

建筑行业细分领域研究报告之七——国际工程

一带一路再迎风口，国际工程持续受益

● 第二届峰会即将召开，一带一路再迎风口

根据外交部新闻，3月8日，外交部部长王毅在两会记者会上表示第二届“一带一路”国际合作高峰论坛已经确定将于4月下旬在北京举办。商务部数据显示，18年我国企业对“一带一路”沿线非金融类直接投资同比增长8.9%，较17年增速提升10.1pct，19年1-2月，我国企业对“一带一路”沿线的48个国家有新增投资，同比增长7%。我国对“一带一路”国家投资合作继续积极稳步推进。从中国企业对外承包工程的整体发展形势来看，中国企业对外承包工程规模仍将不断扩大。

● **一体化助推新兴市场国家基建需求，一带一路助力国际承包公司拿单**
从世界范围看，目前正经历第5次产业转移，本次产业转移是劳动力和技术的转移。主要因为中国制造业不再具备优势，高房价导致了中国的生产、经营、生活等成本大幅上升，许多低端制造业开始向东南亚国家转移：

从需求端看：经济一体化助推新兴市场国家基建需求，但是经济发展也制约工程落地。一方面，新兴国家工业化、城市化加速发展，为国际工程提供广阔市场。另一方面，当地经济发展相对缓慢，也在一定程度上制约了后期订单落地，不过沿线国家资金和技术存在缺口，正好与中国企业形成对接。

从供给端看：环境方面，政策、技术、金融环境均为相关国家的发展提供了一个发展的便利条件。政策环境方面，推进自贸区战略，通过一带一路倡议、中非合作论坛、中东欧16+1合作等方式加强与相关国家和地区的合作。技术环境方面，加强对科研技术的研发，服务于一带一路沿线国家的发展。金融环境方面，通过亚投行、丝路基金、中国进出口银行等金融机构融资担保等方式。此外，我国的国际工程承包企业ENR排名中均名列前茅，国际认可度较高，近几年海外收入也实现快速增长（高于国内业务增速）。

● 国际工程有望受益于一带一路复苏，订单迎来新周期

国际工程企业：我国主要从事国际工程的公司为建筑央企和专门的国际工程公司，其中，建筑央企海外收入及订单体量较大，但收入占比明显低于专门的国际工程公司，“一带一路”复苏将对国际工程承包公司产生更大影响。

从海外营收占比看：根据公司年报，18年中工国际/北方国际/中材国际/中钢国际海外营收占比分别为92%/81%/80%/62%；从海外订单情况看，18年国际工程企业海外订单增速明显下滑，主要受中美贸易摩擦及前期订单高增造成的高基数以及需求透支影响。但是汇总4家国际承包公司的新签订单情况，可以发现国际承包公司订单存在一定的周期性：05-18年期间存在4年大周期，2年小周期的特点，2007/2011/2015是新签订单的阶段性高点，存在4年左右的周期，19年国际工程公司订单有望迎来新一轮周期。

从汇率对业绩的弹性看：18年北方国际/中工国际/中材国际/中钢国际的汇兑损失影响对应业绩的敏感性（汇兑损益对净利润影响值/去除汇兑损益后的归母净利润）分别为25.3%/19.5%/8.5%/-1.4%。其中中工国际与北方国际对汇率变动较为敏感，若人民币处于贬值期间，公司业绩提升较为明显。

● 核心观点

第一次“一带一路”峰会召开时间为17年5月中旬，当时国际工程公司估值普遍较低，国际工程公司在峰会召开后有了明显的订单改善。而第二届“一带一路”峰会将于4月底召开，目前国际工程板块估值处于历史底部，且18年受贸易战影响国际工程公司新签订单增速较低，和上一次峰会期间相似点较多。目前我国对“一带一路”沿线国家的投资以及国际工程企业的新签订单情况正稳中向好发展，随着峰会的临近，我们看好未来国际工程公司的发展及基本面的改善，估值也有望修复，关注海外收入占比较高及汇率弹性较大的公司如中工国际以及业绩增速较高的中材国际等。

● **风险提示：**人民币大幅升值；项目所在国存在政治风险导致中标项目流产；一带一路沿线国家经济下滑致海外项目减少。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-04-09

相对市场表现



分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610

gfyayao@gf.com.cn

相关研究：

建筑装饰行业周报:基建地产 2019-04-07

有望共振，关注一季报超预期标的

建筑装饰行业周报:基建发力 2019-03-31

助建筑 PMI 景气回升，关注

基本面改善的钢结构板块

建筑装饰行业:基本面持续向好 2019-03-24

好，兼顾主题性机会

联系人：

尉凯旋 021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/9	(元/股)	2018A	2019A	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
中材国际	600970.SH	买入	CNY	8.51	10.00	0.79	0.99	6.96	8.60	2.99	4.33	15.71	16.47
中工国际	002051.SZ	买入	CNY	16.24	19.40	1.08	1.29	10.27	12.64	4.11	6.82	13.26	13.10
中钢国际	000928.SZ	买入	CNY	7.07	7.30	0.35	0.46	12.40	15.47	7.31	8.48	9.73	10.90
北方国际	000065.SZ	买入	CNY	13.85	-	0.77	1.04	10.03	13.32	2.87	3.54	14.10	15.66

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

第二届峰会即将召开，一带一路再迎风口	6
概况：第二届一带一路峰会即将召开，沿线投资稳定增长	6
现状：“一带一路”沿线国家经济发展慢，基建水平滞后	10
需求端：经济一体化助推新兴市场国家基建需求，经济发展制约工程落地	12
供给端：政策、技术、金融环境日趋完善，我国建筑企业受市场认可	16
国际工程有望受益于一带一路复苏，订单迎来新周期	18
国际工程承包公司订单存在 4 年周期，19 年订单有望迎来新周期	20
人民币汇率升值趋势渐显，套保对冲风险	22
国际工程公司海外收入比重高，有望受益“一带一路”复苏	24
核心观点	28

图表索引

图 1: 一带一路示意图	6
图 2: 新兴市场杠杆率情况	7
图 3: 我国历年对外承包工程业务新签合同额和完成营业额(左轴)及同比增速(右轴)	8
图 4: 我国历年与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签合同额和完成营业额(左轴)及同比增速(右轴)	8
图 5: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签订单额月度累计值(左轴)及累计同比(右轴)	9
图 6: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务合同完成额月度累计值(左轴)及累计同比(右轴)	9
图 7: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签合同额单月值及同比增速	9
图 8: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签合同额占同期我国对外承包工程合同额比例	9
图 9: 一带一路贸易额指数	10
图 10: 一带一路货运量指数	10
图 11: “一带一路”地区人均 GDP	11
图 12: “一带一路”沿线国家铁路密度	11
图 13: “一带一路”沿线国家人均电力消费	11
图 14: “一带一路”沿线国家固定资本形成额/GDP	12
图 15: “一带一路”沿线国家各地区基础设施评价平均排名对比	12
图 16: 印度、印度尼西亚等新兴市场国家城镇化率较低(单位: %)	13
图 17: 新兴市场国家 GDP 占全球 GDP 的比重不断提高	15
图 18: 新兴市场国家经济增长及债务负担情况	15
图 19: SW 国际工程板块收入(左轴)及增长率(右轴) Wind 一致预测	19
图 20: SW 国际工程板块归母净利润(左轴)及增长率(右轴) Wind 一致预测	19
图 21: 中材国际海外收入占比情况(2018)	20
图 22: 中工国际海外收入占比情况(2018)	20
图 23: 北方国际海外收入占比情况(2018)	20
图 24: 中钢国际海外收入占比情况(2018)	20
图 25: 中材国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)	21
图 26: 中工国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)	21
图 27: 北方国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)	21
图 28: 中钢国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)	21
图 29: 国际工程企业新签订单额同比增速情况(单位: %)	22
图 30: 2005-2019 美元兑人民币平均汇率走势图	22
图 31: 中材国际收入(亿元)及增速(%)	24
图 32: 中材国际归母净利润(亿元)及增速(%)	24

图 33: 中材国际国内外新签签合同占比 (%)	25
图 34: 中材国际新签合同国内外同比增速 (%)	25
图 35: 北方国际收入 (亿元) 及增速 (%)	25
图 36: 北方国际归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	25
图 37: 中工国际收入 (亿元) 及增速 (%)	26
图 38: 中工国际归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	26
图 39: 中工国际国内外新签签合同占比 (%)	26
图 40: 中工国际新签合同国内外同比增速 (%)	26
图 41: 中钢国际收入 (亿元) 及增速 (%)	27
图 42: 中钢国际归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	27
图 43: 中钢国际国内外新签签合同占比 (%)	27
图 44: 中钢国际新签合同国内外同比增速 (%)	27
图 45: SW 国际工程板块指数走势及 PE 走势	29

表 1: 一带一路背景介绍	6
表 2: 重点国家交通行业发展规划	14
表 3: 国际多边金融机构支持“一带一路”项目融资	16
表 4: 历年进入国际承包商 50 强中国企业及海外营业额	17
表 5: 我国建筑企业历年国内及国外收入增速	17
表 6: 中国 2018 年八大央企境外新签合同情况	18
表 7: 中美贸易摩擦主要事件	23
表 8: 2018 年国际工程公司因人民币贬值带来的归母净利润变动情况 (单位: 亿元)	23
表 9: 2017 第一届“一带一路”国际工程板块较沪深 300、建筑装饰板块超额收益	29

第二届峰会即将召开，一带一路再迎风口

概况：第二届一带一路峰会即将召开，沿线投资稳定增长

2013年起,我国倡议的“一带一路”建设迅速发展,其核心是基础设施的互联互通,密切欧亚各国经济联系、带动区域经济社会发展。“一带一路”倡议得到了世界上越来越多的国家和国际组织的认同与积极响应,已经转变为全球共识。2015年,“一带一路”官方规划《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》出台,规划强调“基础设施互联互通”是“一带一路”的优先领域。受此影响,“一带一路”沿线国家的大量基础设施订单进入招标期,驱动2015年国际工程承包企业新签订单快速增加,达到阶段性峰值。

