

建筑装饰

证券研究报告

2019年05月08日

“一带一路”推进有望拉动订单增长，未来或持续加大国内布局--2018年和2019Q1对外工程财报汇总分析

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 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110519040001
 xiaowenjin@tfzq.com

“一带一路”业务占比不断增大，订单略有下滑

2018 年全球贸易摩擦与地缘政治风险增大、“一带一路”倡议顺利进行，对外工程承包行业海外业务整体受挫，但“一带一路”沿线国家营业额占比增大。2018 年全年我国对外承包工程业务完成营业额 1690.4 亿美元，同增 0.3%，新签合同额 2418 亿美元，同减 8.8%，其中我国企业在“一带一路”沿线国家完成营业额 893.3 亿美元，占同期总额的 52.8%，同比增长 4.4%；新签合同额 1257.8 亿美元，占同期总额的 52%，同比下降 12.8%。

上市对外工程公司中，大多增速为负，订单整体增速主要靠国内业务带动，如中材国际和中钢国际。在 2019Q1 期间，除神州长城和中钢国际外，其他公司的国内外新增订单均呈好转趋势。

行业营收有所下降，国内业务占比提升；毛利率处于历史高位，可能下滑

2018 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 536.98 亿元，较去年同期减少了 5.42%，行业整体营收有所下降，北方国际、中成股份、中工国际和神州长城营收增速均较大幅度下降。2019Q1 对外工程行业营收增速下滑有所减缓。虽然对外工程行业公司的业务重心仍在海外，但已开始寻求国内业务的增长点，中成股份、中工国际、中材国际、神州长城、中钢国际国内业务的收入占比都在逐渐增加，18 年分别同比上升 0.93、2.07、6.35、13.40、27.91 个百分点。

毛利率方面，行业整体毛利率为 18.77%，较去年同期上升 0.40 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。

期间费用率略有下降，今年财务费用率可能上升；减值损失占收入比略升

2018 年行业整体期间费用率为 8.58%，较去年同期下降 0.49 个百分点，其中财务费用率下降 1.68 个百分点，管理费用率下降 0.37 个百分点，销售费用率上升 0.34 个百分点；我们认为，今年财务费用可能会出现较大幅度的提升，值得注意。

2018 年行业资产减值损失占收入比值为 1.41%，增加 0.23 个百分点；剔除异常公司后，归母净利润整体增速为 6.24%，同减 14.71 个百分点，净利率为 7.18%，同增 0.29 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，长期来看有更大的业务发展，行业净利率有望有所提升。

资产负债率微升，行业经营现金流明显好转

2018 年，对外工程行业收现比、付现比均减少，行业经营现金流明显好转。对外工程行业整体资产负债率略微上升，2018 年达到 67.10%，同升 0.01 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 年，对外工程行业毛利率维持高位、经营现金流明显好转，预计未来随着海外市场回暖、国内业务的拓展，营收下滑将得到进一步改善。但考虑到未来国内业务可能拉低毛利率、人民币升值所产生的汇兑损失会加大，今年业绩仍存一定的不确定性。综上，我们暂维持对外工程子行业的“强于大市”评级。

风险提示：汇率风险、项目推进不及预期风险、商誉减值风险

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《2018H1 对外工程行业财报汇总分析：人民币贬值利好对外工程，未来或持续加大国内布局》 2018-09-10



内容目录

1. “一带一路”业务占比不断增大，订单略有下滑	4
2. 行业营收有所下降，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	6
3. 预计今年期间费用率微降，减值损失占收入比值略有上升	7
3.1. 财务费用率下滑，带动期间费用率下降，今年或有大幅提升	7
3.2. 资产减值损失占收入比值有所上升，未来或有商誉减值风险	9
3.3. 剔除异常公司后，归母净利润和净利率均有所上升	10
4. 资产负债率略有提升，行业经营现金流明显好转	11
4.1. 行业资产负债率微升，行业回款有所好转	11
4.2. 收现比和付现比均下降，经营现金流明显好转	12
5. 投资建议	13
6. 风险提示	13

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: 2019Q1 新签及中标未签约订单 (亿元) 与未完工订单/18 年营收 (右轴)	4
图 4: 对外工程行业营收 (亿元) 及同比增速	6
图 5: 各个公司营收增速对比	6
图 6: 对外工程行业国内外营收 (亿元) 及同比增速	6
图 7: 个股 2018 国内外营收增速对比	6
图 8: 对外工程行业毛利率变化	7
图 9: 公司毛利率对比	7
图 10: 对外工程公司 2018 国内外业务毛利率对比	7
图 11: 对外工程板块期间费用率	8
图 12: 公司财务费用率	8
图 13: 公司管理费用率	9
图 14: 公司销售费用率	9
图 15: 资产减值损失/收入	9
图 16: 公司资产减值损失/收入	9
图 17: 归母净利润增长	10
图 18: 归母净利润增长对比	10
图 19: 对外工程板块净利率	10
图 20: 公司净利率变化	10
图 21: 对外工程板块资产负债率	11

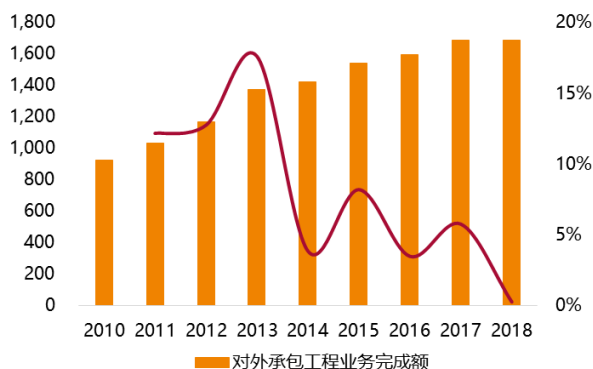
图 22: 个股资产负债率	11
图 23: 2018 年应收账款增速和营收增速对比	11
图 24: 对外工程行业收付现比	12
图 25: 经营活动现金流净额 (单位: 百万元)	12
图 26: 2018 年各公司经营活动现金流净额 (单位: 百万元)	12
图 27: 个股收现比	13
图 28: 个股付现比	13
表 1: 对外工程公司 2018 与 19Q1 年订单总体情况一览 (亿元, 已剔除未生效订单)	5
表 2: 对外工程全年财务费用预测 (单位: 百万人民币)	8

