

2019.04.09

一带一路较最高估值尚有一倍差距，四大超预期重估长期价值

评级: 增持

上次评级: 增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	增持
建筑园林	增持

	韩其成 (分析师)	齐佳宏 (研究助理)	陈笑 (分析师)
	021-38676162	010-59312799	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	qijiahong@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880117100131	S0880518020002

本报告导读:

一带一路较上两次最高估值尚有一倍差距，四大超预期助股价上行，推荐工业产能建设与交通基础设施建设两个方向。

摘要:

我们认为，此次一带一路行情至少存在以下 4 个超预期点:

超预期 1: 一带一路峰会级别/影响力望超预期。1) 市场对即将召开的一带一路峰会级别与关注度存在一定担心，目前国际环境较复杂，峰会反响可能不及预期。2) 我们认为，近一年主席出访/接待一带一路国家元首频率不断上升，2018Q3、Q4 单季均超 10 次；3 月 21 日至 26 日，主席访问意大利/摩纳哥/法国，总理将于 4 月 8 日至 12 日再访欧洲，带路推动力度不减。一带一路影响力不断扩大(已与 125 个国家签署合作文件，欧洲国家 26 个)。第二届峰会规格更高/规模更大/活动更丰富，峰会反响依然强烈。

超预期 2: 一带一路取得成果超预期。1) 由于部分一带一路项目位于经济欠发达国家，市场对项目进展存在一定担心。2) 我们认为，一带一路已取得显著成果。2018 年我国在一带一路沿线国家新签合同额 1258 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 52%，中老铁路、马来西亚东部沿海铁路等大型工程进展顺利；对一带一路国家进出口总额占比由 2016 年的 25.6% 提升至 2018 年的 40.8%)。同时，一带一路对拉动沿线国家经济/就业亦大有裨益，如截至 2018 年年底，泰中罗勇工业园为泰国创造 3.2 万工作岗位，约占员工总数的 90%。

超预期 3: 行情实质系业绩反转而非主题炒作，行情内涵超预期。1) 市场认为，从行情开始的时间结点看，此次行情为针对一带一路峰会的博弈。2) 我们认为，行情实质源于带路推进/国内外融资宽松致相关标的业绩反转。全球融资环境转向宽松助海外业务落地，国内融资环境宽松助国内业务推进。标的在手订单充足，中工国际/中钢国际/北方国际(生效)/中材国际在手订单保障倍数 5.9/4.7/4.4/2.1 倍，成业绩反转基础。中钢国际 2018Q4 单季净利高增 46%(Q1-Q3 增速 -10%/-4%/-37%)，业绩反转端倪已现。

超预期 4: 估值较首届峰会前及 2014 年 12 月牛市启动前(上证指数均 3200 点)尚有一倍差距，行情空间望超预期。1) 市场认为，如果对比首届峰会临近前股价表现(上涨约 2 周)，后续上涨空间存疑。2) 我们认为，相较于 2017H1 目前市场环境 2014H2 相似度更高，较好市场环境叠加业绩反转，行情窗口期长/空间大，标的估值低(2014 年 12 月/2017 年 4 月上证综指 3235/3295 点，北方国际 34/37 倍 PE，中钢国际 55/39 倍 PE，目前 16/16 倍)、仓位低(2016 年来国际工程基金持仓最高 7.0%，2018 年末 1.8%)、涨幅低(2014H2 中国铁建/中国中铁涨幅 240%/269%，2019 年来 12%/7%)。我们认为此次一带一路行情实质是板块经营情况好转，4 月将迎来主升浪。工业产能建设方向推荐北方国际/中国化学/中材国际/中工国际，受益中钢国际，交通基础设施建设推荐中国交建/中国铁建/中国中铁。

