



## 国际工程承包

# 【联讯建筑行业专题】人民币波动加剧，国际工程迎来阶段性机会

2018年07月19日

### 投资要点

**增持(首次评级)**

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001

电话：0755-83331495

邮箱：liuping\_bf@lxsec.com

#### ◇ 长期来看，人民币双向波动才是央行更乐意见到的情形

近期受中美货币政策分化、中美贸易摩擦、美国加息美元走强等因素影响，人民币出现加速贬值趋势，目前离岸人民币价格已经突破 6.75。

实际上，从 2010 年开始，人民币一直处于长期升值通道，2016 年经过一段贬值后在 2017 年 1 月开始，人民币又出现了一波明显的升值趋势，一直持续到今年 4 月，对于央行来说，人民币单边变化的预期显然是不利的，因此，在目前阶段，顺应形势打破人民币单向波动预期更利于其长期的走势。

综合考虑目前形势，我们认为人民币走势反转的可能并不太大。国际工程板块因其与汇率高度相关，将迎来阶段性投资机会。

#### ◇ 汇率波动对国际工程公司业绩影响明显

汇率波动对国际工程公司的影响主要体现在 4 个方面：一是投标的成功率，本币贬值时，由于投标价格更有优势，中标率上升；二是汇兑损益，外币资产高的企业在本币贬值时可以确认汇兑收益，反之则是损失；三是成本，本币贬值时，成本降低；四是收入利润确认，本币贬值时，确认的收入和利润换算成本币更多。

#### ◇ 国际工程公司近几年业绩受汇率波动影响较大

尽管 13 年以来，国际工程板块整体毛利率显著提升，17 年为 17.47%（较 2016 年末+1.51pct），但受汇兑损益影响，17 年净利润率 7.13%，同比下降 0.24 个百分点。板块 2017 年财务费用率为 0.69%（较 2016 年+2.31pct）。财务费用大幅上升主要还是汇兑损益造成较大影响。

#### ◇ 汇兑损失弹性最大的四家公司在 2018 年有望展现较好的业绩弹性

我们对因外币资产造成的汇兑损失进行了敏感性分析，从汇兑损失占 2017 年净利润的比例来看，弹性最大的是神州长城、中材国际、北方国际和中工国际 4 家公司，人民币每贬值 0.1 元，以 2017 年为基数的净利润影响占比分别达到 10.62%、10.52%、9.60%和 7.07%。

#### ◇ 长期来看，海外市场还有较大发展空间

根据 ENR 国际承包商 250 强 2017 年评选的数据，250 家国际承包商 2016 年总共实现收入 1.44 万亿美元，其中国际业务收入 4681.2 亿美元，占比高达 32.5%。我们根据 2016 年进入 ENR250 的 20 家中国上市企业的营业数据采用整体法算出这 20 家中国公司的海外业务收入占比为 10.83%，与 ENR250 整体 32.5%的水平差距较大，这说明中国企业的海外业务仍有很大的发展空间。



#### ✧ 国际工程公司股价跌幅大，估值已经位于历史底部

2015 年市场见顶后，受人民币升值影响及“一带一路”主题退潮，国际工程板块主要个股股价大幅下跌（四大国际跌幅均超过 50%），而相关公司收入和利润持续增长，目前板块的估值仅有各位数水平，已经处于历史最低位。

#### ✧ 给予国际工程公司“增持”评级

2015 年市场见顶后，受人民币升值影响及“一带一路”主题退潮，国际工程板块主要个股股价大幅下跌，而相关公司收入和利润持续增长，目前板块的估值仅有各位数水平，已经处于历史最低位。

今年以来，中国对外工程承包景气度有进一步提升的趋势，随着人民币单边升值的预期打破，以及阶段性的贬值，我们认为压制板块估值的因素在边际改善，而近 3 年股价的大幅调整，使得相关上市公司对应 18 年 PE 仅各位数，估值具备一定吸引力，我们给予国际工程板块“增持”评级，龙头企业下半年是攻守兼备的品种，按照汇兑损益的业绩弹性重点推荐中工国际、中材国际和北方国际。