图 1：一带一路示意图



数据来源：视觉中国、广发证券发展研究中心

表 1：一带一路背景介绍

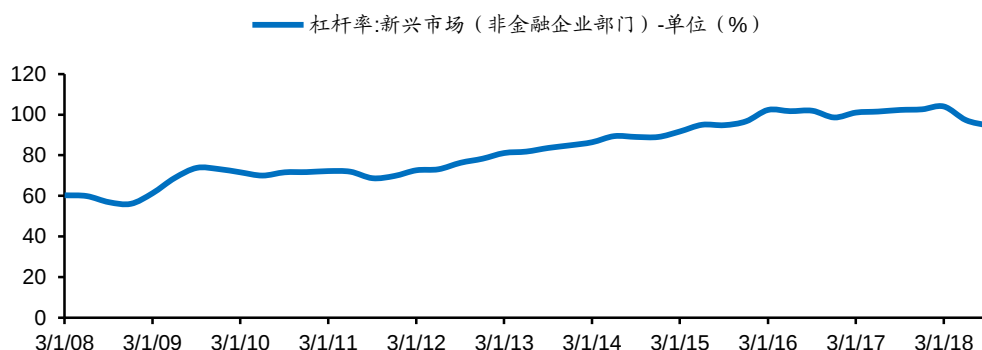
时间	“一带一路”倡议五周年大事记	内容
2013 年 9 月 7 日	哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学发表《弘扬人民友谊 共创美好未来》	中国国家主席习近平倡议共同建设“丝绸之路经济带”。
2013 年 10 月 3 日	印度尼西亚国会发表《携手建设中国-东盟命运共同体》	中国国家主席习近平倡议筹建亚洲基础设施投资银行, 与东盟国家共同建设“21 世纪海上丝绸之路”。
2014 年 9 月 11 日	中俄蒙三国元首会晤	中国国家主席习近平提出, 将“丝绸之路经济带”同“欧亚经济联盟”、蒙古国“草原之路”倡议对接。中蒙俄三国签署了《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》
2014 年 12 月 29 日	丝路基金有限责任公司在北京注册成立并正式运行。	丝路基金秉承“开放包容、互利共赢”的理念, 为“一带一路”框架内的经贸合作和双边多边互联互通提供投融资支持。

2015年3月28日	《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》发布	从时代背景、共建原则、框架思路、合作重点、合作机制等方面对“一带一路”倡议进行阐释。
2015年12月25日	亚洲基础设施投资银行正式成立	重点支持基础设施建设，促进亚洲区域的建设互联互通化和经济一体化进程。目前，亚投行拥有87个成员。
2017年5月14日至15日	第一届“一带一路”国际合作高峰论坛在北京举行	主题为“加强国际合作，共建一带一路，实现共赢发展”。
2017年6月19日	《“一带一路”建设海上合作设想》发布	首次就推进“一带一路”建设海上合作提出中国方案，向国际社会阐释共建“21世纪海上丝绸之路”的核心理念，深化与沿线国家的海上合作。

数据来源：新华社，广发证券发展研究中心

目前一带一路沿线的许多新兴国家，受限于薄弱的经济基础，及较高的政府杠杆率，在基础设施建设融资上存在一定困难，以亚投行、丝路基金、中国进出口银行等为代表的一系列金融支持服务配套出台，伴随商业银行海外布局加快，中国承包商带资竞标将得到更多支持。2014年10月25日，孟加拉国、文莱、中国等21个国家的代表共同签订了成立亚投行备忘录。2015年，英国、法国、德国、意大利、澳大利亚等国纷纷加入亚投行。截至目前，亚投行成员国已达到93个，批复26个基础设施项目。亚投行依靠其自有资本金进行基建项目的融资业务，未来将进一步通过发行债务等多种方式吸引私人资本助力“一带一路”。

图 2：新兴市场杠杆率情况



数据来源：国际清算银行，广发证券发展研究中心

“一带一路”倡议提出4年以来，中国对外承包工程已经进入了发展的快车道。

随着我国“走出去”战略的逐步深化，中国政府逐步加大了对对外承包工程的政策扶持力度，促使中国企业对外承包工程规模不断扩大。根据商务部数据显示，2012-2017年我国对外承包工程业务完成营业额从1166亿美元增长到约1685.9亿美元，复合增长率约8%。企业新签合同金额从1565.3亿美元增长到2652.8亿美元，完成营业额和新签合同额稳定同步增长。截止2017年末，我国对外承包工程企业规模不断扩大，已经超过了4000家。

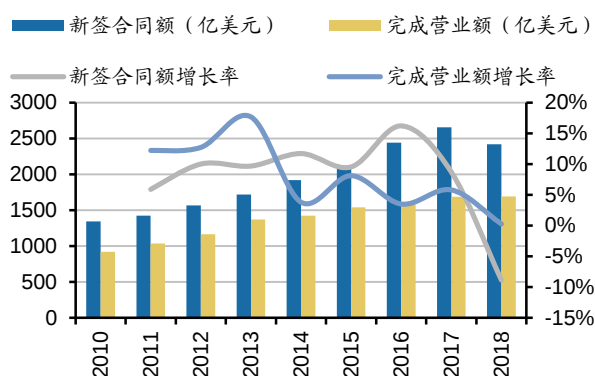
“一带一路”对外承包工程占我国对外承包工程比例自2015年以来呈稳定上升的趋势。商务部数据显示，2015-2017年，中国企业参与“一带一路”沿线国家对外承包工程项目合同由3987份增加至7217份，增长81%；新签合同金额由926.4亿美元提

升至1443.2亿美元，增长率约为55.8%；完成营业额从692.6亿美元增加至855亿美元，较2015年增长了17.5%。

基于2016年-2017年海外工程订单有所透支，2018年订单表现下滑。

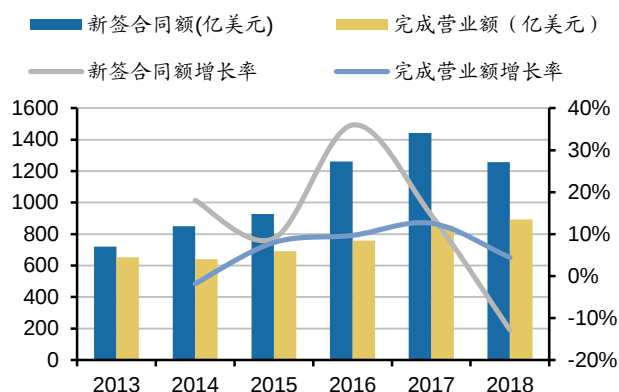
一大批重点基建合作项目，如巴基斯坦卡拉高速公路、阿联酋迪拜哈翔清洁燃煤电站、肯尼亚内马铁路等顺利推进实施，成为行业稳健发展的重要支撑。根据商务部数据统计，2018年，我国对外承包工程业务完成营业额1690.4亿美元，同比增长0.3%，新签合同额2418亿美元，同比下降8.8%。2018年，我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同7721个，新签合同额1257.8亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的52%，同比下降12.8%；完成营业额893.3亿美元，占同期总额的52.8%，同比增长4.4%。2016年我国对外承包工程业务新签合同同比增长16.2%，2017H1同比增长24.2%。然而2017年下半年以及2018年全年，海外订单呈下滑趋势。2016-2017H1订单有所透支，基数较高，导致18年订单下滑，完成营业额增速放缓，但整体海外需求依然保持稳定。

图 3：我国历年对外承包工程业务新签合同额和完成营业额（左轴）及同比增速（右轴）



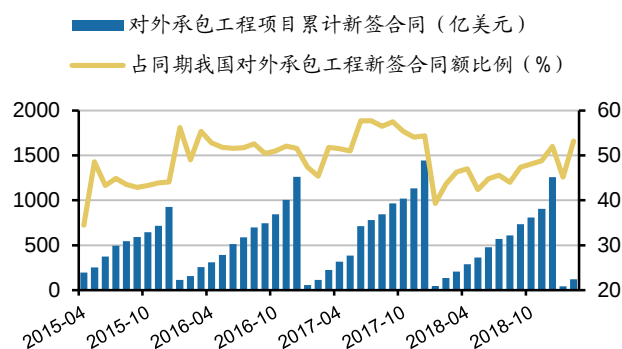
数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 4：我国历年与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签合同额和完成营业额（左轴）及同比增速（右轴）



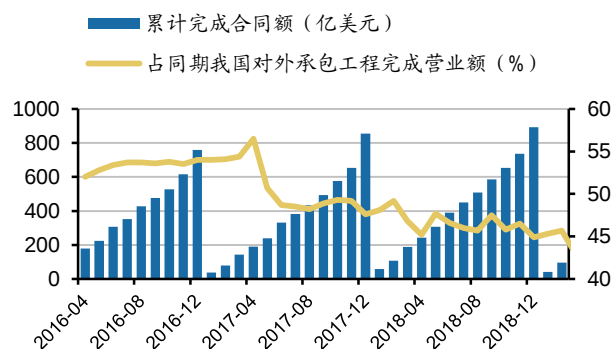
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 5: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签订单额月度累计值（左轴）及累计同比（右轴）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 6: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务合同完成额月度累计值（左轴）及累计同比（右轴）

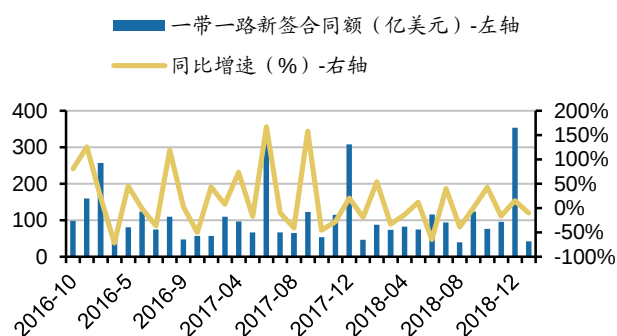


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

介于2018年基数较低，影响行业发展的外部挑战和各种困难仍将在相当长的一段时间内存在，但国际市场的巨大需求、国内政策的红利、国际合作的良好机遇将成为行业持续稳步发展的基础，2019年政府工作报告中多次提及“一带一路”，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛将于2019年4月下旬在北京举行，“一带一路”的重要性将被重新提升，沿线国家投资有望好转。预计2019对外承包工程订单将会有较好的同比增长趋势。

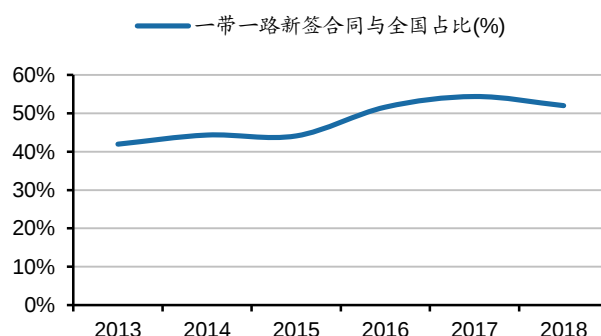
商务部统计，2019年1-2月，我国对“一带一路”国家投资合作积极推进。我国企业对“一带一路”沿线的48个国家有新增投资，合计23亿美元，同比增长7%。在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程合同额122.3亿美元，占同期总额的53.2%；完成营业额96亿美元，占同期总额的54.5%。2019年从中国企业对外承包工程的整体发展形势来看，中国企业对外承包工程规模仍将不断扩大。

图 7: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签合同额单月值及同比增速



数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

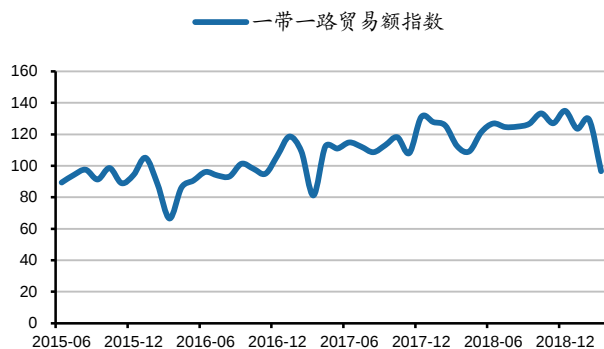
图 8: 我国与“一带一路”沿线国家对外承包工程业务新签合同额占同期我国对外承包工程合同额比例