风险提示: 第二届一带一路峰会成果不及预期、人民币快速大幅升值等

相关报告

建筑工程业:《一带一路较上两次最高估值尚有一倍差距,同在 3200 点》

2019.04.07

建筑工程业:《一带一路催化不断,看好园林/地产链/设计》

2019.03.31

建筑工程业:《一二线地产回暖利好相应装饰龙头,复盘历史涨幅仍有空间》

2019.03.25

建筑工程业:《最看好一带一路/科创板属性两主题及设计/园林两行业》

2019.03.24

建筑园林:《园林 PPP 融资加快成本降低,龙头稳健次龙头弹性大》

2019.03.24

目 录

1. 投资故事：一带一路尚有一倍空间，四大超预期助股价上行	3
2. 超预期 1：一带一路峰会级别/影响力望超预期	3
2.1. 领导人出访/接待一带一路国家元首超 150 次，第二届峰会规格更高/规模更大/活动更丰富	4
2.2. 已与 125 个国家签署合作文件，一带一路影响力不断扩大	6
3. 超预期 2：一带一路取得成果超预期	7
3.1. 成就 1：一带一路合同占对外承包合同 52%，69 家企业入选 ENG 国际承包商	8
3.2. 成就 2：一带一路沿线外贸增速 13.3%，高于整体增速 3.6pct. 9	
3.2.1. 节约运输时间，一带一路助力贸易发展	9
3.2.2. 中欧班列开行班次超 6600 列，对贸易/就业拉动明显	11
3.3. 成就 3：沿线产业园区已达 65 个，工业工程需求有望迎来爆发期	13
3.4. 成就 4：丝路基金和亚投行为一带一路提供有力支持	16
4. 超预期 3：行情实质系业绩反转而非主题炒作，行情内涵超预期 17	
4.1. 业绩反转逻辑 1：国内外环境宽松，助力业绩提速	17
4.1.1. 国际融资环境相对宽松，助力一带一路订单上行	17
4.1.2. 国内融资环境好转望助力业绩提速	18
4.2. 业绩反转逻辑 2：中工国际/中钢国际/北方国际/中材国际在手订单保障倍数 5.9/4.7/4.4/2.1 倍，订单充足支撑业绩反转	20
4.3. 中钢国际 2018Q4 净利增 46%，核心标的业绩反转端倪已现	24
5. 超预期 4：估值较首届峰会前及 2014 年 12 月牛市启动前(上证指数均 3200 点)尚有一倍差距，行情空间超预期	25
5.1. 2014 年一带一路超级周期：板块最高涨幅 241%，中国中铁 10 倍涨幅高居板块第一	25
5.2. 2016 年一带一路再上风口：板块最高涨幅 59%，北方国际 142% 等国际工程公司涨幅翻倍	34
5.3. 一带一路较上两次上证 3200 点时估值尚有一倍空间，4 月将迎来主升浪	44
6. 推荐工业产能建设/交通基础设施建设两条主线	45
6.1. 工业产能建设/交通基础设施建设两条主线	45
6.2. 公司逻辑	47
7. 风险提示	53

1. 投资故事：一带一路尚有一倍空间，四大超预期助

股价上行

我们认为，此次一带一路行情至少存在以下 4 个超预期点：

超预期 1：一带一路峰会级别/影响力望超预期。1)市场对即将召开的一带一路峰会级别与关注度存在一定担心，目前国际环境较复杂，峰会反响可能不及预期。2)我们认为，近一年来主席出访/接待一带一路国家元首频率不断上升，2018Q3、Q4 单季均超 10 次；3 月 21 日至 26 日，主席访问意大利/摩纳哥/法国，总理将于 4 月 8 日至 12 日再访欧洲，带路推动力度不减。一带一路影响力不断扩大(已与 125 个国家签署合作文件，欧洲国家 26 个)。第二届峰会规格更高/规模更大/活动更丰富，峰会反响依然强烈。

超预期 2：一带一路取得成果超预期。1)由于部分一带一路项目位于经济欠发达国家，市场对项目进展存在一定担心。2)我们认为，一带一路已取得显著成果。2018 年我国在一带一路沿线国家新签合同额 1258 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 52%，中老铁路、马来西亚东部沿海铁路等大型工程进展顺利；对一带一路国家进出口总额占比由 2016 年的 25.6%提升至 2018 年的 40.8%。同时，一带一路对拉动沿线国家经济/就业亦大有裨益，如截至 2018 年年底，泰中罗勇工业园为泰国创造 3.2 万工作岗位，约占员工总数的 90%。

超预期 3：行情实质系业绩反转而非主题炒作，行情内涵超预期。1)市场认为，从行情开始的时间结点看，此次行情为针对一带一路峰会的博弈。2)我们认为，行情实质源于带路推进/国内外融资宽松致相关标的业绩反转。全球融资环境转向宽松助海外业务落地，国内融资环境宽松助国内业务推进。标的在手订单充足，中工国际/中钢国际/北方国际(生效)/中材国际在手订单保障倍数 5.9/4.7/4.4/2.1 倍，成业绩反转基础。中钢国际 2018Q4 单季净利高增 46%(Q1-Q3 增速-10%/-4%/-37%)，业绩反转端倪已现。

