



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业：建筑工程

李攀, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035  
(8621) 2032 8319  
pan.li@bocichina.com

董馨谣

(8610) 6622 9353  
xinyao.dong@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300513070001

# 中国电建抛出资产注入方案，布局长远

中国电建(601669.CH/人民币 2.65, 买入)公告资产注入方案,拟采取创新方式注入集团水电、风电勘测设计业务资产。综合来看,公司2014年每股收益不会明显增厚,但水电、风电勘测设计业务板块资产注入,有利于产业链整合以及盈利能力的提升,布局长远。此外,公司后续仍然有资产注入规划,结合国企改革专题,仍然值得重点关注。停牌期间,同期基建大盘股的平均涨幅在20-30%,我们认为复牌后中国电建的涨幅区间将比较相似。

## 方案目的:

根据国务院国资委和国家发改委发布的《关于印发〈电网企业主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案〉的通知》(国资发改革〔2011〕41号)的精神,将水电、风电勘测设计业务板块资产注入上市公司平台,实现中国电建的产业链整合与统一管控,提高上市公司质量,推动国有资产证券化,且此前在上市的时候也有相关承诺。

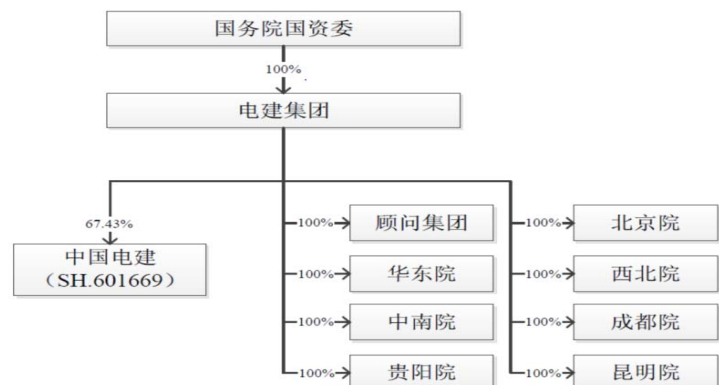
## 方案简介: 此次资产注入采用定向发行普通股+承接债务+非公开发行优先股方式进行。

中国电建一方面承接电建集团已发行的本金为25亿元的2012年度第一期中期票据(12水电工MTN1);另一方面以3.63元/股的价格,较发行底价(基准日前20个交易日公司股票交易均价2.77元/股)溢价31.05%,向电建集团发行约39.48亿股普通股。

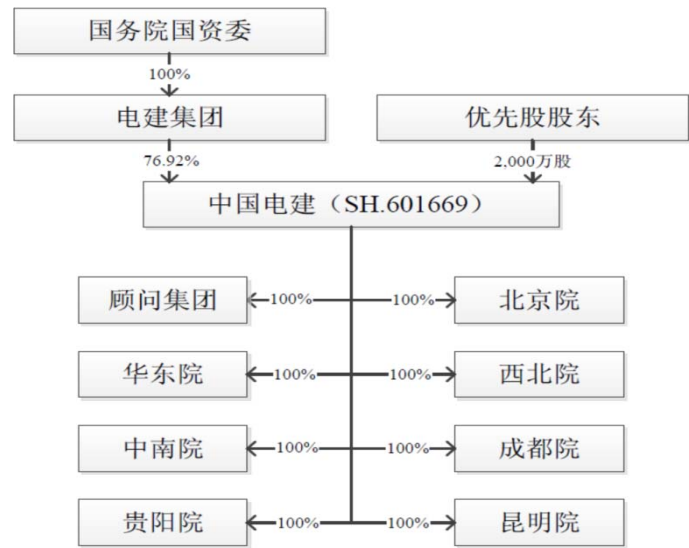
对应公式如下: 本次发行的普通股数量(39.48亿股) = (标的资产的交易价格(168.3亿, 预估增值率约为69.81%) - 承接债务所支付的对价金额(25亿)) ÷ 本次发行普通股的发行价格(3.63元/股)

优先股发行数量不超过2,000万股,募集资金总额不超过20亿元,不安排向原股东优先配售。

图表 1. 发行前股权结构



资料来源: 公司数据

**图表 2. 发行后股权结构**


资料来源：公司数据

### 方案意义：

1. 将水电、风电勘测设计业务及建筑施工业务置于统一的管控平台下，从根本上理顺股权和管理关系，优化资源配置。
2. 将形成项目总承包、工程管理、设计、施工等完整的产业链，实现同一产业链上下游纵向一体化协同和不同产业链的之间的横向协同，提升核心竞争力，增加规模效益。
3. 进一步避免上市公司与电建集团之间的同业竞争，大幅减少关联交易。
4. 有助于增强中国电建的核心竞争能力和持续经营能力，提升长期盈利能力。

### 方案财务影响：

**图表 3. 收购资产标的收入情况**

| 营业收入(万元)  | 2012             | 2013             |
|-----------|------------------|------------------|
| 顾问集团      | 102,277          | 123,114          |
| 北京院       | 125,022          | 100,732          |
| 华东院       | 263,855          | 296,238          |
| 西北院       | 250,189          | 273,318          |
| 中南院       | 240,614          | 300,226          |
| 成都院       | 308,446          | 330,022          |
| 贵阳院       | 130,601          | 152,378          |
| 昆明院       | 253,330          | 289,011          |
| <b>总计</b> | <b>1,674,332</b> | <b>1,865,039</b> |
| 收入总额增速(%) |                  | 11.4             |

资料来源：公司数据

**图表 4.收购资产标的利润情况**

| 净利润(万元)    | 2012           | 2013           |
|------------|----------------|----------------|
| 顾问集团       | 7,628          | 14,282         |
| 北京院        | 10,442         | 11,370         |
| 华东院        | 26,179         | 33,338         |
| 西北院        | 39,553         | 17,935         |
| 中南院        | 33,695         | 21,009         |
| 成都院        | 49,148         | 41,476         |
| 贵阳院        | 13,279         | 13,604         |
| 昆明院        | 49,419         | 34,654         |
| <b>总计</b>  | <b>229,343</b> | <b>187,667</b> |
| 净利润总额增速(%) |                | (18.2)         |

资料来源：公司数据

2013年，顾问集团、北京院、华东院、西北院、中南院、成都院、贵阳院、昆明院分别实现归属于母公司股东的净利润为0.71亿元、1.14亿元、3.37亿元、1.79亿元、2.10亿元、4.15亿元、1.36亿元和3.47亿元。目前盈利预测情况不详，我们假设收购标的盈利回到过去两年的平均水平，那么贡献盈利接近21亿。资产收购前我们预计公司2014年每股收益为0.53，资产收购后我们预计公司2014年每股收益不会摊薄，有小幅增厚的可能。资产负债率方面，将从发行前的83.44%下降至80.7%，下降3.28个百分点。

#### 后续注入承诺：

涉及电网辅业以及电力运营，规模庞大但是目前效益欠佳，计划未来八年内完成整合。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371