

# 建筑装饰

证券研究报告

2022年11月15日

## 国际工程专题：重视“一带一路”新机遇

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

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521050002

wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

吴红艳

联系人

wuhongyan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

### 国际工程板块行情复盘：三轮上涨均有明显“一带一路”特征

国际工程板块大致有三轮明显行情，与“一带一路”标志性事件有较明显关系。1) 2013/09 首次提出一带一路持续至 2015 年中，行情伴随着 15h1 牛市落幕告一段落，板块较沪深 300 超额收益 107%，持续 22 月；2) 2016/08-2017/05，行情启动标志为 16/08 的“一带一路”建设工作座谈会，结束标志为首届“一带一路”国际合作高峰论坛，板块超额收益 25%，持续 10 月；3) 2019/02-2019/04，行情持续时间及上涨空间减弱，结束标志为 19/04 末的第二届“一带一路”国际合作高峰论坛，板块超额收益 19%，持续 3 月。

### 国际工程近年发展如何？近年承压，新能源、投建营为新引擎

国际工程经历 2001-2012 年高速发展，目前进入转型升级期，项目模式从 EPC 到 EPC+F，再到 EPC+F+O&M，并进入投建营阶段。我国对外承包工程增速 20 年步入下行通道，近年疫情及严峻的国际形势下面临空前压力。22M1-9 对外承包工程新签合同 1,471 亿美元，yoy-8%；完成营业额 1,070 亿美元，yoy-0%。亚非洲为我国对外承包工程主要市场（占比 80%左右），交通/电力/房建三大领域占比超 60%，近年增长主要由新能源、投建营项目驱动。“一带一路”建设为我国对外直接投资主要流向，占同期投资总额比例由 16 年 9%提升至 22M1-9 为 18%。“一带一路”新签及收入在对外承包工程中维持 50%以上占比，22M1-9 新签合同额 767 亿美元，yoy-5%。

### 国际工程未来期待什么？“一带一路”需求复苏，企业技术/资金实力提升

需求：1) 各国经济缓慢复苏，发展基础设施为重要政策工具。22 年超 30 个国家出台基建支持政策，10 余个国际组织发起基建投资倡议，国际基建或有动力实现恢复式增长；2) “一带一路”国家基建复苏趋势加强，基建发展指数提升，其中东南亚地区持续领跑；3) “一带一路”基建绿色和数字化转型提速，新能源、新基建需求释放，交通和能源基础设施成为新的增长点。

供给：1) 国际工程承包企业国际认可度提升，多领域技术具备强竞争力。我国上榜 ENR 国际工程承包商 250 强榜单企业数稳步提升，22 年度上榜 79 家企业海外收入 yoy+5%至 1,130 亿美元，显著高于榜单企业增速-5%，体现国际工程企业较强市场竞争力（铁路/公路/港口/水电/火电/特高压/5G 等基建世界领先）；2) 国际工程中，投资作用增强，国际基建融资难题突出，我国主导设立国际多边金融机构（亚投行、丝路基金、金砖国家开发银行等）、国内政策性银行及商业银行，为企业提供金融支持，或有利于项目有序推进。

### 国际基建复苏，板块基本面向上，建议关注国际工程企业及建筑央企

目前国际工程主要公司估值处于历史偏底部位置，基本面稳步向上。“一带一路”沿线基建景气度回升，国际工程企业海外订单生效增速修复，同时企业向投建营转型，或打造新的增长点。同时重视潜在“一带一路”事件性催化。建议重点关注基本面有积极变化的国际工程企业（北方国际、中工国际、中材国际、中钢国际）及拥有悠久国际工程市场耕耘历史、影响力较强的建筑央企（中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国电建、中国能建、中国化学）。

**风险提示：**国际宏观环境恶化风险、政策支持力度不及预期、汇率波动风险

## 内容目录

1. 国际工程板块行情复盘：三轮上涨有明显“一带一路”特征.....	5
2. 国际工程业务近年发展如何? .....	6
2.1. 国际工程发展历程：进入转型升级期，“投建营”成为项目新模式.....	6
2.2. 国际工程近年承压，新能源项目与投建营模式为增长新引擎.....	7
2.3. “一带一路”中基建扮演关键角色，沿线工程占国际工程比例超 50%.....	9
3. 国际工程未来期待什么? .....	12
3.1. 需求：“一带一路”国家基建发展持续复苏，需求结构或有新变化.....	12
3.2. 供给：我国国际工程企业有竞争优势，项目融资困境逐步破局 .....	14
4. 国际工程板块代表公司.....	17
4.1. 北方国际：投资运营项目进入收获期，一体化转型有效果 .....	17
4.2. 中工国际：平台型国际工程承包商，工程+投资+贸易三轮驱动 .....	20
4.3. 中材国际：全球水泥工程龙头，资产整合强化优势，运维优化商业模式 .....	22
4.4. 中钢国际：国际知名冶金工程服务商，多元布局有成效 .....	24
5. 结论及投资建议 .....	27
6. 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1：2013 年以来国际工程指数情况.....	5
图 2：国际工程板块近年收入及增速.....	6
图 3：国际工程板块近年归母净利润及增速 .....	6
图 4：中国对外承包工程各发展阶段重要项目梳理 .....	7
图 5：我国对外承包工程新签合同额及增速.....	7
图 6：我国对外承包工程完成营业额及增速.....	7
图 7：近年我国对外承包工程新签合同额洲别分布结构.....	8
图 8：近年我国对外承包工程完成营业额洲别分布结构.....	8
图 9：2021 年中国对外承包工程新签/营业额规模各洲别特点.....	8
图 10：2021 年中国对外承包工程新签/营业额规模各洲别特点 .....	8
图 11：2021 年我国对外承包工程新签合同额行业分布结构.....	9
图 12：2021 年我国对外承包工程完成营业额行业分布结构.....	9
图 13：一带一路示意图.....	9
图 14：“一带一路”发展历程重要事件/会议梳理 .....	10
图 15：近年“一带一路”对外直接投资额及增速 .....	11
图 16：近年“一带一路”对外直接投资额占同期投资总额比例变化 .....	11
图 17：2015 年至 2022M1-9 “一带一路”对外直接投资主要流向国家.....	11
图 18：“一带一路”对外承包工程新签合同额及增速.....	12
图 19：“一带一路”对外承包工程完成营业额及增速.....	12
图 20：“一带一路”占同期对外承包工程新签合同额比例 .....	12

图 21: “一带一路” 占同期对外承包工程完成营业额比例 .....	12
图 22: 部分国家（国际组织）基础设施支持政策 .....	13
图 23: “一带一路” 国家基础设施发展指数（2022） .....	13
图 24: “一带一路” 国家基础设施发展指数（2010-2022） .....	13
图 25: 2021 年全球绿色债券行业分布情况（单位：亿美元） .....	14
图 26: 部分国家和国际金融机构支持绿色基础设施发展相关政策 .....	14
图 27: 近年国际承包商 250 强海外市场收入及增速 .....	15
图 28: 国际承包商 250 强中国企业上榜数量 .....	15
图 29: 近年中国上榜企业海外收入及增速 .....	15
图 30: 中国企业海外收入占 250 强海外收入比例 .....	15
图 31: 我国国际工程承包企业部分优势领域 .....	15
图 32: 我国主导成立的国际金融机构及国内政策性银行 .....	16
图 33: 北方国际股权结构（截止 2022/09/30） .....	17
图 34: 北方国际投建营一体化及市场一体化项目概况 .....	17
图 35: 北方国际近年营业收入及增速 .....	18
图 36: 北方国际近年归母净利及增速 .....	18
图 37: 北方国际近年分部业务收入结构变化 .....	18
图 38: 北方国际近年分部毛利率变化 .....	18
图 39: 北方国际近年区域收入结构变化 .....	19
图 40: 北方国际近年分区域毛利率变化 .....	19
图 41: 北方国际近年新签合同额及增速 .....	19
图 42: 北方国际累计未完工项目合同额情况 .....	19
图 43: 北方国际重大项目中未生效伊朗项目 .....	19
图 44: 中工国际股权结构（截止 2022/09/30） .....	20
图 45: 中工国际近年营业收入及增速 .....	21
图 46: 中工国际近年归母净利及增速 .....	21
图 47: 中工国际近年分部业务收入结构变化 .....	21
图 48: 中工国际近年分部毛利率变化 .....	21
图 49: 中工国际近年区域收入结构变化 .....	21
图 50: 中工国际近年分区域毛利率变化 .....	21
图 51: 中工国际近年新签合同额及增速 .....	22
图 52: 中工国际累计境外生效合同额及增速 .....	22
图 53: 中材国际股权结构（截止 2022/09/30） .....	22
图 54: 中材国际近年营业收入及增速 .....	23
图 55: 中材国际近年归母净利及增速 .....	23
图 56: 中材国际近年分部业务收入结构变化 .....	23
图 57: 中材国际近年分部毛利率变化 .....	23
图 58: 中材国际近年区域收入结构变化 .....	23
图 59: 中材国际近年分区域毛利率变化 .....	23
图 60: 中材国际近年新签合同额及增速 .....	24
图 61: 中材国际近年有效结转合同额及增速 .....	24

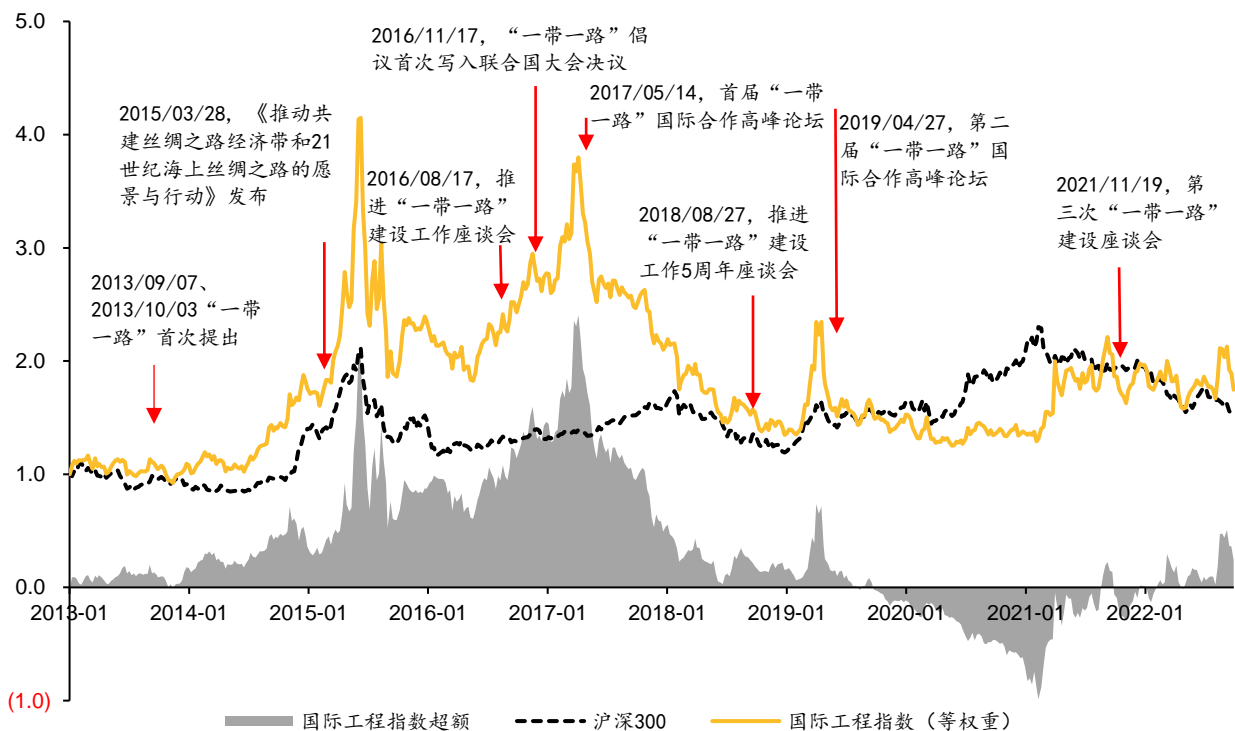
图 62: 中钢国际股权结构 (截止 2022/09/30) .....	24
图 63: 中钢国际近年营业收入及增速 .....	25
图 64: 中钢国际近年归母净利及增速 .....	25
图 65: 中钢国际近年分部业务收入结构变化 .....	25
图 66: 中钢国际近年分部收入毛利率变化 .....	25
图 67: 中钢国际近年区域收入结构变化 .....	25
图 68: 中钢国际近年分区域毛利率变化 .....	25
图 69: 中钢国际近年新签合同额及增速 .....	26
图 70: 中钢国际近年累计未完工项目合同额情况 .....	26
图 71: 北方国际近年 pe_ttm .....	28
图 72: 中工国际近年 pe_ttm .....	28
图 73: 中材国际近年 pe_ttm .....	28
图 74: 中钢国际近年 pe_ttm .....	28

## 1. 国际工程板块行情复盘：三轮上涨有明显“一带一路”特征

13 年以来三轮国际工程板块行情具有较明显的“一带一路”主题特征。自 2013 年“一带一路”倡议首次提出以来，国际工程板块股价大体经历过三轮较好的行情：1) 2013/09 首次提出一带一路持续至 2015 年中；2) 2016 年 8 月至 2017 年 5 月；3) 2019 年 2 月到 2019 年 4 月。

主题行情与“一带一路”标志性事件有较强关联。“一带一路”于 2013 年底提出，彼时“一带一路”仅仅是一个方向性的愿景，2015/03/28 国家三部委联合发布《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》，工作指南形成，催化板块明显上涨，并在 15h1 大牛市中大幅跑赢大盘（2013/09-2015/06 板块表现较沪深 300 超额收益 107%，持续 22 月）。2016/08 我国召开推进“一带一路”建设工作座谈会，市场再次开始酝酿“一带一路”投资机会，板块行情持续至 2017/05 首届“一带一路”国际合作高峰论坛召开（2016/08-2017/05 板块表现较沪深 300 超额收益 25%，持续 10 月）。高峰论坛为我国 4 年来围绕“一带一路”建设所举办的规格最高的活动，也是 2017 年我国最重要的主场外交活动之一，该会议形成 5 大类，共 76 大项、270 多项具体成果，有效推动“一带一路”沿线工程完成额增速提升并刺激板块公司业绩释放（2017 年“一带一路”沿线工程完成营业额增速达近年峰值 12.6%，板块公司营收及净利润增速均显著提升）。2019/04/27 第二届“一带一路”国际合作高峰论坛召开，市场关注度相较首届有所减弱，同时国际宏观环境与国际工程业务形势均愈加严峻复杂，板块此轮上涨行情相对缩小（2019/02-2019/04 板块较沪深 300 超额收益 19%，持续 3 月）。此后受疫情及国际形势影响，板块进入持续调整，并明显跑输大盘。2021 年后板块表现逐步分化，板块行情相对欠缺，更多演绎个股逻辑（如 21 年初中钢国际氢冶金技术关注度随着碳中和提升、中材国际完成中建材内部水泥资产整合、22 年 8 月以来北方国际投建营项目热度提升等）。