超预期 4：估值较首届峰会前及 2014 年 12 月牛市启动前(上证指数均 3200 点)尚有一倍差距，行情空间望超预期。1)市场认为，如果对比首届峰会临近前股价表现(上涨约 2 周)，后续上涨空间存疑。2)我们认为，相较于 2017H1 目前市场环境 2014H2 相似度更高，较好的市场环境叠加业绩反转，行情窗口期长/空间大，标的估值低(2014 年 12 月/2017 年 4 月上证综指 3235/3295 点，北方国际 34/37 倍 PE，中钢国际 55/39 倍 PE，目前 16/16 倍)、仓位低(2016 年来国际工程基金持仓最高 7.0%，2018 年末 1.8%)、涨幅低(2014H2 中国铁建/中国中铁涨幅 240%/269%，2019 年来 12%/7%)。

我们认为此次一带一路行情并非主题炒作而是基于板块经营情况好转，4 月将迎来主升浪。把握工业产能建设/交通基础设施建设两条主线，工业产能建设方向推荐北方国际/中国化学/中材国际/中工国际，受益中钢国际，交通基础设施建设推荐中国交建/中国铁建/中国中铁。

2. 超预期 1：一带一路峰会级别/影响力望超预期

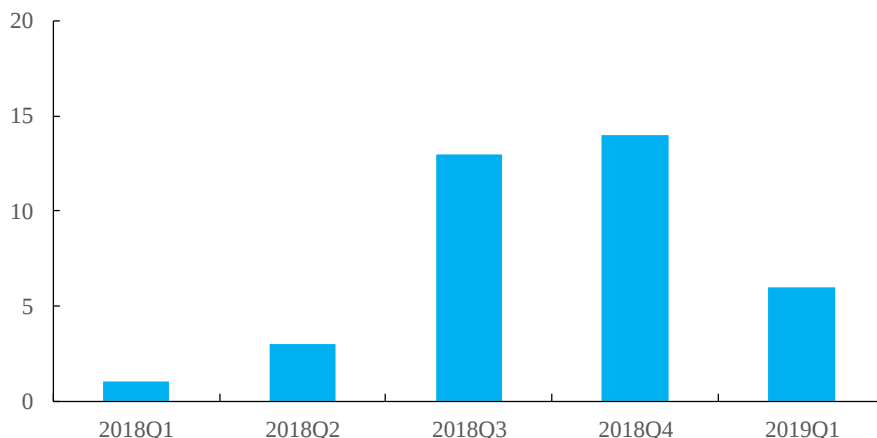
市场认为，即将召开的一带一路峰会并非首届，会议级别与关注度难超首届，且目前国际环境较为复杂，峰会获得的海外反响可能不及预期，从而影响行情级别。

我们认为，近一年以来，领导人出访/接待一带一路国家元首频率不断上升，彰显一带一路倡议的重要地位；且一带一路的海外影响力不断扩大，欧洲国家参与程度上升。第二届峰会规格更高/规模更大/活动更丰富，峰会反响有望超出市场预期。

2.1. 领导人出访/接待一带一路国家元首超 150 次，第二届峰会规格更高/规模更大/活动更丰富

领导人出访/接待一带一路国家元首频率彰显一带一路重要地位。1) 一带一路倡议提出 5 年来，我国领导人出访一带一路国家及一带一路国家元首访问我国已超 150 次。2) 根据我们的统计，2018Q1 以来，习主席会见海外国家首脑过程中涉及一带一路的次数逐步攀升，其中 2018Q3、2018Q4 单季均超 10 次。

