



# 沧海浮日月，丝路铭古今

## —— 中企出海专题系列研究（建筑篇）

建筑分析师：龙天光

建筑分析师：张涿荻



# 沧海浮日月，丝路铭古今

## ——中企出海专题系列研究（建筑篇）

2024年8月28日

### 核心观点

- **“一带一路”硕果累累：**截至2023年8月，我国已与152个国家、32个国际组织签署了200多份共建“一带一路”合作文件。2023年我国在“一带一路”共建国家承包工程完成营业额1,320.5亿美元，新签合同额2,271.6亿美元，分别同增4.8%和5.7%。十年来，我国在“一带一路”沿线地区建设了雅万高铁、中欧班列等一系列标志性项目，有效改善了沿线国家的基础设施水平。
- **海外城镇化、工业化释放基建需求，国内竞争加剧加速建筑企业出海。**海外市场来看，“一带一路”部分沿线国家人均铁路里程仅不到美国的三分之一，基建水平仍有较大提升空间。新一轮全球产业转移启动，东南亚成为最大受益区域，工业化进程加速将带动基建需求不断攀升。国内市场来看，一方面行业竞争日益加剧，订单向头部集中的趋势加强，市场份额难以提升；另一方面国内项目毛利率持续下滑，利润空间被压缩。中企出海大势所趋。
- **“一带一路”区域趋势：多元化区域拓展全球市场。**（1）东南亚：我国对外工程承包在亚洲的最大合作伙伴。中国对东南亚工程承包营业额一度超过400亿美元。（2）中东：可再生能源丰富，油气工程值得关注。（3）拉美：能源电力为主要合作方向。拉美地区可再生能源资源丰富，能源转型为我国建筑企业带来清洁能源项目建设机遇。（4）中亚：不可忽视的潜力市场。中国对中亚五国工程承包营业额合计在亚洲的占比从不到1%提升至3.68%。
- **建筑央企和国际工程企业是“一带一路”主力军。**我国建筑企业在全球处于领先地位，ENR发布的2023年度“全球最大250家国际承包商”榜单中共81家中国内地企业入围，连续多年位居榜首。中国上榜企业2022年国际营业额合计1179.3亿美元，占全部上榜企业国际营业总额的27.5%。从收入角度看，央企海外业务占比仍有较大提升空间，国际工程企业业绩弹性较大。
- **投资建议：**随着经济结构的调整和固定资产投资增速放缓，国内建筑行业竞争激烈、盈利持续收窄、去库压力较大，而“一带一路”沿线国家基础设施建设需求强劲，预计将为建筑央企及国际工程企业带来较大的海外订单增量。重点推荐中国铁建、中国中铁、中国交建、中国建筑、中国电建、中国中冶、中国化学、中国能建；建议关注北方国际、中工国际、中材国际、中钢国际等。
- **风险提示：**新签订单下滑风险；应收账款回收不及预期风险；地缘政治风险。

### 重点公司盈利预测与估值

| 股票代码      | 股票名称 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |      |
| 601668.SH | 中国建筑 | 1.3   | 1.41  | 1.55  | 4.21  | 3.88  | 3.53  | 推荐   |
| 601390.SH | 中国中铁 | 1.35  | 1.49  | 1.66  | 4.36  | 3.95  | 3.54  | 推荐   |
| 601186.SH | 中国铁建 | 1.92  | 2.02  | 2.23  | 4.15  | 3.95  | 3.57  | 推荐   |
| 601800.SH | 中国交建 | 1.46  | 1.59  | 1.71  | 5.84  | 5.36  | 4.98  | 推荐   |

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 建筑行业

推荐 维持

### 分析师

#### 龙天光

☎：021-2025-2646

✉：longtianguang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060004

#### 张涿获

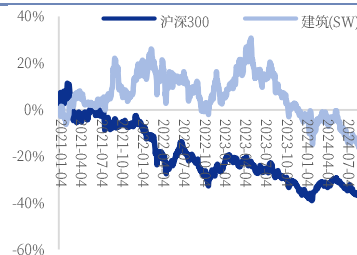
☎：021-2025-2651

✉：zhangludi\_sh@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060002

### 相对沪深300表现图

2024-8-28



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

1. 【银河建筑】2024年中期策略\_东方既白，兰新蕙质

## 目录

## Catalog

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、“一带一路”战略意义深远，驱动基建互联互通 .....       | 4  |
| (一) “一带一路”十年成果丰硕 .....              | 4  |
| (二) 基建互联互通为发展基石，深化合作拉动对外投资及贸易 ..... | 6  |
| 二、内外因共振带来基建工程出海重大机遇 .....           | 8  |
| (一) 海外城镇化、工业化加速，基础设施建设需求强劲 .....    | 9  |
| (二) 国内行业复杂环境构成基建企业出海内在动因 .....      | 11 |
| (三) “一带一路”区域趋势：多元化区域拓展全球市场 .....    | 13 |
| 三、风高浪急，扬帆起航——应对出海挑战 .....           | 18 |
| (一) 国际形势变化及地缘政治风险 .....             | 18 |
| (二) 发展中国家债务风险 .....                 | 18 |
| (三) 海外工程项目履约风险 .....                | 19 |
| (四) 汇率风险 .....                      | 19 |
| 四、央企和国际工程企业是“一带一路”主力军 .....         | 20 |
| (一) 我国建筑企业海外业务在全球处于领先地位 .....       | 20 |
| (二) 八大央企和四大国际工程企业海外业务情况 .....       | 20 |
| (三) 重点“一带一路”企业多元化差异化出海策略 .....      | 22 |
| (四) 投资建议 .....                      | 25 |
| 五、风险提示 .....                        | 28 |

# 一、“一带一路”战略意义深远，驱动基建互联互通

## (一) “一带一路”十年成果丰硕

### 1. “一带一路”历史溯源

2013年首次提出共建“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”，简称“一带一路”。2013年9月7日，国家主席习近平在哈萨克斯坦纳扎尔巴耶夫大学的演讲中提出共同建设“丝绸之路经济带”，10月在印度尼西亚国会的演讲中提出共同建设“21世纪海上丝绸之路”，即“一带一路”倡议。该倡议通过促进基础设施建设、贸易和投资，旨在通过加强国际间的经济合作与互联互通，促进各国共同发展，实现互利共赢，对全球经济产生了深远的影响。共建“一带一路”正在成为我国参与全球开放合作、改善全球经济治理体系、促进全球共同发展繁荣、推动构建人类命运共同体的中国方案。

具体而言，“一带一路”倡议涵盖东南亚、中亚等国家和地区经济整合，并最终连接欧洲，形成欧亚大陆经济整合的大趋势。在此过程中，新疆作为一带一路的重要经济点，其地理位置使得它成为连接亚欧大陆的桥头堡。此外，“一带一路”倡议强调“五通”，即政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通，这一指导原则为各国参与一带一路建设提供了明确的方向。

表1：“一带一路”相关政策梳理

| 时间       | 会议/文件                            | 要点   |
|----------|----------------------------------|--|
| 2013年9月  | 共建“一带一路”倡议                       | 习近平同志首次提出建设“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”  |
| 2014年12月 | 中央经济工作会议                         | 重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略   |
| 2015年3月  | 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     | “一带一路”顶层规划设计，推进政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金畅通、民心相通五个方面  |
| 2016年3月  | 国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要              | 将“一带一路”列入“十三五”时期主要目标任务和重大举措部分  |
| 2017年3月  | 博鳌亚洲论坛                           | 将“一带一路”设置为四大主题板块之首   |
| 2017年10月 | 中国共产党第十九次全国代表大会                  | 将“一带一路”建设写入党章  |
| 2020年6月  | 把“一带一路”打造成合作之路、健康之路、复苏之路、增长之路    | 指出促进互联互通、坚持开放包容是应对全球性危机和实现长远发展的必由之路  |
| 2020年11月 | 开启亚太合作新阶段，共建亚太命运共同体              | 共同构建开放包容、创新增长、互联互通、合作共赢的亚太命运共同体  |
| 2021年9月  | 上海合作组织要在人类共同发展宏大格局中推进自身发展        | 指出共建“一带一路”是各国共同发展的舞台，推动同各国发展战略及区域合作倡议深入对接  |
| 2021年11月 | 习近平同志在中国—东盟建立对话关系三十周年纪念峰会        | 高质量共建“一带一路”，同东盟提出的印太展望开展合作   |
| 2022年10月 | 中国共产党第二十次全国代表大会                  | 依托超大规模市场优势，以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应   |
| 2023年10月 | 习近平同志在第三届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上的主旨演讲 | 宣布中国支持高质量共建“一带一路”的八项行动   |
| 2024年7月  | 中共中央委员会第三次全体会议                   | 会议提出确保共建“一带一路”倡议的平稳推进的措施包括：深化规则标准对接机制、构建更加畅通高效的互联互通合作机制、深化贸易投资合作机制、完善绿色、数字、创新发展机制、夯实民心相通机制、强化廉洁合作机制、完善国际合作机制以及建立风险防控和安全保障机制。 |

资料来源：政府官方网站，中国银河证券研究院

## 2. 一带一路思路框架

共建“一带一路”倡议共五大方向，包括丝绸之路经济带三大走向及 21 世纪海上丝绸之路两大走向。丝绸之路经济带一是从中国西北、东北经中亚、俄罗斯至欧洲、波罗的海；二是从中国西北经中亚、西亚至波斯湾、地中海；三是从中国西南经中南半岛至印度洋。21 世纪海上丝绸之路一是从中国沿海港口过南海，经马六甲海峡到印度洋，延伸至欧洲；二是从中国沿海港口过南海，向南太平洋延伸。

从走向上看，“一带一路”贯穿亚欧非大陆，一头是活跃的东亚经济圈，一头是发达的欧洲经济圈，中间广大腹地国家经济发展潜力巨大。丝绸之路经济带重点畅通中国经中亚、俄罗斯至欧洲波罗的海；中国经中亚、西亚至波斯湾、地中海；中国至东南亚、南亚、印度洋。21 世纪海上丝绸之路重点方向是从中国沿海港口过南海到印度洋，延伸至欧洲；从中国沿海港口过南海到南太平洋。

10 年来，“一带一路”合作网络从亚欧大陆延伸到非洲和拉美，150 多个国家、30 多个国际组织和 中国 签署“一带一路”合作文件。中国与合作伙伴在铁路、港口、金融、税收、能源、绿色发展、绿色投资、减灾、反腐败、智库、媒体、文化等 20 多个领域建立了多边对话合作平台。“一带一路”倡议以互联互通为主线，推动构建以经济走廊为引领，以大通道和信息高速公路为骨架，以铁路、港口、管网为依托，涵盖陆、海、天、网的互联互通网络，促进了各国商品、资金、技术、人员的流通。

图1：“一带一路”思路框架



资料来源：中国一带一路网，中国银河证券研究院

图2：“一带一路”六大经济走廊示意图



资料来源：和讯网，中国银河证券研究院

## 3. 三届“一带一路”国际高峰论坛

“一带一路”国际合作高峰论坛，是“一带一路”框架下最高规格的国际活动，是由中国首倡、中国主办的高层级、大规模的多边外交活动，也是各方共商、共建“一带一路”，共享互利合作成果的重要国际性合作平台。“一带一路”国际合作高峰论坛迄今已举办三届，分别于 2017 年、2019 年和 2023 年，论坛主要活动包括开幕式、领导人圆桌峰会、高级别会议、分论坛、企业家大会等。随着“一带一路”朋友圈的不断扩大，三届高峰论坛的参会人数不断增加，成果数量不断增长，分别在政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通等方面达成多个项目合作协议。

表2: 三届“一带一路”国际合作高峰论坛概况

|        | 第一届   | 第二届   | 第三届   |
|--------|---|---|---|
| 时间     | 2017/5/14-15  | 2019/4/26-27  | 2023/10/17-18   |
| 主题     | 加强国际合作, 共建“一带一路”, 实现共赢发展  | 共建“一带一路”, 开创美好未来  | 高质量共建“一带一路”, 携手实现共同发展繁荣   |
| 会议规格   | 来自 29 个国家的元首和政府首脑, 140 多个国家、80 多个国际组织的 1600 多名代表与会。                                 | 来自 37 个国家的元首和政府首脑, 150 多个国家和 90 多个国际组织近 5000 名外宾出席。   | 来自 151 个国家和 41 个国际组织的代表来华参会, 注册总人数超过 1 万人。  |
| 成果数量   | 279 项   | 283 项   | 458 项   |
| 基建相关成果 | 深化项目合作, 促进设施联通。中国政府与多个国家签署合作文件, 项目涉及国际运输及战略对接、和平利用核能、水资源领域、铁路干线升级改造、通信技术、经济走廊等多个领域。 | 加强基础设施互联互通。为促进联动增长, 支持构建全方位、复合型的基础设施互联互通, 通过基础设施投资促进经济增长, 改善民生。努力建设高质量、可靠、抗风险、可持续的基础设施。鼓励各国通过发展相互兼容和复合型的交通等措施, 开发相互兼容的基础设施, 增强各国在空中、陆地和海上的联通。 | 各国政府、金融机构、地方政府、企业商定一系列务实合作项目、双边合作协议等, 汇总形成务实合作项目清单, 如在加纳、肯尼亚、安哥拉等国开展基建民生及贸易供应链项目, 在沙特建设红海公用基础设施项目, 与乌兹别克斯坦签署亚青会奥林匹克城建设标段 1、2 项目贷款协议等。 |