#### ✧ 风险提示

人民币大幅升值；

海外政治风险；

大盘系统性风险；



## 目录

人民币双向波动是大势所趋 .....	5
近期人民币贬值有加速趋势 .....	5
长期来看，人民币双向波动才是央行更乐意见到的情形 .....	5
受人民币贬值预期影响国际工程公司或有阶段性机会 .....	6
汇率波动对国际工程公司业绩影响明显 .....	6
17 年以来汇兑损益对国际工程公司利润造成较大影响 .....	6
人民币贬值利好海外收入规模占比高以及外币资产规模大的公司 .....	7
海外市场发展空间巨大 .....	8
今年以来国际工程板块景气度明显提升 .....	10
上市公司收入增速自 2016 年开始提速 .....	10
国际工程板块相关个股跌幅较大，估值处于历史低位 .....	11
投资评级和投资建议 .....	11
给予国际工程板块“增持”评级 .....	11
中工国际——海外业务占比最高的国际工程公司 .....	12
中材国际——全球最大的水泥工程系统集成服务商 .....	12
北方国际——背靠北方工业集团，发展后劲充足 .....	13
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1： 人民币加速贬值 .....	5
图表 2： 国际工程板块毛利率（%） .....	6
图表 3： 国际工程板块净利率（%） .....	6
图表 4： 海外收入占比最大十家上市公司 .....	7
图表 5： 海外收入占比最大的十家公司 .....	7
图表 6： 人民币贬值对公司外币净资产带来的汇兑收益（单位：百万） .....	8
图表 7： 外币净资产汇兑收益/2017 年归母净利润 .....	8
图表 8： ENR250 强国际工程市场容量 .....	9
图表 9： 中国建筑企业在国际工程市场的占有率（%） .....	9
图表 10： ENR250 强收入结构（亿美元） .....	9
图表 11： 2016 年 ENR 250 强中国上市公司海外业务占比 .....	9
图表 12： 对外承包工程业务完成额及增速 .....	10
图表 13： 对外承包工程新签合同额及增速 .....	10
图表 14： 国际工程板块营收增速（%） .....	10
图表 15： 国际工程板块归母净利润增速（%） .....	10
图表 16： 国际工程公司自 15 年高点以来累计跌幅极大 .....	11
图表 17： 国际工程板块估值水平显著回落 .....	11



图表 18: 中工国际营业收入及增速.....	12
图表 19: 中工国际净利润及增速.....	12
图表 20: 近三年新签订单（亿美元）.....	12
图表 21: 中材国际营业收入及增速.....	13
图表 22: 中材国际净利润及增速.....	13
图表 23: 新签合同金额.....	13
图表 24: 北方国际营业收入及增速.....	14
图表 25: 北方国际净利润及增速.....	14
图表 26: 近四个季度公司订单情况（万美元）.....	14
图表 27: 重点公司盈利预测与估值.....	14



## 人民币双向波动是大势所趋

### 近期人民币贬值有加速趋势

近期受中美货币政策分化、中美贸易摩擦、美国加息美元走强等因素影响，人民币出现加速贬值趋势，目前离岸人民币价格已经突破 6.75。

美国经济在减税的刺激下持续回升且面临通货膨胀的压力，6 月份的 FOMC 会议上，美联储再度加息，并且年内还会有加息的可能，对此中国选择按兵不动。美元升值，人民币短期存在贬值的压力。

在严监管和去杠杆的压力之下，社会融资的环境收紧，经济基本面下滑的压力加大。为了维持经济运行平稳，降低市场的流动性压力，国家在今年的 4 和 6 月分别下调存款准备金率 1 和 0.5 个百分点。目前存款准备金率为 15.5% 左右，与历史最低点 6% 相比，还有较大的降准空间。

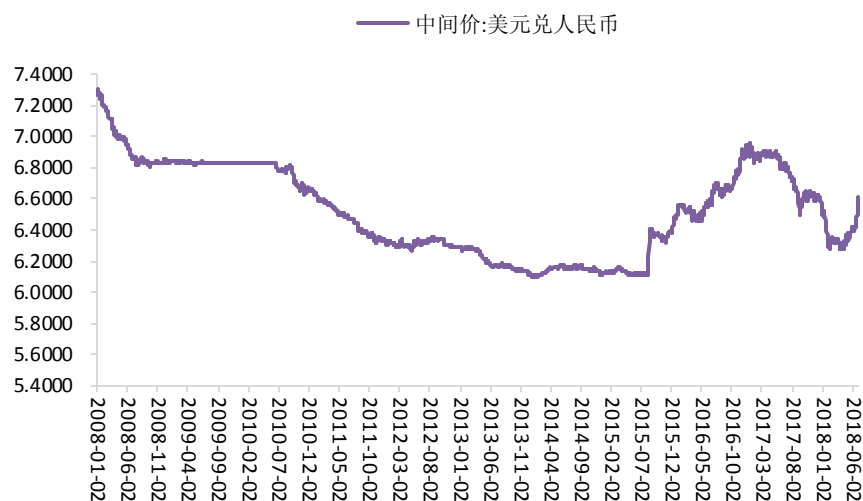
再加上之前中美贸易摩擦，市场的避险情绪明显，如果未来中美贸易摩擦升级，央行很可能再次降准以应对中美贸易战的刺激。因此，2018 年人民币将承受较大的贬值压力。

### 长期来看，人民币双向波动才是央行更乐意见到的情形

实际上，从 2010 年开始，人民币一直处于长期升值通道，2016 年经过一段贬值后在 2017 年 1 月开始，人民币又出现了一波明显的升值趋势，一直持续到今年 4 月，对于央行来说，人民币单边变化的预期显然是不利的，因此，在目前阶段，顺应形势打破人民币单向波动预期更利于其长期的走势。

综合考虑目前形势，我们认为人民币走势反转的可能并不太大。国际工程板块因其与汇率高度相关，将迎来阶段性投资机会。

图表1：人民币加速贬值



资料来源: wind, 联讯证券



## 受人民币贬值预期影响国际工程公司或有阶段性机会

### 汇率波动对国际工程公司业绩影响明显

**对投标价格的影响：**国际工程公司以工程预算为基础，在此基础上制定投标报价，投标价是中标的关键手段。汇率风险大部分由合同承包商承担。当本币汇率上升时，相当于投标价格上升，而其他国家的汇率不变，它们的公司投标价格也不变，相比之下，汇率上升的国家公司投标价格高，不具备价格优势，降低企业投标成功的机率，反之，当本币汇率下降时，投标成功率上升。

