

一带一路战略信心显著增强，叠加基建PPP共驱建筑蓝筹再起

■ **一带一路战略信心显著增强，三周年成果丰硕，未来将继续全力推进。**十八届六中全会发布公告，正式提出“以习近平同志为核心的党中央”，一带一路国家战略预期提升。今年9月份，一带一路战略正式提出三周年，在“路线图”等顶层文件护航下取得丰硕成果。据统计，截至2016年6月30日，中国已经同56个国家和地区合作组织发表了对接“一带一路”倡议的联合声明，在“一带一路”沿线18个国家建设有52个经贸合作区，其中13个已通过考核。习主席与李克强总理访问海外签署战略合作框架投资在4000亿美元以上，新签中老、中泰、俄罗斯莫喀高铁以及英国、巴基斯坦、阿根廷等多国重大核电项目，高铁和核电等成中国海外名片。人民币国际化推进加速，成功加入SDR。丝路基金与亚投行正式运作。“一带一路”战略被写进十八届三中全会、十三五规划，上升为国家发展的长久战略之一，必将得到全力推进。

■ **海外工程业务趋势受益人民币兑美元贬值。**人民币兑美元中间价近期跌破6.78元，再创逾六年新低。自去年底至今，人民币兑美元累计贬值幅度已达约4%。人民币兑美元贬值将使得国际工程公司三重受益：1)、国际工程公司持有较多美元货币性净资产，人民币贬值产生大量汇兑收益。2)、合同多以美元计价，人民币贬值确认收入增加，而成本端多以人民币计价，因此整体来看结算项目毛利率提高。3)人民币贬值导致成本更具竞争优势，有利于海外业务开展。

■ **一带一路及国内PPP推动建筑央企订单业绩加速增长。**建筑央企三季度业绩普遍加速，其中中国建筑(+30%)、葛洲坝(+25%)、中国中铁(+17%)、中国铁建(+12%)等提速明显。充分受益PPP与稳增长，央企基建类订单也得到大幅增长，如中国建筑(基建增长141%)，中国铁建(轨交增长84%，市政增长334%)，中国中铁(基建增长43%)。一带一路战略持续推进，基建稳增长背景下PPP项目加速落地，今年全年及明年业绩有望保持向好趋势。

■ **建筑板块低估值优势明显。**当前建筑板块估值极低，横向对比具有显著优势。当期建筑板块PE仅有16.8倍仅高于银行板块，位列申万28个一级行业倒数第二位。建筑板块PB为2倍，仅高于银行、采掘、钢铁三个板块。横向对比估值优势明显。建筑央企普遍估值较低，其中中国建筑估值仅7倍，处于全市场估值洼地，中国铁建仅10倍，葛洲坝仅12倍。

■ **投资建议：**建筑央企重点推荐：**中国建筑**(7倍PE估值超低)、**中国铁建**(10倍PE相较可比公司显著低估)、**中国交建**(一带一路龙头公司，海外业务占比高)、**葛洲坝**(12倍PE相对预计20%以上增速显著低估，持续外延并购加速大环保业务布局)等，关注**中国中铁**、**中国电建**、**中国中冶**、**中国化学**等。国际工程公司重点推荐：**中工国际**(估值2016年PE16倍，订单生效新签趋势良好，美元敞口弹性最大)、**北方国际**(公告在手订单超500亿，借助集团海外军贸渠道开启新一轮高速增长，预计15-18年CAGR50%)、**中钢国际**(第一家债转股获批央企将得到国资委及金融机构大力支持，融资约束

投资评级 **领先大市-A**

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.13	0.69	1.29
绝对收益	2.33	4.82	-6.85

夏天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-35082732

程龙戈

报告联系人

chenglg@essence.com.cn

相关报告

一带一路预期提升，重点推荐建筑央企及国际工程公司 2016-11-03

人民币汇率再创新低，继续重点推荐国际工程公司 2016-10-25

PPP 财政管理办法出台，PPP 落地执行有望再加速 2016-10-21

贵州为什么要督撤承诺函——只有 PPP 是康庄大道 2016-10-14

财政部第三批 PPP 示范项目出台，PPP 落地再加速 2016-10-14

减少促订单承接及执行加速，3D 金属打印切入军工、航天等极具潜力) 等。

■风险提示：海外业务经营风险、宏观经济大幅波动风险、汇率大幅波动。

内容目录

1. 一带一路预期提升，三周年硕果累累	5
1.1. 一带一路战略六中全会后预期再提升	5
1.2. 一带一路三周年结出累累硕果	5
1.2.1. 政策沟通成果丰硕	5
1.2.2. 基础设施互通互联，重大项目进展顺利	5
1.2.3. 金融支持逐步完善，人民币“入篮”，国际化进程加速	6
1.3. 建筑企业分享国家战略红利	6
1.3.1. 央企、国际专业承包商、民营企业均面临巨大机遇	6
1.3.2. 建筑央企是一带一路主力军	7
1.3.3. 专业国际工程公司具备强基本面	10
1.3.4. 民企加速出海	12
1.4. 一带一路海外面临风险分析	12
1.4.1. 订单生效延期或取消风险	12
1.4.2. 项目执行终止、无法收回账款风险（可由出口信用保险公司承保的风险）	12
1.4.3. 项目经营亏损风险	13
1.5. 一带一路推进下建筑企业发展前景展望	13
2. 海外工程业务趋势受益人民币兑美元贬值	15
3. 基建 PPP 促建筑央企业绩订单加速	16
3.1. 地产调控后基建稳增长有望发力	16
3.2. PPP 项目加速落地	16
3.3. 建筑央企业绩订单加速增长	18
4. 投资建议：重点推荐建筑央企和国际工程公司	18
4.1. 估值具备优势	18
4.2. 重点推荐建筑央企和国际工程	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：一带一路新签订单	6
图 2：一带一路完成合同	6
图 3：建筑央企海外收入占比	7
图 4：建筑央企海外收入三年复合增速	8
图 5：中国建筑海外收入	8
图 6：中国建筑海外订单	8
图 7：中国铁建海外收入	8
图 8：中国铁建海外订单	8
图 9：中国交建海外收入	9
图 10：中国交建海外订单	9
图 11：中国电建海外收入	9
图 12：中国电建海外订单	9
图 13：中国中冶海外收入	9
图 14：中国中冶海外订单	9
图 15：葛洲坝海外收入	10
图 16：葛洲坝海外订单	10

图 17: 中国中铁海外收入.....	10
图 18: 公司新签订单	10
图 19: 公司生效订单	10
图 20: 公司在手订单	11
图 21: 在手订单占当年收入比.....	11
图 22: 出口卖方信贷保险模式.....	13
图 23: 海外业务展望	14
图 24: 人民币兑美元汇率变化.....	15
图 25: 人民币对美元贬值给海外工程公司带来的影响	15
图 26: 固定资产投资月度同比累计增速.....	16
图 27: 三大领域固定资产投资累计完成额增速 (%)	16
图 28: 入库项目数量 (数字标注为落地项目数)	17
图 29: 入库各阶段项目投资额 (数字标注为落地项目投资额)	17
图 30: 申万一级行业 PE (TTM)	19
图 31: 申万一级行业 PB (TTM)	19
表 1: 几类参与海外工程建筑企业对比	7
表 2: 北方国际在手重大合同.....	11
表 3: 部分民企公告海外订单.....	12
表 4: 部分建筑公司汇兑收益情况 (正值为汇兑收益)	16
表 5: 发改委推介项目情况	17
表 6: 发改委推介项目落地情况	18
表 7: 建筑央企订单普遍加速.....	18
表 8: 建筑央企业绩增速 (%)	18
表 9: 建筑央企与国际工程公司估值一览	19

1. 一带一路预期提升，三周年硕果累累

1.1. 一带一路战略六中全会后预期再提升

一带一路提出已满三周年。习近平主席 2013 年 9 月在出访中亚国家期间，首次提出共建“丝绸之路经济带”。同年 10 月，习主席又提出共同建设 21 世纪“海上丝绸之路”，二者共同构成了“一带一路”重大倡议，至今提出已满三周年。