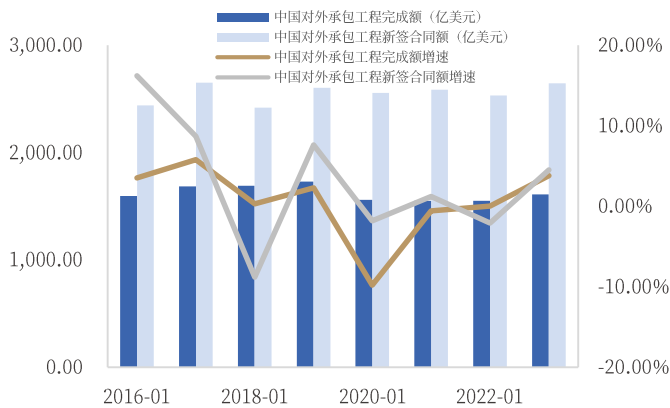
资料来源: 一带一路网, 中国银河证券研究院

## (二) 基建互联互通为发展基石, 深化合作拉动对外投资及贸易

2015 年 3 月, 中国政府在博鳌亚洲论坛 2015 年年会期间正式发布《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》, 提出要以“政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通”为主要内容。十年来, “五通”取得丰硕成果, “一带一路”沿线基础设施项目稳步推进, 我国对外工程承包规模不断增长, 贸易合作量质齐升, 资金融通不断扩大, 渠道平台不断拓展。基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域, 也是提高贸易便利化、助力贸易提质增效的重要依托。交通基础设施互联互通条件的改善, 有利于促进贸易扩张, 促进经济增长带动贸易规模的扩大。同时, 资金融通也为设施联通和贸易畅通提供了有力支撑和重要保障。

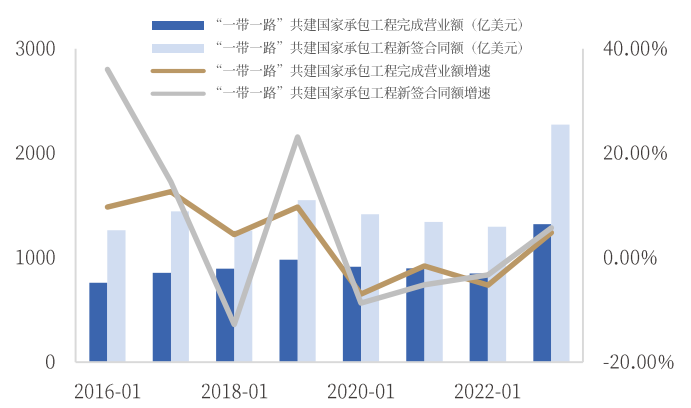
**对外工程承包规模不断增长, 基础设施项目稳步推进。**据商务部统计, 2023 年我国对外承包工程业务完成营业额 11,338.8 亿元人民币, 同比增长 8.8% (折合 1,609.1 亿美元, 同比增长 3.8%), 新签合同额 18,639.2 亿元人民币, 同比增长 9.5% (折合 2,645.1 亿美元, 同比增长 4.5%)。其中在“一带一路”共建国家承包工程完成营业额 1,320.5 亿美元, 新签合同额 2,271.6 亿美元, 分别增长 4.8% 和 5.7%。十年来, 我国在“一带一路”沿线地区建设了雅万高铁、中泰铁路、中老铁路、中欧班列、蒙内铁路等一系列标志性项目, 有效改善了沿线国家的基础设施水平, 大幅提升了我国与东南亚、东欧、非洲等地区的互联互通水平。

图3：我国对外承包工程新签合同额与完成额



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

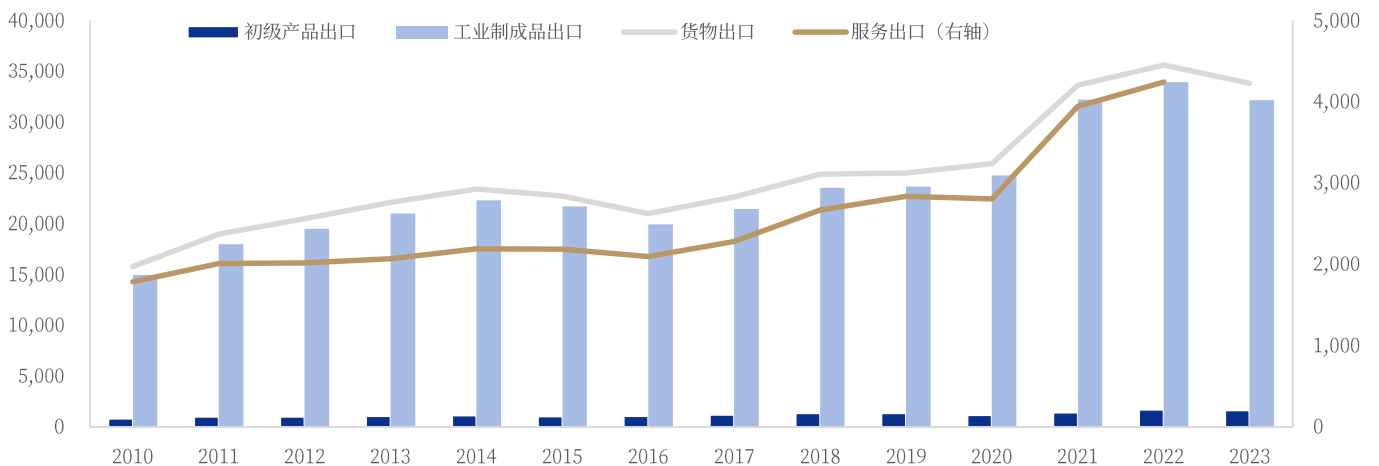
图4：“一带一路”共建国家承包工程新签合同额与完成额



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**贸易合作量质齐升。**2010—2023年，中国货物出口（包含初级产品和工业制成品）总体呈现上升趋势，尤其是工业制成品出口的增长显著。2023年中国货物出口达到3.38万亿美元，虽然较2022年的高基数有所降低，但相比2010年仍有较大的提高。同时，中国服务出口也呈现出稳步增长的态势。2022年，中国服务出口达到3720亿美元，同比增长9.7%。尽管面临全球需求下降、供应链冲击和预期减弱的多重压力，中国的产品和服务出口仍表现出较强的韧性，尤其是在2020年之后表现出强劲的上升趋势。2023年10月10日国务院新闻办公室发布《共建“一带一路”：构建人类命运共同体的重大实践》白皮书，商务部副部长郭婷婷表示，2013年到2022年我国与共建“一带一路”国家货物贸易累计规模达19.1万亿美元，年均增速6.4%。截至2023年8月，我国已与152个国家、32个国际组织签署了200多份共建“一带一路”合作文件，覆盖我国83%的建交国。

图5：中国货物和服务出口（亿美元）



资料来源：EPS 全球统计数据/分析平台, 中国银河证券研究院

注：国家统计局暂未公开2023年中国服务贸易数据，因此图中2023年服务出口数据缺失。

**资金融通不断扩大，渠道平台不断拓展。**“一带一路”沿线区域主要是新兴经济体和发展中国家，资金不足导致的项目回款困难是中国建筑企业在该地区开展工程承包业务的重要挑战。“一带

一路”倡议提出以来，投融资平台持续拓展，丰富了共建国家的投融资渠道。能够支持相关项目的资金池主要包括传统国际金融机构、政策性金融机构、多边开发金融机构和专项投资资金等。其中，为“一带一路”沿线提供融资的传统金融机构主要是世界银行旗下的国际复兴开发银行和国际开发协会，以及亚洲开发银行；政策性金融机构包括国家开发银行、中国进出口银行等，根据2023年进出口银行年报，2022年进出口银行“一带一路”贷款余额突破2万亿元，优质大项目与“小而美”项目齐举并重；多边开发金融机构主要指亚洲基础设施投资银行、金砖国家开发银行、上合组织开发银行等；专项投资资金是由政策性银行、商业性金融机构、外汇储备等发起和出资成立的，主要投资于东盟、非洲和欧亚等“一带一路”覆盖地域，包括丝路基金、中国-东盟投资合作基金、中国-欧亚经济合作基金、中非发展基金等。这些投融资平台在基础设施建设方面既是资金的直接提供者，又是项目的推动者、倡导者，为不断提升共建“一带一路”资金融通质效注入持续动力。

表3：“一带一路”基建相关专项投资资金支持

| 名称          | 首次提出    | 参与国                              | 资金 (亿美元) | 投资方向   |
|-------------|---------|----------------------------------|----------|--|
| 丝路基金        | 2014/11 | 沿线国家                             | 400      | 基础设施建设、资源开发、产业合作。  |
| 中国-东盟投资合作基金 | 2010    | 东盟成员国                            | 100      | 基础设施、能源和自然资源等领域，具体包括：交通运输，电力，可再生资源，公共事业，电信基础设施，管道储运，公益设施，矿产，石油天然气，林木等。 |
| 中非发展基金      | 2006    | 南非、埃塞俄比亚、赞比亚、加纳、肯尼亚等非洲国家         | 100      | 基础设施、产能合作、农业民生、矿业等。  |
| 中国-欧亚经济合作基金 | 2014    | 上海合作组织成员国、观察员国和对话伙伴国             | 50       | 能源资源及其加工、农业开发、物流、基础设施建设、信息技术、制造业等欧亚地区优先发展产业。                           |
| 亚洲基础设施投资银行  | 2013/10 | 中国、印度、新加坡等 21 国                  | 1000     | 向包括东盟国家在内的本地区发展中国家基础设施建设提供资金支持。减少亚洲区内资金外流，弥补亚洲发展中国家在基础设施投资领域存在的巨大缺口。   |
| 金砖国家开发银行    | 2012    | 巴西、俄罗斯、印度、中国、南非                  | 1000     | 对金砖国家及其他发展中国家提供基础建设的资金帮助，金砖成员国可能获得优先贷款权。                               |
| 上合组织开发银行    | 2010/11 | 中国、俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦 | -        | 以共同出资、共同受益的方式，扩大本币结算合作，促进区域经贸往来。                                       |

资料来源：一带一路网，中国银河证券研究院

## 二、内外因共振带来基建工程出海重大机遇

百年未有之大变局下，全球经济政治面临复杂局势，经济增长面临诸多挑战，我国对外贸易及对外投资受到国际形势、地缘政治等因素的影响，外部需求疲软，国内经济结构调整，固定资产投资增速放缓，去库压力较大。然而，凭借完善的产业体系和强大的生产能力，中国产品和服务出海仍表现出较强的韧性。受海外城镇化加速、工业化转型等因素影响，“一带一路”沿线国家基础设

