

# 建筑装饰

证券研究报告

2024年02月26日

## 海外基建市场能否成为国内建筑企业的增长核心？

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

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001  
wangtaoa@tfzq.com

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

任嘉禹

联系人

renjiayu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业深度研究:出海系列报告之二:建筑行业出海动向及展望》2024-02-25
- 《建筑装饰-行业研究周报:重点推荐高股息+出海逻辑,关注超跌优质小盘股》2024-02-25
- 《建筑装饰-行业研究周报:择优央企经营改善,房企“白名单”利好产业链条修复》2024-02-18

### 24 年美联储或进入降息通道, 新兴市场投资有望提速

新兴市场国家央行政策利率与美元利率变动呈现出较强的相关性, 降息或带动相关国家和地区投资提速。若 24 年美联储开启降息周期, 则我们预计或有望推动世界主要国家的央行同步下调利率, 资金回流或有望带动新兴市场的国家和地区投资提速。从产业链角度, 中国制造业产业链正在全球范围内加速转移。一方面, 随着中国产业结构的不断升级, 国内低端制造业产业链逐渐向东南亚、印度以及墨西哥等劳动力成本更低的国家进行转移, 另一方面, 在中美贸易摩擦和发达国家“再工业化”政策的影响下, 以美国、日本和欧盟各国为首的传统发达国家制定了大量的优惠政策, 中国高端制造业产业链出现了向发达国家的回流现象。

### 对外工程承包稳步增长, 关注东南亚、非洲等基建市场加速扩容

2023 年我国对外承包工程业务完成营业额 11338.8 亿元, 同比+8.8% (以美元计 1609.1 亿美元, 同比+3.8%), 新签合同额 18639.2 亿元, 同比+9.5% (以美元计 2645.1 亿美元, 同比+4.5%)。从区域来看, 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。东南亚是我国在亚洲对外工程承包的业务核心, 2021 年我国在亚洲的对外工程承包营业额中有 38%来自东南亚, 其中又主要集中在马来西亚、印尼、泰国、菲律宾、越南、新加坡等 6 个国家。

1) **印尼:** 跨群岛公路和铁路项目将推动印尼基础设施建设持续增长, 未来 5 年用于基建投资的投入或达 4120 亿美元。

2) **越南:** 预计至 2023 年全国高速公路将达到 2079 公里, 至 2025 年该数字为 3000 公里, 至 2030 年为 5000 公里, 对应 2021-2025 年投资 144 亿美元, 2026-2030 年投资 162 亿美元。

3) **新加坡:** 新加坡建设局预计 24 年建筑合同金额大约为 320-380 亿新元 (约合 237-281 亿美元), 且 25-28 年均有望保持与 24 年相当的需求水平。预计未来五年内建设 20 万套公共住房, 到 2028 年, 新加坡的公共住房总数将达到 140 万套, 占总住房数的 80%以上。

4) **泰国:** 泰国政府计划在 2025 年底前向约 150 个交通项目投资 6520 亿泰铢 (约合 184 亿美元), 预计未来 10 年用于基础设施建设的政府投资不少于 5 万亿泰铢, 年均投资不少于 5000 亿泰铢 (折合年均投资约 139 亿美元)。

我们认为东南亚地区仍具备较好的基建投资市场空间, 或给中国建筑企业出海带来一定的业绩及收入弹性。2022 年中国企业在东南亚六国的工程承包新签合同规模合计达 486.1 亿美元, 营业收入达 260 亿美元。我们预计随着中国对外投资提速, 建筑企业走出去步伐也有望加快。

### 发展中国家基建市场竞争激烈, 中国建筑企业优势明显

分区域看, 欧美发达国家市场的国际化程度更高, 主要参与者为 VINCI 等老牌建筑龙头, 中国企业海外业务优势区域主要集中在亚洲、非洲、和中东市场, ENR 全球前 250 国际承包商榜单中, 中国企业在非洲、亚洲和中东市场业务份额保持领先, 分别达到 63%、54.2%和 35.6%。竞争格局角度, 新兴发展中国家建筑市场竞争格局仍较为分散, 仍有较多的本土企业参与竞争。预计后续有望凭借龙头优势提高在当地的市占率。

### 投资建议: 关注出海对建筑公司的业绩及估值弹性

1) 从海外收入占比的角度来看, 重点关注海外收入占比较高、且有望充分受益于海外基建市场扩容的国际工程类公司的业绩弹性, 如北方国际、中材国际、中钢国际等, 建议关注中工国际。2) 从估值及催化角度, 建议关注大船出海模式的央企低估值蓝筹, 如中国交建、中国铁建、中国建筑等。

**风险提示:** 海外市场增长不及预期, 政策变更风险, 汇兑风险, 海外竞争格局恶化。

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2024-02-23	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601668.SH	中国建筑	5.49	买入	1.22	1.29	1.40	1.55	4.50	4.26	3.92	3.54
601390.SH	中国中铁	6.43	买入	1.26	1.43	1.61	1.80	5.10	4.50	3.99	3.57
601186.SH	中国铁建	8.75	买入	1.96	2.14	2.35	2.62	4.46	4.09	3.72	3.34
601868.SH	中国能建	2.17	买入	0.19	0.18	0.21	0.24	11.42	12.06	10.33	9.04
601669.SH	中国电建	5.12	买入	0.66	0.77	0.89	1.02	7.76	6.65	5.75	5.02
601117.SH	中国化学	6.97	买入	0.89	0.98	1.16	1.39	7.83	7.11	6.01	5.01
601800.SH	中国交建	8.69	买入	1.17	1.30	1.44	1.61	7.43	6.68	6.03	5.40
601618.SH	中国中冶	3.33	买入	0.50	0.58	0.67	0.78	6.66	5.74	4.97	4.27
600970.SH	中材国际	11.28	买入	0.83	0.94	1.10	1.27	13.59	12.00	10.25	8.88
000065.SZ	北方国际	11.07	买入	0.63	0.87	1.05	1.27	17.57	12.72	10.54	8.72
000928.SZ	中钢国际	6.46	买入	0.44	0.55	0.62	0.71	14.68	11.75	10.42	9.10
605598.SH	上海港湾	18.45	买入	0.64	0.88	1.27	1.79	28.83	20.97	14.53	10.31

资料来源: Wind, 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 海外需求有望迎来上升阶段 .....	4
1.1. 发达经济体或进入降息通道, 利好发展中国家投资提速 .....	4
1.2. 产业链转移驱动, 各国对基建投资的重视程度上升 .....	6
2. 竞争格局: 东南亚、非洲、中东市场仍有增长潜力 .....	16
3. 核心结论: 关注国际工程公司出海业绩弹性 .....	19
4. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 美国核心 CPI 同比变动、失业率及联邦基金目标利率情况 .....	4
图 2: 东南亚部分国家央行政策利率 (%) .....	5
图 3: 非洲及中东地区部分国家央行政策利率 (%) .....	5
图 4: 南美洲部分国家央行政策利率 (%) .....	5
图 5: 欧元区央行政策利率 (%) .....	5
图 6: 2000-2022 年中国及其他国家占美国进口份额比重 .....	6
图 7: 2000-2022 年代表性发达国家从中国进口占其总进口份额比重 .....	7
图 8: 我国对外承包工程新签合同额及增速 .....	7
图 9: 我国对外承包工程完成营业额及增速 .....	7
图 10: 近年我国对外承包工程新签合同额洲别分布结构 .....	8
图 11: 近年我国对外承包工程完成营业额洲别分布结构 .....	8
图 12: 2021 年我国对外承包工程新签合同额行业分布结构 .....	8
图 13: 2021 年我国对外承包工程完成营业额行业分布结构 .....	8
图 14: 2005-2021 年东南亚国家占我国亚洲对外工程承包营业额比重 .....	9
图 15: 2000-2022 年部分东南亚国家 GDP 不变价同比增速 .....	9
图 16: 2000-2021 年部分东南亚国家中央政府债务总额占 GDP 比重 (%) .....	10

图 17: 2014-2023 年印尼政府基建投资预算 .....	11
图 18: 2004-2020 年印尼建筑竣工产值 (亿美元) .....	11
图 19: 2004-2020 年印尼建筑分类别产值 (亿美元) .....	11
图 20: 2023 年新加坡建筑合同分类别情况 (亿美元) .....	12
图 21: 2024 年新加坡建筑合同分类别预测情况均值 (亿美元) .....	12
图 22: 2022 年中国企业在东南亚六国对外工程承包新签合同及营业收入 .....	14
图 23: 2016-2023 年沙特政府基建运输支出与预算 (亿美元) .....	15
图 24: ENR 全球最大 250 家国际承包商上榜企业数量 .....	16
图 25: ENR 全球最大 250 家国际承包商国际业务收入及占比 .....	16
图 26: ENR 前十名国际承包商海外业务营收及占比 .....	16
图 27: 2022 年全球分区域国际工程市场份额 .....	17
图 28: 2013-2018 年中国对外援助资金分布情况 .....	18
图 29: 近年公司主要业务新签占比变化 .....	21
图 30: 近年公司国内外收入占比变化 .....	21
图 31: 2018-2023H1 主营收入业务拆分 .....	22
图 32: 2018-2023H1 主营收入业务拆分 .....	22
图 33: 2018-2023H1 上海港湾分地区营收情况 .....	22
图 34: 2018-2023H1 上海港湾境外地区营收情况 .....	22
表 1: 美联储历次降息背景 .....	4
表 2: 不同国家央行政策利率相关性分析 .....	5
表 3: 2017 年印尼路网情况统计 .....	10
表 4: 越南公路投资规划 .....	11
表 5: 新加坡建筑合同金额及预测情况 .....	12
表 6: 2023 年泰国交通基础设施建设投资规划 .....	13
表 7: 部分东南亚国家参与竞争的建筑企业 .....	17
表 8: 建筑企业海外业务收入占比 .....	19
表 9: 北方国际业务结构及概况 .....	20