数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

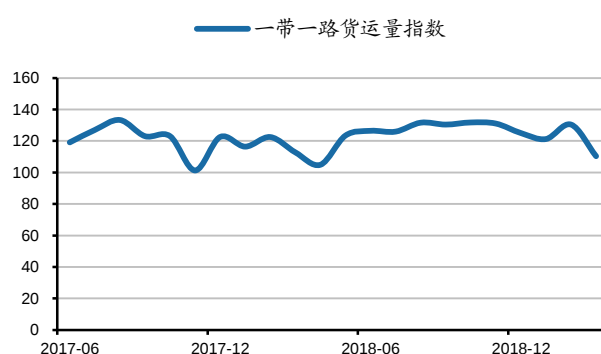
此外，2015年至今，一带一路贸易额指数持续呈攀升趋势，货运量指数也保持较高水平，我国对“一带一路”国家贸易总体保持增长态势。2013-2018年，中国与“一带一路”沿线国家进出口总额达64691.9亿美元，对外直接投资超过800亿美元。

图 9：一带一路贸易额指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10：一带一路货运量指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

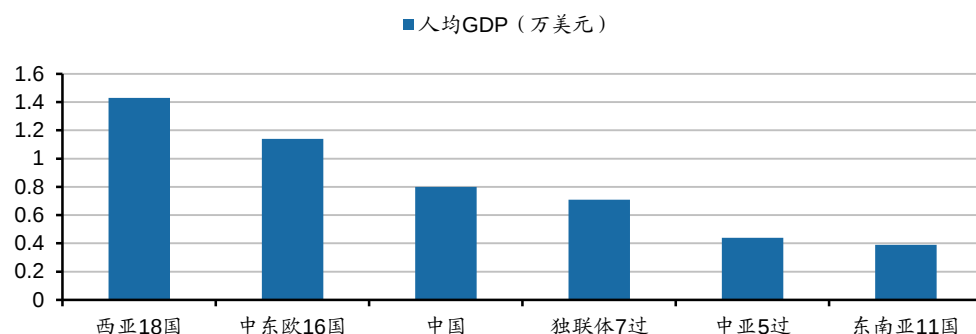
现状：“一带一路”沿线国家经济发展慢，基建水平滞后

1. “一带一路”沿线部分国家经济发展缓慢

“一带一路”沿线涵盖东亚及东南亚11国、西亚18国、南亚8国、中亚5国、独联体7国、中东欧16国，这些地区发展程度不均衡，国家经济发展水平参差不齐。仅人均GDP角度来看，西亚18国与中东欧16国位列中国之前，而中亚、东亚及东南亚以及南亚的24国合计人均GDP不及中国的一半。

“一带一路”沿线部分国家经济发展需要基础设施水平提高。2008年金融危机之后，发展中国家的经济受到了诸多影响。仅“一带一路”沿线各地区最近五年GDP增长情况来看，整体经济增速放缓，有些区域已经出现了GDP的负增长。因此，沿线许多国家都面临转变经济发展模式的现状，尤其是那些过度依赖资源出口带动经济发展的国家。而经济发展模式的转变对于相关配套设施的水平提出了新的要求，尤其是基础设施，需要较高的质量保证。

图 11: “一带一路”地区人均GDP

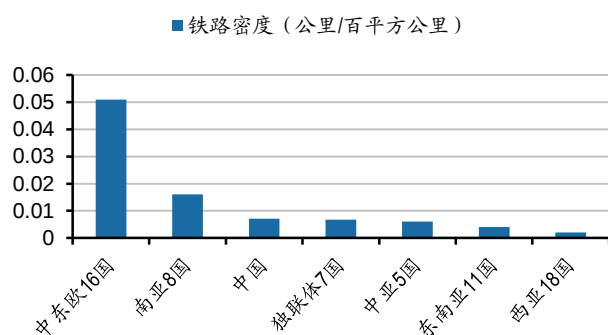


数据来源: WDI、广发证券发展研究中心

2. “一带一路”沿线国家基础设施水平不均, 基建已有存量不足

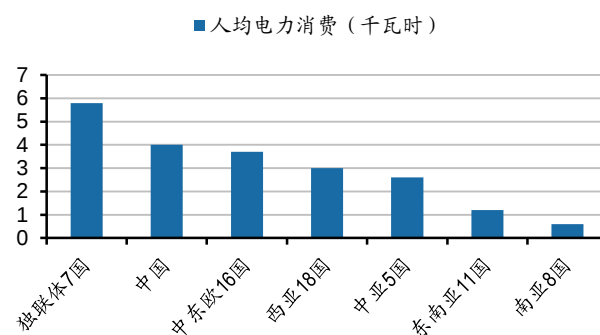
仅基建的存量来看, 中东欧和独联体国家的交通、电力设施建设较好, 中国紧随其后, 其他的国家则存量较低。这是由于中东欧和独联体国家由于发展时间比较长, 已有存量较高。但值得注意的是, 这两个地区基础设施建设普遍较早, 近年来也没有进行大规模的改造和重建, 因此其设施老化的情况较为普遍。而亚洲其他地区则由于发展起步较晚, 目前基建的存量还不足以满足经济转型的需求。

图 12: “一带一路”沿线国家铁路密度



数据来源: WDI、广发证券发展研究中心

图 13: “一带一路”沿线国家人均电力消费



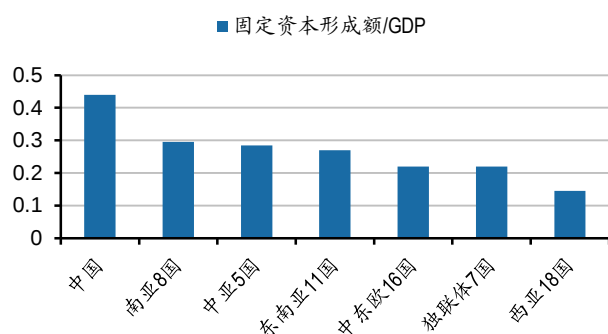
数据来源: WDI、广发证券发展研究中心

3. “一带一路”沿线国家基础设施水平滞后, 但新增基建投资力度不够

“一带一路”沿线国家基础设施水平滞后。根据世界经济论坛发布的《2016-2017 全球竞争力报告》中关于基础设施水平的排名 (排名数值越小表明水平越高) 可以看出, 中国基础设施评价位列全球第42位, “一带一路”沿线国家排名均在中国之后, 中亚、南亚地区的大部分国家排名低于“一带一路”沿线各国的平均水平。

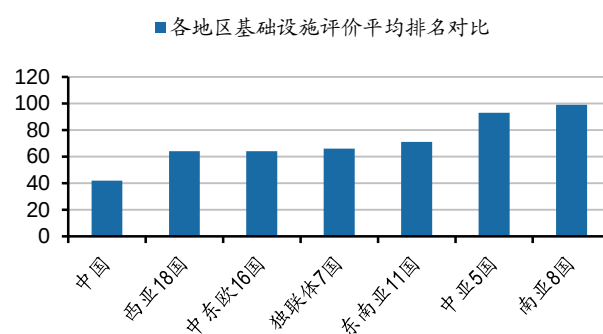
“一带一路”沿线国家新增基建投资力度不够。“一带一路”沿线国家不仅基础设施水平滞后, 而且其对基建的投资力度也仍然较低。中国的固定资本形成额与GDP 比重以44%位居第一, 其他地区则未超过 30%, 远不能满足经济发展、人民生活对基础设施的需求。

图 14: “一带一路”沿线国家固定资本形成额/GDP



数据来源: WDI、广发证券发展研究中心

图 15: “一带一路”沿线国家各地区基础设施评价平均排名对比



数据来源: 世界经济论坛《2016-2017全球竞争力报告》、广发证券发展研究中心

4. 基建是“一带一路”优先领域，交通、能源、通信是重中之重

基础设施建设是“一带一路”的优先领域。《推进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》明确提出：基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域，希望各国加强基础设施建设规划，逐步形成连接亚洲各次区域以及亚欧非之间的基础设施网络。交通基础设施、能源基础设施和通信基础设施将是基础设施建设重点，主要内容包括：1) 把交通基础设施与互联互通作为突破口，逐步形成连接亚洲各区域以及亚非欧之间交通运输网络；2) 加强能源基础设施互联互通合作，促进油气管道运输安全、电力电网建设改造；3) 加强通信干线网络建设，提高国际通信互联互通水平。

“一带一路”沿线基础设施建设实现多方共赢。对东道国而言，基础设施建设是释放发展潜力的前提。“一带一路”国家把基础设施建设作为优先发展领域，基础设施建设也是支持这一领域国际合作的强劲动力。对中国而言，基础设施建设有利于发挥我国企业的优势。中国企业在基础设施的总包、设计、施工、设备、管理经营以及融资等各个环节均具备较强的国际竞争力。而且，基础设施建设与互联互通还将带动中国具有较高性价比的相关装备出口。电力、交通运输、电信等设备大多是资本和技术密集型产品，这类设备出口将进一步优化中国出口结构。对国际社会而言，基础设施项目往往规模大、效益明显，具有较强的国际影响示范效应，能够坚定沿线经济体参与“一带一路”建设的信心。

需求端：经济一体化助推新兴市场国家基建需求，经济发展制约工程落地

新兴国家工业化、城市化为国际工程提供广阔市场

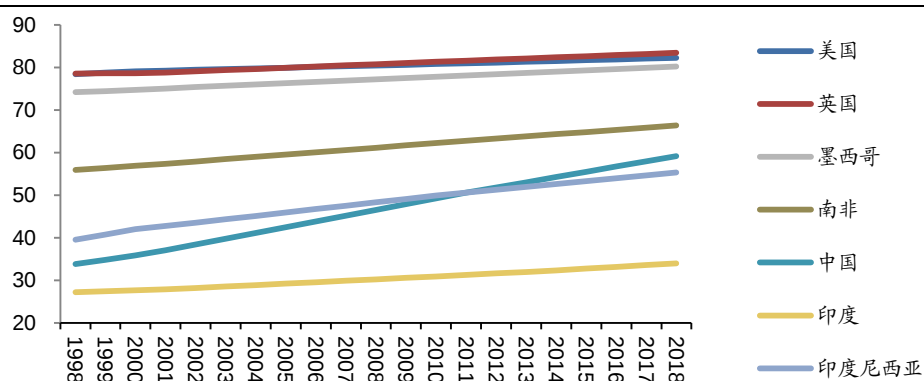
随着经济一体化的发展，跨区域互联互通基础设施的需求日益增长，全球基础设施建设正迎来一轮发展新机遇。据国际知名咨询公司麦肯锡测算，到2030年，为适应全球经济增长的步伐，各国需要在道路、桥梁、港口、发电厂、供水及其他基础设施领域投入57万亿美元。其中，发达国家出于更新升级老化基础设施和刺激经济复苏

的双重目的，不断推出规模庞大的基础设施建设计划。美国正计划进行自上世纪 50 年代以来最大规模的基础设施扩建和现代化改造。据美国全国商会估计，2013-2030 年，美国运输、能源以及废水处理和饮用水等基础设施建设至少需要 8 万亿美元以上的新投资。