1. “一带一路”业务占比不断增大，订单略有下滑

2018 年全球贸易摩擦与地缘政治风险增大、“一带一路”倡议顺利进行，对外工程承包行业海外业务整体受挫，但“一带一路”沿线国家营业额占比加大。据商务部统计，2018 全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%。其中我国企业在“一带一路”沿线国家完成营业额 893.3 亿美元，占同期总额的 52.8%（2017 年为 50.7%），同比增长 4.4%；新签合同额 1257.8 亿美元，占同期总额的 52%，同比下降 12.8%，主系“一带一路”沿线国家新签大项目陆续实施、新项目开发放缓等因素。

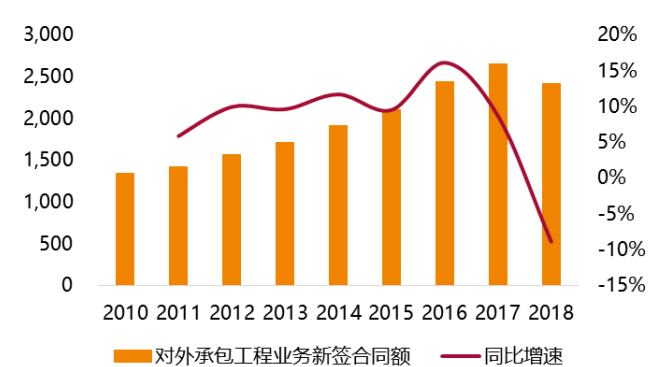
第二次“一带一路”国际合作高峰论坛刚在北京落下帷幕，与会各方普遍支持全力推进全方位互联互通，建设高质量、可持续的基础设施，此次论坛预计中国与一带一路沿线国家将加大基建方面的合作力度，中国对外工程企业有望收益，“一带一路”沿线国家订单承接额有望增加。

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）

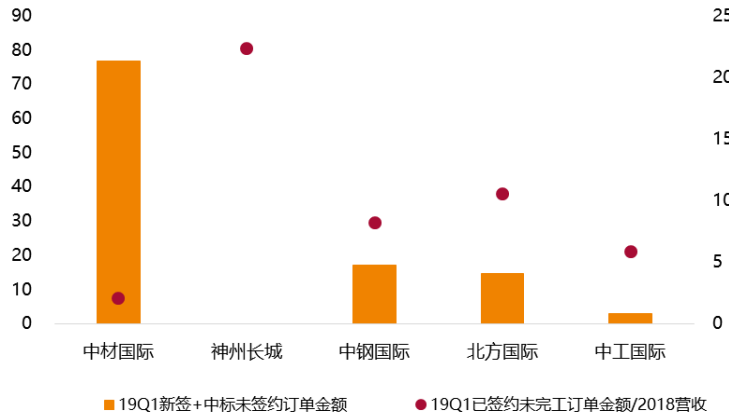


资料来源：wind，天风证券研究所

对外工程公司的国外新增订单受到上述影响，大多增速为负，订单整体增速主要靠国内业务带动。以北方国际、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，在 2018 年，中钢国际的新签订单额为 261.75 亿元，同增 166.47%，主系 2018 年国内钢铁企业掀起升级改造热潮所致；其中国内新签订单 192.08 亿元，同增 318.20%。2018 年中材国际的新签订单额为 309.86 亿，同减 13.65%，其中新签工程建设业务合同额 233.28 亿元，同比下降 10%，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。

在 2019Q1 期间，除神州长城和中钢国际外，其他公司的国内外新增订单均呈好转趋势：中工国际国外新签订单 2.72 亿美元，同比增加 104.51%，国内新签订单 15.39 亿元，同增 438.51%，中材国际国外新签订单 50.53 亿美元，同比增加 61.97%，国内新签订单 26.22 亿元，同增 14.95%，预计随着今年国内外经济回暖，对外工程行业新增订单情况将有所好转。

图 3：2019Q1 新签及中标未签约订单（亿元）与未完工订单/18 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 2019Q1 平均汇率兑换为相应人民币数额（1 美元 = 6.7468 人民币）

从存量订单角度来看，剔除未生效订单后，仅北方国际和中工国际 2019Q1 未完工合同比 2017 年有所增加，其余 3 家均减少，其中北方国际 2019Q1 年未完工合同额为 582.49 亿元，较 2017 增加 17.52%，主系已生效正在执行项目增多所致，中钢国际 2019Q1 未完工合同额 681.29 亿元，较 2017 降低 7.26%，主系已签订协议但尚未开工项目大幅减少所致。

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，我们可以看到除中材国际、中钢国际外，其他 3 家公司 2019Q1 的订单收入保障系数基本比 2017 有所升高，其中中材国际主系 2018 营收同比增加导致保障系数降低，中钢国际主系 2018 年工程开展较多，未完工合同额下降导致保障系数降低，神州长城主系营收大幅下降导致保障系数升高；2019 年部分新兴国家仍存在政治风险和财政困难，以海外 EPC 模式为主的中工国际、以及 2018 年业绩表现不佳的神州长城，订单转化收入可能承压。

表 1：对外工程公司 2018 与 19Q1 年订单总体情况一览（亿元，已剔除未生效订单）

公司名称	19Q1 新签+中 标未签约订单金 额	2018 新签+中标 未签约订单金额	19Q1 已签约未 完工订单金额	2017 已签约 未完工订单金 额	19Q1 已签约未完工 订单金额/18 营收	17 已签约未完工 订单金额/17 营收
中材国际	76.74	309.86	414.42	439.32	1.93	2.25
神州长城	0.00	209.11	541.90	547.36	22.33	8.42
中钢国际	16.96	261.75	681.29	736.66	8.14	9.35
北方国际	14.64	90.98	582.49	495.64	5.84	5.09
中工国际	33.74	147.22	591.69	541.83	5.83	4.97