## 1. 海外需求有望迎来上升阶段

### 1.1. 发达经济体或进入降息通道，利好发展中国家投资提速

美联储自 1954 年起经历了 13 次完整的加息周期，历次加息对美国产出水平、通货膨胀、金融市场和汇率产生了深入影响，并且对新兴市场国家外汇市场、金融市场和产出水平带来较强的溢出效应。据中国社科院世界经济与政治研究所杨子荣统计，自 1980 年以来，美联储先后经历了六轮完整的货币政策周期，4 次是预防式降息，2 次是纾困式降息。预防式降息的主要背景是通胀比较稳定，失业率也处于阶段性低位，但存在潜在的经济衰退风险。从美国历史上六次首次降息的时间来看，首次降息时美国的失业率水平大致回落到 3-7% 的区间范围内，而核心 CPI 同比变动水平在 2-5% 左右。

表 1: 美联储历次降息背景

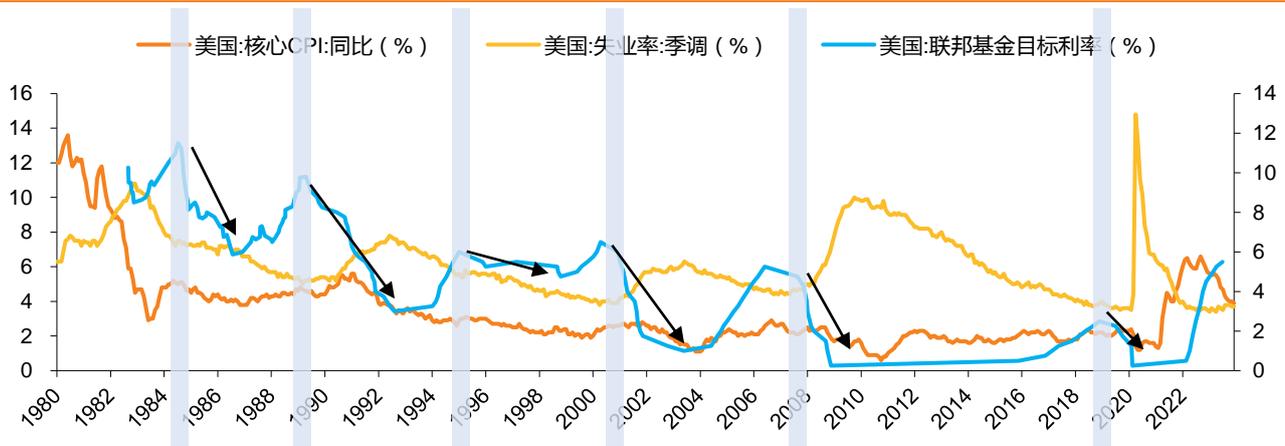
首次降息时间	失业率	核心 CPI 同比	降息背景	经济衰退起始时间	降息类型
1984.9	7.30%	5.10%	通胀稳定，预防衰退	未衰退	预防式
1989.6	5.30%	4.50%	通胀稳定，预防衰退	1990.8	预防式
1995.7	5.70%	3.00%	通胀稳定，预防衰退	未衰退	预防式
2001.1	4.20%	2.60%	互联网泡沫危机	2001.4	纾困式
2007.9	4.70%	2.10%	次贷危机	2008.1	纾困式
2019.8	3.70%	2.40%	通胀稳定，预防衰退	2020.3	预防式

资料来源：美联储，美国劳工部，社科院世经政所全球战略智库公众号，天风证券研究所

注：没有考虑美联储在 1987 年 11 月和 1998 年 9 月的暂时性降息。

**锚定美国失业率及核心 CPI 涨幅，24 年美联储或进入降息通道。**2022 年 3 月 17 日，美联储加息 25 个基点，开启新一轮加息周期，最新一轮加息周期带动了资金从新兴市场向成熟市场的回流，同时也推高了世界整体的利率水平。至 23 年 7 月 27 日，美国联邦基金目标利率达 5.5%。之后美国失业率及核心 CPI 同比变动水平均逐步回落，至 23 年 12 月，美国核心 CPI 同比涨幅已回落至 3.9%，失业率为 3.7%。24 年 2 月美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5% 不变，不会在通胀接近 2% 的信心增强之前降息，但同时美联储暗示对降息持开放态度。美国经济金融基本面决定了 2024 年美联储会延缓降息时间并降低降息幅度，采用预防性降息方式应该是大概率事件。

图 1: 美国核心 CPI 同比变动、失业率及联邦基金目标利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：东南亚部分国家央行政策利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：非洲及中东地区部分国家央行政策利率（%）



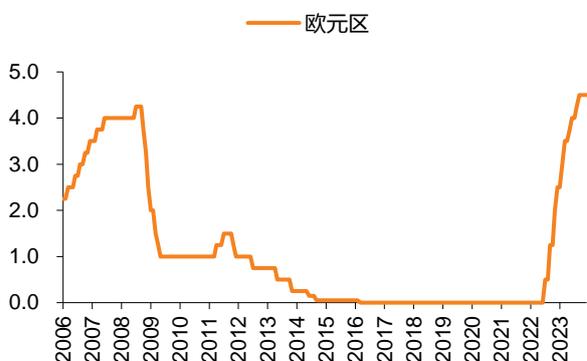
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：南美洲部分国家央行政策利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：欧元区央行政策利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

新兴市场国家央行政策利率与美元利率变动呈现出较强的相关性，美联储降息或带动相关国家和地区投资提速。考虑到美元在世界贸易和货币结算中的主导地位，美联储加息后美元利率上升，从而提高了在美国投资的吸引力。在这个情况下，全球资本开始流入美国，以寻求更高的回报率。这种资本流向的转变对发展中国家和新兴市场构成挑战，因为它可能导致这些国家的资金流出，从而对它们的货币价值和经济稳定性产生负面影响。无论是经济发展水平较为成熟的欧元区，还是东南亚、南美、中东、非洲等新兴市场国家，其央行利率与美元利率变动的走势均保持了基本一致，呈现高度相关性。若 24 年美联储开启降息周期，则我们预计或有望推动世界主要国家的央行同步下调利率，资金回流或有望带动新兴市场的国家和地区投资提速。

表 2：不同国家央行政策利率相关性分析

相关系数	美国	欧元区	墨西哥	秘鲁	智利	巴西	泰国	印尼	马来西亚	菲律宾	南非	沙特
美国	1.0											
欧元区	0.7	1.0										
墨西哥	0.8	0.6	1.0									
秘鲁	0.5	0.6	0.6	1.0								
智利	0.6	0.6	0.6	0.9	1.0							
巴西	0.4	0.5	0.2	0.7	0.6	1.0						
泰国	0.5	0.7	0.2	0.5	0.4	0.5	1.0					
印尼	0.4	0.6	0.0	0.3	0.2	0.6	0.8	1.0				
马来西亚	0.4	0.4	0.2	0.5	0.3	0.5	0.7	0.6	1.0			

菲律宾	0.8	0.8	0.5	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.6	1.0		
南非	0.5	0.8	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	1.0	
沙特	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6	0.9	0.8	1.0

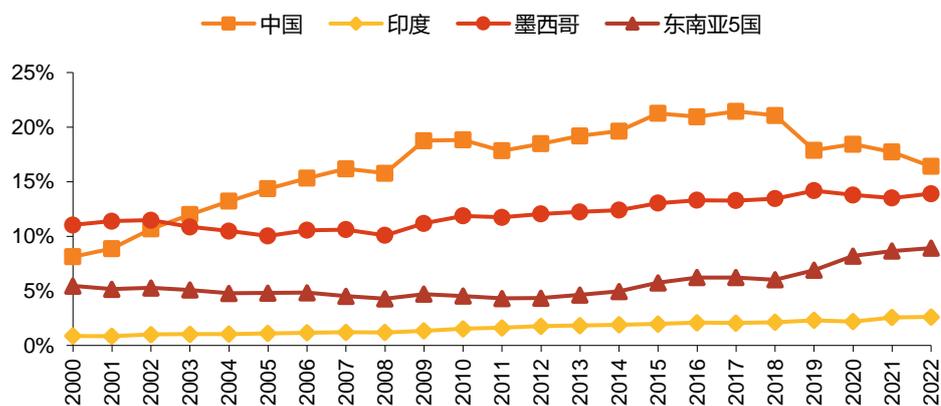
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 产业链转移驱动，各国对基建投资的重视程度上升

中国制造业产业链正在全球范围内加速转移。从历史上看，我国自改革开放以后，凭借着劳动力成本和人口优势，逐步实现了产业结构不断升级。随着全球化进一步深入发展、国际分工格局重构和地缘政治经济格局持续变化，全球掀起了新一轮产业转移浪潮，中国成为全球产业转移中的重要节点。特别是在中美经贸摩擦叠加国内要素成本上升、中国产业结构进入调整升级期的背景下，中国制造业产业链的对外转移已经成为值得注意的明显趋势。从产业链转移的驱动特征来看，主要包括以下四个方面：一是成本驱动型的中低端劳动密集型加工环节加速转移，二是税收敏感型的电子制造业低端组装环节逐步转移，三是市场扩张型的科技制造产业链加快“溢出”，四是自贸协定推动型的产业与配套产业链的陆续转移。