图 1：2013 年以来国际工程指数情况

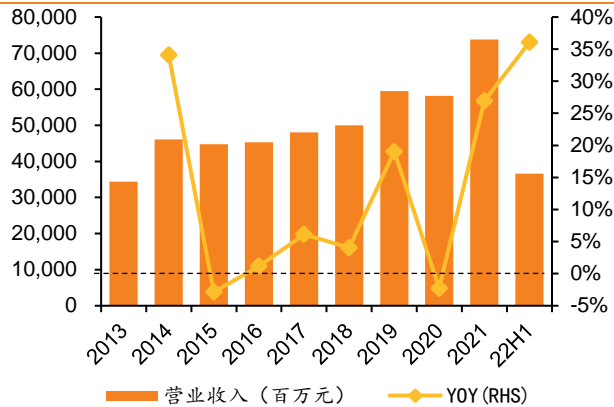


注：国际工程指数使用中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际的前复权标准化后股价构建（基准为 1），四公司为等权重；

资料来源：wind，《10 大事件见证“一带一路”发展历程》（两岸关系），政府网，中国网，商务部，投资界，天风证券研究所



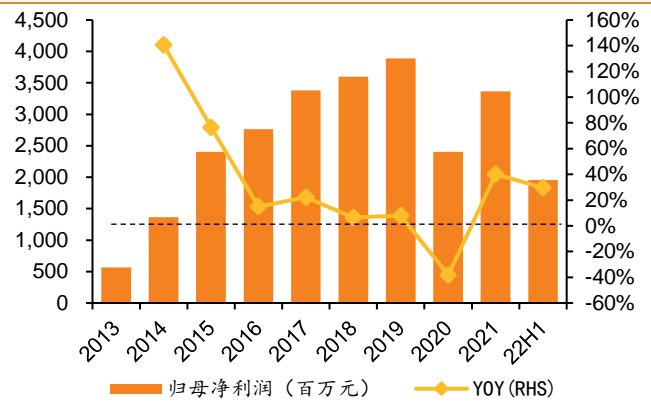
图 2：国际工程板块近年收入及增速



注：板块营业收入为中工国际/北方国际/中材国际/中钢国际收入加总；

资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：国际工程板块近年归母净利润及增速



注：板块归母净利润为中工国际/北方国际/中材国际/中钢国际归母净利润加总；

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 国际工程业务近年发展如何？

### 2.1. 国际工程发展历程：进入转型升级期，“投建营”成为项目新模式

我国国际工程发展至今，大致可分为四个阶段：

- 1) 援外工程阶段（1978 年以前）：**此阶段我国对外承包工程全部为在部分友好国家实施的援外工程，由各部委和各省市援外办组织实施，援外项目的实施加强我国与世界的联系，一定程度有助于第三世界国家经济发展，为我国对外承包工程业务积累了一定声誉。
- 2) 起步与稳定发展阶段（1979-2000 年）：**我国企业开始走出国门，走向世界，以“窗口企业”（第一批 4 家具有开展对外经济合作资质的单位：外经部中国成套设备进出口公司+国务院批准设立的三家专门从事对外承包工程业务的公司即建工部中国建筑工程公司、交通部中国路桥工程公司、铁道部中国土木工程公司）为主，主要实施援外项目、劳务（分包）项目、国际招标的工程项目。援外项目主要是农业项目、体育场馆等；劳务（分包）项目，主要是为西方和日韩公司在中东北非地区的总包项目服务；国际招标的工程项目，主要是世界银行等国际金融机构贷款项目和石油国家的政府预算项目。
- 3) 高速发展阶段（2001-2012 年）：**“窗口企业”业务缩小，工程公司、设计院和装备制造企业纷纷“走出去”，非洲市场显著拓展（主因资源换项目的安哥拉模式得以在非洲国家推广），实施的项目规模越来越大，市场国别也从第三世界国家向相对发达的地区扩展，并开始尝试 BOT 项目。该阶段主要实施援外项目（医院和学校等公共设施为主）、两优项目、施工项目、EPC 项目、园区项目、投资项目（房地产、矿业等）等。
- 4) 转型升级阶段（2013 年至今）：**2013 年“一带一路”倡议提出之后，一带一路项目成为对外工程承包的主题，南亚、东南亚等国业务蓬勃发展，亚洲作为我国对外承包工程最大市场持续拓展。实施的项目由 EPC 到 EPC+F，再到 EPC+F+O&M，并进入“投建营”阶段，项目不但规模大，而且产业链条长，越来越复杂。

图 4：中国对外承包工程各发展阶段重要项目梳理

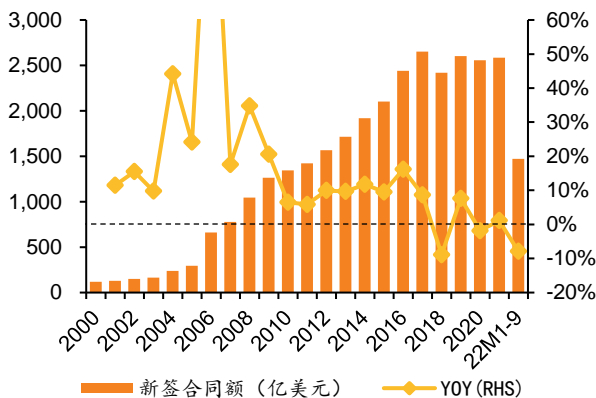
中国对外承包工程发展阶段	重要项目
援外工程阶段（1978 年以前）	坦赞铁路项目、缅甸滚弄钢索吊桥、尼泊尔逊科西水电站等
起步与稳定发展阶段（1979-2000 年）	尼日利亚全国铁路更新改造项目（1996.6-1998.6），资金来源政府预算，合同额 5.28 亿美元；吉布提工商学校项目（1991.6-1993.10），资金来源非洲开发银行贷款，合同额 995 万美元
高速发展阶段（2001-2012 年）	巴基斯坦瓜达尔港项目（2002.3-2006.12），经援项目；阿尔及利亚东西高速公路项目（2006.9-2012.4），资金来源政府预算；苏丹麦洛维水电站项目（2003.6-2009.3），资金来源阿拉伯基金等；柬埔寨甘再水电站项目（2006.4-2012.8），BOT 项目
转型升级阶段（2013 年至今）	中巴经济走廊系列项目，2015 年 4 月起；援非盟疾控中心项目，2020 年 12 月起；巴基斯坦拉合尔橙线轻轨项目（2015.4-2020.10）；亚吉铁路项目（2011.12-2017.12）；莱基港投建营一体化项目，2019 年 9 月开工，PPP 项目

资料来源：《中国对外承包工程发展历程》（袁立），天风证券研究所

## 2.2. 国际工程近年承压，新能源项目与投建营模式为增长新引擎

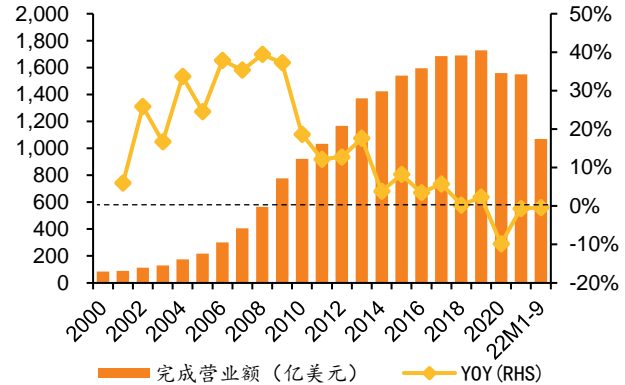
我国对外承包工程新签及营业额近年承压，国际工程经营环境总体较为严峻。我国对外承包工程业务规模于 2000-2009 年期间持续较快增长，新签合同额及完成营业额 cagr 分别 +30.2%、28.0%。2010 年后增速明显放缓，2018 年大多数国家经济增速回落，国际贸易增速放缓、国际直接投资活动低迷、全球债务水平持续提高和金融市场动荡等多因素影响下，对外承包工程新签合同额及完成营业额增速在 2017 年较高基数基础上首次探底，经历 2019 年短暂修复后，2020 年在疫情冲击下再次步入下行通道。2021 年及 22M1-9 我国对外承包工程新签合同额分别为 2,585、1,471 亿美元，yoy 分别为 1.2%、-7.9%；完成营业额分别为 1,549、1,070 亿美元，yoy 分别为-0.6%、-0.4%。近年国际工程行业面临经营环境总体较复杂严峻，新冠疫情、地缘政治局势波动影响交织叠加，对大宗商品价格、物流交通等产生较深刻影响，全球经济复苏步履维艰，新兴市场国家和发展中国家首当其冲。此外，部分国家债务问题不断累积，以及部分地区面临较复杂的安全问题等。

图 5：我国对外承包工程新签合同额及增速



资料来源：《我国对外承包工程业务简明统计》（商务部），《中国对外承包工程发展历程》（袁立），天风证券研究所

图 6：我国对外承包工程完成营业额及增速

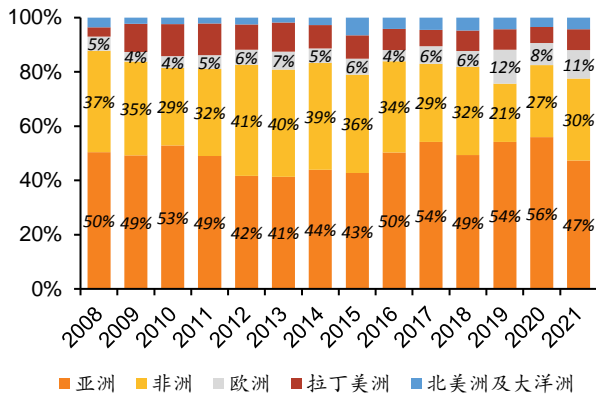


资料来源：《我国对外承包工程业务简明统计》（商务部），《中国对外承包工程发展历程》（袁立），天风证券研究所

亚非市场贡献新签及收入占国际工程市场比例 80%左右，新能源与投建营项目近年增长较快。区域市场角度，2021 年亚洲/非洲/欧洲/拉丁美洲/北美洲及大洋洲新签合同额分别为 1,225/779/272/200/109 亿美元，yoy 分别-14.3%/+14.7%/+30.4%/34.7%/22.2%；占新签合同总额比例分别为 47%/30%/11%/8%/4%；亚洲/非洲/欧洲/拉丁美洲/北美洲及大洋洲完成营业额分别为 864/371/157/80/78 亿美元，yoy 分别-3.1%/-3.2%/+12.3%/+1.0%/+18.2%；占完成营业额比例分别为 56%/24%/10%/5%/5%。亚洲新签合同额较大幅度下降，主要源于交通运输、电力和一般建筑领域新签均同比下降 20%-25%，拉美市场新签快增，显现拓展成效。亚非市场合计新签与营业额占比均总体维持在 80%左右，21 年亚洲新签合同额占比下滑，非洲、欧洲、拉丁美洲新签合同额占比均小幅提升；完成营业额洲别占比基本稳定。总体

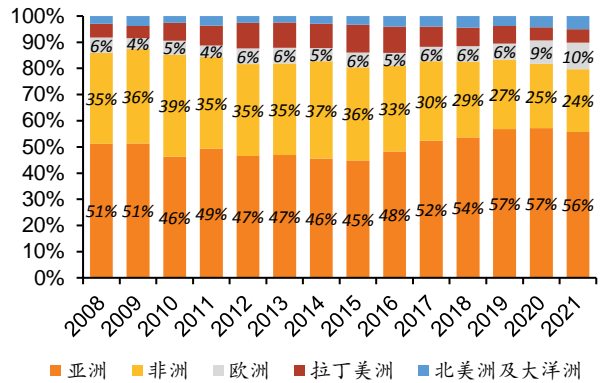
上，在疫情与严峻的国际形势下，各洲别市场的新能源、投建营新模式项目增长较快。

图 7：近年我国对外承包工程新签合同额洲别分布结构



资料来源：《我国对外承包工程业务简况统计》（商务部），《2021 年对外承包工程行业回顾和 2022 年发展展望》（房秋晨），天风证券研究所

图 8：近年我国对外承包工程完成营业额洲别分布结构



资料来源：《我国对外承包工程业务简况统计》（商务部），《2021 年对外承包工程行业回顾和 2022 年发展展望》（房秋晨），天风证券研究所

图 9：2021 年中国对外承包工程新签/营业额规模各洲别特点

洲别	对外承包工程规模增长特点
亚洲	新签合同额前 10：印尼、菲律宾、中国香港、马来西亚、越南、新加坡、沙特、泰国、伊拉克、阿联酋；交通运输、电力和一般建筑领域新签合同额均同比出现 20%—25% 的下降。工业建设和制造加工设施领域保持增长，产能合作业务有所增加， <b>新能源、海水淡化、废水（物）处理等领域项目增长较快。</b>
非洲	中非基础设施合作的传统优势继续巩固。交通运输、电力、工业建设、石油化工、通讯等领域均实现同比增长。不少企业打造在非发展新引擎， <b>以 BOT 和 PPP 模式承揽项目数量明显增加</b> ，如在塞内加尔、尼日利亚等市场中标项目运营合同，参股港口运营项目，不断探索境外经贸合作区业务， <b>农业和矿产资源综合开发类业务增多。</b>
欧洲	<b>业务领域更加多元</b> ，涵盖铁路、公路、水电站、风电、房建、废水（物）处理等业务。
拉美	<b>新模式、新能源业务成为增长亮点</b> 。企业通过 <b>投资拉动、第三方市场合作开拓市场</b> ，以 <b>PPP、BOT、投资并购</b> 等模式投资建设了一批经济社会效益较好的交通项目。新能源项目签约量稳步提升，主要签约市场为阿根廷、智利和墨西哥等国别。

资料来源：《2021 年对外承包工程行业回顾和 2022 年发展展望》（房秋晨），天风证券研究所

交通、电力和房建（一般建筑）为我国对外承包工程传统三大领域，占比 60% 以上，电力工程中新能源业务快增。2021 年房建/工业建筑/制造加工基础设施建设/交通运输建设/电力工程建设/石油化工/通信工程建设分别新签 505/159/47/643/487/208/157 亿美元，yoy 分别 -21.1%/+14.3%/+47.7%/+1.6%/-4.1%/+9.0%/-1.7%，占新签合同总额比例分别为 20%/6%/2%/25%/19%/8%/6%；房建/交通运输建设/电力工程建设/石油化工/通信工程建设分别完成营业额 288/415/290/154/148 亿美元，yoy 分别 -3.1%/+2.9%/-5.3%/-0.4%/+0.0%，占完成营业总额比例分别为 19%/27%/19%/10%/10%。传统领域项目亦有新变化，在交通运输建设领域中，投资带动项目开发作用显著，港口投资建设、高速公路特许经营权类项目签约放量；房建领域中，发展中国家城市化进程带来的城市综合开发建设项目增多，同时公共卫生需求扩大；电力工程领域中，新能源及蓄/变电站、输变电业务成为新的增长极（2021 年风电、太阳能等新能源领域签约 173 亿美元，同比增长 80%，占电力工程签约的 35.6%）。