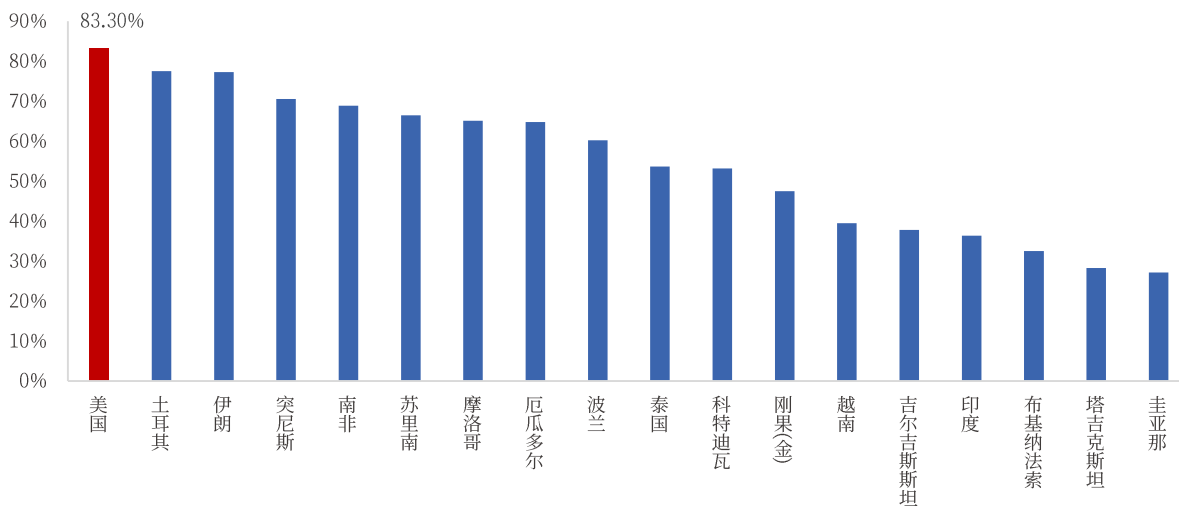


施建设需求强劲，预计将为我国基建企业带来较大的海外项目订单增量。

### （一）海外城镇化、工业化加速，基础设施建设需求强劲

“一带一路”沿线国家整体城镇化率潜力较大。根据世界银行数据，2023年，美国城镇化率达83.3%，较2011年提升2.35pct。“一带一路”沿线国家中，我们选取东南亚地区的越南、印度、泰国，中东地区的土耳其、伊朗，东欧地区的波兰，中亚地区的吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦，非洲地区的科特迪瓦、摩洛哥、南非、刚果（金）、突尼斯、布基纳法索，拉美地区的苏里南、圭亚那、厄瓜多尔作为样本。2023年，这17个国家平均城镇化率为53.53%，其中中东和东欧地区的大多数国家城镇化率水平较高，基本在60%以上，与美国、日本等发达国家接近，而东南亚、中亚、非洲、拉美地区部分沿线国家城镇化率低于50%，和美国相比仍有较大提升空间，基础设施建设在这些国家和地区需求前景可观。

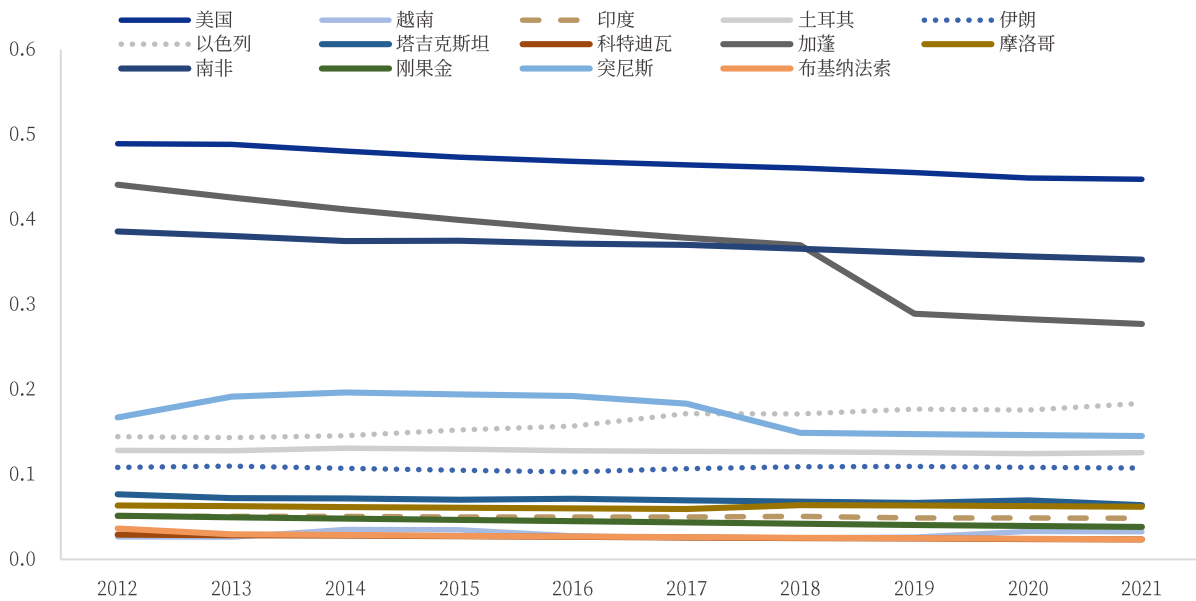
图6：2023年美国及“一带一路”沿线部分国家城镇化率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

“一带一路”沿线国家基建水平与发达国家对比尚有较大提升空间。根据世界银行数据，截至2021年，美国人均铁路里程为0.4474公里/千人。“一带一路”沿线国家中，我们选取东南亚地区的越南、印度，中东地区的土耳其、伊朗、以色列，中亚地区的塔吉克斯坦，非洲地区的科特迪瓦、加蓬、摩洛哥、南非、刚果（金）、突尼斯、布基纳法索作为样本。截至2021年，这13个国家平均人均铁路里程仅为0.1378公里/千人，不到美国人均铁路里程的三分之一，表明“一带一路”沿线国家的铁路建设水平仍有较大提升空间。

图7：2012-2021 年美国及“一带一路”沿线部分国家人均铁路里程对比（公里/千人）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

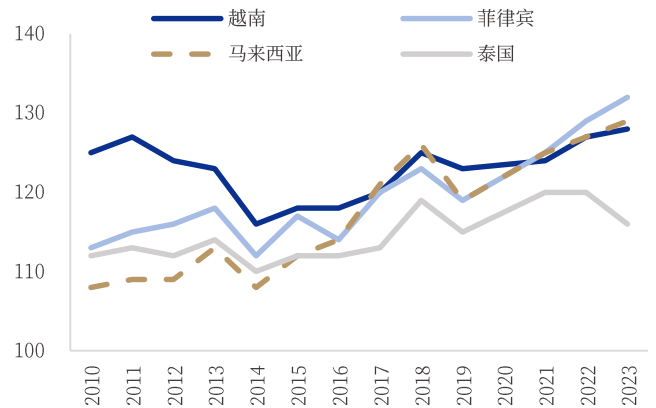
**工业化转型浪潮驱动沿线国家基建需求不断攀升。**十年来，共建“一带一路”倡议逐步迈入高质量发展阶段。伴随着经济增长、人口增长、城镇化率提升，沿线发展中国家来自农业部门大量的剩余劳动力向工业部门大规模转移，工业部门就业占比逐步提升，为工业化起步提供了重要支撑。伴随着全球新一轮（第五轮）大规模产业转移的启动和推进，“一带一路”沿线国家开始摆脱以劳动密集型产业为主的低级发展阶段，进入以资金、技术密集型为主的工业化时代，工业化进程不断加速，带动基建需求不断攀升。复盘第一次工业革命后全球产业转移的四轮变迁，基建需求也呈现同步变化。四轮转移的主要路径是第一次工业革命后由英国转移至欧洲大陆与北美地区，二战后转向日本、联邦德国等国家，在此期间，日本政府推出了一系列“国家综合开发计划”，明确基础设施建设的重点和目标。许多项目由政府直接资助或通过政府支持的金融机构融资，简化了土地征用和项目审批流程，确保项目顺利推进。20 世纪 70-80 年代由日本转向“亚洲四小龙”的中国香港、中国台湾、韩国、新加坡，80 年代中国实行改革开放后转向中国，从此中国基建行业进入飞速发展期。期间每轮转移都加速推动了承接国的工业化进程，为承接国带来了大规模的基础设施建设需求和生产设备更新换代需求。2008 年金融危机后，新一轮全球产业转移启动，东南亚成为最大受益区域。根据中国对外承包工程商会和中国出口信用保险公司联合发布的《“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告 2024》，2010 年以来越南、菲律宾、马来西亚、泰国的一带一路基础设施发展指数整体呈上升趋势，预计基建需求将持续攀升，市场空间潜力较大。

图8：全球开启新一轮（第五轮）产业转移



资料来源：雅时国际资讯，中国银河证券研究院

图9：新一轮全球产业转移以来东南亚四国一带一路基础设施发展指数

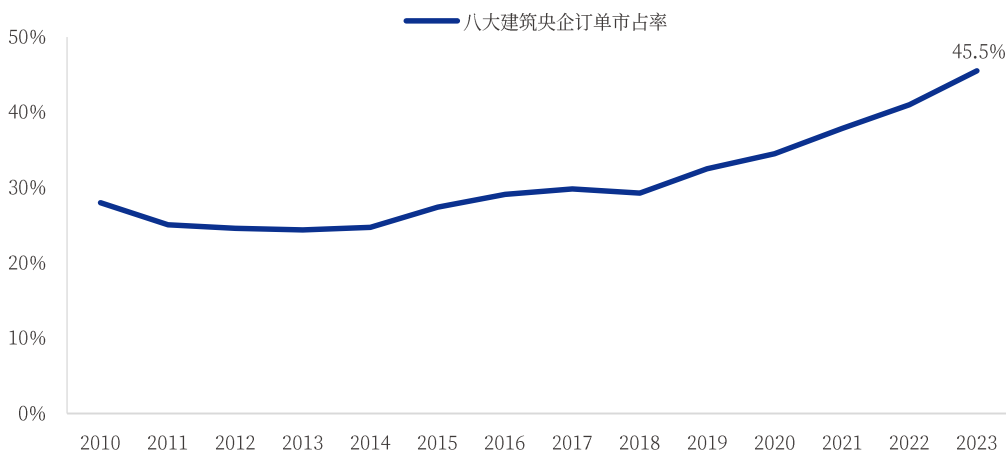


资料来源：中国对外承包工程商会，中国银河证券研究院

## （二）国内行业复杂环境构成基建企业出海内在动因

国内市场竞争日益加剧，市场份额难以提升。2013年以来，建筑行业龙头优势越来越明显，市场占有率逐步提高，行业集中度持续提升。八大建筑央企新签订单市场占有率从2013年的24.38%提升至2023年的45.50%。随着固定资产投资增速放缓及资金成本提升，行业竞争越发激烈，龙头企业在资质、品牌、资金等方面竞争优势明显，行业集中度或将进一步提升。

图10：八大建筑央企新签订单市占率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**建筑行业央国企占据主导，八大央企新签订单及业绩增速稳健。**截至2024年8月21日，在170家建筑行业上市企业中共有23家央企和50家地方国有企业，央国企数量占比达42.94%。2023年央企营业收入占比约83.40%，地方国企营业收入占比约为13.76%，央企归母净利润占比约为88.68%，地方国企归母净利润占比约为11.85%。2024Q1，央企和地方国企归母净利润占比合计约98%，建筑行业业绩向央国企集中的趋势加强。从订单角度看，2018-2023年，八大央企新签订单的复合增长率为16.15%。2023年，八大央企新签合同金额合计16.65万亿元，同比增长10.84%，增速较为稳健，头部企业新签订单增速在两位数以上，未来业绩有保障。从业绩角度看，2018-2023年，八大央企营业收入的复合增长率为16.15%。2023年，八大央企实现营业收入72,541.80亿元，

同增 8.07%；2024Q1 八大央企实现营业收入 16.996.74 亿元，同增 2.59%。

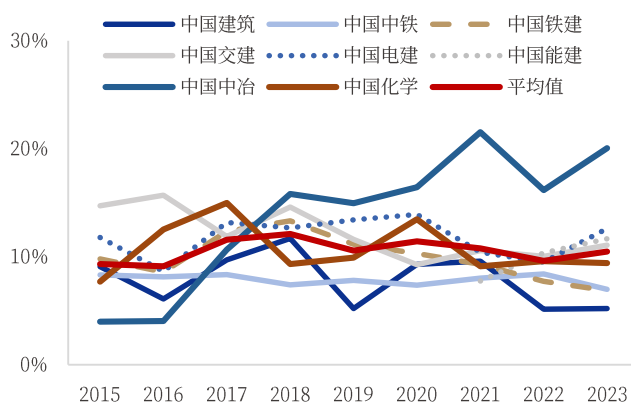
表4: 建筑装饰行业上市公司属性分布情况

| 公司属性 | 2023 营业收入占比 | 24Q1 营业收入占比 | 2023 归母净利润占比 |
|------|-------------|-------------|--------------|
| 央企   | 83.40%      | 86.01%      | 88.68%       |
| 地方国企 | 13.76%      | 11.56%      | 11.85%       |
| 公众企业 | 0.15%       | 0.10%       | 0.37%        |
| 民营企业 | 2.61%       | 2.25%       | -1.05%       |
| 外资企业 | 0.08%       | 0.08%       | 0.15%        |
| 合计   | 100.00%     | 100.00%     | 100.00%      |