图 1：习主席会见海外国家首脑（涉及一带一路）次数增加



数据来源：一带一路官网，国泰君安证券研究

表 1：2018Q1 以来主席出访/接待海外国家元首中涉及一带一路的活动较多

时间	涉及国家	内容
2018/2	英国	主席希望英中开展“一带一路”合作，英愿同中方加强贸易、投资、科技、互联网等领域合作
2018/4	新加坡	中新双方将加强“一带一路”框架内合作，共建“南向通道”构建更紧密中国东盟命运共同体
2018/5	阿根廷	中方坚定支持阿方主办二十国峰会，阿方全力支持共建“一带一路”倡议，愿同中方加强合作
2018/6	玻利维亚	玻方愿同共建“一带一路”，主席指出中拉合作实质是南南合作，“一带一路”为合作新平台
2018/7	科威特	科威特为海湾方向“一带一路”重要伙伴，双方要加强在能源、金融等领域合作
2018/7	塞内加尔	中方愿同塞方发挥优势互补，重点加强农渔产品贸易加工等领域合作，帮助塞方提高自主发展能力
2018/7	毛里求斯	毛里求斯将继续坚定奉行一个中国政策，欢迎“一带一路”倡议，愿深化同中国的互利友好合作
2018/8	科特迪瓦	科方支持“一带一路”倡议，愿积极参与、并愿推动西非经济货币联盟国家共建“一带一路”
2018/8	喀麦隆	中方愿助力喀麦隆推进工业化和现代化，喀方赞同“一带一路”，推进中非全面战略合作伙伴
2018/9	几内亚	几方愿借鉴中国治国理政、减贫方面的经验，积极参与共建“一带一路”
2018/9	刚果共和国	主席指出愿同刚方进一步巩固深化政治互信，不断深化中刚全面战略合作伙伴关系
2018/9	卢旺达	主席表示中卢双方要加强战略沟通和团结协作，继续相互支持，共建“一带一路”
2018/9	阿尔及利亚	阿方支持北京峰会提出的中非合作新举措，愿以双方签署“一带一路”合作协议为契机深化合作
2018/9	津巴布韦	主席指出，双方在新时期要继续往开来，积极探索新模式新领域，推动经贸合作可持续发展

2018/9	俄罗斯	中俄双方将深化欧亚经济联盟对接, 扩大能源、农业、科技、金融等领域合作
2018/9	塞尔维亚	塞方表示“一带一路”倡议带来就业增加和经济增长, 将积极参与共建
2018/9	萨摩亚	萨方支持“一带一路”倡议, 愿在这一重要框架内拓展两国在经贸、投资、旅游等领域
2018/11	肯尼亚	中方愿帮助肯方提升产品附加值和竞争力, 肯方愿密切同中方在经贸、农业、基建等领域合作
2018/11	马尔代夫	马新政府坚定奉行一个中国政策, 愿进一步深化双方在“一带一路”框架下的务实合作
2018/11	文莱	文方愿加强双方在贸易、农业、旅游等领域交流合作, 加强“2035 宏愿”战略对接合作
2018/11	苏丹	文莱高度评价中国, 愿加强文中在国际和地区事务中的沟通和协调, 推动东盟同中国合作不断深化
2018/11	菲律宾	深化“一带一路”倡议同菲律宾发展战略对接, 加强基建、电信、农业等领域合作
2018/11	哈萨克斯坦	中哈共建“一带一路”下一步要重点加强政策协调, 落实好丝绸之路经济带建设同新经济政策对接
2018/11	西班牙	西中双方已互为重要贸易伙伴, 文化、教育交流日益密切, 西方愿同中方扩大各领域交往合作
2018/12	阿根廷等	“一带一路”倡议全面延伸至拉美, 主席欢迎拉美国家积极参与“一带一路”, 拉美国家热烈响应
2018/12	巴拿马等	巴方表示共建“一带一路”将增强巴拿马在国际航运领域的竞争力, 为促进全球贸易作贡献
2018/12	西班牙	中西将努力实现中西、中欧间海陆空三位一体大联通
2018/12	阿根廷等	中阿同意将全面战略伙伴关系扩展至“一带一路”倡议, 携手推动共建“一带一路”
2019/1	芬兰	中芬将充分利用中欧班列促进双向贸易, 共建“冰上丝绸之路”, 促进亚欧大陆互联互通
2019/1	柬埔寨	加快“一带一路”倡议同柬埔寨发展战略对接, 推进交通、产能、能源、贸易、民生等五大板块合作
2019/2	沙特阿拉伯	沙特支持共建“一带一路”倡议, 愿将沙方“2030 愿景”同“一带一路”倡议对接
2019/3	意大利法国	意大利成为第一个加入“一带一路”建设 G7 国, 法国总统多次表达愿开展“一带一路”合作