顶层文件护航，一带一路上升为国家战略，十八届六中全会后预期再提升。2014 年 11 月的发布丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路规划；2015 年 3 月国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，作为顶层设计文件。同时“一带一路”战略被写进十八届三中全会、十三五规划，成为国家战略。近期十八届六中全会发布公告，正式提出“以习近平同志为核心的党中央”，一带一路国家战略预期提升。作为国家长期发展的重大战略之一，必将得到全力推进。

1.2. 一带一路三周年结出累累硕果

1.2.1. 政策沟通成果丰硕

自倡议提出，根据中国人民大学重阳金融学院发布的一带一路三周年成果报告，截至 2016 年 6 月 30 日，中国已经同 56 个国家和地区合作组织发表了对接“一带一路”倡议的联合声明，并且签订了相关谅解备忘录或协议。习近平主席在 2013 年 9 月到 2016 年 8 月期间访问了 37 个国家（亚洲 18 国、欧洲 9 国、非洲 3 国、拉美 4 国、大洋洲 3 国）。在“一带一路”沿线 18 个国家建设有 52 个经贸合作区，其中 13 个已通过考核。

1.2.2. 基础设施互通互联，重大项目进展顺利

根据中国人民大学发布的报告，2013 年 10 月到 2016 年 6 月，由中国国有企业承建的具有示范性作用的大型交通基础设施项目达 38 项，涉及“一带一路”沿线 26 个国家。在海外签署和建设的电站、输电和输油输气等重大能源项目多达 40 项，涉及 19 个“一带一路”沿线国家。

初步统计习主席与李克强总理访问海外签署战略合作框架投资在 4000 亿美元以上，高铁和核电等成中国名片。其中包括中老、中泰、莫斯科到喀山高铁、尼日利亚百亿美金沿海铁路等重大铁路工程项目，以及巴基斯坦 6 座核电、阿根廷 60 亿美金核电站、甚至第一座核电站诞生国英国的重大核电项目。

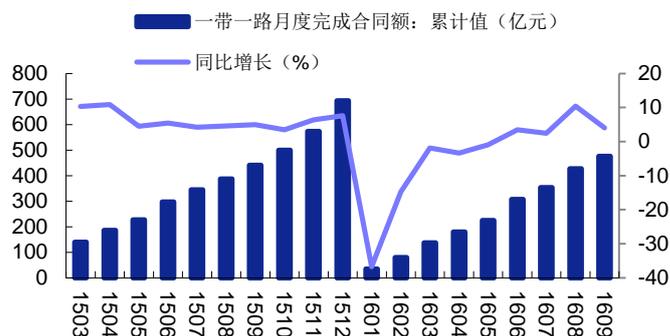
2016 年 1-9 月我国企业在一带一路地区完成营业额 475.6 亿美元，同增 4.0%，占同期我国对外承包工程完成合同额的 45.7%；新签合同额 745.6 亿美元，同增 26.1%，占同期我国对外承包工程新签合同额的 50.4%。

图 1：一带一路新签订单



资料来源：商务部，安信证券研究中心

图 2：一带一路完成合同



资料来源：商务部，安信证券研究中心

1.2.3. 金融支持逐步完善，人民币“入篮”，国际化进程加速

亚投行 2014 年 10 月筹建，2016 年 1 月正式开业，目前已有成员国 60 家，法定资本 1000 亿美金，中国认购 50%，已于 2016 年 6 月 25 日批准了首批四个项目总计 5.09 亿美元的贷款。2014 年 11 月习近平总书记宣布中国出资 400 亿美元设立丝路基金，2014 年 12 月 29 日正式成立，由外汇储备、中投、进出口银行、国开行共同出资，目前已参与投资巴基斯坦水电、购买俄罗斯天然气、意大利倍耐力公司等多项重大海外项目。此外国开行、进出口银行也全力支持一带一路项目建设，项目储备约 2000 个。

“一带一路”建设带动了人民币国际化进程，中国在 7 个“一带一路”沿线国家设立了人民币业务清算行。人民币也于 2016 年 10 月正式加入 SDR，国际化进程不断提速。

1.3. 建筑企业分享国家战略红利

1.3.1. 央企、国际专业承包商、民营企业均面临巨大机遇

一带一路战略的推进给建筑企业带来巨大发展机遇，大型建筑央企、专业国际承包商、民营企业均有机会参与其中，打开新一轮成长空间。

大型央企对外经济交往经验丰富，且在基础设施建设、高铁、核电等一些产业上已具有较强的国际竞争力，因而是参与“一带一路”战略的“领头羊”。此外，大型央企在战略定位和主攻方向上非常明确，通常选择重点领域和国家或地区，并筛选重大项目。抵御风险能力也较高。

国际专业承包商一般海外业务占比较高，专业性强，直接受益于一带一路战略的推进。民营企业激励机制好，模式灵活，规模较小，海外市场将打开更高速的成长空间，但一般抵御海外风险及获取项目的能力较弱，需要跟随央企一起出海或借助特殊的关系资源。

表 1：几类参与海外工程建筑企业对比

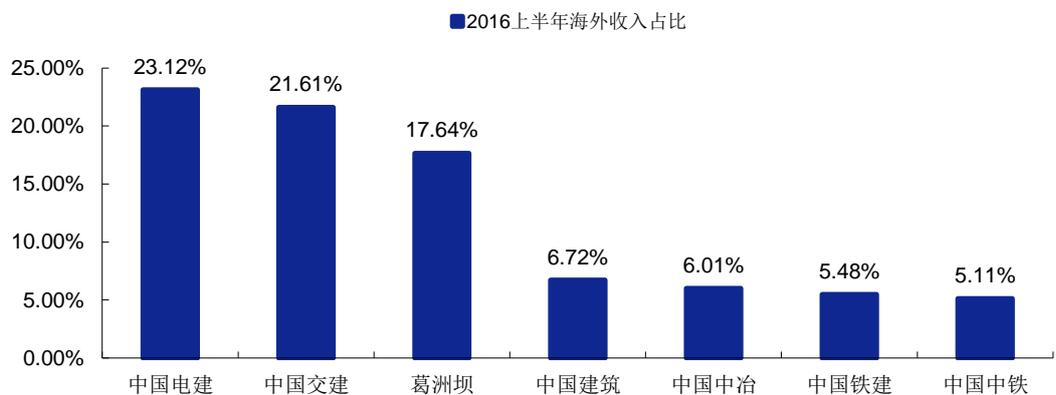
	大型央企	国际专业承包商	民营企业
代表公司	中国建筑、中国中铁、中国铁建、葛洲坝、中国电建等	中工国际、中材国际、北方国际等	中冠 A、宝鹰股份等
优势	在基础设施建设、高铁、核电等一些产业上已具有较强的国际竞争力；应对项目周期长、海外环境复杂等风险的能力更强；海外布局广泛	海外业务占比高，专业性强，在擅长领域优势突出；规模相对较小，受益更显著	激励机制具有优势，战略及模式灵活；规模一般较小，成长性好，海外市场开拓后其边际贡献更大
劣势	抱团出海容易遭到反垄断抵制；缺乏灵活的激励机制；需要承接部分政治性援建任务；规模一般较大，海外业务占比不是很高，对于业绩贡献不是非常显著	地域或业务领域较集中，抵御海外风险能力较弱	海外投资经验较缺乏，资金实力一般，抵御海外风险能力较弱；政府资源较弱，直接获取项目一般比较困难
海外经营策略	作为“领头羊”，依据国家战略明确主攻方向，选择重点领域和国家与地区，筛选重大项目。多采取总承包方式	总承包模式；或获取项目后利用优秀项目管理能力对工程进行分包；或者拿到母公司等央企的分包合同	从建筑央企获得项目分包业务，跟随建筑央企步伐一起“走出去”；在个别地区有特殊资源的民企集中力量开发单一国别市场