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（17）年按平均汇率 6.6174（6.7518）兑换为相应人民币数额；19Q1 按平均汇率 6.7468 兑换为相应人民币数额。

2. 行业营收有所下降，毛利率处于历史高位

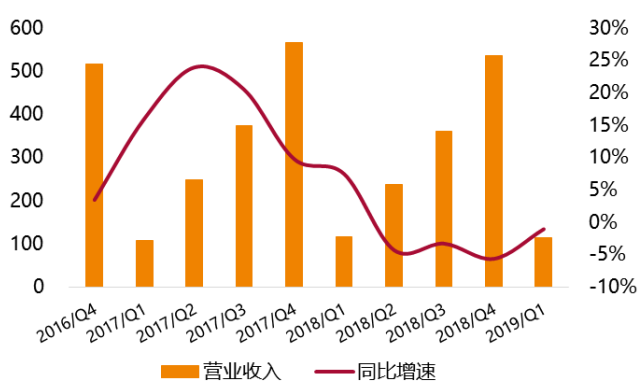
2.1. 受全球环境影响，行业营收增速下滑

2018 年对外工程行业营业收入为 536.98 亿元，较去年同期下降 5.42%，增速同减 15.22 个百分点，行业整体营收有所下滑，北方国际、中成股份、中工国际和神州长城这 4 家公司营收增速均较大幅度下降。我们认为 2018 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。国家对外汇出国管制日趋严格、中东和非洲的地缘政治风险相叠加，均对中国企业的海外业务均产生了不利影响。2019Q1 对外工程行业营收 115.41 亿元，同减 1.04%，比 2018 年略微好转。

从个股来看,2018年北方国际、中钢国际、中材国际营收分别同增2.58%、3.99%、9.96%。中钢国际主要是由于国内工程结算收入大幅增加所致,中材国际营收增加的原因主要是公司工程建设业务带动整体收入较快增长。而中工国际、中成股份、神州长城分别同减6.95%、42.98%、62.65%,其中神州长城的营收降低主系18年资管政策和去杠杆的大环境影响,公司被金融机构采取抽贷、断贷等不同程度的收贷行为,导致公司经营资金流动性困难所致。

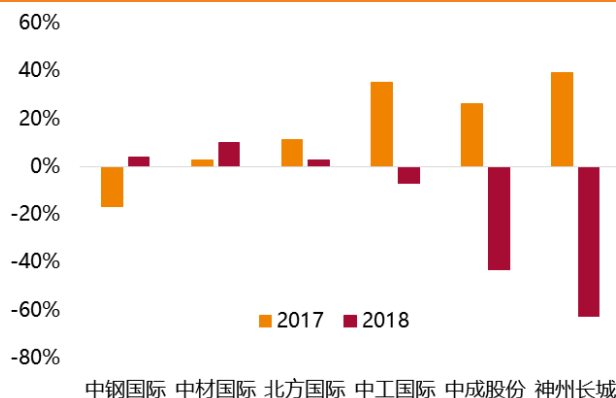
2019Q1对外工程行业营收增速下滑有所减缓,其中中工国际、中材国际、中钢国际营收分别同增9.36%、12.04%、65.00%,其中中钢国际主系在执行项目多。而北方国际、中成股份、神州长城营收分别同减26.27%、70.32%、83.48%,其中神州长城主系国家信贷收紧导致公司经营收缩所致。

图4: 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5: 各个公司营收增速对比

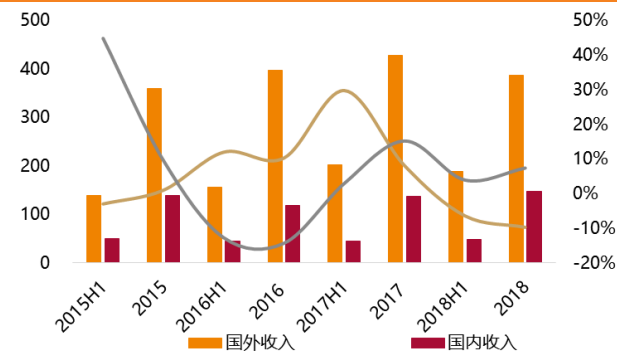


资料来源: wind, 天风证券研究所

分地区来看,2018年对外工程行业国外收入为388.04亿元,同比减少9.65%;国内收入为147.77亿元,同比增加7.48%。国内业务的增长主要是由于中钢国际和中材国际(工程建设)的国内业务收入提升较多所致。我们认为,中钢国际主要受益于国内钢铁产业受产能升级和产能置换、国内跟踪落实项目较多,以及若干煤热电项目确认收入的影响;中材国际主要受益于水泥产业优化升级,公司及时与水泥企业在产能置换、技术改造、节能减排等领域深入合作所致。

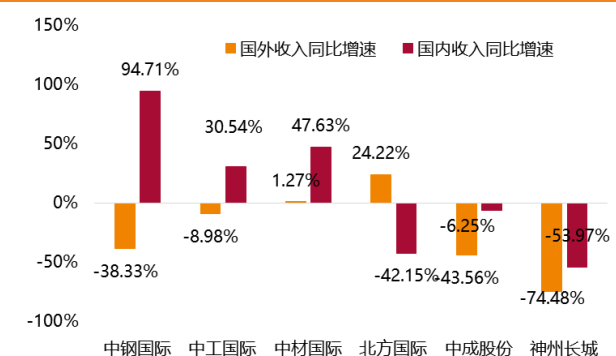
2018年对外工程公司海外业务普遍推进缓慢,国内业务有一定提升,中成股份、中工国际、中材国际、神州长城、中钢国际国内业务的收入占比都在逐渐增加,18年分别同比上升0.93、2.07、6.35、13.40、27.91个百分点,虽然对外工程行业公司的业务重心仍在海外,但已开始寻求国内业务的增长点,如2019Q1中工国际、中钢国际的国内国外订单额比分别为:46:54、100:0,比往年有所增加,预计未来全行业将在国内有更多业务开展。