数据来源: 一带一路官网, 国泰君安证券研究

表 2: 2018Q1 以来总理出访/接待海外国家元首中涉及一带一路的活动较多

时间	涉及国家	内容
2018/1	泰国	中方愿加强“一带一路”倡议同泰国“东部经济走廊”等发展战略对接, 提升中泰贸易便利化水平
2018/1	英国	总理表示加强“一带一路”、核电高铁、金融、高技术贸易、第三方市场等领域合作
2018/3	汤加	汤方表示愿加强在教育、基础设施、农业食品等领域的合作
2018/4	新西兰	新方表示“一带一路”成果惠及全世界, 对“一带一路”倡议中消除贸易壁垒的因素保持持续关注
2018/5	印度尼西亚	双方讨论了加强“一带一路”和深化贸易投资合作等议题, 就密切人员往来、促进文化交流达成一致
2018/5	日本	双方探讨“一带一路”合作, 共同开拓第三方市场。已就签署本币互换协议达成原则共识
2018/5	特多	中方愿将“一带一路”倡议同特多发展战略对接, 推进基础设施建设、能源、金融、农业等领域合作
2018/7	马来西亚	马方愿同中方一道, 共同推动两国以及亚洲国家发展, 推进东盟同中国的互利合作
2018/9	新西兰	新方表示新中合作空间广阔, 新方愿进一步密切两国在经贸、旅游、创新等各领域交流合作
2018/9	塞尔维亚	塞方表示“一带一路”有关项目对塞经济起到显著推进作用, 期待同中方深化合作, 实现互利共赢
2018/9	萨摩亚	萨方表示“一带一路”倡议对促进贸易、旅游、文化具有积极作用, 期待同中方签署合作谅解备忘录
2018/10	比利时	比方愿将欧盟互联互通战略同中方“一带一路”倡议对接, 支持比方企业赴华投资
2018/10	日本	中方欢迎日本积极参与“一带一路”建设, 将中日互利合作推向更加广阔的舞台
2018/11	新加坡	新加坡正式宣布核准《“一带一路”融资指导原则》, 旨在深化“一带一路”融资合作
2019/1	柬埔寨	总理表示支持中方企业参与柬产能、交通、电力等基础设施建设和运营
2019/3	卢森堡	双方签署共建“一带一路”谅解备忘录
2019/4	新西兰	中方愿将“一带一路”倡议同新方发展战略对接, 深化农牧业、财政、基础设施建设等领域合作

数据来源: 一带一路官网, 国泰君安证券研究

近期一带一路催化不断。1)3 月 21 日至 26 日, 习近平主席对意大利、摩纳哥、法国进行国事访问。推动中国同意、摩、法三国务实合作, 为共建“一带一路”开辟新空间。2)欧盟国家卢森堡紧随其后, 3 月 27 日卢森堡首相贝泰尔与中国签署协议, 同意和北京在“一带一路”倡议上展开合作。在 3 月中旬, 地中海小国马耳他也表示有兴趣加入中国“一带一路”倡议。3)李总理将于 4 月 8 日至 12 日再次出访欧洲, 加强共建“一带一路”倡议与欧盟、欧亚互联互通战略对接。

第二届峰会即将召开，规格更高/规模更大/活动更丰富。1) 国务委员兼外交部长表示即将召开的第二届一带一路峰会将有三个特点：①规格更高，预定出席的外国国家元首和政府首脑人数将明显超过首届；②规模更大，将有 100 多个国家的数千名代表参会；③活动更丰富，将举办 12 场推动务实合作的分论坛，并将首次举办企业家大会，为工商界对接合作搭建平台。

图 2：随着峰会召开时间临近，一带一路关注度望再迎高峰

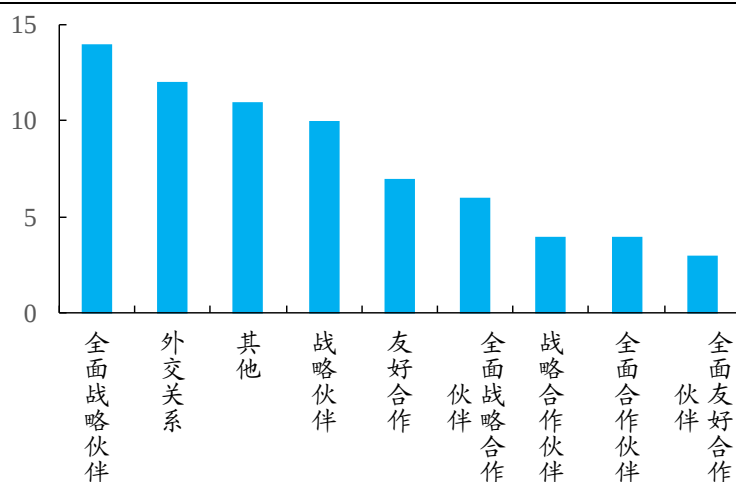


数据来源：百度媒体指数，国泰君安证券研究

2.2. 已与 125 个国家签署合作文件，一带一路影响力不断扩大

一带一路已形成较为强大的国际影响力。1) 目前我国已与 125 个国家和 29 个国际组织签署了一带一路合作文件，其中涉及到的非洲(37)、亚洲(36)、欧洲(26)国家较多。2) 我国已与 56% 的一带一路国家保持战略伙伴及以上的关系级别，对一带一路倡议推广形成重要支撑。3) 一带一路有关合作理念和主张已被写入联合国、二十国集团、亚太经合组织、上海合作组织等重要国际机制的成果文件，彰显了一带一路倡议的国际影响力。