**汇兑损益：**工程项目项目施工周期长，在整个项目周期中，会形成各种各样的外币资产或者负债，如工程的预付款、保留金、月进度款、最终结算款、外币资金，外币负债等。外币资产在报表折算时会产生汇兑损益。如果外币净资产为正，当本币升值时，会产生汇兑损失，而本币贬值时，会产生汇兑损益。

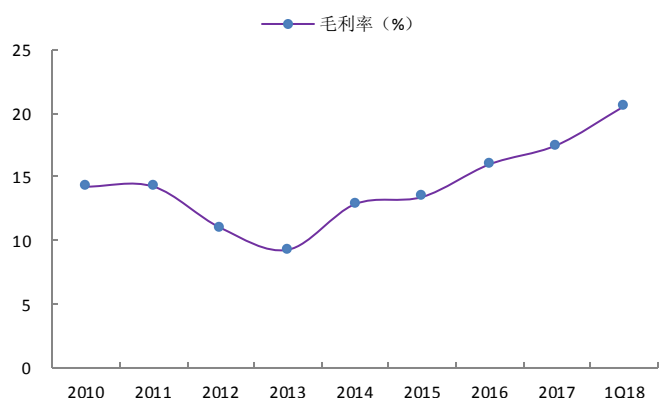
**对承包成本的影响：**工程公司承包项目的工程成本包括设备、材料采购成本、人工成本等。如果在国内供应商进行采购，本币汇率上升会提高采购成本，此时如果向第三方国家进货，成本会下降，同样的购买设备和租赁人工在本国成本高，在其他国家成本低，降低国内承包商在国际承包市场的竞争力。

**对企业利润的影响：**当本币汇率上升时，国际工程公司的结算款价格相对高，外国公司可能减少和本国公司合作机会，合同订单减少，国际工程公司丧失市场份额，收益、利润下降。当本币汇率下降时，结算款项价格较低，合同订单增加，国际工程公司的市场份额上升。

### 17 年以来汇兑损益对国际工程公司利润造成较大影响

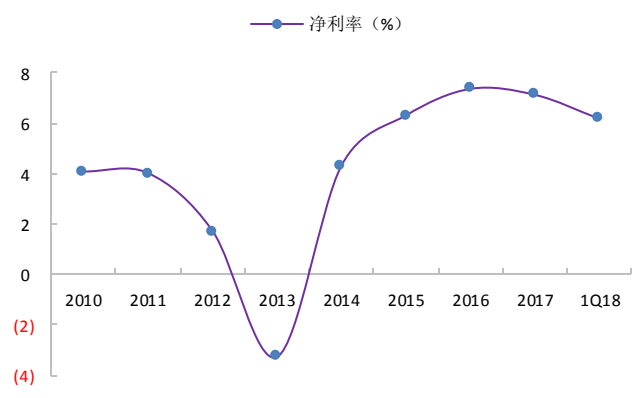
尽管 13 年以来，国际工程板块整体毛利率显著提升，17 年为 17.47%（较 2016 年末+1.51pct），但受汇兑损益影响，17 年净利润率 7.13%，同比下降 0.24 个百分点。板块 2017 年财务费用率为 0.69%（较 2016 年+2.31pct）。财务费用大幅上升主要还是汇兑损益造成较大影响。

图表2： 国际工程板块毛利率（%）



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

图表3： 国际工程板块净利率（%）



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理



## 人民币贬值利好海外收入规模占比高以及外币资产规模大的公司

中国建筑企业出海已经有较长时间，但普遍再收入中占比不高，我们以上市公司为样本，选取海外收入占比前十的公司进行敏感性分析，从数据来看，近三年上市公司海外业务占比持续提升，海外收入占比较高的是以中工国际、中材国际和北方国际等为代表的国际工程公司，其它包括中国化学、中国交建等央企以及苏交科、江河集团等民营企业。

图表4：海外收入占比最大十家上市公司

公司名称	海外业务占比 (%)		
	2015	2016	2017
中工国际	94	91	95
中材国际	82	85	81
北方国际	97	72	67
中钢国际	28	53	66
东方铁塔	2	6	46
神州长城	39	68	42
苏交科	1	18	36
中国化学	19	27	30
江河集团	30	29	29
中国交建	19	20	24

资料来源：wind，联讯证券

我们统计了海外业务收入占比前十名的上市公司其近三年的汇兑损益，2017年由于人民币单边升值，海外业务占比高的前十家上市公司中，有9家产生汇兑净损失，总损失约为18.56亿元。

