

建筑装饰

人民币贬值利好对外工程，未来或持续加大国内布局 ---2018H1 对外工程行业财报汇总分析

海外市场机遇与挑战并存，新签合同额有所下降

2018 年上半年，“一带一路”倡议和国际产能合作有效推进，对外工程承包行业机遇与挑战并存。上半年我国对外承包工程完成营业额 727.6 亿美元，同比增长 8.1%；新签合同额 1067.4 亿美元，同比下降 13.8%。中非合作论坛峰近期在北京举行，将促使中非深化全面战略合作伙伴关系，预计中非在基础设施领域的合作空间更为广泛，中国对外工程企业有望受益。2018 上半年对外工程行业上市公司在手订单收入保障系数值均较小，表明 2018 年对外工程企业项目进展速度缓慢，或对收入产生一定影响。

行业营收增速下滑，毛利率处于历史高位

2018 年上半年，国家对外汇出国管制日趋严格，对于中国企业在海外业务产生一定影响。另外，地缘政治风险相叠加对伊朗、非洲区域工程承包市场产生了不利影响。对外工程行业营业收入为 238.57 亿元，较去年同期减少了 4.28%，行业整体营收有所下滑。但国内收入为 47.94 亿元，同比增加 4.01%。中钢国际、中材国际和中工国际逐渐将发展重心转回国内，国内业务的收入占比逐渐增加。

毛利率方面，行业整体毛利率为 18.06%，较去年同期上升 1.19 个百分点。目前已经处于历史高位，未来增长空间不大，且随着部分公司毛利率较低的国内业务占比有所增加，未来行业毛利率或有所下滑。

期间费用率保持稳定，整体净利润增速下滑

2018 年上半年行业整体期间费用率为 8.76%，较去年同期上升 0.40 个百分点，其中财务费用率下降 0.57 个百分点至 0.84%，管理费用率提升 0.79 个百分点，销售费用率基本稳定，伴随人民币贬值趋势，下半年财务费用率有望继续下滑；上半年行业资产减值损失占收入比值为 -0.64%，减少 0.84 个百分点；净利润整体增速为 17.71%，较 2017 上半年减少了 11.52 个百分点；净利率方面，2018 上半年对外工程行业净利率为 8.44%，较去年同期增加 1.58 个百分点，几乎已达到近几年最高水平，随着“一带一路”倡议推动沿线国家加强基础设施互联互通建设，国际经贸合作将进一步增强，长期来看，对外工程行业企业将实现更大的业务发展，并且受益人民币持续贬值，行业净利率有望保持稳定。

资产负债率持续下降，行业经营现金流略有减少

对外工程行业收现比减少，付现比有所提升，与之相对应的是行业经营现金流较去年同期有所减少。对外工程行业整体资产负债率一直处于下降趋势，上半年达到 66.65%，较前值下降 2.52 个百分点，资产负债率整体来看比较合理。由于对外工程部分公司国内业务的占比逐渐增加，预计项目前期垫资额会有所增长，长期来看经营现金流可能会承压。

投资建议

2018 上半年，伴随行业毛利率上升、期间费用率保持稳定，叠加企业资产质量改善后减值损失对利润的蚕食效应消除，行业整体盈利能力有所改善。但是由于全球政治、经济和社会环境发生了较大变化，给我国的工程承包企业带来新的挑战，上半年对外工程公司海外业务普遍推进缓慢，逐渐将发展重心转回国内，行业部分公司国内业务的收入占比都在逐渐增加，未来可能大力拓展国内市场，加速国内业务布局。综上，我们维持对对外工程子行业的“强于大市”评级。

风险提示：汇率风险、项目推进不及预期风险、应收账款回收不及预期

证券研究报告

2018 年 09 月 10 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰

联系人

chenhangjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建筑装饰-行业专题研究:行业上半年订单汇总分析:基建新签增速普遍下滑,政策转向下订单增速有望回升》
2018-08-21

内容目录

1. 机遇与挑战并存，新签合同额有所下降	4
2. 行业营收有所减少，毛利率处于历史高位	5
2.1. 受全球环境影响，行业营收增速下滑	5
2.2. 毛利率达到历史最高水平，未来或有所下滑	7
3. 期间费用率保持稳定，受益人民币贬值，汇兑收益有望大幅增加	8
4. 资产负债率持续改善，行业经营现金流微幅下滑	12
4.1. 行业资产负债率持续改善	12
4.2. 行业回款恶化，经营现金流微幅下滑	12
5. 投资建议	14
6. 风险提示	14

图表目录

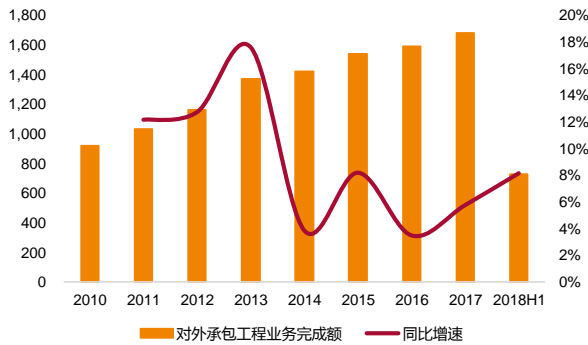
图 1：对完工程承包完成营业额（亿美元）	4
图 2：对完工程承包新签合同额（亿美元）	4
图 3：2017H1 和 2018H1 “一带一路” 沿线国家新签合同额及营业额	4
图 4：2018h1 新签及中标未签约订单（亿元）与已签约未完工订单/2017 年营收（右轴）	4
图 5：对外工程行业营收（亿元）及同比增速	6
图 6：各个公司营收增速对比	6
图 7：对外工程行业国内外营收（亿元）及同比增速	6
图 8：个股 2018H1 国内外营收增速对比	6
图 9：对外工程行业毛利率变化	7
图 10：各个公司毛利率对比	7
图 11：个股国内外业务毛利率对比	8
图 12：对外工程板块期间费用率	8
图 13：个股财务费用率	8
图 14：个股管理费用率	10
图 15：个股销售费用率	10
图 16：资产减值损失/收入	10
图 17：个股资产减值损失/收入	10
图 18：对外工程行业投资收益（百万元）	11
图 19：对外工程行业营业外收入（百万元）	11
图 20：净利润增长	11
图 21：净利润增长对比	11
图 22：对外工程板块净利率	12
图 23：个股净利率变化	12
图 24：对外工程板块资产负债率	12
图 25：个股资产负债率	12

图 26: 2018 上半年应收账款增速和营收增速对比	13
图 27: 对外工程行业收付现比	13
图 28: 经营活动现金流净额 (单位: 百万元)	13
图 29: 2018 上半年各公司经营性现金流变化 (单位: 百万元)	13
图 30: 个股收现比	14
图 31: 个股付现比	14
表 1: 对外工程公司 18 年上半年订单总体情况一览 (亿元)	5
表 2: 北方国际订单执行情况一览 (亿元)	6
表 3: 中钢国际订单执行情况一览 (亿元)	7
表 4: 2018 上半年对外工程行业所持外币货币资产情况 (单位: 百万元)	9
表 5: 对外工程行业全年财务费用预测 (单位: 百万人民币)	9

