

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《国信证券-中国交建(601800.SH): 中非合作论坛斩获颇丰, 彰显一带一路龙头实力》——2018-09-13
- 《国信证券-中工国际(002051.SZ): 汇兑收益有望扩大, 央企整合助力发展》——2018-10-26
- 《国信证券-中国化学(601117.SH): 订单延续高增长, 业绩加速回暖》——2018-09-13
- 《国信证券-建筑行业周报: 高峰论坛召开在即, 国际工程板块迎来投资机会》——2019-03-19

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163  
E-MAIL: zhousong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码:  
S0980518030001  
联系人: 江剑  
电话: 021-60933161  
E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业深度报告

一带一路峰会将在即, 国际工程再迎机会

● 国际工程市场发展格局: 中国企业引领世界

中国建筑企业改革开放后在国家的大力推动下积极“走出去”, 对外工程承包新签合同额由1979年的0.33亿美元增长至2018年的2418亿美元, 目前在国际工程市场上的占有率达到23.63%, 遥遥领先于其他国家。分区域来看, 亚洲和非洲是中国企业最大的海外市场, 其中非洲地区的市场占有率高达56.20%。分领域来看, 交通、建筑、电力等基础设施是中国企业在海外的主要业务领域, 新签订单合计占比达67.4%。央企在承揽大项目上具备明显优势, 成为中国企业海外市场拓展的主力军, A股八大建筑央企在海外新签订单的占有率达到55.44%。

● “一带一路”战略为中国企业打开新的广阔市场空间

“一带一路”沿线国家经贸联系紧密, 经济活跃, 发展潜力巨大, 中国向“一带一路”国家的投资增速明显高于其他地区。通过大规模的产能输出带动了对外工程承包业务的繁荣, 中国企业在“一带一路”国家的工程业务占对外工程承包总额的比例逐年提升, 目前已超过50%。2017年首届“一带一路”高峰论坛为中国企业创造了大量的新订单, 上市公司的业绩和估值实现戴维斯双击。今年4月第二届“一带一路”论坛召开在即, 有望为国际工程企业带来新的投资机会。

● 国际工程板块估值吸引力强, 政策推动业绩保障高

由于2017年论坛成果的实际落地效果低于预期, 国际工程板块的估值从2018年至今连续下跌, 当前A股国际工程板块平均PE仅为12倍, 处在绝对的历史低位, 横向对比也低于ENR排名前8的国际工程(非中国)巨头22.93的平均PE。近一年来, 各级部门和地方政府密集出台扩大对外开放、支持“一带一路”的政策, 中国的国际工程龙头企业或受益政策推动加大海外市场拓展力度, 随着海外业绩的回暖, 估值有望逐步修复。

● 重点推荐公司

当前国际经贸局势有所缓和, “一带一路”高峰论坛召开在即, 政策有望逐步加码, 国际工程板块迎来新一轮投资机会。重点推荐“一带一路”龙头基建央企中国交建, 海外扩张加快、业绩加速回暖的中国化学, 深耕国际工程市场、受益央企整合的中工国际, 大力拓展新能源投资运营业务、海外订单充沛的北方国际, 盈利能力强、近五年业绩高增长的中材国际, 2018年新签订单高增长、迎来业绩拐点的中钢国际。

● 风险提示: 境外政治局势不稳定, 汇率大幅波动, 政策落地效果不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
002051.SZ	中工国际	买入	15.91	17,703	1.30	1.57	12.24	10.13
000065.SZ	北方国际	买入	12.28	9,450	0.95	1.14	12.93	10.77
600970.SH	中材国际	买入	8.14	14,160	0.95	1.13	8.57	7.20
000928.SZ	中钢国际	买入	6.62	8,319	0.42	0.49	15.76	13.51
601800.SH	中国交建	买入	12.70	180,029	1.47	1.68	8.64	7.56
601117.SH	中国化学	买入	6.61	32,607	0.48	0.58	13.77	11.40

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

改革开放至今，中国企业经过四十年的开拓和发展，目前已成为国际工程市场的主导力量，在国际工程市场上的占有率达到 23.63%，遥遥领先于其他国家。近年来，“一带一路”战略的提出又为中国企业提供了更加广阔的国际市场空间，2017 年首届“一带一路”高峰论坛为中国企业创造了大量的新订单，上市公司的业绩和估值实现戴维斯双击。今年 4 月第二届“一带一路”论坛召开在即，有望为国际工程企业带来新的投资机会。当前国际工程板块平均 PE 仅为 12 倍，处在绝对的历史低位。近一年来，各级部门和地方政府密集出台扩大对外开放、支持“一带一路”的政策，国际工程龙头企业或受益政策推动加大海外市场拓展力度，随着海外业绩的回暖，估值有望逐步修复。

重点推荐“一带一路”龙头基建央企中国交建，海外扩张加快、业绩加速回暖的中国化学，深耕国际工程市场、受益央企整合的中工国际，大力拓展新能源投资运营业务、海外订单充沛的北方国际，盈利能力强、近五年业绩高增长的中材国际，2018 年新签订单高增长、迎来业绩拐点的中钢国际。

### 核心假设或逻辑

- (1) 国际经贸冲突缓和；
- (2) “一带一路”国家经济快速发展且政局保持稳定；
- (3) “一带一路”高峰论坛取得比 2017 年更大的成果；
- (4) 海外项目融资顺利落地；

### 与市场的差异

1) 本文以翔实全面的数据分析了中国企业在海外工程承包市场中的竞争地位和经营情况，并对行业的发展趋势进行了前瞻性判断。

2) 市场目前普遍对“一带一路”的建设预期不高，我们认为“一带一路”高峰论坛将成为今年中国最重要的主场外交活动，而中国扩大海外影响力、积极“走出去”的战略将进一步强化，借此契机可能会有更多的政策推出，国际工程板块有望受益。

### 股价变化的催化因素

短期催化因素：高峰论坛成果超预期、重大政策利好等。

长期催化因素：国际工程企业海外业务占比提升、“一带一路”国家经济快速发展等。

### 风险提示：

1) 境外政治局势不稳定：“一带一路”沿线国家大多数为经济较为落后的发展中国家，政治局势的变动可能会导致项目的延误甚至停工。

2) 汇率大幅波动：海外工程项目以外币结算，汇率大幅变动产生汇兑损益，影响公司的当期财务费用。

3) 政策落地效果不及预期：目前许多企业的对外经济行为需要政策的扶持，如果政策的落地达不到预期效果，相关企业的业绩将会受到影响。

## 内容目录

投资摘要.....	2
<b>国际工程市场发展格局：中国企业引领世界.....</b>	<b>6</b>
中国企业在国际工程市场上的开拓与发展历程.....	6
国际工程市场空间广阔，中国企业有望维持领先地位.....	9
央企是海外市场拓展的主力军.....	13
<b>“一带一路”战略为中国企业打开新的国际市场.....</b>	<b>15</b>
“一带一路”战略给中国提供了前所未有的发展机遇.....	15
“一带一路”产能输出带动对外工程承包市场的繁荣.....	18
完善的金融体系为“一带一路”建设提供充分的融资支持.....	22
“一带一路”高峰论坛有望为国际工程企业带来新的投资机会.....	25
<b>国际工程板块估值吸引力强，政策推动业绩保障高.....</b>	<b>29</b>
板块估值纵向对比处在历史低位.....	29
横向对比低于国际同行.....	30
政策密集出台，助力中国企业提高国际化程度.....	31
重点推荐公司.....	32
风险提示.....	39
国信证券投资评级.....	40
分析师承诺.....	40
风险提示.....	40
证券投资咨询业务的说明.....	40

## 图表目录

图 1: 至今仍在运营的坦赞铁路是东非重要的交通动脉.....	7
图 2: 上世纪 80 年代中国对外承包合同额增长了约 60 倍.....	7
图 3: 1991 到 2005 年中国对外承包合同额增长了约 12 倍.....	8
图 4: 2005 年至今中国对外承包合同额增长了约 9 倍.....	8
图 5: 2030 年全球建筑业产值有望达到 17.5 万亿美元.....	9
图 6: 近十年中国对外承包工程业务完成额.....	10
图 7: 近十年中国对外承包工程业务新签订单.....	10
图 8: 中国对外承包工程新签订单的区域分布.....	10
图 9: 中国对外承包工程营业额较高的二十个国家.....	11
图 10: 中国企业在海外各地区的市场占有率.....	11
图 11: 2017 年对外承包工程各领域订单占比.....	12
图 12: 中国企业在国际工程市场的占有率逐年提升.....	12
图 13: 中国企业在国际工程市场上的占有率远高于其他国家.....	13
图 14: 近三年八大建筑央企海外新签订单占有率逐年提升.....	13
图 15: “一带一路”战略规划线路图.....	16
图 16: 一带一路沿线国家贸易额占全球超过五分之一的份额.....	17
图 17: 中白工业园——目前在建最大的“一带一路”经贸合作区.....	18
图 18: 近几年中国对外非金融类直接投资流量.....	19
图 19: 截至 2017 年各行业对外直接投资存量占比.....	19
图 20: 基建对外直接投资存量占比逐年提升.....	20
图 21: 近几年基建对外直接投资流量的增速明显快于平均水平.....	20
图 22: 2018 年对一带一路国家的非金融类直接投资增速显著高于全部对外投资增速.....	21
图 23: 2018 年对一带一路国家直接投资的占比达到近 13%.....	21
图 24: 近几年中国企业在一带一路国家的工程承包营业额.....	22
图 25: 中国企业在一带一路国家的工程承包营业额占比已超过 50%.....	22
图 26: 进出口银行的出口买方信贷余额不断增加.....	24
图 27: 进出口银行的出口卖方信贷余额不断增加.....	24
图 28: 进出口银行发放的对外工程承包贷款余额超过 6000 亿.....	24
图 29: 进出口银行在“一带一路”国家发放的贷款余额已超过 8300 亿.....	25
图 30: 国开行外币贷款余额保持在 2600 亿美元左右.....	25
图 31: 2017 年中国企业在一带一路国家的工程承包营业额增长明显提速.....	27
图 32: 国际工程板块近几年的营业收入.....	28
图 33: 国际工程板块近几年的归母净利润.....	28
图 34: “一带一路”高峰论坛举办期间国际工程板块的估值有明显的提升.....	28
图 35: 国际工程板块在“一带一路”高峰论坛举办期间相对大盘有明显的超额收益.....	29
图 36: 国际工程板块的 PE 处在历史低位.....	30
图 37: 1995 年之后中国对外工程承包的主要政策脉络梳理.....	31
图 38: 中国交建 2018Q1-3 营收同比增长 6.92%.....	33
图 39: 中国交建 2018Q1-3 净利润同比增长 9.66%.....	33
图 40: 中国化学 2018 年前三季度营收同比增长 39.84%.....	34
图 41: 中国化学 2018 年前三季度净利润同比增长 25.78%.....	34
图 42: 中国化学近几年的新签订单增长明显提速.....	34
图 43: 中工国际 2018 年营收同比减少 7.30%.....	35
图 44: 中工国际 2018 年归母净利润同比减少 18.93%.....	35
图 45: 北方国际近几年营业收入情况.....	36
图 46: 北方国际近几年净利润情况.....	36
图 47: 公司股权结构.....	37
图 48: 中钢国际近几年营业收入情况.....	37
图 49: 中钢国际近几年净利润情况.....	37
图 50: 中材国际近几年营业收入情况.....	38
图 51: 中材国际近几年净利润情况.....	38
表 1: 建国后至改革开放前中国的重大对外援助事件.....	6
表 2: 近 5 年入围 ENR 国际承包商 250 强内地企业的收入占比逐年提升.....	9
表 3: 近两年中国企业获得的对外承包工程大型项目订单.....	14
表 4: 八大建筑央企 2018 年海外订单增速有所放缓.....	14

表 5: 2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企.....	15
表 6: “一带一路”沿线的 65 个国家.....	16
表 7: “一带一路”战略提出以来国家政策导向梳理.....	17
表 8: 为“一带一路”建设提供融资支持的主要金融机构.....	23
表 9: “一带一路”对外工程承包项目的主要融资方式.....	23
表 10: 2017 年“一带一路”高峰论坛主要成果清单（转下表）.....	26
表 11: 2017 年“一带一路”高峰论坛主要成果清单（接上表）.....	27
表 12: 2019 年第二届“一带一路”高峰论坛的基本情况.....	29
表 13: 2017 年全球最大的 8 家国际工程巨头的营业收入及市盈率.....	30
表 14: 2017 年海外收入占比较高的 A 股建筑企业及其市盈率.....	31
表 15: 近期各部门和地方政府密集出台扩大对外开放、支持“一带一路”的政策.....	32
表 16: 中国交建盈利预测表.....	33
表 17: 近几年中国化学在 ENR 国际承包商 250 强上的排名情况.....	35
表 18: 中国化学盈利预测表.....	35
表 19: 中工国际盈利预测表.....	36
表 20: 北方国际盈利预测表.....	37
表 21: 中钢国际盈利预测表.....	38
表 22: 中材国际盈利预测表.....	38

## 国际工程市场发展格局：中国企业引领世界

国际工程从微观层面来看是建筑企业的一种跨国的经营行为，从区域和国家的宏观层面来看则是重要的国际经济合作方式，是全球经济一体化的具体表现。中国建筑企业逐步走出去、参与国际竞争，也是顺应了中国的改革和经济发展的需求。

### 中国企业在国际工程市场上的开拓与发展历程

#### 新中国成立后以无偿援建为主

新中国的国际工程最早可追溯至建国之后的大规模对外援建。上世纪 50 年代初期到 70 年代后期，为了快速增进与第三世界国家的友好外交关系，中国向亚非拉发展中国家提供了大量无偿的经济技术援助，很多不属于传统意义上的工程承包的商业模式，基本上政治意义大于经济利益。到 1978 年我国签订的国际工程承包和劳务合作合同数仅有 7 个，合同金额仅为 0.02 亿美元。

**表 1：建国后至改革开放前中国的重大对外援助事件**

时间	援助国家	具体事件
1954 年	蒙古	中国派出 8200 名工人，帮助蒙古建学校、医院、疗养院、专家招待所、热电站、玻璃厂、造纸厂、养鸡场等
1955 年	越南	中国政府派出专家、技术人员和熟练工人援建煤矿、水泥厂、纱厂、发电厂，并无偿赠送越南 8 亿元人民币。
1960 年	几内亚、刚果	中国援助几内亚 10000 吨大米，援助刚果 5000 吨至 10000 吨小麦和大米。
1962 年	老挝	中国政府和老挝王国政府签订航空运输和修建公路协定，中国负责修建云南孟腊至老挝丰沙里的公路。
1965 年	坦桑尼亚、赞比亚	中国对坦桑尼亚政府和赞比亚政府提供不附带条件的援助修建坦赞铁路，总额分别达到 7500 万英镑和 15000 万英镑，并提供 30 年还款期限的无息贷款。
1970 年	阿尔巴尼亚	提供给阿尔巴尼亚 19.5 亿元人民币的长期低息贷款
1970 年	朝鲜	中国向朝鲜提供石油 15 万吨，1972 年增加到 140 万吨。
1976 年	柬埔寨	中国与柬埔寨签订提供无偿军事援助协定，援助额折合人民币 2.26 亿元。

资料来源：新华网、凤凰网等，国信证券经济研究所整理

这段时期，规模最大、最具标志性的援外工程是著名的坦赞铁路项目。坦赞铁路东起坦桑尼亚的达累斯萨拉姆，西迄赞比亚中部的卡皮里姆波希，全长 1860 公里，是贯通东非和中南非的交通大动脉。坦赞铁路完全由中国专家和工程技术人员进行勘测、考察、设计并帮助坦、赞两国政府组织施工。工程于 1970 年 10 月动工，1975 年完成，共耗资约 5 亿美元。