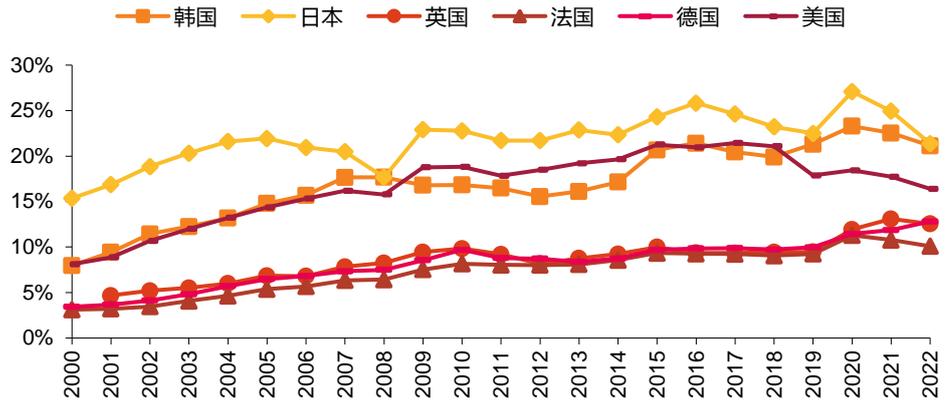
发达国家进口份额的变化可以一定程度上表征产业链转移的趋势。一方面，伴随着中国“人口红利”的消失和劳动力成本的上涨，国内低端制造业产业链逐渐向东南亚、印度以及墨西哥等劳动力成本更低的国家进行转移，尤其是 2018 年后，产业链的转移趋势越来越明显，以美国进口份额的比重为例，2017-2022 年，来自中国进口份额的占比由高点的 21.4% 逐步下降至 16.4%，而来自东南亚 5 国（印尼、菲律宾、马来西亚、泰国、越南）的进口份额则由 6.2% 提升至 8.9%；另一方面，在中美贸易摩擦和发达国家“再工业化”政策的影响下，为了促进本国制造业的发展以及吸引海外制造业的回流，以美国、日本和欧盟各国为首的传统发达国家制定了大量的优惠政策，中国高端制造业产业链出现了向发达国家的回流现象。

图 6：2000-2022 年中国及其他国家占美国进口份额比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

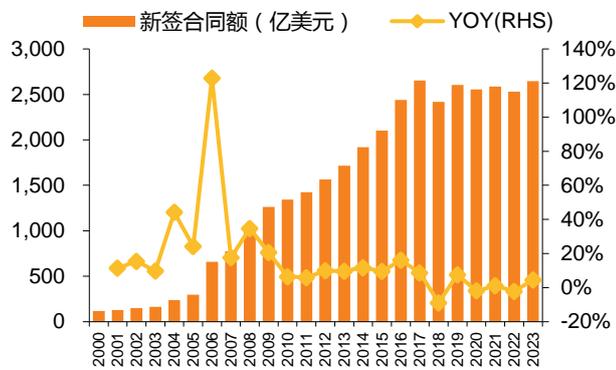
图 7：2000-2022 年代表性发达国家从中国进口占其总进口份额比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

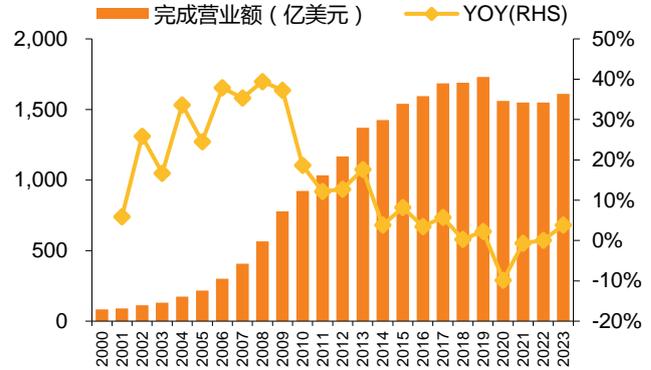
从市场规模来看，我国对外承包工程新签及营业额近年有所承压，我们认为或与我国承包商更加侧重于国内市场有关。我国对外承包工程业务规模于 2000-2009 年期间持续较快增长，新签合同额及完成营业额复合增速分别+30.2%、+28.0%。2010 年后增速明显放缓，2018 年大多数国家经济增速回落，国际贸易增速放缓、国际直接投资活动低迷、全球债务水平持续提高和金融市场动荡等多因素影响下，对外承包工程新签合同额及完成营业额增速在 2017 年较高基数基础上首次探底，经历 2019 年短暂修复后，2020 年以后在疫情冲击下再次步入下行通道。2023 年，我国对外承包工程业务完成营业额 11338.8 亿元人民币，同比+8.8%（以美元计为 1609.1 亿美元，同比+3.8%），新签合同额 18639.2 亿元人民币，同比+9.5%（以美元计为 2645.1 亿美元，同比+4.5%）。

图 8：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)，Wind，天风证券研究所

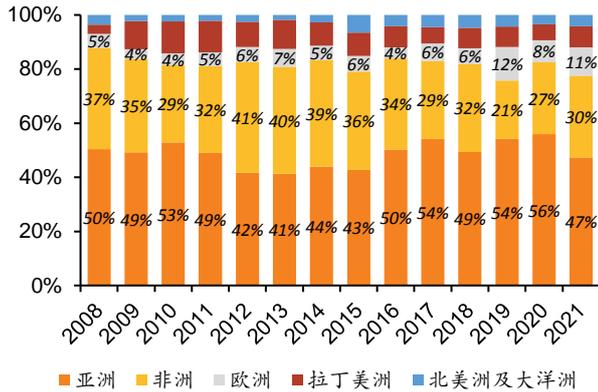
图 9：我国对外承包工程完成营业额及增速



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)，Wind，天风证券研究所

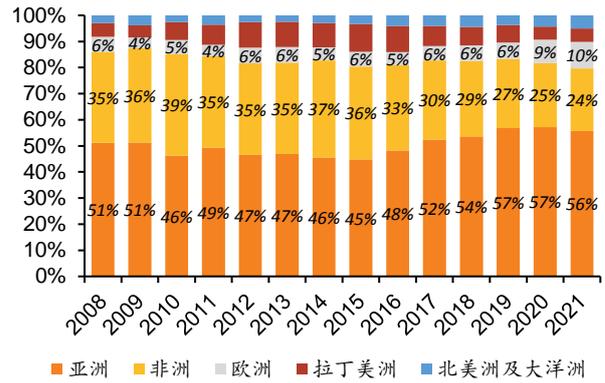
亚非市场贡献新签及收入占国际工程市场比例 80%左右，新能源与投建营项目近年增长较快。从中国对外承包工程市场分布来看，2023 年 1-11 月，中国对外承包工程业务主要集中在亚洲和非洲市场。从新签合同额的市场分布来看，亚洲市场占当年新签合同总额的 50.4%，非洲 32.2%，拉丁美洲 8.4%，欧洲 5%，大洋洲 3.4%，北美洲 0.6%。其中，新签合同额增量主要来自非洲市场和北美洲市场，两个市场新签合同额同比分别+7.8%、+37.5%。从完成营业额的市场分布看，亚洲市场占当年完成营业额的 53.1%，非洲市场占 23.7%，欧洲市场占 10.4%，拉丁美洲市场占 8.2%，大洋洲市场占 3.9%，北美洲市场占 0.7%。其中，只有非洲市场的完成营业额较上年有所下降，其他市场均有不同程度增长，北美洲和拉丁美洲分别同比增长 14.1%和 11.8%。

图 10：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明统计》（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

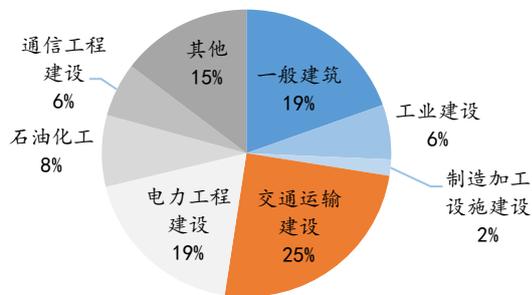
图 11：近年我国对外承包工程完成营业额洲别分布结构



资料来源：《我国对外承包工程业务简明统计》（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

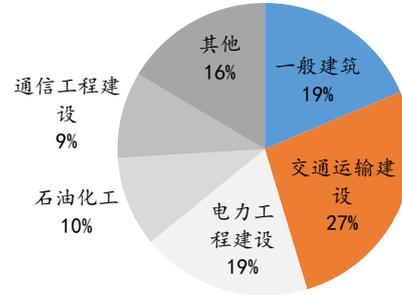
交通、电力和房建（一般建筑）为我国对外承包工程传统三大领域，占比 60%以上。近年来，中国对外承包工程业务领域呈多元化发展趋势。交通运输、一般建筑、电力工程和石油化工依然是中国对外承包工程的重点领域。2023 年 1-11 月，交通运输新签合同额占新签合同总额的 23.4%，一般建筑占 22.3%，电力工程占 16.5%，石油化工占 8.3%。完成营业额也呈相似的分布，上述四大领域完成营业额分别占完成营业总额的 26.7%、18.7%、13.6%和 12.3%。从当年业绩变化情况来看，2023 年 1-11 月，中国企业在制造加工设施建设、电力工程、水利建设领域的合同额业绩增速较快，同比分别增长 36.2%、15.3%和 10.2%；在废水（物）处理、制造加工设施建设、石油化工和工业建设的完成额业绩增速较快，同比分别增长 32.7%、29.6%、17.4%和 16.4%。

图 12：2021 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

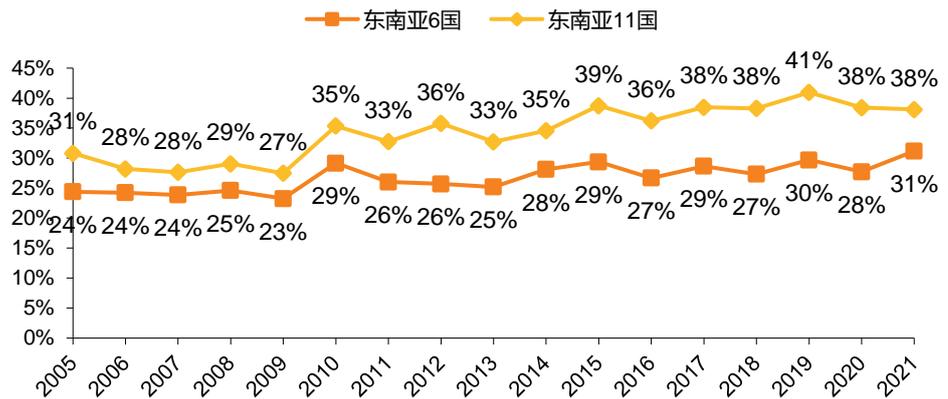
图 13：2021 年我国对外承包工程完成营业额行业分布结构



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

东南亚是我国海外工程项目的核心来源之一。从我国历年对外工程承包营业额来看，东南亚是我国在亚洲对外工程承包的业务核心，2021 年我国在亚洲的对外工程承包营业额为 863 亿元，其中有 38%来自东南亚。其中营业额又主要集中在马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、越南、新加坡等 6 个国家，2021 年来自上述 6 国的对外工程承包营业额占整个亚洲工程承包营业额的比重为 31%。