数据来源：安信证券研究中心

1.3.2. 建筑央企是一带一路主力军

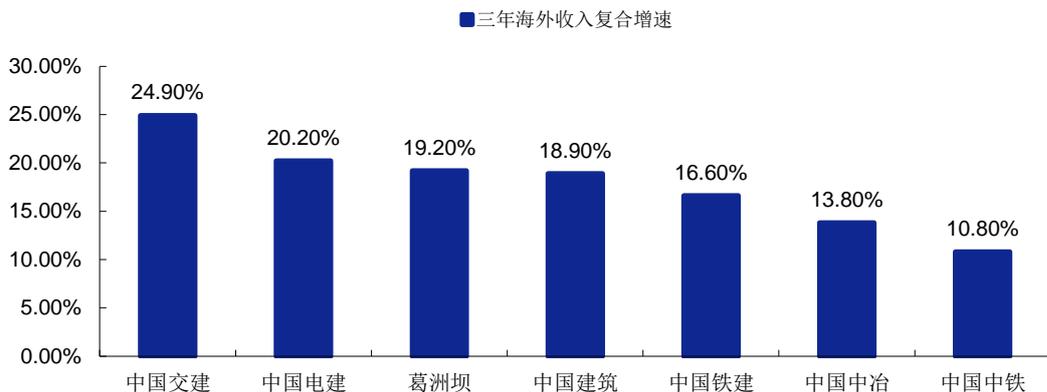
上市建筑央企为走出去的主力军，在 2013-2015 年一带一路推进的时间内，多数建筑央企实现了海外收入的快速增长。2012-2015 年，中国建筑/中国铁建/中国中铁/中国交建/中国电建/中国中冶/葛洲坝海外收入三年 CAGR 分别为 19%/17%/11%/25%/14%/20%/19%。各家公司海外订单也大幅增长，今年上半年中国建筑、中国电建、中国中冶海外订单增速分别达到 55%、182%、150%。

图 3：建筑央企海外收入占比



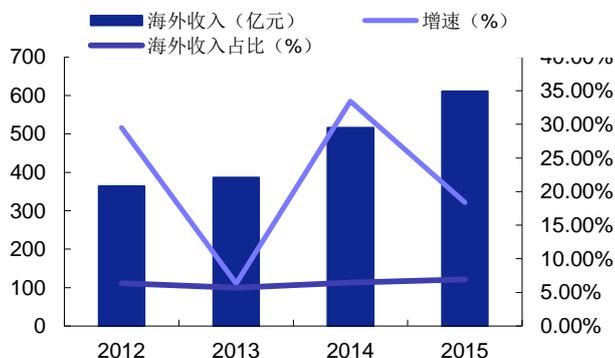
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：建筑央企海外收入三年复合增速



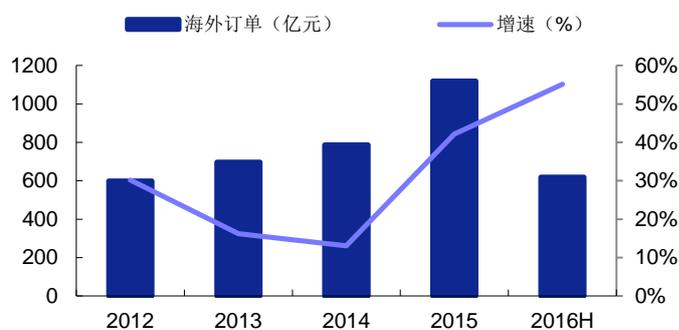
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：中国建筑海外收入



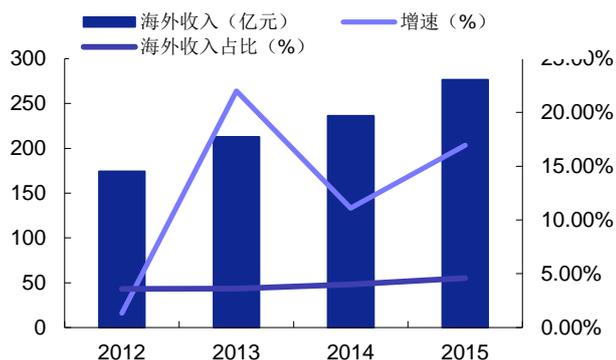
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：中国建筑海外订单



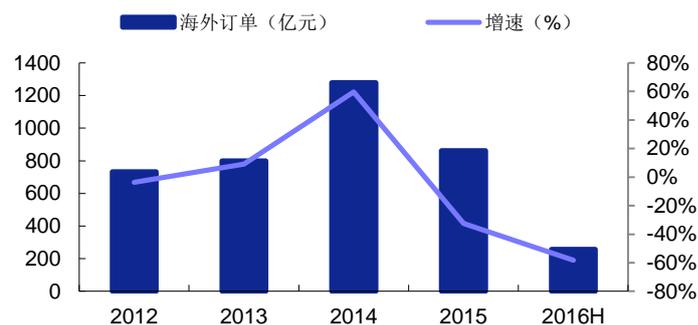
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：中国铁建海外收入



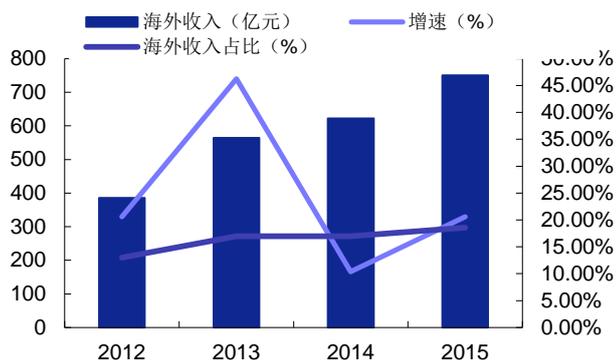
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：中国铁建海外订单



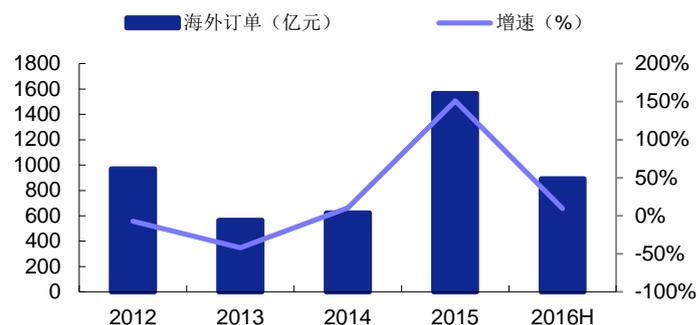
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：中国交建海外收入



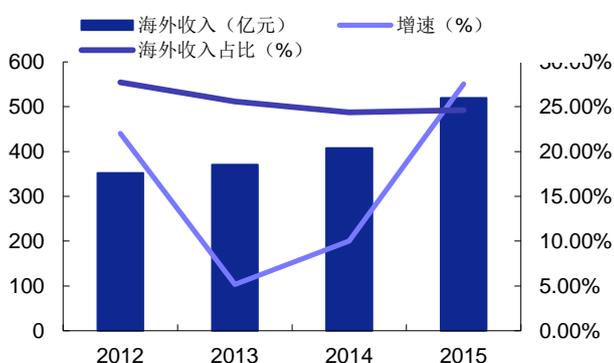
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：中国交建海外订单



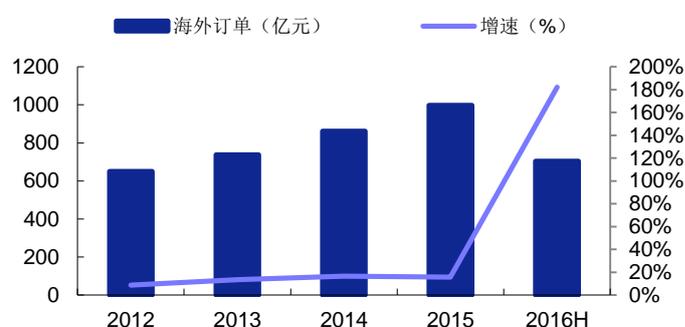
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11：中国电建海外收入



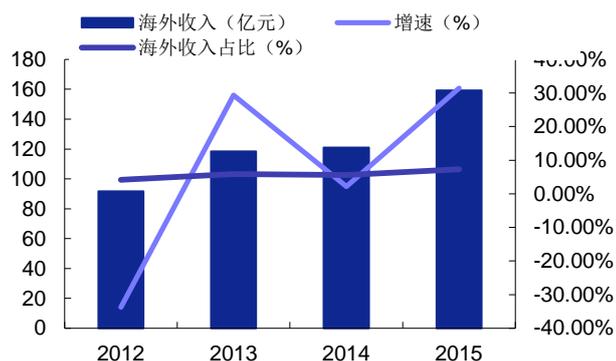
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：中国电建海外订单