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

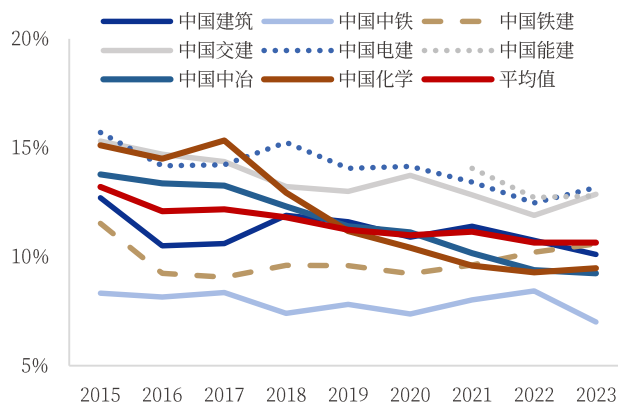
**国内项目毛利率趋势下滑，利润空间被压缩。**随着经济结构的调整和固定资产投资增速放缓，我国建筑业整体维持低速增长，行业竞争激烈、盈利持续收窄，行业集中度进一步提升。另一方面，在化解地方政府债务压力背景下，部分重点省份政府基建投资或将受限，国内基建投资增速及项目落地速度面临较大压力。建筑八大央企在夯实国内业务的同时，积极拓展海外业务，均制定了详细的海外业务发展规划，2023年海外业务收入占比较高的有中国化学(19.83%)、中国交建(15.32%)、中国能建(13.82%)、中国电建(13.35%)等。对比八家建筑央企 2015-2023 年境内及境外业务毛利率情况，境内业务毛利率持续下降，八大央企平均值从 2015 年的 13.21%下降至 2023 年的 10.65%，国内项目盈利空间持续收窄。境外业务毛利率八大央企平均值从 2015 年的 9.34%提升至 2023 年的 10.49%，虽然疫情期间因航运、物流、原材料价格上涨等导致成本有所增加，毛利率水平有所波动，但随着疫情平息，海外项目毛利率逐步修复，整体来看海外工程承包业务毛利率水平呈上升趋势。

图11: 2015-2023 年八大建筑央企境外业务毛利率情况



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图12: 2015-2023 年八大建筑央企境内业务毛利率情况

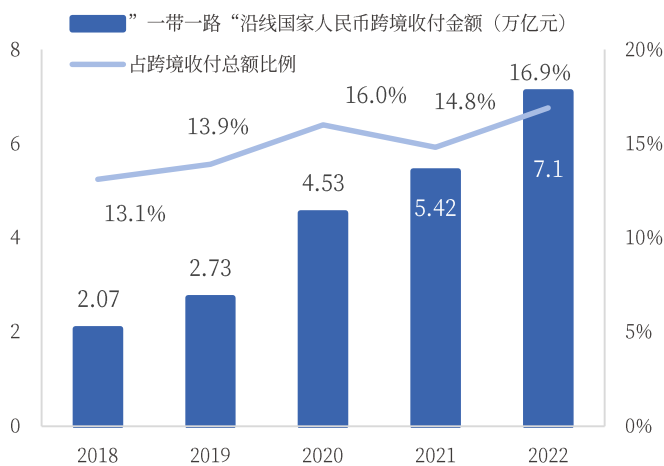


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

**人民币国际化进程加快，本币结算助力建筑出海便利化。**2024 年 7 月 18 日，环球银行金融电信协会(Swift)公布的最新数据显示，人民币在全球支付货币中的地位进一步巩固，2024 年 6 月，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币继续保持全球第四大最活跃货币的位置，占比 4.61%，较上月的 4.47%有所增长，这是人民币连续第 8 个月保持全球第四大最活跃货币。

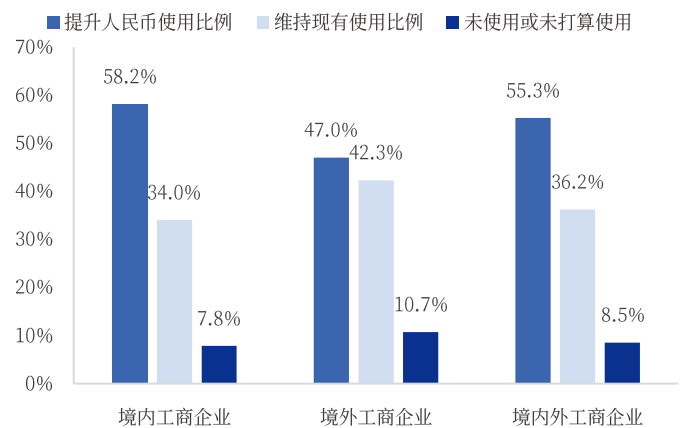
“一带一路”沿线国家人民币跨境收付占比提升，超 50% 境内外工商企业提升使用人民币跨境结算比例。共建“一带一路”十年以来，中国与多个国家积极开展多种形式的金融合作，在推动本币结算方面取得较大进展。根据中国人民银行发布的《2023 年人民币国际化报告》，截至 2023 年 9 月末，中国与 30 个“一带一路”共建国家签署了双边本币互换协议，在 17 个“一带一路”共建国家建立了人民币清算安排，人民币跨境支付系统的参与者数量、业务量、影响力逐步提升。2022 年，中国与“一带一路”共建国家人民币跨境收付金额为 7.1 万亿元，同比增长 4.4%，占同期人民币跨境收付总额的 16.9%，较 2021 年提升 2.1pct。根据中国银行发布的 2024 年《人民币国际化白皮书》，2023 年超过九成境内外工商企业表示其在跨境交易中使用人民币结算，或计划提升人民币结算使用水平，这一比例较 2022 年的调查结果提升了 8.7pct。其中，58.2% 的受访境内工商企业和 47.0% 的受访境外工商企业表示将进一步提升人民币的结算使用水平，较 2022 年的调查结果分别提升了 1.8 和 11.6pct，显示境内和境外受访工商企业使用人民币进行跨境结算的意向变得更加积极，其中境外工商企业的意向提升更为明显。本币结算比重的上升将有助于我国建筑企业降低外汇交易成本，降低汇率波动风险，提升对外工程承包业务的便利性。

图13：2018-2022 年“一带一路”沿线国家人民币跨境收付情况



资料来源：2019-2023 年人民币国际化报告，中国银河证券研究院

图14：2023 年超 50% 境内外工商企业提升使用人民币跨境结算比例



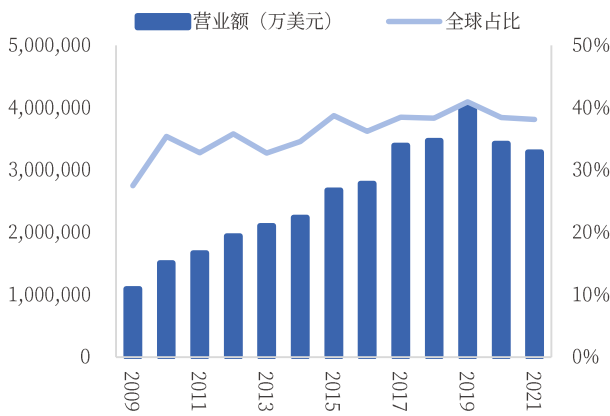
资料来源：2024 年人民币国际化白皮书，中国银河证券研究院

### （三）“一带一路”区域趋势：多元化区域拓展全球市场

#### 1. 东南亚：我国对外工程承包在亚洲的最大合作伙伴

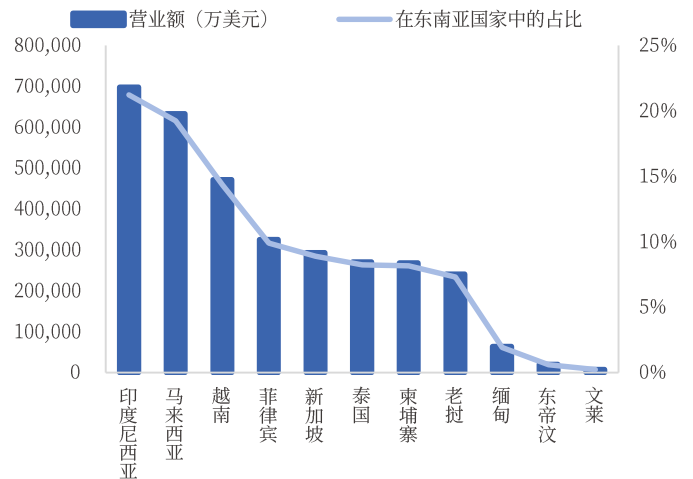
东南亚连续多年成为我国在亚洲最大对外工程承包合作伙伴。2013 年以来，“一带一路”倡议的实施拉近了中国与东南亚各国的关系，促进了双方贸易投资的自由化和便利化，中国与东南亚各国产业互联、设施互通、政策互惠力度不断提升。中国与东南亚多数国家较早就开展了工程承包与劳务合作。根据商务部数据统计，2009—2021 年期间，中国对东南亚对外工程承包营业额呈现增长趋势，尤其在 2019 年达到最高值，超过 400 亿美元。同时，我国在亚洲的对外工程承包营业额中来自东南亚的比例也在稳步提升，从 2009 年的 27.47% 上升至 2021 年的 38.09%。具体来看，主要来自印度尼西亚、马来西亚和越南，2021 年三者在东南亚国家中的占比超过 50%。

图15: 中国在东南亚地区对外工程承包营业额及全球占比



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院

图16: 2021年中国对各国工程承包营业额及在东南亚国家中的占比



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院

**东南亚各国提出 3-5 年基建计划，交通领域为发展重心。**东南亚作为全球经济增速最快的地区之一，随着经济的高速发展，对基础设施的需求也在持续提升。从远期规划来看，东南亚各国均针对 3-5 年计划了相应的基建安排。印度尼西亚岛屿众多，需要大量道路、港口、机场等基础设施以促进互联互通，为经济发展创造便利条件。马来西亚政府历来重视基础设施建设，在交通领域不断推出政策促进发展。如 2019 年 10 月马来西亚政府公布《2019—2030 年国家交通政策》提出要发展更有效、综合以及安全交通，提升交通领域持续发展能力，通过加快发展陆路、铁路、航空和航运领域，推动马来西亚物流业发展，把马来西亚打造成区域物流中心。菲律宾电力、交通、通信等基础设施建设均具有较大缺口，近年来政府出台多项政策，改善市场环境，并于 2017 年正式提出“大建特建”计划，预计在六年内投资 8.4 万亿菲律宾比索（约合 1.13 万亿元人民币）在菲全国进行基础设施建设，建设项目涵盖道路、桥梁、机场、铁路、港口、防洪设施等多个领域。泰国重点推进高铁和捷运系统，尤其是继续改扩建首都曼谷和东部经济走廊地区的道路网络，总里程数预计增加 2.5 倍。

表5: 东南亚部分国家基础设施政策及计划

| 国家    | 基础设施建设计划   |
|-------|--|
| 印度尼西亚 | 印度尼西亚国家发展规划部长班邦近日接受彭博社访问时透露, 印尼政府计划在 2020 年至 2024 年投入高达 4120 亿美元 (约 5641 亿新元) 发展经济。将首都迁往东加里曼丹的计划工程预计将于 2045 年完工, 耗资约 466 万亿印尼盾。一期开发项目预计耗资 5.3 万亿印尼盾, 于 2022 年开工, 2023 年 10 月取得了 38.1% 的进展。   |
| 马来西亚  | 马来西亚工程部副部长拿督斯里阿末马斯兰在出席马来西亚工业发展金融机构 (MIDF) 举办的“建筑领域展翅待飞”午餐研讨会时表示, 预计 2024 年将会有总额高达 1800 亿马币 (约合 2700 亿人民币) 的政府与私人界工程合约, 等待建筑业者争取。其中, 900 亿马币合约来自私人领域, 900 亿马币来自 2024 年财政预算案的支出, 后者的 40% 将在 2024 年颁发合约, 将进行招标的工程项目包括学校、医院、诊所及道路工程。   |
| 越南    | <b>高速公路:</b> 2024 年全国交通项目投资总额约为 200 万亿越南盾 (折合人民币约 571.2 亿元), 国家重点工程和项目的任务是加快进度并促进公共投资资金的支付, 确保 2025 年底完成 3000 公里高速公路目标。<br><b>高铁:</b> 越南计划建设全长 1541 公里的南北高铁, 覆盖 20 个省市, 预计 2035 年完成。“南北高铁”采用时速 350 公里、轨距 1435mm、双线、电气化的技术方案, 以客运为主, 兼有货运功能, 计划总投资约 673.2 亿美元。计划在 2025 年完成“南北高铁”项目投资政策审批; 在 2026-2030 年期间, 开工建设河内-荣市、胡志明市-芽庄的高铁段; 到 2035 年完成。 |