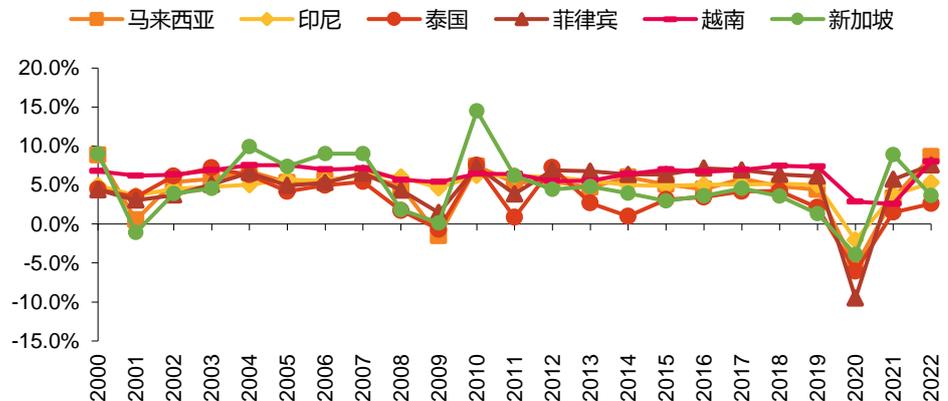
图 14：2005-2021 年东南亚国家占我国亚洲对外工程承包营业额比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

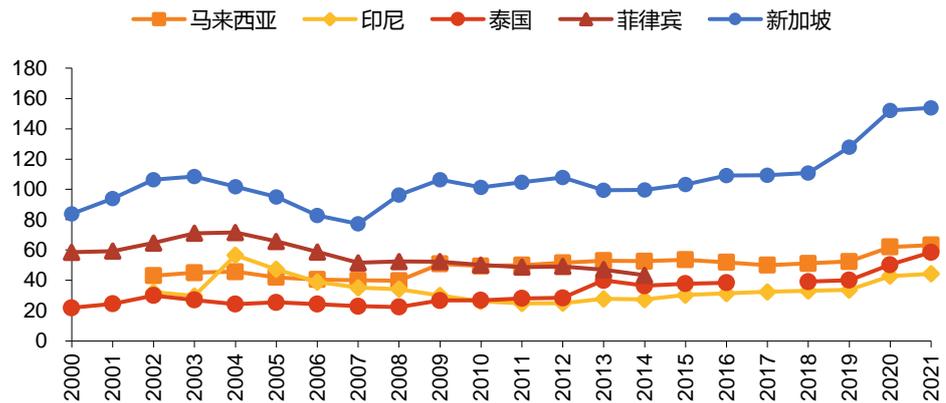
马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、越南、新加坡不仅是东盟经济的引擎，也是我国投身海外基础设施建设的重要市场。2022 年，上述 6 个国家 GDP 不变价同比增速分别为 8.7%、5.3%、2.6%、7.6%、8.0%、3.6%。从政府负债率的角度来看，近年来东南亚国家中央政府债务占 GDP 比重有所提升，除新加坡债务率较高，2020 年之后超过 150%，其余发展中国家债务率总体仍维持在 65%以内，低于世界平均水平（22 年世界公共债务余额占 GDP 比重为 92%）。据《联合早报》中文版 21 年 9 月 30 日报道，东南亚未来 10 年的基础设施投资需要 2 万亿美元的融资以朝可持续发展转型，涵盖可再生能源发电、电网、建筑和交通等领域。随着政府持续发展基础设施建设、吸引外资以促进经济复苏，我们预计基建投资将成为东南亚地区重要的增长抓手。

图 15：2000-2022 年部分东南亚国家 GDP 不变价同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2000-2021 年部分东南亚国家中央政府债务总额占 GDP 比重 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

**印尼：路网质量和长度与经济发展速度不匹配，基础设施总体仍较为落后。**从路网长度来看，截至 2017 年，印尼路网总长度约为 53 万公里，其中 80.5% 的公路为区级，10.5% 的道路为省级，而国道占比仅 8.8%，高速路长度仅 1475 公里，占比仅 0.2%，占路网总长度 9% 的国道+高速公路承载了将近 40% 的交通量。从路网质量来看，由中央政府管理的国道和高速公路状况普遍较好，90% 以上的公路已经完成铺筑且路况良好，而国道以下的各级道路中，占比最多的区级公路只有 60% 完成了路面铺设，并且有 43% 的公路路况较差。从现实需求来看，2012-2017 年，印尼全国道路运输需求每年增长 8.7%，达到每年 1349 亿公里，超过了同期平均每年 5.3% 的 GDP 增长率。

表 3：2017 年印尼路网情况统计

	公路长度 (公里)	长度占比	完成铺筑路面占比	路况良好占比	路况较差占比
国道	47017.3	8.80%	96%	92%	8%
省道	55841.3	10.50%	79%	68%	32%
区级公路	428786.3	80.50%	60%	57%	43%
高速公路	1475	0.20%	100%	100%	0%
合计/平均	533119.9	100%	65%	62%	38%

资料来源：世界银行《Indonesia Public Expenditure Review: Spending for Better Results》，天风证券研究所

**跨群岛公路和铁路项目将推动印尼基础设施建设持续增长，未来 5 年用于基建投资的投入或达 4120 亿美元。**2022 年 1 月，印度尼西亚国会通过法案，将首都从雅加达迁至东加里曼丹省，迁都计划的预算约为 320 亿美元（约合人民币 2033 亿元）。佐科总统在连任后提出了新的发展计划，准备升级和扩大印尼的基础设施建设，包括港口、公路、水坝和发电厂等。印尼政府表示会继续落实“区域综合经济走廊”规划以及“全球海洋支点”战略，同时也会积极响应“一带一路”倡议。未来五年，印尼政府用于基础设施建设的投入预计会高达 4120 亿美元，包括本届政府宣布的迁都计划。

1) **公路**：在印尼政府确定的 245 个国家战略项目中有 97 个与公路和铁路基础设施相关，大多数项目仍处于建设或规划阶段。佐科总统批准了雅加达地区合计 571 万亿印尼卢比（约 400 亿美元）的项目，旨在改善公共交通和水利基础设施。

2) **铁路**：铁路建设在印尼交通基础设施领域位居第二，中国和日本企业在铁路项目中占主导地位，如使用中国资金、由中资企业承建的雅万高铁项目，极大改善了内陆货物运输、城际客运铁路和城市交通。

3) **机场**：政府计划扩展现有机场设施并建造更多新机场来应对不断增长的航空运输需求，包括计划新建南万丹机场和扩建雅加达苏加诺-哈达国际机场等。

4) **港口**：为提高港口的效率和竞争力，实现佐科政府的目标，印尼政府需要耗资约 554 亿美元开发 24 个商业海港和 1000 多个国内港口，并为海上航运采购所需船只。

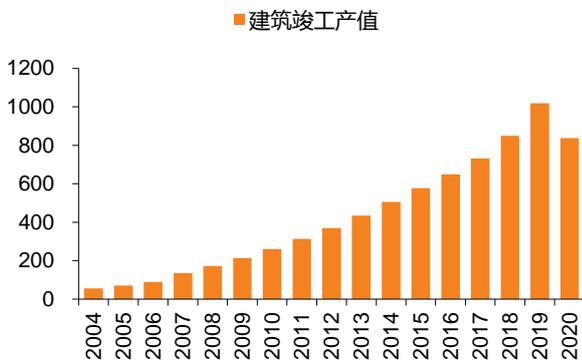
图 17：2014-2023 年印尼政府基建投资预算



资料来源：Statista, 天风证券研究所

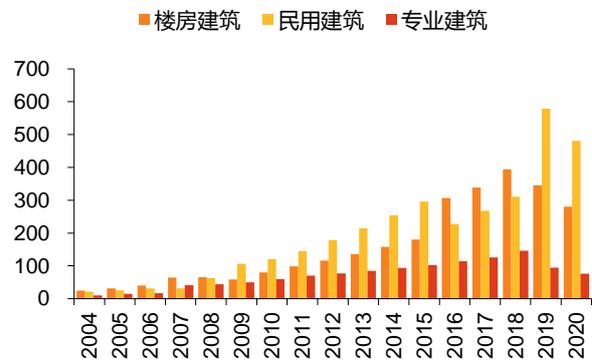
**房屋建筑领域将成为印尼基建行业的亮点之一。**住宅和非住宅建筑领域的增长均依赖于基础设施的强劲增长，因为新建公路、铁路、发电厂和供水系统将对雅加达等主要城市及欠发达农村地区的住宅开发、商业和工业发展至关重要。印尼将首都迁至东加里曼丹的计划可以刺激当地的经济增长，同时也带动房地产相关行业，创造更多项目机会，为整个基建行业的增长提供助力。未来居民和企业的需求将产生足够的用户费用来实现目前收费公路、公共交通、电力和水利设施等领域开展 PPP 合作的财务可行性。尽管雅加达、万隆和泗水等主要城市的房地产价格不断下跌，但考虑到年轻人口比例和不断上升的城市化率，印尼的住宅建筑基本需求依然强劲。据印尼房地产开发商协会的数据，虽然目前的住房库存约为 20 万套，但每年新增的住房需求高达 80 万套。

图 18：2004-2020 年印尼建筑竣工产值 (亿美元)



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 19：2004-2020 年印尼建筑分类别产值 (亿美元)



资料来源：Wind, 天风证券研究所

**越南：基建投资持续加码。**据越南交通运输部的报告显示，截至 2021 年，越南全国高速公路里程达到 1163 公里，预计至 2023 年全国高速公路里程将达到 2079 公里，至 2025 年该数字为 3000 公里，至 2030 年为 5000 公里。越南交通运输部同时提出高速公路投资资金需求计算，2021-2030 年投资总额约为 306 亿美元，其中 2021-2025 年投资 144 亿美元，2026-2030 年投资 162 亿美元。根据越南发布的《2021-2030 年铁路网规划及至 2050 年远景规划》，未来 10 年铁路领域基础设施所需投资高达 240 万亿越盾(约合 105 亿美元)，其中中央财政预算出资 80%，剩下的 20%将以公私合作模式 (PPP) 筹集。