图6: 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7: 个股2018国内外营收增速对比



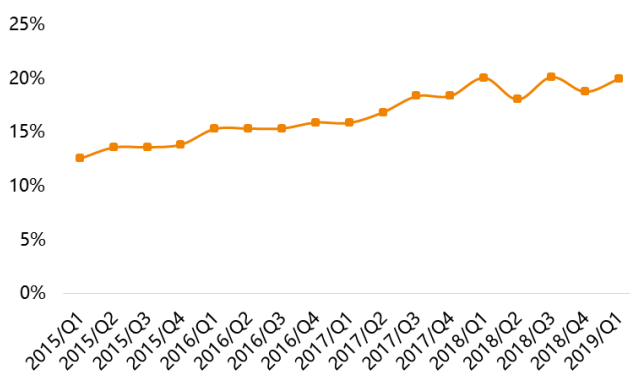
资料来源: wind, 天风证券研究所

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 年行业整体毛利率为 18.77%，较去年同期上升 0.40 个百分点。其中北方国际、中材国际和中成股份 3 家公司毛利率均出现不同程度的提升，2018 年毛利率分别较去年同期提升 0.80、1.46、2.44 个百分点。中材国际毛利率提升主要受益于工程建设的 EPC 全流程的精细化管理和内部集中采购力度的加强；北方国际主系营收占比最大的国际承包业务的毛利率提升所致；中成股份主要是毛利率较高的成套设备出口和工程承包营业成本大幅降低所致。

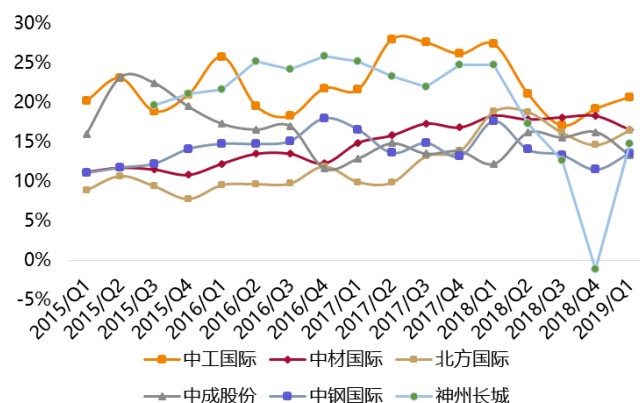
目前对外工程行业海外市场低迷，而大部分公司（中钢国际、中工国际、中材国际、中成股份、神州长城）18 年国内业务占比不断增大，且国内业务毛利率普遍较低，因此长期来看，行业毛利率或有所下滑。2019Q1 行业整体毛利率 19.97%，较同期下降 0.01 个百分点，其中神州长城同比下降 9.99 个百分点，主系国家信贷收紧导致公司营业收入减少所致。综上所述，目前对外工程行业毛利率已经处于历史高位。

图 8：对外工程行业毛利率变化



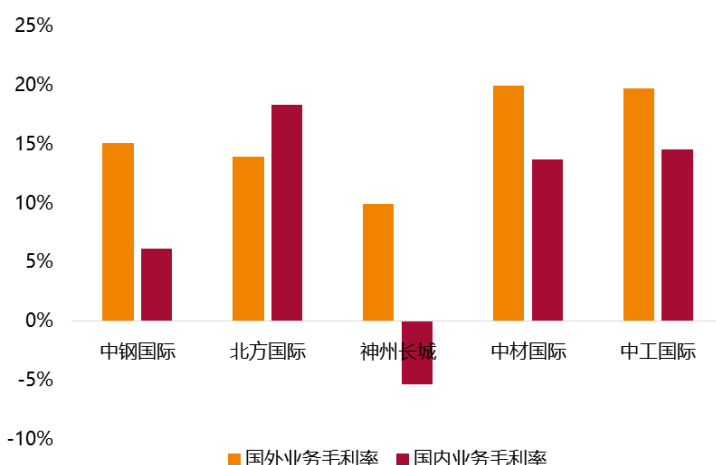
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：公司毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：对外工程公司 2018 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

3. 预计今年期间费用率微降，减值损失占收入比值略有上升

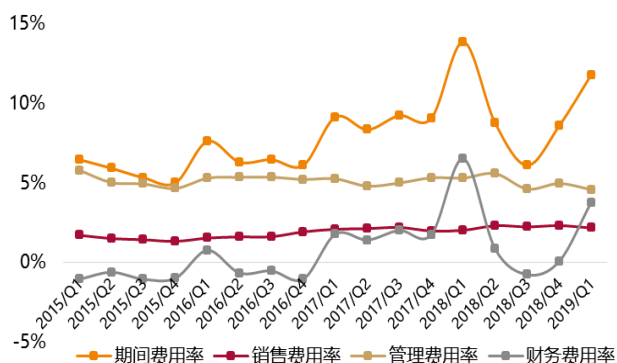
3.1. 财务费用率下滑，带动期间费用率下降，今年或有大幅提升

2018 年行业整体期间费用率为 8.58%，较去年同期下降 0.49 个百分点，其中财务费用率下降 1.68 个百分点，管理费用率下降 0.37 个百分点，销售费用率上升 0.34 个百分点。2019Q1 延续了 2018 年的下滑趋势，行业整体期间费用率 11.80%，较去年同期下降 2.08 个百分点，其中财务费用率下降 2.75 个百分点，管理费用率下降 0.73 个百分点，销售费用率上升 0.15

个百分点。

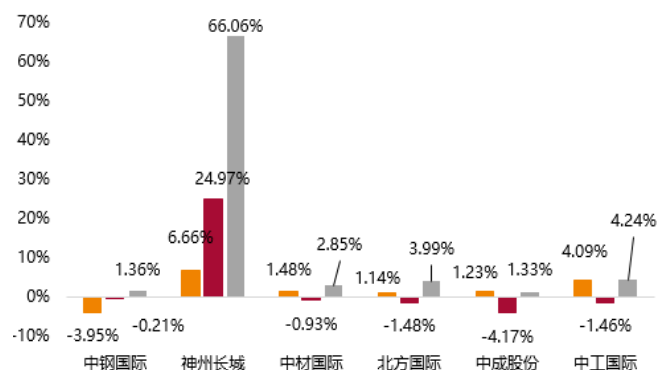
财务费用率方面，2018 年行业整体财务费用率为 0.07%，较去年同减 1.68 个百分点。其中有 2 家公司有所增加，4 家公司下滑，其中中工国际、中材国际、北方国际和中成股份分别下降 5.55、2.41、2.62 和 5.40 个百分点，主因人民币贬值引起公司汇兑损益较 2017 年显著变化所致。