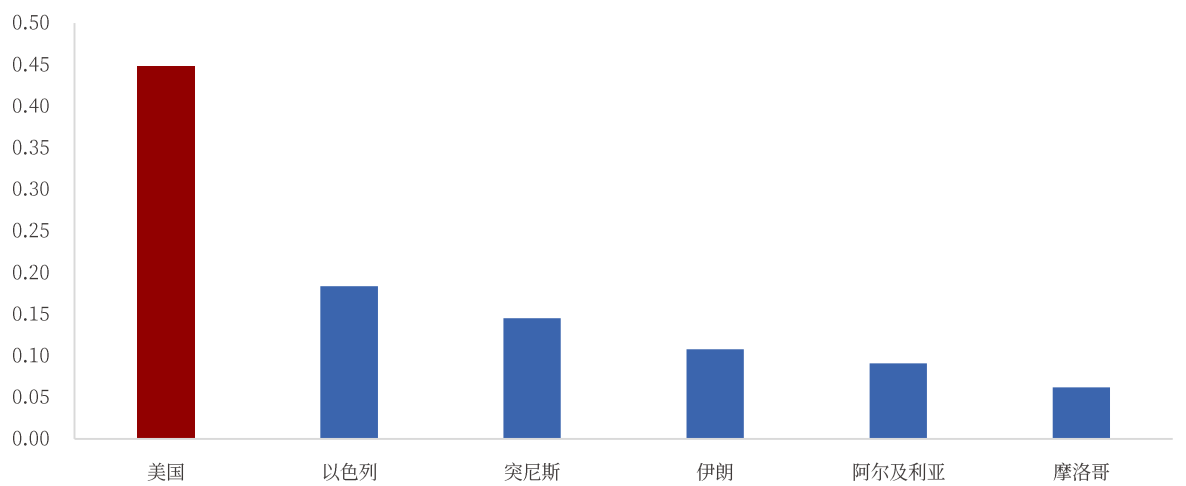
|     |  |
|-----|--|
| 菲律宾 | 2017 年正式提出“大建特建”计划，预计在六年内投资 8.4 万亿菲律宾比索（约合 1.13 万亿元人民币）在菲全国进行基础设施建设，建设项目涵盖道路、桥梁、机场、铁路、港口、防洪设施等多个领域。  |
| 泰国  | 泰国 2024 年交通项目规划包括 64 个即将投入运营的项目和 31 个新开工项目，还包括 2025 年投资 2630.16 亿泰铢（约合 74 亿美元）的 57 个新项目。2024 年项目包括曼谷至乌汶府高铁、曼谷大众捷运（MRT）系统紫线延长线、东部经济走廊（EEC）高铁网络。 |

资料来源：商务部、人民网、中国政府网、搜狐新闻、百度新闻，中国银河证券研究院

### 2. 中东：可再生能源丰富，油气工程值得关注

**铁路密度与发达国家对比尚有较大提升空间。**长期以来，中东国家缺建材、缺设备、缺乏专业人才、缺乏工程能力。根据世界银行数据，截至 2021 年，美国人均铁路里程为 0.4474 公里/千人。中东地区“一带一路”共建国家中，突尼斯、阿尔及利亚、摩洛哥、伊朗、以色列人均铁路里程仅为 0.1177 公里/千人，仅为美国人均铁路里程的四分之一，表明中东地区的铁路密度仍有较大提升空间。

图17：2021 年美国及中东地区部分国家人均铁路里程（公里/千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**油气工程是国际工程企业出海中东的重点突破口。**中东地区“一带一路”共建国家近年来成为我国对外工程承包的又一新兴地区。中东油气工程总包项目，正在经历从欧美、到日韩、再到中国的变迁。中石油、中石化、中海油等传统石化行业龙头企业在中国总包服务中占据优势地位，中工国际是首个在油气工程领域斩获大额总包项目的“三桶油”之外的央企建筑相关主体，是参与中东油气工程项目的强有力的竞争者。2022 年中工国际联合体与联合能源旗下的科威特能源签署 10 亿美元订单，以总包商身份为油气开发业主服务，正式切入油气新赛道；伊拉克九区油气中央处理设施项目是伊拉克目前正在建的最大规模的油气工程项目，也是中工国际首次进入油田地面工程领域的“拓荒式”项目。相比于基建、房建等传统业务，油气工程专业化程度高、项目体量大、现金流充足、竞争尚未白热化。中工国际等国际工程企业正致力于将油气工程项目打造成为通往中东对外工程承包蓝海市场的新名片。

### 3. 拉美：能源电力为主要合作方向

**清洁能源转型打开拉美基建市场。**拉美地区可再生能源资源丰富。近年来，拉美多国持续出台政策、加大投资力度，支持太阳能、风能等可再生能源发展，并发挥各自优势和潜能积极发展生物能、低碳氢等清洁能源技术，能源转型步伐不断加快。2023 年底国际能源署发布首份《拉丁美洲能源展望》报告，报告显示，目前化石能源约占拉美地区能源结构的 2/3，低于全球 80% 的平均水平；在发电领域，可再生能源发电量在该地区总发电量中所占的比例为 60%，约为全球平均水平的两倍，仅水力发电就占地区全部电力供应的 45%。拉美地区将在全球能源转型中发挥重要作用。

**中拉能源合作日益深化，项目推进节奏加快。**拉美地区能源转型为我国建筑企业带来清洁能源项目建设机遇。2022 年 12 月，中国电建以联合体形式与阿根廷能源部签署了阿根廷国家生产用天然气管道第二阶段项目 EPC 合同，合同总额超 136 亿。2023 年 5 月，中国长江三峡集团投资的哥伦比亚巴拉诺阿太阳能发电厂一期项目启动建设。2023 年 9 月，中国电建与哥伦比亚赛尔西亚公司签署艾斯科巴尔光伏项目工程总承包合同。

表6: 拉美地区部分国家能源转型目标计划

| 国家  | 能源转型目标计划   |
|-----|--|
| 巴西  | 巴西国家电力局发布的《太阳能发电技术和商业计划》承诺，对投入运行的太阳能光伏电站用户的收费优惠 80%，优惠期长达 10 年。巴西环境部和经济部 2021 年提出了“国家绿色增长计划”，优先考虑支持绿色项目，以促进创业和可持续创新。巴西于 2023 年制定了“国家氢能计划（2023-2025）”，旨在利用海上风电等可再生能源扩大生产绿氢。 |
| 智利  | 智利国家电力协调局发布的年度报告预计，到 2024 年智利可再生能源供电比例将超过 35%，到 2026 年将实现 100% 可再生能源供电。到 2030 年关闭所有燃煤电厂，至 2050 年实现碳中和目标。到 2025 年实现 5 吉瓦的可再生能源发电制氢装机容量，到 2040 年跻身全球氢能出口国行列。                 |
| 阿根廷 | 计划投资数十亿美元用于可再生能源项目开发建设，到 2025 年将可再生能源发电占比提升至 20%。  |
| 乌拉圭 | 乌拉圭电力市场管理局发布的统计数据显示，2023 年该国可再生能源生产达到预期，可再生能源发电量占全国总发电量的 88.5%。目前已开始推进能源转型的第二阶段，制定了《国家绿色氢能战略》，推出了绿色氢能发展路线图，预计到 2040 年绿色氢能产业每年可为全国创造 19 亿美元的潜在收益。                           |

资料来源：国际商报，中国银河证券研究院

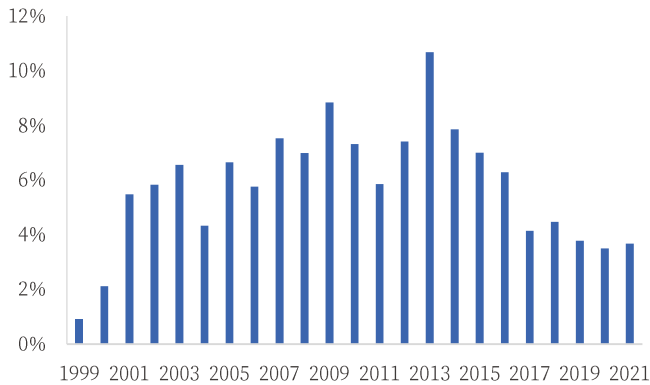
#### 4. 中亚：不可忽视的潜力市场

中亚地区主要包括五个国家，分别为哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦。中亚五国拥有丰富的石油、天然气等资源，基础设施建设水平相对较弱，基建是其经济发展的瓶颈和突破口。中亚五国位于亚欧大陆接合部，是贯通亚欧大陆的交通枢纽，中亚五国与中国合作的重点仍是交通基础设施领域。根据商务部数据，中国对中亚五国工程承包营业额合计在亚洲的占比从 1999 年的不到 1% 提升至 2021 年的 3.68%，曾在 2013 年达到巅峰超过 10%。2023 年 5 月首届中国—中亚峰会成功召开，中国及中亚各方表示将推动基础设施和工程建设合作发展，加快数字和绿色基础设施联通，共同推进基础设施和工程建设合作可持续发展。双方在交通基础设施和工程建设方面达成一致，包括推动中亚交通走廊建设，推进途经阿克套港、库雷克港、土库曼巴什港等海港的跨里海运输线路多式联运过境运输，发挥铁尔梅兹市的过境运输潜力，推进中国-中亚铁路运输，新建和升级改造现有的中国至中亚铁路和公路，完成中吉乌铁路可研工作，推进该铁路加快落地建设，保障中吉乌公路畅通运行，实现中塔乌公路和“中国西部—欧洲西部”公路



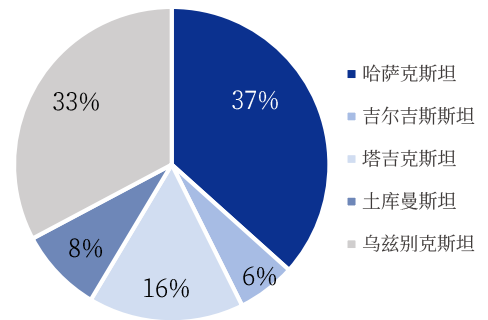
常态化运营，研究制定从中亚国家往返东南亚和亚洲其他国家最佳过境运输方案的可能性等。中国与中亚五国的工程承包合作未来仍有较大提升空间。中亚五国中，2021年中国对哈萨克斯坦与乌兹别克斯坦的工程承包营业额占比较高，均超过30%。

图18: 1999-2021年中国对中亚五国工程承包营业额在亚洲的占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 2021年中国对中亚五国工程承包营业额占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表7: 中亚五国基础设施政策及计划

| 国家     | 基础设施建设计划   |
|--------|--|
| 哈萨克斯坦  | 为进一步提高本国投资吸引力，哈萨克斯坦政府制定新版《2026年前投资政策愿景》，积极吸引外国投资以推动本国经济发展。在电力工程领域，为满足国内电力需求、推进能源结构转型，政府大力发展可再生能源；在交通运输领域，哈萨克斯坦政府批准实施《2020-2025年“光明之路”国家规划》，加大建设投入力度。   |
| 乌兹别克斯坦 | 为刺激电力、交通、房建等领域投资，推动重点基础设施项目落地，近年来乌政府陆续制定了《新乌兹别克斯坦2022-2026年发展战略》《关于批准乌兹别克斯坦转向绿色经济的战略（2019-2030年）》等一系列战略规划。2023年8月，乌兹别克斯坦公布《乌兹别克斯坦-2030战略》，提出将在2030年前进一步改善营商环境，吸引1100亿美元外国资金参与基础设施投资建设；同时，乌政府还计划实施500多个总价值超1500亿美元的战略技术和基础设施项目，参与大型项目的企业有机会获得50亿美元贷款。 |
| 吉尔吉斯斯坦 | 中吉乌铁路项目计划于2024年8月25日开工，项目总投资约46.65亿美元，其中，中国、吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦三国将承担一半投资，约23.32亿美元。具体而言，中国承担占其中51%，约为11.87亿美元；吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦各承担其中24.5%，各为5.73亿美元。剩余的23.32亿美元将由中国以贷款形式提供给三国共同成立的联合设计公司。  |
| 塔吉克斯坦  | 2016年12月1日，塔吉克斯坦议会下院批准了塔《2030年前国家发展战略》提出未来经济发展的四大任务。确保国家能源安全。（1）扩大电力生产，新建和扩建各种电站，进行输电线路建设和现代化改造。（2）保障实施国家重点能源工程，如“CASA-1000”高压输电线路和“中亚—中国”天然气管道等大型国家间项目。（3）扩大石油、天然气和煤的产量。加强交通领域建设，将发展交通作为政府工作的头等大事和优先方向。   |
| 土库曼斯坦  | 2024年计划实施的重要和大规模的项目包括建设具有国际和区域重要性的土库曼斯坦-阿富汗-巴基斯坦-印度天然气管道、巴尔坎州新机场、装机容量为1574兆瓦的联合发电厂、阿什哈巴德-土库曼纳巴德国际高速公路和横跨加拉博加兹埃尔湾的桥梁，以及继续推进土库曼斯坦和中亚地区第一个“智能”城市阿尔卡达格市的第二阶段建设。  |