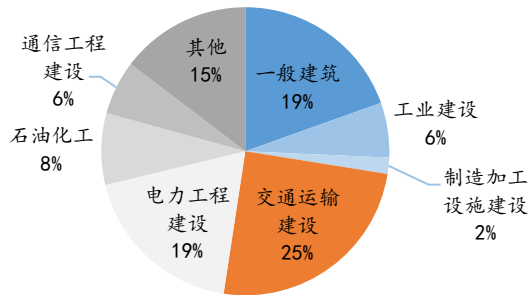
图 10：2021 年中国对外承包工程新签/营业额规模各洲别特点

细分领域	对外承包工程规模增长特点
交通工程	<b>投资带动项目开发作用显著</b> ，企业在泰国、智利等市场签约港口投资建设、高速公路特许经营项目。铁路工程领域新签合同额 272 亿美元，同比增长 5%，在交通工程领域的占比为 42.3%；公路桥梁工程领域新签合同额 207 亿美元，同比下降 6%。
房建工程	<b>城市综合开发建设成为发展重点</b> ，如企业签约埃及阿拉曼新城综合体、沙特 NOEM 新城、孟加拉国城市综合体等项目。 <b>公共卫生领域需求扩大</b> ，会员企业在玻利维亚、柬埔寨、马来西亚等市场签约了一批医院建设项目。
电力工程	基于全球“双碳”目标及我国“不再新建境外煤电项目”的承诺，电力领域项目构成发生变化， <b>以光伏、风电为代表的新能源以及蓄/变电站、输变电业务正在成为电力领域新的增长点</b> 。本年度企业在风电、太阳能等新能源领域签约 173 亿美元，同比增长 80%，占电力工程签约的 35.6%。



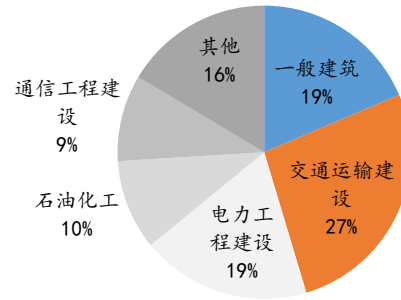
资料来源：《2021 年对外承包工程行业回顾和 2022 年发展展望》（房秋晨），天风证券研究所

图 11：2021 年我国对外承包工程新签合同额行业分布结构



资料来源：《2021 年对外承包工程行业回顾和 2022 年发展展望》（房秋晨），天风证券研究所

图 12：2021 年我国对外承包工程完成营业额行业分布结构



资料来源：《2021 年对外承包工程行业回顾和 2022 年发展展望》（房秋晨），天风证券研究所

### 2.3. “一带一路”中基建扮演关键角色，沿线工程占国际工程比例超 50%

“一带一路”中基础设施建设扮演重要角色。“一带一路”丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路（又称“一带一路”倡议）是中国发起的合作发展战略和框架，致力于各国互联互通与合作，由陆上“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路”两大部分组成。截止 2021 年，“一带一路”建设涉及 65 个国家和地区，其中包括东盟 10 国，西亚 18 国，南亚 8 国，中亚 5 国，独联体 7 国，中东欧 16 国及东亚的蒙古。“一带一路”倡议于 2013 年首次提出，2015 年《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》中指出建设“五大通路”（其中基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域）、打造“六大经济走廊”（亚欧大陆桥、中蒙俄、中国-中亚-西亚、中国-中南半岛及中巴、孟中印缅国际经济合作走廊）。此后在历次“一带一路”国际合作高峰论坛、“一带一路”建设工作座谈会及十四五规划中均明确提及基础设施建设在“一带一路”推进中的关键作用。“一带一路”持续推进，国际工程业务蕴含重大发展机遇。

图 13：一带一路示意图



资料来源：华维测控技术工程公司官网，天风证券研究所

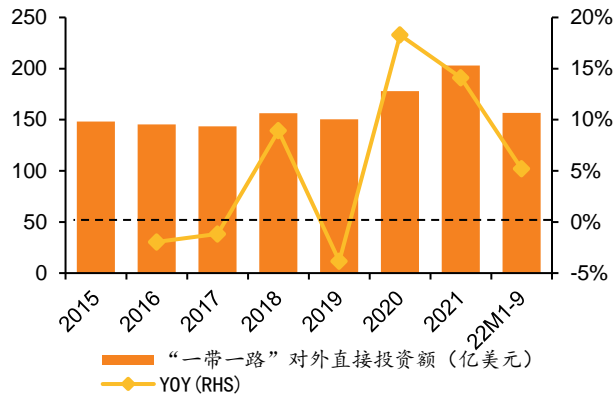
图 14：“一带一路”发展历程重要事件/会议梳理

时间	事件/会议	相关内容
2013/9/7	“丝绸之路经济带”首次提出	国家主席习近平在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学演讲时提出,为了使欧亚各国经济联系更加紧密、相互合作更加深入、发展空间更加广阔,可以用创新的合作模式,共同建设“丝绸之路经济带”。习近平指出,这是一项造福沿途各国人民的大事业,可从加强政策沟通、道路联通、贸易畅通、货币流通、民心相通几个方面先做起来,以点带面,从线到片,逐步形成区域大合作
2013/10/3	“海上丝绸之路”首次提出	国家主席习近平在印度尼西亚国会演讲时指出,东南亚地区自古以来就是“海上丝绸之路”的重要枢纽,中国愿同东盟国家加强海上合作,使用好中国政府设立的中国-东盟海上合作基金,发展好海洋合作伙伴关系,共同建设 21 世纪“海上丝绸之路”。
2014/12/29	丝路基金有限责任公司成立	丝路基金是中长期开发投资基金,通过以股权为主的多种投融资方式,重点围绕“一带一路”建设推进与相关国家和地区的基础设施、资源开发、产能合作和金融合作等项目,确保中长期财务可持续和合理的投资回报
2015/3/28	《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》	<b>基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域。</b> 抓住交通基础设施的关键通道、关键节点和重点工程,优先打通缺失路段,畅通瓶颈路段,配套完善道路安全防护设施和交通管理设施设备,提升道路通达水平。推动口岸基础设施建设,畅通陆水联运通道,推进港口合作建设,增加海上航线和班次,加强海上物流信息化合作。加强能源基础设施互联互通合作,共同维护输油、输气管道等运输通道安全,推进跨境电力与输电通道建设,积极开展区域电网升级改造合作。
2015/11/30	31 个省市对接方案基本完成	各地结合自身比较优势,有针对性地提出本地区在参与推进“一带一路”建设中的地方定位。
2015/12/25	亚洲基础设施投资银行成立	亚投行主要宗旨是通过在基础设施及其他生产性领域的投资,促进亚洲经济可持续发展,创造财富并改善基础设施互联互通;与其他多边和双边开发机构紧密合作,推进区域合作和伙伴关系,应对发展挑战。
2016/4/11	中国与 10 国国际组织签署首份“一带一路”合作文件	意向书强调,双方将共同规划推进互联互通和“一带一路”的具体行动,推动沿线各国政策对接和务实合作
2016/8/17	推进“一带一路”建设工作座谈会	<b>重点支持基础设施互联互通、能源资源开发利用、经贸产业合作区建设、产业核心技术研发支撑等战略性优先项目。</b> 切实推进关键项目落地,以基础设施互联互通、产能合作、经贸产业合作区为抓手,实施好一批示范性项目。
2016/11/17	“一带一路”倡议首次写入联合国大会决议	敦促各方通过“一带一路”倡议等加强阿富汗及地区经济发展,呼吁国际社会为“一带一路”倡议建设提供安全保障环境。
2017/5/14、2017/5/15	首届“一带一路”国际合作高峰论坛	重点打造了五方面成果:凝聚了广泛国际共识,明确了共同努力方向,推动了更多合作项目落地,构筑了完善支撑体系,拓展了全球伙伴关系网络
2018/8/27	推进“一带一路”建设工作 5 周年座谈会	加快形成金融支持共建“一带一路”的政策体系,有序推动人民币国际化,引导社会资金共同投入沿线国家基础设施、资源开发等项目,为走出去企业提供外汇资金支持。加强共建“一带一路”同京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等国家战略对接,促进西部地区、东北地区在更大范围、更高层次上开放,助推内陆沿边地区成为开放前沿,带动形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。
2019/4/27	第二届“一带一路”国际合作高峰论坛	各方高度 <b>重视基础设施互联互通对经济增长的拉动作用</b> ,希望建设高质量的交通运输、资金、能源、数字、智力互联互通网络,继续为世界经济增长挖掘新动力。
2021/11/19	第三次“一带一路”建设座谈会	<b>把基础设施“硬联通”作为重要方向</b> ,把规则标准“软联通”作为重要支撑,把同共建国家人民“心联通”作为重要基础,推动共建“一带一路”高质量发展,取得实打实、沉甸甸的成就。
2021/3/13	“十四五”规划	<b>推进基础设施互联互通</b> ,构建以新亚欧大陆桥等经济走廊为引领,以中欧班列、陆海新通道等大通道和信息高速路为骨架,以铁路、港口、管网等为依托的互联互通网络,打造国际陆海贸易新通道。聚焦关键通道和关键城市,有序推动重大合作项目建设。创新融资合作框架,发挥共建“一带一路”专项贷款、丝路基金等作用。建立健全“一带一路”金融合作网络,推动金融基础设施互联互通,支持多边和各国金融机构共同参与投融资。

资料来源:《10 大事件见证“一带一路”发展历程》(两岸关系),中国网,商务部,投资界,天风证券研究所

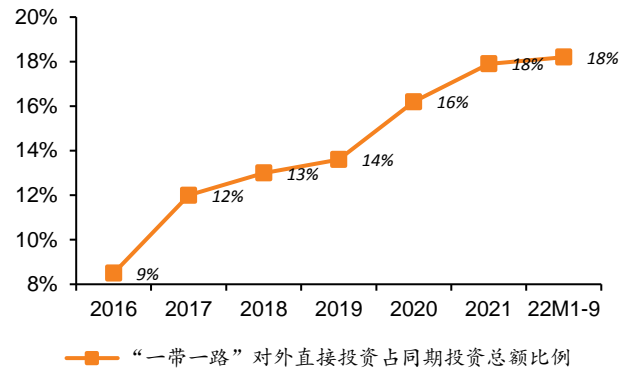
“一带一路”对外直接投资额及占对外投资总额比例稳步提升。截止 22M1-9，我国对“一带一路”沿线国家累计直接投资总额 1,281 亿美元，投资主要流向新加坡、印尼、马来西亚等国家。2021 年及 22M1-9 “一带一路”对外直接投资额分别为 203、157 亿美元，yoy 分别为 14.1%、5.2%，占同期对外直接投资总额比例分别为 18%。

图 15：近年“一带一路”对外直接投资额及增速



资料来源：商务部，天风证券研究所

图 16：近年“一带一路”对外直接投资额占同期投资总额比例变化



资料来源：商务部，天风证券研究所

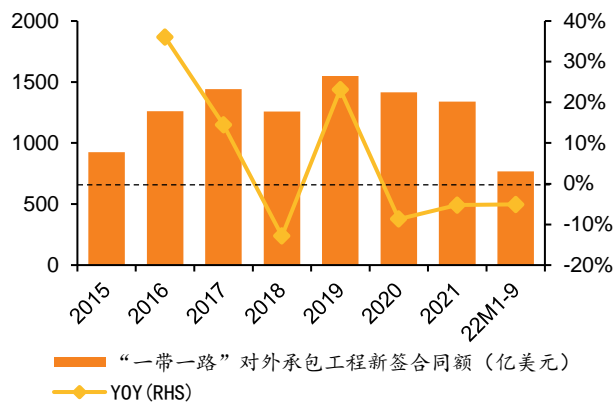
图 17：2015 年至 2022M1-9 “一带一路”对外直接投资主要流向国家

年份	直接投资国家数(个)	主要流向国家
2015	49	新加坡、哈萨克斯坦、老挝、印尼、俄罗斯和泰国等
2016	53	新加坡、印尼、印度、泰国、马来西亚等
2017	59	新加坡、马来西亚、老挝、印尼、巴基斯坦、越南、俄罗斯、阿联酋和柬埔寨等
2018	56	新加坡、老挝、越南、印尼、巴基斯坦、马来西亚、俄罗斯、柬埔寨、泰国和阿联酋等
2019	56	新加坡、越南、老挝、印尼、巴基斯坦、泰国、马来西亚、阿联酋、柬埔寨和哈萨克斯坦等
2020	58	新加坡、印尼、越南、老挝、马来西亚、柬埔寨、泰国、阿联酋、哈萨克斯坦和以色列等
2021	57	新加坡、印尼、马来西亚、越南、孟加拉国、阿联酋、老挝、泰国、哈萨克斯坦和柬埔寨等
22M1-9		新加坡、印尼、马来西亚、巴基斯坦、阿联酋、越南、泰国、柬埔寨、塞尔维亚和孟加拉国等

资料来源：商务部，天风证券研究所

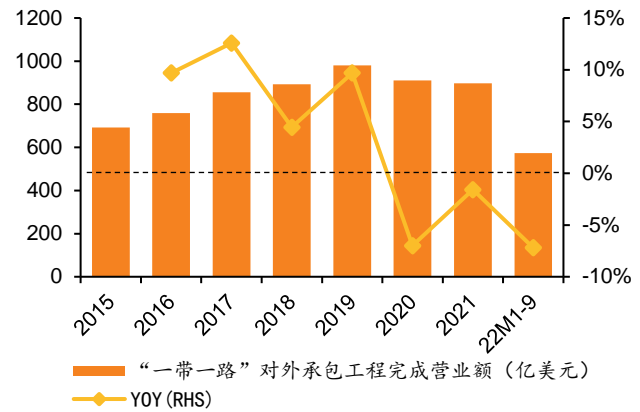
“一带一路”新签合同额及营业额占对外承包工程总额比例超 50%。2021 年及 22M1-9 “一带一路”承包工程新签合同额分别为 1,340、767 亿美元，yoy 分别为-5.2%、-5.1%，占同期对外承包工程新签合同总额比例均为 52%；“一带一路”完成营业额分别为 897、573 亿美元，yoy 分别为-1.6%、-7.2%，占同期对外承包工程完成营业总额比例分别为 58%、54%。2020 年以来，新冠疫情反复与俄乌冲突导致的各类风险冲击国际基础设施合作秩序，延缓“一带一路”国家基础设施的恢复和发展。经济环境方面，主要大宗商品、中间品价格及国际海运费用快速上涨进一步推高基础设施建设成本；部分发达国家经济政策负面效应外溢，对更多发展中国家造成冲击，国际基础设施融资环境恶化；安全环境方面，俄乌冲突扰动和平秩序，增大基建项目推进难度，综合以上因素，“一带一路”沿线区域新签合同额及营业额近年增长较有压力，另一方面，其在我国对外承包工程业务份总体维持超 50%水平。