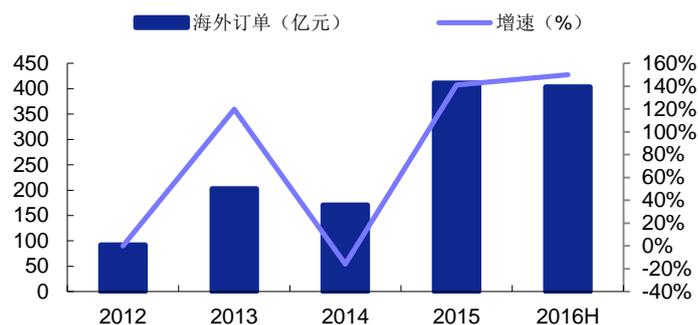
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：中国中冶海外收入



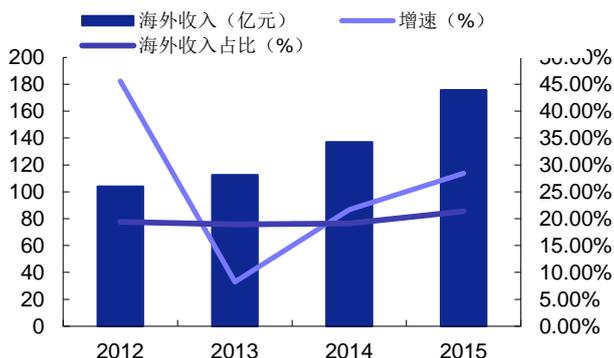
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：中国中冶海外订单



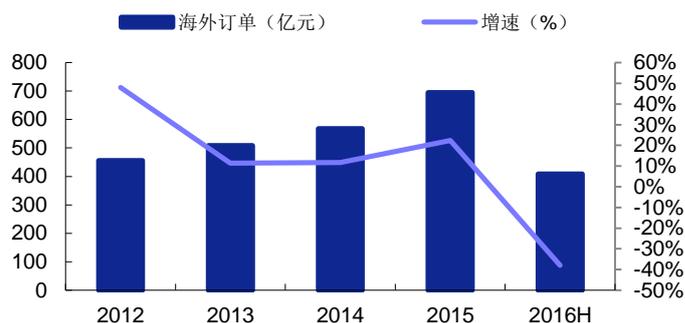
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15: 葛洲坝海外收入



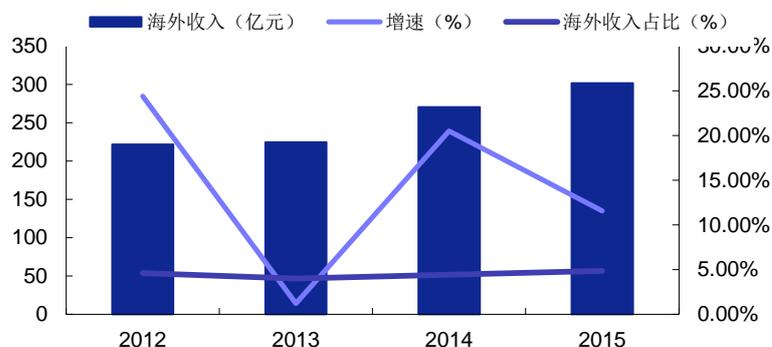
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 葛洲坝海外订单



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 中国中铁海外收入

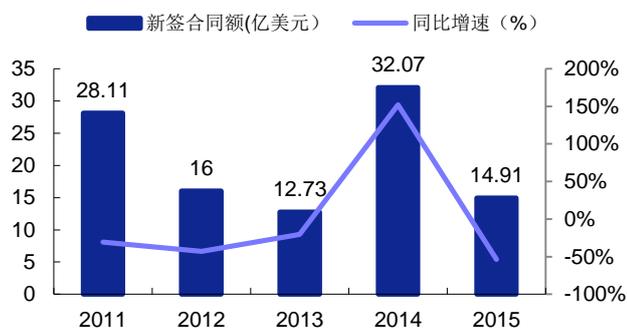


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.3.3. 专业国际工程公司具备强基本面

中工国际: 公司收入端几乎全是美元合同, 成本端几乎全是人民币计价, 海外业务占比接近 100%, 是所有国际工程公司中美元敞口最大的公司。前三季度业绩同增 23%, 收入增速由负转正, 显示项目进度加快, 公司全年业绩预增 10%-40%, 呈明显加速趋势。此外, 公司凭借央企地位与国际领先水处理技术, 开拓国内水环境 PPP 项目潜力极大, 当前估值 2016 年 PE 仅 16 倍。

图 18: 公司新签订单



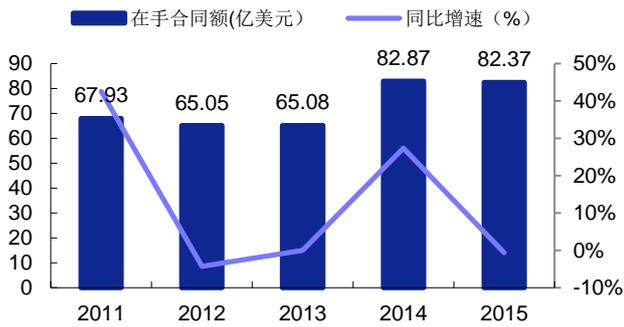
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 19: 公司生效订单



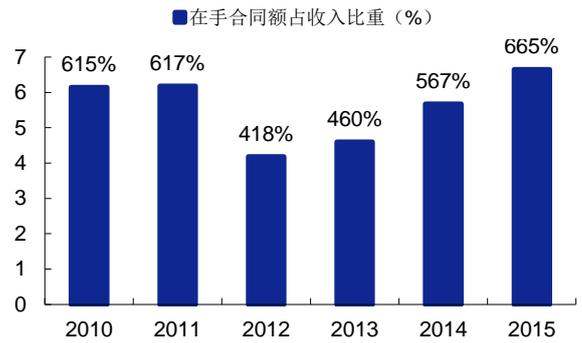
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 20: 公司在手订单



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 21: 在手订单占当年收入比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

北方国际: 前三季度增长 54%，订单、现金流均极佳，在集团鼎力支持下公司站在一轮快速成长期的起点上，预计未来三年 CAGR=50%，截止至 9 月 30 日，公司在手订单共计约 537 亿元人民币，为 2015 年收入的 13 倍，其中未生效约 307 亿元，已经生效待执行 229 亿元。伊朗是公司最重要海外市场之一，当前在伊朗未生效合同达 252 亿元，随着伊朗制裁全面解除，公司在伊朗订单将面临大规模生效，届时增长预期将显著提升，是 A 股最受益伊朗解禁的标的之一

表 2: 北方国际在手重大合同

项目名称	项目金额	签订国家	履行情况	项目领域	签订时间
建造老挝 Xebangfai 河流域灌溉和防洪管理项目合同	15 亿美元	老挝	截止 2016 年 9 月 30 日, 累计确认收入 19,090.31 万元	水利	2010 年 8 月 21 日
伊朗阿瓦士轻轨一号线项目合同	38.49 亿人民币	伊朗	尚未生效	轻轨	2011 年 4 月 28 日
缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目采购施工总承包项目合同	7.0 亿美元	缅甸	截止 2016 年 9 月 30 日, 累计确认收入 238,606.90 万元	矿业	2011 年 9 月 28 日
德黑兰地铁六号线项目合同	78.7 亿元人民币	伊朗	尚未生效	地铁	2012 年 5 月 12 日
埃塞俄比亚 Addis Ababa-Djibouti 铁路车辆采购项目代理合同	2.59 亿美元	埃塞俄比亚	截止 2016 年 9 月 30 日, 累计确认收入 127,532.23 万元。	车辆采购	2013 年 10 月 29 日
几内亚比绍 Saltinho 水电站项目 EPC 总承包合同	2.87 亿美元	几内亚比绍	尚未生效	电力(水电站)	2013 年 11 月 8 日
几内亚比绍 Saltinho-比绍-塔纳府输变电线路与变电站项目 EPC 总承包合同	1.99 亿美元	几内亚比绍	尚未生效	电力	2014 年 4 月 26 日
伊朗德黑兰 1008 辆碳钢地铁车供货合同重大合同暨日常关联交易合同	112.17 亿元人民币	伊朗	尚未生效	车辆供货	2015 年 3 月 4 日
巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目	16.26 亿美元	巴基斯坦	截止 2016 年 9 月 30 日, 累计确认收入 57,954.23 万元	地铁	2015 年 12 月 24 日
老挝 500KV Pakading - Mahaxai 输变电线路项目合同	3.43 亿美元	老挝	尚未生效	电力	2016 年 1 月 28 日
高乐巴哈-马什哈德电气化铁路项目合同	22.95 亿元人民币	伊朗	尚未生效	铁路	2016 年 1 月 28 日