1. 机遇与挑战并存，新签合同额有所下降

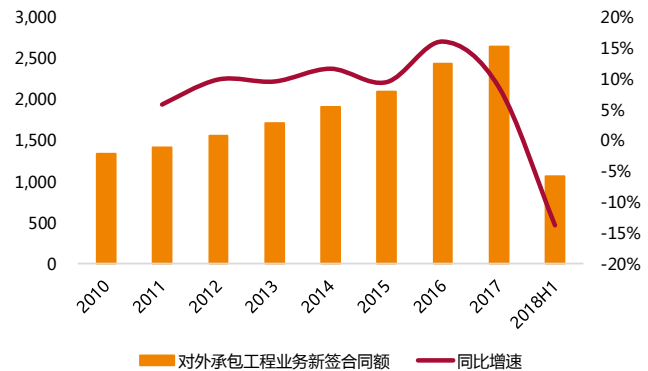
2018 年上半年，“一带一路”倡议和国际产能合作有效推进，对外工程承包行业机遇与挑战并存。据商务部统计，上半年我国对外承包工程完成营业额 727.6 亿美元，同比增长 8.1%；新签合同额 1067.4 亿美元，同比下降 13.8%。中国工程承包企业积极参与“一带一路”建设，在“一带一路”沿线国家新签合同额 477.9 亿美元，占同期总额的 44.8%，完成营业额 389.5 亿美元，占同期总额的 53.5%。中非合作论坛近期在北京举行，加强区域合作和一体化建设，此次论坛将促使中非深化全面战略合作伙伴关系，预计中非在基础设施领域的合作空间更为广泛。中国对外工程企业料能受益，非洲地区订单承接额有望增加。

图 1：对完工程承包完成营业额（亿美元）



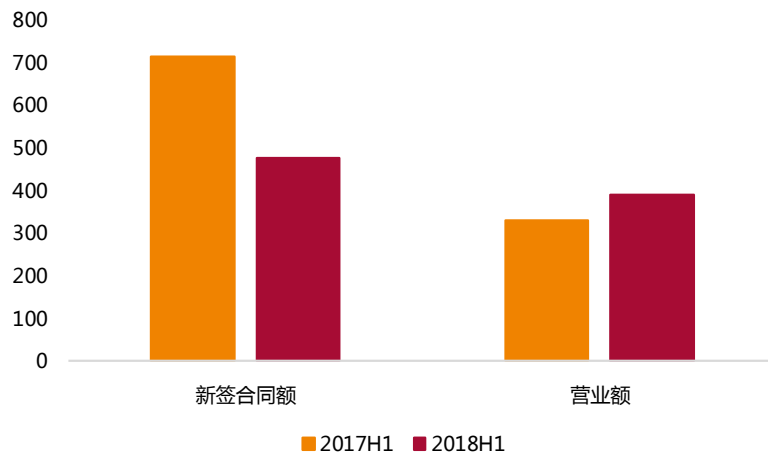
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：对完工程承包新签合同额（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

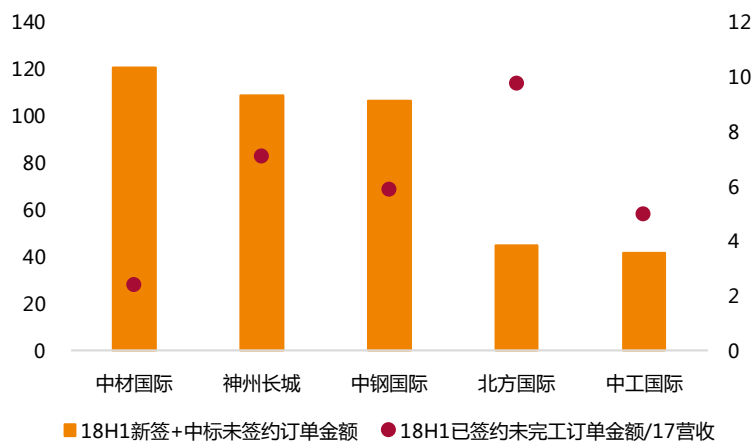
图 3：2017H1 和 2018H1 “一带一路”沿线国家新签合同额及营业额（亿美元）



资料来源：商务部，天风证券研究所

我们以对外工程上市公司北方国际、中钢国际、中工国际、神州长城和中材国际为例，从新增订单角度来看，2018 年上半年，中材国际以 120.81 亿的新签订单量，远超其它公司，作为行业龙头，其 2018 年上半年新签订单较去年同期下降 23%，其中新签海外合同额 87.3 亿元，同比下降 36%，主要是因为全球水泥工程市场竞争激烈，国际热点区域的水泥投资下滑。但是公司多年来的海外转型和布局已经趋渐成熟和完善，且公司现在国内业务的占比在逐渐增加，未来订单承接额有望增加。

图 4：2018h1 新签及中标未签约订单（亿元）与已签约未完工订单/2017 年营收（右轴）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：北方国际、中工国际订单额是以 18 年按二季度平均汇率兑换为相应人民币数额（1 美元 = 6.3789 人民币）

从存量订单角度来看，北方国际截至 2018 上半年累计已签约未完工订单金额在 2017 年收入占比达 9.77 倍；中材国际上半年未完工合同额为 474.51 亿元，较去年同期增长 10%，且该比值为 2.43；神州长城、中钢国际、中工国际的比值分别为 7.10、5.89 和 5.00。累计已签约未完工订单/收入的比例可以称为订单收入保障系数，订单收入保障系数百分比越高越好，我们可以看到披露的 2018 上半年对外工程行业上市公司订单收入保障系数几乎都小于去年同期，预示着 2018 年对外工程企业接单能力有所下降，或对公司收入产生一定影响。

表 1：对外工程公司 18 年上半年订单总体情况一览（亿元）

公司名称	18H1 新签+中标未签约订单金额	18Q2 新签+中标未签约订单金额增速	18H1 已签约未完工订单金额	18H1 已签约未完工订单金额/17 营收	17H1 已签约未完工订单金额/16 营收
中材国际	120.81	-25.00%	474.51	2.43	2.27
神州长城	109.11	-73.50%	461.24	7.10	9.94
中钢国际	106.73	410.96%	463.21	5.89	4.06
北方国际	45.22	-51.15%	950.92	9.77	9.53
中工国际	33.25	-54.80%	545.97	5.00	7.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：原文中金额为美金的公司，18 年按二季度平均汇率 6.3789 兑换为相应人民币数额；17 年按二季度平均汇率 6.8536 兑换为相应人民币数额。