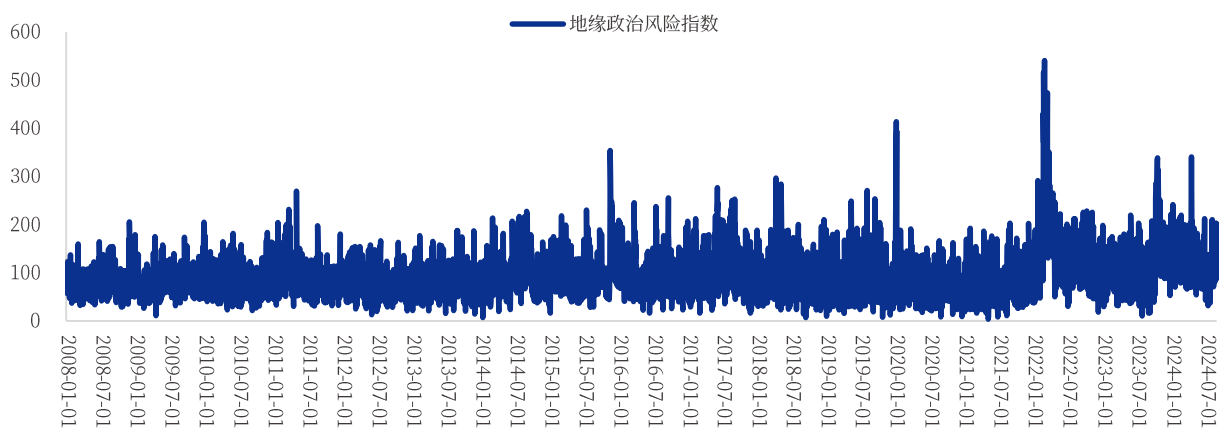
资料来源: 中国对外承包工程商会, 中国银河证券研究院

### 三、风高浪急，扬帆起航——应对出海挑战

#### (一) 国际形势变化及地缘政治风险

**2022年以来地缘政治风险(GPR)指数显著上升。**2022年以来，俄乌战争、巴以冲突影响东欧、中东地区政局稳定，地区冲突硝烟不断，中亚部分经济欠发达地区政局不稳，社会动荡。东欧、中东、中亚是高质量共建“一带一路”的关键枢纽地，局势不稳定性和不确定性极大地增加了我国对外承包工程企业在国际市场开拓和履约增量项目的难度，存量项目也将面临停工或违约的风险。由 Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello 构建的地缘政治风险(GPR)指数显示，2022年以来，全球报纸上讨论不利地缘政治事件的文章频率显著上升。境外安全形势恶化使我国对外承包工程业务开展、人员安全面临挑战。2022年，外交部作出23次境外安全风险提示；2023年作出15次安全风险提示，其中包括了伊拉克、巴基斯坦、叙利亚、厄瓜多尔、秘鲁等“一带一路”重点地区；2024年截至目前作出5次安全风险提示。

图20：2008-2024年地缘政治风险指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### (二) 发展中国家债务风险

**全球经济艰难复苏，发展中国家的债务问题尚未获得有效解决。**“一带一路”沿线大多数为发展中国家，财政困难，债务问题突出，项目融资难，尤其是疫情过后，政府债务规模和还款能力已经成为全球性的问题。对项目生效、项目回款产生阻碍，进而影响项目的预期收益。标普全球评级的《2023年全球主权评级趋势报告》显示，自2008年金融危机以来，投资级主权评级和整体主权信用评级占比下降。截至2022年12月31日，18个主权国家的前景展望消极，5个主权国家前景展望积极。新兴市场正遭遇财政整顿延迟带来的直接负面影响。未来，在融资条件愈发困难的情况下，各国主权违约风险预计将持续攀升，并在2024年将持续这一趋势。

**中方多举措支持“一带一路”共建国家资金融通。**“一带一路”倡议提出以来，投融资平台持续拓展，丰富了共建国家的投融资渠道。2023年10月，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛期间，财政部发布《“一带一路”债务可持续性分析框架（市场融资国家适用）》，是在借鉴国际良好做法的基础上，结合共建“一带一路”国家实际情况，研究制定的债务可持续性分析工具，鼓励

中方和共建“一带一路”国家金融机构利用本框架或其他工具对市场融资国家进行债务可持续性评估，并作为融资决策的重要参考。这一分析框架发布后，将有助于支持更多共建“一带一路”国家共同提高债务管理水平，促进可持续融资，实现可持续、包容性增长。

### （三）海外工程项目履约风险

近年来，供需矛盾、美元加息导致许多发展中国家面临通胀风险，全球物流价格、大宗商品价格维持高位，导致海外工程项目履约成本上升，海外项目履约风险和索赔风险增加，可能会导致我国建筑企业海外项目盈利下降甚至亏损。另一方面，国际基建融资缺口持续扩大，金融机构避险情绪上升，投资意愿下降，由此带来基建投资市场规模收缩、审批节奏放缓、支付流程中断等问题，导致境外项目开展面临压力。个别项目签约质量不高给履约埋下一定的风险隐患。

### （四）汇率风险

**国际工程受人民币汇率及全球贸易环境影响大。**海外业务涉及美元等结算货币，面临较大的汇率风险。若部分区域的当地货币汇率出现重大波动，可能对我国建筑企业的短期业务开展和盈利能力产生不利影响。2024年以来，美元兑离岸人民币持续震荡。对于国际工程企业，人民币贬值会产生汇兑收益，人民币升值则对其不利。自今年4月以来，美国CPI及核心CPI同比连续三月回落，表明通胀水平在年初急剧上升后，已恢复下行趋势，意味着美联储对于降息引发高通胀的担忧减弱，9月议息会议降息的可能性提升。展望四季度，美联储降息步伐临近，中国经济持续恢复，人民币兑美元升值的概率较大，国际工程或受一定影响。伴随着人民币国际化进程的加快，本币结算比重的上升将有助于我国建筑企业降低外汇交易成本，降低汇率波动风险，提升对外工程承包业务的便利性。

图21：美元兑离岸人民币汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

为应对出海风险，出海建筑企业需要采取一系列策略调整来应对，应当加强对目标市场宏观经济情况和政策的监测和分析，及时调整投资和经营策略。一是多元化融资渠道，分散投资风险，降低对单一市场或行业的依赖。二是加强与当地企业的合作，逐步培育海外分包商战略合作伙伴，获取市场信息和资源，降低进入壁垒，强化资源配置，并通过合资、合作等方式降低直接投资风险。

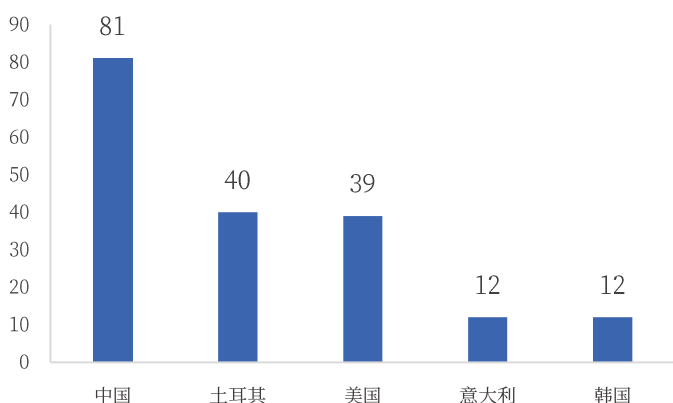
三是健全海外业务风险管理体系建设，开展国别风险研判和预警，评估和管理各种潜在风险并制定应对各种风险的预案，强化招投标阶段项目策划和风险管理，不断提升海外项目精细化、规范化管理水平。

## 四、央企和国际工程企业是“一带一路”主力军

### （一）我国建筑企业海外业务在全球处于领先地位

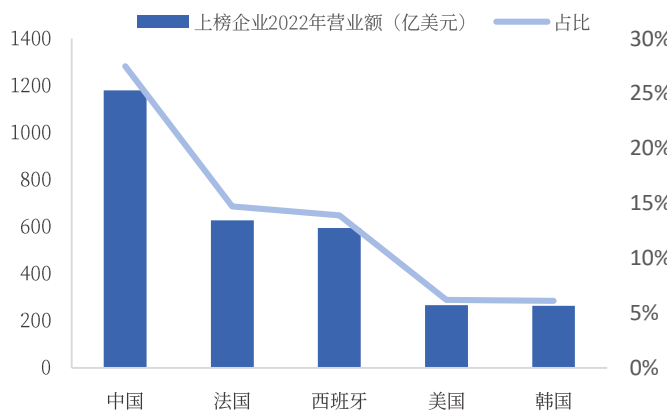
**81家中国内地企业入围2023年度“全球最大250家国际承包商”榜单。**根据美国《工程新闻纪录(ENR)》发布的2023年度“全球最大250家国际承包商”榜单，共81家中国内地企业入围，中国企业上榜数量较上年度增加2家，继续蝉联各国榜首。从各国上榜企业国际营业总额来看，中国上榜企业2022年国际营业额合计1179.3亿美元，同比提高4.4%，占全部上榜企业国际营业总额的27.5%，较上年下降0.9个百分点。4家中国企业进入榜单前10强，与2022年度持平，分别是中国交建（排名第3位，国际营业额235.3亿美元）、中国建筑（排名第6位，国际营业额143亿美元），中国电建（排名第8位，国际营业额113.5亿美元）、中国铁建（排名第9位，国际营业额97.6亿美元）。

图22：2023年“全球最大250家国际承包商”榜单各国上榜企业数量



资料来源：美国《工程新闻纪录(ENR)》榜单，中国银河证券研究院

图23：排名前五各国上榜企业2022年营业额及占比



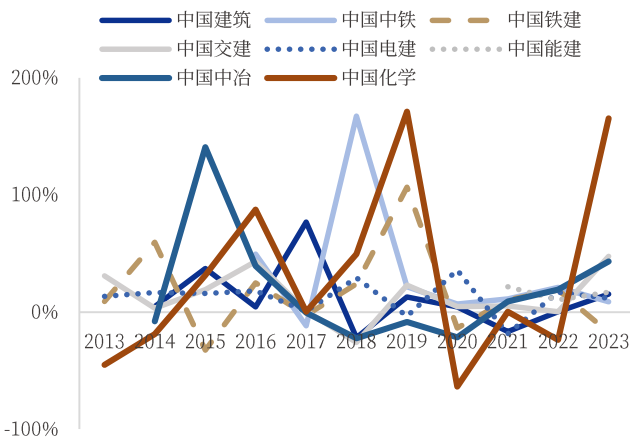
资料来源：美国《工程新闻纪录(ENR)》榜单，中国银河证券研究院

### （二）八大央企和四大国际工程企业海外业务情况

**海外新签订单角度看，订单增速受“一带一路”发展时间线的催化。**八大央企的海外新签合同额整体受到“一带一路”倡议发展时间线的催化。伴随着“一带一路”概念的提出、支持资金的启动、配套政策的落地、历届峰会论坛的召开，期间还受到疫情爆发、国际形势变化等重大事件的影响。2013-2015年，“一带一路”顶层设计陆续提出，2015年3月的博鳌论坛期间，经国务院授权，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《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》，此后，涉及到“一带一路”建设的国家也都做了相应的规划，在国内也成立了“一带一路”的工作机制，编制了一批专项规划，出台了一系列配套措施。经过近两年的加速推进，中国与“一带一路”沿线国家在基础设施等方面的合作都取得显著成果，新签订单加速释放，八大央