“一带一路”沿线国家具有后发明显优势，同时具备人口红利和土地资源。未来十年间将是经济快速发展的时期。其中，印度截至2020年的适龄劳动力数量将上涨至9亿，适龄劳动力的平均年龄将下降到29岁，充足的人口红利保证了印度具备巨大的潜在市场和较低的劳动力成本。对于基建投资这一类与宏观经济走势的劳动密集型产业，提供大量的海外投资机遇。

在金融危机爆发后，以亚非拉为代表的新兴市场国家成为国际基础设施项目的主要需求国。亚非拉地区经济的较快增长和工业化、城镇化进程的加快将推高各国基础设施建设的需求。从国际基建市场的需求来看，新兴经济体和发展中国家新建基础设施的需求将持续扩大。据世界银行预计，发展中国家要想保持目前的经济增速，到2020年之前每年至少需要投入2万亿美元。据亚洲开发银行（Asia Development Bank）2009年的估计，2010-2020年亚洲基础设施投资总需求预计为8.28万亿美元；

图 16：印度、印度尼西亚等新兴市场国家城镇化率较低（单位：%）



数据来源：联合国，广发证券发展研究中心

新兴市场工业化和城市化加速发展，中心商务区建设需求提升

新兴市场的对城市中心商务区的建设需求持续提高，包括非洲、亚洲、和中东地区的新兴市场，对应的工业化和城市化进程加快。“一带一路”沿线国家非居民建筑主要集中在工业园区、会展中心、酒店、医院、体育场馆建设方面。非居民建筑业正成为“一带一路”沿线国家重点支持的跨国基建合作领域。其中，埃及政府以苏伊士经贸合作区为重点推动相关非居民建筑业发展，着力打造“产业 + 生活”的国际化产业基地和现代化新城；新加坡政府推动丹戎巴葛地区新城建设，提出用 10 年时间将该地区打造成为集商务、旅游、休闲、居住于一体的滨海新城；阿曼政府提出投资建设杜库姆经济特区和南巴提奈省物流区的开发计划，计划于 2020 年前完成相关基础设施建设项目；菲律宾总统签署了 2017-2019 年投资优先计划(IPP)，基础设施预算中用于学校、医院等非居民建筑升级改造的资金规模大幅上升。

“一带一路”公路、铁路建设备受关注，交通业长远布局

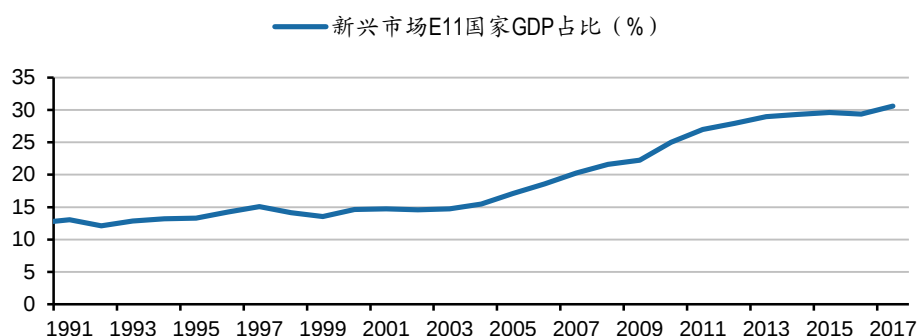
“一带一路”沿线国家交通业持续发展的重点领域主要包括公路、铁路基础设施建设。且“一带一路”国家交通产业值持续上升，由2008年的1606.5亿美元增长至2017年的2321.5亿美元，平均年增长率为7.3%。根据《工程新闻记录》报告显示，交通基础设施建设的份额占据全球基础设施投资的46%，其在“一带一路”沿线国家交通业中的产值占比由2008年的81.5%上升至2017年的86.8%，并将继续提升。交通业被视作“一带一路”建设的重要领域，大部分国家在中长期发展战略上把交通基础设施建设作为优先项目。巴基斯坦、印度、波兰、土耳其、印度尼西亚和伊朗等国先后在高速铁路和公路网络建设及升级改造方面制定了相应的发展规划。

表 2：重点国家交通行业发展规划

国家	类型	发展规划
巴基斯坦	公路	在 2010-2020 年内全面扩建公路网络，提高公路密度和道路运输速度，降低车辆运营成本和道路故障。
波兰	公路	根据 2014-2023 年国家道路建设方案，波兰政府将花费 1070 亿兹罗提用于建设 3900 公里的高速公路和 57 条新的环形路。
印度	铁路	政府计划以公私合营的方式对全国 22 个主要火车站进行现代化改造，并计划到 2020 年新增铁路 25000 公里。
马来西亚	铁路	计划到 2020 年投资约 500 亿美元推动铁路项目开发。
土耳其	公路	计划建设 1775 公里高速公路和 1.5 万公里多车道公路。
	铁路	发展以安卡拉为中心的高速铁路网络，包括伊斯坦布尔-安卡拉-锡瓦斯、安卡拉-阿菲永-卡拉黑塞尔-伊兹密尔、安卡拉-孔亚等三条高铁线。
	航空	投资 1.6 亿美元，建设一个空中交通导航控制中心；投资 9.37 亿美元，在 5 个国际机场建设接待能力超过 5000 万人次/年的 6 个航站楼；投资 221.52 亿欧元，建设伊斯坦布尔第三机场。
印度尼西亚	公路	2014-2019 年内，印尼政府将建设 2650 公里长的公路和 1000 公里的高速公路，维修全长 46770 公里的现有公路。
	铁路	2014-2019 年内，印尼政府将新建 3258 公里的铁路网。
	航空	印尼交通运输部计划在 2019 年之前新建 15 个机场。
	水运	2014-2019 年内将兴建 24 个大型港口项目。
伊朗	公路	预计十三五规划(2016-2021 年)末伊朗高速通车里程将超过 7000 公里。
	铁路	伊朗 20 年发展计划(2005-2025 年)，2025 年伊朗铁路总长达到 25000 公里。

数据来源：商务部《对外投资合作国别（地区）指南》，广发证券发展研究中心

图 17: 新兴市场国家GDP占全球GDP的比重不断提高

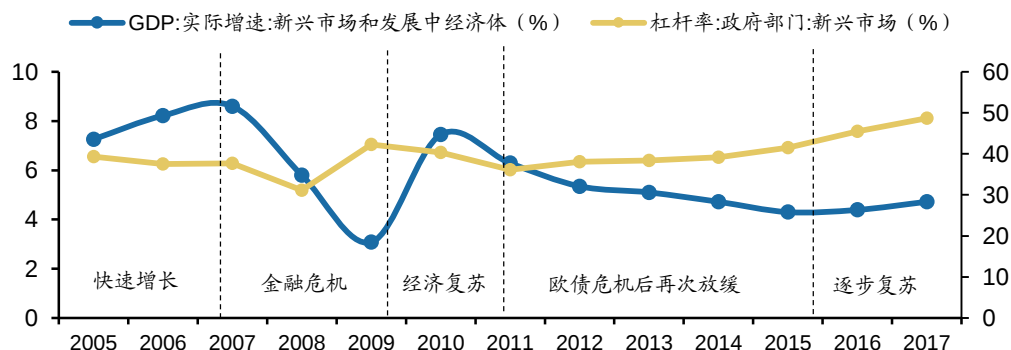


数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

沿线国家资金和技术存在缺口, 与中国企业形成对接

“一带一路”国家风险较高, 部分国家政府信用度不高, 导致这些地区的大型基建项目面临融资贷款压力。自金融危机以来, 新兴市场国家的经济经历了2009-2010年的复苏、2011-2015年的经济增速减慢及2015年以后的逐步复苏。金融危机前的快速增长及之后的复苏均带动了同一时期国际工程承包企业订单量的快速增长。而2011年之后, 新兴市场国家不仅经济增速放缓明显, 同时前期大量负债建设使得政府债务水平一路走高, 新兴市场国家的财政收入与国家经济增长情况息息相关。从而导致这一期间订单量也随之减少。近两年新兴11国与G7等发达经济体的经济增长均出现提速, 随之带来杠杆率的同步升高。另一方面基建制造商的技术的更新滞后于发达国家。国内金融机构包括银行、信托、资管等能保证相对充裕的资金供给, “一带一路”沿线国家在资金和技术上的缺口。能与中国的优质企业形成对接。从资金层面来看, 自2013确定“一带一路”战略以来, 国家设立了丝路基金专项投资机构和国开行、进出口银行等政策性银行, 为一带一路基础建设项目的融资贷款提供了贷款期限和利率等方面的优惠。

图 18: 新兴市场国家经济增长及债务负担情况



数据来源: 世界银行, IMF, 广发证券发展研究中心

供给端：政策、技术、金融环境日趋完善，我国建筑企业受市场认可

从世界范围看，经历了5次全球产业转移，目前正在经历第5次产业转移，本次产业转移是劳动力和技术的产业转移。主要因为中国制造业不再具备优势，高房价导致了中国的生产、经营、生活等成本大幅上升，许多低端制造业开始向东南亚国家转移。也就是说，第5次产业转移的输出国是中国，并且这种输出是双路线的：低端的产业向东南亚相关国家转移，高端的产业向美国、日本、欧洲等发达经济体回流。前面也提到了东南亚地区的基建水平明显落后，需要足够的空间支撑当期产业的升级与经济的发展。而对于我国而言，一方面，我国采取了一些列政策给这些国家提供了较好的政策、技术以及金融环境；另一方面，我国的建筑企业在对外工程承包上也具备很强的技术经验优势，在国际上也较为认可。

新政策、新金融、新技术成为基础设施行业发展的动能和方向

政策环境方面。国家高度重视中国对外承包工程行业的发展，各部门采取有效措施促进行业发展。对外不断推动一带一路倡议引领下的国际合作，推进自贸区战略，不断改善中国企业开展一走出去业务的经营环境；通过完善税收征管、改革行政审批制度，强化行业自律建设及风险防范等方式，规范行业经营秩序，促进对外承包工程业务可持续发展；通过一带一路倡议、中非合作论坛、中东欧16+1合作等方式，不断加强与相关国家和地区的合作，激发增长潜力，推动跨国基建业务向纵向发展。

技术环境方面。通过不断加强对科研技术的研发，一批具有国际领先水平的技术正以跨国基建项目为依托，服务于一带一路沿线国家的发展。其中，以特高压直流输电技术、高铁集成技术、超高层建筑为代表的工程建筑技术的应用，为相关基建项目的顺利建成奠定基础。

金融环境方面。由于一带一路沿线国家多为财政和金融实力有限的发展中国家，金融环境变化对相关国际基础设施投资和建设的影响至关重要。近年来，国际多边金融机构、各国央行及商业银行，积极拓宽基础设施建设融资路径。其中，通过亚洲基础设施投资银行、丝路基金、国家开发银行、中国进出口银行等金融机构的担保融资等方式（出口买方信贷），为对外承包工程业务的开展提供有利的金融支持。