2. 行业营收有所减少，毛利率处于历史高位

2.1. 受全球环境影响，行业营收增速下滑

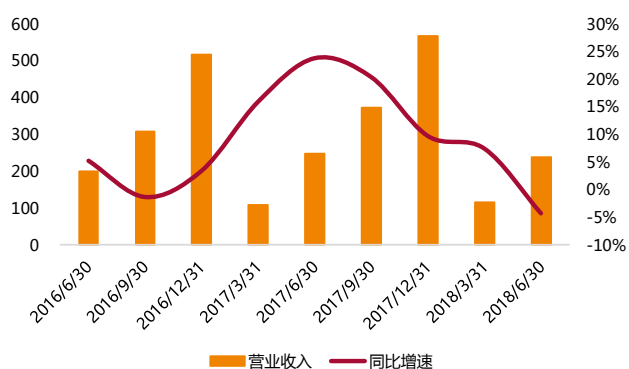
2018 上半年对外工程行业营业收入为 238.57 亿元，较去年同期减少了 4.28%，行业整体营收有所下滑，北方国际、中成股份、中钢国际和神州长城这 4 家公司营收增速较大幅度下降。我们认为 2018 年上半年，全球政治、经济和社会环境发生了较大变化，给我国的工程承包企业带来新的挑战。一方面，国家对外汇出国管制日趋严格，对于中国企业在海外业务产生一定影响。另一方面，地缘政治风险相叠加对伊朗、非洲区域工程承包市场产生了不利影响。

从个股来看，仅中材国际和中工国际营收增速为正值，分别较去年增加/减少 10.73/0.01 个百分点。中材国际营收高增的原因主要是公司新业务和多元化业务带动整体收入较快增长，中工国际主要是由于项目逐步落地所致。而神州长城、北方国际、中成股份、中钢国际营收分别较去年减少 47.54%、17.85%、19.48%和 21.80%，从而拉低对外工程行业整体营收增速。

分地区来看，2018 上半年对外工程行业国外收入为 189.86 亿元，同比减少 6.33%；国内收入为 47.94 亿元，同比增加 4.01%。国内业务的增长主要是由于中钢国际、中材国际和北方国际国内业务收入提升较多所致。我们认为，中钢国际受益于国内钢铁产业受产能升级和产能置换、节能减排等结构性调整以及行业相关政策的影响，钢铁行业出现新一轮投资热潮，在国内重点跟踪并推进落实的项目较多。

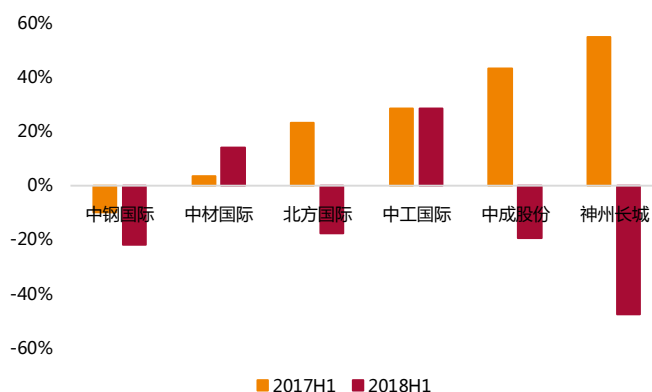
由于全球政治、经济和社会环境发生了较大变化，给我国的工程承包企业带来新的挑战，2018 上半年对外工程公司海外业务普遍推进缓慢，逐渐将发展重心转回国内，经过分析，中钢国际、北方国际、中工国际和神州长城国内业务的收入占比都在逐渐增加，未来可能大力拓展国内市场，加速国内业务布局。

图 5：对外工程行业营收（亿元）及同比增速



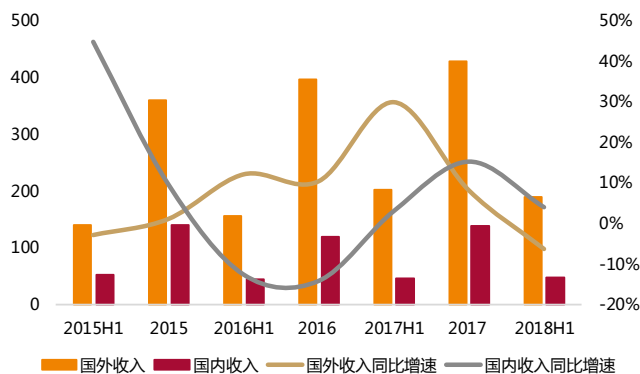
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：各个公司营收增速对比



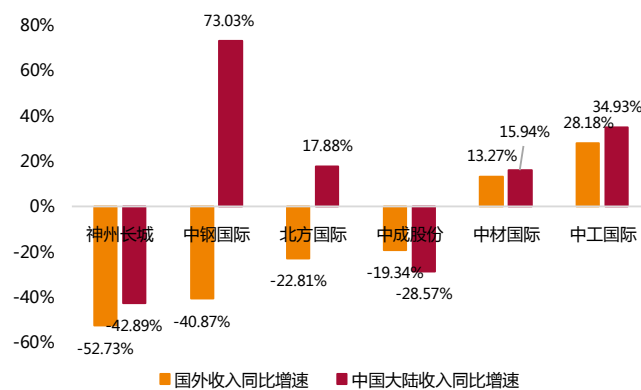
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：对外工程行业国内外营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：个股 2018H1 国内外营收增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

北方国际营业收入较去年同期减少了 17.85%，具体原因来看，截止到 2018 年第二季度末，公司的在手订单中，仍有将近 60% 的订单尚未生效，且公司在二季度并无实质性推进国际订单生效进度。我们认为主要原因是公司的未生效订单都在伊朗，面临美国制裁的严峻形势，项目难以顺利开工。公司所披露的在执行的 4 个项目中，有 3 个项目在上半年基本未有执行，未有新的收入释放。

表 2：北方国际订单执行情况一览（亿元）

项目名称	合同金额折合人民币	17Q1 累计	17Q2 累计	17Q3 累计	17Q4 累计	18Q1 累计	18Q2 累计
		确认收入	确认收入	确认收入	确认收入	确认收入	确认收入
巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目	103.72	10.96	15.66	18.63	26.67	30.77	34.85
埃塞俄比亚 Addis	16.52	14.09	14.09	15.69	15.69	16.04	16.04

Ababa-Djibouti 铁路车辆采

购项目代理合同

建造老挝 Xebangfai 河流域灌	95.68	1.91	1.91	1.91	1.91	1.91	1.91
溉和防洪管理项目合同							
缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目采	44.65	26.54	29.18	29.49	31.98	32.07	32.10
购施工总承包项目合同							
其他未生效的重大合同	457.26	0	0	0	0	0	0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：原文中合同金额为美金/欧元，此处统一按 18 年二季度平均汇率 6.3789/7.5984 兑换为相应人民币数额