图 18：“一带一路”对外承包工程新签合同额及增速



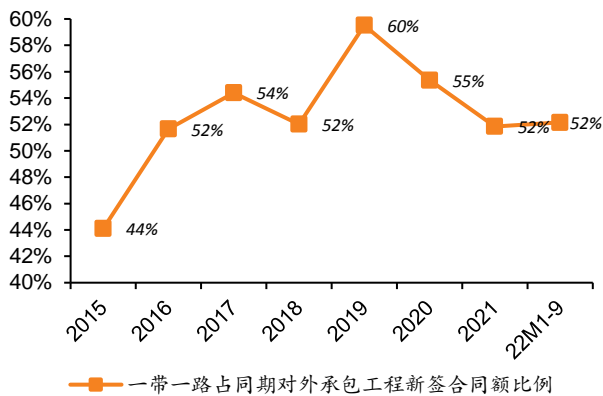
资料来源：商务部，天风证券研究所

图 19：“一带一路”对外承包工程完成营业额及增速



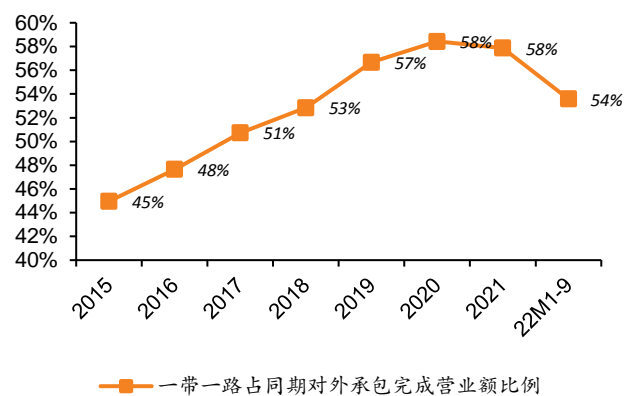
资料来源：商务部，天风证券研究所

图 20：“一带一路”占同期对外承包工程新签合同额比例



资料来源：商务部，天风证券研究所

图 21：“一带一路”占同期对外承包工程完成营业额比例



资料来源：商务部，天风证券研究所

### 3. 国际工程未来期待什么？

#### 3.1. 需求：“一带一路”国家基建发展持续复苏，需求结构或有新变化

**基建投资拉动经济正成为多国共识。**各国经济缓慢复苏，发展基础设施仍是各国抵御经济风险、平抑社会矛盾的重要政策工具。不少国家出台以基建投资为中心的经济刺激计划，大力吸引外资，充分利用基建显著的溢出效应，拉动经济增长。据《2021年对外承包工程行业回顾和2022年发展展望》(房秋晨)文章统计，2022年已先后有超过30个国家出台以基建投资为重点的经济刺激计划，10余个国际组织发起基础设施投资倡议，如沙特2021年出台的打造全球航空枢纽计划，预计将在2030年前投资约1,500亿美元；印尼于2022年1月通过《国家首都法草案》，推出新建首都计划，保守估计投资340亿美元；马来西亚推出的“第12个马来西亚计划”(2021-2025)，重点刺激交通、可再生能源以及水务等领域的新一轮发展。与此同时，近两年美国和欧盟也先后提出全球性基础设施发展计划，如美国的“重建更美好世界”计划、G7“全球基础设施和投资伙伴关系”计划，欧盟的“全球门户”计划及“欧非一揽子投资计划”等。相关刺激计划和倡议或为“后疫情”时代国际基建行业发展提供新的市场空间。此外，国际大宗商品价格上涨亦或推动或刺激资源富集国基建市场的复苏。



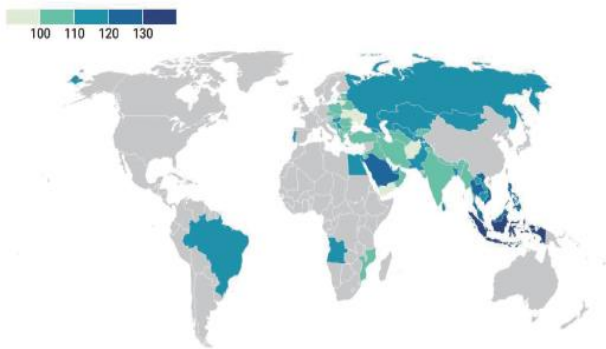
图 22：部分国家（国际组织）基础设施支持政策

国家和国际组织	基础设施支持政策
沙特	明确将物流和交通作为推动经济转型的支柱，于 2021 年出台规划，计划在 2030 年前投资约 1,500 亿美元，将沙特打造成全球航空枢纽，具体涉及新建航空公司和机场改扩建等项目。
俄罗斯	重点推动包括贝阿铁路和西伯利亚大铁路现代化综合改扩建、保障北方海路全年通航、建设双西公路以及发展电动交通等项目。
印度尼西亚	2022 年 1 月通过的《国家首都法案》，计划在东加里曼丹省建设新首都，保守投资约 340 亿美元。
马来西亚	2021 年 10 月国会会议上议院通过的“第 12 个马来西亚计划”（2021-2025），将刺激该国交通、可再生能源以及水务等领域的新一轮发展。
美国	2022 年启动名为“重建更美好世界”的全球基建计划，重点在应对气候变化影响的弹性基础设施和技术、卫生系统和安全、开发数字解决方案、推进性别平权等四个领域发力。
欧盟	2021 年 12 月推出“全球门户”计划，将募集约 3,000 亿欧元在全球进行基建投资。 2022 年 2 月明确表示，将在未来七年内向非洲投资至少 1,500 亿欧元（包括公共投资和私人投资），用于建设可再生能源发电设施、道路港口等交通设施、海底电缆及陆上基站等通信设施以及改善非洲的医疗卫生和疾病防控能力。
G7	2022 年 G7 峰会上，宣布在未来五年筹集 6,000 亿美元，为发展中国家提供基础设施项目资金。

资料来源：《“一带一路”国家基础设施发展指数报告 2022》，天风证券研究所

**“一带一路”国家基建发展持续复苏，交通和能源建设需求或更优。**据《“一带一路”国家基础设施发展指数报告 2022》数据，2022 年“一带一路”国家基础设施发展指数小幅回升，由 2021 年 113 上升至 114。受全球经济复苏和新冠疫情冲击放缓等积极影响，“一带一路”国家基础设施发展环境逐步改善、发展需求逐步释放、市场热度有所回温，各国基础设施发展压力缓解、基础设施复苏趋势得到加强。分区域来看，东南亚地区基础设施发展指数持续领跑，连续四年保持首位，其中印尼、菲律宾、马来西亚、越南和泰国贡献显著；分领域来看，2022 年“一带一路”交通领域发展需求指数 yoy+5.1%至 145，交通基础设施建设发展提速，互联互通项目支撑作用显著，沙特、俄罗斯、马来西亚等占比 38%的“一带一路”国家提出了与交通基础设施有关的基建投资计划；能源基础设施绿色化转型加快，可再生能源建设成为新的增长点，约 27%的“一带一路”国家启动了可再生能源项目，相关项目数量占全部能源基础设施项目总量的 36%。

图 23：“一带一路”国家基础设施发展指数（2022）



注：“一带一路”国家基础设施发展指数是一个反映“一带一路”国家基础设施行业的发展环境、发展需求、发展热度和发展成本的综合性指数。发展指数得分越高，一国的基础设施行业前景越好，对企业赴该国进行基础设施行业投资、生产经营的吸引力越大。

资料来源：《“一带一路”国家基础设施发展指数报告 2022》（中国对外承包工程商会、中国信保国家风险数据库），天风证券研究所

图 24：“一带一路”国家基础设施发展指数（2010-2022）



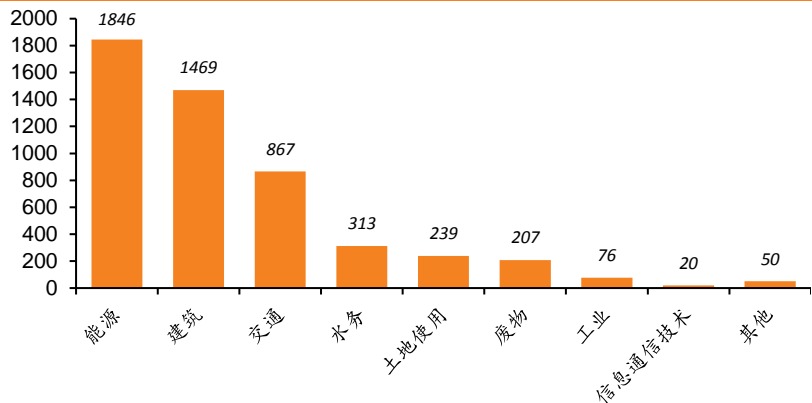
资料来源：《“一带一路”国家基础设施发展指数报告 2022》（中国对外承包工程商会、中国信保国家风险数据库），天风证券研究所

**新能源、新基建需求或亦为新兴重要增长点。**近年来，新一轮技术革命和产业变革加速演进，可持续发展、绿色低碳等理念成为全球共识，同时新冠疫情加快了全球产业结构调整和经济转型，催生新的基建业务需求，新能源、绿色低碳、新基建成为重点关注方向。为应对气候变化，实现双碳目标，以“清洁、高效、可持续”为目标的高标准建设项目，成为各国优先支持的领域。兼具数字化、智能化的绿色基建成为国际基础设施投资合作的主流，



智慧城市、绿色建筑、可再生能源等基建建设和改造需求或逐步释放。据《“一带一路”国家基础设施发展指数报告 2022》，2022 年各国发展首选项目为科技含量高、运用成本低、环境影响小的绿色基础设施项目，国际承包商、金融机构和供应链上下游企业参与绿色基建热度有所提升。多个国家和国际主要金融机构出台政策优化绿色基建发展环境，截止 2021 年绿色债券全球累计发行量 15,987 亿美元，yoy+71%；同时已有一批能源、交通、房建领域标志性项目落地，如伊拉克 1GW 光伏电站、乌克兰尼克尔斯和曼谷斯区 800MW 风电等项目稳步推进；印尼、埃塞俄比亚等国均有生物质能/地热能新项目落地；卢塞尔体育场、迪拜蓝天酒店、埃塞俄比亚商业银行新总部大楼等项目顺利建成，成为绿色建筑发展标杆。

图 25：2021 年全球绿色债券行业分布情况（单位：亿美元）



资料来源：《“一带一路”国家基础设施发展指数报告 2022》，气候债券倡议组织（CBI），天风证券研究所

图 26：部分国家和国际金融机构支持绿色基础设施发展相关政策

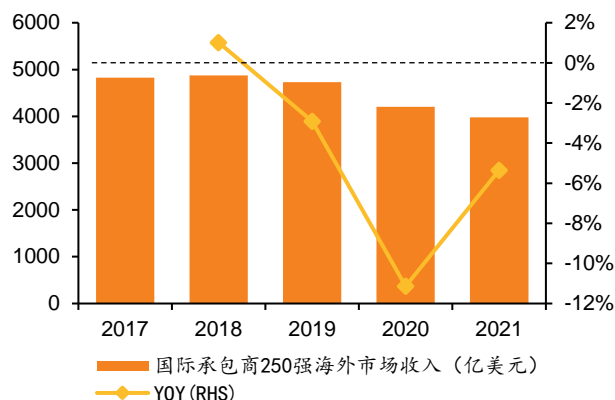
国家或组织	相关政策
印度尼西亚	出台《2021-2030 年电力采购计划（RUPTL）》等政策，支持光伏、风电等绿色能源并网供电；颁布《关于屋顶太阳能发电系统的使用》等技术性文件，规范绿色能源建设工艺和标准。
越南	《2021-2030 年阶段和至 2045 年远景展望国家电力发展规划》（PDP VIII）的最新草案中，上调可再生能源装机目标，加快向风能、太阳能等可再生能源转型
埃及	将在 2030 年之前实现 42% 的电力需求由可再生能源提供的发展目标
国际主要金融机构	完善金融政策框架，逐步扩大包括绿色债券、ESG 投资以及绿色贷款等在内的绿色基础设施融资规模

资料来源：《“一带一路”国家基础设施发展指数报告 2022》，天风证券研究所

### 3.2. 供给：我国国际工程企业有竞争优势，项目融资困境逐步破局

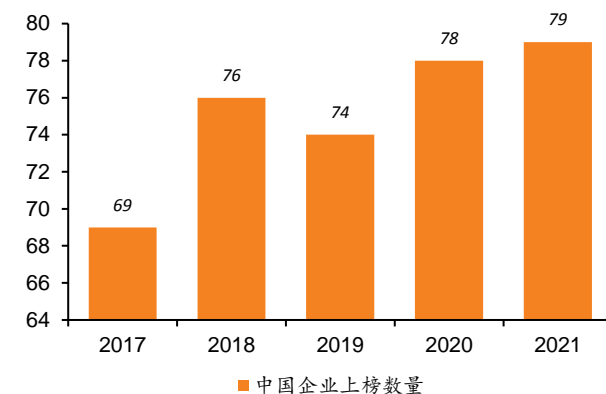
我国国际工程承包企业国际认可度持续提升，多领域有较强竞争优势。我国对外承包工程企业涵盖整个产业链上的所有企业，从“窗口公司”、工程公司、设计院、装备制造厂、运营维护公司到物流、矿业、房地产和投资公司，形成了庞大的团队，是推动国际工程市场发展的重要力量，也逐渐受到国际认可。美国《工程新闻记录》8 月发布 2022 年度 ENR 国际承包商 250 强榜单，中国内地企业上榜数量达 79 家，进入前 10 强企业 4 家（中国交建第 3 位、中国电建第 6 位、中国建筑第 7 位、中国铁建第 10 位），近年来上榜数量稳步提升。国际承包商 250 强 2021 年海外市场收入 3,979 亿美元，yoy+5.4%，中国上榜企业海外市场收入 1,130 亿美元，yoy+5.1%，近年来中国企业增速显著高于整体增速；占 250 强海外总收入比例 28%，yoy+2.8pct。在榜单承包商海外收入延续下行背景下，中国企业海外营收规模及占比双增，体现我国国际承包企业较强的市场竞争力。细分领域来看，我国在铁路、公路、港口、水电、火电、特高压输电、5G 基站建设等领域均有较强的技术竞争优势。

图 27：近年国际承包商 250 强海外市场收入及增速



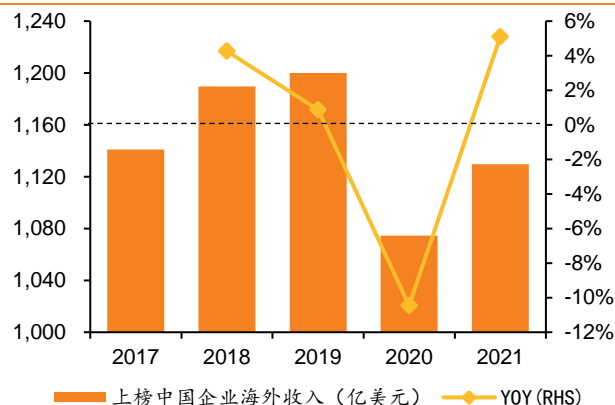
资料来源：《2022 年度 ENR 国际承包商 250 强榜单解读》(张宇)，天风证券研究所