图 3：我国与 56% 的一带一路国家保持战略伙伴及以上的关系级别



数据来源：一带一路官网，国泰君安证券研究

表 3：我国已与 125 个国家和 29 个国际组织签署 173 份共建“一带一路”合作文件

周别	已签署国家	数量
非洲	苏丹、南非、塞内加尔、塞拉利昂、科特迪瓦、索马里、喀麦隆、南苏丹、塞舌尔、几内亚、加	37

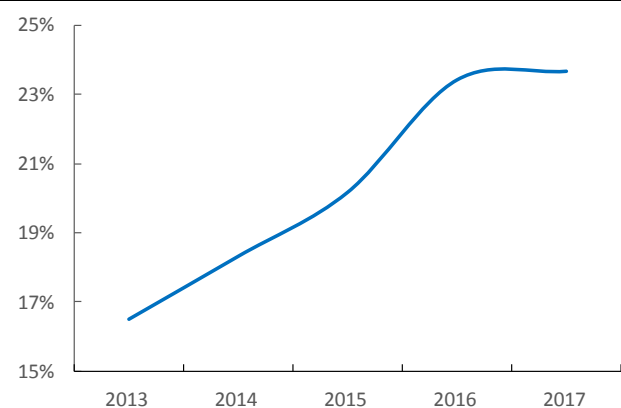
	纳、赞比亚、莫桑比克、加蓬、纳米比亚、毛里塔尼亚、安哥拉、吉布提、埃塞俄比亚、肯尼亚、尼日利亚、乍得、刚果布、津巴布韦、阿尔及利亚、坦桑尼亚、布隆迪、佛得角、乌干达、冈比亚、多哥、卢旺达、摩洛哥、马达加斯加、突尼斯、利比亚、埃及	
亚洲	韩国、蒙古、新加坡、东帝汶、马来西亚、缅甸、柬埔寨、越南、老挝、文莱、巴基斯坦、斯里兰卡、孟加拉国、尼泊尔、马尔代夫、阿联酋、科威特、土耳其、卡塔尔、阿曼、黎巴嫩、沙特阿拉伯、巴林、伊朗、伊拉克、阿富汗、阿塞拜疆、格鲁吉亚、亚美尼亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦、泰国、印度尼西亚、菲律宾	36
欧洲	俄罗斯、奥地利、希腊、波兰、塞尔维亚、保加利亚、捷克、斯洛伐克、阿尔巴尼亚、克罗地亚、波黑、黑山、爱沙尼亚、立陶宛、斯洛文尼亚、匈牙利、马其顿、罗马尼亚、拉脱维亚、乌克兰、白俄罗斯、摩尔多瓦、马耳他、葡萄牙、意大利、卢森堡	26
大洋洲	新西兰、巴布亚新几内亚、萨摩亚、纽埃、斐济、密克罗尼西亚联邦、库克群岛、汤加、瓦努阿图	9
南美洲	智利、圭亚那、玻利维亚、乌拉圭、委内瑞拉、苏里南、厄瓜多尔	7
北美洲	哥斯达黎加、巴拿马、萨尔瓦多、多米尼加、特立尼达和多巴哥、安提瓜和巴布达、多米尼克、格林纳达、巴巴多斯、古巴	10

数据来源：一带一路官网，国泰君安证券研究

一带一路正逐步获得欧洲国家认可。1)2018年8月27日，希腊同我国签署共建“一带一路”合作谅解备忘录，成为与我国签订此类备忘录的首个欧洲发达国家。2)2019年3月23日，中意领导人在罗马签署29项合作协议或意向书，价值25亿欧元，涉及基建、银行、贸易、旅游等众多领域，并成为首个签署“一带一路”倡议谅解备忘录的G7国家，自此欧洲已有26个国家与我国签署一带一路合作文件，一带一路逐步获得欧洲国家认可。