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

中钢国际: 上半年订单大幅增长 50%，公司公告集团债转股方案落地，首例央企债转股，有望得到国资委、银监会、金融机构大力支持，公司融资约束减小、促工程推进加速；3D 金属打印技术国际领先，有望切入军工、航空航天、高铁等领域潜力巨大；大股东及高管认购增发彰显信心。

1.3.4. 民企加速出海

除了央企外，民营企业也加速出海。其中神州长城、宝鹰股份、金螳螂、杭萧钢构等取得较大进展。

表 3：部分民企公告海外订单

公司名称	项目名称	金额 (亿)
金螳螂	塞班加拉班娱乐度假村项目赌场及酒店室内装饰	10
	斯里兰卡某知名酒店内装饰项目	2.99
合计		12.99
神州长城	柬埔寨洪森路第 14 号村庄的拟建 55 层综合开发项目 (PP50)	18.72
	缅甸“M 塔办公楼项目”	5.26
	缅甸“敏公寓项目”	7.89
	印尼茂物市 EMERALD CIBUBUR 发展项目	3.14
	阿尔及利亚 BISKRA 省 HAMMAM SALIHINE 复合式温泉酒店现代化工程合同书	2.82
宝鹰股份	刚果(布) 5000 套现代经济适用房项目总承包合同	20.05
	印度尼西亚苏拉威西岛莫罗瓦里县镍铁厂 RKEF 生产线工程 PC 总承包项目	15.02
	越南岘港 JW 万豪酒店施工总承包合同	14.16
合计		72.9
宝鹰股份	瓦而喀-翠-马依嘎有限公司依萨综合楼群(I 期)建筑装修工程总承包合同	12.42
	高佳新那有限公司巴淡中央广场建筑装修工程总承包合同	5.76
合计		32.34

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 一带一路海外面临风险分析

1.4.1. 订单生效延期或取消风险

海外工程合同在签订后生效周期一般较长，部分合同可能会因为项目所在国政治经济形势变化，项目建设计划变更，融资配套无法落地等原因延期生效，甚至取消。此类风险较为常见，这种情况下，一般不会对海外工程公司造成当期报表上的损失。

1.4.2. 项目执行终止、无法收回账款风险（可由出口信用保险公司承保的风险）

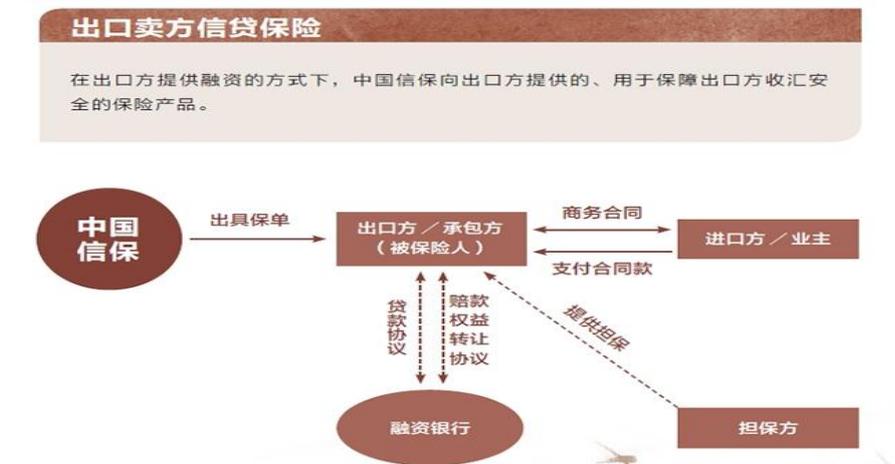
由于中国海外工程承包项目多在发展中国家，部分国家政治经济局势动荡，商业环境较为恶劣，会因为一些突发原因，导致在执行中海外项目停工，无法收回部分账款。

此类风险主要包括两大类：1、商业风险：业主宣告破产、倒闭、解散或拖欠商务合同或贷款协议项下应付款项。2、政治风险：所在国政府或还款必经第三国政府禁止或限制以约定货币偿还债务，或颁布延期延期付款令。或债务人所在国发生战争、革命、暴乱或其他政治事件。

此种风险爆发时，如执行项目已按进度收回账款，或已由出口信用保险承保，则不会对海外工程公司业绩造成巨大影响。但如果该项目没有投保则可能会造成较大损失。

根据中国出口信用保险公司相关业务规定：出口买方信贷保险项下最高赔偿比例为 95%。出口卖方信贷保险项下最高赔偿比例为 90%。出口延付合同再融资保险项下最高赔偿比例为 95%。

图 22：出口卖方信贷保险模式



资料来源：中信保官网，安信证券研究中心

案例：中国信保理赔案例

据人民网报道：我国某工程公司在某新兴市场国家承建的一个大型电站项目。该项目 2004 年开工建设，总合同金额逾 4 亿美元，建设资金来源采用的是“卖方信贷”方式，即由该工程公司向国内金融机构融资。进入付款期后，受项目所在国国内局势动荡及国际金融危机影响，业主失去履约能力，出现了严重的还款拖欠，如无法收回欠款，预计将会造成 3 亿元左右巨大损失。

面对出现的巨大收汇风险，作为承保人的中国信保一方面积极开展保后跟踪管理，推动项目所在国政府拿出延期付款方案，另一方面根据保险合同，在拖欠达到约定期限立即开展理赔。

中国信保就前述项目在中长期出口信用保险保单项下的损失进行了赔付，赔款金额 1680 万美元，折合人民币约 1.15 亿元。信保后续还将再赔付 2000 万美元，年内赔付合计将达 2.5 亿元人民币，从而使其约 90% 的损失得到弥补。下一步信保继续展开商账追偿。

1.4.3. 项目经营亏损风险

此类风险特指海外工程公司可以执行完项目并收到账款，但因项目本身成本过高，导致出现亏损的风险。出现这种情况的原因主要可能有 1、投标前对项目的难度、成本等估算过于乐观，以较低价格承包，导致整体成本远超于承包额。2、原材料、人工等大幅涨价。3、发生汇率波动造成严重汇兑损失。4、发生重大安全事故、自然灾害等。

此类风险不能由出口信用保险承保，只能采取购买商业保险、套期保值、完善项目尽职调查等事前风险控制手段预防。

1.5. 一带一路推进下建筑企业发展前景展望

一带一路三年来坚实推进，取得了累累硕果。展望未来，我国将与更多的沿线国家签署合作协议，不断改善我国企业走出去的政治环境；以亚投行、丝路基金、国开行、进出口银行等为核心的金融支持体系也将更加完善，人民币国际化进程推进，建筑企业走出去将得到充足资金支持；基础设施互联互通将便利一带一路沿线国家各项业务往来，加速建筑企业走出的步伐。