表 3：国际多边金融机构支持“一带一路”项目融资

机构名称	性质	主要贡献
亚洲基础设施投资银行	亚洲区域多边开发机构	自 2016 年 1 月 16 日启动以来，亚投行共有 57 个签署国，并累计发放 17.3 亿美元的贷款以支持 7 个国家（巴基斯坦、孟加拉国、塔吉克斯坦、印度尼西亚、缅甸、阿塞拜疆和阿曼）的 9 个基础设施项目。
丝路基金	中长期开发投资基金	2019 年 3 月 23 日，丝路基金与意大利存贷款集团、意大利天然气管网运营公司签署了促进投资合作的谅解备忘录。
中国进出口银行	国有政策性银行	截至 2018 年一季度末，中国进出口银行支持“一带一路”建设贷款余额超过 8300 亿元，占全行表内贷款余额的 28%。

金砖国家开发银行

区域多边金融开发机构

金砖国家新开发银行于 2015 年 7 月 21 日开业。2016 年批准了 7 个基础设施项目，贷款总额 15 亿美元，2017 年批准 6 个项目，贷款总额为 18.5 亿美元。2018 年批准了 17 个项目，贷款总额为 48 亿美元，截至 2018 年底，已累计投资了 30 个基础设施项目，贷款总额约 80 亿美元

数据来源：wind，IMF，广发证券发展研究中心

我国国际工程承包企业名列前茅，技术经验均获国际认可

我国对外工程承包业务自七十年代末开始，中国建筑工程总公司等窗口公司抓住国际市场有利时机，率先进入中东市场，八九十年代继续稳步发展。进入二十一世纪后，对外承包工程业务不断发展：业务地域从亚洲不断扩展至非洲及拉美等多个新兴市场国家；从事对外承包工程业务的企业也从少数几家窗口公司，扩展至由中国铁建为代表的大量建筑国企；此外，在营业规模不断扩大的同时，也逐渐受到了国际市场的认可，成为推动世界承包工程领域不断发展的主要力量。2018年美国《工程新闻纪录》（ENR）前250名国际承包商名录中，我国内地企业上榜69家。我国对外承包工程企业已经从最初的土建施工发展到工程总承包、项目融资、设计咨询、运营维护管理等高附加领域拓展，为全球基础设施建设做出了巨大贡献。

从建筑央企及国际工程承包公司的收入增速看，近几年海外增速明显高于国内，海外订单承接较多，也证明了国内建筑企业在对外承包领域的技术能力。

表 4：历年进入国际承包商 50 强中国企业及海外营业额

	2018		2017		2016
企业名称	排名	排名	海外收入（亿元）	排名	海外收入（亿元）
中国交建	3	3	23102.0	3	21201.0
中国建筑	8	11	13971.7	14	10358.8
中国电建	10	10	12242.7	11	11595.9
中国铁建	14	23	7003.0	23	4945.0
中国能建	17	27	5459.3	-	4297.0
中国机械工业集团	25	31	4509.4	31	3992.2
中国石油集团工程设计有限责任公司	33	33	3699.6	73	1262.7
中国中冶集团	44	48	2862.2	49	2519.0

数据来源：2018ENR，广发证券发展研究中心

表 5：我国建筑企业历年国内及国外收入增速

公司	收入同比增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	平均增速
中国建筑	国内	17.7%	20.0%	0.1%	27.4%	7.4%	10.1%	-	13.8%
	国外	29.6%	6.3%	33.4%	18.4%	30.3%	6.8%	-	20.8%
中国中铁	国内	3.2%	16.7%	9.8%	1.4%	3.7%	5.8%	7.0%	6.8%
	国外	24.4%	1.2%	20.5%	11.6%	-8.6%	51.2%	2.8%	14.7%

中国铁建	国内	6.1%	21.1%	0.5%	0.8%	4.1%	7.8%	8.0%	6.9%
	国外	1.3%	22.0%	11.1%	17.0%	18.9%	15.6%	-6.4%	11.4%
中国交建	国内	-2.1%	7.1%	10.2%	8.9%	4.7%	4.9%	9.4%	6.1%
	国外	20.6%	46.3%	10.4%	20.6%	15.8%	35.3%	-18.9%	18.6%
中国电建	国内	8.6%	18.1%	17.3%	26.0%	16.3%	9.9%	-	16.0%
	国外	22.0%	5.2%	10.0%	27.5%	4.0%	17.0%	-	14.3%
中国中冶	国内	-1.4%	-10.1%	6.6%	-1.1%	3.6%	10.2%	17.0%	3.5%
	国外	-33.7%	29.3%	2.2%	31.4%	-21.9%	27.4%	42.1%	11.0%
中国化学	国内	28.9%	12.1%	10.1%	-10.9%	-24.7%	6.3%	-	3.6%
	国外	2.2%	27.9%	24.5%	2.3%	18.9%	20.5%	-	16.0%
中工国际	国内	-3.3%	-84.4%	-15.0%	79.2%	55.6%	-21.2%	30.5%	5.9%
	国外	59.0%	8.5%	3.9%	-17.3%	-4.0%	40.7%	-9.0%	11.7%
中材国际	国内	-20.4%	-29.4%	-34.8%	-31.3%	-27.3%	27.4%	47.6%	-9.7%
	国外	-8.6%	36.4%	43.8%	8.6%	-13.5%	-1.4%	1.3%	9.5%
中钢国际	国内	-11.9%	0.5%	528.4%	9.5%	-36.1%	-40.9%	94.7%	77.8%
	国外	0.0%	-14.9%	926.0%	-31.0%	80.5%	4.9%	-38.3%	132.4%
北方国际	国内	-40.7%	312.9%	-34.9%	-67.3%	1867.5%	30.9%	-42.2%	289.4%
	国外	-36.6%	56.6%	11.3%	57.2%	52.4%	3.1%	24.2%	24.0%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

国际工程有望受益于一带一路复苏，订单迎来新周期

涉及对外工程承包以及“一带一路”沿线国家投资的上市公司主要为几家建筑央企以及专门做国际工程承包的公司。从总体量上看，建筑央企的海外业务体量更大，但是从比重上看，国际工程承包公司的海外业务占比更高，且主要业务集中在“一带一路”沿线国家，因此我国对外工程承包的行情好坏对公司的影响更大。本文主要分析海外业务比重较高的国际工程承包企业。

表 6：中国 2018 年八大央企境外新签合同情况

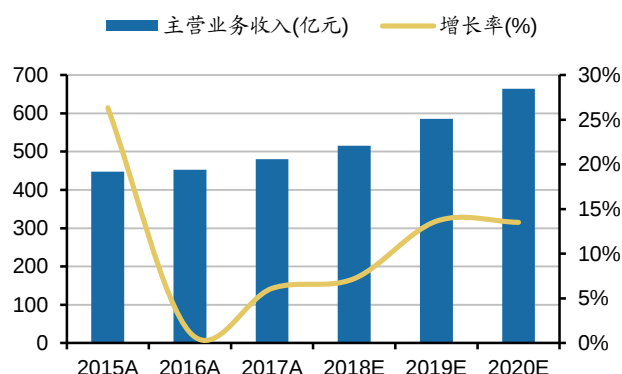
公司名称	2018 年海外收入		2018 年海外新签	
	金额（亿）	占总收入比重	金额（亿）	占新签合同比重
中工国际	94.2	92.8%	20.7	66.9%
北方国际	81.2	81.4%	-	-
中材国际	161.1	74.9%	309.86	77.8%
中钢国际	32.2	38.4%	192.1	73.4%
中国建筑	-	-	1556.0	6.7%
中国中铁	428.6	5.8%	1049.0	6.2%
中国铁建	355.5	4.9%	1302.2	8.2%

中国交建	953.8	19.4%	1590.1	18.0%
中国中冶	225.2	7.8%	443.1	7.0%
中国电建	-	-	1536.3	33.7%
中国化学	-	-	503.72	34.7%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2015年后国际工程板块收入增速放缓，16-18年SW国际工程板块营业收入保持低速稳定增长，增速逐年回升。18年营收保持低增长率系前期在手订单充足，但18年对外国际承包工程订单下滑，主要原因包括几点：（1）中美贸易摩擦因素；（2）16-17年订单高增带来需求透支，前期基数较高。2017年，受益于第一届“一带一路”国际合作高峰论坛的召开，论坛主要提出目标“推进中国经济社会发展和结构调整的同时，推动国际合作，实现合作共赢”，推进了“一带一路”的倡议实施进程，国际工程板块营业收入增速比16年提升4.95个百分点，净利润增速提升7.2个百分点。2019年4月下旬第二届“一带一路”国际合作高峰论坛将于北京召开，预计19年国际工程板块受益前期基数低，回暖增速会出现提升。

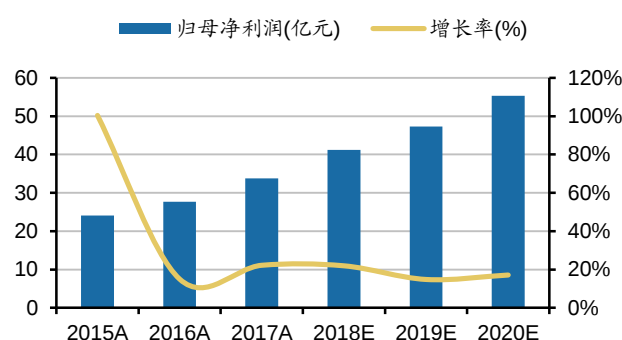
图 19：SW国际工程板块收入（左轴）及增长率（右轴）Wind一致预测



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注释：SW国际工程板块包括中材国际、中工国际、北方国际、中钢国际及神州长城5家公司

图 20：SW国际工程板块归母净利润（左轴）及增长率（右轴）Wind一致预测



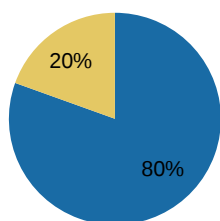
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注释：SW国际工程板块包括中材国际、中工国际、北方国际、中钢国际及神州长城5家公司

从海外营收占比看，18年中工国际/北方国际/中材国际/中钢国际海外营收占比分别为92%/81%/80%/62%；而从海外订单占比看，18年全年中工国际/中材国际/中钢国际海外订单占比分别为67%/71%/26%。第二届一带一路峰会将于4月下旬召开，根据新华网报导，外交部长王毅表示，本届峰会规格更高、规模更大、活动更丰富，将为相关企业开拓海外市场提供契机。一带一路峰会的召开将给国际工程行业带来更大的投资机会。

图 21: 中材国际海外收入占比情况 (2018)

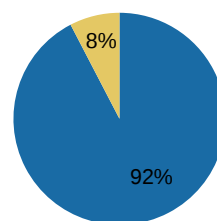
■ 海外收入 ■ 国内收入



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 22: 中工国际海外收入占比情况 (2018)

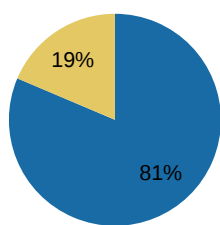
■ 海外收入 ■ 国内收入



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 23: 北方国际海外收入占比情况 (2018)

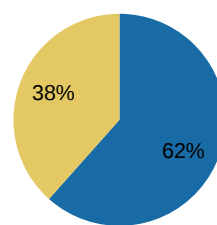
■ 海外收入 ■ 国内收入



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 24: 中钢国际海外收入占比情况 (2018)