表 4：越南公路投资规划

单位：万亿越南盾	投资预算	国家财政预算	预算外资金
2021-2025	350.9	219.5	131.4
2026-2030	395.7	209.2	186.5
合计	746.6	428.7	317.9
单位：亿美元			

2021-2025	144.0	90.1	53.9
2026-2030	162.4	85.8	76.5
合计	306.4	175.9	130.5

资料来源：越通社，天风证券研究所

**新加坡：公共住房的供应规模有望持续扩大，中长期整体建筑市场需求保持较好增长。**新加坡的公共住房由建屋局（HDB）管理，通常被称为“组屋”。除公共住房以外，还包括部分中高档公寓、别墅为主的私人住宅，其中公共住宅占比达 80%。受益于政府公共住房的大规模供应，新加坡住房自有率高达 90.2%，约 82%的人口住进了政府建造的组屋。2023 年 4 月新加坡启动全面改革公共住房制度新加坡计划，预计在未来五年内，建设 20 万套公共住房，其中 15 万套为组屋（HDB），5 万套为组屋执行共管公寓（EC）。到 2028 年，新加坡的公共住房总数将达到 140 万套，占总住房数的 80%以上。

**从建筑合同金额来看：**根据新加坡建设局（BCA）数据显示，2023 年该局批准的建筑合同总额为 338 亿新元（约合 250 亿美元），由于投标价格上涨，几个私人住宅项目的建设授权加快以及建屋发展局（HDB）的公共住房项目增加，实际合同额超过了 23 年初 BCA 预计的合同金额（年初预计为 270-320 亿新元）。其中公共建筑合同约为 144 亿美元，私人建筑合同为 106 亿美元。新加坡建设局预计 24 年建筑合同金额大约为 320-380 亿新元（约合 237-281 亿美元），且 25-28 年均有望保持与 24 年相当的需求水平。

表 5：新加坡建筑合同金额及预测情况

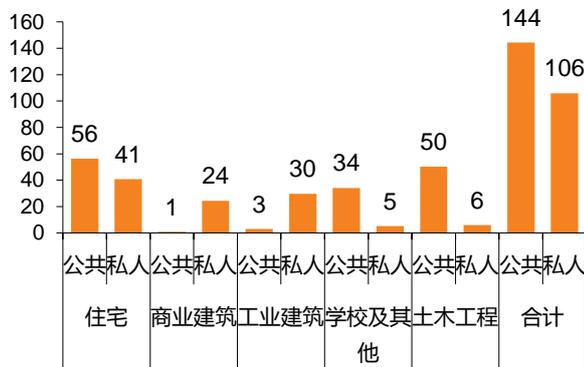
亿新加坡元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	25-28E
公共建筑	190.3	132	181.6	179	195	180-210	190-230
私人建筑	145	81	117.8	119	143	140-170	120-150
合计	335.2	213	299.4	298	338	320-380	310-380

亿美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	25-28E
公共建筑	140.8	97.7	134.4	132.5	144.3	133-155	141-170
私人建筑	107.3	59.9	87.2	88.1	105.8	104-126	89-111
合计	248.0	157.6	221.6	220.5	250.1	237-281	229-281

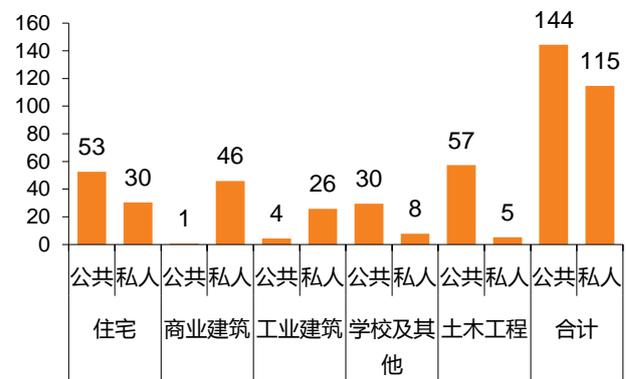
资料来源：新加坡建设局官网，天风证券研究所

图 20：2023 年新加坡建筑合同分类别情况（亿美元）



资料来源：新加坡建设局，天风证券研究所

图 21：2024 年新加坡建筑合同分类别预测情况均值（亿美元）



资料来源：新加坡建设局，天风证券研究所

注：平均值按照新加坡建设局预测的上限和下限计算

**泰国：预计未来 10 年基建投资不少于 5 万亿泰铢，折合年均投资不少于 139 亿美元。**泰国的建筑投资中，政府项目占据半壁江山，占泰国建筑投资总额的 60%。公路、铁路、水运和航空等交通基础设施建设的政府投资，是推动泰国经济增长和国家发展的重要引擎之一。泰国交通部 2023 年基础设施建设计划推进 170 个项目，涉及投资总额 2.7 万亿泰铢，

2023 年度投资额 1,242 亿泰铢，其中公路、铁路和城市轨道交通、水运、航空分别计划投资 310、831、29、72 亿泰铢。

泰国交通部长素里亚表示，泰国政府计划在 2025 年年底前向约 150 个交通项目投资 6520 亿泰铢（约合 184 亿美元），以改善该国的基础设施。投资项目包括新建高速公路和扩建现有高速公路网络。约 64 个项目将于 2024 年启动，31 个项目正在筹备中。22 年底泰国财长阿空表示，将全面推进基建投资，预计未来 10 年用于基础设施建设的政府投资不少于 5 万亿铢，年均投资不少于 5000 亿泰铢（折合年均投资约 139 亿美元）。

表 6：2023 年泰国交通基础设施建设投资规划

类型	内容
投资金额及项目数	泰国交通部 2023 年基础设施建设计划推进 170 个项目，涉及投资总额 2.7 万亿泰铢，其中，在建项目 115 个，投资总额 2.62 万亿泰铢；新开工项目 51 个，投资总额 1,247 亿泰铢。
资金来源	投资资金来源分为贷款 49%，财政预算 28%，其他 11%，政府与私营企业合作(PPP) 7%，国有企业运营收入 5%。
2023 年投资规划	2023 年度投资额 1,242 亿泰铢，分为公路项目投资额 310 亿泰铢，铁路和城市轨道交通项目 831 亿泰铢，水运项目 29 亿泰铢，航空项目 72 亿泰铢。

资料来源：中国国际贸易促进委员会官网，天风证券研究所

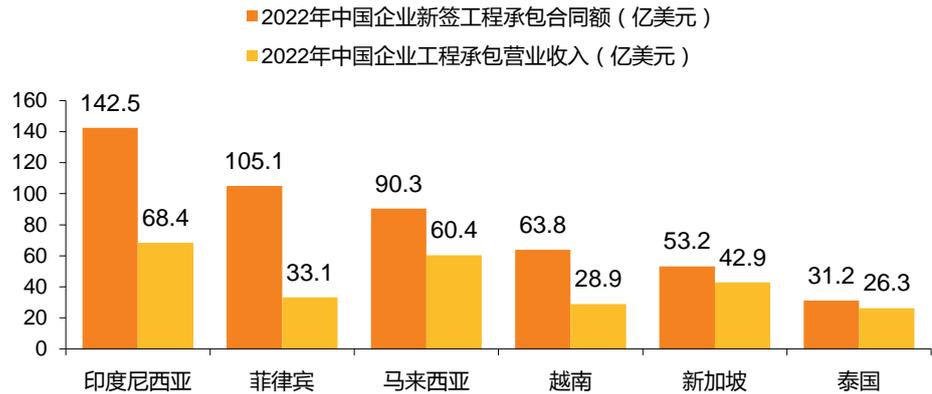
**菲律宾：**与其他老东盟成员相比，菲律宾的基础设施比较落后，但近年来，菲律宾对基础设施的投入不断加大。前总统阿基诺执政期间，提倡通过公私伙伴关系（PPP）项目，吸引私人投资，改善基础设施。根据 Fitch Solutions 数据库，菲律宾基础设施项目主要集中于路桥基础设施，占比约 59.51%，其次是能源基础设施领域，占比约 17.14%。从参与国家来看，菲律宾基础设施建设以本土企业为主，外资企业参与均需要与本土企业合作，因此本地企业占比较高，其他主要参与国家有中国、西班牙、日本、挪威等。

菲律宾政府重视基础设施建设，2017 年杜特尔特总统提出“大建特建”计划，计划在 6 年内投资 8.4 万亿比索（约合 1.16 万亿人民币），在全国进行大规模的基础设施建设，涵盖道路、桥梁、机场、铁路、港口、防洪设施等各个领域。同时菲律宾“大建特建”规划还同共建“一带一路”倡议深入对接，促成了一大批旗舰项目落地。2017-2021 年，菲律宾每年的公共基础设施支出占 GDP 的比重在 4.2%到 5.8%不等，几乎是过去几十年年均支出的两倍。根据菲律宾发展预算协调委员会于 22 年 7 月初制订的“未来六年基建计划”，菲律宾新政府将继续大幅提高公共基础设施领域的支出，将重点推动完善吕宋岛的公路网络，政府还将继续推动一系列铁路项目建设，包括马尼拉南北通勤铁路系统、马尼拉大都会地铁项目、棉兰老岛铁路等项目，总投资达 1.9 万亿菲律宾比索（约合 339 亿美元），到 2028 年任期结束时，公共基础设施领域支出占国内生产总值的比重将达到创纪录的 6.3%。

**马来西亚：**2021 年 9 月 27 日，马来西亚总理伊斯梅尔·萨布里·雅可布向国会提呈了“第 12 个马来西亚计划”（2021-2025）。该计划以实现建设“繁荣、包容、可持续的马来西亚”为目标，明确了马来西亚政府未来五年经济社会发展的优先事项。从基础设施的角度来看，连通性和可持续性成为马来西亚基础设施投资的重点方向，交通运输、可再生能源、水务基础设施等领域发展潜力较大。据惠誉预测，2023-2032 年间马来西亚基建行业将以年均 4.7%的速度增长。

