



乘“一带一路”之长风，夯强国之基业

投资要点

- **建筑业是国民经济的支柱产业，建筑行业的崛起间接体现了国家的崛起。**50%以上固定资产投资通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值，直接提供约五千万的就业岗位，与国家经济的发展、人民生活的改善有着密切的关系，其产业关联度高，就业容量大，肩负着重大的社会责任，是很多产业赖以发展的基础性行业。

- **建筑工程行业通过“一带一路”的再崛起之路：**

中国建筑企业目前比任何时候都需要加强全球化的进程。过去二十多年中，中国建筑企业的快速发展更多的是依赖于国内市场突飞猛进的投资带动。但是从周期角度来说任何一个行业的发展都不可能持续景气，近年来建筑行业投资下行，“拐点”似乎已经到来，建筑行业急需寻找出路。

“一带一路”倡议的适时出台为中国建筑企业带来了新的希望和机遇。“一带一路”及周边国家发展水平较低，基础设施建设不完善，中国建筑工程企业通过在交通、电力和房建等领域的优势将建筑产能外输。“一带一路”拓宽了建筑业的发展和投资领域，引导建筑业和相关企业将业务范围扩展到更加广阔的国际市场。

整体环境利于海外工程迎来黄金时代。国际环境趋缓，政策持续加码，亚投行等机构为建筑业提供了资金、信贷及保险支持，国际工程迎来蓬勃发展的盛况。

- **“一带一路”倡议在推进中持续兑现。**“一带一路”倡议为国内建筑业带来了巨大的增量市场空间，为中国建筑企业国际化提供新的发展道路。从基本面来说，“一带一路”订单持续高增长，前三季度我国在“一带一路”沿线 61 个国家新签合同额 967.2 亿美元，同比增长 29.7%，建筑企业新签单量受益于“一带一路”持续推进。
- **投资策略与重点关注个股：**上半年大型央企、国企订单增长明显。这是源于大型央企、国企可以凭借综合实力优势，国内大量基建订单向央企、国企集中，行业“马太效应”将得到进一步体现。同时，“一带一路”倡议使得大型央企、国企加速海外布局，随着海外业务推进力度增加，海外订单数额也明显提升。整个建筑行业央企、国企订单高增长，未来业绩得到保障。推荐中国建筑（601668）并建议关注葛洲坝（600068）、北方国际（000065）。
- **风险提示：**政治与社会安全风险、汇率风险、竞争及贸易保护的风险及项目自身风险。

重点公司盈利预测与评级

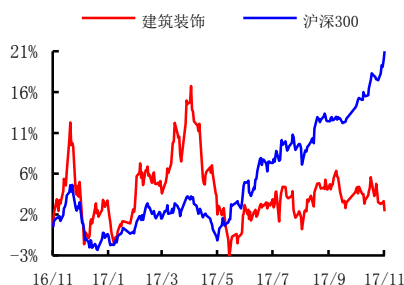
代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
601668	中国建筑	9.62	买入	1.00	1.14	1.30	10	8	7

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	120
行业总市值(亿元)	22,242.01
流通市值(亿元)	20,745.39
行业市盈率 TTM	16.84
沪深 300 市盈率 TTM	14.1

相关研究

目 录

1 大国崛起，建筑行业乘风出海	1
1.1 建筑业是国民经济的支柱产业	1
1.2 “一带一路”带来良好发展契机	2
1.3 海外建筑巨头带来的启示	3
2 内外助力，中企出海万事俱备	6
2.1 国际环境利好，海外工程迎来发展黄金期	6
2.2 政策加码，“一带一路”持续推进	6
2.3 信贷支持全面放开，中企出海核心障碍解除	7
2.4 人民币贬值预期利好国际工程企业	8
3 厚积薄发，海外工程借势起飞	9
3.1 “一带一路”发展以点带面，逐步推进	9
3.2 中企海外竞争力逐渐增强，市场份额稳步攀升	9
3.3 订单持续落地，“一带一路”进入收获期	10
3.4 央企仍为“一带一路”投资主导，海外订单高增速	10
4 投资逻辑以及标的组合推荐	12
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 建筑业产业关联度高, 是基础性行业	1
图 2: 固定资产投资增速下行	2
图 3: 中国建筑业增加值增速下行	2
图 4: 各地区中国企业市场占有率	5
图 5: 中国建筑业增加值增速下行	6
图 6: 中信保发放额度不断增加	8
图 7: 出口银行累计发放外汇贷款不断增加	8
图 8: 人民币兑美元走势	8
图 9: 人民币贬值对国际工程公司影响	8
图 10: 一带一路发展路线规划图	9
图 11: 我国建筑企业海外市场分布	9
图 12: 一带一路发展区域分布	9
图 13: 我国对外工程承包完成营业额持续增长	10
图 14: 我国对外工程承包新签合同额持续增长	10
图 15: 中国建筑企业建设合同及占比	11
图 16: 中国建筑企业海外订单增速部分超过总值	11
图 17: 国际工程企业新签合同增速	11
图 18: 国际工程企业建设合同及占比	11
图 19: 国际工程公司现金流情况	12

表 目 录

表 1: “一带一路”建筑业市场空间测算	3
表 2: 2017 年 ENR250 强企业地区分布情况	4
表 3: 斯堪斯卡 (SKANSKA) 海外扩张历程	4
表 4: 国际工程业务地区榜单前十的中国企业	5
表 5: 国际环境利好因素	6
表 6: 国际环境利好因素	7
表 7: 支持一带一路的金融机构	7
表 8: 我国 ENR250 强企业海外营业状况	10
表 9: 中国建筑业绩预测与估值指标	13
表 10: 国际工程企业风险事件	15

1 大国崛起，建筑行业乘风出海

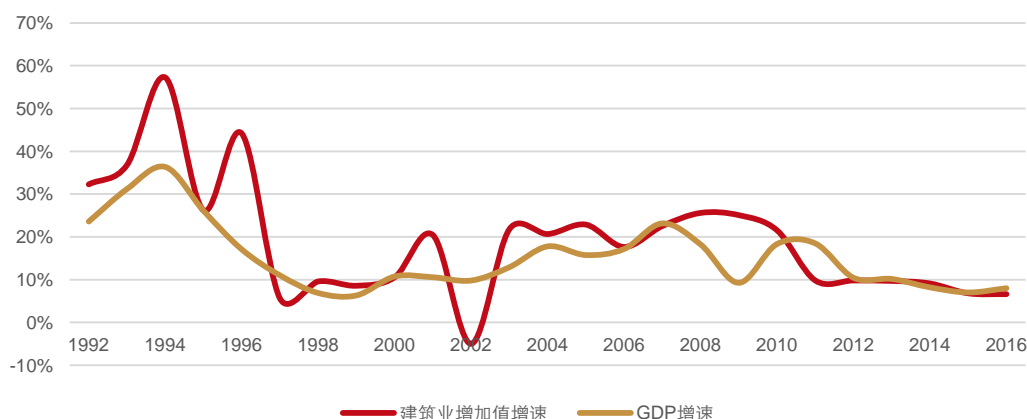
1.1 建筑业是国民经济的支柱产业

建筑业是国民经济的支柱产业，建筑行业的崛起间接体现了国家的崛起

建筑业是国民经济的支柱产业，与整个国家经济的发展、人民生活的改善有着密切的关系，其产业关联度高，就业容量大，是很多产业赖以发展的基础性行业。根据六部委颁发的《关于加快建筑业改革与发展的若干意见》指出，我国全社会 50% 以上固定资产投资都要通过建筑业才能形成新的生产能力或使用价值。