图 28：国际承包商 250 强中国企业上榜数量



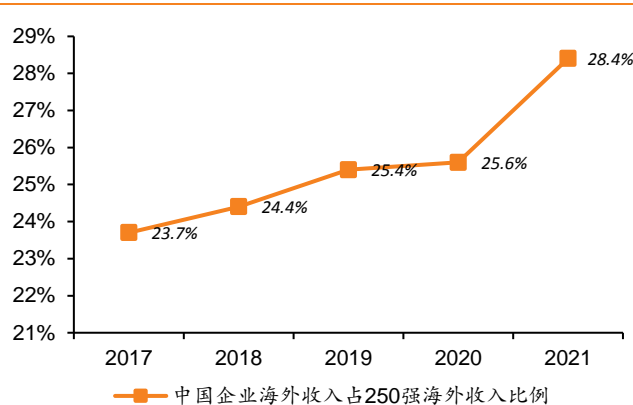
资料来源：《2022 年度 ENR 国际承包商 250 强榜单解读》(张宇)，天风证券研究所

图 29：近年中国上榜企业海外收入及增速



资料来源：《2022 年度 ENR 国际承包商 250 强榜单解读》(张宇)，天风证券研究所

图 30：中国企业海外收入占 250 强海外收入比例



资料来源：《2022 年度 ENR 国际承包商 250 强榜单解读》(张宇)，天风证券研究所

图 31：我国国际工程承包企业部分优势领域

细分领域	成就
铁路	我国作为全球高铁运营里程最多的国家，高铁扩建及升级已然成为各国大力推动本国经济向区域性、全球化发展的重要动力。截至 12 月 30 日，中国高铁运营里程突破 4 万公里，稳居世界第一；中国铁路运营总里程突破 15 万公里，稳居世界第二。
港口	2017 年中国的港口建设已经实现了全产业链、全要素的比较优势，技术水平已经是当之无愧的全球第一，为国际贸易提供物流支点，成为另一张闪亮的“中国名片”。中国交建是中国最大的道路及桥梁建设企业之一。
公路	截至 2021 年底，中国公路总里程 528 万公里，路网规模居世界前列；国家高速公路已建成 11.7 万公里，高速公路里程居世界第一。
水电	中国电建是全球清洁低碳能源、水资源与环境建设领域的引领者，是全球基础设施互联互通的骨干力量，具有投资融资、规划设计、施工承包、装备制造、管理运营全产业链一体化集成服务能力。截至 2022/09，我国水电装机容量 4.1 亿千瓦，2014 年以来，我国的水电装机容量和发电量一直稳居世界第一。水电业务遍及全球 140 多个国家和地区，占据了海外 70% 以上的水电建设市场份额。中国电力工业发展装机容量、制造技术均已达到世界先进水平。
火电	中国能建在火电建设领域代表世界最高水平
输变电	特高压是全球最先进的输电技术，中国是全球唯一掌握特高压技术的国家，中国特高压技术标准也是全球唯一的技术标准。
5G	中国的 5G 网络建设速度和规模居全球第一位。2021 年我国建成并开通 5G 基站累计为 142.5 万个，全年新建 5G 基站超过 65 万个。我国 5G 基站总量占全球 60% 以上，建成全球最大 5G 网络，每万人拥有 5G 基站数达到 10.1 个，比上年末提高近 1 倍。

资料来源：wind，前瞻网，浙江省监察委员会官网，中国交建官网，今日中国公众号，中国电建公告，央视财经公众号，中新网，中国能建 21 年年报，北极星电力网，国际电力网，中新网，中国电子商会，天风证券研究所

**国际基建项目融资难题突出，重视我国主导的多边金融机构扮演角色。**世界银行预测，全球经济增长将从 2021 年 5.7% 下降到 2022 年 2.9%，全球经济放缓、增长乏力，发展中国家债务问题难以缓解，债务违约风险加大。受此影响，国内外金融机构暂缓或大幅减少对国际基建项目类贷款，一批项目被停贷断贷，由此引发市场萎缩、支付中断等问题，我国企业海外项目开发和执行面临空前压力。而在国际工程中，投资在承包业务中作用逐渐增强，多数国家政府要求国际承包商带资承包，国际工程企业资金需求愈加迫切。近年来，我国主导设立的国际多边金融机构（**亚投行、丝路基金、金砖国家开发银行等**）、国内政策性银行及商业银行，或有利于为国际工程企业提供金融支持，助力项目有序推进。亚投行、丝路基金及政策性金融机构将通过构建多边融资、合作机制，在提供长期启动资金、发挥市场引领作用的同时，撬动私人部门资金服务于基础设施投资建设，促进亚洲地区经济一体化进程，同时，也将促进并加强亚投行与亚洲开发银行和世界银行间的国际性合作，进一步体现丝路基金和政策性金融机构的政策引领作用。

图 32：我国主导成立的国际金融机构及国内政策性银行

金融机构	性质	定位
亚洲基础设施投资银行	区域多边开发机构	重点支持基础设施建设，旨在促进亚洲区域的建设互联互通化和经济一体化的进程，并且加强中国及其他亚洲国家和地区的合作。投资行业以能源、交通、城市发展为主。截止 2020 年末，亚投行已有 103 个成员国。
丝路基金	中长期开发投资基金	通过以股权为主的多种投融资方式，重点围绕“一带一路”建设推进与相关国家和地区的基础设施、资源开发、产能合作和金融合作等项目，确保中长期财务可持续和合理的投资回报
金砖国家开发银行	区域多边开发机构	由巴西、俄罗斯、印度、中国和南非共同发起，主要资助金砖国家以及其他发展中国家的基础设施建设，作为金砖成员国可能会获得优先贷款权。
中国进出口银行	政策性银行	
国家开发银行	政策性银行	
中国出口信用保险公司	政策性银行	

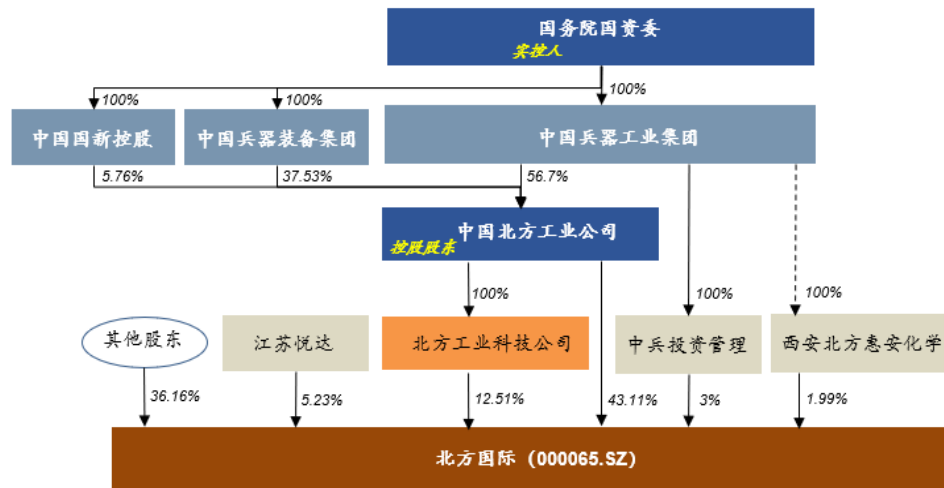
资料来源：亚投行官网，中国一带一路网，贸易投资网，丝路基金官网，创闻号，央视网，天风证券研究所

## 4. 国际工程板块代表公司

### 4.1. 北方国际：投资运营项目进入收获期，一体化转型有效果

北方国际为北方工业旗下唯一上市的民品国际化经营平台，国际工程承包为核心业务，持续推进投建营一体化、市场一体化转型。北方国际成立于 1986 年，1998 年深交所上市（000065.SZ）。公司直接控股股东为央企兵工集团、兵装集团等持有的北方工业集团，实控人为国资委（22q3 末间接持有北方国际股权比例为 60.6%）。北方国际现为北方工业旗下唯一上市的民品国际化经营平台，经过多年业务整合等，公司现阶段主要业务包括国际工程承包、国内建筑工程、货物贸易、物流服务、金属包装容器生产和销售等。其中核心业务为国际工程承包，业务涉及轨道交通、电力建设、矿产基础设施建设、石油基础设施建设、市政房建、农业民生工程等多个行业领域，以轨道交通、电力建设和矿产基础设施建设为优势业务。公司专注于国际市场的经营，多年来建立了遍布全球的营销网络，培育了强大的国际化经营能力和投融资能力，具有优秀的全球资源配置能力和项目管理能力，近年持续推进由国际工程承包向投建营一体化及市场一体化运作转型，国际工程板块逐步形成投建营一体化、市场一体化运作、EPC 工程三种业务模式并行的经营格局。公司投建营一体化项目包括克罗地亚风电项目、老挝南湃水电站 BOT 项目、孟加拉燃煤火电站项目，市场一体化项目包括蒙古矿山一体化项目、南非跨境物流项目，项目已陆续进入运营期。

图 33：北方国际股权结构（截止 2022/09/30）



注：虚线代表间接持股

资料来源：wind，天风证券研究所；

图 34：北方国际投建营一体化及市场一体化项目概况

项目名称	业务模式	运行状态	持股比例	主体	项目总投资	22h1 收入 (百万元)	22h1 净利润 (百万元)
克罗地亚风电项目	投建营一体化	2021/11 投入试运营	76%	ENERGIJA PROJEKTd.d.	17,916 万欧元	252.57	161.69
老挝南湃水电站 BOT 项目	投建营一体化	17h2 投入运营	85%	南湃电力有限公司	2.12 亿美元	132.08	0.74
孟加拉 1320MW 超超临界火电站项	投建营一体化	预计 2024 年投入运营	50%	孟加拉乡村电力-北方国际电力公司	253,934 万美元	-	-
蒙古矿山一体化项目	市场一体化	2020 年开始运行	100%	采矿服务 100%；物流运输 80%；通关仓储 60%；焦煤贸易环节 80% 采矿环节北山公司；物流运输 TTC&TLLC；通关仓储满都拉港务公司；焦煤贸易元北国际	-	390.28	0.15
南部非洲跨	市场一体	2019 年开	100%	北方非洲国际物流公	-	-	-

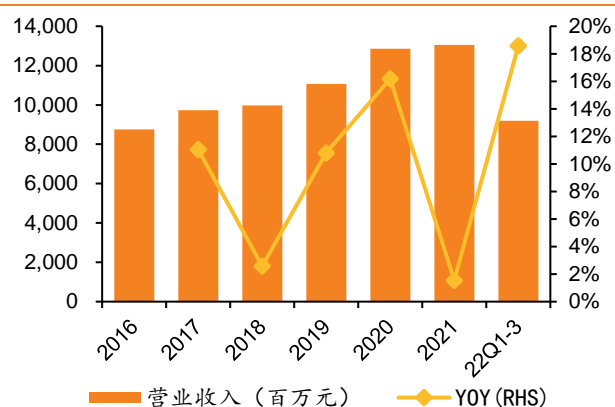
境物流项目 化 始运行 司

注：蒙古矿山一体化项目收入净利润为元北国际数据；南部非洲跨境物流项目由于营收占比较小，公告未单独披露财务数据；

资料来源：北方国际公告，天风证券研究所

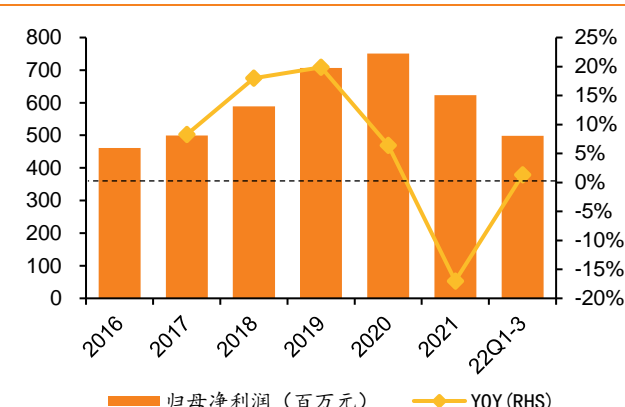
货物贸易与国际工程承包为主要收入来源，转型效果逐步显现，22q1-3 公司收入高增，利润增速回正。公司 21fy 及 22q1-3 收入分别为 130.5、91.9 亿元，yoy 分别+2%、+19%；归母净利润分别为 6.2、5.0 亿元，yoy 分别-17%、+1%，22h1 国外收入占比 51%。21fy 海外疫情与汇兑损失阶段性影响收入利润，22fy 影响边际减弱，同时效益较高的投建营一体化、市场一体化项目收入快速增长(22h1 货物贸易/货运代理/发电业务收入分别为 29.2/5.7/3.8 亿元，yoy 分别为 52%/76%/339%)，带动整体业绩实现高增。分业务来看，22h1 公司货物贸易/国际工程承包/金属包装容器/货运代理/国内建筑工程/发电收入/运营维护收入分别为 29.2/7.8/5.9/5.7/1.0/3.8/0.4 亿元，收入占比分别为 54.1%/ 14.5%/11.0%/10.6%/1.8%/7.1%/0.7%。转型成效逐步显现，国际工程承包带动的投建营一体化、市场一体化业务陆续投入运营，致货物贸易、发电业务收入占比提升，国际工程承包占比有所下降。22h1 公司综合毛利率 15.1%，货物贸易/国际工程承包/金属包装容器/货运代理发电收入毛利率分别为 8.7%/ 11.1%/ 13.4%/ 11.3%/ 75.1%。