■ 海外收入 ■ 国内收入



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

国际工程承包公司订单存在 4 年周期，19 年订单有望迎来新周期

国际工程板块的四家主流公司分别为中材国际、北方国际、中工国际和中钢国际。汇总4家公司的新签订单情况,可以发现国际承包公司订单存在一定的周期性: 2005-2018年这段时间内,存在4年大周期,2年小周期的特点,2007、2011、2015分别是其新签订单额的阶段性高点,即存在4年左右的周期,2019年国际工程公司订单有望迎来新一轮周期。下面我们通过分析供给侧及需求侧的影响因素,具体考察各个阶段新签订单周期的形成原因。

国际工程承包三个周期:

2009年之前: 快速增长后的衰落

金融危机前,全球及新兴市场国家经济的快速增长,保障了基础设施建设的充足资金,基建项目不断增加,从而促使中工国际等国际工程承包公司新签订单保持增长。但金融危机致使全球经济陷入停滞,依赖发达国家的新兴经济体经济也受到拖累,导致基建资金的减少和项目招标的暂停。

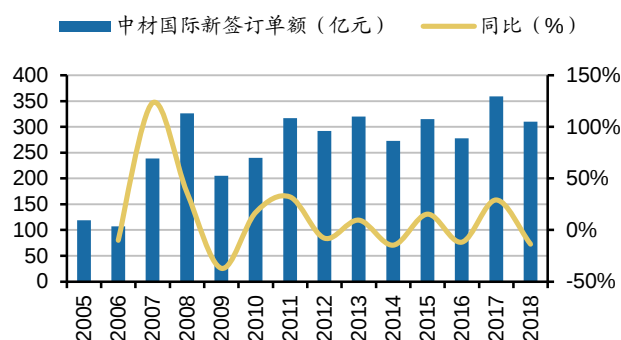
2009-2014: 危机后的复苏

自2009年起,新兴市场国家率先复苏,从而推动基建项目增加。叠加我国对外承包业务不断受到市场认可,国际工程承包公司新签订单快速增长,于2011年达到峰值。2011年欧债危机导致的经济放缓,及新兴市场国家较高的政府债务水平,导致基建订单逐渐走低。

2015年-至今: 一带一路助力订单增长

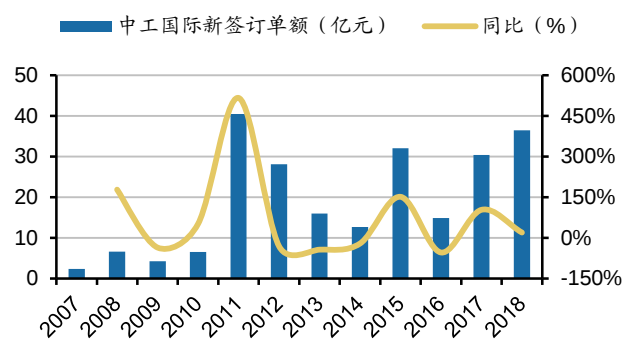
2015年,“一带一路”规划进入订单转化期,与此同时新兴市场逐渐复苏,企业订单也快速增加。但短期项目增加的背后,是债务高企问题的长期存在。这一经济现实在2018年尤其明显。

图 25: 中材国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)



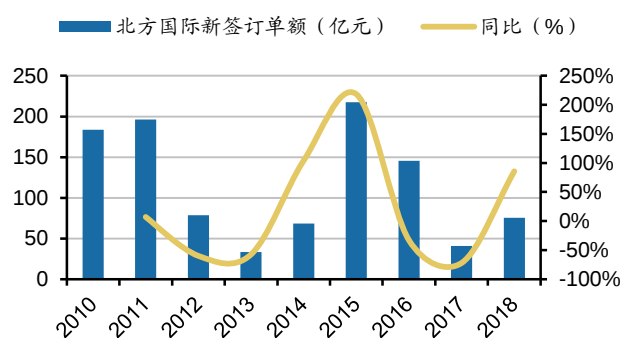
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 26: 中工国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)



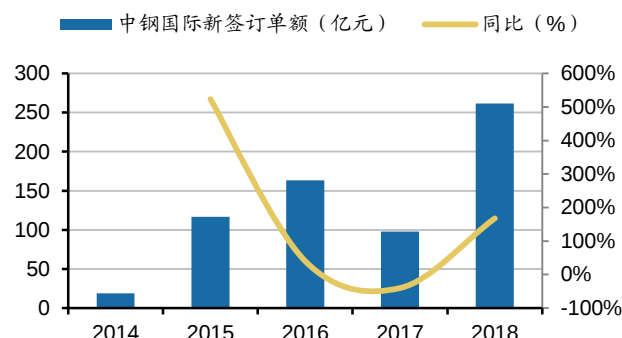
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 27: 北方国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)



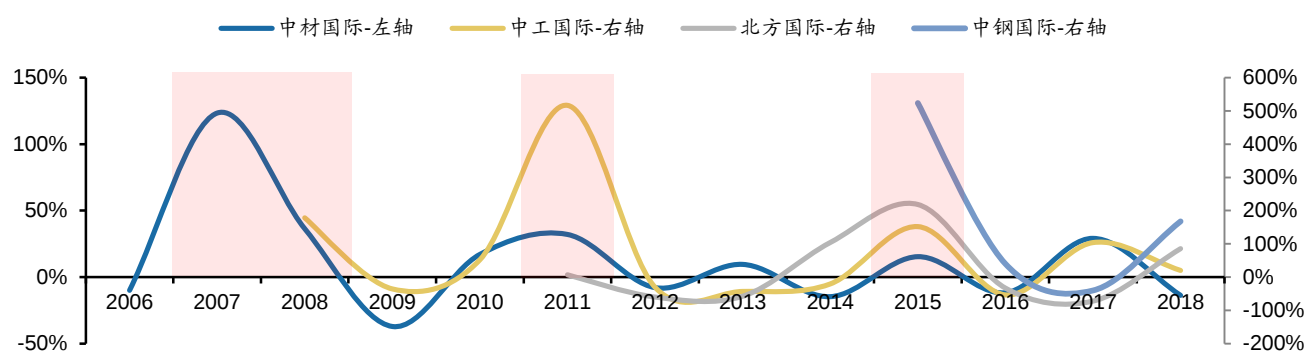
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 28: 中钢国际新签订单(左轴)及同比增速(右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 29：国际工程企业新签订单额同比增速情况（单位：%）

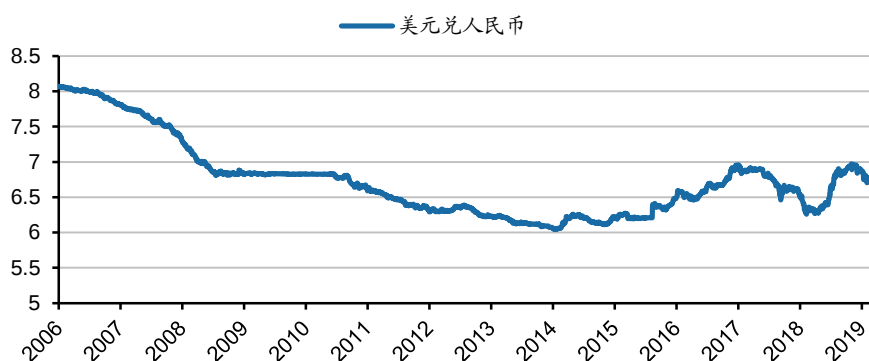


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

人民币汇率升值趋势渐显，套保对冲风险

美联储发布3月议息会议声明，表示维持基准利率及当前缩表计划不变，符合市场之前的预期。本次议息会议表明美联储货币紧缩周期即将结束，年内或不再加息。但近期，美国长期和短期国债收益率倒挂现象，这种国债收益率倒挂和经济衰退之间的“相关性”，给全球资本市场带来巨大压力，成为近期全球股市的重要波动源。不过，经济学家普遍认为，当前美国国债收益率倒挂并不必然意味着美国经济将衰退，预示美联储或将降息。美联储或将降息的决定可能致使人民币升值，国际工程板块公司恐将面临汇兑损失。但是目前部分公司已经采取套保措施来对冲汇率风险。针对于不可预期的汇兑风险，中材国际自18年起积极采取外汇套保措施，18年度汇兑收益1.3亿元，其中，根据公司18年12月底公告，公司采取套保措施形成投资收益-1.1亿元。套保措施在一定程度上减少了汇兑对公司净利润的影响，外汇波动对其报表影响已减弱。19年公司将延续外汇套保策略，预期近期人民币升值不会对其利润增长造成影响。

图 30：2005-2019 美元兑人民币平均汇率走势图



数据来源：中国货币网，广发证券发展研究中心

全球地缘政治不稳定，不确定性同时提供新机会。

中美贸易摩擦目前处于缓解状态，在基础设施融资和建设方面的伙伴关系也在发生变化，从传统的援助和投资伙伴转向合作伙伴。中国已与日本一道，成为东南亚重大基础设施项目的关键参与者。亚洲、印度和日本签署了建立亚非增长走廊的协议；欧洲和韩国公司也在该地区争夺与铁路相关的合同。这为亚洲国家要求更优惠的交易提供了机会。亚投行、新开发银行等多边机构的成立，也为亚洲提供了新的选择。

表 7：中美贸易摩擦主要事件



数据来源：新华社、广发证券发展研究中心

我们将国际工程板块内净利润进行调整，用去除汇兑损益前后的归母净利润变化值/去除汇兑损益前后的归母净利润作为公司的敏感度，测算发现中工国际与北方国际对汇率较为敏感。而在此期间，中材国际/中工国际/北方国际/中钢国际的汇兑损失影响归母净利润变化值分别为1.07/2.96/1.19/-0.06亿，对应业绩的敏感性（汇兑损益对净利润影响值/去除汇兑损益后的归母净利润）分别为8.45%/19.53%/25.32%/-1.44%。其中中工国际与北方国际对汇率变动较为敏感，若人民币处于贬值期间，公司业绩提升较为明显。

表 8：2018 年国际工程公司因人民币贬值带来的归母净利润变动情况（单位：亿元）

公司名称	中材国际		中工国际		北方国际		中钢国际	
	原利润表	去除汇兑损失	原利润表	去除汇兑损失	原利润表	去除汇兑损失	原利润表	去除汇兑损失
营业总收入	215.01	215.01	101.50	101.50	99.81	99.81	83.67	83.67
营业总成本	197.05	198.38	87.57	89.82	92.46	94.06	78.28	78.18
其中：汇兑损失	(1.32)	0.00	(2.25)	0.00	(1.61)	0.00	0.09	0.00
其他收益	0.21	0.21	0.08	0.08	0.04	0.04	0.16	0.16
投资净收益	(1.23)	(1.23)	0.03	0.03	0.61	0.61	0.58	0.58
公允价值变动净收益	(0.00)	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.05	0.05	(0.21)	(0.21)	(0.02)	(0.02)	0.03	0.03
营业利润	16.98	15.66	13.83	11.57	7.98	6.37	6.16	6.25
加：营业外收入	0.53	0.53	0.05	0.05	0.01	0.01	0.28	0.28