图 11：对外工程板块期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：公司财务费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

2019Q1 行业整体财务费用率为 3.78%，去年同期减少 2.75 个百分点。其中有 2 家公司有所增加，4 家公司下滑，其中中材国际、北方国际、中成股份和中工国际分别下降 2.24、2.30、3.04 和 8.70 个百分点，其中中工国际主系其汇兑损失金额较上年降低，导致财务费用率下降。

对外工程行业持有较多美元资产，人民币升值将造成较大的汇兑损失，预计 2019 年对外工程行业财务费用率也会有所上升。我们对行业 2018 年期末的财务费用率进行预测，由于对外工程行业所涉及货币以美元和欧元为主，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= 6.7634 元人民币；1 欧元= 7.5712 元人民币。
- ② 由于对外工程行业 2018 年项目推进缓慢，外币净资产变动不大，故 2019 年给予 1% 的增长率。
- ③ 假设去除汇兑损失以外的财务费用 2019 年增长率为 10%。
- ④ 根据 2019 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 2018 年增速为 -5%。
- ⑤ 各公司 2019 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 2019 年的汇兑损失为 2.57 亿元，主系 2019 年人民币可能继续维持升值所致。假设各公司 2019 年正常经营，全年行业财务费用预测为 10.57 亿元，营业收入为 510.13 亿元，故预测 2019 年行业整体财务费用率为 2.07%。

表 2：对外工程全年财务费用预测（单位：百万人民币）

公司名称	2018 美元 净资产	2018 欧元净 资产	2018 财务费用 (除去汇兑损失)	2019 财务费用预测 (除去汇兑损失)	美元净资产 生的汇兑损失	欧元净资产 生的汇兑损失	预测财务 费用	2019 财务 费用率
中工国际	5,726.99	146.44	76.86	84.54	84.11	5.20	173.86	1.80%
神州长城	183.37	20.40	724.15	796.56	2.69	0.73	799.98	34.70%
中材国际	2,812.96	1,065.44	-67.93	-61.13	41.31	37.86	18.04	0.09%
北方国际	2,884.77	335.03	12.58	13.84	42.37	11.91	68.11	0.72%
中成股份	754.93	0.95	-11.14	-10.02	11.09	0.03	1.10	0.09%

中钢国际	1,253.95	22.40	-26.35	-23.72	18.42	0.80	-4.50	-0.06%
合计	13,616.97	1,590.65	708.17	800.07	199.99	56.53	1,056.59	2.07%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

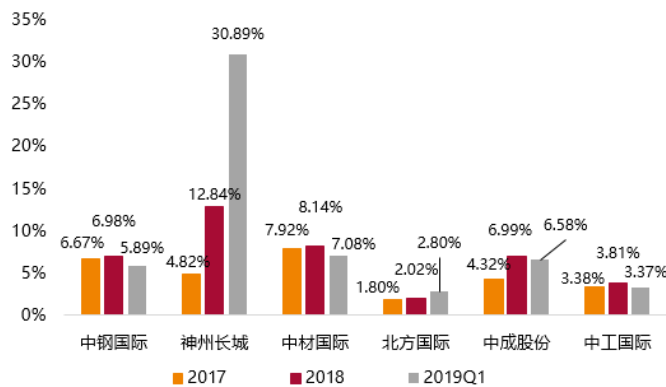
注：2018 年汇兑损失，以及净资产数额，是根据各公司 2018 年报所得，单位均已调整为百万人民币（1 美元= 6.8632 元人民币；1 欧元= 7.8473 人民币）。

管理费用率方面，2018 行业整体管理费用率 4.96%，较去年减少 0.37 个百分点，6 家公司均上升，其中中成股份、神州长城该值分别上升 2.68、8.03 个百分点，主要原因是营业收入下滑较多所致。2019Q1 行业整体管理费用率 4.59%，较去年减少 0.73 个百分点，4 家公司增加，2 家公司减少，其中中钢国际同比降低 1.74 个百分点，主系因本报告期在执行项目多导致营业收入大幅增加所致。

销售费用率方面，2018 行业整体销售费用率 2.32%，较去年上升 0.34 个百分点，仅中钢国际下降了 0.05 个百分点。其余 5 家公司均上升，其中中成股份同比上升 2.91 个百分点，主系因在执行项目按进度结转收入减少导致营业收入减少所致。2019Q1 行业整体销售费用率 2.17%，同比增加 0.15 个百分点，仅中工国际减少，其他 5 家公司增加，其中北方国际同比升高 2.00 个百分点，主系营业收入减少所致。

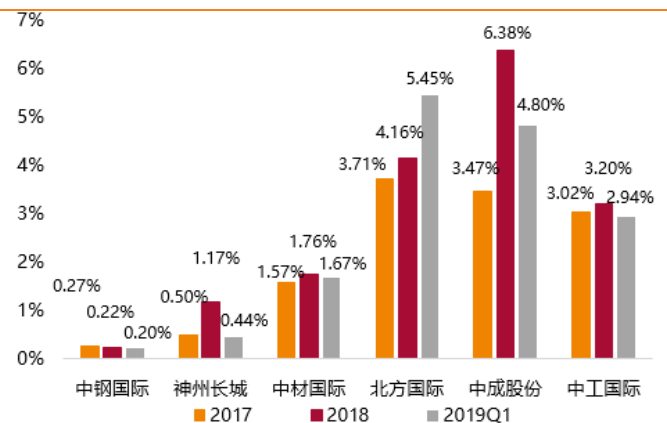
研发费用率方面，2019Q1 行业整体研发费用率 1.25%，较 2018 年上升 0.02 个百分点，仅北方国际上升了 0.09 个百分点，主系营收下降所致，其余 4 家公司均下降（神州长城未披露研发费用），主系研发收入下降所致。