综上，我们认为东南亚地区仍具备较好的基建投资市场空间，或给中国建筑企业出海带来一定的业绩及收入弹性。从中国企业的份额来看，2022 年中国企业在东南亚六国的工程承包新签合同规模合计达 486.1 亿美元，营业收入达 260 亿美元。我们预计随着中国对外投资提速，建筑企业走出去步伐也有望加快。

图 22：2022 年中国企业在东南亚六国对外工程承包新签合同及营业收入



资料来源：商务部，天风证券研究所

**非洲：**近年来，非洲各国基础设施建设水平不断提升，但整体水平仍相对落后，对于**基建改善的现实需求较强**。非洲开发银行发布的报告显示，目前非洲仍有约 6 亿人用不上电；非洲大陆铁路总里程约 8.4 万公里，且较集中于北部和南部非洲；非洲道路超过一半是非硬化道路，公路交通承担着 80% 的货物运输和 90% 的旅客运输；非洲互联网普及率为 46.8%，远低于全球平均水平。

尼日利亚政府不断增加财政预算用于支持公路和桥梁等基础设施建设，今年预计将增加 3.8%，2024 年至 2027 年的年均增长率预计为 3.7%。南非总统拉马福萨表示，政府在 2023 年至 2028 年将吸引 2 万亿兰特(1 元人民币约合 2.7 兰特)投资，主要用于基础设施建设。坦桑尼亚探索通过政府和社会资本合作的方式，对铁矿、煤矿等项目进行开发，资金重点用于正在建设中的重大工程，包括标准中央线标轨铁路、东非液化天然气和原油管道等项目。

**沙特：**2016 年沙特发布 2030 发展愿景，计划推动经济多元化，减少对石油的依赖，以期实现经济转型。在《愿景》框架下，沙特阿拉伯致力于打造全球领先的国际物流中枢，推出了物流中枢基础设施建设计划，大规模投资发展港口、机场、铁路、公路与边境口岸以及物流平台，完善基础设施建设。

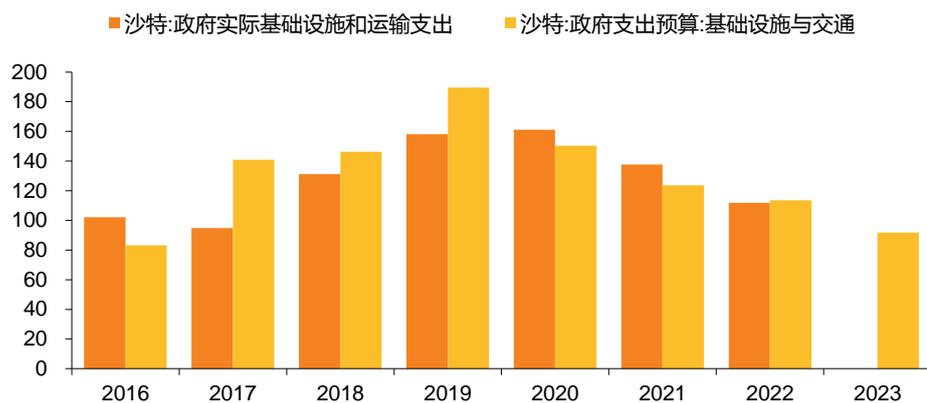
1) **公路：**公路交通是沙特阿拉伯的主要运输方式，据电力国际汇 epintl 公众号 22 年统计，沙特阿拉伯道路总长 22 万公里，其中高速公路总里程超过 5000 公里，双车道公路总长超过 1.2 万公里，沙特阿拉伯交通部正在努力将 4.9 万公里的单车道公路改造成双车道公路。

2) **铁路：**沙特阿拉伯 22 年运营铁路总里程约为 4500 公里，由沙特阿拉伯铁路公司(SAR)运营。主要铁路线包括东线、北线和哈拉曼高铁线。

3) **航空：**沙特阿拉伯民航总局(GACA)数据显示，至 22 年沙特阿拉伯共有 28 座民用机场，其中 4 座为国际机场，分别是利雅得机场、吉达机场、麦地那机场和达曼机场。2021 年 6 月 29 日，沙特阿拉伯国王宣布将成立新的旗舰航空公司。新航空公司成立后，沙特阿拉伯的国际航线目的地将增加到 250 个以上，航空货运能力将翻番至每年 450 万吨。

4) **水运：**沙特阿拉伯水运承载力较强。世界银行统计数据 displays，沙特阿拉伯 2019 年港口集装箱运量总计 89.05 亿(20 英尺)标准箱，约是阿拉伯国家港口集装箱总运量的 16%。沙特阿拉伯港务局的数据显示，至 22 年沙特阿拉伯共有 10 个港口。

图 23：2016-2023 年沙特政府基建运输支出与预算（亿美元）

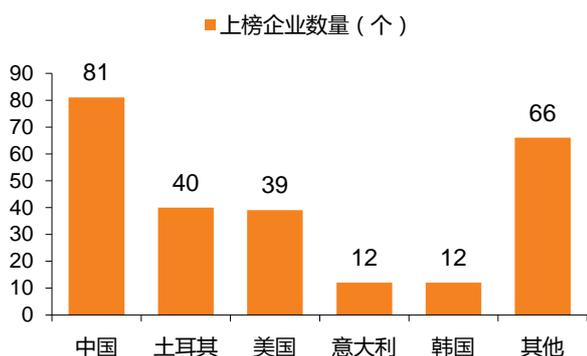


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 竞争格局：东南亚、非洲、中东市场仍有增长潜力

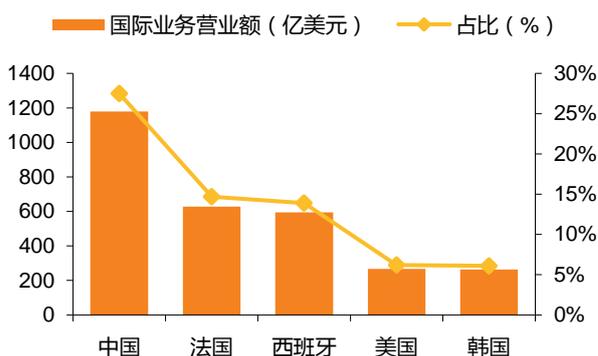
中国建筑企业的海外业务规模在全球位居前列。从美国《工程新闻纪录（ENR）》发布的2023年度“全球最大250家国际承包商”榜单数据来看，中国企业上榜数量较22年增加2家，继续蝉联各国榜首，4家中国企业进入榜单前10强，分别是中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建。从上榜企业国际营业总额来看，中国上榜企业2022年国际营业额合计1179.3亿美元，同比提高4.4%，占全部上榜企业国际营业总额的27.5%，较上年下降0.9个百分点。近年来，中国上榜企业数量持续增长，上榜企业数量从2017年的69家增加至81家；整体业务规模保持稳定发展，业务量占比从2017年的23.7%提升至27.5%，上榜企业数量与业务规模在各国企业中均持续位居首位，体现出较强的外部环境适应能力。

图 24：ENR 全球最大 250 家国际承包商上榜企业数量



资料来源：中国对外承包工程商会，天风证券研究所

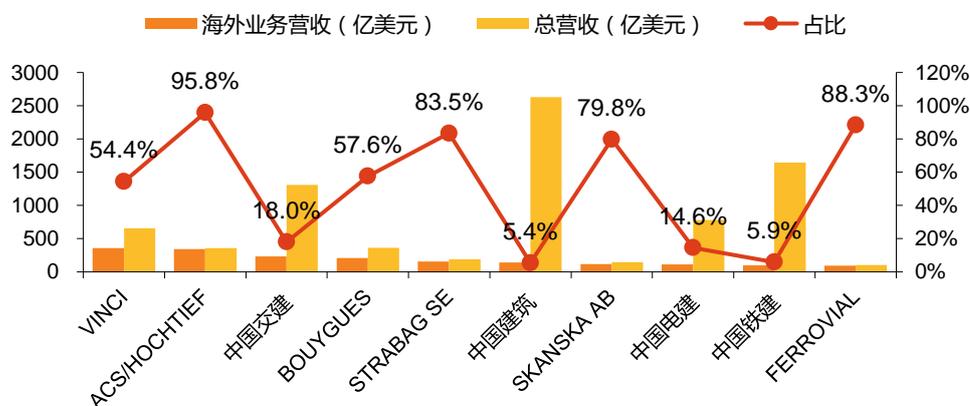
图 25：ENR 全球最大 250 家国际承包商国际业务收入及占比



资料来源：中国对外承包工程商会，天风证券研究所

中国企业海外业务占自身的业务比重仍较低。长期以来，中国企业呈现出整体业务规模大，国际业务占比相对偏小的特点，上榜81家中国企业2022年的平均国际营业额为14.6亿美元，同比提高2%，平均国际业务占比（国际营业额/全球营业额）为8%，与21年持平。上榜的前10家中国企业2022年平均国际营业额为86.3亿美元，平均国际业务占比为8.9%，较上年出现小幅下滑。榜单前10家外国企业平均国际营业额为153.4亿美元，平均国际业务占比为65.9%，较上年提高4%。国际业务占比方面，中外企业目前仍存在较明显差距，顶尖欧美国际承包商的国际工程收入及占总收入的比例普遍较高，均超过50%以上，无论是国际市场占有率还是国际化程度都处于领先地位，而国内龙头建筑企业的海外收入占比均在20%以内。

图 26：ENR 前十强国际承包商海外业务营收及占比



资料来源：ENR，天风证券研究所

分区域看，欧美发达国家市场的国际化程度更高，中国企业海外业务优势区域主要集中在亚洲、非洲、和中东市场。从各地区业务规模来看，欧洲是海外工程承包业务的最大市场，250家上榜企业在欧洲的营业额合计1127.6亿美元，占营业总额的26.3%；亚洲市场排第