图 1: 至今仍在运营的坦赞铁路是东非重要的交通动脉

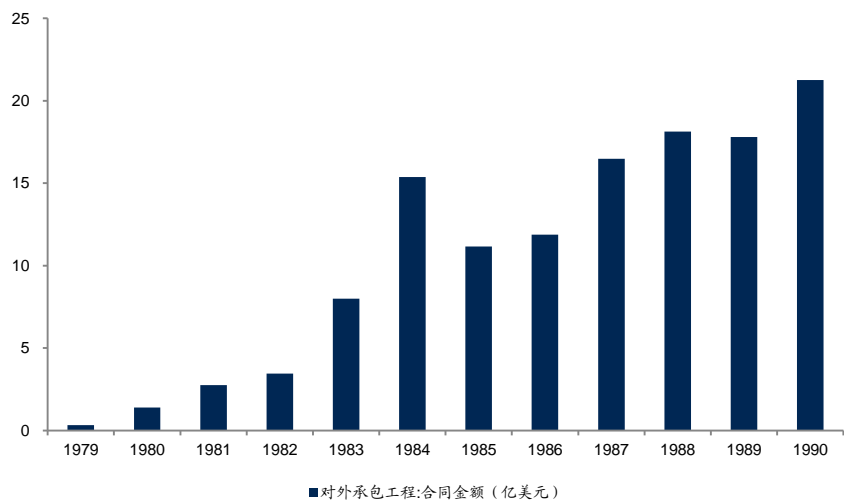


资料来源: 新华网、凤凰网等, 国信证券经济研究所整理

**改革开放为中国建筑企业走出去提供契机, 海外业务迎来大爆发**

改革开放后, 中国建筑企业开始逐渐在海外承揽商业性质的工程承包项目。在上世纪 80 年代期间, 我国国际工程承包合同额由 1979 年的 0.33 亿美元增加到 1990 年的 21.25 亿美元。到 1990 年, 我国累计签订国际工程承包合同额 115.6 亿美元, 完成营业额 72.2 亿美元, 有约上百家具有国际工程承包经营权的企业。这一期间, 行业规模初显, 我国工程承包国际市场开拓能力有了较大幅度的提高。

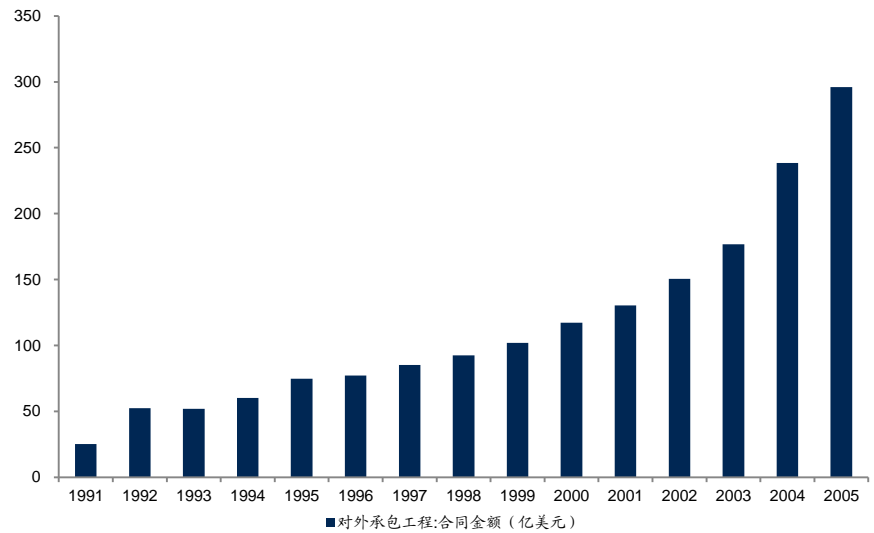
图 2: 上世纪 80 年代中国对外承包合同额增长了约 60 倍



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

1990至2005年间，随着改革开放的深化，中国国际工程承包业进入快速增长阶段，企业实力不断提高，营业额和合同额显著增长。自1991到2005年，对外新签合同额由1991年的25.24亿美元增加到2005年的296.14亿美元，增长了约12倍。截至2005年底，中国对外承包工程累计完成营业额1361.5亿美元，签订合同额1858.5亿美元，具有对外承包工程和劳务合作经营权的公司增加到了1500家。

图3：1991到2005年中国对外承包合同额增长了约12倍

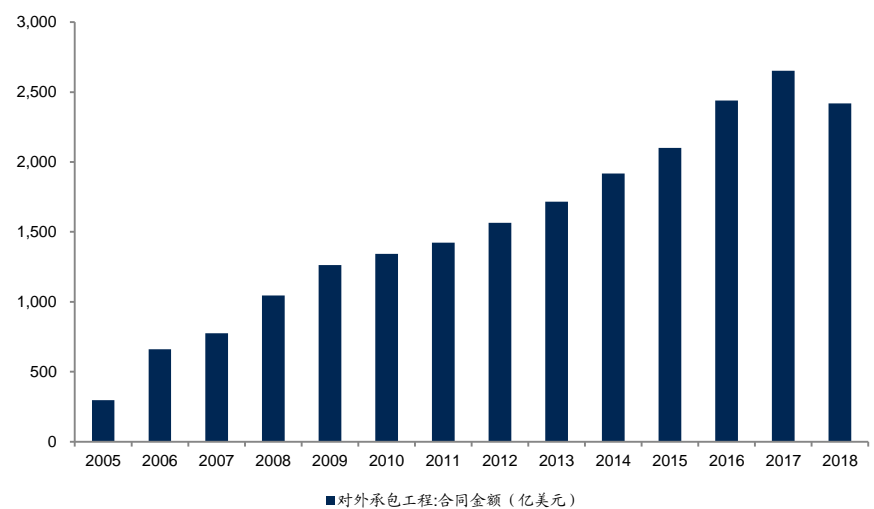


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 经济全球化趋势下，中国企业海外开拓能力逐渐增强

2005年至今，随着中国加入世贸组织后逐渐融入经济全球化的浪潮，中国国际工程承包业保持稳步发展。对外新签合同额由2005年的296.14亿美元增加到2017年的2652.76亿美元，涨幅达9倍。对外承包工程企业由2005年的1609家增加到2017年的4120家，整体实力和竞争力大大增强。

图4：2005年至今中国对外承包合同额增长了约9倍



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

这一阶段，我国入围 ENR 全球 250 强国际工程承包商数量大幅攀升，2018 年共有 69 家中国内地企业上榜，居全球首位；内地上榜企业的国际营业额达到了 1140 亿美元，占有上榜企业国际营业总额的 23.63%。

表 2: 近 5 年入围 ENR 国际承包商 250 强内地企业的收入占比逐年提升

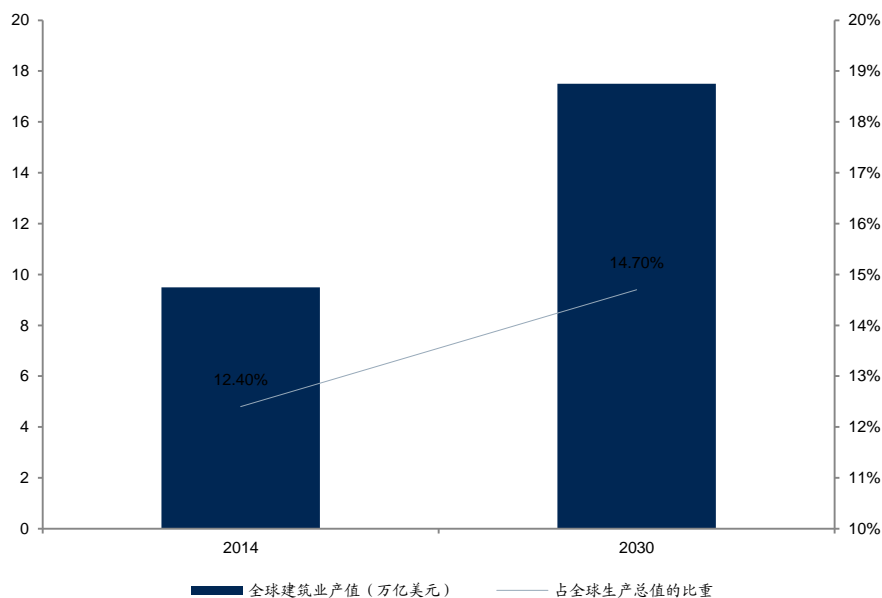
年份	企业数量	海外收入 (亿美元)	占比 250 强总收入
2014	62	790.35	14.53%
2015	65	896.80	17.19%
2016	65	936.70	19.30%
2017	65	987.20	21.09%
2018	69	1141.00	23.63%

资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), 国信证券经济研究所整理

### 国际工程市场空间广阔，中国企业有望维持领先地位

根据牛津经济研究院的报告《全球建筑 2030》，预计 2030 年全球建筑业产出总额将较 2014 年增长 85%，达到 17.5 万亿美元，年均增长率达 3.9%，16-30 年全球建筑业累计产值有望达到 212 万亿美元。未来全球建筑业市场空间依然广阔，尤其在大量基础设施相对薄弱的发展中国家，每年的新增投资有望带动行业景气度持续向上。

图 5: 2030 年全球建筑业产值有望达到 17.5 万亿美元

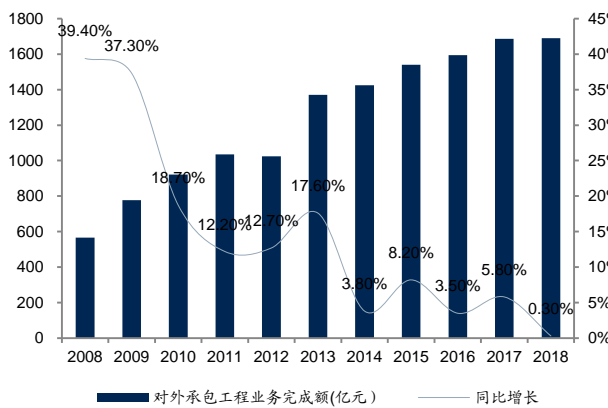


资料来源: 牛津经济研究院, 国信证券经济研究所整理

### 亚洲和非洲是中国企业最大的海外市场

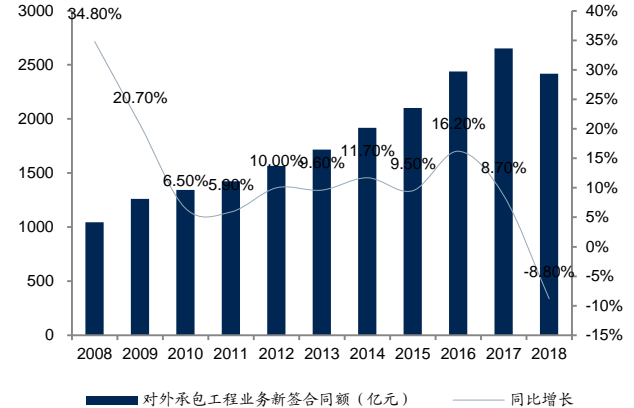
近十年来中国企业在海外市场的拓展稳步推进，目前对外承包工程业务收入和新签订单分别达到将近 1700、2500 亿美元。

图 6: 近十年中国对外承包工程业务完成额



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

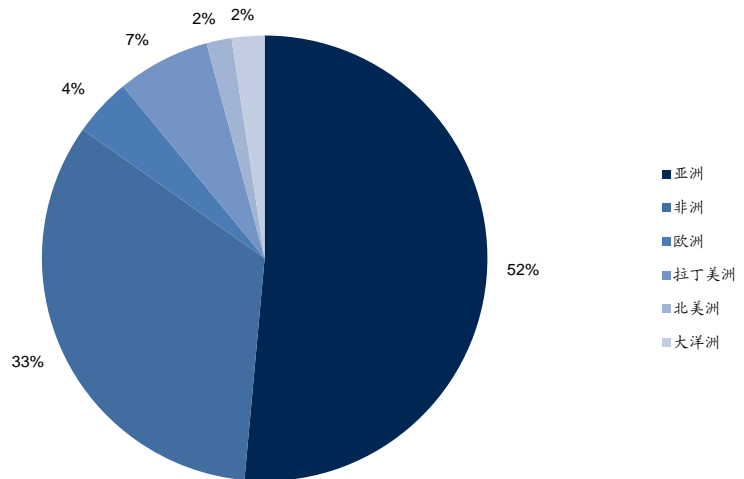
图 7: 近十年中国对外承包工程业务新签订单



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在中国对外承包工程的订单分布上, 由于地缘环境的便利以及亚太和中东地区的高速发展, 亚洲是中国企业的最大海外市场, 订单占比达到 52%; 第二大市场为非洲, 占比达到 33%。

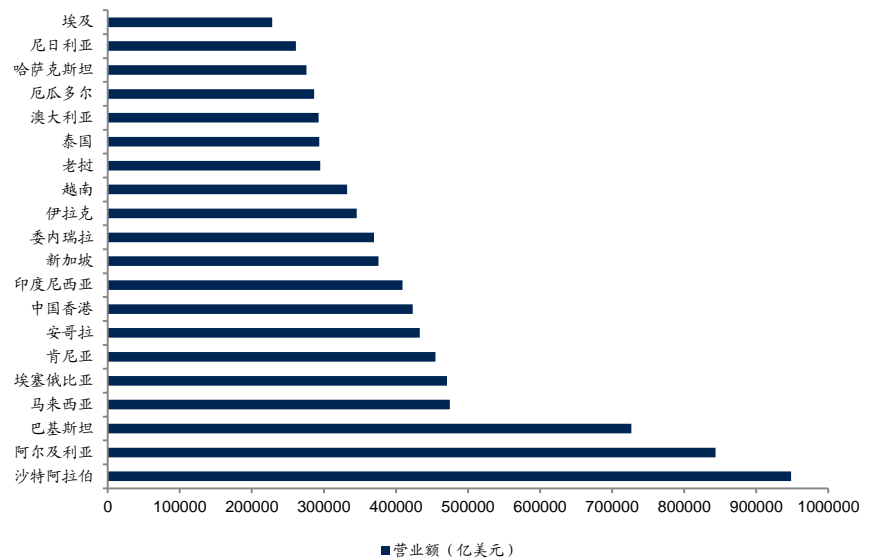
图 8: 中国对外承包工程新签订单的区域分布



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

根据商务部 2017 年的统计数据, 中国企业海外营业额最高的前十个国家均在亚洲和非洲, 包括沙特阿拉伯、阿尔及利亚、巴基斯坦等国家。

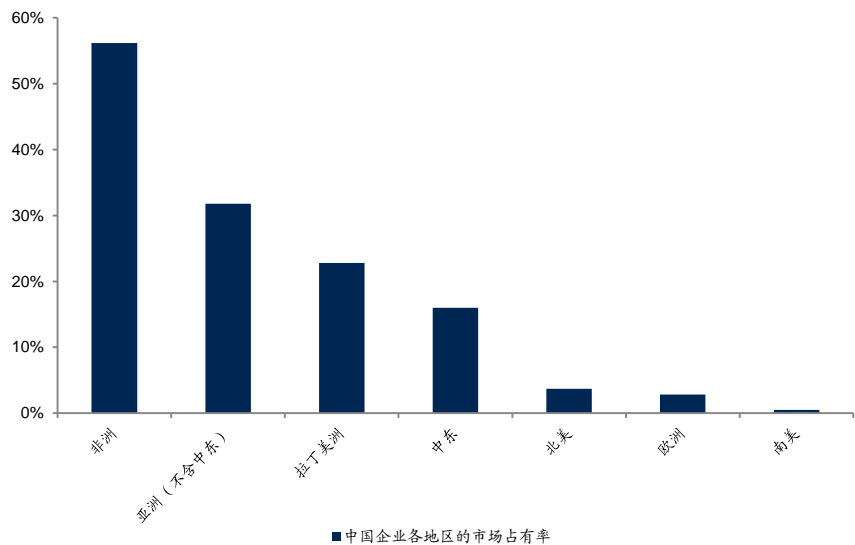
图 9：中国对外承包工程营业额较高的二十个国家



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从市场占有率上看，亚洲和非洲也高于其他地区。根据 ENR 公布的 2018 年全球国际承包商的 250 强榜单，中国企业在非洲地区的市场占有率高达 56.20%，亚洲（不含中东）的市场占有率为 31.80%，中东的市场占有率为 16.00%。