具体来看未来建筑企业海外业务发展存在以下趋势

1) 海外业务充足，海外业务占比仍将不断提升

当前国内投资增速放缓，与之相对的是一带一路沿线很多国家基建面临旺盛需求。据亚洲开发银行与亚行学院 2009 年的测算，2010-2020 年亚洲国别基础设施投资需求预计为 8 万亿美元，其中，68% 为新建投资需求，32% 为维护及改造投资需求。中国企业在路桥基建、水电、核电、高铁、特高压输变电等领域具有很强竞争优势，随着一带一路不断推进，中国企业将持续扩大在海外建筑工程领域的市场份额。目前虽然我国建筑大型企业走出去已取得很大进步，但与几家大型跨国工程企业相比，整体海外收入占比仍不高。

2) 业务模式将更加多样

目前海外整体经济也比较低迷，许多中国传统优势市场国家对石油、铁矿石等资源依赖严重，导致这些地方政府在基建投资方面的资金会比较紧张，因此对融资需求较大。除原有的传统海外工程模式外，BOT、PPP 等投资类模式将逐步出现。

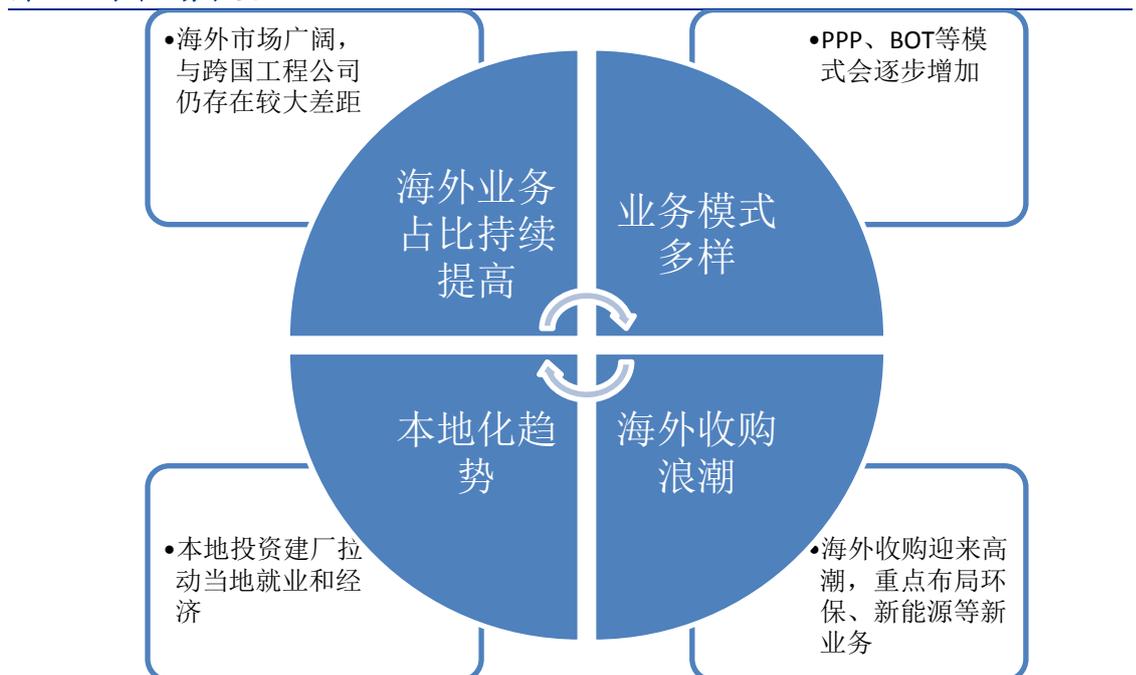
3) 海外收购将逐步迎来高潮

随着走出去步伐加快，中国建筑企业所接触到的海外优秀项目也会增加。如 2014 年，中国建筑完成了对美国 Plaza 建筑公司 (Plaza Construction) 的收购。2015 年 5 月 15 日，中国交建所属中交国际收购了澳大利亚约翰·霍兰德公司。除对建筑公司的收购外，中国企业还将加速收购海外环保、新能源等具有技术优势的优质企业，不断完善海外网点及新业务的布局。如据 21 世纪经济报道，中交拟出资 6.5 亿美元收购全球最大的海水淡化公司 IDE、据路透社消息葛洲坝有意愿收购巴西可再生能源公司 Renova Energia。可以预见未来一段时间将迎来中国建筑企业海外并购的浪潮。

4) 本地化发展逐步成为趋势

随着海外竞争的加剧，海外市场所在国政府不会仅仅满足中国企业又快又好的工程，还需要中国建筑企业担当起拉动当地经济以及就业的任务。因此可以预计未来中国企业在对外工程承包过程中将会在材料与设备采购与劳动力的雇用逐步国际化和本地化，不再主要依赖国内出口和劳务输出，而是更多地采用当地和国际化采购，以适应当地市场、法律和政府要求，带动当地产业发展水平，解决当地国民就业。合作投资办厂或收购当地企业将成为发展趋势。

图 23：海外业务展望



资料来源：安信证券研究中心

2. 海外工程业务趋势受益人民币兑美元贬值

近期人民币兑美元汇率跌破 6.78，创 6 年来新低，今年来美元兑人民币贬值幅度累计已达约 4%。人民币贬值主要是通过收入、成本、以及财务费用（主要是汇兑损益）等科目直接影响海外工程公司净利润。除此之外，人民币贬值使得国内原材料、人工价格更有优势，更有利于中国企业在海外获得订单。

图 24：人民币兑美元汇率变化



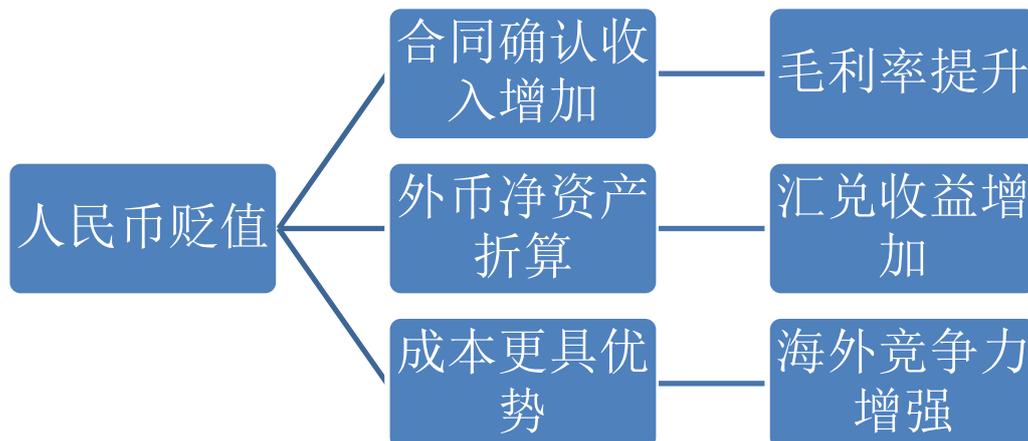
资料来源：Wind，安信证券研究中心

收入：海外工程公司合同多以美元结算，但以人民币为记账单位。在会计期末，需要根据合同进度将确认的美元收入以入账时的汇率转换成人民币。当人民币持续贬值时，期末确认的人民币收入将增加，提高当期合同毛利率。

成本：海外采购的原材料及人工等成本会随着人民币对美元贬值而增加，降低工程毛利率。但由于海外工程公司成本中来自国内的人工和材料占比较高，当人民币贬值时，本身大部分成本就采用人民币计价，因此并不会产生负面影响。综合来看，人民币贬值造成的海外成本增加对毛利的负面影响较小，无法抵消收入端毛利率提升带来的正面作用。

汇兑损益：对于货币性质的科目，兑换时企业与银行之间选择汇率不同，会造成折算差异。另外海外工程公司一般外币资产多于负债，人民币汇率贬值情况下，外币净资产折算调整也会带来汇兑收益增加。

图 25：人民币对美元贬值给海外工程公司带来的影响



资料来源：安信证券研究中心

国际工程公司汇兑收益弹性大。一般专业国际工程公司持有较多美元的净资产，因此产生汇兑收益较大，从历史数据来看，中工国际、北方国际、中材国际等汇兑收益带来的业绩弹性较大。大型建筑央企由于海外融资便利，而且海外美元债务利息较低，因此持有较多美元债务，汇兑收益带来的影响较小。