二位，250 家上榜企业在该地区的营业额合计 838.8 亿美元，占营业总额的 19.6%；排第三位的是美国市场，250 家上榜企业在该地区的营业额合计 559.1 亿美元，占营业总额的 13%，其次是中东市场、非洲市场、拉丁美洲和加勒比市场，占比分别为 11.6%、11.2%、6.4%。各国承包商在各区域市场各有所长，在非洲、亚洲和中东市场，中国企业业务保持领先，份额分别达到 63%、54.2%和 35.6%；欧洲企业在美国、欧洲、澳大利亚、拉丁美洲和加勒比市场优势依旧明显，市场份额分别达到 76.4%、74.8%、71.2%和 45.2%；美国企业业务主要集中在加拿大、拉丁美洲和加勒比市场，市场份额分别为 46.6%、19.5%；日韩企业在中东市场、亚洲市场，具备一定竞争力。

图 27：2022 年全球分区域国际工程市场份额



资料来源：中国对外承包工程商会，ENR，天风证券研究所

**新兴发展中国家建筑市场竞争格局仍较为分散，仍有较多的本土企业参与竞争。**以东南亚部分国家为例，越南、印尼、马来西亚等国家的建筑市场竞争激烈，但本国企业仍然是参与竞争的重要主体。印尼市场中，来自海外的承包商主要包括中国、日本、韩国等，欧美发达国家的龙头建筑企业参与度较低，本国企业市场份额占据大多数。这些国有企业参与了整个市场的主要基础设施项目，例如西爪哇的 Patimban 深海港口或与雅加达大众捷运系统相关的工程。

表 7：部分东南亚国家参与竞争的建筑企业

越南	印尼	马来西亚
Song Da Corp JSC	Wijaya Karya	YTL Corporation Berhad
Truong Xuan Investment and Construction JSC	Adhi Karya Waskita Karya	IJM Corporation Berhad
COFICO	Pembangunan Perumahan	Gamuda Berhad
Hoa Binh Construction Group JSC	PT. Hutama Karya	UEM Group Berhad
Coteccons Construction JSC	PT. Nindya Karya	Malaysian Resources Corporation Berhad

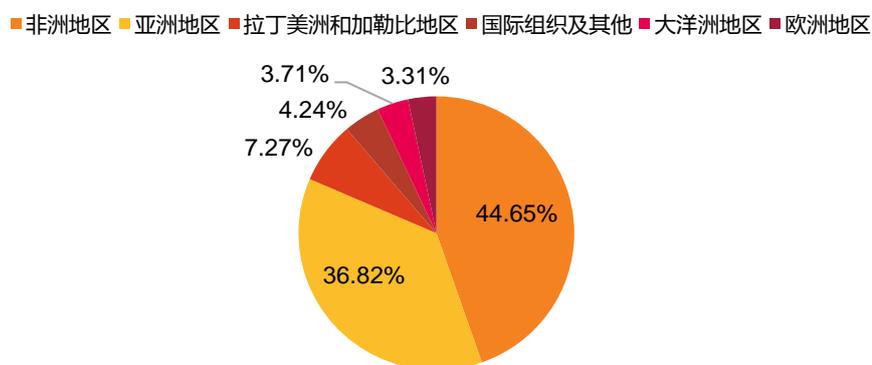
资料来源：Mordor Intelligence，山海图科技公众号，天风证券研究所

**非洲：本土建筑市场竞争力较弱，主要国际参与者拥有大量市场份额。**非洲建筑市场具有较好的增长潜力，据 Mordor Intelligence 的预测，到 2028 年市场规模有望达 712 亿美元，23-28 年复合增速为 5.07%。由于少数参与者持有相当大的份额，市场具有明显的整合水平。目前非洲市场主要的参与者是 Vinci、Bouygues、TechnipFMC、中国交建和中国铁建等欧美及中国龙头企业。

**中国是非洲基础设施建设的主力军。**从资金层面来看，非洲国家的财政实力相对较弱，自身缺乏足够的资金来开展大型基础设施项目建设，较为依赖外部援助。中国是对非洲援助的主力军，2013 年至 2018 年中国对外援助金额为 2702 亿元人民币，其中对非洲国家的

援助占比 44.65%，包括无偿援助、无息贷款和优惠贷款。2000 年至 2020 年，建成的公路铁路超过 13000 公里，建设了 80 多个大型电力设施，援建了 130 多个医疗设施、45 个体育馆、170 多所学校。

图 28：2013-2018 年中国对外援助资金分布情况



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

### 3. 核心结论：关注国际工程公司出海业绩弹性

当前我国建筑企业出海主要包括三类公司：1) 以大型建筑央企为代表的龙头基建承包商，在海外参与大型的基础设施建设工程，比如中国铁建、中国交建、中国建筑等。2) 以北方国际、中材国际等为代表的国际工程公司。3) 其他专业化工程公司，重点承接海外不同细分领域的专业化工程，跟随我国制造业产业链的转移而出海，比如洁净室工程相关的圣晖集成、亚翔集成等。

建议关注有望充分受益于海外基建市场扩容的国际工程公司业绩弹性。从海外收入占比的角度来看，国际工程类的公司海外收入占比较高，22 年上海港湾、北方国际的海外收入占比分别为 59%、56.6%，中工国际、中材国际等海外收入占比也超过了 40%。我们认为相较于大型建筑央企而言，国际工程公司的体量相对小于建筑央企，具备较好的业绩弹性。考虑到国际工程公司早年的先发优势，结合“一带一路”会议召开后对于海外订单的催化，我们看好传统国际工程公司的海外业务拓展。此外，除了国际工程板块的公司之外，民企中苏文电能的海外业务已形成设备销售和供配电、光伏 EPC 收入，目前的东南亚、北美等都有业务在进行，伴随海外业务事业部的成立，预计后续海外业务有望积极拓展。

表 8：建筑企业海外业务收入占比

证券代码	证券简称	企业类型	海外业务收入占比 (%)				
			2018	2019	2020	2021	2022
605598.SH	上海港湾	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	82.0%	79.6%	90.6%	73.8%	59.0%
000065.SZ	北方国际	海外专业工程承包（以电力等相关业务为主）	81.4%	76.6%	65.5%	55.3%	56.6%
002051.SZ	中工国际	海外专业工程承包（以水处理、轻工，石油化工装备等相关业务为主）	92.8%	47.9%	40.3%	32.4%	49.6%
600970.SH	中材国际	海外专业工程承包（以水泥工程总承包，水机工程建设，水泥功臣设计等相关业务为主）	74.9%	68.7%	53.3%	36.6%	42.9%
002593.SZ	日上集团	海外以钢结构服务、车轮出口等相关等业务为主	39.3%	32.9%	25.5%	28.5%	30.6%
300384.SZ	三联虹普	海外以提供高分子材料，新材料为主	21.3%	45.2%	54.5%	40.6%	30.5%
000928.SZ	中钢国际	海外专业工程承包（以钢铁等业务为主）	38.4%	17.8%	16.1%	14.9%	28.8%
601886.SH	江河集团	海外以幕墙产品出口等相关等业务为主	30.4%	30.1%	26.6%	18.3%	21.7%
601117.SH	中国化学	海外专业工程承包（以化工等相关业务为主）	37.1%	26.6%	22.0%	20.4%	21.4%
603163.SH	圣晖集成	海外专业洁净室工程承包（以电子、半导体行业为主）	6.3%	12.5%	18.2%	26.6%	17.4%
300986.SZ	志特新材	海外以装配式 PC 构建销售相关业务为主	6.9%	9.4%	12.4%	9.4%	15.1%
835857.BJ	百甲科技	海外以钢结构出口为主	4.0%	14.1%	4.1%	14.9%	14.9%
002116.SZ	中国海诚	海外专业工程承包（以设计，工程服务等相关业务为主）	26.9%	23.7%	19.0%	14.0%	14.7%
601800.SH	中国交建	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	19.4%	17.3%	15.8%	13.8%	13.7%
603929.SH	亚翔集成	海外专业洁净室工程承包（以电子、半导体行业为主）	2.8%	3.3%	11.7%	15.3%	13.6%
601669.SH	中国电建	海外专业工程承包（以电力等相关业务为主）	22.5%	21.4%	16.8%	15.0%	13.1%
601868.SH	中国能建	海外专业工程承包（以电力等相关业务为主）				14.4%	12.8%
600667.SH	太极实业	海外专业洁净室工程承包（以电子、半导体行业为主）	28.8%	26.0%	23.9%	17.2%	12.7%
300284.SZ	苏交科	海外工程咨询服务公司	29.7%	12.3%	11.1%	13.2%	12.5%
300712.SZ	永福股份	海外以新能源、电网以及储能业务为主	10.3%	41.8%	23.4%	2.6%	11.8%
002163.SZ	海南发展	海外以幕墙工程，玻璃深加工等相关业务为主	14.4%	11.9%	10.6%	10.7%	11.3%
605167.SH	利柏特	海外专业工程承包（以工业模块设计和化工工程为主）	10.8%	23.3%	15.8%	16.4%	10.9%

600496.SH	精工钢构	海外以钢结构行业为主	5.8%	7.4%	5.8%	4.9%	7.0%
836149.BJ	旭杰科技	海外以装配式墙体出口为主	26.1%	11.2%	6.5%	4.6%	6.8%
002761.SZ	浙江建投	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	0.0%	7.8%	6.3%	5.1%	6.3%
600853.SH	龙建股份	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	13.9%	6.3%	2.9%	3.9%	5.6%
600820.SH	隧道股份	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	5.8%	4.6%	3.0%	3.8%	5.4%
601668.SH	中国建筑	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	7.5%	7.3%	5.6%	4.7%	5.3%
601390.SH	中国中铁	海外基建工程承包（以建筑施工业务为主）	5.8%	5.3%	4.8%	5.1%	5.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**北方国际：北方工业旗下唯一上市的民品国际化经营平台，北方工业国际工程业务的经营主体。**主营业务包括国际工程承包、国内建筑工程、货物贸易、物流服务和金属包装容器的生产和销售。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、农业工业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产业链一体化运作转型，国际工程板块逐步形成 EPC 工程、投建营一体化、产业链一体化三种业务模式并行的经营格局。公司具有住房和城乡建设部颁发的建筑工程、市政公用工程施工总承包一级资质、建筑幕墙工程专业承包一级资质，2021 年位列国际承包商（ENR）排行榜第 81 位，在中国上榜企业中位列第 20 位，创历史新高，连续四年进入全球 100 强。