图 10：中国企业在海外各地区的市场占有率

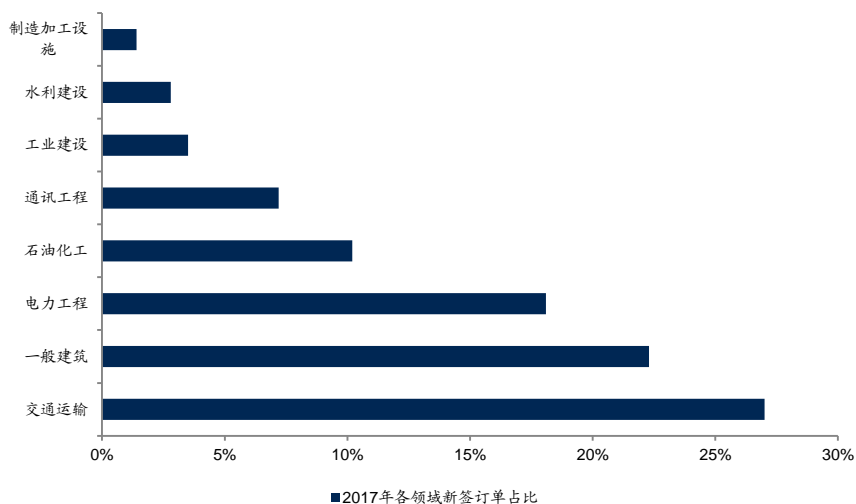


资料来源：《工程新闻纪录》(ENR)，国信证券经济研究所整理

**交通运输、一般建筑、电力工程等基础设施是主要业务领域**

根据商务部发布的《中国对外承包工程发展报告（2017-2018）》，交通运输、一般建筑、电力工程等基础设施是中国企业海外工程的主要业务领域，2017 年三大领域新签订单合计占比达 67.4%。

图 11：2017 年对外承包工程各领域订单占比

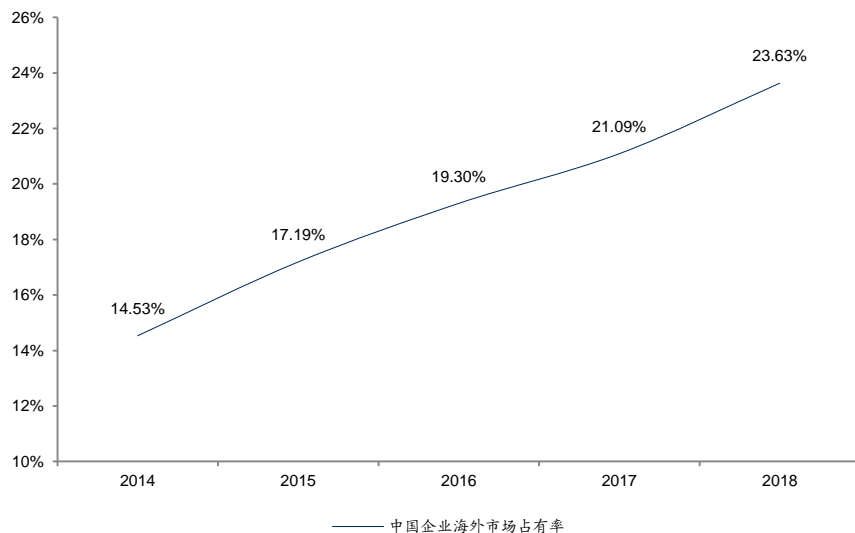


资料来源：《中国对外承包工程发展报告（2017-2018）》，国信证券经济研究所整理

### 中国企业在国际工程市场的占有率遥遥领先

近五年，中国企业在海外市场激烈的竞争中表现极其亮眼，整体的市场占有率从 2014 年的 14.53% 快速提升至 2018 年的 23.63%。

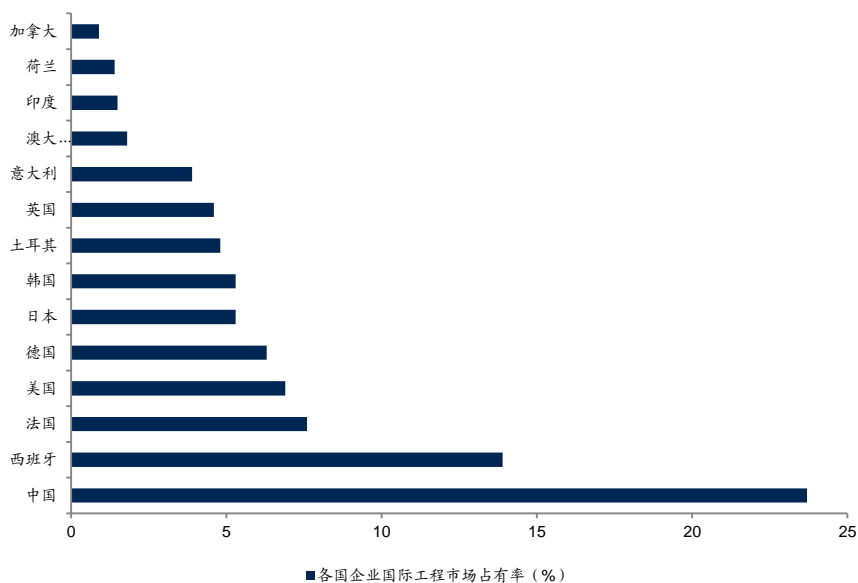
图 12：中国企业在国际工程市场的占有率逐年提升



资料来源：《工程新闻纪录》(ENR)，国信证券经济研究所整理

除了中国外，国际工程市场上占有率较高的国家大多为欧美发达国家，如西班牙的市场占有率达到 13.9%，法国的市场占有率达到 7.6%，但仍然与中国的市场占有率有明显的差距。目前中国建筑企业在国际建筑市场上已经完全具备了顶级的竞争实力，未来市场占有率有望进一步提高。

图 13: 中国企业在国际工程市场上的占有率远高于其他国家



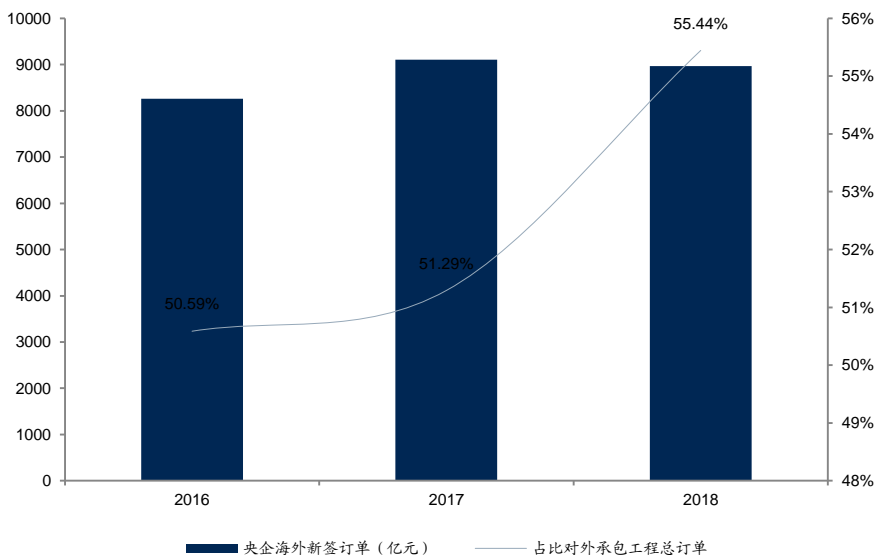
资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), 国信证券经济研究所整理

### 央企是海外市场拓展的主力军

#### 央企在国际工程市场的占有率逐年提升

央企具备资本、技术、政策支持等竞争优势, 是中国企业向海外进军过程中的先锋。近三年, A 股上市的八大建筑央企在海外新签订单的占有率逐年提升, 截至 2018 年已达到 55.44%。

图 14: 近三年八大建筑央企海外新签订单占有率逐年提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 央企具备承揽大项目的能力

在国际工程市场项目大型化、复杂化的发展趋势下，很多 EPC 项目订单体量动辄数十亿美元以上，央企具备承揽大型项目的能力是其获取订单的一大优势，特别是在铁路建设、一般建筑、石油化工、电力工程等基础设施建设领域，央企几乎囊括了所有的大型项目订单。

**表 3: 近两年中国企业获得的对外承包工程大型项目订单**

所在国家(地区)	项目名称	签约企业	订单金额
马来西亚	东部沿海铁路一期工程设计施工总承包项目	中国交通建设股份有限公司	728 亿人民币
印度尼西亚	美加达卫星城项目	中国建筑集团有限公司	693.7 亿人民币
中国香港	综合废物管理设施第 1 期项目	中国港湾工程有限责任公司	40 亿美元
肯尼亚	纳瓦沙至基苏木标轨铁路项目	中国路桥工程有限责任公司	53 亿美元
俄罗斯	阿穆尔天然气处理厂建设项目	中国石油工程建设有限公司	114.648 亿人民币
尼日利亚	蒙贝拉 3050 兆瓦水电站项目	中国水电建设集团有限公司	134 亿人民币
刚果(金)	金沙萨基础设施建设成套项目及固体废物发电项目	中国化学工程第七建设有限公司	194 亿人民币
沙特阿拉伯	萨拉曼国王国际综合港务设施项目	中国电建集团	30 亿美元
哈萨克斯坦	腾太科河上游 5 座梯级水电站项目	葛洲坝集团	15.01 亿美元

资料来源：对外承包工程商会，国信证券经济研究所整理

八大建筑央企 2015-2017 年海外订单 CAGR 达到 20.4%。其中 2017 年新签海外订单约 9103 亿元，同比增长 10.01%。受到海外市场景气度下降、国际政治环境不稳定、行业资金面趋紧以及 2017 年同期基数较高等影响，2018 年新签海外订单 8758.69 亿元，同比下降 3.78%，增速有所放缓。

**表 4: 八大建筑央企 2018 年海外订单增速有所放缓**

企业名称	2018 新签海外订	2018 新签海外订	2018 海外新签订单	2017 新签海外订	2017 年海外订
	单(亿元)	单 YOY	占比	单(亿元)	YOY
中国化学	503.72	49.54%	34.74%	337	0.28%
葛洲坝	760.73	-5.60%	34.10%	806	14.20%
中国电建	1536.32	29.29%	33.71%	1188	0.89%
中国交建	1590.13	-29.51%	17.85%	2256	0.81%
中国中冶	460.60	-19.60%	6.92%	573	-0.03%
中国中铁	1049.00	15.90%	6.20%	905	-11.70%
中国铁建	1302.19	24.03%	8.22%	1050	-2.65%
中国建筑	1556.00	-21.70%	6.70%	1988	76.90%
<b>合计</b>	<b>8758.69</b>	<b>-3.78%</b>	<b>18.56%</b>	<b>9103</b>	<b>10.01%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据美国《工程新闻纪录》(ENR)发布的 2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜，共有 10 家中国内地公司进入全球 50 强，且全部都是央企，中国交建更是稳居全球前三的席位，到今年为止中国交建已连续三年保持在全球前三强行列。

**表 5：2018 年度 ENR 国际承包商 250 强内地企业前 10 强全部是央企**

国际排名	企业名称	海外收入 (亿美元)
3	中国交通建设股份有限公司	231.02
8	中国建筑股份有限公司	139.71
10	中国电力建设股份有限公司	122.42
14	中国铁建股份有限公司	70.03
17	中国中铁股份有限公司	60.98
21	中国能源建设股份有限公司	54.59
25	中国机械工业集团有限公司	45.09
33	中国石油集团工程股份有限公司	36.99
44	中国冶金科工集团有限公司	28.62
46	中国化学工程集团公司	27.29

资料来源：《工程新闻纪录》(ENR)，国信证券经济研究所整理

## “一带一路”战略为中国企业打开新的国际市场

“一带一路”(The Belt and Road, 缩写 B&R)是“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的简称,是中国国家主席习近平基于复杂而深刻的国际形势和国内动因,分别于 2013 年 9 月和 10 月提出的伟大战略构思和合作倡议。

建设“一带一路”是党中央以全新理念推动的新一轮开放战略,同时也是中国下一阶段发展的重大历史机遇。它将充分依靠中国与有关国家既有的双、多边机制,借助既有的、行之有效的区域合作平台,借用古代丝绸之路的历史符号,高举和平发展的旗帜,积极发展与沿线国家的经济合作伙伴关系,共同打造政治互信、经济融合、文化包容的利益共同体、命运共同体和责任共同体。

### “一带一路”战略给中国提供了前所未有的发展机遇

作为国家顶层战略,“一带一路”的蓝图十分宏伟。根据最初制定的战略框架,“一带一路”贯穿亚欧非大陆,一头是活跃的东亚经济圈,一头是发达成熟的欧洲经济圈,中间广大腹地国家经济发展潜力巨大。丝绸之路经济带重点畅通中国经中亚、俄罗斯至欧洲(波罗的海);中国经中亚、西亚至波斯湾、地中海;中国至东南亚、南亚、印度洋。21 世纪海上丝绸之路重点方向是从中国沿海港口过南海到印度洋,延伸至欧洲;从中国沿海港口过南海到南太平洋。

图 15: “一带一路”战略规划线路图



资料来源:《一带一路投资促进研究》, 国信证券经济研究所整理

一带一路沿线主要有 65 个国家,基本上全部都是新兴国家和发展中国家,市场潜力巨大。截至 2017 年包括中国在内的“一带一路”沿线国家总人口达到 46.4 亿人,占全球人口的 62.3%; GDP 总量 23.57 万亿美元,是全球总量的 31.2%。

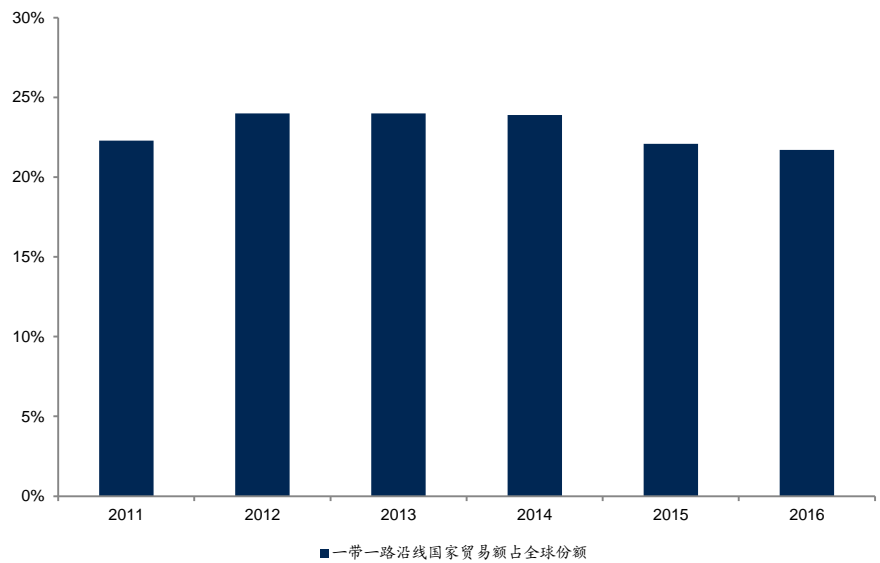
表 6: “一带一路”沿线的 65 个国家

所属地区	国家名称
东亚及东南亚	蒙古、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、缅甸、泰国、老挝、柬埔寨、越南、文莱、菲律宾
西亚及中东	伊朗、伊拉克、土耳其、叙利亚、约旦、黎巴嫩、以色列、巴勒斯坦、沙特阿拉伯、也门、阿曼、阿联酋、卡塔尔、科威特、巴林、希腊、塞浦路斯、埃及
南亚	印度、巴基斯坦、孟加拉、阿富汗、斯里兰卡、马尔代夫、尼泊尔、不丹
中亚	哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦
中东欧及独联体	俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、摩尔多瓦、波兰、立陶宛、爱沙尼亚、拉脱维亚、捷克、斯洛伐克、匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚、波黑、黑山、塞尔维亚、罗马尼亚、保加利亚、马其顿、阿尔巴尼亚