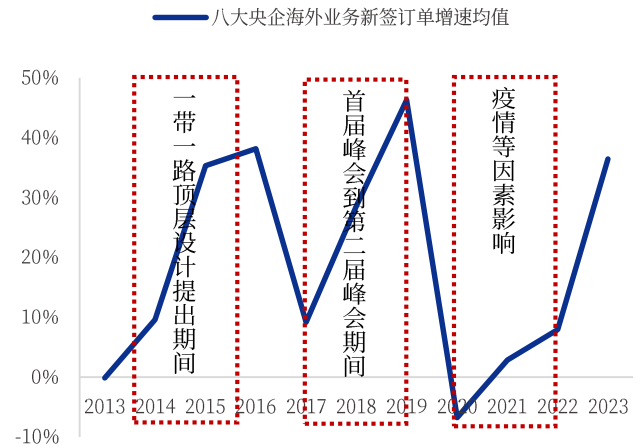
企海外业务新签订单增速均值于 2016 年达到 38.19%。2017 和 2019 年，首届及第二届“一带一路”国际合作高峰论坛顺利召开，参会人数不断增加，成果数量不断增长，分别在政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通等方面达成多个项目合作协议，建筑央企及国际工程企业在峰会期间以及峰会结束的一段时间内与参会国家签约多个重大海外工程项目，推动新签订单高速增长。八大央企海外业务新签订单增速均值于 2019 年达到顶峰 46.28%。2020 年，受疫情爆发、地缘政治等因素的影响，八大央企新签订单增速由正转负，2021-2023 年处于复苏阶段，同时受到第三届“一带一路”高峰论坛召开的催化，新签订单增速有所回升，主要系中国化学新签海外订单大幅增长，增速达 165.48%，中国交建、中国中冶增速超过 40%，其余央企基本恢复至两位数增长水平。

图24：2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速均值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**海外收入角度看，央企海外业务占比仍有较大提升空间，国际工程企业业绩弹性较大。**根据建筑八大央企和四大国际工程企业 2023 年营业收入的地区分布情况，**从占比角度来看**，八大建筑央企在中国大陆的营业收入比重普遍较高，海外业务占比均低于 20%，仍有较大的提升空间。其中海外业务占比最高的是中国化学，比重为 19.83%，海外业务占比最低的是中国中冶，比重为 4.16%。此外，中国交建、中国电建、中国能建海外业务占比超过 10%。**从增速角度来看**，八大建筑央企海外业务业绩增速较为稳健，均不超过 20%。其中增速最快的是中国能建，为 19.98%，增速最慢的是中国化学，为 4.74%，此外，中国交建、中国铁建海外业务增速超过 10%。四大国际工程企业海外业务体量较小但占比较高，增速较快。2023 年海外业务占比均超过 35%，北方国际占比最高，比重接近 60%；2023 年海外业务增速为 20%-80%，中钢国际增速最快超过 80%，具备较好的业绩弹性。

表8：2023 年建筑行业重点企业海外业务情况

| 公司名称 | 2023 年海外业务收入 (亿元) | 2023 年海外业务占比 | 2023 年海外业务增速 |
|------|-------------------|--------------|--------------|
| 中国交建 | 1,162.12          | 15.32%       | 17.80%       |
| 中国建筑 | 1,157.60          | 5.11%        | 7.22%        |
| 中国电建 | 813.29            | 13.35%       | 8.69%        |
| 中国中铁 | 622.56            | 4.93%        | 6.54%        |
| 中国铁建 | 603.10            | 5.30%        | 11.52%       |
| 中国能建 | 561.24            | 13.82%       | 19.98%       |

|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
| 中国化学 | 355.32 | 19.83% | 4.74%  |
| 中国中冶 | 263.52 | 4.16%  | 14.48% |
| 中材国际 | 200.89 | 43.86% | 20.76% |
| 北方国际 | 126.91 | 59.06% | 66.92% |
| 中钢国际 | 97.30  | 36.89% | 80.28% |
| 中工国际 | 70.57  | 57.07% | 46.45% |

资料来源：中国交建、中国建筑、中国电建、中国中铁、中国铁建、中国能建、中国化学、中国中冶、中材国际、北方国际、中钢国际、中钢国际公司公告、中国银河证券研究院

**业务分布领域角度看，我国建筑企业对外承包工程领域多元化。**随着我国建筑企业在海外各领域的项目规模越来越大，覆盖的地域越来越多，产业链配置能力逐步增强，至今已具备建筑工程项目全产业链的服务优势，涵盖交通、房建、电力、工业、水利等多个领域。建筑八大央企虽有业务相互渗透，但由于原隶属于不同政府部门，因此在其专业领域具备独特的竞争优势。八大央企和四大国际工程企业分别在不同行业深耕，形成了各自擅长的细分领域和差异化的业务结构重心，并主导参与了一大批代表项目。

表9：对外工程承包各领域参与方及代表项目

| 领域       | 细分领域                          | 重点参与企业                        | 代表性项目   |
|----------|-------------------------------|-------------------------------|---|
| 交通       | 公路桥梁隧道、铁路、城轨、港口、机场            | 中国交建、中国中铁、中国铁建                | 雅万高铁、克罗地亚佩列沙茨大桥、孟加拉国父隧道   |
| 房建       | 住宅、商业、公共建筑                    | 中国建筑、中国铁建、中国交建、中国中铁           | 阿联酋卡瓦利卡萨高层住宅、迪拜歌剧院大厦、迪拜哈勃图尔豪华公寓项目                                   |
| 电力       | 光伏、水电、风电、火电、核电等               | 中国电建、中国能建                     | 埃塞俄比亚 ADAMA 风电项目、阿根廷赫利俄斯风电项目群                                       |
| 工业厂房及生产线 | 钢铁、有色金属、石化、非金属材料、制浆造纸、食品发酵等   | 中国中冶、中国化学、中钢国际、中材国际、中工国际、中国海诚 | 伊拉克九区原油中央处理设施项目、沙特 SCC 双万吨水泥熟料生产线、Tosyali 阿尔及利亚四期短流程绿色低碳综合钢厂一炼钢连铸项目 |
| 水利       | 防洪、防潮、排涝、蓄水、引水、供水、提水、灌溉、水土保持等 | 中国电建、中国能建                     | 马达加斯加图利亚拉供水项目、巴基斯坦卡洛特水电站项目  |

资料来源：中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建、中国能建、中国中冶、中国化学、中钢国际、中材国际、中工国际、中国海诚公司公告、中国银河证券研究院

### （三）重点“一带一路”企业多元化差异化出海策略

**中国交建：“一带一路”排头兵，海外业务规模位列八大央企之首。**公司积极响应国家“一带一路”倡议，牢固树立并积极践行“海外优先”发展战略，紧盯重点国别、重点区域，前瞻性、系统性服务高质量共建“一带一路”，主动布局关键通道、关键港口、关键机场等基础设施互联互通项目，加强城市给排水、流域治理、垃圾处理、海水淡化等业务开拓，健全海外业务体系。2023年，公司实现海外业务收入1162.12亿元，规模位居八大央企之首。中交集团旗下拥有中国港湾、中国路桥、海外工程分公司和中水对外四家海外业务平台公司，有助于与中国交建形成出海协同效应。

中国交建聚焦“六廊六路多国多港”，在“一带一路”沿线累计签署合同 3400 多亿美元，主导参与 3000 多个海外项目，在海外又树立了一批标志工程、品质工程、民生工程。

表10: 中国交建主导的部分重点海外项目

| 通车/竣工时间          | 项目名称         | 项目意义                | 项目成果展示  |
|------------------|--------------|---------------------|---|
| 2022 年 7 月 26 日  | 克罗地亚佩列沙茨大桥   | 中企承建克罗地亚单体最大项目      |    |
| 2022 年 7 月       | 肯尼亚内罗毕快速路    | 肯尼亚第一条收费公路          |    |
| 2022 年 10 月 1 日  | 柬埔寨金港高速      | 柬埔寨第一条高速公路          |    |
| 2023 年 10 月 29 日 | 孟加拉国父隧道      | 孟加拉第一座水下隧道          |   |
| 预计 2024 年底       | 秘鲁钱凯港        | 拉美地区太平洋门户港          |  |
| 预计 2026 年底       | 马来西亚东海岸铁路    | 中企海外在建的最大单体交通基础设施项目 |  |
| 预计 2028 年底       | 哥伦比亚波哥大地铁一号线 | 波哥大首条地铁，高架无人驾驶      |  |
| 预计 2028 年        | 新加坡八珊顿道大楼    | 新加坡第一高度地标性建筑        |  |

资料来源：中国交建公司公告、中国银河证券研究院

**中国电建：全球大中型水利水电建设市场份额达 50%。**中国电建具有世界一流的水利水电建设能力，业务遍及全球 130 多个国家和地区，占有全球 50% 以上大中型水利水电建设市场。2023 年，公司实现海外新签合同额 2,151.73 亿元，同比增长 11.87%，占公司新签合同总额的 18.83%；实现国际业务营业收入 813.29 亿元，同比增长 8.69%，占公司总体的 13.42%。公司无论是海外业务收入占比还是海外新签合同金额占比均位于八大建筑央企前列。

“水、能、城、矿”四大海外核心主业更趋均衡。新签水资源与环境合同 207.00 亿元，同比增长 274%，占公司海外新签合同总额的 9.62%；新签矿业项目约 361.31 亿元，同比增长 20.63%，占公司海外新签合同总额的 16.79%。核心主业能源电力业务仍为绝对主力，实现新签合同 1,086.93 亿元，占比 50.51%。

**中国中铁：持续夯实铁路交通，掘金海外矿产资源。**中国中铁积极践行“海外双优”发展战略，着力构建“3+5+N”海外经营发展体系和管理架构，持续发挥全产业链优势，不断扩大“走出去”的广度。公司海外业务遍及全球 143 个国家和地区，目前已承建 1000 多项海外工程，在海外拥有在建项目超过 1,600 亿美元，在“一带一路”共建国家累计设计、建造铁路及城市轨道交通总里程 14,000 公里、公路总里程 7,000 公里、机场及港口 50 余座，建成房屋总面积 1,200 万平米，在建及已建成 200 米以上的超高层建筑 14 座，参与运营、维护轨道总里程超过 3,000 公里。公司积极在海外拓展矿产资源相关业务，在境外全资、控股或参股投资建成 4 座现代化矿山，分别为刚果（金）绿纱铜钴矿、华刚 SICOMINES 铜钴矿、MKM 铜钴矿以及蒙古新鑫公司乌兰铅锌矿，均生产运营状况良好。此外，还有蒙古新鑫公司木哈尔铅锌矿、乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿尚未开发。

表11：中国中铁海外矿产资源项目情况

| 项目名称                  | 品种 | 品位        | 保有资源/储量 (万吨) | 权益比 (%) | 2023 年产量 (万吨) |
|-----------------------|----|-----------|--------------|---------|---------------|
| 刚果（金）华刚 SICOMINES 铜钴矿 | 铜  | 3.53      | 691.51       | 41.72%  | 23.55         |
|                       | 钴  | 0.15      | 54.75        |         | 0.39          |
| 刚果（金）绿纱铜钴矿            | 铜  | 2.57      | 45.5         | 72%     | 3.01          |
|                       | 钴  | 0.06      | 1.13         |         | 0.05          |
| 刚果（金）MKM 铜钴矿          | 铜  | 1.87%     | 3.1          | 80.20%  | 1.82          |
|                       | 钴  | 0.24%     | 0.32         |         | 0.02          |
| 蒙古新鑫公司乌兰铅锌矿           | 铅  | 1.15%     | 14.86        | 100%    | 0.85          |
|                       | 锌  | 2.91%     | 37.48        |         | 2.66          |
|                       | 银  | 56.55g/t  | 0.07         |         | 0.0044        |
| 新鑫公司木哈尔铅锌矿            | 铅  | 0.63%     | 4.11         | 100%    | 未开发           |
|                       | 锌  | 2.37%     | 15.47        |         |               |
|                       | 银  | 118.17g/t | 0.08         |         |               |
| 新鑫公司乌日勒敖包及张盖陶勒盖金矿     | 金  | 3g/t      | 0.0003       | 100%    | 未开发           |

资料来源：中国中铁公司公告、中国银河证券研究院

**中工国际：央企平台旗下国际工程领军企业，油气工程空间广阔。**公司控股股东国机集团为中央直接管理的国有骨干企业，是一家多元化、国际化的综合性装备工业集团，为公司带来强大的资源禀赋。公司坚持高质量共建“一带一路”，在业务区域方面，公司着力开发伊拉克等中东地区市场，



深度开发乌兹别克斯坦等中亚地区市场，调整拉美市场布局，大力开发圭亚那、尼加拉瓜等市场，储备了一批规模大质量优的项目。在业务领域方面，公司瞄准油气行业，成为首个在油气工程领域斩获大额总包项目的除“三桶油”之外的央企建筑相关主体，是参与中东油气工程项目的强有力的竞争者。2022年中工国际联合体与联合能源旗下的科威特能源签署10亿美元订单，以总包商身份为油气开发业主服务，正式切入油气新赛道；2024年，与中海油石化工程有限公司组成的联合体签订的伊拉克九区原油中央处理设施项目竣工并进入质保期，该项目实现了超1,300万安全人工时，提前三天实现一次点火成功顺利投产，创造伊拉克同类项目最短工期记录。投产以来，全厂生产状态平稳有序，产品各项质量检测指标在伊拉克各油田名列前茅，截至目前已持续稳定运行3个月，实现每天10万桶的产能。伊拉克九区天然气中央处理设施项目进入设备安装高峰期，正在进行钢结构安装、设备安装、管道安装和电气仪表安装等工作。