图表5：海外收入占比最大的十家公司

公司名称	汇兑损益 (百万元)			期末持有外币净资产 (百万元)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
中工国际	278	361	-387	8138.91	6836.68	6857.91
中材国际	103	153	-386	3939.94	4956.36	6717.53
北方国际	60	119	-151	933.90	2446.17	3131.68
中钢国际	19	23	2	409.73	-89.80	29.07
东方铁塔	-0.7	15	-16	9.71	-660.02	-663.01
神州长城	7	76	-119	28.59	2668.49	2637.01
苏交科	-3	-3	-12	2.85	-90.51	-116.67
中国化学	149	321	-339	2860.91	5604.52	2789.23
江河集团	-20	162	-59	-443.59	572.25	1398.76
中国交建	-1150	-239	-389	2043.80	2037.54	1949.50
合计	-557.7	988	-1856	17924.75	24281.69	24731.02

资料来源：wind，联讯证券

我们整理了海外收入排名靠前的十家上市公司2017年末的外币资产净额，并对汇率变动对其外币净资产产生的汇兑损益进行了测算，从我们的测算结果来看，绝对额来看，人民币每贬值0.1元，由于外币资产带来的汇兑损益收益最大的是中工国际，大约形成1.05亿汇兑收益，最小的是东方铁塔，由于有大量外币负债，将形成约1千万的汇



兑损失。

**图表6：人民币贬值对公司外币净资产带来的汇兑收益（单位：百万）**

公司名称	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0
神州长城	26.55	66.91	107.27	147.63	187.98
中材国际	67.65	170.45	273.26	376.06	478.87
北方国际	31.54	79.46	127.39	175.32	223.25
中工国际	69.06	174.01	278.97	383.92	488.88
江河集团	14.09	35.49	56.90	78.31	99.71
中国化学	28.09	70.77	113.46	156.15	198.83
中国交建	19.63	49.47	79.30	109.14	138.97
中钢国际	0.29	0.74	1.18	1.63	2.07
苏交科	-1.17	-2.96	-4.75	-6.53	-8.32
东方铁塔	-6.68	-16.82	-26.97	-37.12	-47.26

资料来源：公司年报，联讯证券；注：2017年12月31日的折算汇率为6.5342

从汇兑损失占2017年净利润的比例来看，弹性最大的是神州长城、中材国际、北方国际和中工国际4家公司，人民币每贬值0.1元，以2017年为基数的净利润影响占比分别达到10.62%、10.52%、9.60%和7.07%。

**图表7：外币净资产汇兑收益/2017年归母净利润**

公司名称/人民币美元汇率	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0
神州长城	6.99%	17.60%	28.22%	38.84%	49.46%
中材国际	6.92%	17.45%	27.97%	38.49%	49.02%
北方国际	6.32%	15.92%	25.52%	35.12%	44.72%
中工国际	4.65%	11.73%	18.80%	25.87%	32.94%
江河集团	3.02%	7.61%	12.20%	16.79%	21.38%
中国化学	1.80%	4.54%	7.29%	10.03%	12.77%
中国交建	0.10%	0.24%	0.39%	0.53%	0.68%
中钢国际	0.07%	0.18%	0.28%	0.39%	0.50%
苏交科	-0.25%	-0.64%	-1.02%	-1.41%	-1.79%
东方铁塔	-2.66%	-6.70%	-10.73%	-14.77%	-18.81%

资料来源：wind，联讯证券

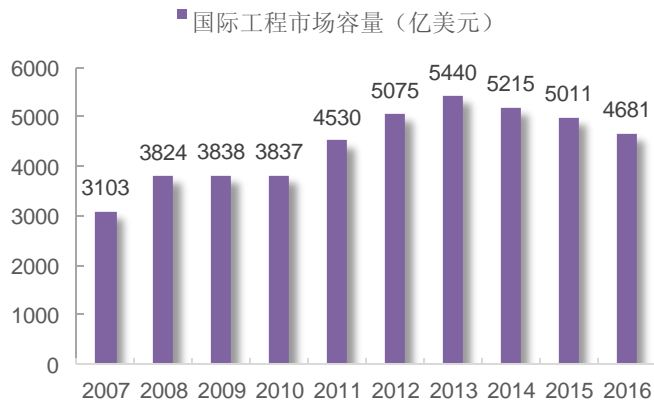
我们这里只对汇兑损益做了测算，实际上，人民币贬值对工程公司在投标成功率、毛利率等方面都有影响，因此，对于国际工程公司来说，一旦今年人民币出现比较明显的贬值趋势，其受益将是综合性的，对于板块估值提升亦有好处。

### 海外市场发展空间巨大

根据ENR的统计，截止2016年，国际工程承包市场的市场容量大约为4681.2亿美元（该市场容量并非全球工程承包市场容量，而是单指ENR统计范围内的250家企业的国际业务收入）。2016年，中国工程企业在国际工程市场的市场占有率为21%左右，中国企业的市占率稳步提升，说明中国企业在海外市场有良好的发展趋势和发展潜力。

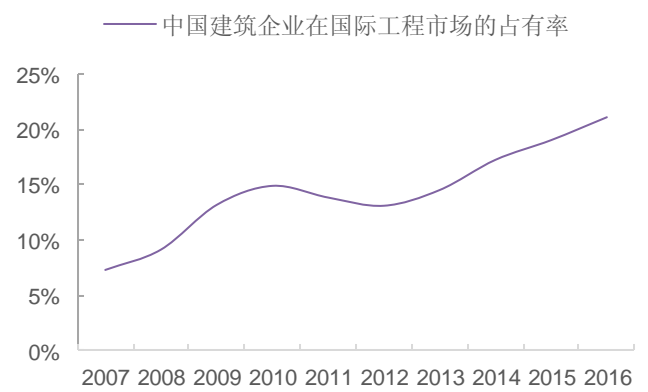


图表8: ENR250 强国际工程市场容量



资料来源: ENR TOP250 2017、联讯证券研究院整理

图表9: 中国建筑企业在国际工程市场的占有率 (%)



资料来源: ENR TOP250 2017、联讯证券研究院整理

根据 ENR 国际承包商 250 强 2017 年评选的数据, 250 家国际承包商 2016 年总共实现收入 1.44 万亿美元, 其中国际业务收入 4681.2 亿美元, 占比高达 32.5%。我们根据 2016 年进入 ENR250 的 20 家中国上市企业的营业数据采用整体法算出这 20 家中国公司的海外业务收入占比为 10.83%, 与 ENR250 整体 32.5% 的水平差距较大, 这说明中国企业的海外业务仍有很大的发展空间。

图表10: ENR250 强收入结构 (亿美元)

	国内	国际	合计
收入	9729	4681.2	14410.2
占比	67.5%	32.5%	100%

资料来源: ENR TOP250 2017、联讯证券研究院整理

图表11: 2016 年 ENR 250 强中国上市公司海外业务占比

ENR250 中国上市公司	境内营业收入 (万元)	境外营业收入 (万元)	海外业务占比
中国交建 (601800)	34,477,835.21	8,696,507.78	20.14%
中国电建 (601669)	18,302,472.87	5,404,153.10	22.80%
中国建筑 (601668)	88,018,302.90	7,958,245.70	8.29%
中国中铁 (601390)	61,579,697.60	2,756,034.20	4.28%
中国铁建 (601186)	59,647,879.40	3,284,829.60	5.22%
中国能源建设 (3996)	18,934,592.00	3,291,563.4	14.81%
中国中冶 (601618)	20,712,794.00	1,242,963.90	5.66%
中国化学 (601117)	3,841,191.42	1,440,404.34	27.27%
中石化炼化工程 (2386)	2,489,222.00	1,448,322.00	36.78%
哈尔滨电气 (1133)	2,082,778.00	1,010,164.00	32.66%
特变电工 (600089)	3,314,148.49	616,992.73	15.70%
北方国际 (000065)	242,024.32	634,168.02	72.38%
中色股份 (000758)	1,151,301.19	741,069.93	39.16%
上海建工 (600170)	12,864,744.05	442,504.32	3.33%
中国武夷 (000797)	159,343.52	97,773.85	38.03%
上海电气 (601727)	7,193,400.00	714,400.00	9.03%
南通三建 (838583)	2,010,630.54	17,157.02	0.85%



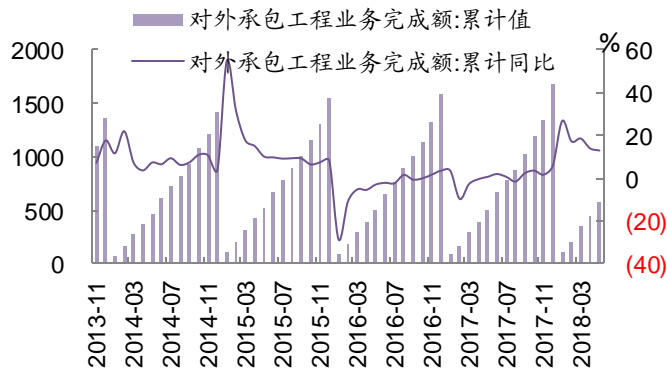
ENR250 中国上市公司	境内营业收入 (万元)	境外营业收入 (万元)	海外业务占比
中国核建 (601611)	3,908,761.94	215,009.46	5.21%
中铝国际 (2068)	2,377,798.10	86,886.26	3.53%
中材国际(600970)	282,007.11	1,612,184.36	85.11%
海外业务占比 (整体法)	/	/	10.83%

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

### 今年以来国际工程板块景气度明显提升

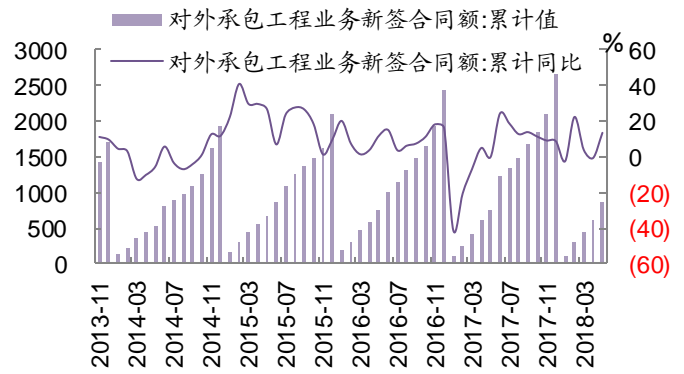
截至 18 年 5 月份,我国对外承包工程完成额增速为 12.90%,对比 17 年增速的最大值 5.8%,对外承包工程完成额增速明显。同期对外承包工程新签合同额及增速为 13.4%,与去年年末的 8.7%对比也有较大增长,两个数据均说明今年以来对外工程承包景气度呈上行趋势。

图表12: 对外承包工程业务完成额及增速



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

图表13: 对外承包工程新签合同额及增速

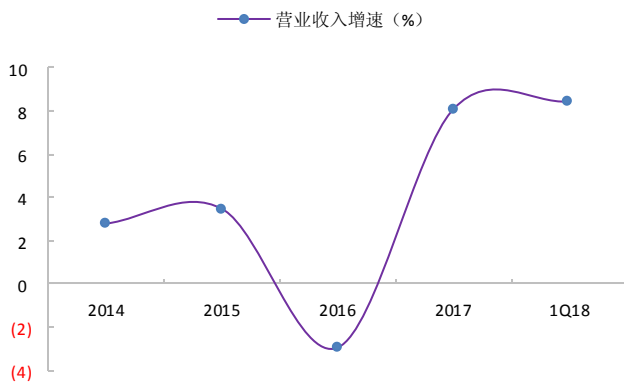


资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

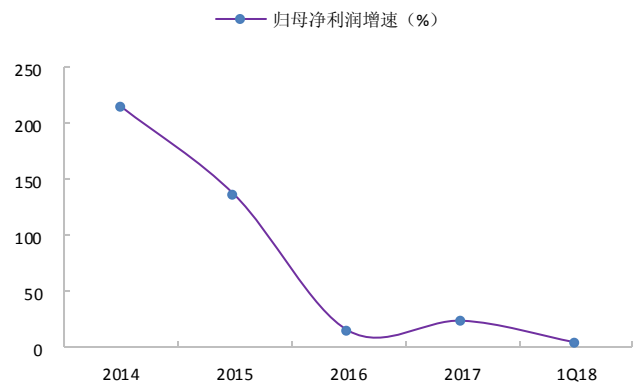
### 上市公司收入增速自 2016 年开始提速

从上市公司表现看,自 2016 年开始,随着海外经济的复苏以及一带一路战略的持续推进,国际工程板块景气度持续走高,2017 年国际工程板块收入增长 8.1%,1Q18 收入增长 8.4%。如果人民币贬值持续一定时间我们认为国际工程板块在订单、收入增速、利润增速方面有进一步加速的可能。

图表14: 国际工程板块营收增速 (%)



图表15: 国际工程板块归母净利润增速 (%)





资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

### 国际工程板块相关个股跌幅较大, 估值处于历史低位

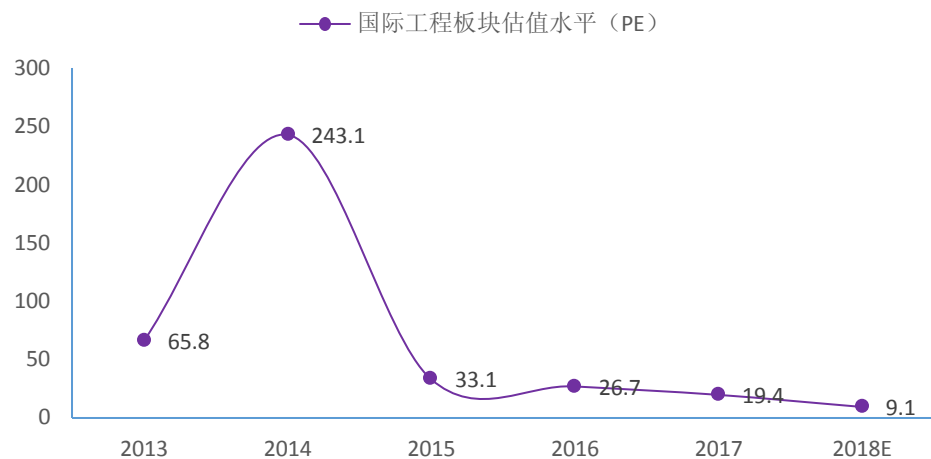
2015 年市场见顶后, 受人民币升值影响及“一带一路”主题退潮, 国际工程板块主要个股股价大幅下跌, 而相关公司收入和利润持续增长, 目前板块的估值仅有各位数水平, 已经处于历史最低位。

图表 16: 国际工程公司自 15 年高点以来累计跌幅极大

证券代码	证券简称	15 年高点以来累计跌幅 (%)
002051.SZ	中工国际	-61.3969
600970.SH	中材国际	-63.9831
000065.SZ	北方国际	-74.2994
000928.SZ	中钢国际	-74.8041
000018.SZ	神州长城	-78.8692

资料来源: Wind, 联讯证券

图表 17: 国际工程板块估值水平显著回落



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

## 投资评级和投资建议

### 给予国际工程板块“增持”评级

我们中期策略给予的建筑板块评级是“中性”, 我们判断制造业投资难有起色; 整体上, 下半年基建向上, 地产向下, 制造业走平, FAI 整体平稳或继续小幅回落。而受投资持续下滑影响, 我们判断本轮行业景气持续走高可能告一段落, 行业增速有较大概率回落, 目前板块估值水平低于沪深 300 和全部 A 股平均水平, 但距离历史底部有一定距离, 且在降杠杆的背景下, 风险偏好降低估值难提升, 我们依然维持行业“中性”投资评级。