资料来源: 对外承包工程商会, 国信证券经济研究所整理

“一带一路”沿线的许多国家历来就是重要的交通枢纽, 经济贸易活动十分活跃, 根据统计“一带一路”沿线国家贸易额在全球总贸易额中的占比已经超过了五分之一。通过与一带一路国家建立良好的经贸合作关系, 中国能够充分挖掘区域市场的潜力, 促进投资和消费, 分享新兴国家发展的巨大红利。

图 16: 一带一路沿线国家贸易额占全球超过五分之一的份额



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

2017 年 10 月, 中共十九大关于《中国共产党章程(修正案)》的决议明确提出, 将推进“一带一路”建设等内容写入党章。这充分体现了在中国共产党领导下, 中国高度重视“一带一路”建设, 坚定推进“一带一路”国际合作的决心和信心。事实上, 自“一带一路”战略提出以来, 国家已经在很多政策方面做了全局性的构思和部署, 从国家根本利益和战略层面来看, 未来将有更多的政策提出以进一步推动“一带一路”建设的逐步深化。

表 7: “一带一路”战略提出以来国家政策导向梳理

时间	具体内容
2018 年 3 月	第十三届全国人民代表大会上, 习近平主席强调中国将继续积极推进“一带一路”建设
2018 年 1 月	国务院发布《标准联通共建“一带一路”行动计划(2018-2020 年)》, 中央全面深化改革领导小组审议通过《关于建立“一带一路”争端解决机制和机构的意见》
2017 年 10 月	“一带一路”战略写进党章。
2017 年 3 月	“六大经济走廊”发布
2016 年 10 月	推进“一带一路”建设工作领导小组办公室印发《中欧班列建设发展规划(2016-2020 年)》。
2016 年 3 月	“一带一路”战略列入“十三五”规划, 是其主要目标任务和重大举措。
2015 年 10 月	推进“一带一路”建设工作领导小组办公室发布《标准联通“一带一路”行动计划(2015-2017)》。
2015 年 3 月	《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景和行动》发布, “一带一路”的顶层设计完成
2014 年 12 月	中央经济工作会议将“一带一路”列为国际三大战略之一
2013 年 11 月	十八届三中全会将“一带一路”上升为国际战略
2013 年 9-10 月	习近平提出“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”构想

资料来源: 国务院新闻办公室官网, 国信证券经济研究所整理

### “一带一路”产能输出带动对外工程承包市场的繁荣

2015年，国务院发布的《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》提倡发挥传统工程承包优势，积极开展“工程承包+融资”、“工程承包+融资+运营”等方式，向国外输出产能和开展装备制造合作。在国家大力推动国际产能合作的大背景下，国内优势产业“走出去”步伐加快，境外经贸合作区、大型基础设施等建设成效显著。

截至2017年末，我国企业共在44个国家建设初具规模的境外经贸合作区99家，累计投资307亿美元，入区企业4364家，上缴东道国税费24.2亿美元，为当地创造就业岗位25.8万个。其中，2017年新增投资57.9亿美元，创造产值186.9亿美元。

图 17：中白工业园——目前在建最大的“一带一路”经贸合作区

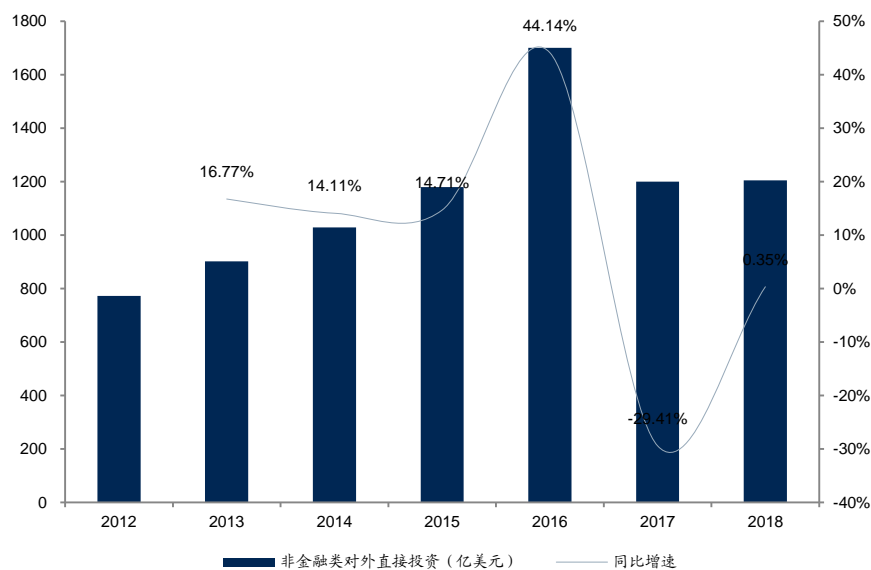


资料来源：商务部，国信证券经济研究所整理

### 对外产能输出中基建投资占比逐年提升

截至2018年，中国企业已对全球超过150个国家和地区进行了直接投资。其中2018年对外非金融类直接投资流量为1205亿美元，同比增长0.35%，自2017年下滑后基本企稳。

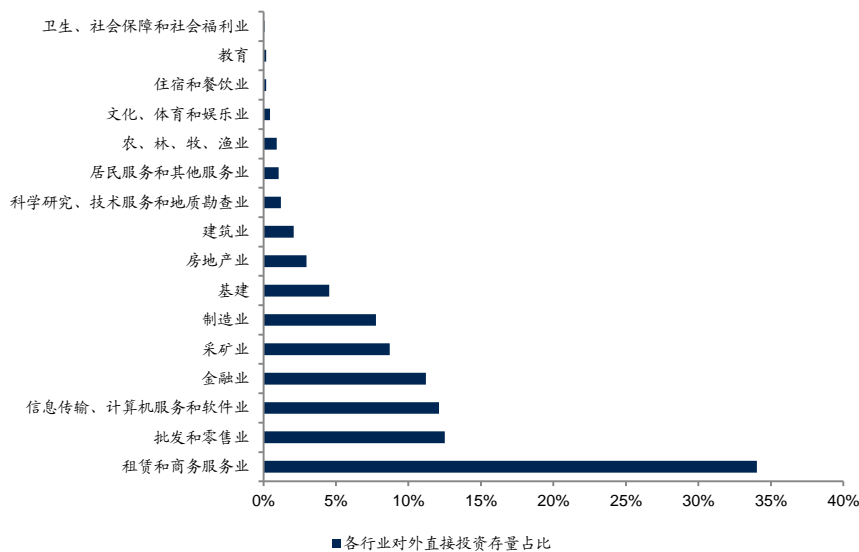
图 18: 近几年中国对外非金融类直接投资流量



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

分行业来看,截至 2017 年累计对外直接投资占比最高的为租赁和商务服务业,这与中国企业积极开发大型境外经贸合作区有关。

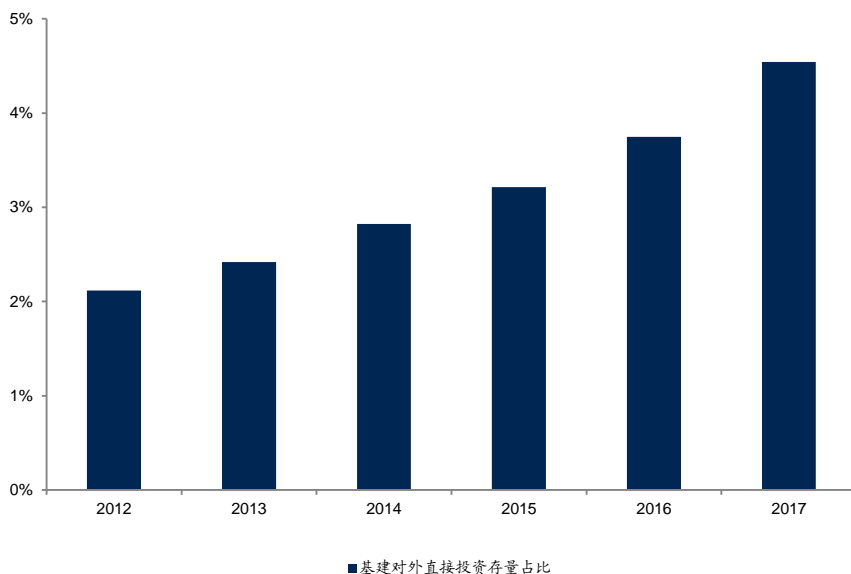
图 19: 截至 2017 年各行业对外直接投资存量占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

统计口径上,一般将①交通运输、仓储和邮政业②电力、燃气及水的生产和供应业③水利、环境和公共设施管理业三大行业的投资额作为狭义的基建投资。近几年中国企业对外直接投资中,基建的存量投资额占比在逐年提升,截至 2017 年达到 4.54%。

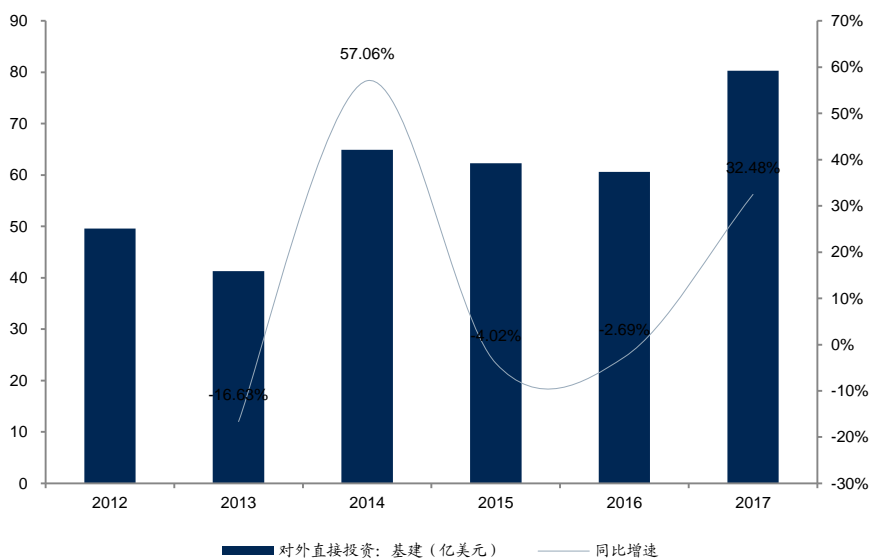
图 20: 基建对外直接投资存量占比逐年提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

基建投资占比的提升主要是由于近几年对外基建投资的增速快于平均水平, 这反映了海外基建市场的需求旺盛, 未来市场空间较大。

图 21: 近几年基建对外直接投资流量的增速明显快于平均水平

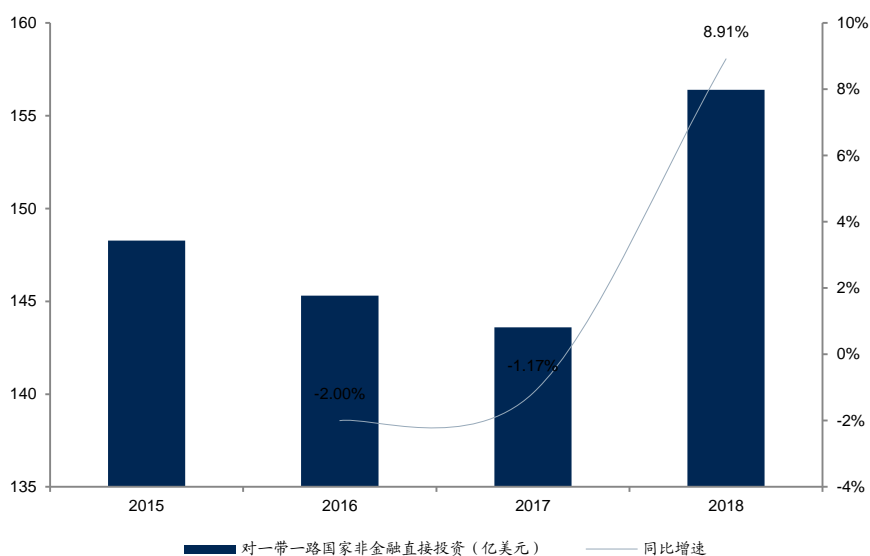


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

“一带一路”贡献了海外投资的主要增量

根据商务部的数据, 2018 年中国企业对“一带一路”沿线国家实现非金融类直接投资达 156.4 亿美元, 同比增长 8.91%, 显著高于同期中国全部对外非金融类直接投资 0.35% 的增速。

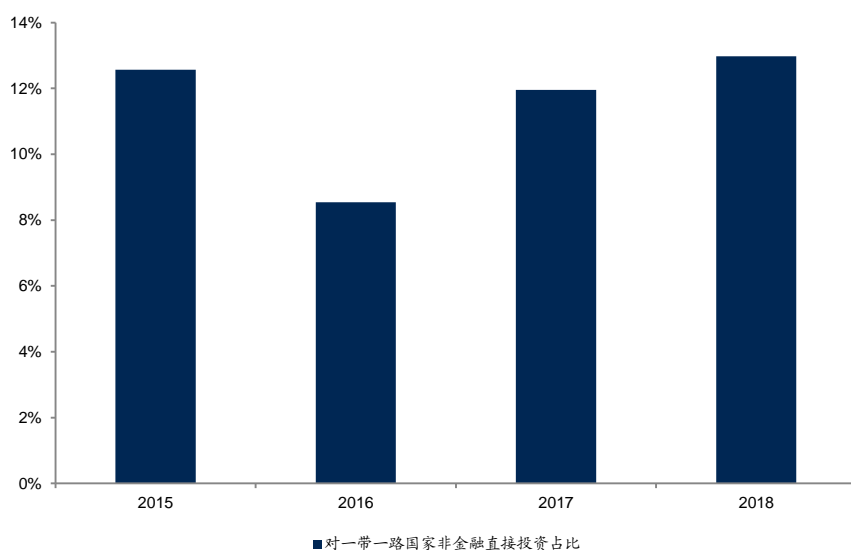
图 22: 2018 年对一带一路国家的非金融类直接投资增速显著高于全部对外投资增速



资料来源：商务部，国信证券经济研究所整理

另一方面，截至 2018 年中国对“一带一路”国家非金融类直接投资占全部对外直接投资的比例已达到 13%，为近几年的最高水平，彰显出“一带一路”沿线国家的投资吸引力在逐渐增强。