图 35：北方国际近年营业收入及增速



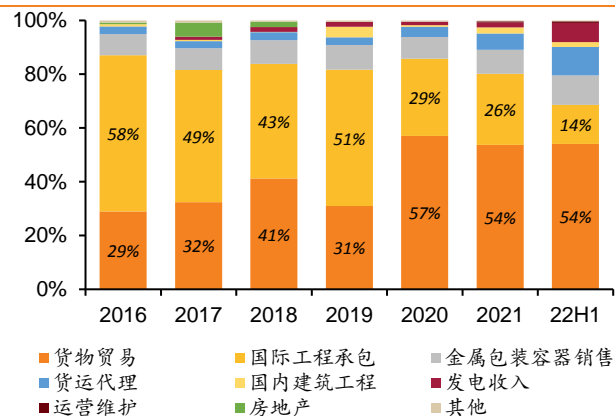
资料来源：北方国际公告，wind，天风证券研究所

图 36：北方国际近年归母净利润及增速



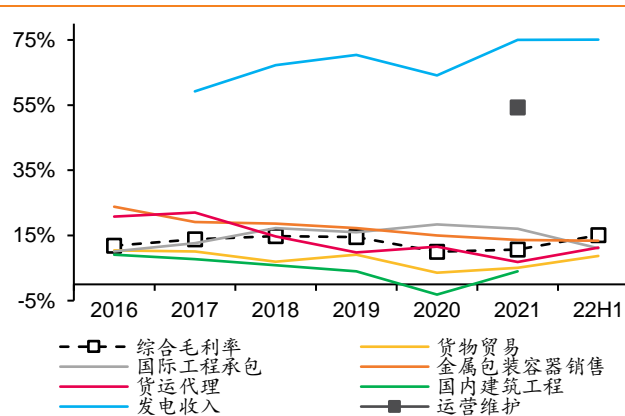
资料来源：北方国际公告，wind，天风证券研究所

图 37：北方国际近年分部业务收入结构变化



资料来源：北方国际公告，wind，天风证券研究所

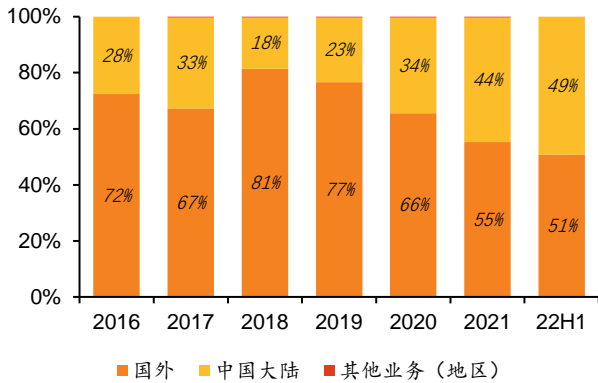
图 38：北方国际近年分部毛利率变化



资料来源：北方国际公告，wind，天风证券研究所

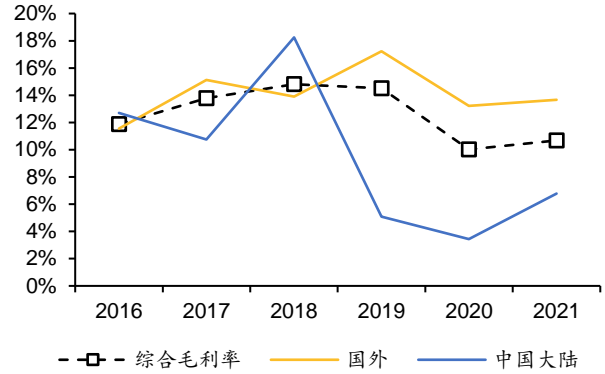


图 39：北方国际近年区域收入结构变化



资料来源：北方国际公告，wind，天风证券研究所

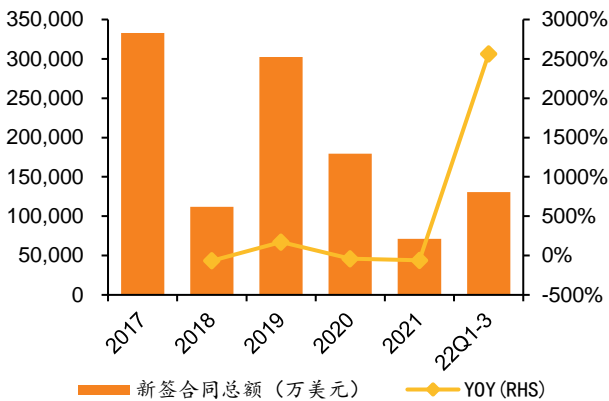
图 40：北方国际近年分区域毛利率变化



资料来源：北方国际公告，wind，天风证券研究所

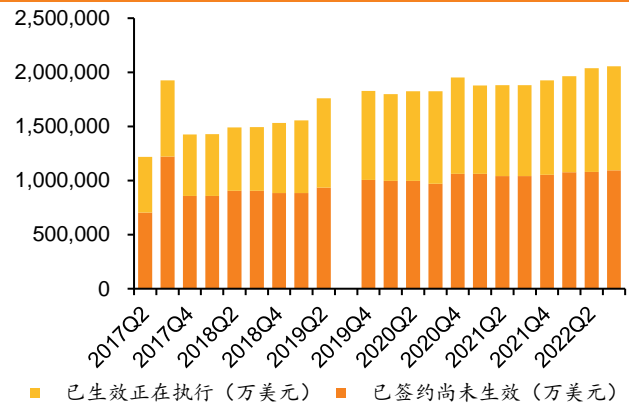
**22q1-3 工程新签已有较好恢复，其中有较多伊朗未生效订单，充足在手订单支撑收入增长前景。**公司工程业务 21fy 及 22q1-3 新签合同额分别为 7.1、13.1 亿美元，yoy 分别-60.4%、+2563.1%。20 年以来工程业务新签合同额同比下降，或受疫情影响影响较大，后续公司投建营一体化与市场一体化项目后续持续开拓或带动工程业务订单承接节奏，叠加疫情影响边际减弱，工程业务新签增速或逐步修复。22q1-3 公司累计未完工项目合同额 205.6 亿美元，其中已签约尚未生效、已生效正在执行合同额分别为 109.3、96.2 亿美元，以 2022/11/07 的汇率折算为人民币，分别为公司 21fy 收入的 6.1、5.3 倍。公司 21 年年报披露境外重大项目中，未生效伊朗项目 6 个，合计约 45.9 亿美元，占公司 21 年累计未生效合同额比例约 44%。在手订单充裕，受疫情扰动的订单转化节奏或逐步恢复，公司收入成长有坚实支撑。

图 41：北方国际近年新签合同额及增速



资料来源：北方国际公告，天风证券研究所

图 42：北方国际累计未完工项目合同额情况



注：2019Q3 未披露订单数据；

资料来源：北方国际公告，天风证券研究所

图 43：北方国际重大项目中未生效伊朗项目

项目名称	项目金额	业务模式	完工情况
伊朗阿瓦士轻轨一号线项目合同	4.76 亿美元	EPC	未生效
德黑兰地铁六号线项目合同	3.48 亿美元	EPC	未生效
伊朗德黑兰 1008 辆碳钢地铁车供货合同重大合同暨日常关联交易合同	112.17 亿人民币	采购供货	未生效
高乐巴哈-马什哈德电气化铁路项目合同	22.94 亿人民币	EPC	未生效
伊朗内政部 406 辆地铁车采购项目合同	4.95 亿欧元	采购供货	未生效
伊朗格什姆天然气转聚丙烯化工厂 EPCF 项目	101.3 亿人民币	EPC	未生效
合计	45.9 亿美元		

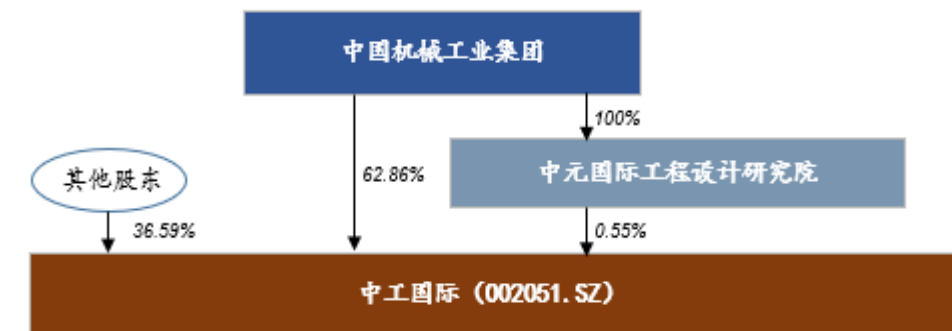
注：美元兑人民币汇率为 7.2292，欧元兑人民币汇率为 7.1766，数据截止 2022/11/07；

资料来源：北方国际 21 年年报，天风证券研究所

#### 4.2. 中工国际：平台型国际工程承包商，工程+投资+贸易三轮驱动

**央企国机集团控股，平台型国际工程承包商。**中工国际成立于 2001 年，2006 年深交所上市，目前控股股东为中国机械工业集团（22q3 未直接和间接持有公司股权比例为 63.4%）。公司业务包括设计咨询与工程承包、先进工程技术装备开发与应用、工程投资与运营三大业务板块，主营业务为国际工程承包，主要采取 EPC 模式。公司作为总承包商，在签订总承包合同后，对项目的设计、采购、施工、安装等环节进行分包，部分项目提供运营服务，公司主要负责项目管理和监理，不具体参与施工，具有轻资产特点。公司依托 70 余家驻外机构和高效快捷的国际营销网络，目前已完成上百个大型交钥匙工程和成套设备出口项目，业务涵盖工业、农业、水务、电力、交通、石化及矿业等工程领域。公司拥有主要经营性子公司 9 家，其中 8 家为高新技术企业。其中在设计咨询领域，中国中元（全资子公司）为全国综合实力最强的设计咨询单位之一，在医养建筑、民用建筑、工业建筑、能源环境、物流工程等领域拥有雄厚技术实力；在装备制造领域，北起院（全资子公司）是我国起重运输机械行业综合技术实力最强的企业之一，为我国物料搬运机械行业的技术进步发挥着重要引领作用，客运索道业务多年来在国内保持市场占有率第一，自动化物流仓储业务、环保起重机械业务的市场份额均名列前茅。

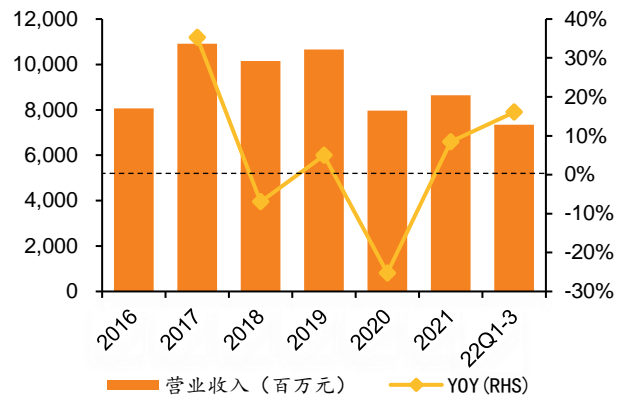
图 44：中工国际股权结构（截止 2022/09/30）



资料来源：wind，天风证券研究所

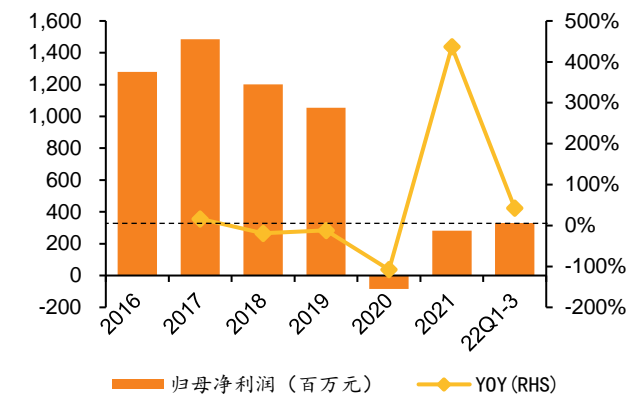
**国际工程承包合同生效加快，贸易服务转型提速，业绩开始反转。**公司 21fy 及 22q1-3 收入分别为 86.4、73.4 亿元，yoy 分别+8%、+16%；归母净利分别为 2.8、3.3 亿元，yoy 分别+437%、+42%，22h1 国外收入占比 52%。20fy 受疫情及国际形势影响，海外合同生效进度低于预期，同时汇兑损失较大，导致全年业绩亏损，21fy 整体影响边际减弱。分业务来看，国际工程业务自 20 年触底反弹，持续向好（22h1 国际工程承包业务生效合同额 11.6 亿美元，yoy+313%），贸易服务加快转型升级（22h1 国内外贸易收入 6.7 亿元，yoy+197%），带动整体收入利润快增。22h1 公司工程承包和成套设备/设计咨询/国内外贸易/机械研发与制造收入分别为 30.9/7.1/6.7/5.5 亿元，收入占比分别为 61.3%/ 14.1%/13.3%/10.9%。22h1 公司综合毛利率 15.7%，工程承包和成套设备/设计咨询/国内外贸易/机械研发与制造毛利率分别为 13.3%/ 30.4%/ 2.8%/ 22.9%。

图 45：中工国际近年营业收入及增速



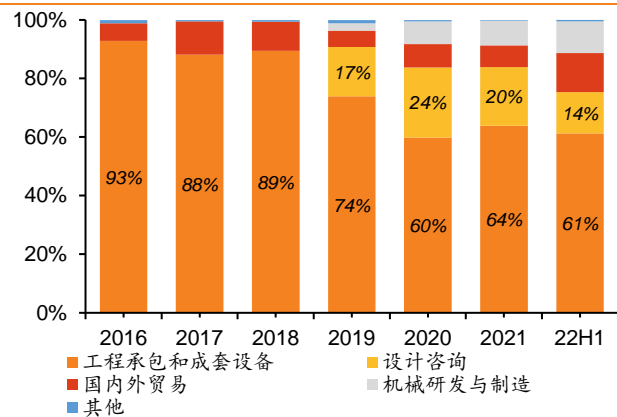
资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

图 46：中工国际近年归母净利润及增速



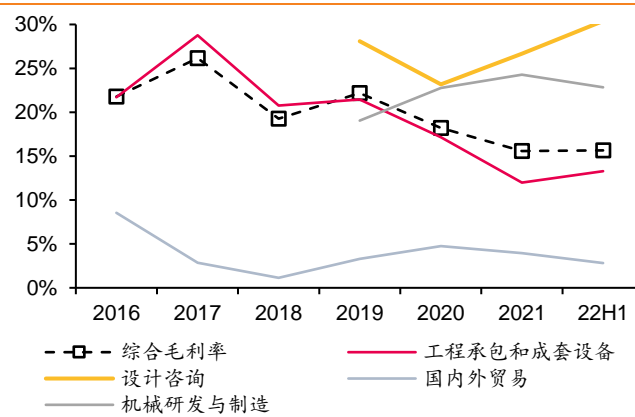
资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

图 47：中工国际近年分部业务收入结构变化



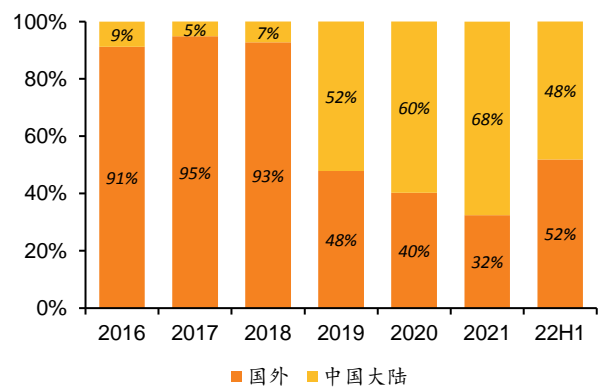
资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

图 48：中工国际近年分部毛利率变化



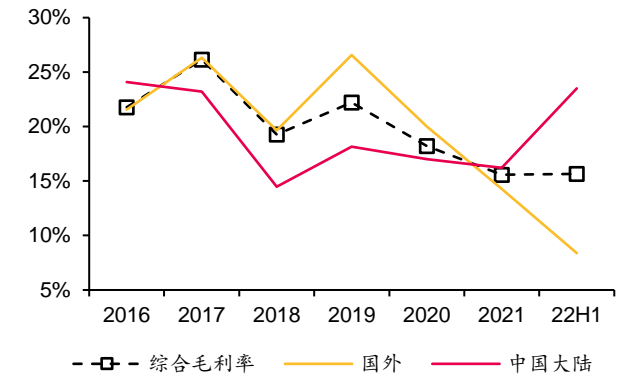
资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

图 49：中工国际近年区域收入结构变化



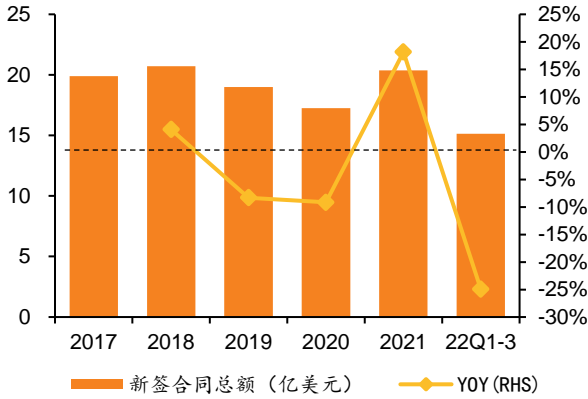
资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