建筑业的增加值约占国内生产总值的 7%。直接从事建筑行业大约有五千万人，接纳了农村近 1/3 的富余劳动力就业，在解决“三农”问题上发挥着重要的作用。过去 20 年中国建筑行业市场获得长足发展，建筑业增加值从 1997 年 1334 亿元到 2007 年的 14014 亿元，目前增长至 2016 年的 49522 亿元，复合增长率达到 21.0%。

图 1：建筑业产业关联度高，是基础性行业



数据来源：统计局、wind、西南证券整理

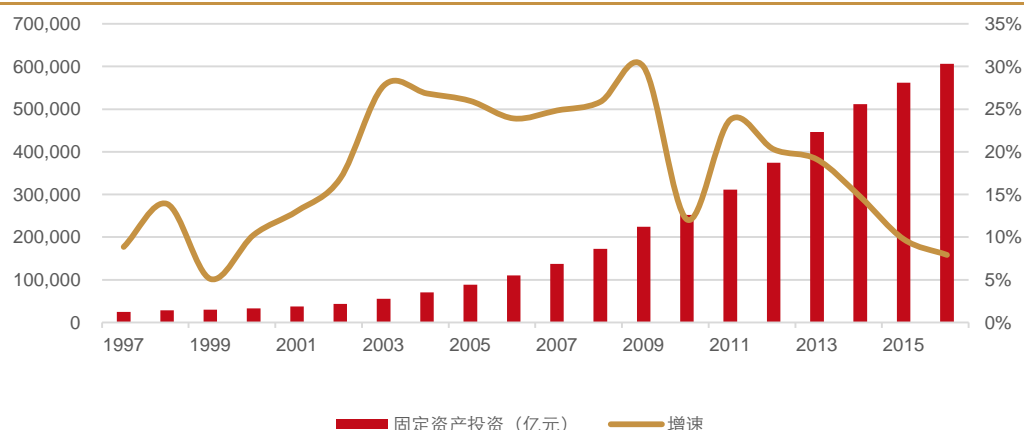
目前宏观经济由高增长转入中高增长，固定资产投资增速下滑

我国经济增长已由过去的高增长转变为新常态下的中高增长阶段，建筑业增长周期与经济周期的关系来看，经济增速下滑将直接影响建筑业的需求。

建筑业周期很大程度上受到房地产及投资周期影响，我国建筑业已经开始进入拐点。从 2010 年开始，建筑业增速呈整体下滑趋势。

由于固定资产投资额在很大程度上决定了建筑市场的规模，因此建筑业发展速度与固定资产投资增速密切相关。1997 年至 2016 年，随着中国经济迅速发展，全社会固定资产投资增长率达 17.3%，2012—2016 年，全社会固定资产投资增速为 10.1%。基建固投、房地产业固投以及制造业固投增速在过去几年中整体呈现出下行趋势。建筑业从高速增长阶段过渡到中增速的阶段，2020 年前建筑业增加值实际增速可能保持在 6%-7% 之间。

图 2：固定资产投资增速下行



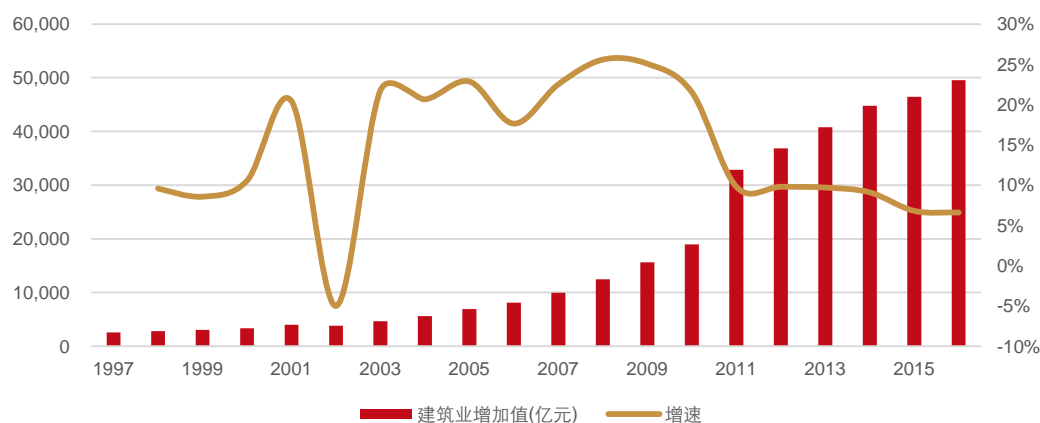
数据来源：wind、西南证券整理

1.2 “一带一路”带来良好发展契机

中国建筑企业继续加强全球化进程

过去二十多年中，中国建筑企业的快速发展更多的是依赖于国内市场突飞猛进的投资带动。但是从周期角度来说任何一个行业的发展都不可能持续景气，近年来建筑行业投资下行，“拐点”似乎已经到来，建筑行业急需寻找出路。

图 3：中国建筑业增加值增速下行



数据来源：wind、西南证券整理

“一带一路”倡议的适时出台为中国建筑企业带来了新的希望和机遇。“一带一路”及周边国家发展水平较低，基础设施建设不完善，中国建筑工程企业通过在交通、电力和房建等领域的优势将建筑产能外输。前三季度，我国在“一带一路”沿线 61 个国家新签合同额 967.2 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 57.5%，同比增长 29.7%。“一带一路”拓宽了建筑业的发展和投资领域，引导建筑业和相关企业将业务范围扩展到更加广阔的国际市场。

“一带一路”市场空间巨大，能充分吸收国内建筑业产能过剩

建筑行业是典型的订单拉动型行业，海外工程量的增加为行业带来了良好的发展契机。我国海外工程合同项目大都属于基础设施建设、能源设施建设和房屋建设，除此之外涉及少量的制造、建筑材料、设备安装、装饰装修等业务。

在 2005-2016 年中，我国对外承包业务取得了长足的进步。2016 年我国对外承包工程完成营业额 1594.2 亿美元，同比增长 3.5%。合同完工额从 2005 年的 194.6 亿美元增长到 2016 年的 1594.2 亿美元，实现量的飞跃。2016 年新签合同额 2440.0 亿美元，同比增长 16.2%，我国在世界工程承包市场份额在逐步扩大。并且在地区分布上基本形成了以亚太地区为主，发展非洲市场、恢复中东市场、开拓欧美等其他地区市场的多元化市场格局。

2017 年“一带一路”沿线国家建筑业总产值估算可达 5.9 万亿美元，是中国建筑业总产值的 1.7 倍。“一带一路”市场空间巨大，能充分吸收国内建筑业产能过剩。

表 1：“一带一路”建筑业市场空间测算

区域	2015 年 GDP (亿美元)	2015 年建筑业 增加值(亿美元)	增长率	2017 年建筑业 增加值(亿美元)	2017 年建筑业 总产值估算(亿美元)
中亚-蒙古 6 国	3841.07	238.28	7.53%	275.53	430.61
东南亚 10 国	26738.06	1748.71	7.75%	2030.2	5572.17
南亚 8 国	31692.11	2263.23	4.76%	2414.2	7096.19
西亚-北非 11 国	43096.75	2522.01	6.59%	2898.69	9774.18
东欧	34503.29	1930.18	2.11%	2012.59	6133.26
南欧	41858.42	1743.41	-7.65%	1486.77	4944.27
西欧	95654.01	4414.34	2.22%	4612.75	25157
合计	277383.71	14860.16		15730.73	59107.69

数据来源：西南证券整理

1.3 海外建筑巨头带来的启示

海外市场成为大型建筑企业未来快速做大做强的重要途径之一

根据 2016 年 ENR 评选的国际承包商 250 强结果：入围企业所在国别和地区中，美国、欧洲、中国和土耳其的入围企业数量相对更多。

中国企业入围数量最多，共有 65 家企业入围，作为一个整体所获得的国际营业收入达到 987.225 亿美元，占据 250 强榜单国际营收总量的 21.1%。欧洲共有 46 家建企入围榜单，其所获得的国际营业收入达到 2107.371 亿美元，占到所有入围企业国际营收总量的 45%。值得注意的是虽然欧洲地区上榜企业数量只有中国上榜企业的 70.7%，但其营业收入却是中国上榜营业收入的 2.1 倍，从平均国际营业收入方面来看，欧洲地区的是中国上榜企业的 3.0 倍。这与欧洲市场强有力的国际工程企业的贡献密不可分。

表 2：2017 年 ENR250 强企业地区分布情况

国别或地区	入围企业数	国际营业收入（亿美元）	平均国际营业收入（亿美元）	入围企业国际营业收入占比
中国	65	987.2	15.2	21.2%
美国	43	418.8	9.7	8.9%
土耳其	46	255.9	5.6	5.5%
欧洲	46	2107.4	45.8	45.0%

数据来源：《工程新闻记录》、西南证券整理

在国际承包商 250 强中，欧洲建筑企业生产规模庞大、资本实力雄厚，主要通过频繁的收购、并购实现。欧洲众多国际工程承包商相继实施业内资产重组，不断扩大企业经营规模。例如，西班牙 Grupo ACS 公司 2003 年收购了总部位于马德里的 Grupo Dragados SA 公司，当年 ENR250 排名中从第 98 位跃升到第 20 位；荷兰 Royal BAM Groep 收购 HBG 后，排名也大幅度提升。随着国际工程项目的大型化和对承包商能力要求的不断提高，国际建筑领域并购重组变得更加频繁。

法国万喜（Vinci）在 2002 年、2009 年《工程新闻纪录》排名全球承包商第一名，2010、2013 年排名第三，是全球盈利能力最强的建筑承包商。公司能够保持业务持续增长很大程度上受益于海外业务，万喜从成立以来经过一系列并购与整合不断扩大市场份额，2010 年起公司积极向美洲、非洲等市场拓展，2016 年，公司 58.9% 的收入来自法国市场，41.0% 的收入来自国际市场。

斯堪斯卡（SKANSKA）是跨区域最广的国际建筑承包商。公司于 1877 年成立，从事建筑开发、地产开发、绿色环保、安全技术等业务，通过不断的海外扩张，如今已是全球最负盛名的国际承包商之一，在 2001 年至 2004 年连续在《工程新闻纪录》国际承包商中位居榜首。20 世纪 90 年代期间，公司通过正确的国际扩张策略成功进入美国市场并迅速复制到欧洲市场，国际业务收入由 1992 年的 13% 激增到 2001 年的 82%，之后长期保持在 75% 以上，国际业务为公司业绩做出了巨大贡献，使公司迅速成为了国际化的龙头建筑承包商。

表 3：斯堪斯卡（SKANSKA）海外扩张历程

时间	事件
1889 年	公司初步涉入海外市场：收到第一个海外订单，为英国国家电话公司提供电话水泥管的施工安装业务
1990s-1950s	业务领域扩大：业务从最开始的住宅开发、商业建筑开发业务逐步扩展到基础设施建设业务
1960s-1970s	公司涉入多国市场：开始进入中东和非洲市场，之后进入印度市场
1990-1997 年	通过正式并购进入美国市场，加紧扩张的步伐
2000s	退出非洲和中东市场，开始致力于绿色建筑、施工安全等方面的研发

数据来源：公司年报，西南证券整理

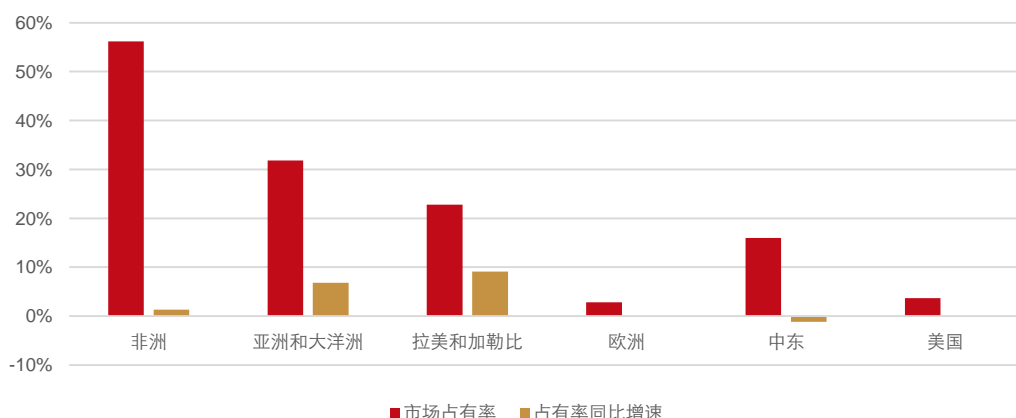
目前，中国企业业务仍主要集中在亚非地区，在北美和欧洲地区仍较其他国家有一定差距。在美国市场占有率为 3.7%，低于西班牙企业的 31%、德国企业的 20.9% 和日本企业的 14.3%。欧洲市场仅占 2.8%，而法国国际承包商占 22%。

表 4：国际工程业务地区榜单前十的中国企业

业务地区	榜单前十的中国企业
欧洲地区	无
北美地区	无
非洲地区	中国交建，排名第一；中国电建，排名第二；中国铁建，排名第三；中国中铁，排名第四；中国建筑，非洲第五；
亚洲地区	中国交建，排名第一；中国建筑，亚洲第四；中国电建，排名第七；
拉美和加勒比地区	中信建设，排名第五；中国交建，排名第六；

数据来源：《工程新闻记录》、西南证券整理

图 4：各地区中国企业市场占有率



数据来源：《工程新闻记录》、西南证券整理

根据 2017ENR 数据显示，今年中国国际化水平有所提高。上榜中国企业的国际平均营业额为 15.2 亿美元，与 250 家上榜企业 18.7 亿美元相差 3.5 亿美元，相较上年 5.1 亿美元的差额进一步缩小。但是中国领军企业仍与国际顶尖同行存有较大差距。上榜的前十家中国企业平均国际营业额 64.7 亿美元，平均国际化水平为 30.5%。而榜单前十外国承包商平均国际营业额高达 149.4 亿美元，平均国际化水平为 74.4%。

“走出去”是中国建筑业的发展战略，一方面，中国承包商已经发展成为海外承包市场一支不可忽视的力量，在国际承包市场占据越来越重要的地位。而另一方面，中国承包企业的业务门类不够全面、市场分布也不尽合理，有待进一步开发。未来中国建筑企业竞争优势将从价格向技术、质量、管理等方向转移，提升项目附加值与国际竞争力。

2 内外助力，中企出海万事俱备

2.1 国际环境利好，海外工程迎来发展黄金期

从国际环境来看，“一带一路”之前雷声大雨点小的原因很大程度上受制于欧美在亚非拉国家的强大影响力以及奥巴马的“亚太再平衡战略”对于中国海外发展的抑制；特朗普上台后未来可能的亚太收缩战略及退出 TPP 都为我国海外工程的发展扫清了障碍。

表 5：国际环境利好因素

利好因素	内容
特朗普的收缩政策	特朗普及其竞选团队具有去全球化的政策倾向，其未来的战略重心可能重新回归美国本土，这将为我国继续扩大亚太区域的影响力创造了较好的外部环境。
美国退出“TPP”	TPP 被外界认为是奥巴马政府限制中国在亚太地区日益增强的经济主导地位的举措。2017 年 1 月 23 日，特朗普宣布美国退出该协议，海外市场出现利好的局面。
“亚投行”资金支援	亚投行积极支援“一带一路”倡议。亚投行于 2016 年批准了首批四个项目总计 5.09 亿美元的贷款，涉及“一带一路”沿线国家的能源、交通和城市发展等领域。并有望明年发行首笔全球债券。
人民币加入“SDR”	2016 年 10 月 1 日，人民币正式加入国际货币基金组织的特别提款权(SDR)货币篮子。人民币成功加入 SDR 有利于助推人民币国际化进程稳步向前，促进我国在更深层次和更广领域参与“一带一路”的国际合作。

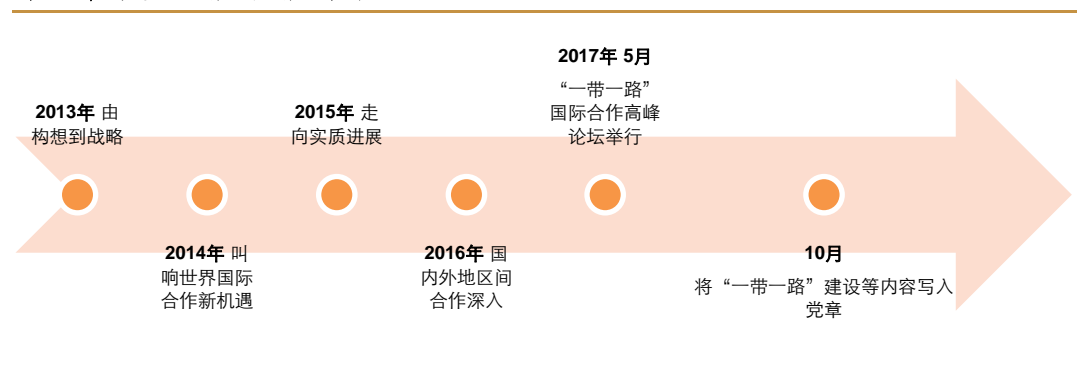
数据来源：西南证券整理

2.2 政策加码，“一带一路”持续推进

“一带一路”倡议已成为国家层面战略，写进十三五规划，并得到相关国家的一致认同。自 2013 年提出“一带一路”倡议以来，“一带一路”建设进展顺利，成果丰硕，得到国际社会广泛认同和支持，越来越多的国家参与到合作当中。在此次十九大报告中强调要以“一带一路”建设为重点，坚持引进来和走出去并重，遵循共商共建共享原则，加强创新能力开放合作，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。

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。体现政策层面重视“一带一路”建设、坚定推进“一带一路”国际合作的决心和信心。自 2017 年以来，一带一路的建设工作已进入黄金发展期，中国与“一带一路”沿线国家的经济往来合作将更加密切。

图 5：中国建筑业增加值增速下行



数据来源：wind、西南证券整理

表 6：国际环境利好因素

时间	一带一路相关政策推进内容
2015 年 12 月	亚投行正式成立
2016 年 6 月	中国与波兰共和国签署《关于共同编制中波合作规划纲要的谅解备忘录》
2016 年 6 月	中国、俄罗斯、蒙古三国签署《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》
2016 年 7 月	中国与拉脱维亚签署《两国交通物流合作谅解备忘录草案》
2016 年 9 月	中国与老挝签署《共同推进“一带一路”建设合作规划纲要的谅解备忘录》
2016 年 9 月	中国与白俄罗斯签署《中华人民共和国政府与白俄罗斯政府共同推进“一带一路”建设的措施清单》
2016 年 10 月	中国与柬埔寨签署《关于共同推动产能与投资合作重点项目的谅解备忘录》
2016 年 11 月	中国与捷克签署《在“一带一路”倡议框架下的双边合作规划》
2017 年 5 月	“一带一路”国际合作高峰论坛举行，是 2017 年中国重要的主场外交活动
2017 年 10 月	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

数据来源：西南证券整理

2.3 信贷支持全面放开，中企出海核心障碍解除

信贷和保险政策对国际承包工程的影响最大直接影响到项目的新签和生效。

未来，全球国家风险水平仍将处于高位，从中期来看，发达国家、新兴及发展中国家面临的政治和经济风险都可能有所增加。中信保积极引导企业利用国家信用资源，充分发挥政策性信用保险风险管理、支持融资、开拓市场等方面的功能，帮助企业开拓国际市场，承担并化解企业“走出去”过程中的商业风险和政治风险。根据中信保公布数据，2017 年前三季度对我国出口和海外投资的承保金额达 3559.3 亿美元，同比增长 12.7%。公司至今年 9 月累计支持国内外贸易和投资 3.3 万亿美元，为近 11 万家企业提供过出口信用保险服务，带动 240 余家银行为出口企业融资近 3 万亿元人民币，累计支持海外工程承包和大型成套设备出口 1595.1 亿美元，支持企业海外投资 2564.2 亿美元，有效推进了我国与“一带一路”沿线国家的设施联通、贸易畅通和金融通，使得一大批项目在落地生根。

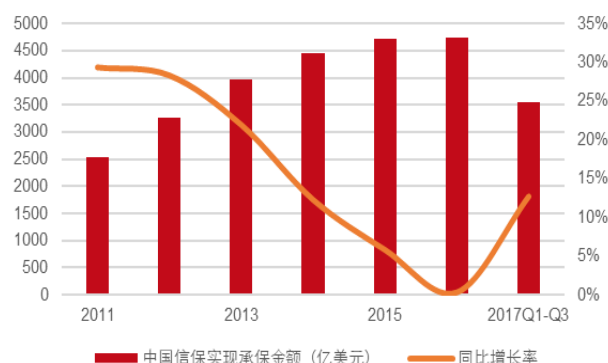
进出口银行作为全球最大的官方出口信用机构，已在全球 150 多个国家和地区支持了数千个项目。“一带一路”倡议提出以来，进出口银行支持“一带一路”项目 1200 多个，签约金额超过 7000 亿元人民币，为“一带一路”建设贡献了重要力量。

表 7：支持一带一路的金融机构

利好因素	内容
亚投行	首个由中国牵头设立的多边金融机构，亚投行将为一带一路沿线国家的基础设施建设提供强大的资金支持
丝路基金	基建先期将以交通、电力、通信等基础设施规划投资为主，项目也以铁路、公路、管道等基础设施的新建和扩建为主，后期或将在文化、旅游、贸易等方面有发展。
金砖组织开发银行	作用包括提供资金并帮助改进这些国家和机构运营效率，给选定区域的基础设施项目提供资金支持
上合组织开发银行	上合开发银行将为打造区域产业合作提供金融资金支持，包括中哈天然气管道、中吉和中塔公路等因此上合开发银行和上合组织发展基金的成立非常有必要

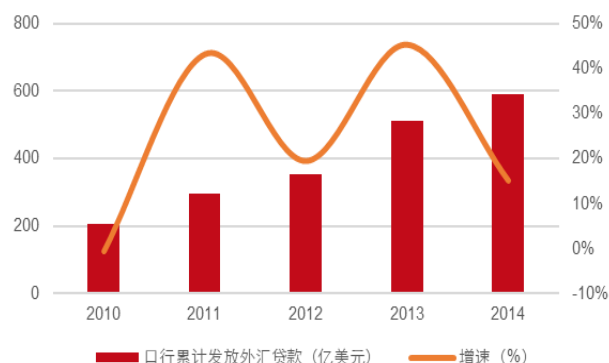
数据来源：西南证券整理

图 6：中信保发放额度不断增加



数据来源：中国出口信用保险公司、西南证券整理

图 7：出口银行累计发放外汇贷款不断增加



数据来源：wind、西南证券整理

2.4 人民币贬值预期利好国际工程企业

自 2015 年以来，人民币整体呈现出贬值趋势，未来随着人民币国际化的推进，大概率还将进一步贬值。人民币贬值带来的利好主要三方面：

成本下降，竞争力增强，订单增加。海外工程一般有大量设备和劳务是从国内采购，以人民币计价，人民币贬值后成本下降，报价更有优势，竞争力增强。

成本下降，毛利率提升，利润增加。海外工程项目的签单和结算一般以美元计，人民币贬值后，成本下降带来毛利率提升，换算成人民币的利润增加。

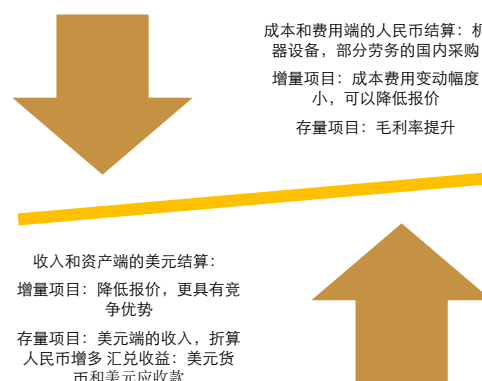
虽然海外工程公司都有汇率套期保值，但在贬值的一致预期下，套保量不会完全覆盖汇率波动，会有一部分汇率收益。

图 8：人民币兑美元走势



数据来源：wind、西南证券整理

图 9：人民币贬值对国际工程公司影响



数据来源：wind、西南证券整理

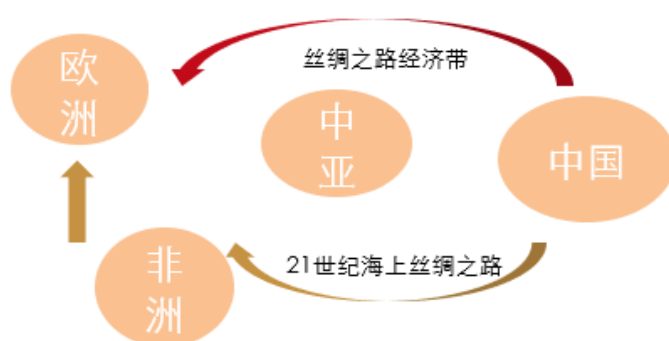
3 厚积薄发，海外工程借势起飞

3.1 “一带一路”发展以点带面，逐步推进

从具体合作对象来看，初始阶段涉及的区域将是亚洲、东欧和北非等地区已经与中国有相关经贸合作或合作意向的国家和经济体，中长期阶段合作对象有望逐步扩展，吸引更多有意于双边合作的国家加入。

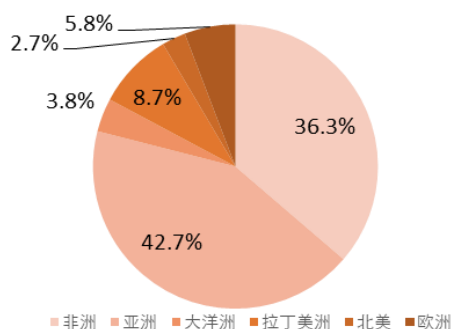
目前国际工程还处于较为初期阶段，项目主要集中于亚非拉等国。

图 10：一带一路发展路线规划图



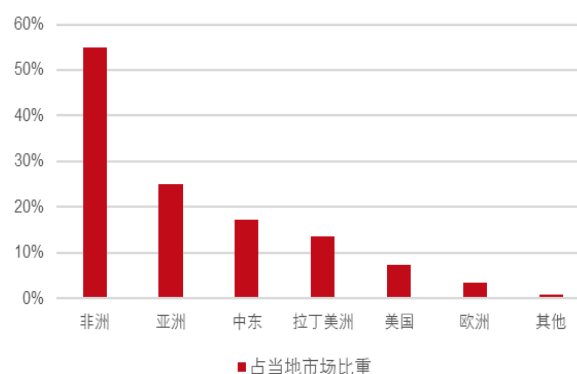
数据来源：商务部、西南证券整理

图 11：我国建筑企业海外市场分布



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：一带一路发展区域分布



数据来源：wind、西南证券整理

3.2 中企海外竞争力逐渐增强，市场份额稳步攀升

进入世界前 250 强国际承包商名录的中国企业增加到 65 家，较上一年入围企业数量持平。65 家内地企业海外营业额合计 936 亿美元，同增 4.5%，增速放缓，但仍远优于行业平均增幅；65 家内地企业海外平均营业额 14.4 亿美元，相比去年平均营业额的 13.8 亿美元增长了 4.4%。

但另一方面，中国建筑企业海外承包的份额仍然有较大提升空间。入围的 52 家欧洲企业共完成海外营业额 2122.6 亿美元，65 家中国企业则共完成 946.2 亿美元，仅为欧洲企业营业额的 44.6%。

表 8：我国 ENR250 强企业海外营业状况

年份	ENR250 中企数	ENR250 中企海外营收（亿美元）	增长率	占海外承包市场份额	平均海外营业额（亿美元）
2011	52	627.1	9.9%	13.8%	12.1
2012	55	671.8	7.1%	13.1%	12.2
2013	62	791.4	17.8%	14.5%	12.8
2014	65	895.5	13.2%	17.2%	13.8
2015	65	936.2	4.5%	18.7%	14.4
2016	65	946.2	1.1%	19.3%	14.6

数据来源：西南证券整理

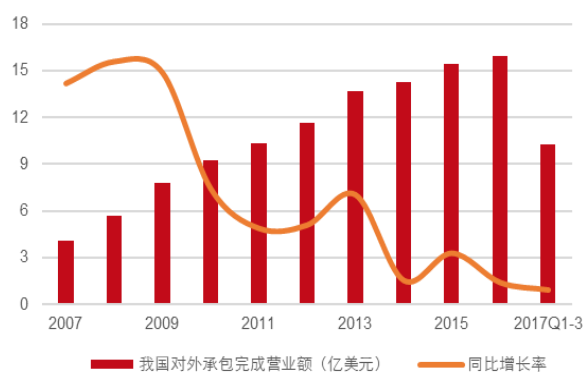
3.3 订单持续落地，“一带一路”进入收获期

在 2005-2016 年中，我国对外承包业务取得了长足的进步。2016 年我国对外承包工程完成营业额 1594.0 亿美元，同比增长 3.5%。

合同完工额从 2005 年的 194.9 亿美元增长到 2016 年的 1594.2 亿美元，12 年 CAGR 达 21.1%。2016 年新签合同额 2440.0 亿美元，同比增长 16.2%，在世界工程承包市场份额在逐步扩大。

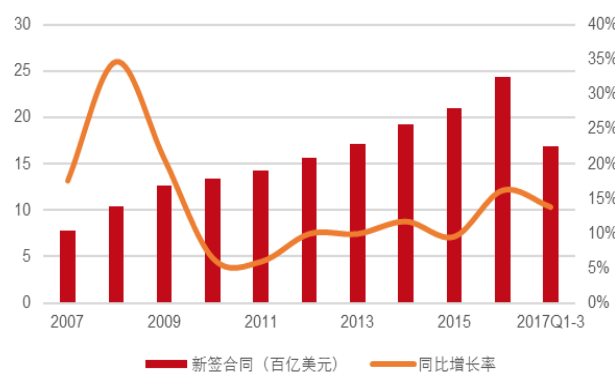
2017 年前三季度，我国在“一带一路”沿线 61 个国家新签合同额 967.2 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 57.5%，同比增长 29.7%。“一带一路”拓宽了建筑业的发展和投资领域，引导建筑业和相关企业将业务范围扩展到更加广阔的国际市场。

图 13：我国对外工程承包完成营业额持续增长



数据来源：wind、西南证券整理

图 14：我国对外工程承包新签合同额持续增长



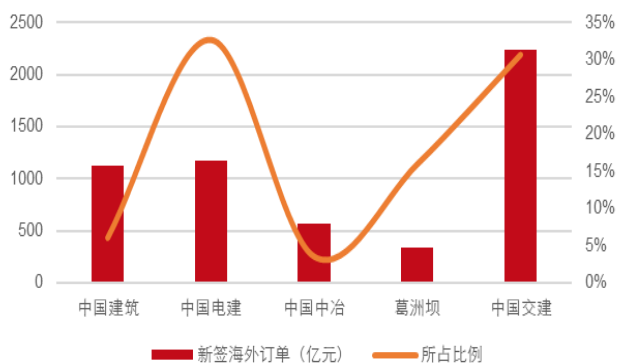
数据来源：wind、西南证券整理

3.4 央企仍为“一带一路”投资主导，海外订单高增速

目前海外工程业务主要还是以央企为主。2016 年海外投资和建设合同金额前十的企业中除华为技术有限公司、中国石油天然气集团公司外，其余均为建筑企业总公司及其子公司。

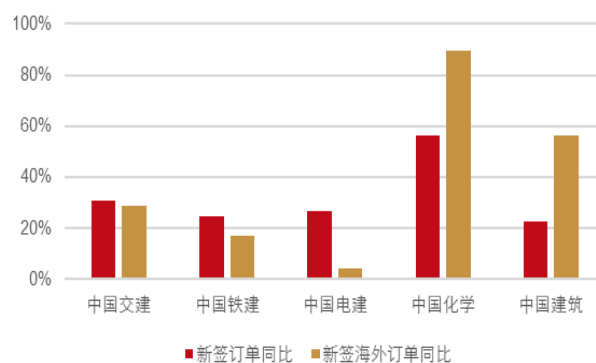
2017 前三季度，各中字头建筑企业的海外订单均同比上升，且部分增幅超过整体订单上升比例。

图 15：中国建筑企业建设合同及占比



数据来源：wind、西南证券整理

图 16：中国建筑企业海外订单增速部分超过总值

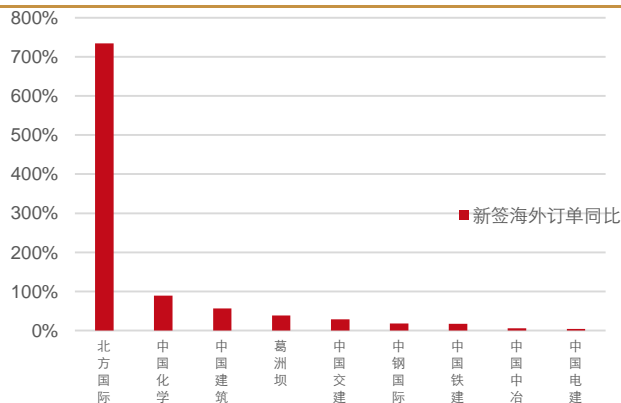


数据来源：wind、西南证券整理

高订单增速及订单保障倍数保障未来业绩增长

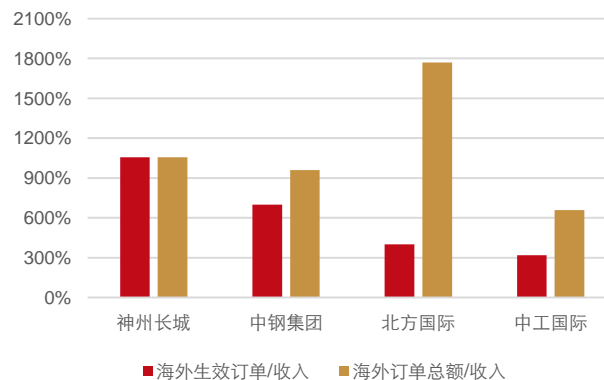
根据已公布数据，我们分别测算了国际工程公司最新一期的新签合同增速及合同保障倍数：从企业新签合同增速来看，由高到底分别是北方国际、中国化学、中国建筑、葛洲坝；从订单保障倍数来看，由高到底分别是北方国际、神州长城、中钢国际、中工国际。

图 17：国际工程企业新签合同增速



数据来源：wind、西南证券整理

图 18：国际工程企业建设合同及占比

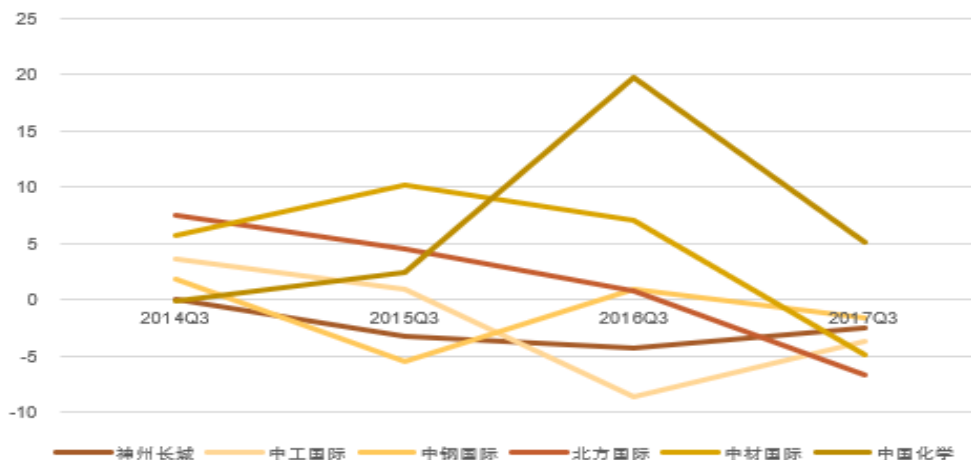


数据来源：wind、西南证券整理

风险控制力成国际工程公司业绩兑现核心保障

由于海外工程风险较大，中国建筑企业出海普遍面临一段磨合期，所以我们从两个维度衡量风险控制能力：优先选择深耕海外多年的央企平台，央企出海由国家做后盾，相对民企处于强势地位，且对于各项风险点有较多经验，保障能力较强；关注国际工程公司现金流变动情况，投资性现金流相对比较稳定的标的相对在扩张时较稳健，未来爆发风险可能性较低。

图 19：国际工程公司现金流情况



数据来源：wind、西南证券整理

4 投资逻辑以及标的组合推荐

总结上文的分析，我们可以得出以下结论：

1) “一带一路”倡议在推进中持续兑现。“一带一路”倡议的适时出台为国内建筑业带来了新的希望和机遇，为中国建筑国际化发展提供新的发展道路。建筑“一带一路”板块由于上半年大幅调整导致估值处于相对底部，但从基本面来说，“一带一路”标的订单持续高速增长，并且兑现业绩情况良好，盈利能力持续提升。

2) 建筑央企、国企订单高增长，确保未来业绩释放。上半年大型央企、国企订单增长明显。这主要是源于大型央企、国企可以凭借综合实力优势，国内大量基建订单向央企、国企集中。同时，“一带一路”倡议使得大型央企、国企加速海外布局，随着海外业务推进力度增加，海外订单数额也明显提升。整个建筑行业“马太效应”将得到进一步体现。

推荐中国建筑（601668）并建议关注葛洲坝（600068）、北方国际（000065）。

中国建筑（601668）：订单结构不断优化，基建业务稳定增长

1) 订单持续向好。根据前三季度经营数据，公司新签订合同额 16033 亿元，同比增长 25%，与前 8 个月数据相比较为稳定，公司订单情况持续向好，充裕的新签订单量为未来良好的业绩释放提供了可靠保障。公司自近年来不断优化业务结构以来，基建业务增长较快，新签订合同额 5049 亿元，同比增长 40.4%；房建业务 10901 亿元，同比增长 18.8%。公司订单情况持续向好，充裕的新签订单量为未来良好的业绩释放提供了可靠保障。新增基建订单大幅增长将带动整体业务迅速增长，同时也将拉升公司整体盈利水平。

2) 订单结构不断优化。公司主业分别是房屋建设及基建建设，公司近年不断优化业务结构，新增基建订单大幅增长。根据数据显示，公司 2016 年累计中标 PPP 项目 2264 亿元，至今年上半年公司总共中标 PPP 规模约 3170 亿元，预计带动施工合同额约 4900 亿元，PPP 项目带动基建业务迅速增长，同时也将拉升公司整体盈利水平。

3) 海外市场不断开拓。公司是中国最早开展国际工程承包业务的行业品牌，经过持续

几十年来的海外市场开拓、经营，已经完成较合理的海外市场布局。公司海外业务涵盖房屋建筑、制造、交通、水利等多个领域。公司受益于“一带一路”推进带来的海外订单增长，前八个月海外订单同比大幅增长 81.2%。未来随着“一带一路”政策的加码，公司将持续受益。

盈利预测：预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.14 元、1.30 元和 1.46 元，对应 PE 分别为 8 倍、7 倍和 7 倍。我们给予公司 2017 年 10 倍估值，对应目标价 11.4 元，“买入”评级。

风险提示：地产新开工不达预期的风险，PPP 落地不达预期的风险，海外业务经营出现风险。

表 9：中国建筑业绩预测与估值指标

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	959,765.5	1,057,966.5	1,176,978.8	1,321,067.8
增长率	9.0%	10.2%	11.3%	12.2%
归属母公司净利润（百万元）	29,870.1	34,342.3	38,938.8	43,878.4
增长率	14.6%	15.0%	13.4%	12.7%
每股收益 EPS（元）	1.00	1.14	1.30	1.46
PE	10	8	7	7

数据来源：Wind，西南证券

葛洲坝（600068）：在手订单充足，PPP+环保双轮驱动

1) 订单持续向好。根据前三季度经营数据，公司新签合同额累计人民币 1805.0 亿元，同比增长 24.6%，其中新签国内工程合同额为人民币 1105.9 亿元，约占新签合同总额的 61.3%，PPP 项目签约 849.7 亿元，占国内工程额的 76.8%。此外，海外工程合同额折合人民币 699.1 亿元，约占新签合同总额的 38.7%，与去年同期海外订单相比增长 31.4%。公司订单情况持续向好，充裕的新签订单量为未来良好的业绩释放提供了可靠保障。

2) 环保业务突飞猛进。目前环保业务已经成为公司重点发展的核心业务，公司环保领域涵盖再生资源、水环境治理、污泥污水固废及清洁能源等。公司以绿园科技为平台，积极复制推广大连环嘉模式，进一步完善全国性回收网络、加快加工分拣基地的建设，营业收入、利润与去年同期相比大幅度增长。随着公司加快再生资源深加工业务步伐，逐步完善再生资源深加工业务体系，环保业务盈利能力有望大幅度提升。

3) PPP 及海外业务持续发力。公司是 PPP 龙头，前三季度 PPP 项目签约 849.7 亿元，占国内工程额的 76.8%。公司在持续巩固 PPP 业务优势多个项目稳步推进的同时狠抓 PPP 质量，并推出 PPP 项目收益专项公司债，在 PPP 项目资产证券化领域领先市场。随着 PPP 资产证券化推进加快，公司有望大幅受益。公司积极响应国家“一带一路”倡议，加强海外分支机构建设，已覆盖“一带一路”沿线 90%以上的国家地区，公司加大项目开拓力度、大力推进重点项目生效，前三季度海外订单同比增长 31.4%，上半年生效项目 13 个，海外业务表现抢眼。

风险提示：环保业务不达预期的风险，PPP 落地不达预期的风险，海外业务经营出现风险。

北方国际（000065）：受益一带一路，订单及业绩大幅增长

1) 在手订单充裕保障未来业绩。公司是海外工程承包龙头，2016 年位列国际承包商（ENR）排行榜第 112 位，在中国上榜企业中位列第 27 位。公司是北方工业集团唯一上市平台，集团全力支持公司作为主要载体实施“一带一路”倡议方针。根据公司已披露订单，今年前三季度新签订单 20.5 亿美元，目前在手订单总额超过 122 亿美元，已超去年全年水平一倍有余。未来业绩具有订单保障。

2) 五大优质资产注入打造民品平台。公司重组整合了国际工程业务和民品国际化经营业务，进一步强化公司国际市场开拓能力。五大优质资产注入大幅增厚业绩，整合产业链打造民品国际化大平台，拓宽业务范围并且在战略、采购、市场资源、业务开发、国际业务经验等方面与上市公司形成协同效应，实现双主业驱动。

3) 受益“一带一路”打开成长空间。2016 年以来，国际工程承包回暖，“一带一路”潜在市场空间巨大。公司主要业务集中在东南亚及中东地区，在伊朗、巴基斯坦、老挝等国家积累了丰富的项目经验，随着我国“一带一路”倡议的大力推进，未来或持续受益，且并购 5 个子公司后，公司业务种类丰富，公司业务范围和业务区域都将不断拓展。

风险提示：地缘政治风险，海外项目落地不及预期的风险；项目回款不及预期的风险。

5 风险提示

全球国家风险水平仍将处于高位，从中期来看，发达国家、新兴及发展中国家面临的政治和经济风险都可能有所增加，国际工程存在一定程度的风险，其主要有以下几点。

1) 政治与社会安全风险：“一带一路”及周边国家国际内部政治不稳定，政治与社会安全仍将在未来显著影响世界政治经济形势，并持续凸显突发性和多变性特征；同时政策变动风险值得高度关注，主要体现在大国和新兴市场国家“内向型”宏观调控政策等因素对本国以及周边国家的直接和间接影响。

2) 汇率风险：新兴经济体的货币可能并不全是可兑换货币，并且受金融管制等影响，汇率风险较大；同时，汇率的波动在一定程度上影响国际工程公司的利润。

3) 竞争及贸易保护的风险：大型跨国建筑企业运用信息技术和现代管理手段，能够以比传统管理手段更高的效率和更低的成本实现全球资源的配置，从而增强在国际市场的竞争力，对我国海外工程公司是一个挑战；同时贸易保护主义将在很大程度上阻碍国际贸易的复苏势头，降低世界经济增长速度，并使得我国国际工程公司在项目开展中遭遇较大的困难。

4) 项目自身风险：中国企业的咨询、审计、金融等环节相对比较薄弱，在海外市场项目前期的环评、可行性研究、净值调查等方面容易出现问題。

当前世界经济仍处于深度调整变化之中，不稳定不确定因素较多，在一定程度上造成了海外工程存在较大的风险。

表 10：国际工程企业风险事件

时间	公司	项目国家	具体项目	项目金额	遭遇风险
2011 年 3 月	中国铁建	利比亚	沿海铁路及延长线(的黎波里-苏尔特)、南北铁路(黑谢-塞卜哈)和西线铁路(的黎波里-加迪尔角)	总额 42.37 亿美元	战乱
2011 年 3 月	葛洲坝	利比亚	7300 套房建工程施工项目	约合 55.4 亿美元	战乱
2011 年 3 月	中国水电	利比亚	在建项目 6 个	总额 17.88 亿元	战乱
2012 年 1 月	中国水电	苏丹	乌姆-阿布公路	-	人员被反政府军劫持
2014 年 11 月	中国铁建	墨西哥	首都墨西哥城至克雷塔高铁项目	合同金额约 44 亿美元	政府撤标
2015 年 1 月	中国远洋	希腊	比雷埃夫斯港 (Piraeus) 的私有化	已投入 8 亿欧元	政府叫停
2015 年 3 月	中国交建	斯里兰卡	科伦坡港口城项目	总额 15 亿元	政府叫停

数据来源：公司公告，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分