图 23: 2018 年对一带一路国家直接投资的占比达到近 13%

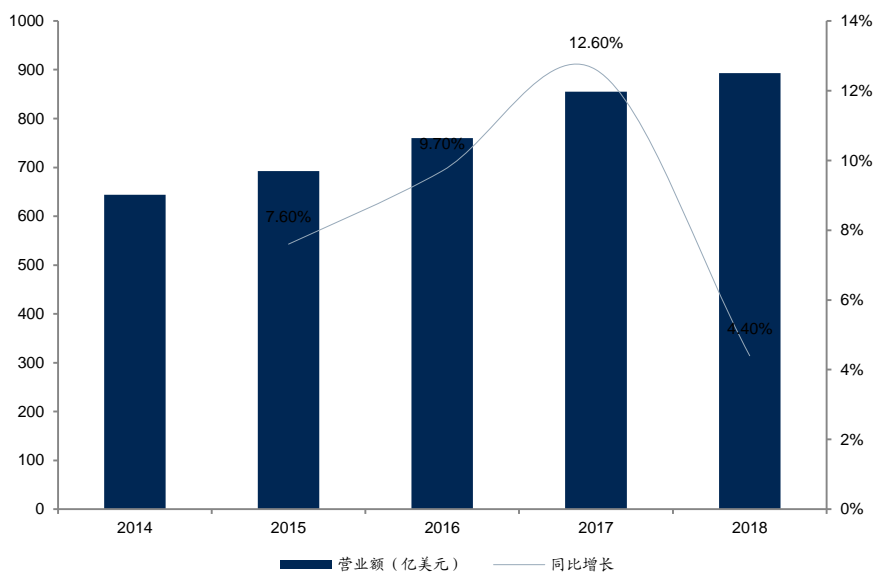


资料来源：商务部，国信证券经济研究所整理

### “一带一路”占据了对外工程承包业务的半壁江山

对“一带一路”国家投资的崛起为中国建筑企业带来了大量工程订单。截至 2018 年，中国企业在“一带一路”国家的新签订单为 1257.8 亿美元；在“一带一路”国家的营业额达到 893.3 亿美元，同比增长 4.4%。

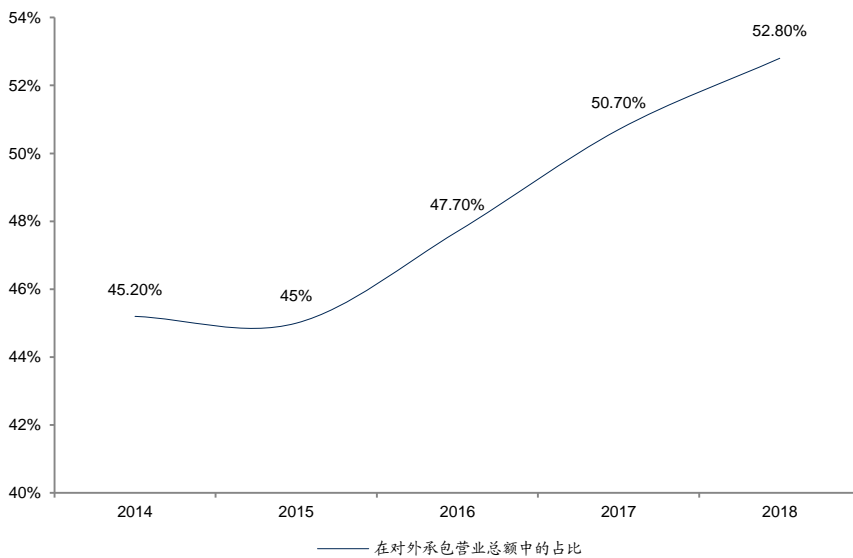
图 24: 近几年中国企业在一带一路国家的工程承包营业额



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从 2014 年至今, 中国企业在“一带一路”国家的工程承包营业额占对外工程承包总额的比例逐年攀升, 到 2018 年达到 52.80%。可以说, “一带一路”的繁荣带动了整个国际工程市场的发展, 特别是中国建筑企业在其中充分受益, 未来“一带一路”建设的重要性将会越来越受到国际社会的认可和重视。

图 25: 中国企业在一带一路国家的工程承包营业额占比已超过 50%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 完善的金融体系为“一带一路”建设提供充分的融资支持 多层次的对外开发性金融体系日趋完善

为了解决“一带一路”沿线发展中国家工程建设资金不足的问题, 中国一方面通过国家开发银行和进出口银行等政策性银行加大对我国国际工程企业和被投资国的融资支持力度, 另一方面还先后主导设立了丝路基金、金砖国家开发银

行以及亚洲基础设施投资银行等多边性金融机构，逐步完善多层次的对外开发性金融体系。

**表 8: 为“一带一路”建设提供融资支持的主要金融机构**

机构名称	成立时间	机构性质
亚洲基础设施投资银行	2013 年	政府间性质亚洲区域多边开发机构，重点支持基础设施建设
丝路基金	2014 年	中长期开发性投资基金，致力于促进“一带一路”线的经济社会发展和互联互通；
金砖国家新开发银行	2014 年	国际性多边金融机构，主要为发展中国家提供基础设施建设所需资本
国家开发银行	1994 年	中国政府的开发型金融机构，致力于融资支持基础设施建设、基础产业和支柱产业的建设和发展
中国进出口银行	1994 年	中国政府的政策性金融机构，为机电、设备、高新技术产品进出口、对外工程承包和境外投资提供金融服务

资料来源：对外承包工程商会，国信证券经济研究所整理

中国企业“走出去”的过程中可以利用的融资方式逐渐多元化。目前在中国对外投资和工程建设当中，融资主体既可以是被投资国的政府和企业，也可以是我国企业，常用的融资方式包括出口买方信贷、出口卖方信贷、融资租赁和“两优”贷款等。

**表 9: “一带一路”对外工程承包项目的主要融资方式**

融资方式	模式介绍	优点	缺点
出口买方信贷	在大型成套设备出口和境外工程承包项目中，由银行向国外业主提供中长期贷款，贷款币种以美元、欧元等外币为主。该模式目前是“走出去”项目融资的主流。	我国企业可以收到现汇，项目建成后企业基本无资金负担。	涉及企业、银行、国外业主多方，在贷款落实过程中关系复杂，贷款利率高于“两优”贷款。
出口卖方信贷	由银行向国内企业提供中长期融资，贷款币种为人民币，出口企业向国外业主提供以外币计价的长期赊账。	简化了融资环节手续，落实效率高。	国内企业长期负债，负担重，无法连续做项目，且有汇率风险。
融资租赁	主要用于设备类出口，国外买方向国内卖方订好设备后，由租赁公司购买指定设备后再出租给国外买方。	承租人无法把款项移作他用，出租方更侧重于项目未来现金流量的考察	相对于银行信贷而言，风险因素较多
“两优”贷款	指优惠出口买方信贷和援外优惠贷款。	成本较低	规模小、耗时长、审批不确定性高、局限性大。

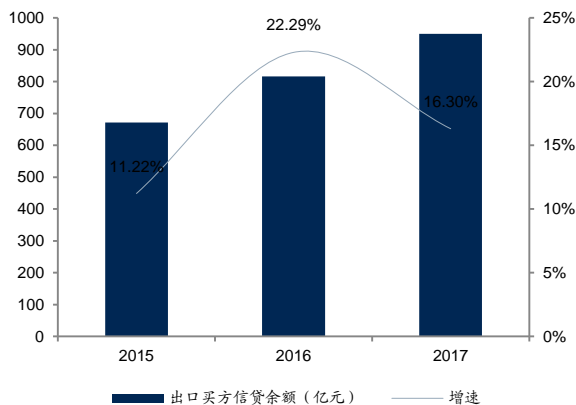
资料来源：对外承包工程商会，国信证券经济研究所整理

### 主要金融机构的对外融资力度不断增加

政策性银行目前依然是参与中国企业对外投资和工程建设融资的主导力量，近

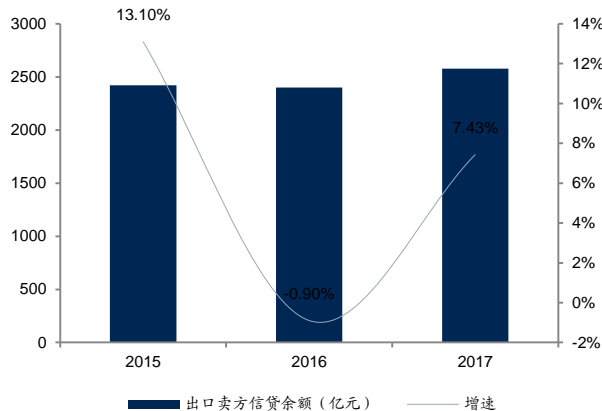
几年在国家政策推动下融资力度不断增加。根据进出口银行最近一期的年报，截至 2017 年底进出口银行的出口卖方信贷余额达到 2580 亿，出口买方信贷余额达到 950 亿，而直接用于对外工程承包的贷款余额更是超过 6000 亿。

图 26: 进出口银行的出口买方信贷余额不断增加



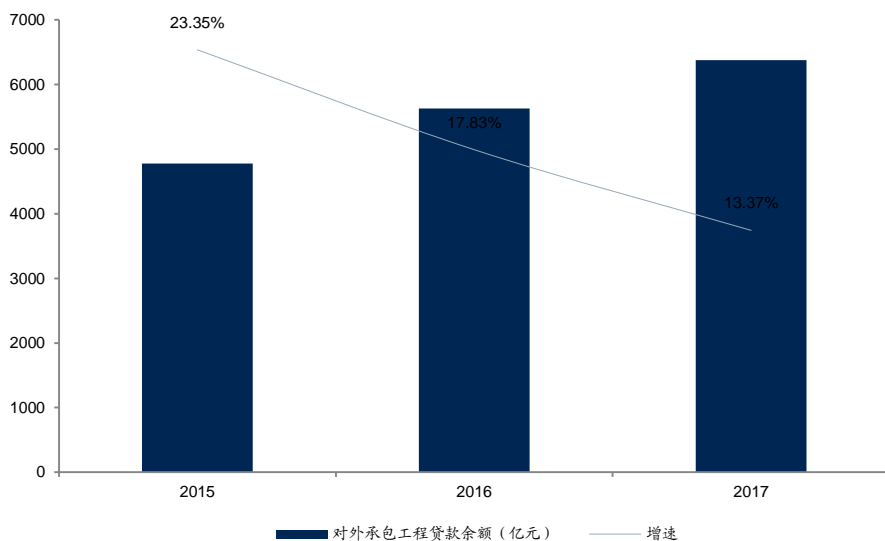
资料来源: 进出口银行, 国信证券经济研究所整理

图 27: 进出口银行的出口卖方信贷余额不断增加



资料来源: 进出口银行, 国信证券经济研究所整理

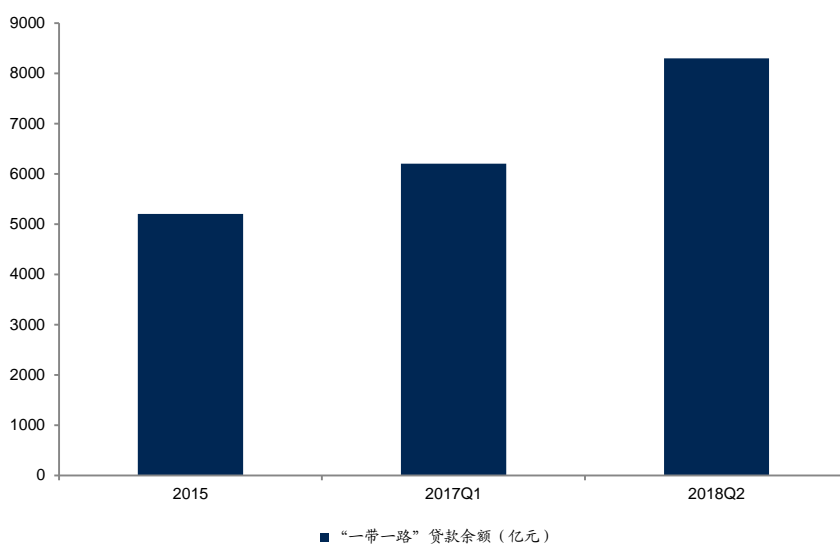
图 28: 进出口银行发放的对外工程承包贷款余额超过 6000 亿



资料来源: 进出口银行, 国信证券经济研究所整理

在所有对外融资活动中,对“一带一路”的融资支持更是进出口银行工作的重中之重。根据银行业例行新闻发布会的公开信息,截至 2018 年上半年,进出口银行“一带一路”贷款余额超过 8300 亿元人民币,同比增长 37%,占全行表内贷款余额的 28%,其中 2017 年首届“一带一路”国际合作高峰论坛的 1300 亿元专项贷款已全部签约完成。

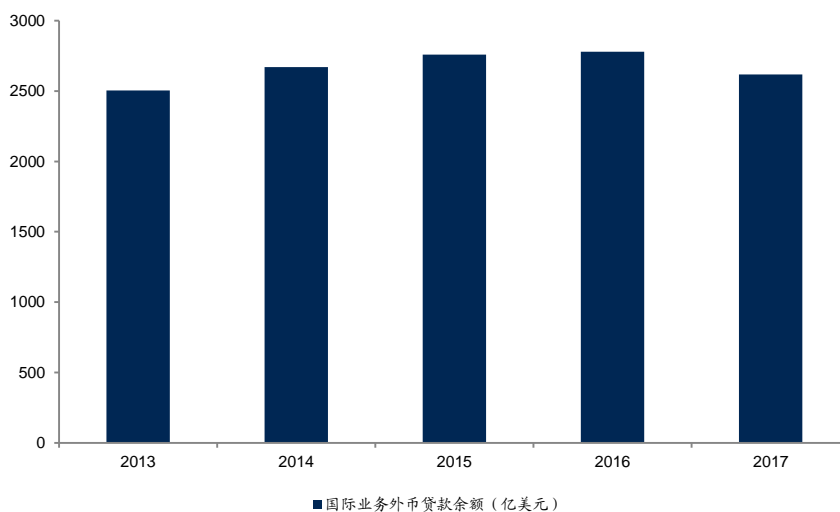
图 29: 进出口银行在“一带一路”国家发放的贷款余额已超过 8300 亿



资料来源: 进出口银行, 国信证券经济研究所整理

除了进出口银行以外, 国家开发银行近几年对外融资规模也保持在较高的水平。根据国开行最新一期的年报, 截至 2017 年底, 全行外币贷款余额规模在 2600 亿美元元左右, 是所有政策性银行中最高的。

图 30: 国开行外币贷款余额保持在 2600 亿美元左右



资料来源: 国家开发银行, 国信证券经济研究所整理

### “一带一路”高峰论坛有望为国际工程企业带来新的投资机会

#### 2017 年首届“一带一路”高峰论坛硕果累累

首届“一带一路”国际合作高峰论坛是自 2013 年“一带一路”提出后最高规格的论坛活动, 于 2017 年 5 月 14 日至 15 日在北京举行。论坛将主题设定为“加强国际合作, 共建‘一带一路’, 实现共赢发展”, 议题总体以“五通”即政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通为主线, 围绕基础设施