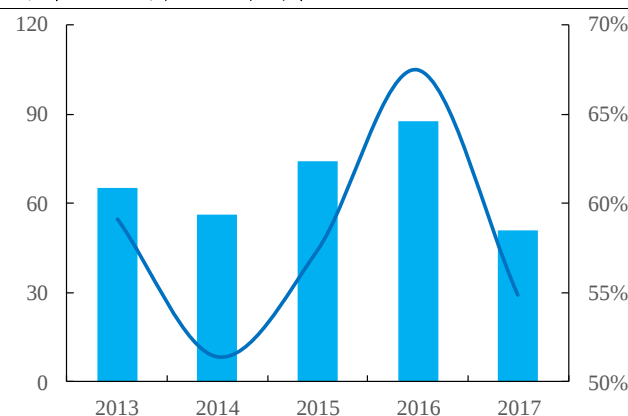
近年来海外舆论环境对于一带一路的态度亦更为积极。1)全球舆论对一带一路倡议的态度由观望/质疑转向支持合作，国家信息中心数据显示，全球舆论对一带一路积极情绪已由2013年的16.5%提升至2017年末的23.67%。2)中国国际友好城市联合会数据显示，截至2018年4月末，我国已与一带一路国家建立了1023对友好城市，在我国对外友好城市中占比40.18%，自一带一路倡议提出以来，该比例始终维持在50%以上。

图 4：对一带一路持积极态度的国外媒体和网民占比提升



数据来源：国家信息中心，国泰君安证券研究

图 5：近年来与一带一路国家缔结友好城市数量占对外友好城市比例维持在 50% 以上



数据来源：中国国际友好城市联合会，国泰君安证券研究

3. 超预期 2：一带一路取得成果超预期

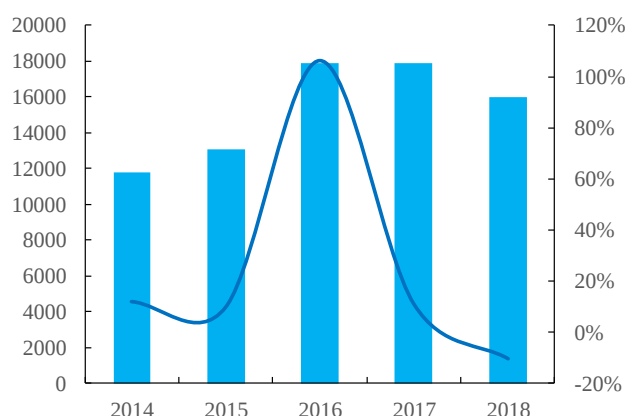
由于部分一带一路项目位于经济欠发达国家，市场对项目进展存在一定担心。

我们认为，一带一路已取得显著成果，助力我国承包大量海外工程，增进我国与沿线国家的贸易往来，对拉动沿线国家经济/就业亦大有裨益，随着一带一路中交通类基础设施建设向前推进，沿线交通设施水平提升，贸易成本下降，有望带动工业工程需求爆发，同时交通建设有望持续发力。而丝路基金、亚投行等将为一带一路提供资金方面的支持。

3.1. 成就 1：一带一路合同占对外承包合同 52%，69 家企业入选 ENG 国际承包商

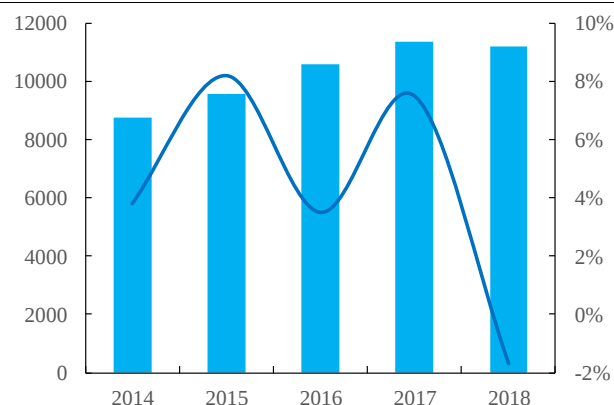
一带一路助力我国承包大量海外工程。1)宏观视角：2018 年，我国对外承包工程业务新签合同达 1.12 万亿，工程业务营业额达 1.6 万亿，承接的海外工程量较大，其中一带一路沿线国家新签合同额 1258 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 52%。2)微观视角：国内企业入选 ENG 国际承包商数量增加，2018 年入选该榜单的国内企业达 69 个，创一带一路倡议提出以来新高，且这些企业在榜单中的海外营收占比已达 23.7%，较 2017 年提升 2.6pct。