图26：伊拉克九区原油中央处理设施项目顺利投产及达产10万桶产能庆典仪式

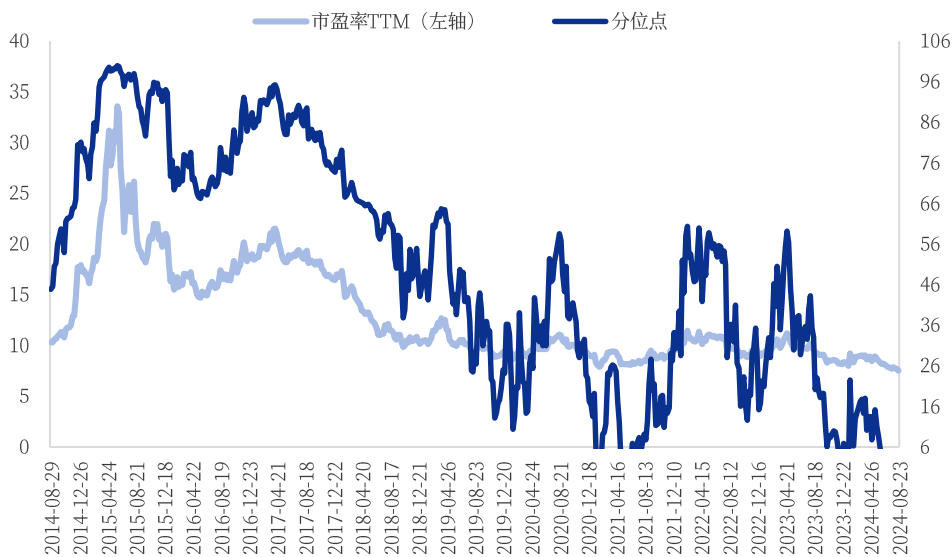


资料来源：中工国际公司公告，中国银河证券研究院

#### （四）投资建议

建筑行业市盈率处于历史极低位水平。截至2024年8月28日，建筑装饰（申万）指数动态PE为7.55倍，在过去3/5/10年的历史分位点分别为0%/0%/0%，建筑行业动态市盈率处于历史低位。

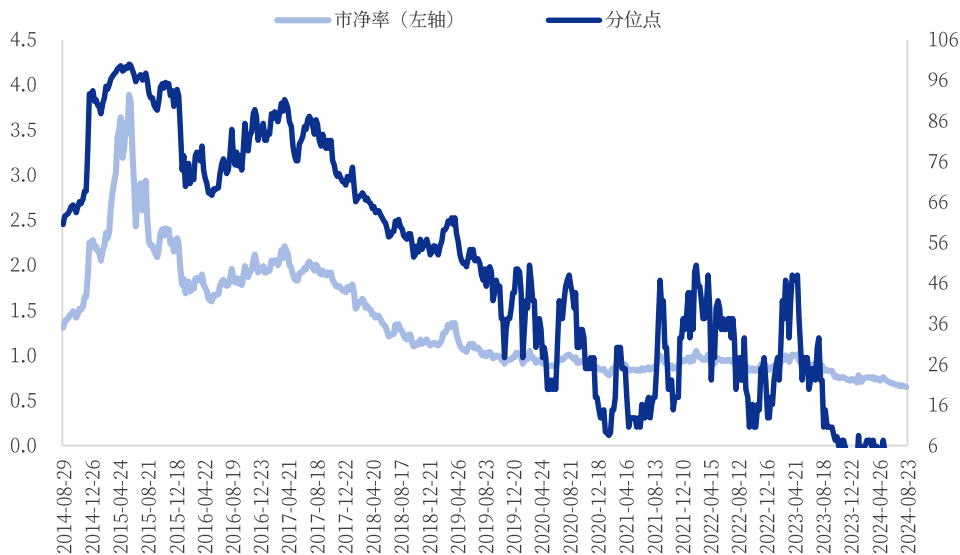
图27: 建筑行业市盈率及其三年分位点(%)处于历史低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**建筑行业市净率处于历史极低位水平。**截至 8 月 28 日, 建筑装饰(申万)指数 PB 为 0.65 倍, 在过去 3/5/10 年的历史分位点为 0%/0%/0%。股息率为 3.08%, 在过去 10 年的历史分位点为 99.61%。建筑行业整体估值处于历史极低位水平, 股息率处于历史高位水平, 安全边际高, 未来提升空间大。

图28: 建筑行业市净率及其三年分位点(%)处于历史低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**把握建筑央企和国际工程企业出海机遇，“一带一路”打开成长空间。**回顾推进共建“一带一路”十周年历程，我国对外承包工程行业经历了快速发展的黄金期，当前国际工程承包行业总体保持平稳增长态势。2024年，随着经济结构的调整和固定资产投资增速放缓，国内建筑行业竞争激烈、盈利持续收窄、去库压力较大，而“一带一路”沿线国家基础设施建设需求强劲，预计将为建筑央企及国际工程企业带来较大的海外项目订单增量。重点推荐中国铁建（601186.SH）、中国中铁（601390.SH）、中国交建（601800.SH）、中国建筑（601668.SH）、中国电建（601669.SH）、中国中冶（601618.SH）、中国化学（601117.SH）、中国能建（601868.SH）；建议关注北方国际（000065.SZ）、中工国际（002051.SZ）、中材国际（600970.SH）、中钢国际（000928.SZ）等。

表12：重点关注上市公司估值情况

| 证券简称 | PB(2024/8/28) | PE(TTM)<br>(2024/8/28) | PE(E)(2024) | PE(E)(2025) | PE(E)(2026) | 股息率<br>(2024/8/28) | 投资评级 |
|------|---------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|------|
| 中国建筑 | 0.54          | 4.18                   | 3.88        | 3.53        | 3.22        | 4.96%              | 推荐   |
| 中国中铁 | 0.51          | 4.40                   | 3.95        | 3.54        | 3.16        | 3.57%              | 推荐   |
| 中国铁建 | 0.43          | 4.13                   | 3.95        | 3.57        | 3.21        | 4.39%              | 推荐   |
| 中国交建 | 0.51          | 5.69                   | 5.36        | 4.98        | 4.58        | 3.43%              | 推荐   |
| 中国电建 | 0.67          | 6.74                   | 6.13        | 5.41        | 4.80        | 2.68%              | 推荐   |
| 中国中冶 | 0.66          | 8.24                   | 7.04        | 6.47        | 5.87        | 2.27%              | 推荐   |
| 中国化学 | 0.72          | 7.52                   | 7.09        | 6.31        | 5.63        | 2.61%              | 推荐   |
| 中国能建 | 0.89          | 10.85                  | 10.33       | 9.04        | 8.04        | 1.20%              | 推荐   |
| 中钢国际 | 0.97          | 9.25                   | 8.98        | 7.93        | 6.74        | 4.94%              | 推荐   |
| 北方国际 | 0.98          | 8.94                   | 9.26        | 8.88        | 8.11        | 1.08%              | 推荐   |
| 中工国际 | 0.75          | 23.66                  | 21.56       | 19.71       | 17.69       | 1.81%              | 推荐   |
| 中材国际 | 1.26          | 8.36                   | 7.29        | 6.22        | 5.62        | 4.29%              | 推荐   |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

**新签订单下滑的风险：**新签订单下滑，将在中短期给上市公司业绩和估值带来压力；

**应收账款回收不及预期的风险：**应收账款回收不及预期，将使得企业资产减值增加，导致盈利恶化；

**地缘政治风险：**“一带一路”沿线国家如出现相关国家政局动荡等情况，或导致相关标的公司海外业务短期份额及盈利能力受挫，从而拖累公司中短期业绩。

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: “一带一路”思路框架 .....                                | 5  |
| 图 2: “一带一路”六大经济走廊示意图 .....                           | 5  |
| 图 3: 我国对外承包工程新签合同额与完成额 .....                         | 7  |
| 图 4: “一带一路”共建国家承包工程新签合同额与完成额 .....                   | 7  |
| 图 5: 中国货物和服务出口（亿美元） .....                            | 7  |
| 图 6: 2023 年美国及“一带一路”沿线部分国家城镇化率对比 .....               | 9  |
| 图 7: 2012-2021 年美国及“一带一路”沿线部分国家人均铁路里程对比（公里/千人） ..... | 10 |
| 图 8: 全球开启新一轮（第五轮）产业转移 .....                          | 11 |
| 图 9: 新一轮全球产业转移以来东南亚四国一带一路基础设施发展指数 .....              | 11 |
| 图 10: 八大建筑央企新签订单市占率 .....                            | 11 |
| 图 11: 2015-2023 年八大建筑央企境外业务毛利率情况 .....               | 12 |
| 图 12: 2015-2023 年八大建筑央企境内业务毛利率情况 .....               | 12 |
| 图 13: 2018-2022 年“一带一路”沿线国家人民币跨境收付情况 .....           | 13 |
| 图 14: 2023 年超 50% 境内外工商企业提升使用人民币跨境结算比例 .....         | 13 |
| 图 15: 中国在东南亚地区对外工程承包营业额及全球占比 .....                   | 14 |
| 图 16: 2021 年中国对各国工程承包营业额及在东南亚国家中的占比 .....            | 14 |
| 图 17: 2021 年美国及中东地区部分国家人均铁路里程（公里/千人） .....           | 15 |
| 图 18: 1999-2021 年中国对中亚五国工程承包营业额在亚洲的占比 .....          | 17 |
| 图 19: 2021 年中国对中亚五国工程承包营业额占比情况 .....                 | 17 |
| 图 20: 2008-2024 年地缘政治风险指数 .....                      | 18 |
| 图 21: 美元兑离岸人民币汇率 .....                               | 19 |
| 图 22: 2023 年“全球最大 250 家国际承包商”榜单各国上榜企业数量 .....        | 20 |
| 图 23: 排名前五各国上榜企业 2022 年营业额及占比 .....                  | 20 |
| 图 24: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速情况 .....              | 21 |
| 图 25: 2013-2023 年八大央企海外业务新签订单增速均值 .....              | 21 |
| 图 26: 伊拉克九区原油中央处理设施项目顺利投产及达产 10 万桶产能庆典仪式 .....       | 25 |
| 图 27: 建筑行业市盈率及其三年分位点(%)处于历史低位 .....                  | 26 |
| 图 28: 建筑行业市净率及其三年分位点(%)处于历史低位 .....                  | 26 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 1: “一带一路”相关政策梳理 .....         | 4  |
| 表 2: 三届“一带一路”国际合作高峰论坛概况 .....   | 6  |
| 表 3: “一带一路”基建相关专项投资资金支持 .....   | 8  |
| 表 4: 建筑装饰行业上市公司属性分布情况 .....     | 12 |
| 表 5: 东南亚部分国家基础设施政策及计划 .....     | 14 |
| 表 6: 拉美地区部分国家能源转型目标计划 .....     | 16 |
| 表 7: 中亚五国基础设施政策及计划 .....        | 17 |
| 表 8: 2023 年建筑行业重点企业海外业务情况 ..... | 21 |
| 表 9: 对外工程承包各领域参与方及代表项目 .....    | 22 |
| 表 10: 中国交建主导的部分重点海外项目 .....     | 23 |
| 表 11: 中国中铁海外矿产资源项目情况 .....      | 24 |
| 表 12: 重点关注上市公司估值情况 .....        | 27 |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**龙天光 建筑行业分析师 组长。**本科和研究生均毕业于复旦大学。2014年就职于中国航空电子研究所。2016-2018年就职于长江证券研究所。2018年加入银河证券，担任通信、建筑行业组长。团队获2017年新财富第七名，Wind最受欢迎分析师第五名。2018年担任中央电视台财经频道节目录制嘉宾。2019年获财经最佳选股分析师第一名。2021年获东方财富Choice最佳分析师建筑行业第三名。2022年获东方财富Choice建筑行业最佳分析师及分析师个人奖。

**张淦获 建筑行业分析师。**美国杜兰大学金融硕士，5年投资银行从业经验。2023年加入中国银河证券研究院，从事建筑研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准  | 评级              | 说明                     |
|---|-----------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级            | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上       |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间  |
|   |                 | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |
| 公司评级  |                 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |
|   |                 | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |
|   | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |                        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn