

人民币兑美元贬值超预期，一带一路建筑工程显著受益

■人民币兑美元贬值进度超预期。11月15日（周二），人民币兑美元中间价下调204个基点，跌破6.86关口，连续8日下跌，创8年新低。在岸人民币兑美元破6.86，离岸人民币兑美元盘中跌破6.87关口，均不断刷新纪录，进度超预期。年初至今人民币兑美元贬值幅度已达5.5%。

■海外工程业务趋势受益人民币兑美元贬值。海外工程合同多以美元计价，人民币贬值确认收入增加，而成本端多以人民币计价，项目结算毛利率增加。同时期末在手美元净资产折算产生较多汇兑收益，将对业绩形成显著贡献。如以中工国际为例，假设公司期末在手美元货币性净资产较中期不变（8.6亿美元），美元兑人民币汇率年末为7，则全年产生汇兑收益为4.35亿元，占去年归母净利润的41%。从历史数据看，其他汇兑收益较多的建筑企业为北方国际、中国中铁、中国电建、中材国际等。另外人民币贬值导致成本更具竞争优势，有利于海外业务开展。

■当前一带一路战略预期显著提升。当前一带一路战略预期显著提升：1、十八届六中全会正式提出“以习近平同志为核心的党中央”，一带一路提出三周年取得丰硕成果，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，未来必将得到全力推进；2、菲律宾、马来西亚等国“转向”中国；3、特朗普当选新总统专注国内，美国海外战略或收缩；4、海外工程趋势受益人民币兑美元贬值。

■投资建议：继续重点推荐中工国际：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；北方国际：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%，500多亿在手订单（预计收入的6倍），受益于伊核问题解禁在手订单存大面积生效可能，集团军工资产值得期待，公司重大资产重组已顺利获证监会审核通过。中钢国际：公司公告集团债转股方案落地，有望促公司融资约束减小、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。中材国际：汇兑收益弹性大，有望成为两建材集团旗下水泥等工程资产整合平台，存在资产注入预期。海外水泥投资、环保等新业务极具潜力。建筑央企重点推荐当前时被相对低估的几个重点标的：中国铁建（仅11倍PE）、中国建筑（仅

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	-0.54	2.80	1.03
绝对收益	3.22	3.87	-7.41

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

特朗普当选利于一带一路战略推进，继续推荐建筑央企及国际工程 2016-11-10
PPP 推动业绩明显加速，一带一路战略信心增强蓝筹再起舞 2016-11-07
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 2016-11-04
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

7 倍 PE)、葛洲坝 (20%增长, 12 倍 PE) 等。

■风险提示：汇率大幅波动风险、海外业务经营风险。

内容目录

1. 人民币兑美元贬值进度超预期	4
2. 海外工程业务趋势受益人民币兑美元贬值	4
3. 一带一路战略预期显著提升，重点推荐建筑央企和国际工程	5
4. 风险提示	6

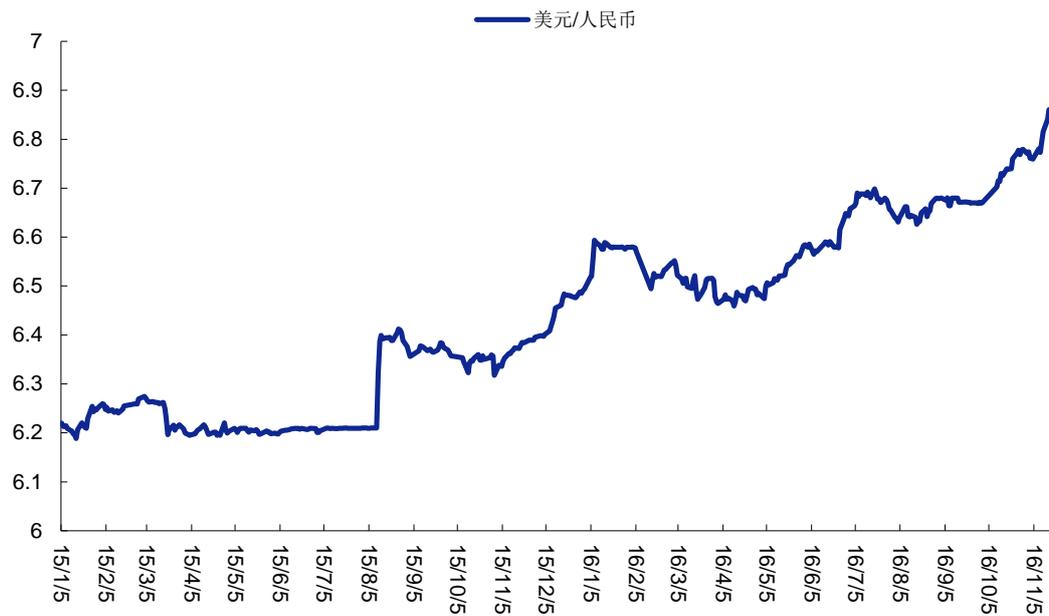
图表目录

图 1：人民币兑美元汇率变化	4
表 1：国际工程公司汇兑收益弹性（亿元人民币）	4
表 2：部分建筑公司汇兑损益（汇兑收益为正值）	5
表 3：建筑央企和国际工程公司估值情况	5