图 50：中工国际近年分区域毛利率变化



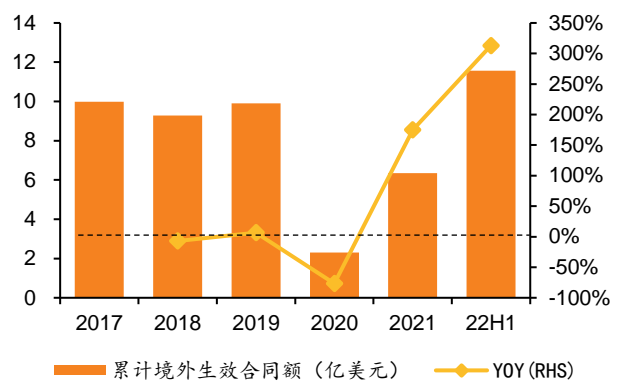
资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

图 51：中工国际近年新签合同额及增速



资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

图 52：中工国际累计境外生效合同额及增速

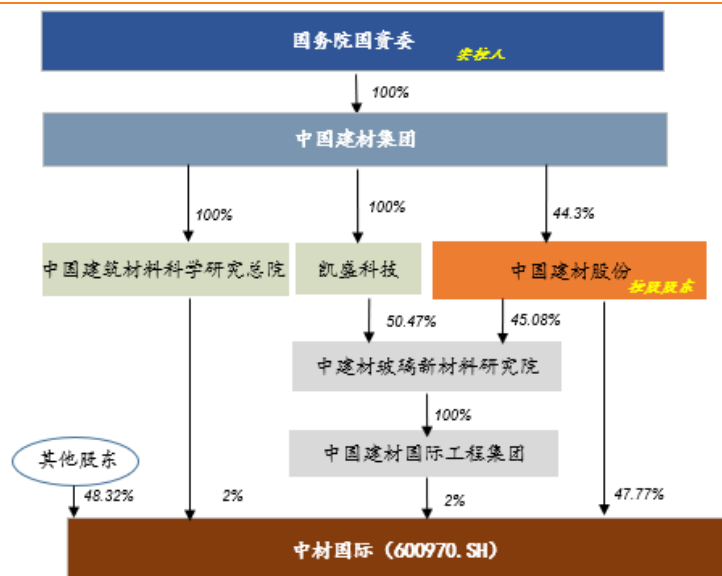


资料来源：中工国际公告，wind，天风证券研究所

### 4.3. 中材国际：全球水泥工程龙头，资产整合强化优势，运维优化商业模式

**全球水泥工程龙头，21 年整合部分中建材内部水泥工程资产。**中材国际成立于 2001 年，2005 年上交所上市，控股股东为央企中建材集团旗下中建材股份（22q3 末直接持有股权比例为 47.77%）公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，也是国际水泥技术装备工程市场少数具有完整产业链的企业之一，提供研发设计、装备制造、土建安装、矿山服务、生产运维等“一站式”系统集成服务。2021 年，公司完成了中国建材集团水泥矿山工程技术服务领域内的资产整合，公司实现控股北京凯盛、南京凯盛、中材矿山，创造了本业务规模最大的 A 股上市公司，进一步巩固了水泥工程全球第一的地位。2022/08/26，公司公告拟向中建材总院发行股份及支付现金购买其持有的合肥院 100% 股权，合肥院是中国建材行业重点科研院所和甲级设计单位，在水泥生产技术的研发应用、装备制造和技术服务领域享有盛誉，具备为不同规模的水泥生产线提供完整技术、装备和工程服务能力。本次并购或进一步解决同业竞争问题，为公司水泥工程与装备业务赋能，持续强化龙头优势。截至 22h1 末，公司累计在全球 84 个国家和地区承接了 288 条生产线，水泥技术装备与工程主业全球市场占有率连续 14 年保持世界第一。

图 53：中材国际股权结构（截止 2022/09/30）

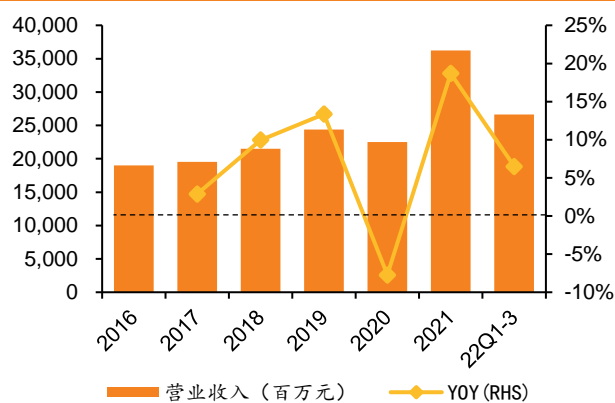


资料来源：wind，天风证券研究所

**工程优势持续强化，运维服务贡献持续提升优化商业模式。**公司 21fy 及 22q1-3 收入分别为 362.4、266.3 亿元，yoy 分别+18.7%、+6.5%；归母净利润分别为 18.1、15.6 亿元，yoy 分别+19.0%、+9.9%，22h1 国外收入占比 38%。21fy 公司并购的北京凯盛、南京凯盛、中材

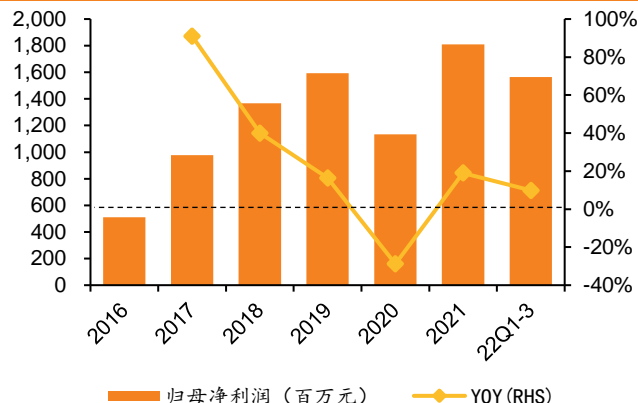
矿山完成资产过户和并表，收入利润快速增长。分业务来看，22h1 工程技术服务/运维服务/装备制造/环保分别收入 112.4/35.2/21.8/6.0 亿元，yoy 分别+14.7%/29.0%/6.5%/-40.3%。公司水泥和矿山工程优势地位进一步巩固，加快向运维服务商转型，同时积极拓展绿色环保和多元化工程业务。22q1-3 新签境内外水泥和矿山工程合同 132.0 亿元；新签运维服务合同 94.2 亿元，其中，新签矿山运维服务合同 58.6 亿元，yoy+40%，新签水泥运维服务合同 35.6 亿元，yoy+375%。

图 54：中材国际近年营业收入及增速



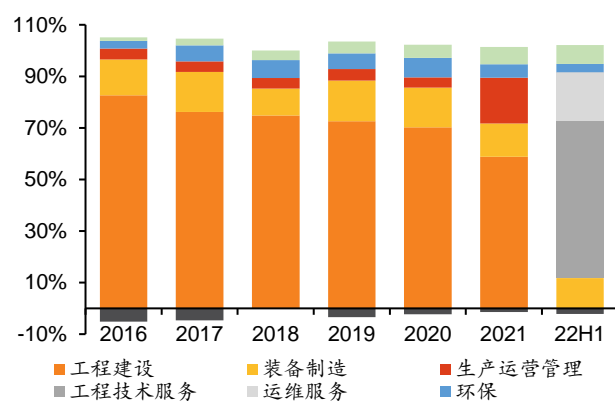
资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

图 55：中材国际近年归母净利润及增速



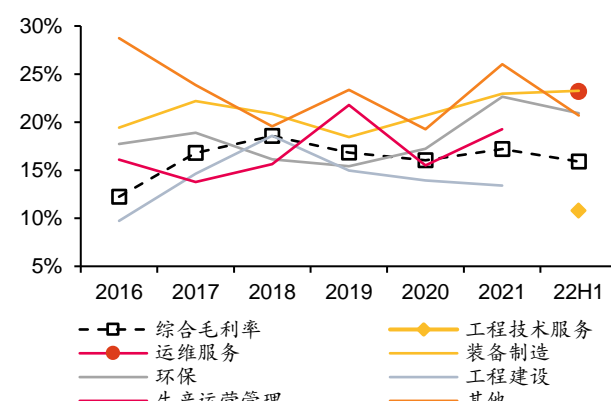
资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

图 56：中材国际近年分部业务收入结构变化



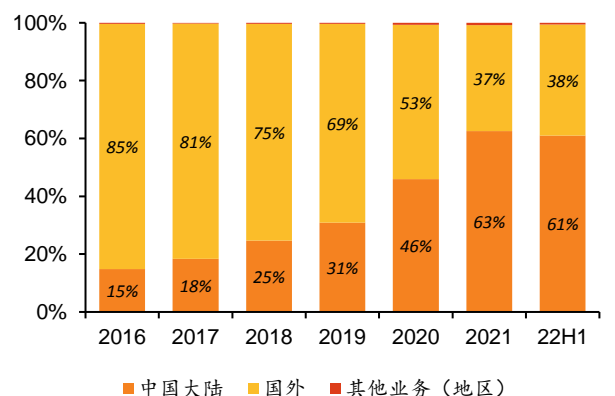
资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

图 57：中材国际近年分部毛利率变化



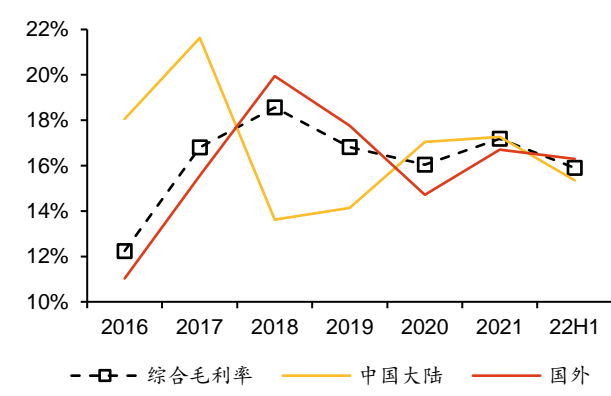
资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

图 58：中材国际近年区域收入结构变化



资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

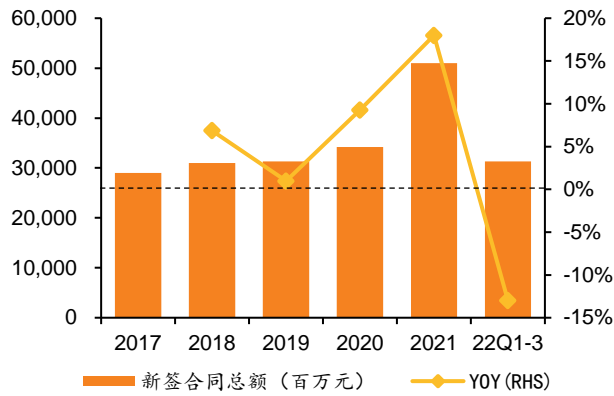
图 59：中材国际近年分区域毛利率变化



资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

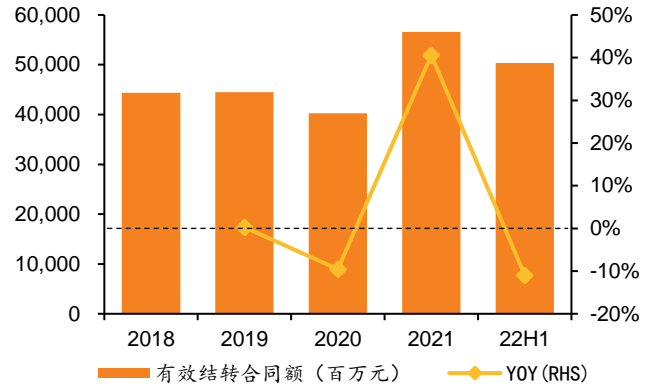


图 60：中材国际近年新签合同额及增速



资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

图 61：中材国际近年有效结转合同额及增速

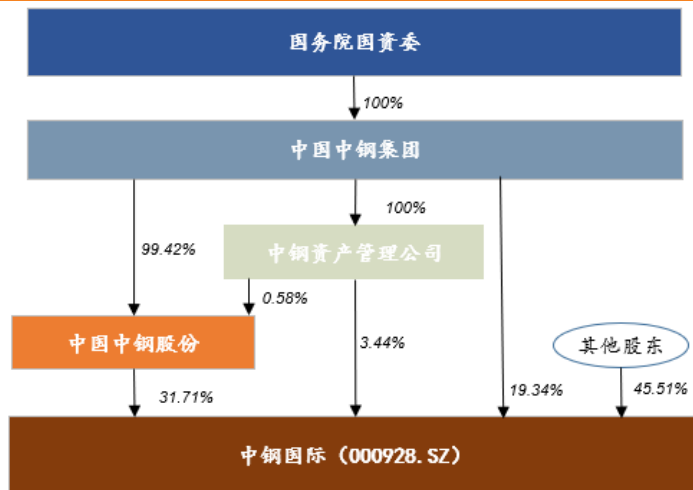


资料来源：中材国际公告，wind，天风证券研究所

#### 4.4. 中钢国际：国际知名冶金工程服务商，多元布局有成效

中钢国际聚焦钢铁行业工业工程与技术服务，节能环保、安全防护、智能制造等领域进行多元化拓展。中钢国际为国内外领先的工业工程技术与服务上市公司，成立于 1999 年，并于同年在深交所上市。公司控股股东为中钢集团，实控人为国资委（22q3 末中钢集团直接及间接持股比例为 54.49%）。公司业务布局主要分为工业工程技术与服务、节能环保、安全防护、智能制造四个方向，主营业务是钢铁行业工业工程与技术服务。业务遍布全球 40 多个国家，旗下有近 30 个分子公司、投资企业及海外机构。其中，全资子公司中钢设备是国际知名的工程技术公司，具备钢铁联合企业全流程工程总承包能力，业务以冶金为核心，成功延伸至矿业、煤焦化工、电力、节能环保等领域。