图 13：公司管理费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：公司销售费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 资产减值损失占收入比值有所上升，未来或有商誉减值风险

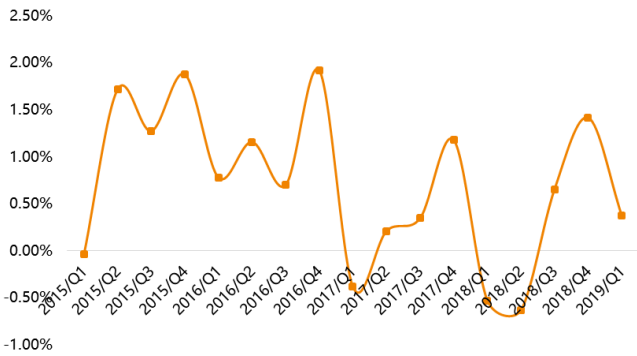
2018 年行业资产减值损失占收入比值 1.41%，同增 0.23 个百分点，主系 2018 对外工程公司整体营收下滑所致。分公司来看，3 家公司上升，3 家公司降低，其中神州长城同比上升 15.91 个百分点，主要是坏账损失增加所致。2019Q1 行业资产减值损失占收入比值 0.22%，同增 0.75 个百分点，主系行业整体营收下滑所致，其中神州长城同比上升 0.90 个百分点，主系营业收入大幅下降所致。

对于商誉减值准备，2018 年神州长城对其子公司神州长城西南建设工程有限公司（其建设项目已停工）计提全部 1794,90 万；中钢国际对所投资的湖南中钢设备市政工程有限公司计提全部商誉减值损失 3,040 万，期末商誉净额为零；其他公司商誉没有较大变化。我们认为，这块可能有一定的减值风险。

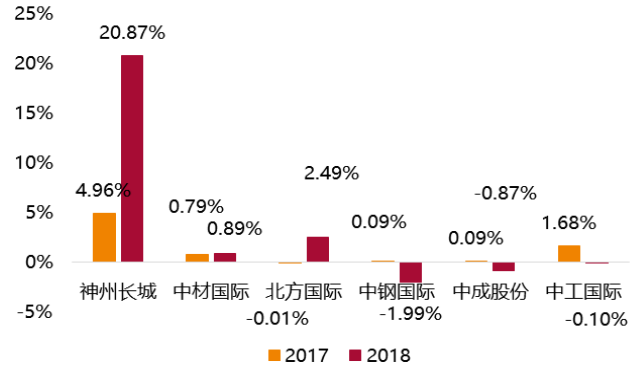
对于应收账款，其坏账损失行业普遍有所计提，3 家为正，3 家为负；而坏账准备计提比例均正常，中钢国际、中工国际一年内应收账款计提比例分别为 1%、5.11%，其他公司均为 5.00%。

图 15：资产减值损失/收入

图 16：公司资产减值损失/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

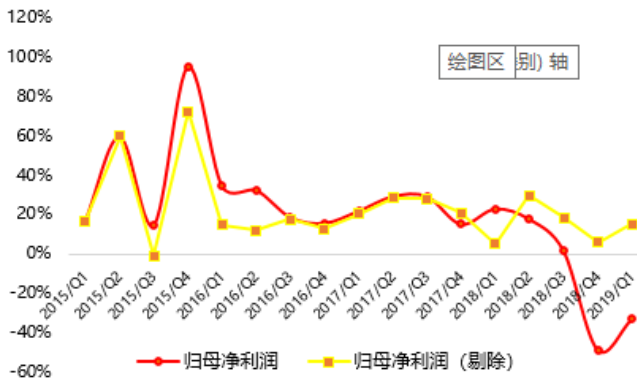
3.3. 剔除异常公司后，归母净利润和净利率均有所上升

从归母净利润增速方面，2018 年整体增速为-48.58%，较 2017 年减少了 63.75 个百分点。其中 3 家增速持续提升，3 家增速下滑，其中神州长城下滑 528.75 个百分点，主系营业收入大幅下滑所致，2019Q1 整体增速-32.99%，同比减少 55.96 个百分点，其中神州长城下滑 279.68 个百分点，主系营业收入大幅下滑所致。

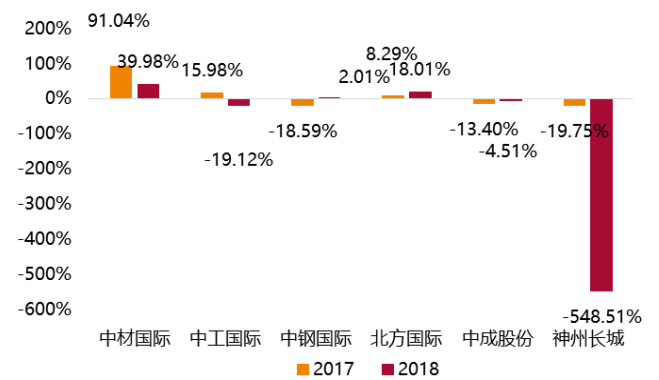
剔除归母净利润波动较大的神州长城后，2018 年整体增速为 6.24%，较 2017 年减少了 14.71 个百分点，不过 2019Q1 整体增速 15.39%，同比增加 10.26 个百分点，结合对外工程行业均计划于 2019 年加大开展“一带一路”沿线国家的业务，我们预计 2019 年对外工程行业归母净利润将有进一步提升空间。