国际工程板块主要上市公司受国内投资环境变化影响较小, 主要收入均来自海外, 随着海外经济复苏及一带一路战略的持续推进, 其市场占有率有望持续提升, 目前依然



处于战略机遇期；

今年以来，中国对外工程承包景气度有进一步提升的趋势，随着人民币单边升值的预期打破，以及阶段性的贬值，我们认为压制板块估值的因素在边际改善，而近 3 年股价的大幅调整，使得相关上市公司对应 18 年 PE 仅各位数，估值具备一定吸引力，我们给予国际工程板块“增持”评级，龙头企业下半年是攻守兼备的品种，按照汇兑损益的业绩弹性重点推荐中工国际、中材国际和北方国际。

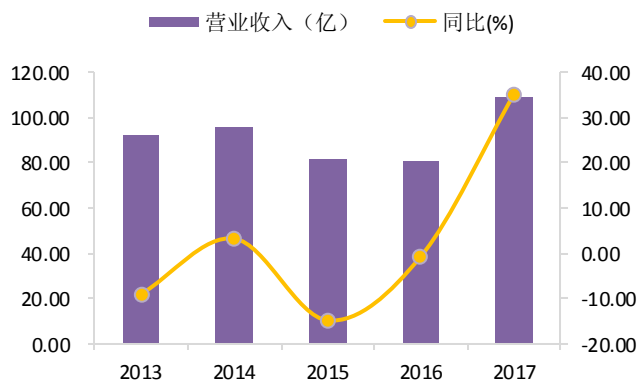
### 中工国际——海外业务占比最高的国际工程公司

中工国际是国内海外业务占比最高的国际工程公司，具有丰富的国际工程承包经验，业务范围涉及东南亚、南亚、中亚、中东、非洲、南美洲及加勒比地区诸国，业务领域涉及交通运输、市政建设、水利工程、电力工程、建筑材料、食品加工、轻工纺织、电信、石油化工、农业机械与工程设备等领域。

公司除工程承包外，还发展了对外贸易和对外投资两大业务，目前形成三大业务协同发展的格局。

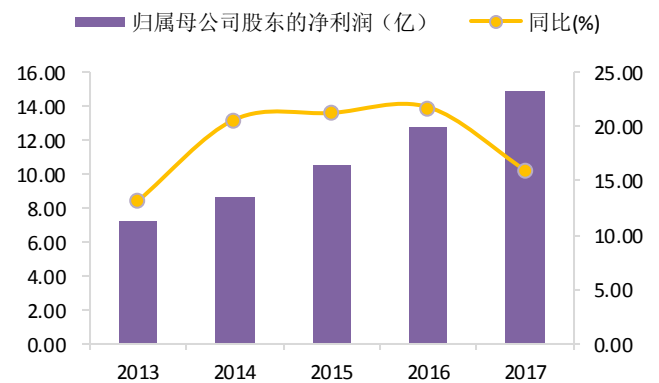
公司 17 年营业收入 109.09 亿元，同比增长 35.24%。归母净利润为 14.84 亿元，同比增长 15.98%，目前公司正在筹划重大资产重组，股票停牌。

图表18：中工国际营业收入及增速



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

图表19：中工国际净利润及增速



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

2017 年公司新签工程施工合同总额为 22.55 亿美元，同比增长 14.1%，在手合同 85.15 亿美元。

图表20：近三年新签订单（亿美元）

	2015	2016	2017
新签合同金额	14.91	19.77	22.55
新生效项目金额	19.93	9.46	9.98
在手合同余额	82.37	83.21	85.15

资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

### 中材国际——全球最大的水泥工程系统集成服务商

中材国际主要从事新型干法水泥生产线的建设业务，是国内外大型新型干法水泥工程建设的领军企业。公司是国际水泥技术装备工程市场唯一具有完整产业链的大型国际



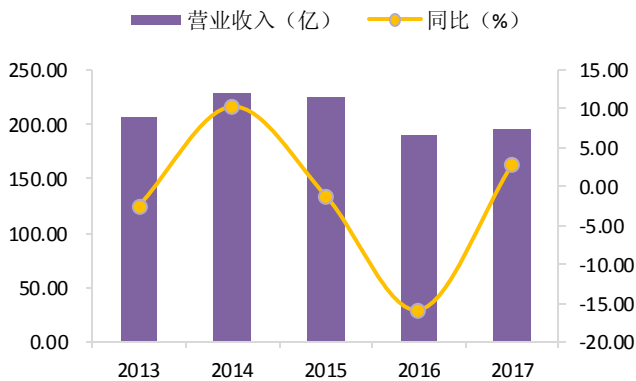
企业。

公司自上世纪九十年代开始进入国际市场以来，承建了覆盖水泥工程、节能环保、矿业和电力等多业务领域的 150 余个海外 EP 和 EPC 项目，遍布世界 70 多个国家和地区。