互联互通、经贸合作、产业投资、能源资源、金融支撑、人文交流、生态环保和海洋合作等重要领域进行讨论，取得了共 76 大项、270 多项具体成果。

**表 10: 2017 年“一带一路”高峰论坛主要成果清单（转下表）**

类别	具体内容
<b>政策沟通</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 中国政府与蒙古等 14 国政府签署政府间“一带一路”合作谅解备忘录</li> <li>➢ 中国政府与联合国开发计划署等 19 个国际组织签署“一带一路”合作文件</li> <li>➢ 中国国家发展和改革委员会与希腊经济发展部签署《中希重点领域 2017-2019 年合作计划》</li> <li>➢ 中国国家发展和改革委员会与捷克工业和贸易部签署关于共同协调推进“一带一路”倡议框架下合作规划及项目实施的谅解备忘录。</li> <li>➢ 中国财政部与相关国家财政部共同核准《“一带一路”融资指导原则》。</li> <li>➢ “一带一路”国际合作高峰论坛将定期举办，成立论坛咨询委员会、论坛联络办公室等。</li> <li>➢ 中国国家发展和改革委员会成立“一带一路”建设促进中心，正式开通“一带一路”官方网站，发布海上丝路贸易指数。</li> </ul>
<b>设施联通</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 中国政府与乌兹别克斯坦、土耳其、白俄罗斯政府签署国际运输及战略对接协定</li> <li>➢ 中国政府与泰国政府签署政府间和平利用核能协定</li> <li>➢ 中国政府与马来西亚政府签署水资源领域谅解备忘录</li> <li>➢ 中国商务部与柬埔寨公共工程与运输部签署关于加强基础设施领域合作的谅解备忘录。</li> <li>➢ 中国水利部与波兰环境部签署水资源领域合作谅解备忘录。</li> <li>➢ 中国铁路总公司与有关国家铁路公司签署《中国、白俄罗斯、德国、哈萨克斯坦、蒙古国、波兰、俄罗斯铁路关于深化中欧班列合作协议》。</li> <li>➢ 中国国家开发银行与印度尼西亚-中国高铁有限公司签署雅万高铁项目融资协议，与斯里兰卡、巴基斯坦、老挝、埃及等国有关机构签署港口、电力、工业园区等领域基础设施融资合作协议。</li> <li>➢ 全球能源互联网发展合作组织与联合国经济和社会事务部、联合国亚洲及太平洋经济社会委员会、阿拉伯国家联盟、非洲联盟、海湾合作委员会互联电网管理局签署能源领域合作备忘录。</li> </ul>
<b>贸易畅通</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 中国政府与巴基斯坦等 30 个国家政府签署经贸合作协议</li> <li>➢ 中国商务部与 60 多个国家相关部门及国际组织共同发布推进“一带一路”贸易畅通合作倡议。</li> <li>➢ 中国海关总署与哈萨克斯坦、荷兰、波兰等国海关部门签署海关合作文件，深化沿线海关“信息互换、监管互认、执法互助”合作。</li> <li>➢ 中国国家开发银行与哈萨克斯坦、阿塞拜疆、印尼、马来西亚等国有关机构签署化工、冶金、石化等领域产能合作融资合作协议。</li> <li>➢ 中国将从 2018 年起举办中国国际进口博览会。</li> </ul>
<b>资金融通</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 丝路基金新增资金 1000 亿元人民币</li> <li>➢ 中国国家发展和改革委员会将设立中俄地区合作发展投资基金，总规模 1000 亿元人民币，首期 100 亿元人民币，推动中国东北地区与俄罗斯远东开发合作。</li> <li>➢ 中国财政部联合多边开发银行将设立多边开发融资合作中心</li> <li>➢ 中国国家开发银行设立“一带一路”基础设施专项贷款（1000 亿元等值人民币）、“一带一路”产能合作专项贷款（1000 亿元等值人民币）、“一带一路”金融合作专项贷款（500 亿元等值人民币）</li> <li>➢ 中国进出口银行设立“一带一路”专项贷款额度（1000 亿元等值人民币）、“一带一路”基础设施专项贷款额度（300 亿元等值人民币）</li> <li>➢ 亚洲金融合作协会正式成立</li> </ul>

资料来源：凤凰网，国信证券经济研究所整理

表 11: 2017 年“一带一路”高峰论坛主要成果清单（接上表）

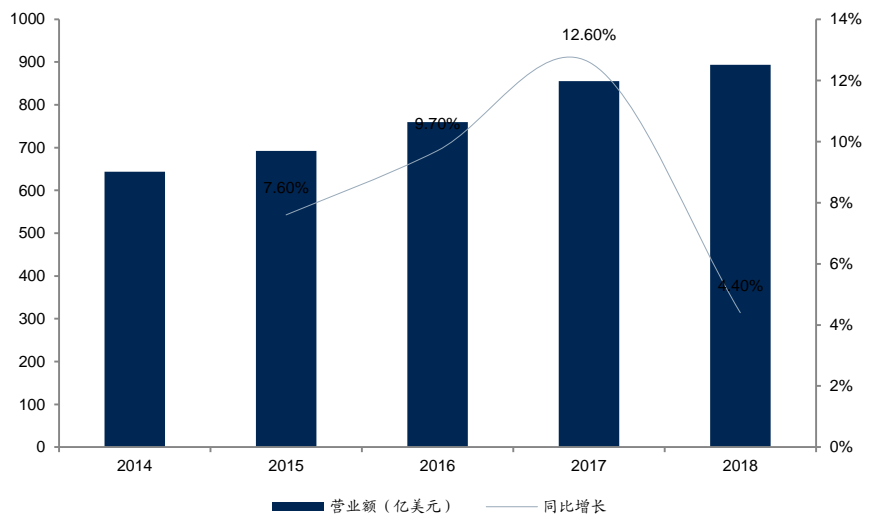
类别	具体内容
民心相通	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国政府将加大对沿线发展中国家的援助力度，未来 3 年总体援助规模不少于 600 亿元人民币</li> <li>中国政府将向沿线发展中国家提供 20 亿元人民币紧急粮食援助。向南南合作援助基金增资 10 亿美元，用于发起中国 - 联合国 2030 年可持续发展议程合作倡议</li> <li>中国政府与联合国教科文组织签署《中国 - 联合国教科文组织合作谅解备忘录（2017 - 2020 年）》</li> <li>中国政府倡议启动《“一带一路”科技创新合作行动计划》，实施科技人文交流、共建联合实验室、科技园区合作、技术转移等四项行动</li> <li>中国教育部与俄罗斯、哈萨克斯坦、波黑、爱沙尼亚、老挝等国教育部门签署教育领域合作文件，与塞浦路斯签署相互承认高等教育学历和学位协议，与沿线国家建立音乐教育联盟</li> <li>环境保护部发布《“一带一路”生态环境保护合作规划》，建设“一带一路”生态环保大数据服务平台，与联合国环境规划署共同发布建立“一带一路”绿色发展国际联盟的倡议</li> <li>中国国家开发银行将举办“一带一路”专项双多边交流培训，设立“一带一路”专项奖学金</li> <li>中国国家新闻出版广电总局与土耳其广播电视最高委员会、沙特阿拉伯视听管理总局签署合作文件。中国中央电视台与有关国家主流媒体成立“一带一路”新闻合作联盟</li> <li>中国国家旅游局与乌兹别克斯坦国家旅游发展委员会签署旅游合作协议，与智利经济、发展与旅游部签署旅游合作备忘录，与柬埔寨旅游部签署旅游合作备忘录实施方案</li> <li>中国国家卫生和计划生育委员会与捷克、挪威等国卫生部签署卫生领域合作文件</li> </ul>

资料来源：凤凰网，国信证券经济研究所整理

“一带一路”高峰论坛对国际工程企业的业绩和估值有明显的提振作用

“一带一路”高峰论坛为中国建筑企业创造了大量的新订单，推动了在“一带一路”国家收入的增长，其中 2017 年中国企业在“一带一路”国家的工程承包营业额同比增长达到 12.60%，明显高于其他年份。

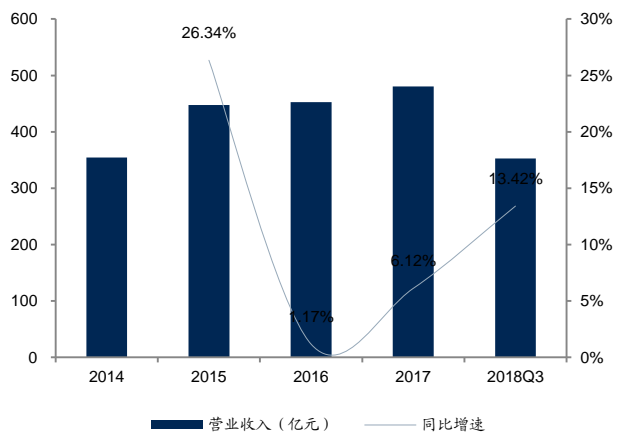
图 31: 2017 年中国企业在“一带一路”国家的工程承包营业额增长明显提速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

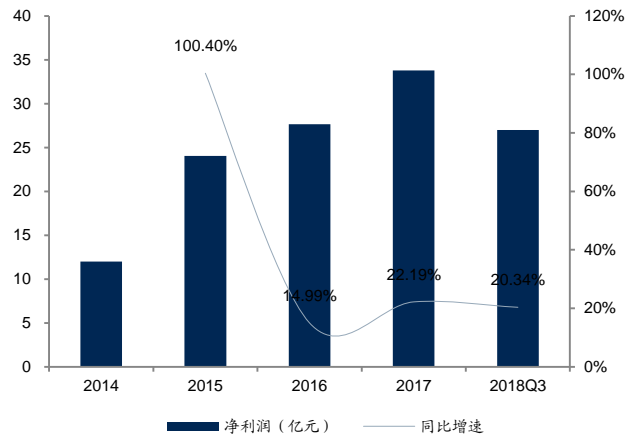
2017年，A股国际工程板块（申万）的营业收入和归母净利润增速均有显著的提升，进一步验证了“一带一路”高峰论坛对当年国际工程企业经营业绩释放的刺激作用。

图 32: 国际工程板块近几年的营业收入



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 国际工程板块近几年的归母净利润



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

在“一带一路”高峰论坛举办期间，国际工程板块的估值也随之水涨船高，特别是在论坛举办前一个月内，板块的市盈率（TTM）最高曾达到 32 倍。

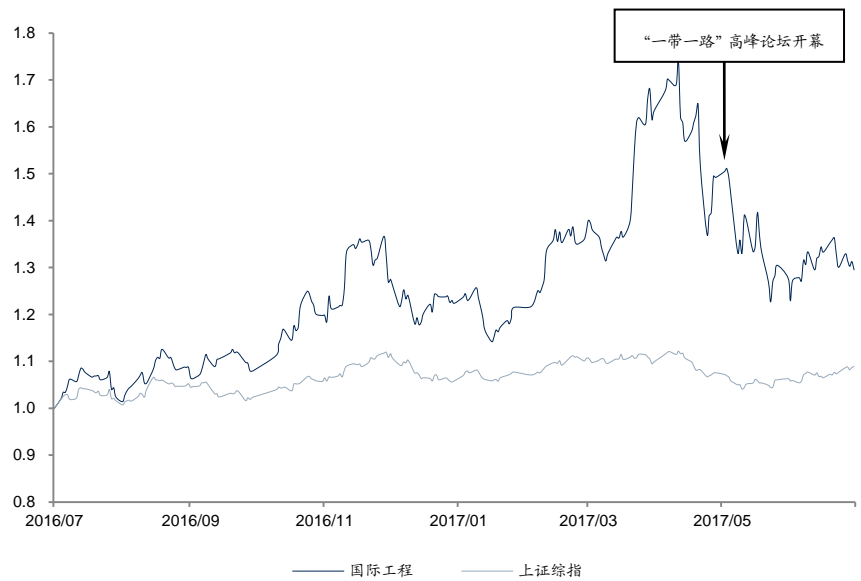
图 34: “一带一路”高峰论坛举办期间国际工程板块的估值有明显的提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

同样地，在 2017 年“一带一路”高峰论坛举办期间，国际工程板块股价表现优异，相对上证指数有明显的超额收益。

图 35: 国际工程板块在“一带一路”高峰论坛举办期间相对大盘有明显的超额收益



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**2019 年第二届“一带一路”高峰论坛即将开幕,“论坛行情”有望重演**

据新华社报道,第二届“一带一路”高峰论坛已确定将于今年 4 月在北京举行,这将是今年中国最重要的主场外交活动。当前全球经济低迷、贸易摩擦日益频繁,“一带一路”高峰论坛将起到凝聚国际合作互信、提振发展信心的作用,必将受到全球的瞩目。我们期待论坛取得比 2017 年更加丰硕的成果,而中国的建筑企业也将迎来新一轮海外发展的机遇,国际工程板块的“论坛行情”有望重演。

表 12: 2019 年第二届“一带一路”高峰论坛的基本情况

类别	具体内容
举办时间	2019 年 4 月下旬
举办地点	北京
论坛主题	共建“一带一路”、开创美好未来
主要活动	领导人圆桌峰会、高级别磋商会议、分论坛以及各类工商活动等
参会人	超过 100 个国家的政府官员和工商界代表等

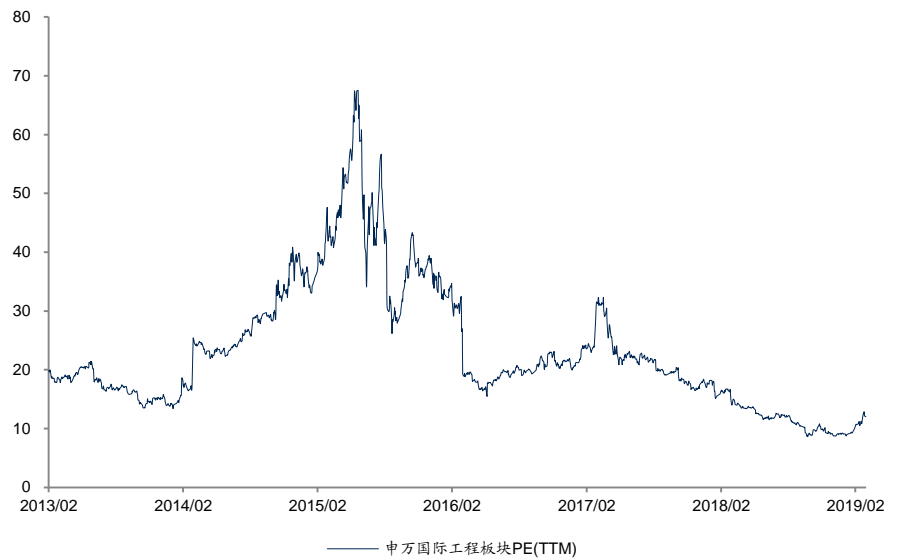
资料来源: 新华网, 国信证券经济研究所整理

**国际工程板块估值吸引力强, 政策推动业绩保障高**

**板块估值纵向对比处在历史低位**

由于 2017 年“一带一路”高峰论坛成果的实际落地效果低于预期,国际工程板块的估值从 2018 年至今连续下跌,当前国际工程板块平均 PE 仅为 12 倍,处在绝对的历史低位。

图 36: 国际工程板块的 PE 处在历史低位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 横向对比低于国际同行

我们统计了 ENR 排名前 8 的国际工程 (非中国) 公司的海外收入及估值, 八大国际工程巨头的平均市盈率 (TTM) 达到了 22.93 倍。

表 13: 2017 年全球最大的 8 家国际工程巨头的营业收入及市盈率

企业名称	海外收入(百万美元)	总收入(百万美元)	海外收入占比	市盈率(TTM)
西班牙 ACS 集团	36389.1	41423.0	87.85%	13.06
德国霍克蒂夫公司	26318.0	27475.0	95.79%	19.84
法国万喜公司	18884.0	46174.0	40.90%	16.84
奥地利斯特伯格公司	14736.5	17534.8	84.04%	13.40
英国德希尼布美信达公司	14583.0	15058.0	96.85%	64.03
法国布依格公司	14183.0	30886.0	45.92%	10.97
瑞典斯堪斯卡公司	13282.0	16827.0	78.93%	17.06
西班牙法罗里奥公司	11245.2	14649.6	76.76%	28.20
<b>平均</b>	<b>18702.6</b>	<b>26253.4</b>	<b>71.24%</b>	<b>22.93</b>

资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), wind, 国信证券经济研究所整理

对于 A 股的中国公司, 为了使数据更具备可比性, 我们只统计了海外收入占比较高的建筑企业, 这些公司的平均市盈率 (TTM) 只有 11.31 倍, 远低于国际龙头公司的平均水平。

表 14: 2017 年海外收入占比较高的 A 股建筑企业及其市盈率

企业名称	海外收入(百万美元)	总收入(百万美元)	海外收入占比	市盈率(TTM)
中国交建	23102.0	75383.2	30.65%	9.44
中国电建	12242.7	45662.8	26.81%	11.28
中国化学	2729.4	9148.8	29.83%	15.97
葛洲坝	3153.4	16345.9	19.29%	6.72
中工国际	1583.7	1669.5	94.86%	12.82
北方国际	824.6	1465.3	56.28%	11.64
<b>平均</b>	<b>7272.6</b>	<b>24945.9</b>	<b>29.15%</b>	<b>11.31</b>

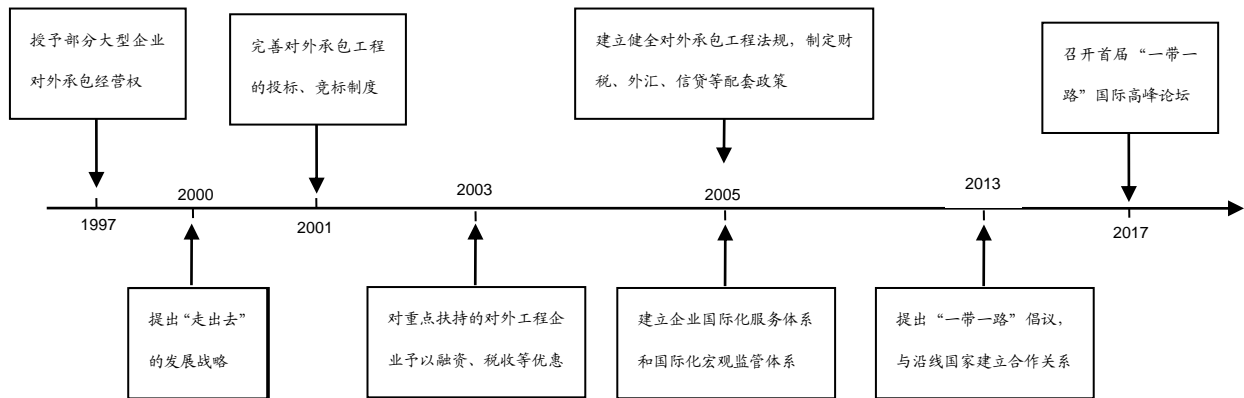
资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), wind, 国信证券经济研究所整理

仔细观察可以看出,与八大国际工程巨头相比,中国建筑企业的“国际化”程度其实并没有那么高,这可能是中国企业估值较低的重要原因。国际工程巨头的平均海外收入占比达到了 71.24%,而中国企业的平均海外收入占比只有 29.15%。因此,随着中国建筑企业进一步走出去,逐步扩大海外业务市场,增加海外收入占比,有可能将成为未来估值提升的一大动因。

### 政策密集出台,助力中国企业提高国际化程度

国家政策对我国建筑业企业的发展有重要影响,我国针对国际工程承包业发展的一系列政策的出台多在 1995 年以后,财税、外汇、信贷、招投标等制度体系的完善为“一带一路”的提出和推行奠定了基础。

图 37: 1995 年之后中国对外工程承包的主要政策脉络梳理



资料来源:对外承包工程商会,国信证券经济研究所整理

目前“一带一路”不仅是国家的顶层战略,更是各级部门和地方政府推动所属企业“走出去”、提高国际化程度的一个重大机遇。近一年来,各级部门和地方政府密集出台扩大对外开放、支持“一带一路”的政策,未来这种自上而下的政策指导将进一步把更多的中国企业推向国际市场,国际工程企业有望从中受益。

**表 15：近期各部门和地方政府密集出台扩大对外开放、支持“一带一路”的政策**

时间	具体内容
2019 年 3 月	出台《中华人民共和国外商投资法（草案）》
2019 年 2 月	发改委与澳门特区政府签订《国家发展和改革委员会与澳门特别行政区政府关于支持澳门全面参与和助力“一带一路”建设的安排》
2019 年 2 月	吉林省政府发布《吉林省人民政府办公厅关于扩大进口促进对外贸易发展的实施意见》
2019 年 1 月	哈尔滨市发布《哈尔滨市推进“一带一路”建设三年行动计划（2019-2021 年）》
2019 年 1 月	西安市提出建设“一带一路”综合改革开放试验区总体方案
2019 年 1 月	发改委印发《企业境外经营合规管理指引》
2018 年 11 月	《中俄在俄罗斯远东地区合作发展规划（2018-2024 年）》正式获批
2018 年 11 月	工信部发布《工业和信息化部关于工业通信业标准化工作服务于“一带一路”建设的实施意见》
2018 年 10 月	北京市政府发布《北京市推进共建“一带一路”三年行动计划（2018—2020 年）》
2018 年 10 月	广西壮族自治区政府发布《广西参与“一带一路”科技创新行动计划实施方案（2018—2020 年）》
2018 年 9 月	辽宁省政府发布《辽宁“一带一路”综合试验区建设总体方案》
2018 年 9 月	浙江省政府发布《浙江省标准联通共建“一带一路”行动计划（2018-2020 年）》
2018 年 8 月	河南省政府发布《河南省标准联通参与建设“一带一路”行动计划（2018-2020 年）》

资料来源：中国一带一路网，国信证券经济研究所整理

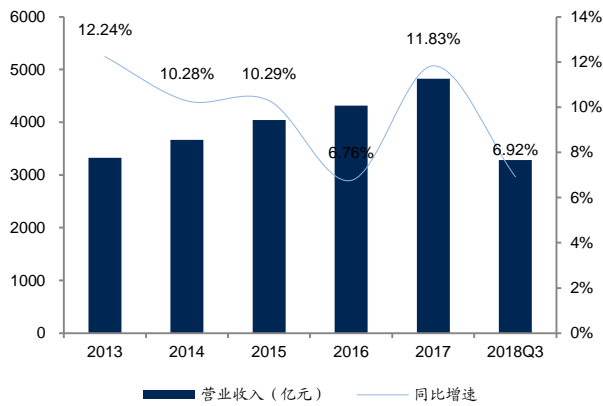
## 重点推荐公司

当前国际经贸局势有所缓和，“一带一路”高峰论坛召开在即，政策有望逐步加码，国际工程板块迎来新一轮投资机会。重点推荐“一带一路”龙头基建央企**中国交建**，海外扩张加快、业绩加速回暖的**中国化学**，深耕国际工程市场、受益央企整合的**中工国际**，大力拓展新能源投资运营业务、海外订单充沛的**北方国际**，盈利能力强、近五年业绩高增长的**中材国际**，2018 年新签订单高增长、迎来业绩拐点的**中钢国际**。

### 中国交建：“一带一路”绝对龙头，业绩稳健向好

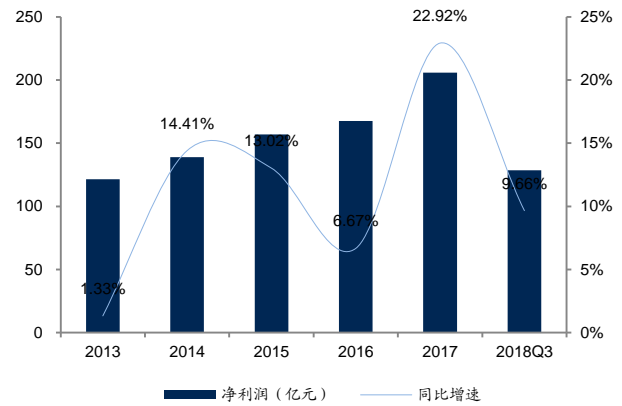
**业绩稳健向好，竞争优势突出：**公司在基建设计、基建建设、疏浚业务等多个细分行业中均处于绝对的龙头地位，海外拓展能力、人才储备、管理水平、盈利能力水平在建筑央企中也处于领先地位。公司 2018 年前三季度完成营收 3285.47 亿元，同比增长 6.92%，在剥离振华重工业务后继续保持较快增长；实现净利润 128.61 亿元，同比增长 9.66%，如果剔除振华重工剥离带来的影响，扣非净利润增长 13.04%，持续经营净利润增长 11.36%。

图 38: 中国交建 2018Q1-3 营收同比增长 6.92%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 中国交建 2018Q1-3 净利润同比增长 9.66%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**订单充沛保障业绩, 基建补短板有望优先受益:** 2017 年新签订单额 9000 亿, 同比增长 23.16%, 2018Q3 受基建投资放缓及同期基数较大等影响, 新签订单增速为 -3.99%; 在手订单余额接近 1.55 万亿, 营收保障比超 3.2 倍。公司是我国最大的对外工程承包商, 世界领先的公路、桥梁设计及建设企业, 在港口、路桥、疏浚等领域享有技术和国际品牌优势。交通、水利等基础设施领域是基建补短板的重点, 公司作为龙头有望优先受益。

**海外拓展最强央企, 稳居 ENR 国际承包商前三:** 去年 8 月, 美国《工程新闻纪录》(ENR)发布了 2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜, 榜单主要依据公司的海外收入进行排名, 是全世界范围内最权威的国际工程承包商排行榜。中国交建以 231.02 亿美元的海外营业收入, 大幅领先中国建筑、中国中铁等国内同行业央企, 继续稳居全球前三的席位。到今年为止中国交建已连续三年保持在全球前三强行列, 也是公司连续 11 年蝉联 ENR 全球最大国际承包商中国企业第 1 名。

表 16: 中国交建盈利预测表

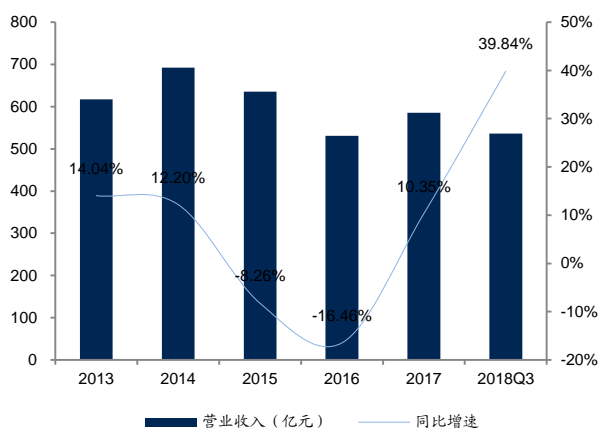
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	482,804	490,872	546,554	605,001	669,367
(+/-%)	11.8%	1.7%	11.3%	10.7%	10.6%
净利润(百万元)	20581	19680	23712.03	27187.94	31233.05
(+/-%)	22.9%	-4.4%	20.5%	14.7%	14.9%
摊薄每股收益(元)	1.27	1.22	1.47	1.68	1.93
EBIT Margin	7.1%	8.6%	7.0%	7.2%	7.4%
净资产收益率(ROE)	11.4%	10.0%	12.0%	13.6%	15.6%
市盈率 PE	9.8	10.3	8.5	7.4	6.5
EV/EBITDA	19.3	17.8	20.7	18.9	17.4
市净率(PB)	1.12	1.03	1.02	1.02	1.01

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

**中国化学: 业绩加速回暖, 海外扩张稳步推进**

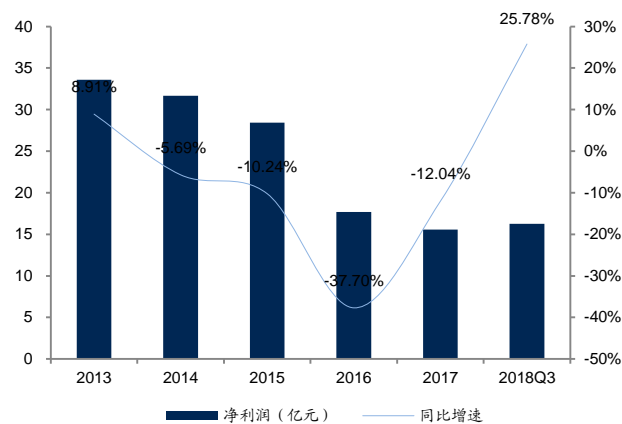
**营收持续回暖, 订单实现高增长:** 2018 年前三季度, 公司累计实现营业收入 536.22 亿元, 同比增长 39.84%; 实现归母净利润 16.26 亿元, 同比增长 25.78%, 全年业绩有望加速回暖, 业绩拐点进一步确认。

图 40: 中国化学 2018 年前三季度营收同比增长 39.84%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

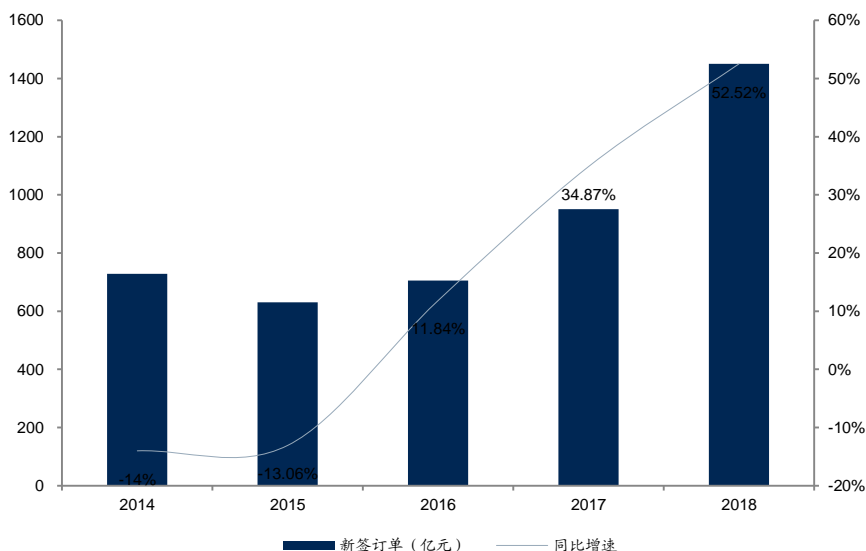
图 41: 中国化学 2018 年前三季度净利润同比增长 25.78%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司 2018 年累计新签订单 1450.1 亿, 同比大幅增长 52.52%, 其中海外新签订单 503.72 亿, 在总订单额中占比达到 34.74%。在海外市场不确定性增强、竞争日益激烈的不利环境下, 今年公司的新签订单依然坚挺, 延续了前两年的高增长趋势, 达到历史同期最高水平。目前公司在手订单充沛, 未来业绩有望继续放量增长。

图 42: 中国化学近几年的新签订单增长明显提速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**ENR 国际排名再创新高, 海外合作持续推进:** 在《工程新闻纪录》(ENR)2018 年度“全球最大 250 家国际承包商”排行榜上, 中国化学排名再创新高, 继 2017 年首次跻身全球 50 强后, 2018 年名次提升至第 46 位, 在国内同行业企业中也稳居前十。

表 17: 近几年中国化学在 ENR 国际承包商 250 强上的排名情况

年份	全球排名	国内排名
2014	82	16
2015	76	15
2016	67	11
2017	50	9
2018	46	10

资料来源:《工程新闻纪录》(ENR), 国信证券经济研究所整理

公司持续推进海外业务扩张, 在全球范围内寻求优质的战略合作伙伴。近一年来, 公司分别与埃及 Carbon Holding 公司以及加拿大尼尔森环境修复公司签订合作协议, 在石化工程、环保以及投融资等重要业务领域开展深度交流与合作, 实现优势互补。