中钢国际营业收入较去年减少 21.80%，究其原因，我们认为，地缘政治风险相叠加对伊朗、非洲区域一些经济体工程承包市场产生了不利影响，公司项目执行受到影响，部分项目停滞，难以确认收入，且进展较快的阿尔及利亚等项目大部分已经确认为收入，未来无收入可持续释放。

表 3：中钢国际订单执行情况一览（亿元）

项目	合同金额	17Q1 累计 确认收入	17Q2 累计 确认收入	17Q3 累计 确认收入	17Q4 累计 确认收入	18Q1 累计 确认收入	18Q2 累计 确认收入
阿尔及利亚还原铁、综合钢等项目	74.34	41.06	54.88	59.58	65.69	68.86	69.02
伊朗综合钢、氧化球厂项目、煤发电项目	105.06	56.85	59.13	59.13	60.01	60.91	60.91
印尼焦化、热轧厂、煤电站等项目	32.86	3.21	3.75	4.08	4.08	4.08	4.08
俄罗斯电解锰、铂金矿项目	63.42	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
其他国家（澳洲、玻利维亚等）的项目	92.35	13.20	13.20	13.20	13.20	13.20	13.20
国内已生效订单	192.64	94.34	94.79	96.31	98.12	98.44	98.44
国内未生效订单	38.63	0	0	0	0	0	0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

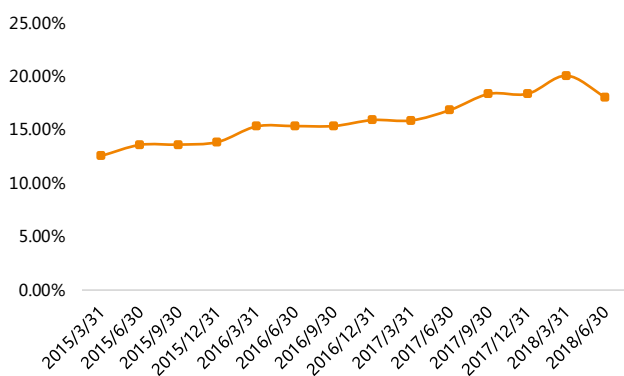
2.2. 毛利率达到历史最高水平，未来或有所下滑

毛利率方面，2018 上半年行业整体毛利率为 18.06%，较去年同期上升 1.19 个百分点。其中中材国际、北方国际、中成股份和中钢国际 4 家公司毛利率均出现不同程度的提升，2018 上半年毛利率分别较去年同期提升 2.13、8.68、1.33 和 0.20 个百分点。部分项目推进较为顺利、项目盈利性上升等因素或对毛利率产生了有利影响。中材国际毛利率提升主要受益于公司提高了占比较高的工程建设的 EPC 全流程的精细化管理和内部集中采购力度，该业务毛利率增长了 2.98 个百分点；北方国际主要是因为毛利率较高的房地产销售收入大幅提升所致；中工国际受去年同期工程项目完工结算产生结算收益推高毛利率基数所致，整体毛利率下滑约 7 个百分点，但是横向比较，公司的毛利率在国际工程行业里仍然是最高的。

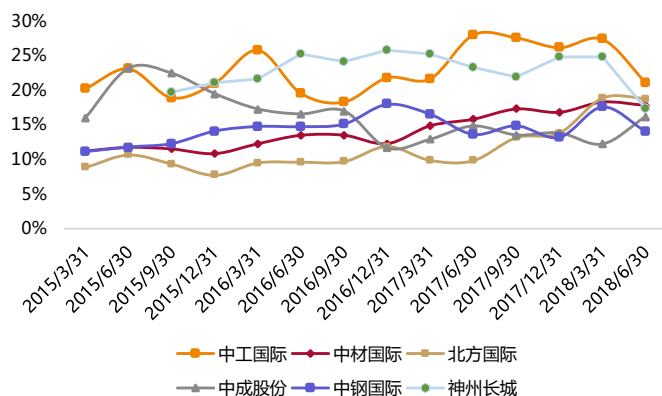
目前对外工程行业毛利率已经处于历史高位，未来增长空间不大，且中钢国际、北方国际、中工国际和神州长城逐渐将发展重心转向国内业务，而国内业务毛利率普遍较低，因此长期来看，行业毛利率或有所下滑。

图 9：对外工程行业毛利率变化

图 10：各个公司毛利率对比

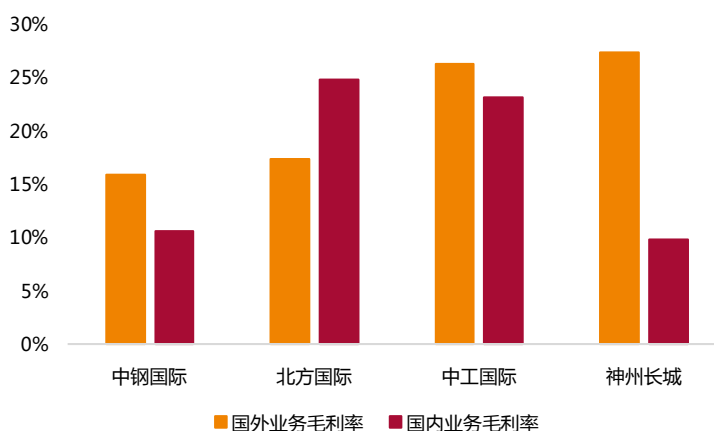


资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 个股国内外业务毛利率对比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 中工国际 2018H1 未披露国内外业务毛利率, 故以 2017 年末国内外毛利率进行对比

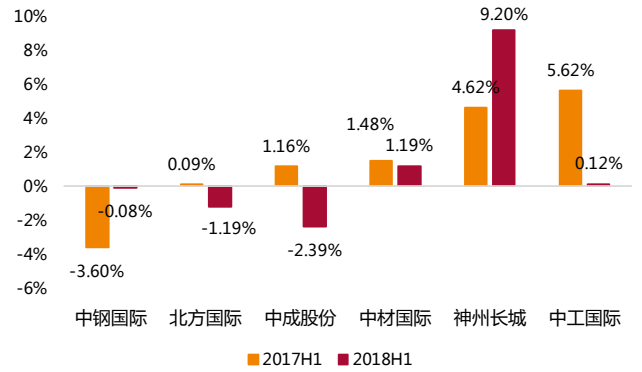
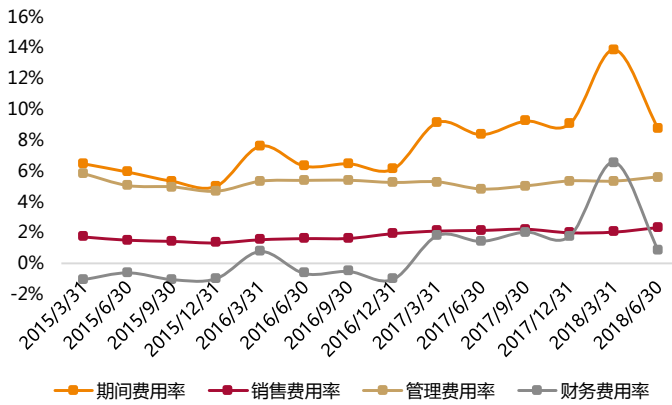
3. 期间费用率保持稳定, 受益人民币贬值, 汇兑收益有望大幅增加

2018 上半年行业整体期间费用率为 8.76%, 较去年同期上升 0.40 个百分点, 其中财务费用率下降 0.57 个百分点, 管理费用率提升 0.79 个百分点, 销售费用率基本稳定。

财务费用率方面, 上半年对外工程行业财务费用率为 0.84%, 去年同期减少 0.57 个百分点。其中有 2 家公司有所增加, 4 家公司下滑, 其中中工国际、中材国际、北方国际和中成股份分别下降 5.50、0.29、1.28 和 3.55 个百分点, 主因人民币贬值引起公司汇兑损益较 2017 上半年显著变化所致; 中钢国际主要是利息收入减少, 导致财务费用率较去年同期提升较多; 而神州长城主要是由于公司增加融资, 长短期借款增加所致。

图 12: 对外工程板块期间费用率

图 13: 个股财务费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

对外工程行业持有较多美元资产，人民币贬值将产生可观汇兑收益，预计 2018 全年对外工程行业财务费用率也会有所下降。对外工程企业海外业务收入端多以美元和欧元结算，这意味着确认收入和成本时将产生以外币计价的应收/应付款。对外工程行业由于基本都是海外业务，持有较多的美元和欧元净资产，如果人民币维持贬值趋势，期末进行外币报表折算时企业将产生汇兑收益，从而冲销企业的财务费用，降低财务费用率。

表 4: 2018 上半年对外工程行业所持外币货币资产情况 (单位: 百万元)

	外币资产	外币负债	外币净资产	总资产	外币净资产/总资产比例
中工国际	6,446.10	299.68	6,146.42	18,255.44	33.67%
神州长城	3,574.71	555.96	3,018.75	11,025.57	27.38%
中材国际	10,039.49	4,069.03	5,970.46	31,647.10	18.87%
北方国际	4,988.50	1,343.16	3,645.34	11,670.85	31.23%
中成股份	1,418.35	163.24	1,255.11	2,404.49	52.20%
中钢国际	1,036.74	588.90	447.84	12,957.44	3.46%
合计	27,503.89	7,019.97	20,483.91	87,960.89	23.29%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们对行业 2018 年期末的财务费用率进行预测，由于对外工程行业涉及到多种货币，但是主要以美元和欧元为主，因此我们以美元和欧元来预测汇兑损益。做出以下假设：

- ①期末汇率维持当前水平，即 1 美元= 6.8266 元人民币；1 欧元= 7.9096 元人民币。
- ②由于对外工程行业上半年项目推进缓慢，外币净资产变动不大，故下半年给予 2%的增长率。
- ③假设去除汇兑损失以外的财务费用下半年增长率为 10%。
- ④根据上半年情况来看，对外工程行业业绩有所下滑，故假设全年营业收入较 2017 年增速为-6%。
- ⑤各公司下半年经营正常，不发生即期结汇，也无境外项目公司提前进行外币折算。

根据以上假设预测出的对外工程行业下半年的汇兑收益为 5.59 亿元，较上半年相差较大，主要原因是上半年美元净资产较多的中材国际办理即期结汇及有境外项目公司提前进行外币折算，产生了 1.51 亿元的汇兑损失，并且上半年欧元对人民币贬值，下半年有望升值，从而产生较多汇兑收益。假设各公司下半年正常经营，全年行业财务费用预测为-3.43 亿元，营业收入为 533.71 亿元，故预测 2018 年行业整体财务费用率为-0.64%。

表 5: 对外工程行业全年财务费用预测 (单位: 百万人民币)

公司名称	美元净资产 (百万美元)	欧元净资产 (百万欧元)	上半年财务费用 (除去汇兑损失)	上半年汇兑 损失	全年财务费用预 测(除去汇兑损 失)	下半年产生的 汇兑损失	全年产生的汇 兑损失	全年财务费用
中工国际	925.24	6.37	35.56	(30.33)	39.11	(195.98)	(226.31)	(187.20)
神州长城	96.41	0.35	178.39	(32.45)	196.23	(20.34)	(52.79)	143.44
中材国际	689.33	184.21	(30.65)	151.05	(33.72)	(193.25)	(42.21)	(75.92)
北方国际	520.37	4.08	1.69	(50.34)	1.86	(110.35)	(160.69)	(158.83)
中成股份	171.04	1.10	(4.22)	(14.87)	(4.64)	(36.21)	(51.08)	(55.72)
中钢国际	13.82	(0.66)	(2.53)	(3.50)	(2.78)	(2.73)	(6.23)	(9.01)
合计	2416.21	195.44	178.24	19.56	196.06	(558.86)	(539.30)	(343.24)

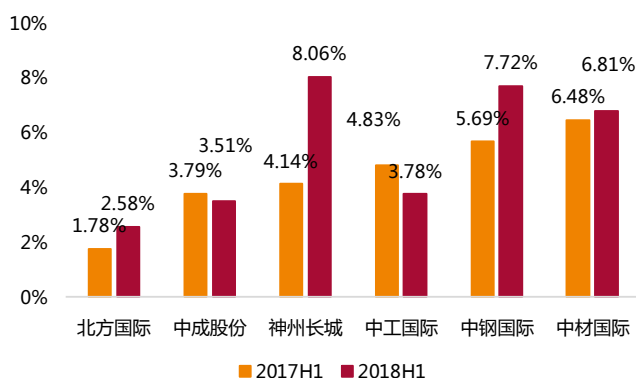
资料来源:公司公告, 天风证券研究所

注:上半年汇兑损失是根据各公司半年报所得(1美元=6.6166元人民币;1欧元=7.6515人民币),预测下半年汇兑损失是假设汇率保持目前水平(以2018年9月5日为准),即1美元=6.8266元人民币,1欧元=7.9096元人民币。

管理费用率方面,仅2家公司有所下滑,4家公司上升。中钢国际、神州长城该值分别上升2.03、3.92个百分点,我们认为主要原因是营业收入下滑较多所致。中工国际、中成股份管理费用率分别较去年同期下降1.06、0.29个百分点,主要是因为公司加强了费用控制,节约了管理开支所致。

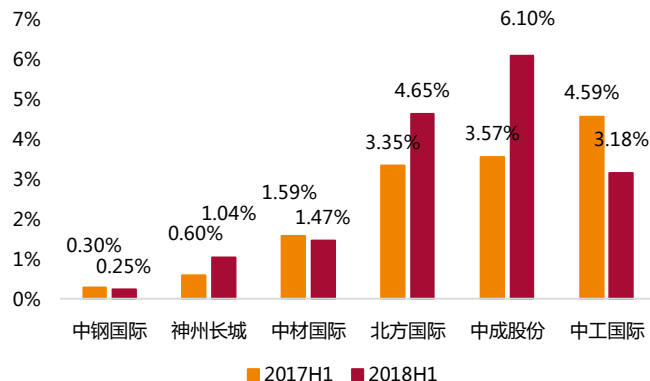
销售费用率方面,北方国际、中成股份、神州长城分别比2017年上半年增加了1.30、2.53、0.44个百分点,主要是公司加大了市场开发力度导致销售费用增加。中工国际下降了1.41个百分点。

图 14: 个股管理费用率



资料来源:wind, 天风证券研究所

图 15: 个股销售费用率

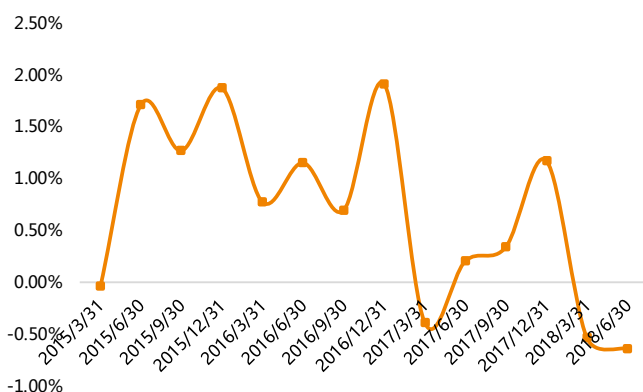


资料来源:wind, 天风证券研究所

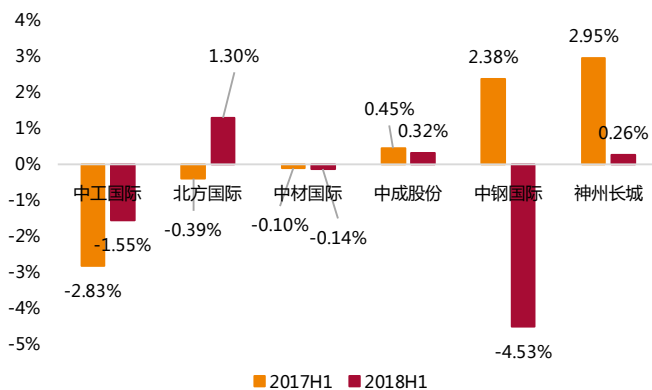
2018上半年行业资产减值损失占收入比值为-0.64%,减少0.84个百分点,我们认为主要是因为上半年对外工程公司项目推进缓慢,应收账款增加较少,计提的减值相应也有所降低。分公司来看,仅2家公司该值有所提升,分别为中工国际(1.28个百分点)、北方国际(1.69个百分点),其中北方国际资产减值损失的增加主要是应收账款增加,计提的坏账准备增加所致;其余4家公司均有不同程度的下降,中材国际、中成股份、神州长城、中钢国际分别下滑0.05、0.13、2.69、6.91个百分点,中钢国际主因坏账损失的转回所致。

图 16: 资产减值损失/收入

图 17: 个股资产减值损失/收入



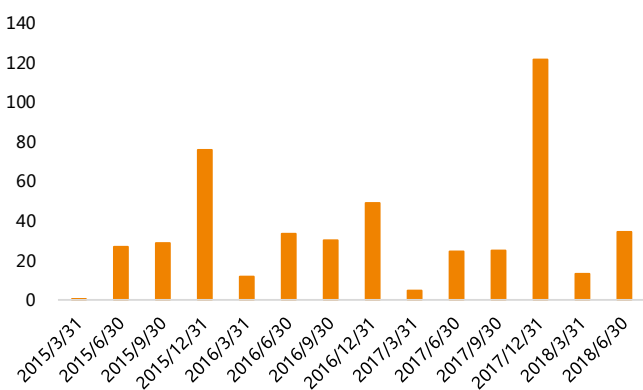
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

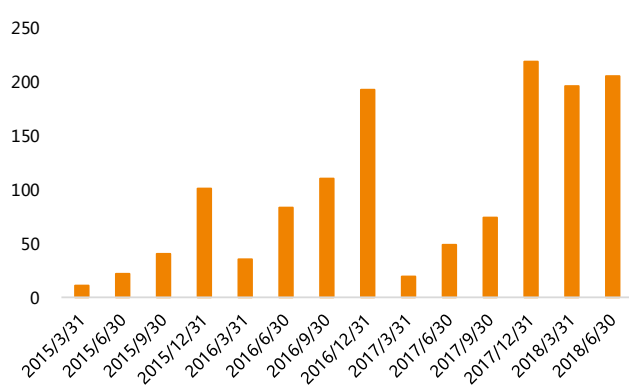
2018 上半年对外工程行业投资收益为 0.35 亿元, 较去年同期增加 38.58%; 营业外收入为 2.06 亿元, 同比增加 318.43%, 主要是因为神州长城收到土地补偿及收购子公司评估增值所致。

图 18: 对外工程行业投资收益 (百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

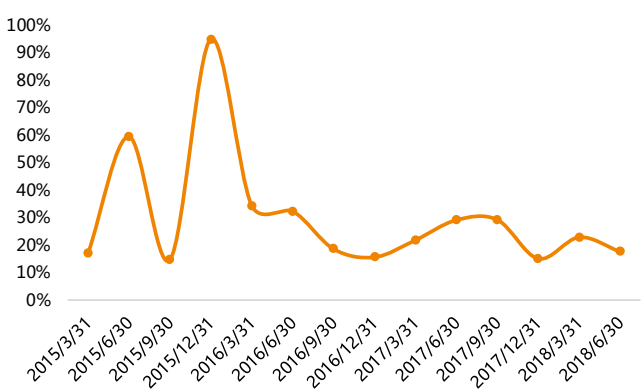
图 19: 对外工程行业营业外收入 (百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

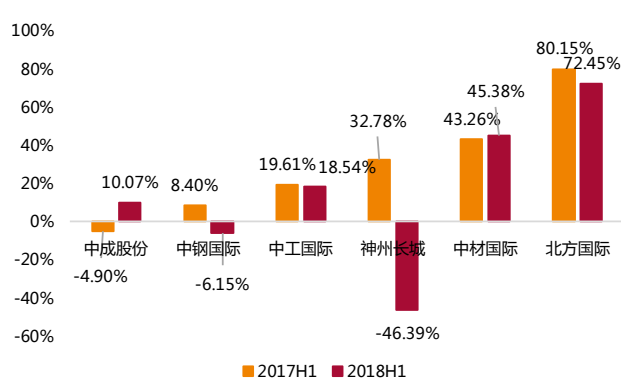
从归母净利润增速方面, 2018 上半年整体增速为 17.71%, 较 2017 上半年减少了 11.52 个百分点。在这六家公司里, 中材国际和中成股份增速持续提升, 分别增加了 2.12 和 14.97 个百分点; 其余四家公司均有所下降。以营收占比最大的中材国际来看, 毛利率上升、资产减值损失减少等因素为中材国际业绩增速上升的重要原因; 而民营企业神州长城的净利润大幅下滑, 较去年同期降低 79.17 个百分点, 降幅明显高于其他企业, 经营状况显著恶化, 主要是因为公司国内业务占比较大, 上半年国家信贷收紧, 资金紧张导致公司经营收缩、项目进展缓慢所致。对外工程企业需积极整合内外部资源, 深度开发区域市场提升经营效率, 确保公司净利润提升。