减：营业外支出	0.52	0.52	0.08	0.08	0.04	0.04	0.19	0.19
利润总额	17.00	15.68	13.80	11.54	7.95	6.34	6.26	6.35
减：所得税	2.97	2.74	2.01	1.68	1.77	1.41	1.99	2.02
净利润	14.03	12.94	11.79	9.86	6.18	4.93	4.26	4.33
减：少数股东损益	0.36	0.33	(0.22)	(0.18)	0.29	0.23	(0.15)	(0.15)
归母净利润	13.68	12.61	12.00	10.04	5.89	4.70	4.41	4.47
Δ净利润/净利润 (%)	8.45%		19.53%		25.32%		-1.44%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心，

假设：所得税有效税率保持不变，少数股东损益占净利润比例保持不变

国际工程公司海外收入比重高，有望受益“一带一路”复苏

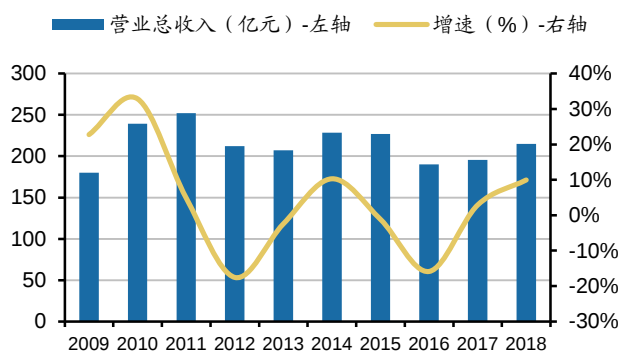
中材国际：净利润保持高增速，负债率连续多年下降

全年公司收入规模保持较好增长，盈利能力持续提升，公司2018年实现营业收入215.0亿元，同比增长10.0%，实现归母净利润13.68亿元，同比增长40.0%。公司18年毛利率/净利率分别为18.9%/5.3%，较17年提升3.1/1.2pct，创历史最高，公司盈利能力提升主要受益于两材重组带来的业务协同效应。公司资产负债率连续五年保持下降；全年新签合同额310亿元。受人民币贬值的影响，公司18年实现汇兑收益1.3亿元，较17年增加5.2亿元。多元化工程业务保持较好增长，伴随属地化经营模式的深入推进，成功获取泰国钾盐矿、埃及跨苏伊士运河大桥等多个在当地较具影响力的项目。

加大生态环保工程建设，领域新签增长较快

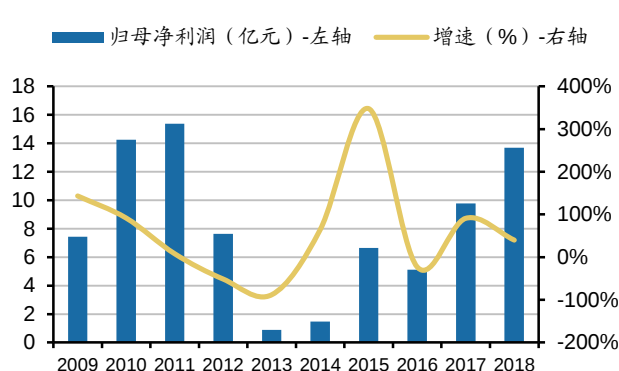
节能环保业务取得积极进展，在水泥窑协同处置工程服务及运营、生态环境综合治理、环保工程、节能改造等多领域新签合同额32.54亿元，同比增长32%。实施上市公司股权激励计划，489名激励对象的股票期权登记完成；公司被国资委列入国企改革“双百行动”试点单位；加大生态环保工程、水泥窑协同处置平台建设。看好公司传统水泥工程及装备业务的稳健增长，环保、运营服务及多元工程占比有望逐渐提升，以及公司在水泥窑协同处置危废产业领域具备技术优势及发展潜力。

图 31：中材国际收入（亿元）及增速（%）



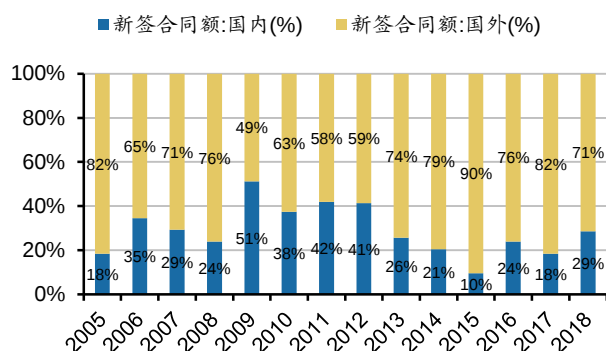
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 32：中材国际归母净利润（亿元）及增速（%）



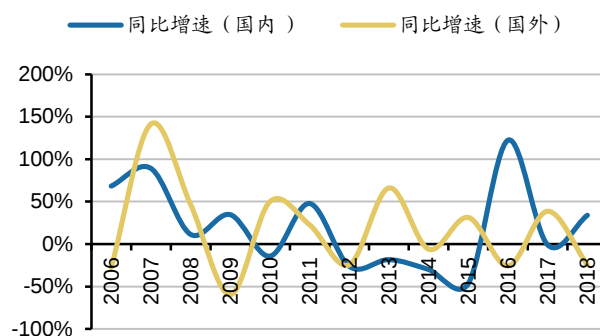
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 33: 中材国际国内外新签合同占比 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 34: 中材国际新签合同国内外同比增速 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

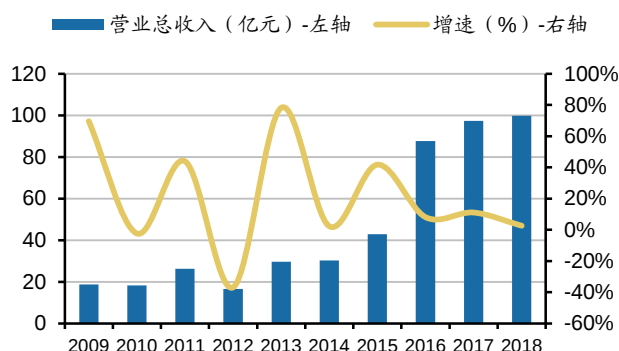
北方国际: 加大海外投资力度, 利用品牌优势拓展渠道网络建设

公司国际工程业务目前采用的经营模式以EPC工程总承包模式为主, 随着公司转型升级战略的稳步实施, 公司加大海外投资力度, 老挝南湃水电站项目、克罗地亚塞尼风电项目等重大投资项目按计划逐步落地, 公司积极培育全产业链体系化竞争优势, 国际工程板块逐步形成EPC工程、投资驱动和协同发展三种业务模式并行的经营格局。公司积极发挥NORINCO整体品牌优势, 加快海外市场渠道网络建设, 目前公司海外渠道已遍布全球数十个国家和地区, 形成了较强的市场机会捕捉能力。

在手订单充裕, 市场结构不断优化

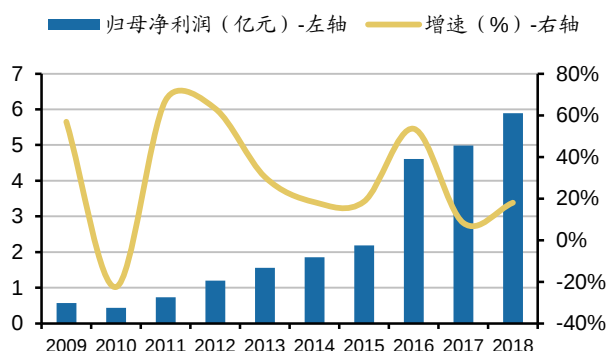
公司累计已签约未完工项目合同额153.32亿美元, 已生效正在执行项目合同额64.79亿美元, 已签约未生效合同额88.53亿美元。公司在手订单非常充裕, 未来营收保障系数较高。公司近两年开拓了伊拉克、哈萨克斯坦等新市场, 减少对伊朗市场依赖, 市场结构不断优化。

图 35: 北方国际收入 (亿元) 及增速 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 36: 北方国际归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

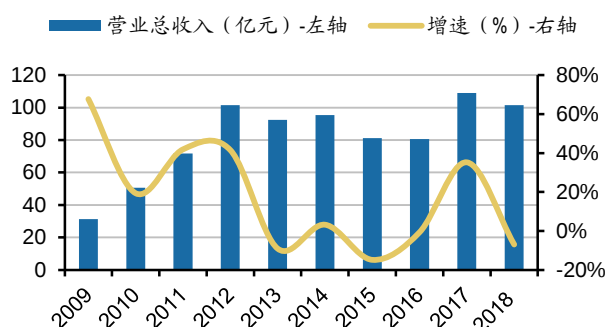
中工国际：在手订单充足，新签合同额、完成营业额居高位

公司2018年实现营业收入101.50亿元，同比下降6.95%；实现归属于上市公司股东净利润12亿元，同比下降19.12%。业绩下降的主要原因为国际经济形势复杂，经济动能放缓，使得部分项目生效滞后，导致报告期营业收入出现一定程度的下滑，公司全年业绩同比下降。根据公司年报，公司在手海外订单为89.73亿美元，同比增长5.38%。充足在手订单支撑未来业绩增长。2018年度公司新签合同额全国排名第22名，完成营业额排名第21名。

巩固传统市场，加大新市场开发

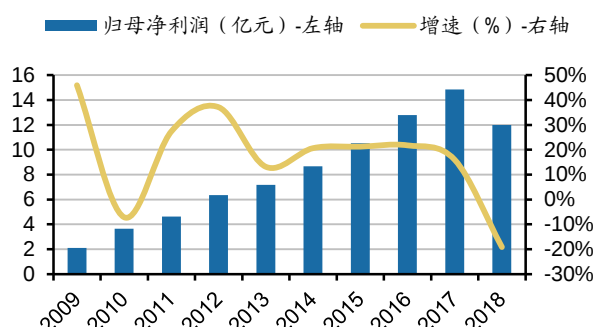
公司2018年海外业务实现新签合同额20.7亿美元。在菲律宾、埃塞俄比亚、厄瓜多尔等传统市场实现了新项目及部分补充合同的签署，在阿塞拜疆、毛里塔尼亚实现了新市场开发的突破。公司签署的阿塞拜疆钢铁综合体建设项目合同金额11.7亿美元，是公司在“一带一路”沿线国家成功开发的重大项目。国内业务新签合同额累计为10.24亿元。2018年8月，公司被纳入本次“双百企业”名单。按照国资委部署，结合实际情况，公司于2018年10月正式启动“双百行动”工作，制定了综合改革实施方案并完成上报。

图 37：中工国际收入（亿元）及增速（%）



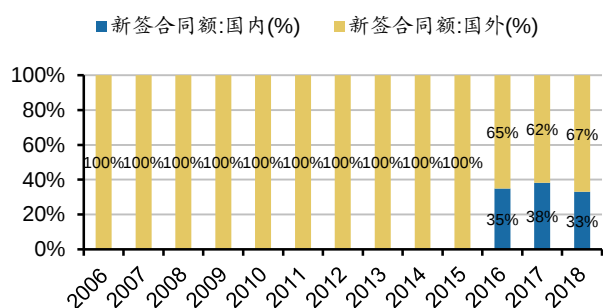
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 38：中工国际归母净利润（亿元）及增速（%）