表 4：部分建筑公司汇兑收益情况（正值为汇兑收益）

公司名称	2015 年汇兑损益(百万元)	2016H 汇兑损益 (百万元)	2015 年汇兑/利润	2016H 汇兑/利润
中工国际	278	128	26%	31%
北方国际	43	30	20%	27%
中国中铁	1,746	796	14%	15%
中国电建	415	499	8%	14%
中材国际	103	37	15%	12%
中国中冶	132	121	3%	5%
中钢国际	19	9	4%	4%
中国建筑	-1,047	-255	-4%	-2%
中国铁建	-644	-231	-5%	-4%
葛洲坝	-165	-67	-6%	-5%
中国交建	-1,150	-332	-7%	-5%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

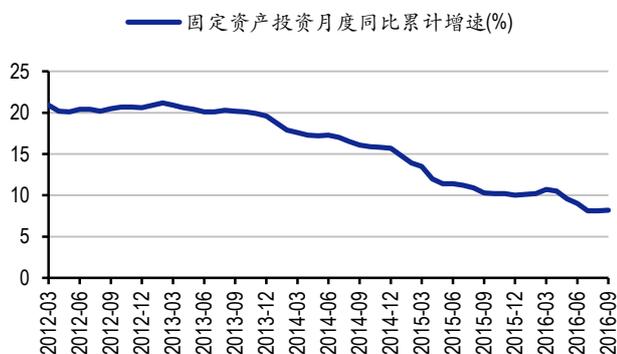
3. 基建 PPP 促建筑央企业绩订单加速

3.1. 地产调控后基建稳增长有望发力

今年前三季度全国固定资产投资总额 42.69 万亿，同比增长 8.2%，增速较 1-8 月提高 0.1 个百分点。其中房地产投资同比增长 6.3%，增速较 1-8 月提高 0.3 个百分点。1-9 月制造业投资总额同比增长 3.1%，增速较 1-8 月提高 0.3 个百分点。前三季度基建同比增长 17.92%，增速较 1-8 月回落 0.41 个百分点。

部分城市量价上涨过快招致密调控，国庆期间共有 21 个城市出台政策，限购阵营迅速扩充。短期市场销售将逐步承压，预计后续成交量下滑带动投资回落。经济面临较大下行压力，预计稳增长政策还需发力，轨交、海绵城市、地下管廊、水利、机场等基建领域是重点。

图 26：固定资产投资月度同比累计增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 27：三大领域固定资产投资累计完成额增速 (%)

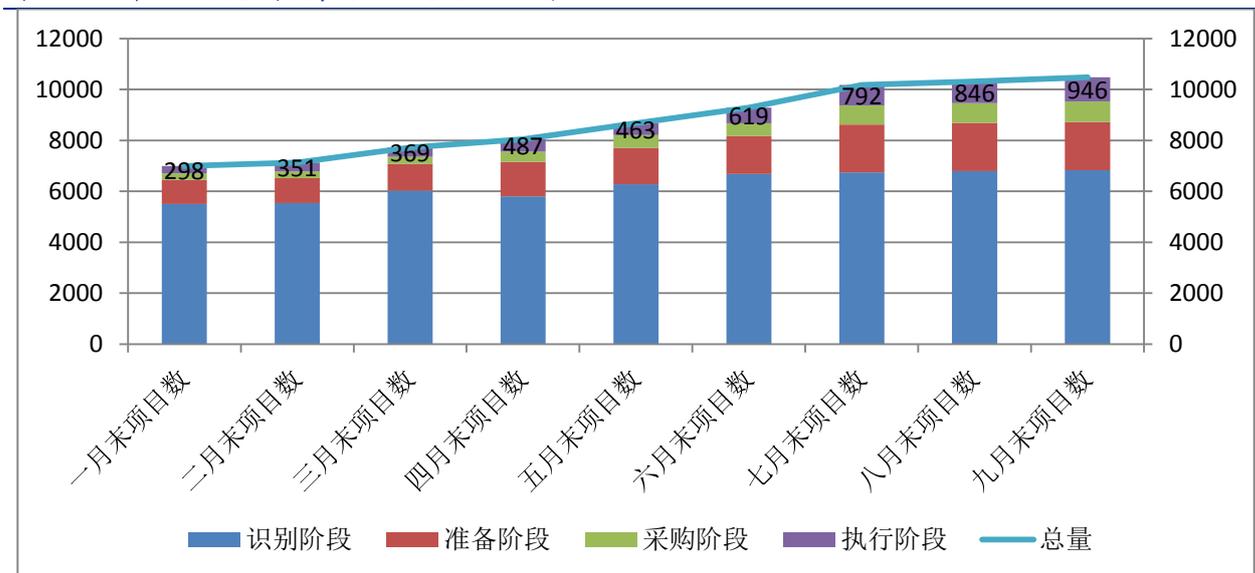


资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. PPP 项目加速落地

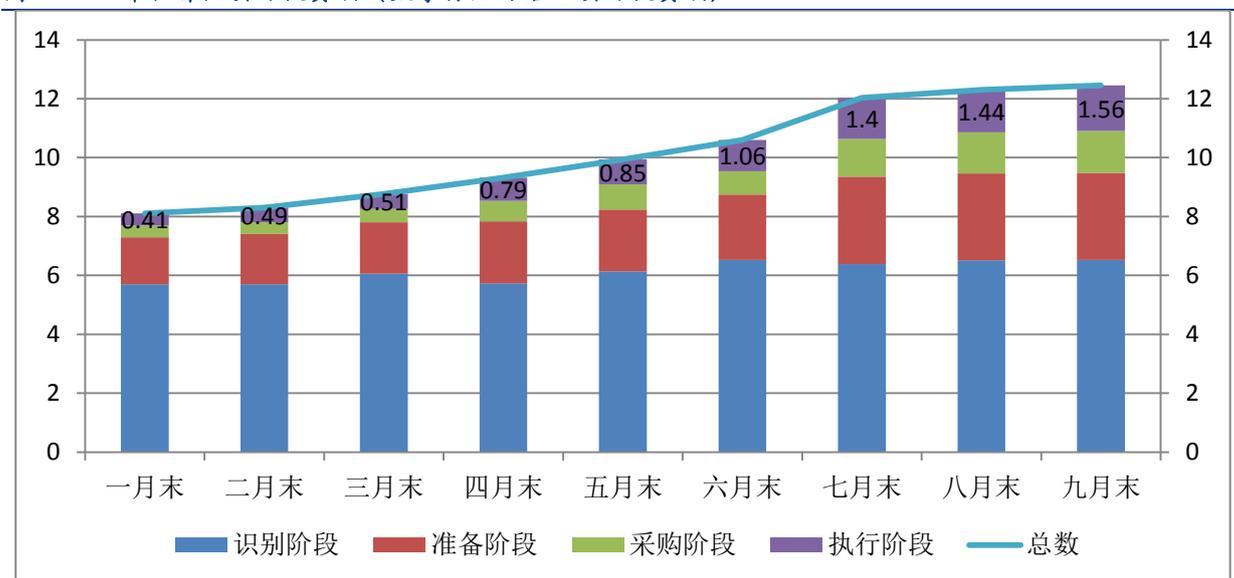
从全国情况来看，地方 PPP 项目需求继续增长，9 月末全部入库项目 10,471 个，总投资额 12.46 万亿元，其中已进入执行阶段项目 946 个，总投资额 1.56 万亿元，规模可观，落地率 26%，与 6 月末相比，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。截至 2016 年 9 月末，财政部两批示范项目 232 个，总投资额 7,866.3 亿元，其中执行阶段项目 128 个，总投资额 3,456 亿元，落地率达 58.2%。与 6 月末相比，第一批示范项目落地率没有变化，第二批示范项目落地呈加速趋势。

图 28：入库项目数量（数字标注为落地项目数）



资料来源：财政部，安信证券研究中心

图 29：入库各阶段项目投资额（数字标注为落地项目投资额）



资料来源：财政部，安信证券研究中心

发改委推介三批示范项目共计 3756 个，总投资 6.37 万亿元。第一二批后续部分项目退库，目前项目库中共计 2992 个，总投资 5.1 万亿。8 月 23 日发改委网站公布，第一批最终推介 789 个项目，签约 456 个，总投资额 8151.7 亿元，第二批 970 个，已签约 163 个，总投资 1867.4 亿元。