图 20: 净利润增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 净利润增长对比

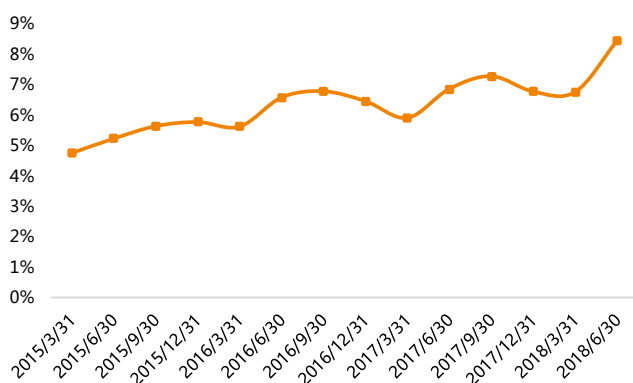


资料来源: wind, 天风证券研究所

上半年伴随行业毛利率上升、期间费用率保持稳定，叠加企业资产质量改善后减值损失对利润的蚕食效应消除，整体盈利能力有所改善。对外工程行业整体净利率企稳回升，2018上半年对外工程行业净利率为 8.44%，较去年同期增加 1.58 个百分点，仅中工国际有所下滑。

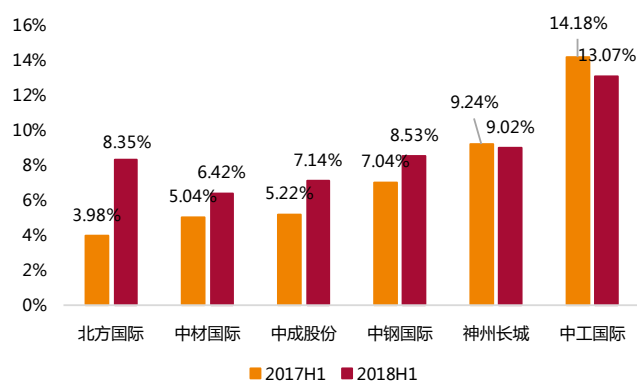
目前对外工程行业净利率几乎已达到近几年最高水平，随着“一带一路”倡议推动沿线国家加强基础设施互联互通建设，这些建设需求将转化成为具体的合作项目，国际经贸合作将进一步增强，长期来看，对外工程行业企业将实现更大的业务发展，并且受益人民币持续贬值，行业净利率有望保持稳定。

图 22：对外工程板块净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：个股净利率变化



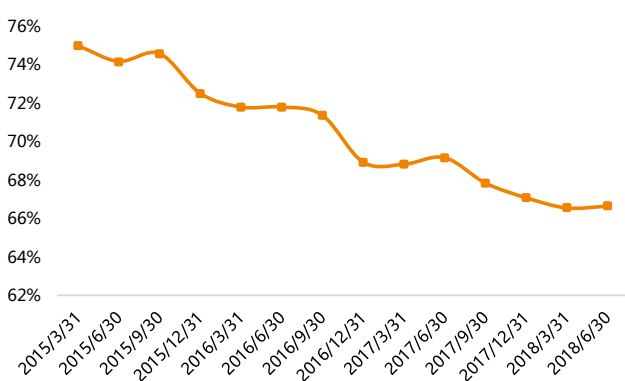
资料来源：wind，天风证券研究所

4. 资产负债率持续改善，行业经营现金流微幅下滑

4.1. 行业资产负债率持续改善

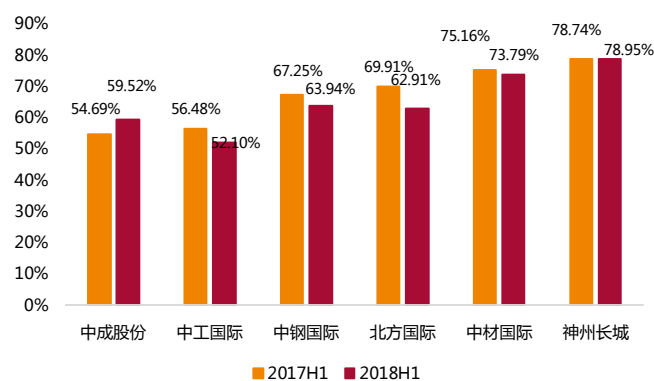
对外工程行业整体资产负债率一直处于下降趋势，上半年达到为 66.65%，较前值下降 2.52 个百分点，资产负债率整体来看比较合理。分公司来看，6 家公司中仅中成股份和神州长城资产负债率有所提升，较去年提升了分别提升了 4.83、0.21 个百分点；其他公司资产负债率显著降低，中工国际、中材国际、北方股份、中钢国际资产负债率分别下降 4.38、1.37、7.01、3.31 个百分点，资产负债率下降主因对外工程公司的负债以国内居多，同时现金充裕，上半年各公司加大付款力度，相应负债额较去年同期有所下降所致。

图 24：对外工程板块资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：个股资产负债率

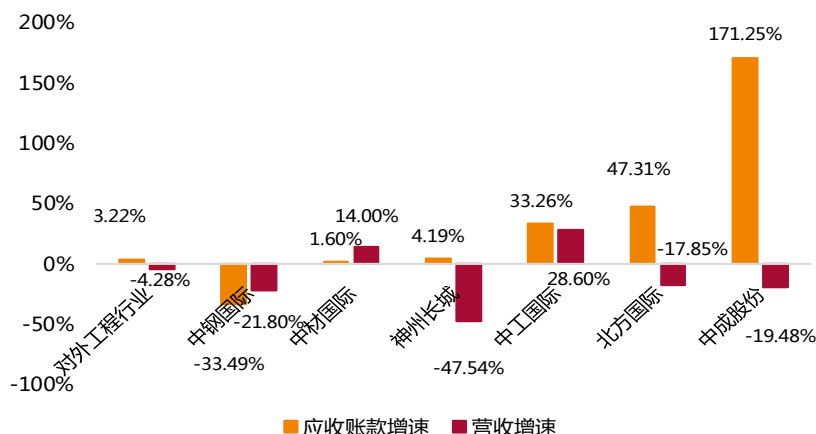


资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 行业回款恶化，经营现金流微幅下滑

对外工程板块应收账款增速为 3.22%，高于营收增速 7.51 个百分点，行业层面的回款有所恶化。其中中材国际和神州长城的应收账款增速显著高于营收增速，其他四家公司均低于营收增速。