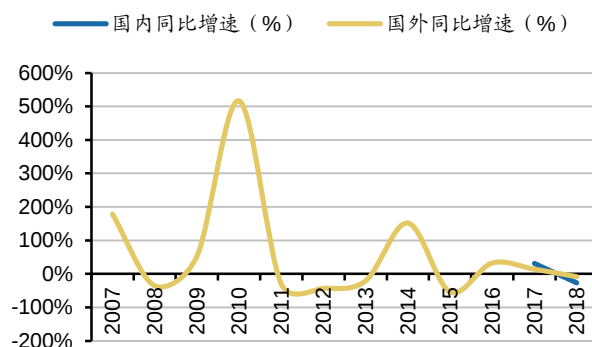
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 39：中工国际国内外新签合同占比（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 40：中工国际新签合同国内外同比增速（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

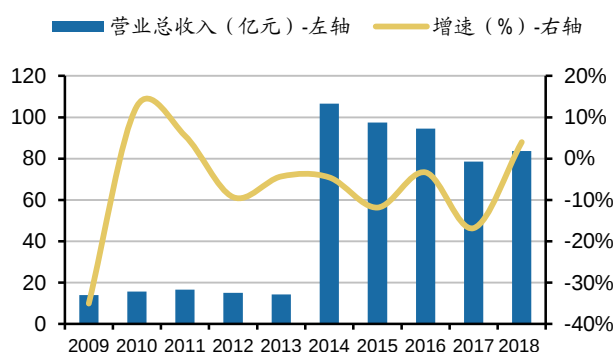
中钢国际：新签订单大幅增长，营收和净利润增速由负转正

公司2018营业收入同比增速3.99%，归母净利润增速2.01%。营收及净利润增速由负转正，归母净利润同2017年相比较大提升20.6pct。公司国内业务规模及占比大幅提升。2018年公司新签合同261.75亿元，同比增长166.47%，其中新签国内合同192.08亿元，同比增长318.20%，新签国外合同69.66亿元，同比增长33.19%。截至2018年，已开工未完工项目预期收入201.06亿元，已签订尚未开工项目金额190.24亿元。2018新签订单增速大幅提升，19年业绩预计会出现较高增长。

推进“国际化、多元化”战略转型和高质量发展

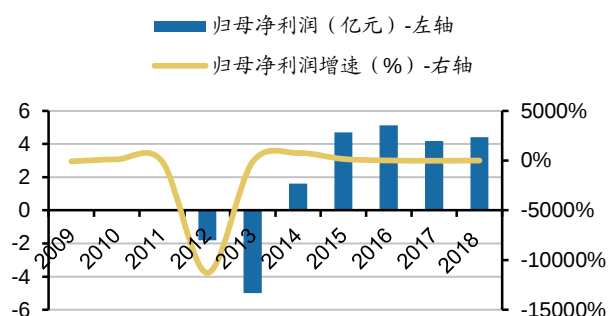
公司在焦化业务实现了技术、市场双突破。俄罗斯MMK250万吨焦化项目和广西柳钢防城港350万吨焦化项目使公司在焦化领域跻身国际顶尖工程技术公司行列，大大提升了公司在国内外焦化工程总承包市场的地位。同时，公司多元化业务领域取得新进展。山西立恒钢铁30万吨乙二醇及联产LNG项目采用特殊工艺，用转炉、焦炉煤气生产乙二醇，成为首例钢铁和化工跨领域项目。内蒙古经安年产120万吨镍铁合金项目，实现了公司在铁合金领域工程总承包技术和市场的新突破。武汉青山北湖生态试验区水生态综合治理一期PPP项目积极推进，为公司推动以水治理为龙头的市政工程业务提供重要机遇。

图 41：中钢国际收入（亿元）及增速（%）



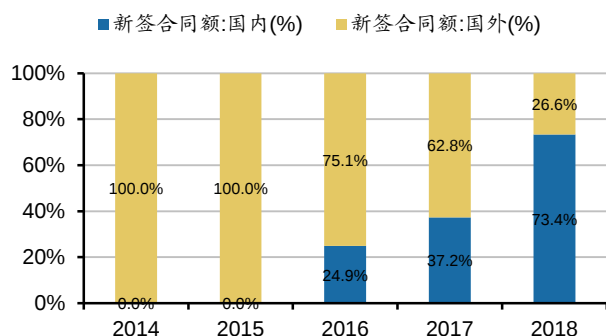
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 42：中钢国际归母净利润（亿元）及增速（%）



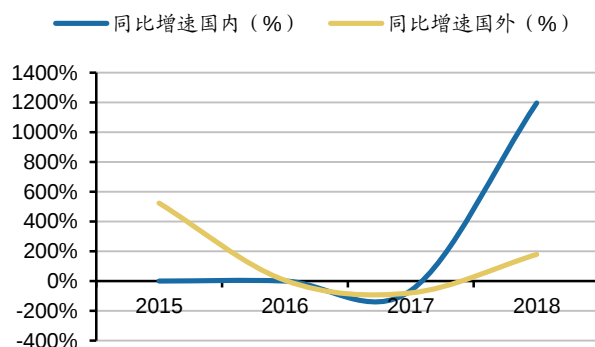
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 43：中钢国际国内外新签合同占比（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 44：中钢国际新签合同国内外同比增速（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

核心观点

● 第二届峰会即将召开，一带一路再迎风口

根据外交部新闻，3月8日，外交部部长王毅在两会记者会上表示第二届“一带一路”国际合作高峰论坛已经确定将于4月下旬在北京举办。商务部数据显示，18年我国企业对“一带一路”沿线非金融类直接投资同比增长8.9%，较17年增速提升10.1pct，19年1-2月，我国企业对“一带一路”沿线的48个国家有新增投资，同比增长7%。我国对“一带一路”国家投资合作继续积极稳步推进。从中国企业对外承包工程的整体发展形势来看，中国企业对外承包工程规模仍将不断扩大。

● 一体化助推新兴市场国家基建需求，一带一路助力国际承包公司拿单

从世界范围看，目前正经历第5次产业转移，本次产业转移是劳动力和技术的转移。主要因为中国制造业不再具备优势，高房价导致了中国的生产、经营、生活等成本大幅上升，许多低端制造业开始向东南亚国家转移：

从需求端看：经济一体化助推新兴市场国家基建需求，但是经济发展也制约工程落地。一方面，新兴国家工业化、城市化加速发展，为国际工程提供广阔市场。另一方面，当地经济发展相对缓慢，也在一定程度上制约了后期订单落地，不过沿线国家资金和技术存在缺口，正好与中国企业形成对接。

从供给端看：环境方面，政策、技术、金融环境均为相关国家的发展提供了一个发展的便利条件。政策环境方面，推进自贸区战略，通过一带一路倡议、中非合作论坛、中东欧16+1合作等方式加强与相关国家和地区的合作。技术环境方面，加强对科研技术的研发，服务于一带一路沿线国家的发展。金融环境方面，通过亚投行、丝路基金、中国进出口银行等金融机构融资担保等方式。此外，我国的国际工程承包企业ENR排名中均名列前茅，国际认可度较高，近几年海外收入也实现快速增长（高于国内业务增速）。

● 国际工程有望受益于一带一路复苏，订单迎来新周期

国际工程企业：我国主要从事国际工程的公司为建筑央企和专门的国际工程公司，其中，建筑央企海外收入及订单体量较大，但收入占比明显低于专门的国际工程公司，“一带一路”复苏将对国际工程承包公司产生更大影响。

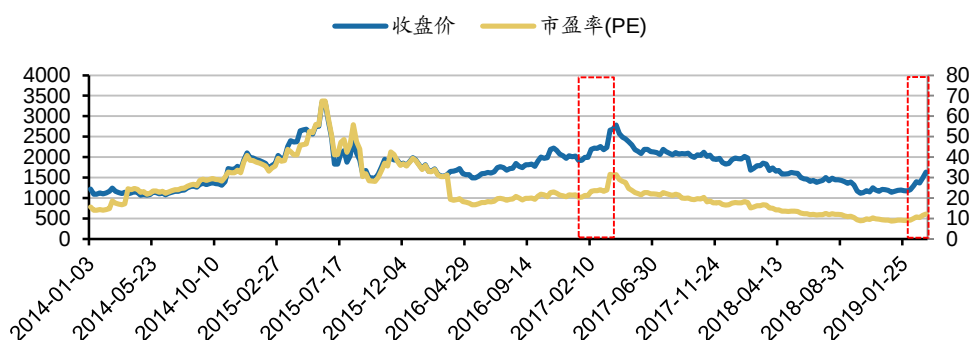
从海外营收占比看：根据公司年报，18年中工国际/北方国际/中材国际/中钢国际海外营收占比分别为92%/81%/80%/62%；从海外订单情况看，18年国际工程企业海外订单增速明显下滑，主要受中美贸易摩擦及前期订单高增造成的高基数以及需求透支影响。但是汇总4家国际承包公司的新签订单情况，可以发现国际承包公司订单存在一定的周期性：05-18年期间存在4年大周期，2年小周期的特点，2007/2011/2015是新签订单的阶段性高点，存在4年左右的周期，19年国际工程公司订单有望迎来新一轮周期。

从汇率对业绩的弹性看：18年北方国际/中工国际/中材国际/中钢国际的汇兑损失影响对应业绩的敏感性（汇兑损益对净利润影响值/去除汇兑损益后的归母净利润）分别为25.3%/19.5%/8.5%/-1.4%。其中中工国际与北方国际对汇率变动较为敏感，若人民币处于贬值期间，公司业绩提升较为明显。

● 复盘第一届“一带一路”峰会期间国际工程板块的涨跌幅情况

第一次“一带一路”峰会召开时间为2017年5月14日至15日，而SW国际工程板块上涨期间为1月上旬至4月上旬，维持期间在三个月左右，其中3月上旬至4月上旬期间涨幅最大，国际工程公司上涨幅度基本都超沪深300指数10个百分点。第二届“一带一路”峰会将于4月底在北京召开，而近期国际工程板块市场表现也相对较好，截止4月8日，SW国际工程承包板块指数收盘价较3月14日收盘价已上涨27.8%，跑赢沪深300指数18.1pct，随着峰会的临近以及国际工程承包公司自身基本面的改善，我们看好未来公司工程公司的发展，关注海外收入占比较高及汇率弹性较大的公司如中工国际以及业绩增速较高的中材国际等。

图 45: SW 国际工程板块指数走势及 PE 走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 2017 第一届“一带一路”国际工程板块较沪深 300、建筑装饰板块超额收益

公司	中材国际	中工国际	中钢国际	北方国际
涨跌幅 (2017/3/15-2017/4/14)	17.60%	13.02%	8.23%	14.53%
超额收益 (相对于沪深 300 指数)	16.94%	12.36%	7.57%	13.87%
超额收益 (相对于建筑装饰)	11.33%	6.74%	1.95%	8.25%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

人民币升值致国际工程公司产生汇兑损失；一带一路沿线国家经济下滑致海外项目减少；项目所在国存政治风险；融资环境恶化使境外项目融资难度加大。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
尉凯旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。