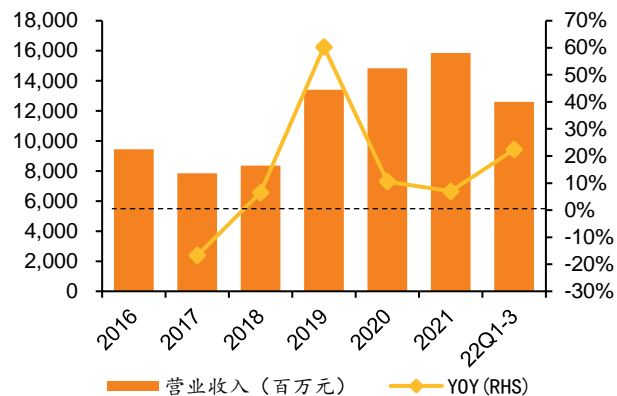
图 62：中钢国际股权结构（截止 2022/09/30）



资料来源：wind，天风证券研究所

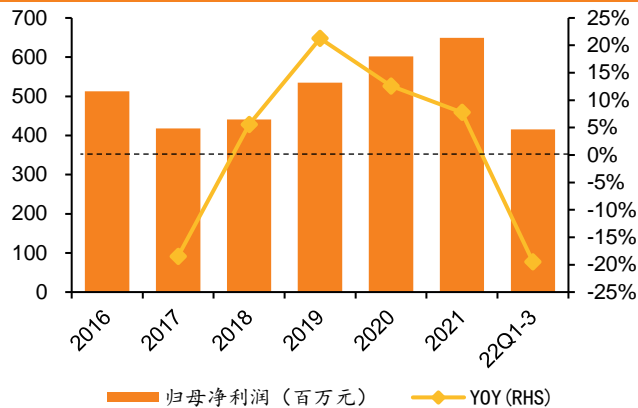
22h1 国外收入大幅提升，成本费用高涨致业绩延续承压。公司 21fy 及 22q1-3 收入分别为 158.6、126.1 亿元，yoy 分别+7%、+22%；归母净利润分别为 6.5、4.2 亿元，yoy 分别+8%、-19%。22h1 国外收入大幅提升，yoy+184%至 15.8 亿元，收入占比 21%。分业务来看，22h1 工程结算/国内外贸易/服务收入分别为 71.7/3.1/1.5 亿元，yoy 分别为 17.6%/26.1%/8.8%。因疫情影响导致人工成本、海运费持续上涨，同时原材料价格升高，21fy 公司综合毛利率 yoy-2.7pct 至 8.3%，工程结算/国内外贸易/服务毛利率分别为 7.4%/14.2%/37.4%，yoy 分别 -3.0/+3.1/-4.4pct。22q1-3 公司新签合同额 140.7 亿元，yoy-24.3%，累计未完工合同额 1164.7 亿元，约为 21fy 公司收入的 7 倍。

图 63：中钢国际近年营业收入及增速



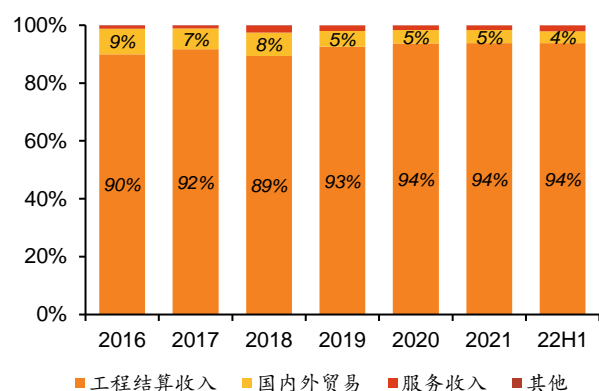
资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

图 64：中钢国际近年归母净利润及增速



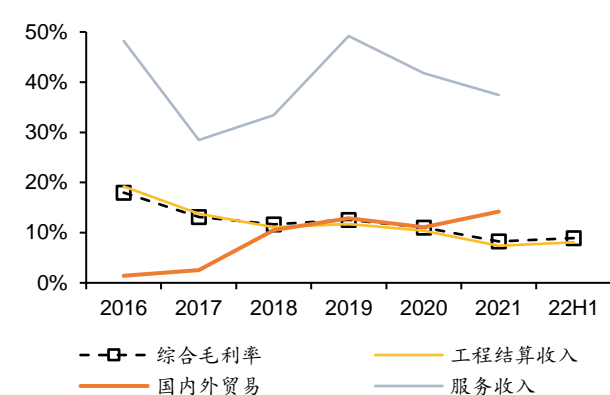
资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

图 65：中钢国际近年分部业务收入结构变化



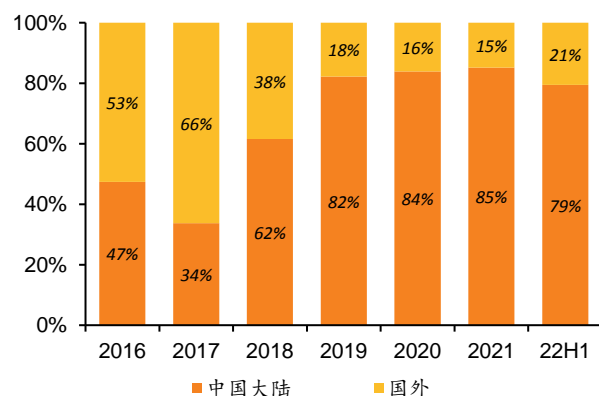
资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

图 66：中钢国际近年分部收入毛利率变化



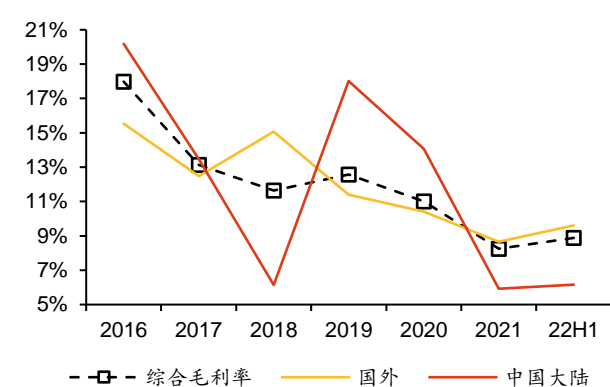
资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

图 67：中钢国际近年区域收入结构变化



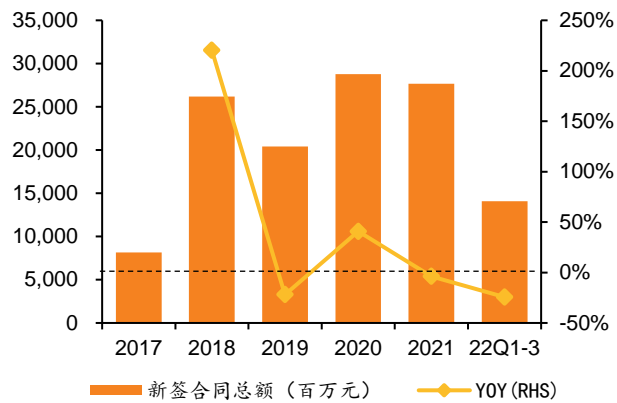
资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

图 68：中钢国际近年分区域毛利率变化



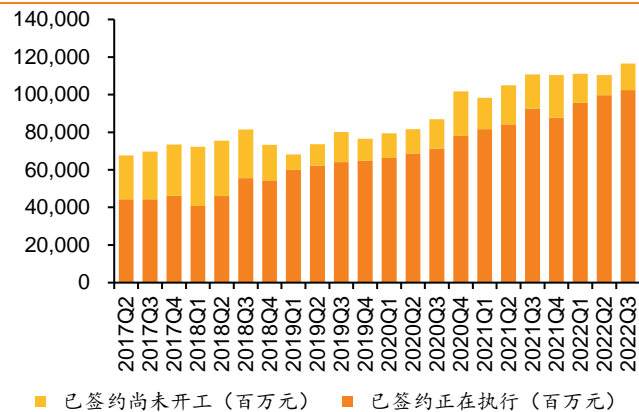
资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

图 69：中钢国际近年新签合同额及增速



资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

图 70：中钢国际近年累计未完工项目合同额情况



资料来源：中钢国际公告，wind，天风证券研究所

## 5. 结论及投资建议

### 国际工程板块复盘

13/09 “一带一路”倡议提出以来，国际工程板块大致有三轮明显行情，与“一带一路”标志性事件有较明显关系。1) 2013/09 首次提出一带一路持续至 2015 年中，持续 22 月，期间板块较沪深 300 超额收益 107%，行情伴随着 15h1 牛市落幕告一段落；2) 2016 年 8 月至 2017 年 5 月，持续 10 月，期间板块较沪深 300 超额收益 25%，行情启动标志事件为 16/08 召开的推进“一带一路”建设工作座谈会，结束标志事件为首届“一带一路”国际合作高峰论坛；3) 2019 年 2 月到 2019 年 4 月，持续 3 月，期间板块较沪深 300 超额收益 19%，此轮行情持续时间及板块上涨空间都有明显减弱，行情结束标志事件为 2019/04 末的第二届“一带一路”国际合作高峰论坛。

### 国际工程近年发展如何？近年承压，新能源、投建营为新引擎

国际工程发展经历 2001-2012 年高速发展，目前进入转型升级期，项目模式从 EPC 到 EPC+F，再到 EPC+F+O&M，并进入“投建营”阶段。我国对外承包工程增速 20 年步入下行通道，近年疫情及严峻的国际形势下面临空前压力。21 年及 22M1-9 对外承包工程新签合同额分别为 2,585、1,471 亿美元，yoy 分别为 1%、-8%；完成营业额分别为 1,549、1,070 亿美元，yoy 分别为-1%、-0%。亚非洲为我国对外承包工程主要市场（21 年新签及收入占比均 80%左右），交通、电力和房建传统三大领域占比超 60%，近年增长主要由新能源、投建营项目驱动。“一带一路”建设为我国对外直接投资主要流向，占同期投资总额比例由 16 年 9%提升至 22M1-9 为 18%。“一带一路”新签及收入在对外承包工程中维持 50%以上占比，21 年及 22M1-9“一带一路”承包工程新签合同额分别为 1,340、767 亿美元，yoy 分别为-5%、-5%。

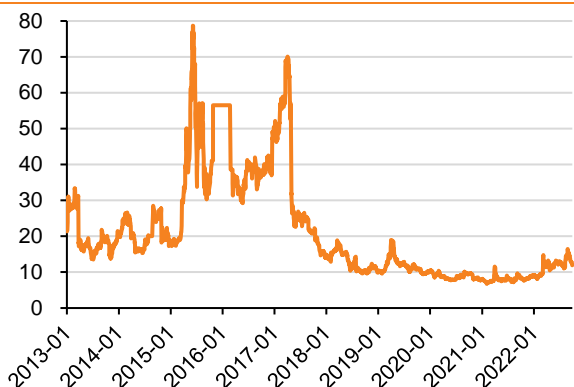
### 国际工程未来期待什么？“一带一路”需求复苏，国际工程企业技术/资金竞争力提升

需求角度，1) 各国经济缓慢复苏，发展基础设施为重要政策工具。22 年已有超 30 个国家出台基建支持政策，10 余个国际组织发起基建投资倡议，或为基建提供强动力，国际基建领域或实现恢复式增长；2) “一带一路”国家基础设施复苏趋势加强，基建发展指数由 21 年 113 上升至 22 年 114，其中东南亚地区持续领跑；3) “一带一路”基建绿色和数字化转型提速，新能源、新基建需求释放，交通和能源基础设施成为新的增长点。

供给角度，1) 我国工程承包企业国际认可度提升，多领域技术具备强竞争力。我国上榜 ENR 国际工程承包商 250 强榜单企业数稳步提升，2022 年度上榜 79 家企业海外收入 yoy+5%至 1,130 亿美元，显著高于榜单企业增速-5%，体现国际承包企业较强的市场竞争力（铁路、公路、港口、水电、火电、特高压、5G 等基建领域具备较大优势）；2) 国际工程中，投资作用逐渐增强，国际基建融资难题突出，我国主导设立国际多边金融机构（亚投行、丝路基金、金砖国家开发银行等）、国内政策性银行及商业银行，为企业提供金融支持，或有利于项目有序推进。

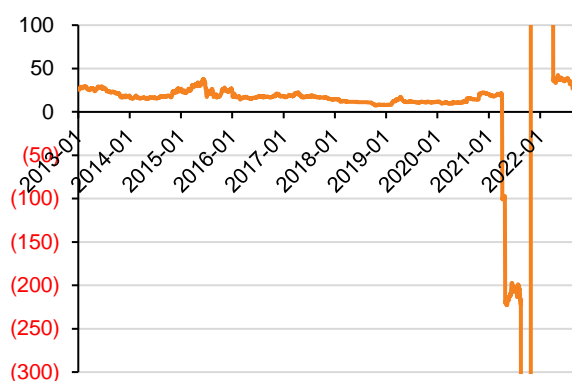
**国际基建复苏，板块基本面向上，重视“一带一路”新机遇，建议关注国际工程公司及传统建筑央企。**国际工程板块主要公司估值处于历史偏底部位置，基本面稳步向上。“一带一路”沿线国家基础设施建设景气度逐步回升，国际工程企业海外生效订单增速有所修复，同时企业由传统 EPC 业务模式向投建营转型升级，或打造新的增长点。同时建议重视潜在“一带一路”事件性催化。建议重点关注国际工程“四小龙”北方国际、中工国际、中材国际、中钢国际，同时我们亦建议重点关注拥有悠久国际工程市场耕耘历史、且有重要影响力的传统建筑央企，包括中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中国电建、中国能建、中国化学。

图 71：北方国际近年 pe\_ttm



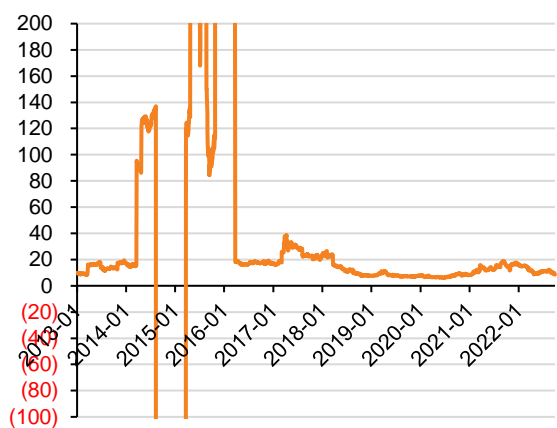
资料来源：wind，天风证券研究所

图 72：中工国际近年 pe\_ttm



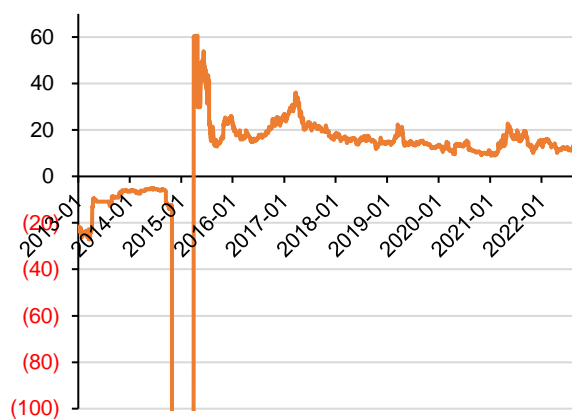
资料来源：wind，天风证券研究所

图 73：中材国际近年 pe\_ttm



资料来源：wind，天风证券研究所

图 74：中钢国际近年 pe\_ttm



资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

**国际宏观环境恶化风险：**国际工程海外业务受国际宏观形势影响较大，目前国际政治、经济、安全形势不容乐观，若国际宏观环境进一步恶化，或对国际工程企业海外业务拓展与执行造成较大困难，影响板块企业经营情况。

**政策支持力度不及预期：**各国对基础设施建设的支持政策为国际工程发展的强动力，同时国际工程承包企业普遍面临融资瓶颈，若基建、金融相关支持政策不及预期，或影响国际工程行业前景判断。

**汇率波动风险：**国际工程承包企业海外业务基本以外币进行结算，若汇率大幅波动，或对企业收益造成较大影响。



## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com