图 26：2018 上半年应收账款增速和营收增速对比

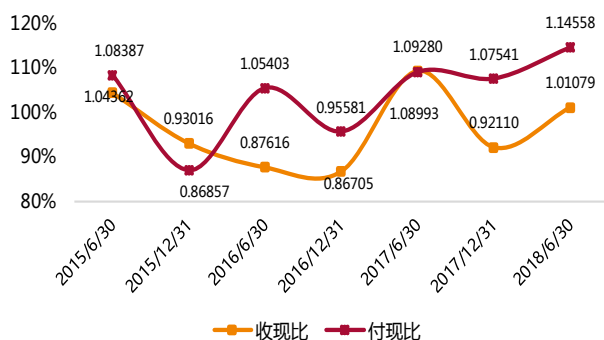


资料来源：wind，天风证券研究所

通过观察收现比和付现比的变化，我们可以发现对外工程行业收现比减少，付现比有所提升，与之相对应的是行业经营现金流有所恶化。2018 上半年行业收现比为 1.0108，较前值减少 8.2 个百分点；付现比为 1.1456，较前值增加 5.57 个百分点，回款难度加大，整体经营活动现金流略微下滑。

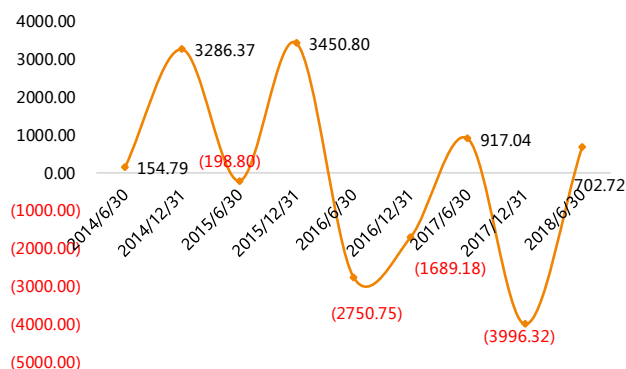
对外工程板块经营性现金流净额从 2017 上半年的净流入 917.04 万元减少至 2018 上半年的 702.72 万元，主要是由于中材国际、北方股份、中钢国际经营性现金流有所恶化所致。其中北方国际和中钢国际 2018 上半年经营性现金流净额分别为-3.42、3.74 亿元，较去年同期分别减少了 23.30、1.93 亿元，主要是由于营业收入收缩、现金流入也相应减少所致。由于对外工程部分公司国内业务的占比逐渐增加，预计项目前期垫资额会有所增长，长期来看经营现金流可能会承压。

图 27：对外工程行业收付现比



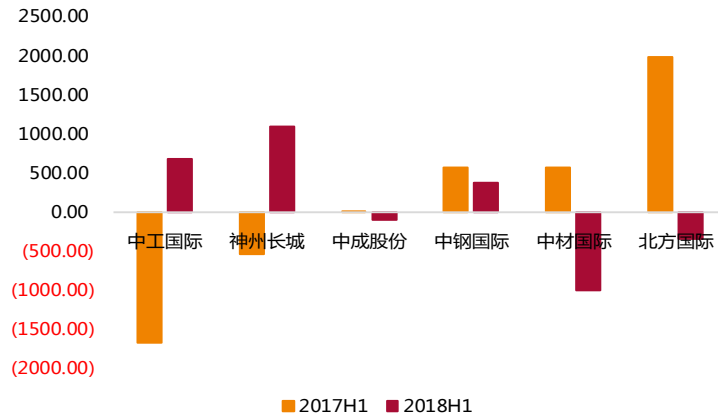
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：经营活动现金流净额（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：2018 上半年各公司经营性现金流变化（单位：百万元）

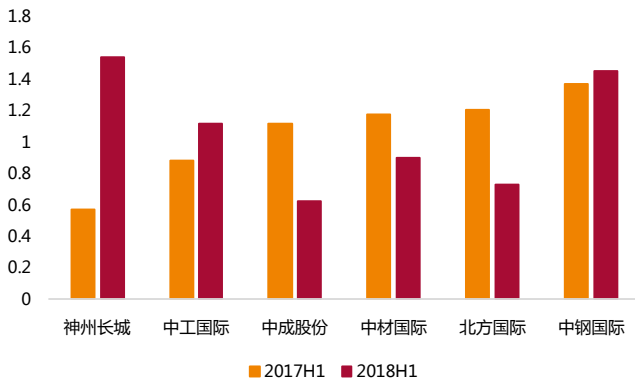


资料来源: wind, 天风证券研究所

个股分化比较明显,中工国际、中钢国际充分重视项目回款,2018年上半年收现比分别提升 23.38、8.20 个百分点,主要与公司的重点项目顺利执行,收款增加有关;中成股份主要是由于报告期内公司经营的成套项目均已进入实施后期,项目收款较上年同期减少,导致收现比下降 49.41 个百分点;中材国际收现比下降 27.45 个百分点,主要是由于国内工程前期投入较多以及埃及项目分期收款。

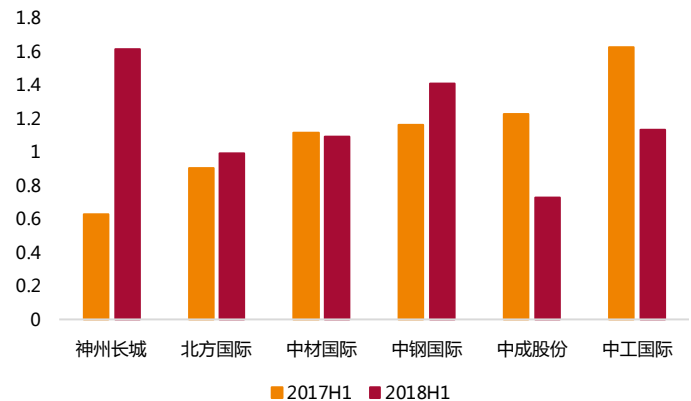
付现比方面,中成股份、中工国际、中材国际付现比分别下降 50.25、49.61 和 2.23 个百分点,主要原因可能是公司治理能力进一步规范,对上游供应商的议价能力有所加强所致。北方股份、中钢国际付现比分别上升 8.47、24.78 个百分点,其经营活动现金流净额有所恶化。

图 30: 个股收现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31: 个股付现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 投资建议

2018 上半年,伴随行业毛利率稳定上升、期间费用率保持稳定,叠加企业资产质量改善后减值损失对利润的蚕食效应消除,整体盈利能力有所改善。但是由于全球政治、经济和社会环境发生了较大变化,给我国的工程承包企业带来新的挑战,上半年对外工程公司海外业务普遍推进缓慢,逐渐将发展重心转回国内,行业部分公司国内业务的收入占比都在逐渐增加,未来可能大力拓展国内市场,加速国内业务布局。

综上,我们维持对对外工程子行业的“强于大市”评级。

6. 风险提示

汇率风险、项目推进不及预期风险、应收账款回收不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com