表 9：北方国际业务结构及概况

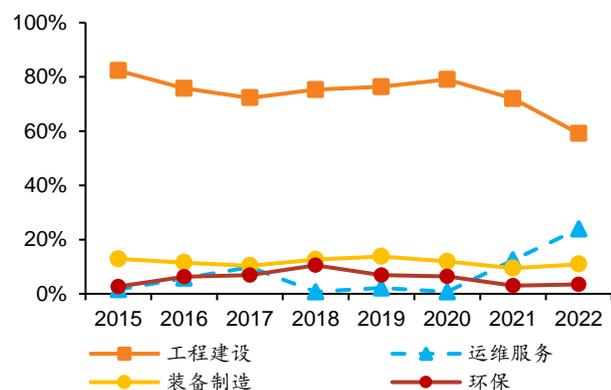
业务分类	业务细分	主体	简介
国际工程承包			专注于国际市场轨道交通、电力、石油与矿产设施建设、工业、农业、市政、房建等专业领域，同世界多个国家和地区建立了广泛的经济技术合作和贸易往来关系，先后在亚洲、非洲、东欧等地区建设并投资了一批具有重要政治经济意义和国际影响力的大中型工程项目
国内建筑工程		北方国际北京分公司	分公司不断创新市场开发模式，国内工程项目开发取得重大成果，鞍山市政供热管线 EPC 项目和连云港瀛洲幸福里工程总承包项目、连云港瀛洲安康里工程总承包项目签约生效，实现了国际、国内工程的联动发展。
货物贸易	重型装备出口贸易	北方车辆（全资）	主要出口的产品领域包括商用车及零配件、石油装备、工程机械等，市场主要分布于非洲、拉丁美洲、中东、东南亚、南亚、中亚等地区。
	物流自动化设备	北方机电（控股 51%）	主要从事空港物流自动化系统与矿山、码头自动化装卸系统设备及零件，摩托车消音器，户外用品，其他产品的出口业务。
	太阳能产品贸易及新能源项目开发	北方新能源（控股 51%）	业务主要集中在新能源工程项目和太阳能照明灯具两大板块。在新能源工程领域，北方新能源具备为用户提供整体解决方案的能力，涵盖包括光伏电站，太阳能照明，光伏空调、供水、太阳能安保，智能管理等方面的集成工程。在太阳能照明灯具领域，北方新能源专业从事太阳能照明产品的出口销售，主要产品包括太阳能草坪灯、太阳能庭院灯，广泛应用于庭院、公共绿地、道路和广场等区域的照明、亮化和景观装饰。
	大宗商品贸易	元北国际（投资设立，控股 80%）	根据焦煤运输和国内市场情况统一运作焦煤进口及国内销售环节，开展大宗商品贸易业务
货运代理		北方物流（控股 51%）、北方非洲国际物流公司（间接持股 100%）	南非跨境物流项目等

发电收入	南湃电力有限公司(控股 85%)、ENERGIJA PROJEKTd.d.(控股 76%)	老挝南湃水电站 BOT 项目、克罗地亚风电项目
运营维护		巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线运维项目
金属包装容器	深圳华特(控股 99.12%)	主要从事各类马口铁包装容器的生产和销售,产品包括马口铁喷雾罐、化工罐、奶粉罐、杂品罐四大系列,广泛应用于食品、工业化工、日用化工等领域。

资料来源:北方国际公司公告,天风证券研究所

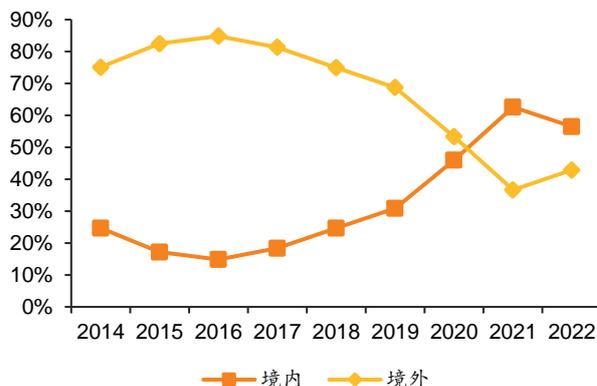
**中材国际:全球领先的水泥技术装备工程系统集成服务商。**公司设立于 2001 年,承袭了中材总公司水泥工业工程建设相关净资产和先进装备制造技术,2002 年进军国际市场,先后在国内外承接了都江堰拉法基、阿联酋 UCC、阿尔巴尼亚 FK 等里程碑式水泥项目,同时收购集团内外优质资产(天津水泥院等),不断成长壮大。截至 23H1,公司为全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商,公司连续 15 年在水泥技术装备与工程主业全球市场占有率保持第一,也是国际水泥技术装备工程市场唯一具有完整产业链(水泥工程技术研发、工程设计、专业装备制造、工程建设、设备安装、生产线调试、生产线维护和运营管理)的企业。

图 29:近年公司主要业务新签占比变化



资料来源:中材国际公司公告,天风证券研究所

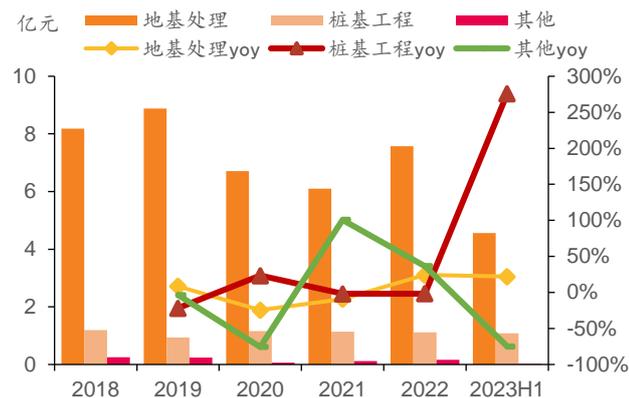
图 30:近年公司国内外收入占比变化



资料来源:中材国际公司公告,天风证券研究所

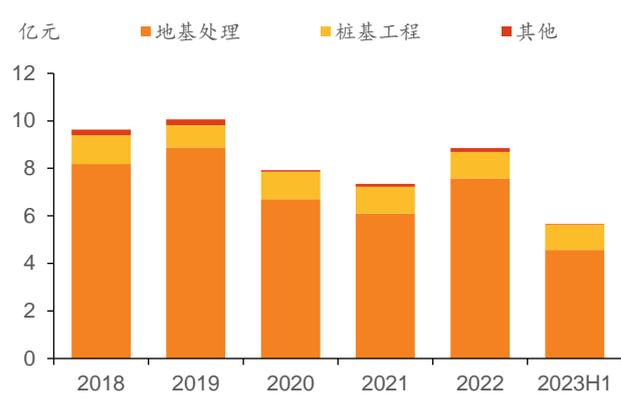
**上海港湾:国际化岩土工程综合服务商。**公司自成立以来,深耕国际市场,扎根当地开拓业务,工程业绩遍布境内、东南亚、中东、南亚、拉美等地区,为全球客户提供集勘察、设计、施工、监测于一体的岩土工程综合服务,主要包括地基处理、桩基工程等业务,工程涉及机场、港口、公路、铁路、电厂、市政、地产、石油化工、围海造地等领域。先后凭借充足的技术储备、系统的设计能力、丰富的项目经验,完成境内外大中型岩土工程项目 100 余个,包括新加坡樟宜机场、印尼雅加达国际机场、南海岛礁构筑岛屿工程、迪拜棕榈岛等,业绩遍布全球 15 个国家,已成长为一家跨国经营的专业岩土工程综合服务提供商。地基处理作为公司核心业务,2018-2023H1 占公司总营收 80%以上,近三年地基处理业务收入占比维持 85%左右。

图 31：2018-2023H1 主营收入业务拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

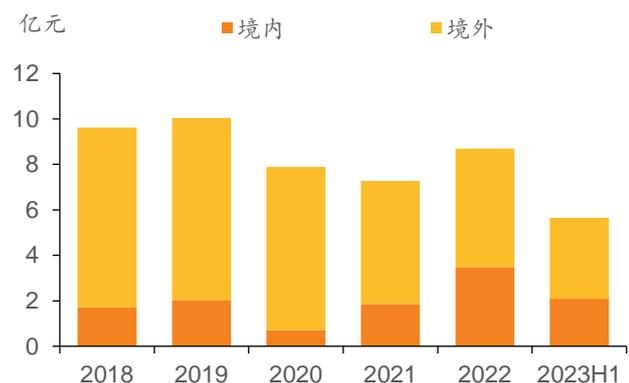
图 32：2018-2023H1 主营收入业务拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

**扎根大陆开拓海外市场，境外收入占比超 60%。**公司早在 2008 年开始稳步实施“植根国内，放眼海外”总体发展战略，在保持境内业务的基础上，不断扩大境外市场规模，巩固公司在岩土工程行业中的市场地位。随着公司境外市场的业务发展，公司在东南亚地区已取得细分行业领先地位，在印尼、新加坡等国家均承接了新的标志性项目，在中东地区形成了良好的工程业绩，成功进入沙特、埃及等国家的岩土工程市场，同时正进一步向南亚、拉美等地区拓展布局。

图 33：2018-2023H1 上海港湾分地区营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2018-2023H1 上海港湾境外地区营收情况



资料来源：Wind，上海港湾招股说明书，天风证券研究所

注：该统计为根据经营地划分的按合同产生收入的情况

## 4. 风险提示

**海外市场增长不及预期：**若后续海外基建市场规模的增长不及预期，则可能导致相关公司的收入及业绩增长不及预期。

**政策变更风险：**若海外相关国家对外国建筑企业的准入政策发生变更，则可能导致相关公司的订单获取受阻，并影响在建海外项目的回款等。

**汇兑风险：**海外业务收入结算可能会因为汇率波动而产生汇兑风险，从而影响海外项目的盈利能力。

**海外竞争格局恶化：**若后续国内建筑企业加速出海，可能存在与海外企业竞争加剧的情况，从而导致盈利能力下滑。

## 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com