表 5：发改委推介项目情况

批次	个数	总投资额(万亿)	退库后个数	退库后投资额(万亿)
----	----	----------	-------	------------

第一	1043	1.97	789	1.44
第二	1488	2.26	970	1.53
第三	1233	2.14	1233	2.14
合计	3764	6.37	2992	5.11

资料来源：发改委，安信证券研究中心

表 6：发改委推介项目落地情况

批次	落地个数	落地金额	签约率
第一	456	8151.7	57.18%
第二	163	1867.4	16.80%
合计	619	10019.1	35.20%

资料来源：发改委，安信证券研究中心

3.3. 建筑央企业绩订单加速增长

建筑央企三季度业绩普遍加速，其中中国建筑(+30%)、葛洲坝(+25%)、中国中铁(+17%)、中国铁建(+12%)等提速明显。充分受益 PPP 与稳增长，央企基建类订单也得到大幅增长，如中国建筑（基建增长 141%），中国铁建（轨交增长 84%，市政增长 334%），中国中铁（基建增长 43%）。中国建筑、中国中铁、中国铁建等订单增速均创近年来新高。一带一路战略持续推进，基建稳增长背景下 PPP 项目加速落地，今年全年及明年业绩有望保持向好趋势。

表 7：建筑央企订单普遍加速

公司名称	中期订单 (亿元)	中期增速 (%)	前三季度订 单 (亿元)	前三季度增 速 (%)	三季单季订 单 (亿元)	三季单季增 速 (%)	PPP 订单简况
中国建筑	8943.00	26.80	12831.00	34.30	3888.00	55.46	上半年新签约占总订单 5%，约 500 亿，第三季度公告大订单 279 亿
中国中铁	4177.50	26.00	7262.30	31.70	3084.80	40.16	上半年在手 989 亿，三季度公告 278 亿大单，850 亿框架
中国铁建	3756.78	18.16	6790.33	22.04	3033.55	27.21	上半年在手约 1400 亿，三季度公告 52 亿大单
中国中冶	2442.40	37.79	3230.60	15.20	788.20	-23.71	上半年在手约 1200 亿，三季度公告 89 亿大单
中国电建	1965.47	47.16	2819.12	23.82	853.65	10.26	截至 8 月在手约 1700 亿
葛洲坝	1084.55	-33.43	1449.25	-19.97	364.70	25.09	上半年新签 386 亿，在手共 904 亿，423 亿开工。三季度公告 51 亿大单
中国交建	2837.95	7.60	4753.00	10.10	1915.05		前三季度签订投资类合同 1254 亿元

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 8：建筑央企业绩增速 (%)

	2015	2016Q1	2016Q2	2016Q3
中国建筑	15.47	13.43	19.89	63.17
中国中铁	18.32	9.76	16.69	21.87
中国铁建	7.76	12.09	7.05	18.59
中国中冶	21.10	7.20	16.92	-3.89
中国电建	-24.68	3.12	6.71	13.95
葛洲坝	26.02	26.85	6.67	48.44
中国交建	13.02	17.61	3.39	20.29

资料来源：Wind，安信证券研究中心

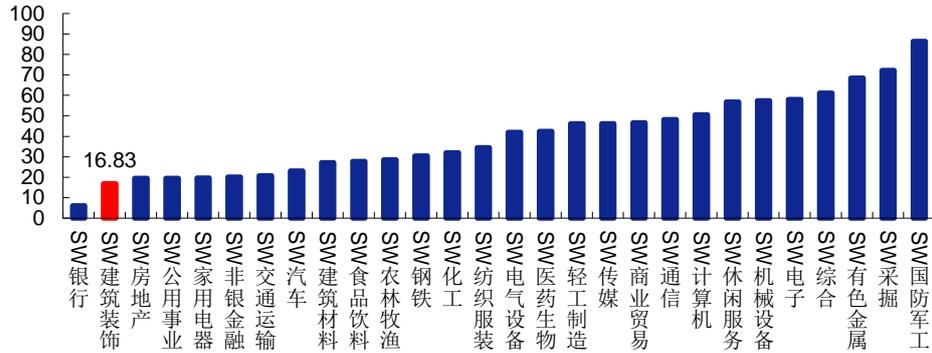
4. 投资建议：重点推荐建筑央企和国际工程公司

4.1. 估值具备优势

当前建筑板块估值极低，横向对比具有显著优势。当期建筑板块 PE 仅有 16.8 倍（申万一级

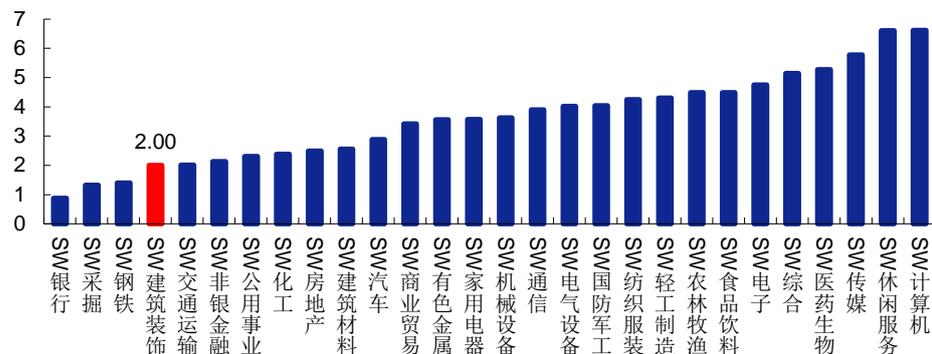
行业分类，TTM 整体法，后同)，仅高于银行板块，位列 28 个一级行业倒数第二位。建筑板块 PB 为 2 倍，仅高于银行、采掘、钢铁三个板块。横向对比估值优势明显。建筑央企普遍估值较低，其中中国建筑估值仅 7 倍，处于全市场估值洼地，中国铁建仅 10 倍，葛洲坝仅 12 倍。

图 30：申万一级行业 PE (TTM)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 31：申万一级行业 PB (TTM)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.2. 重点推荐建筑央企和国际工程

重点推荐：中工国际（估值 2016 年 PE16 倍，订单生效新签趋势良好，美元敞口弹性最大）、北方国际（公告在手订单超 500 亿，借助集团海外军贸渠道开启新一轮高速增长，预计 15-18 年 CAGR50%）、中钢国际（第一家债转股获批央企将得到国资委及金融机构大力支持，融资约束减少促订单承接及执行加速，3D 金属打印切入军工、航天等极具潜力）、中国建筑（7 倍 PE 估值超低）、中国铁建（10 倍 PE 相较可比公司显著低估）、中国交建（一带一路龙头公司，海外业务占比高）、葛洲坝（12 倍 PE 相对预计 20%以上增速显著低估，持续外延并购加速大环保业务布局）等。

表 9：建筑央企与国际工程公司估值一览

简称	股价	EPS				PE			
		15	16E	17E	18E	15	16E	17E	18E
中国建筑	7.72	0.87	1.08	1.17	1.36	9	7	7	6

中国交建	14.47	0.97	1.07	1.18	1.29	15	14	12	11
中国铁建	10.62	0.93	1.04	1.18	1.31	11	10	9	8
中国中铁	8.86	0.54	0.60	0.66	0.71	17	15	13	12
中国中冶	4.28	0.25	0.29	0.32	0.36	17	15	13	12
中国电建	7.08	0.38	0.45	0.49	0.53	19	16	14	13
葛洲坝	8.62	0.58	0.71	0.87	1.04	15	12	10	8
中钢国际	16.86	0.73	0.75	0.94	1.13	23	22	18	15
中工国际	24.15	1.13	1.45	1.74	2.08	21	17	14	12
北方国际	26.28	0.53	0.85	1.20	1.60	49	31	22	16

资料来源: Wind, 安信证券研究中心预测, 股价为2016年11月3日收盘价。

5. 风险提示

风险提示: 海外业务经营风险、宏观经济大幅波动风险、汇率大幅波动风险

■

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ **分析师声明**

夏天声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ **本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

■ **免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034