1. 人民币兑美元贬值进度超预期

人民币兑美元贬值进度超预期。特朗普当选后市场对美国政治不确定性担忧有所缓解，美联储 12 月份加息预期仍在，助推美元指数不断走强。11 月 15 日（周二），人民币兑美元中间价下调 204 个基点，跌破 6.86 关口，连续 8 日下跌，创 8 年新低。在岸人民币兑美元破 6.86，离岸人民币兑美元盘中跌破 6.87 关口，均不断刷新纪录，进度超预期。年初至今人民币兑美元贬值幅度已达 5.5%。

图 1：人民币兑美元汇率变化



资料来源：Wind，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

海外工程业务趋势受益人民币兑美元贬值。海外工程合同多以美元计价，人民币贬值确认收入增加，而成本端多以人民币计价，项目结算毛利率增加。同时期末在手美元净资产折算产生较多汇兑收益，将对业绩形成显著贡献。如以中工国际为例，假设公司期末在手美元货币性净资产较中期不变(8.6 亿美元)，美元兑人民币汇率年末为 7，则全年产生汇兑收益为 4.35 亿元，占去年归母净利润的 41%。从历史数据看，其他汇兑收益较多的建筑企业为北方国际、中国中铁、中国电建、中材国际等。另外人民币贬值导致成本更具竞争优势，有利于海外业务开展。

表 1：国际工程公司汇兑收益弹性 (亿元人民币)

	人民币兑美元汇率				
	6.8	6.85	6.9	6.95	7
中工国际	2.65	3.08	3.52	3.95	4.38
中钢国际	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
北方国际	0.43	0.50	0.57	0.64	0.71
中材国际	1.23	1.43	1.63	1.83	2.03

资料来源：公司公告，安信证券研究中心 (假设年底有美元净资产与中期报告相同)

表 2: 部分建筑公司汇兑损益 (汇兑收益为正值)

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. 一带一路战略预期显著提升, 重点推荐建筑央企和国际工程

当前一带一路战略预期显著提升。当前一带一路战略预期显著提升: 1、十八届六中全会正式提出“以习近平同志为核心的党中央”, 一带一路提出三周年取得丰硕成果, 被写入十八届三中全会、十三五规划, 上升为国家发展的长久战略之一, 未来必将得到全力推进; 2、菲律宾、马来西亚等国“转向”中国; 3、特朗普当选新总统专注国内, 美国海外战略或收缩; 4、海外工程趋势受益人民币兑美元贬值。

投资建议: 继续重点推荐**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; **北方国际**: 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%, 500 多亿在手订单 (预计收入的 6 倍), 受益于伊核问题解禁在手订单存大面积生效可能, 集团军工资产值得期待, 公司重大资产重组已顺利获证监会审核通过。**中钢国际**: 公司公告集团债转股方案落地, 有望促公司融资约束减小、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。**中材国际**: 汇兑收益弹性大, 有望成为两建材集团旗下水泥等工程资产整合平台, 存在资产注入预期。海外水泥投资、环保等新业务极具潜力。建筑央企重点推荐当前时点被相对低估的几个重点标的: **中国铁建** (仅 11 倍 PE)、**中国建筑** (仅 7 倍 PE)、**葛洲坝** (20%增长, 12 倍 PE) 等。

表 3: 建筑央企和国际工程公司估值情况

简称	股价	EPS				PE			
		15	16E	17E	18E	15	16E	17E	18E
中国建筑	7.93	0.87	1.08	1.17	1.36	9	7	7	6
中国交建	15.97	0.97	1.07	1.18	1.29	16	15	14	12
中国铁建	11.66	0.93	1.04	1.18	1.31	13	11	10	9
中国中铁	9.48	0.54	0.60	0.66	0.71	18	16	14	13
中国中冶	4.61	0.25	0.29	0.32	0.36	18	16	14	13
中国电建	7.30	0.38	0.45	0.49	0.53	19	16	15	14
葛洲坝	8.81	0.58	0.71	0.87	1.04	15	12	10	8
中钢国际	18.60	0.73	0.75	0.94	1.13	25	25	20	16
中工国际	26.09	1.13	1.45	1.74	2.08	23	18	15	13

北方国际	28.22	0.53	0.85	1.20	1.60	53	33	24	18
------	-------	------	------	------	------	----	----	----	----

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (股价为2016年11月15日收盘价)

4. 风险提示

风险提示: 汇率大幅波动风险、海外业务经营风险。

■ 行业评级体系

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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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