图 17: 归母净利润增长

图 18: 归母净利润增长对比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

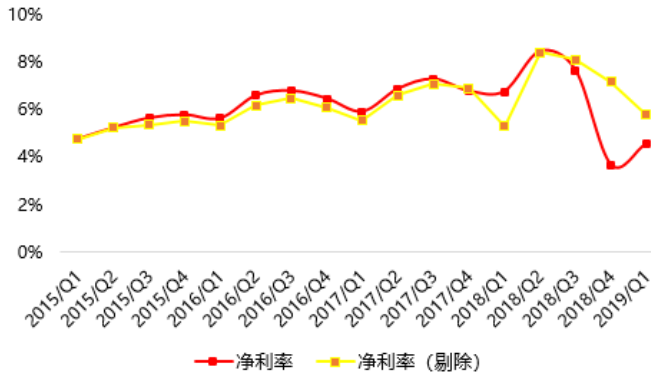
2018 年对外工程行业净利率为 3.68%，较去年同期降低 3.09 个百分点，其中中钢国际、中工国际、神州长城净利率分别下滑 0.05、1.77、76.09 个百分点。2019Q1 对外工程行业净利率 4.58%，较去年同期降低 2.18 个百分点，仅中材国际、中钢国际净利率同比上升，其他 4 家公司均下降。

剔除净利率波动较大的神州长城后，2018 年对外工程行业净利率为 7.18%，较去年同期升高 0.29 个百分点。2019Q1 对外工程行业净利率 5.57%，较去年同期升高 0.47 个百分点。

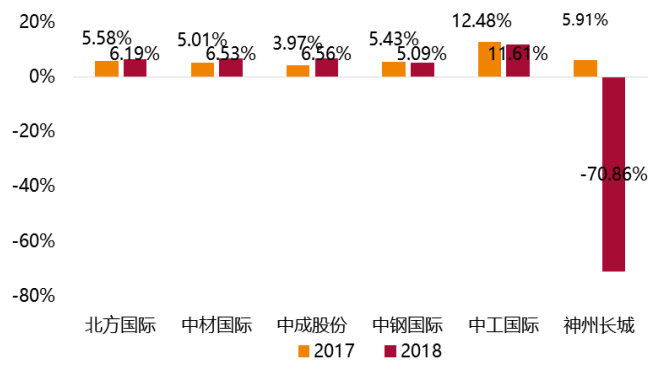
目前对外工程行业净利率几乎已达到近几年最高水平，随着“一带一路”倡议推动沿线国家加强基础设施互联互通建设，这些建设需求将转化成为具体的合作项目，国际经贸合作将进一步增强，长期来看，对外工程行业企业将实现更大的业务发展，行业净利率有望保持稳定。

图 19: 对外工程板块净利率

图 20: 公司净利率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 资产负债率略有提升，行业经营现金流明显好转

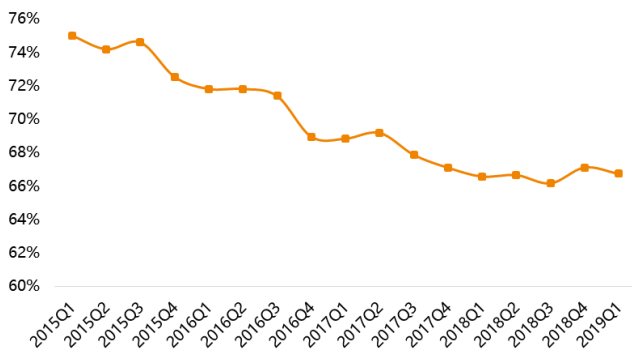
4.1. 行业资产负债率微升，行业回款有所好转

对外工程行业整体资产负债率 2018 年为 67.10%，同比上升 0.01 个百分点，资产负债率整体来看比较合理。分公司来看，6 家公司中仅中钢国际和神州长城较去年分别提升了 5.17、16.61 个百分点；其他公司资产负债率显著降低，中成股份、中材国际、北方国际、中工国际资产负债率分别下降 0.44、2.72、4.28、4.82 个百分点，主系预收款项减少所致，未来随着业务进一步落地，有继续降低的可能。

对外工程板块应收账款增速为 -14.85%，高于营收增速 9.22 个百分点，行业层面的回款有所好转。其中北方国际、中成股份和神州长城的应收账款增速显著高于营收增速，其他 3 家公司均低于营收增速。

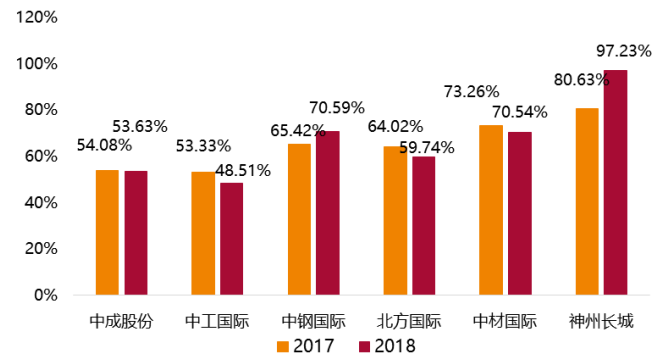
对外工程行业 2018 年存货总额为 95.28 亿元，同比增加 2.10%，3 家公司该值上升，3 家公司减少，其中中材国际 33.95 亿元，同比减少 7.02%，主系建造合同形成的已完工未结算资产降低所致，中成股份 7.01 亿元，同比增加 222.90%，主系公司大型成套项目导致已完工未结算资产大幅增加所致。

图 21: 对外工程板块资产负债率



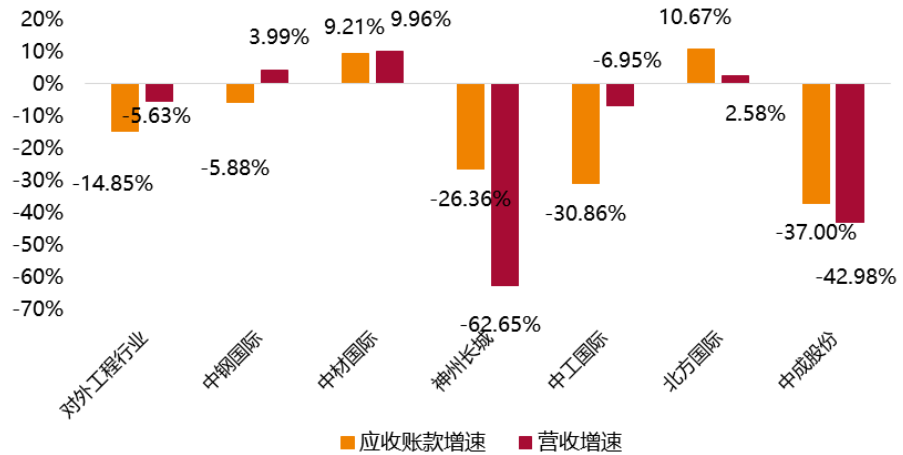
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 个股资产负债率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 23: 2018 年应收账款增速和营收增速对比