表 18: 中国化学盈利预测表

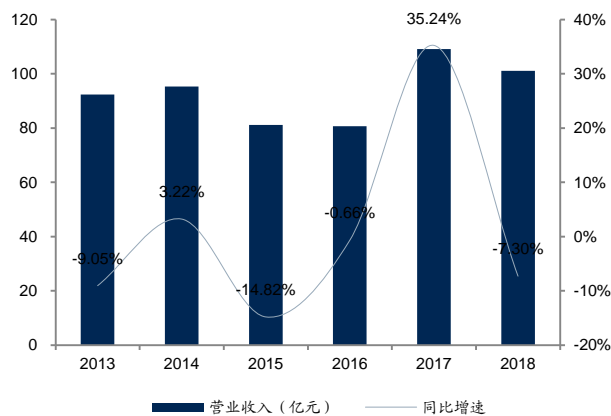
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53,076	58,571	66,616	75,248	85,050
(+/-%)	-16.5%	10.4%	13.7%	13.0%	13.0%
净利润(百万元)	1770	1557	1934.79	2357.28	2845.48
(+/-%)	-37.7%	-12.0%	24.2%	21.8%	20.7%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.32	0.39	0.48	0.58
EBIT Margin	5.6%	7.3%	5.8%	5.9%	6.0%
净资产收益率(ROE)	6.4%	5.5%	6.6%	7.7%	8.8%
市盈率 PE	18.4	20.9	16.9	13.8	11.5
EV/EBITDA	22.8	17.4	18.7	17.7	17.0
市净率(PB)	1.19	1.15	1.11	1.06	1.01

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析师预测

中工国际: 深耕国际工程市场, 有望受益央企整合

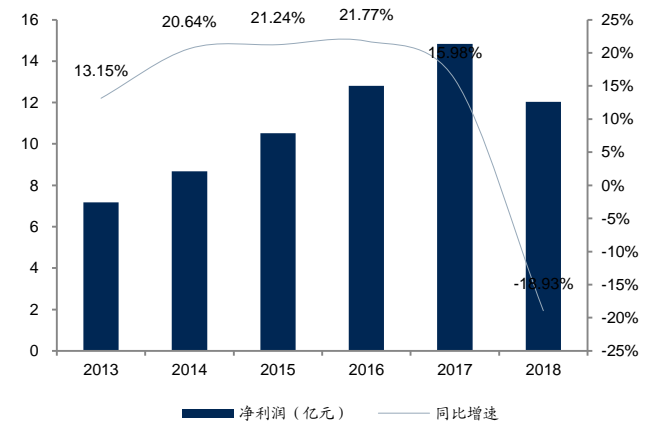
2018 年海外订单受市场整体拖累, 今年有望迎来业绩拐点: 2018 年公司海外业务新签订单额 20.7 亿美元, 约合 138.48 亿元人民币, 在总订单中占比为 93.11%, 受海外市场整体景气度下降的影响订单同比减少 8.20%。2018 年公司实现营业收入 101.12 亿, 同比减少 7.30%; 实现归属于上市公司股东的净利润 12.03 亿, 同比减少 18.93%, 业绩低于预期。今年“一带一路”高峰论坛即将召开, 随着政策逐步加码, 公司有望迎来业绩拐点。

图 43: 中工国际 2018 年营收同比减少 7.30%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 中工国际 2018 年归母净利润同比减少 18.93%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**受益汇率波动期间费用率大幅下降，汇兑收益有望扩大：**由于 2018 年人民币兑美元贬值幅度较大，汇兑收益冲减大量财务费用，公司前三季度期间费用率大幅下降 10.28pct 至 2.73%，其中管理费用率下降 0.92pct 至 2.90%，财务费用率下降 8.14pct 至 -2.88%，销售费用率下降 1.21pct 至 2.72%。

**央企整合强强联手，助力新业务开拓：**公司将实施重大资产重组，拟以发行股份的方式向控股股东国机集团收购中国中元 100% 的股权。重组完成后，公司将充分利用中国中元在设计领域的专业优势，在海内外市场围绕医疗建筑、物流建筑和客运索道、自动化物流装备等特色领域开发新业务，进一步扩大市场份额。

表 19：中工国际盈利预测表

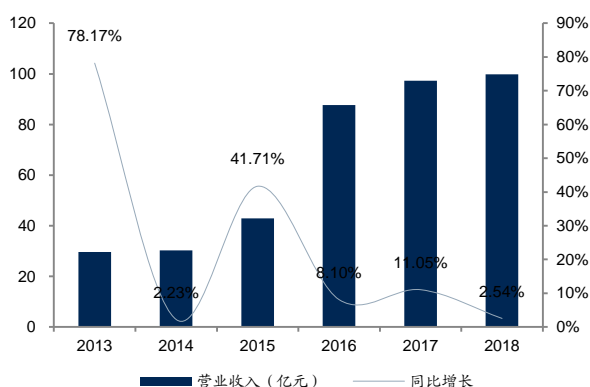
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,066	10,909	10,113	11,672	13,360
(+/-)	-0.7%	35.2%	-7.3%	15.4%	14.5%
净利润(百万元)	1280	1484	1202.78	1449.46	1742.59
(+/-)	21.8%	16.0%	-19.0%	20.5%	20.2%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.33	1.08	1.30	1.57
EBIT Margin	13.8%	19.6%	13.0%	13.0%	13.3%
净资产收益率(ROE)	17.9%	17.9%	13.0%	14.0%	14.9%
市盈率 PE	13.8	11.9	14.7	12.2	10.2
EV/EBITDA	20.4	12.0	18.9	16.8	15.4
市净率(PB)	2.48	2.14	1.92	1.71	1.51

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析师预测

**北方国际：海外在手订单充沛，布局投资运营业务**

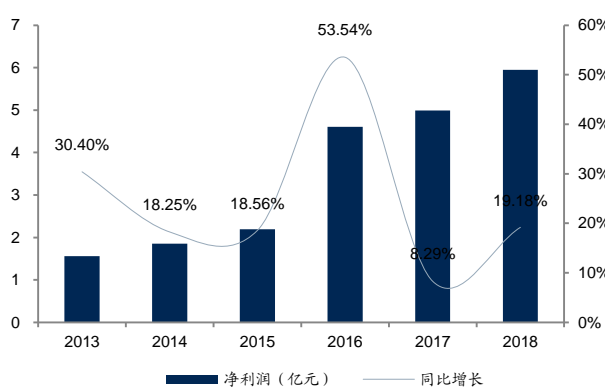
**在手订单充沛，业绩有望加速释放：**截至 2018 年底，公司海外工程业务在手订单额达到 153.32 亿美元，同比增长 7.57%。2018 年完成营业收入 99.77 亿元，同比增长 2.54%；归母净利润 5.95 亿元，同比增长 19.18%。在今年“一带一路”政策的推动下，公司海外订单有望继续增长，业绩释放有望加速。

图 45：北方国际近几年营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

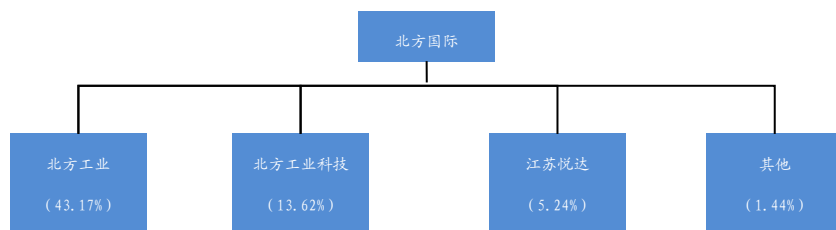
图 46：北方国际近几年净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**背靠央企强大资源，大股东增持彰显信心：**公司的控股股东及实际控制人为北方工业，背靠中国兵器工业集团和中国兵器装备集团两大央企，综合实力雄厚。目前公司是北方工业旗下唯一一家工程及民品业务上市平台公司，也是集团“走出去”的一张名片，未来有望获得更多的资源支持。2018 年，基于对公司未来发展的信心及对公司长期投资价值的认可，公司第二大股东北方工业科技累计增持公司股份 8,408,100 股，持股比例由 12.53% 提升至 13.62%，而北方工业科技为控股股东北方工业的全资子公司，增持完成后合计持股比例达到 56.8%。

图 47: 公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**收购并增资海外风电项目，加大新能源投资运营业务布局：**近期，公司拟发行可转债募集资金 5.78 亿元，其中 2.54 亿元用于收购克罗地亚能源项目股份公司 76% 股份，3.24 亿元用于增资克罗地亚能源项目股份有限公司并建设塞尼 156MW 风电项目。经公司测算，该项目税后内部收益率为 14.24%，投资回收期为 7.79 年，投入运营后每年发电收入约 3296 亿欧元，净利润约 1374 亿欧元，经营效益可观。近年来，公司通过海外投资、并购、战略联盟等方式加大 BOT、PPP 等新能源投资运营业务的拓展力度，截至 2018 年底公司的新能源运营业务收入达到 亿元，占总收入的%。

表 20: 北方国际盈利预测表

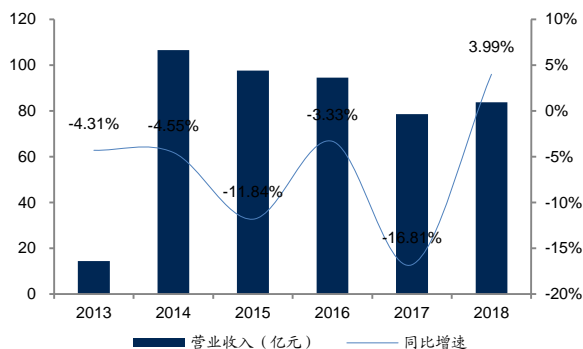
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,762	9,730	9,978	11,357	13,337
(+/-%)	104.5%	11.0%	2.5%	13.8%	17.4%
净利润(百万元)	461	499	594.75	732.18	879.05
(+/-%)	110.7%	8.3%	19.1%	23.1%	20.1%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.65	0.77	0.95	1.14
EBIT Margin	6.1%	7.8%	7.7%	8.4%	8.6%
净资产收益率(ROE)	14.5%	13.7%	14.3%	15.3%	15.8%
市盈率 PE)	20.5	18.9	15.9	12.9	10.7
EV/EBITDA	30.9	19.8	19.6	16.4	14.6
市净率(PB)	2.96	2.59	2.27	1.97	1.70

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析师预测

**中钢国际：2018 年新签订单高增长、迎来业绩拐点**

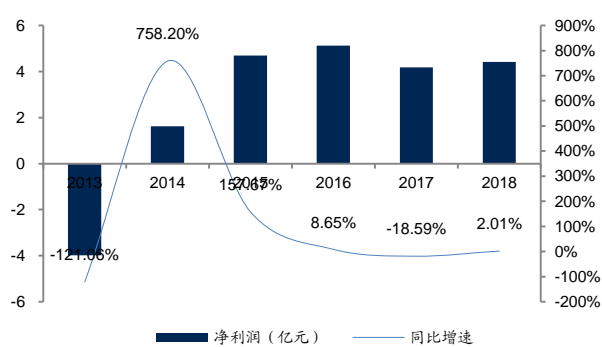
**业绩触底反弹，国内业务实现高增长：**公司是冶金工程领域最早走出去的中国企业之一，在海外冶金工程市场享有较高的声誉。2018 年营业收入和归母净利润同比增速分别为 3.99%、2.01%，业绩实现触底反弹。分区域来看，国内业务实现营收 51.52 亿元，同比增长 81.85%，收入占比 61.58%；海外业务实现营收 32.15 亿元，同比减少 38.33%，收入占比 38.42%。

图 48: 中钢国际近几年营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 49: 中钢国际近几年净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**新签订单高增长，多元业务有望发力：**2018 年公司新签订单 261.75 亿元，同比大幅增长 166.47%，其中国外项目合同金额合计 69.66 亿元，同比增长 33.19%；国内项目合同金额合计 192.08 亿元，同比增长 318.20%。截至 2018 年末，公司未完成合同额 391.30 亿元，相当于 2018 年营业收入的 4.68 倍，当前在手订单充沛。公司在巩固自身在钢铁冶金领域的传统优势外，还积极拓展化工、环保等新业务领域，2018 年新业务订单取得了较大的突破。

表 21：中钢国际盈利预测表

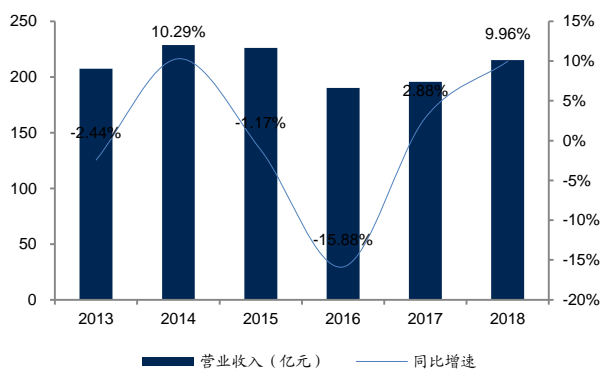
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,859	8,367	9,622	11,065	12,725
(+/-%)	-16.8%	6.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	418	441	532.44	618.29	717.71
(+/-%)	-18.5%	5.6%	20.7%	16.1%	16.1%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.35	0.42	0.49	0.57
EBIT Margin	6.0%	4.6%	7.6%	7.6%	7.7%
净资产收益率(ROE)	9.1%	9.7%	10.8%	11.4%	12.0%
市盈率 PE	19.9	18.9	15.6	13.5	11.6
EV/EBITDA	33.7	43.6	27.6	26.2	24.9
市净率(PB)	1.81	1.84	1.68	1.53	1.39

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析师预测

**中材国际：盈利能力强、近五年业绩高增长**

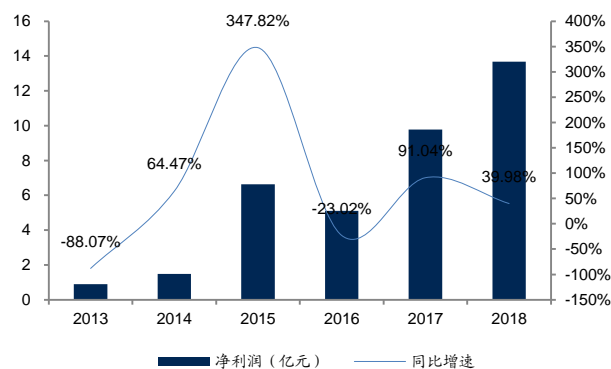
**近五年业绩高增长：**2018 年，公司实现营业收入 215.01 亿元，同比增长 9.96%，实现归母净利润 13.68 亿元，同比增长 39.98%，近五年 CAGR 达到 72.72%。

图 50：中材国际近几年营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 51：中材国际近几年净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**盈利能力强：**2018 年公司毛利率为 18.56%，同比提升 1.75pct；净利率为 6.53%，同比提升 1.52pct，ROE 为 17.00%，同比提升 3.53pct，盈利能力在国际工程板块中排名前列。

表 22：中材国际盈利预测表

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,554	21,501	24,490	28,041	32,079
(+/-%)	2.9%	10.0%	13.9%	14.5%	14.4%
净利润(百万元)	977	1368	1649.98	1970.71	2362.97
(+/-%)	91.0%	40.0%	20.7%	19.4%	19.9%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.79	0.95	1.13	1.36
EBIT Margin	6.9%	10.9%	9.0%	9.1%	9.3%
净资产收益率(ROE)	12.9%	15.7%	17.1%	18.2%	19.4%
市盈率 PE	14.5	10.4	8.6	7.2	6.0
EV/EBITDA	21.8	13.7	15.6	14.5	13.4
市净率(PB)	1.87	1.63	1.47	1.31	1.16

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析师预测

### 风险提示

- 1) 境外政治局势不稳定: “一带一路”沿线国家大多数为经济较为落后的发展中国家, 政治局势的变动可能会导致项目的延误甚至停工。
- 2) 汇率大幅波动: 海外工程项目以外币结算, 汇率大幅变动产生汇兑损益, 影响公司的当期财务费用。
- 3) 政策落地效果不及预期: 目前许多企业的对外经济行为需要政策的扶持, 如果政策的落地达不到预期效果, 相关企业的业绩将会受到影响。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032