尽管国内水泥生产线建设高峰期已过，但全球来看，依然有区域型的机会，同时，公司积极转型环保，在水泥窑协同处置垃圾领域有较强优势。

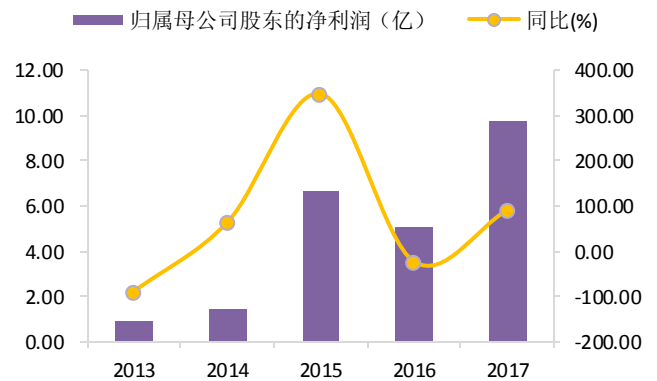
2017 年营业收入为 195.54 亿元，同比增长 2.88%，增速转负为正。归母净利润为 9.77 亿元，同比增长 91.04%。17 年订单总额为 359 亿元，同比增长 29%。

图表21： 中材国际营业收入及增速



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

图表22： 中材国际净利润及增速



资料来源：Wind，联讯证券研究院整理

图表23： 新签合同金额

	2015	2016	2017
新签合同额:合计	315.00	278.00	359.00
新签合同额:国内	30.00	66.71	66.00
新签合同额:国外	285.00	211.29	293.00

资料来源：联讯证券

### 北方国际——背靠北方工业集团，发展后劲充足

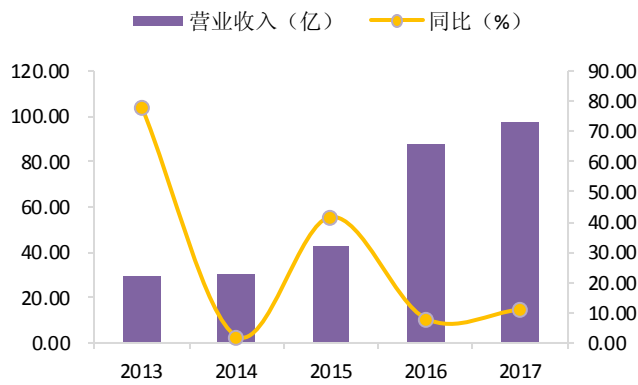
北方国际是中国北方工业公司所属上市公司，以国际、国内工程承包为主营业务、铝业与房地产开发多元发展的上市公司。公司的工程总承包业务专注于国际市场轨道交通、电力建设、石油矿产设施建设、工农业、市政房建等专业领域，同世界许多国家和地区建立了广泛的经济技术合作和贸易往来关系，先后在亚洲、非洲、欧洲等地区，通过国际竞标、议标以 EPC、BOT 等方式总承包了众多的大中型工程项目。

公司大股东中国北方工业有限公司由兵器工业集团控股，第二大股东是兵器装备集团，中国北方工业有限公司是中国军贸事业的开拓者和领先者，是国家实施“走出去”战略的重要团队。北方国际背靠北方工业大股东，在获取海外项目以及进行海外贸易方面有明显优势。

17 年公司的营业收入为 97.3 亿元，同比增长 11.05%，归母净利润为 4.99 亿元，同比增长 8.29%。2017 年公司新签订单金额为 406,705 万美元。

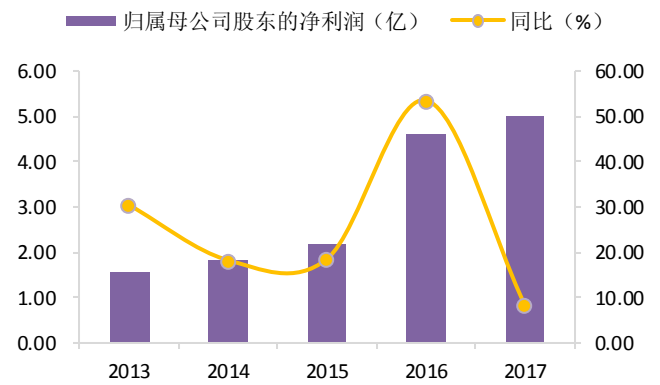


图表24: 北方国际营业收入及增速



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

图表25: 北方国际净利润及增速



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

图表26: 近四个季度公司订单情况 (万美元)

	累计已签约未完工项目合同			新签项目合同
	已签约尚未生效项目合同	已生效正在执行项目合同	已中标尚未签约项目合同	
2Q17	704,742.27	513,971.40	0	129,952.78
3Q17	704,742.27	515,406.60	0	1,435.00
4Q17	858,255.76	567,071.51	0	201,595.00
1Q18	858,255.76	568,971.18	0	7,408.66

资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表27: 重点公司盈利预测与估值

代码	简称	收盘价	市值 (百万)	EPS			PE		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002051.SZ	中工国际	15.27	16990.52	1.55	1.81	2.13	9.83	8.44	7.15
600970.SH	中材国际	6.26	10981.65	0.79	0.97	1.18	7.90	6.45	5.30
000065.SZ	北方国际	8.05	6194.52	0.82	0.98	1.15	9.83	8.23	7.01

资料来源: wind, 联讯证券

### 风险提示

- 人民币大幅升值;
- 海外政治风险;
- 大盘系统性风险;



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，任建筑建材行业首席分析师。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)