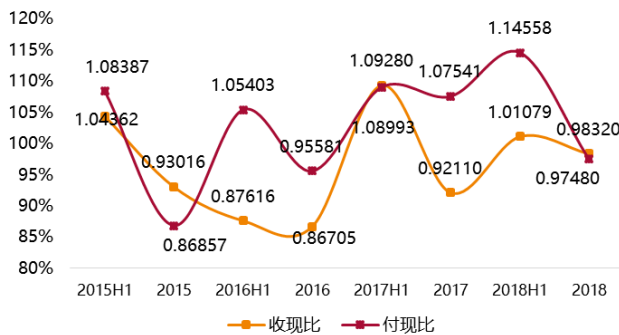
资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2 收现比和付现比均下降, 经营现金流明显好转

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、付现比均减少, 与之相对应的是行业经营现金流明显好转。2018 年行业收现比为 0.9832, 较前值减少 0.06 个百分点; 付现比为 0.9748, 较前值减小 0.10 个百分点。

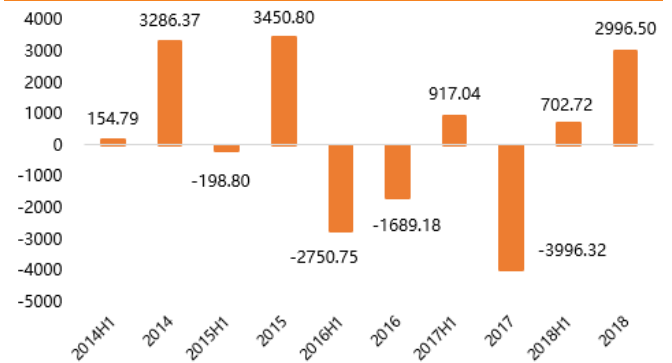
对外工程板块经营性现金流净额从 2017 年的 -39.96 亿元好转至 2018 年的 29.96 亿元, 主要是由于中工国际 2018 经营性现金流改善所致, 较去年同期分别增加了 53.23 亿元, 分别是因为报告期内公司收汇情况较好、经营活动现金流出大幅下降所致。由于对外工程部分公司国内业务的占比逐渐增加, 预计项目前期垫资额会有所增长, 长期来看经营现金流可能会承压。

图 24: 对外工程行业收付现比



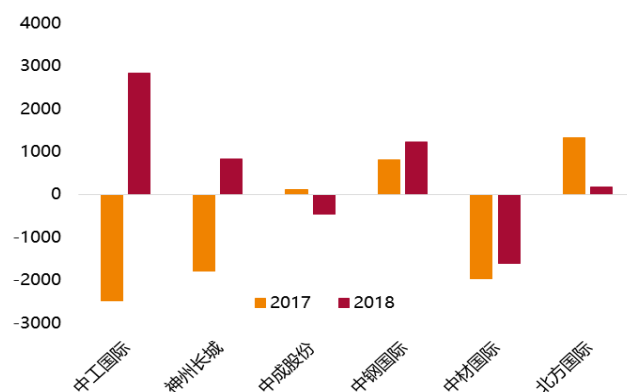
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 25: 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 26: 2018 年各公司经营活动现金流净额 (单位: 百万元)

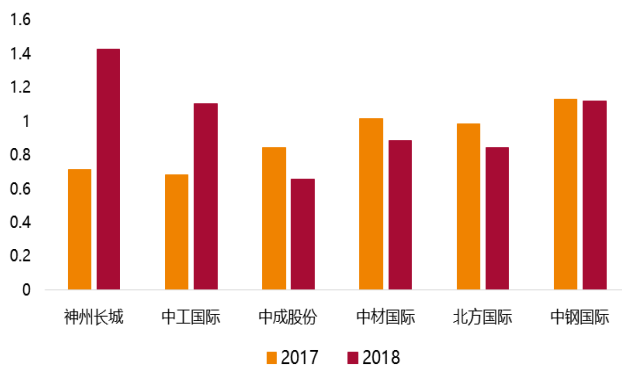


资料来源: wind, 天风证券研究所

个股分化比较明显,中工国际、神州长城充分重视项目回款,2018 年收现比分别提升 61.29、99.97 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 21.90 个百分点。

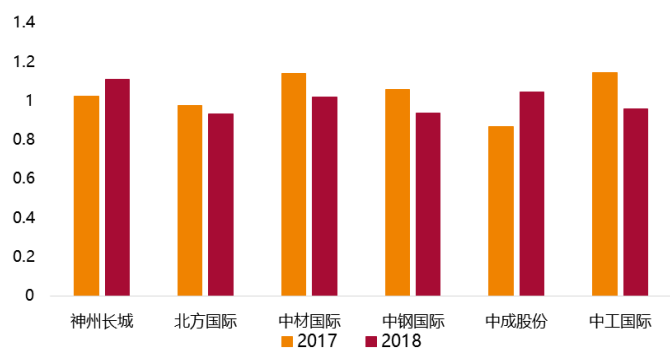
付现比方面,北方国际、中材国际、中钢国际、中工国际付现比分别下降 4.63、10.67 和 11.12、16.43 个百分点,主要原因可能是公司治理能力进一步规范,对上游供应商的议价能力有所加强所致。神州长城、中成股份付现比分别上升 8.15、20.33 个百分点。

图 27: 个股收现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 28: 个股付现比



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 投资建议

2018 年,对外工程行业毛利率维持高位、经营现金流明显好转,预计未来随着海外市场回暖、国内业务的拓展,营收下滑将得到进一步改善。但考虑到未来国内业务可能拉低毛利率、人民币升值所产生的汇兑损失会加大,今年业绩仍存一定的不确定性。综上,我们暂维持对外工程行业的“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、商誉减值风险

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