
| 中国交建 | 5149 | 969 | 5433 | 1269 | 18.80% | 23.40% | 31.00% |
| 中国铁建 | 7893 | 733 | 8535 | 800 | 9.30% | 9.40% | 9.10% |
| 中国中冶 | 2655 | 91.3 | 2243 | 188.2 | 3.44% | 8.39% | 106.12% |
| 中国建筑 | 9357 | | 12725 | 696 | | 5.50% | |

资料来源：申万研究

注：除中工国际和北方国际订单单位为“亿美元”外，其他公司均为“亿人民币”

表 3：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.52 元/0.58 元

| 百万元、元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入 | 113,471 | 127,056 | 144,837 | 184,237 | 206,713 | 235,194 |
| 二、营业总成本 | 108,722 | 121,837 | 138,766 | 174,129 | 195,211 | 221,741 |
| 其中：营业成本 | 97,113 | 109,471 | 123,875 | 156,704 | 175,784 | 200,026 |
| 营业税金及附加 | 2,824 | 2,986 | 3,925 | 4,790 | 5,375 | 6,115 |
| 销售费用 | 161 | 207 | 328 | 276 | 413 | 470 |
| 管理费用 | 5,535 | 6,071 | 6,329 | 8,014 | 9,095 | 10,349 |
| 财务费用 | 2,513 | 2,656 | 3,528 | 3,569 | 3,801 | 3,915 |
| 资产减值损失 | 576 | 445 | 781 | 776 | 743 | 867 |



| | | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 加：公允价值变动收益 | 0 | (7) | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 投资收益 | 190 | 149 | 247 | 0 | 0 | 0 |
| 三、营业利润 | 4,938 | 5,360 | 6,322 | 10,112 | 11,506 | 13,458 |
| 加：营业外收入 | 152 | 291 | 130 | 191 | 204 | 175 |
| 减：营业外支出 | 104 | 89 | 79 | 91 | 87 | 86 |
| 四、利润总额 | 4,987 | 5,562 | 6,372 | 10,213 | 11,624 | 13,547 |
| 减：所得税 | 1,045 | 1,168 | 1,171 | 2,349 | 2,906 | 3,522 |
| 五、净利润 | 3,941 | 4,394 | 5,200 | 7,864 | 8,718 | 10,025 |
| 少数股东损益 | 322 | 267 | 644 | 786 | 872 | 1,002 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3,619 | 4,127 | 4,556 | 7,077 | 7,846 | 9,022 |
| 六、基本每股收益 | 0.4924 | 0.4265 | 0.4746 | 0.52 | 0.58 | 0.67 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.27 | 0.30 | 0.34 | 0.52 | 0.58 | 0.67 |
| 全面摊薄总股本 | 13,548 | 13,548 | 13,548 | 13,548 | 13,548 | 13,548 |

资料来源：申万研究

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入（Buy）：相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性（Neutral）：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
- 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。