图 6：我国对外承包工程业务新签合同情况



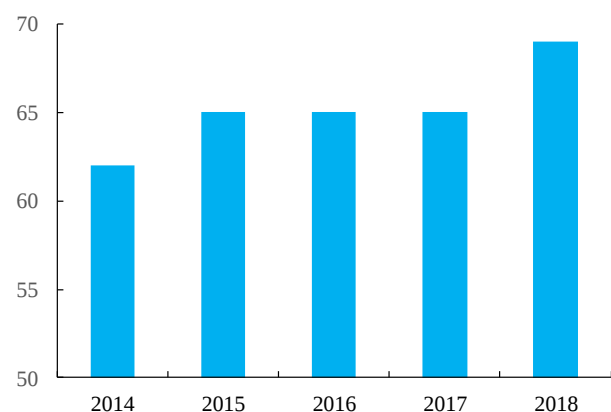
数据来源：商务部，国泰君安证券研究

图 7：我国对外承包工程业务营业额情况



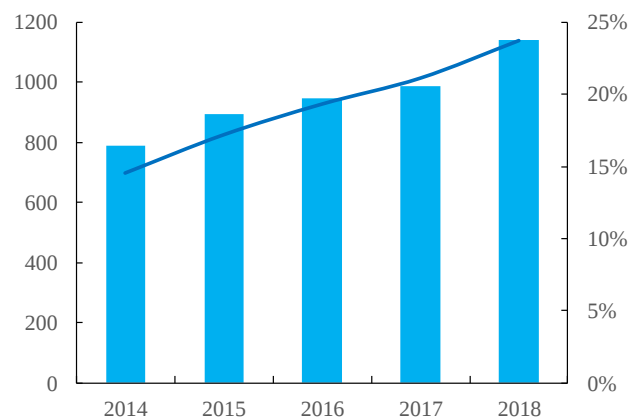
数据来源：商务部，国泰君安证券研究

图 8：国内企业入选 ENG 国际承包商数量增加



数据来源：商务部，国泰君安证券研究

图 9：入围 ENG 榜单国内企业收入占比逐年提升



数据来源：商务部，国泰君安证券研究

中老铁路是近年来一带一路丰硕成果的典型代表。老挝地势多山，因此

桥梁和隧道里程数占中老铁路总里程 62.7%，其中桥梁 92 公里，隧道 198 公里。老挝将受益中老铁路的建成克服山地和高原居多的劣势，成为中南半岛陆上交通枢纽。

中老铁路对拉动当地经济/就业作用明显。1)中老铁路全线建设已聘用老挝员工 3.2 万人次，目前在岗的老挝籍员工 4300 多人。2)中老铁路同时拉动当地建材供应、电力、农牧业、物流等产业发展。3)作为民心工程，中老铁路将助理老挝经济增长，满足老挝人民对美好生活的向往。

3.2. 成就 2：一带一路沿线外贸增速 13.3%，高于整体增速 3.6pct

3.2.1. 节约运输时间，一带一路助力贸易发展

一带一路倡议发起后交通运输领域已取得显著成果。根据我们的统计，近年来一带一路大型项目中交通运输类项目占比较高，中老铁路、中泰铁路、匈赛铁路、斯里兰卡汉班托塔港、阿联酋哈利法港等一系列大型项目相继取得突破。

表 4：近年来一带一路大型项目中交通运输类项目占比较高

年份	项目	国家(地区)	金额 (亿)	签约日期	分类
2015	卡古路卡巴萨水电站项目	安哥拉	281.70	2015/6/9	水电站
	奥贡州成际铁路项目	尼日利亚	214.64	2015/4/8	铁路
	卡拉奇-拉合尔高速公路项目	巴基斯坦	185.00	2015/12/22	高速公路
	斯拉夫钾肥公司采矿选矿综合体建设项目	白俄罗斯	102.10	2015/5/10	金属矿/电站/铁路
	下凯富峡水电站项目	赞比亚	98.66	2015/11/21	水电站
2016	巴基斯坦卡拉奇-拉合尔高速公路项目	巴基斯坦	184.60	2015/12/24	高速公路
	纳瓦沙-基苏木标轨等四个肯尼亚商务合同	肯尼亚	344.80	2016	铁路/港口
	蒙古国阿曼河 2020MW 火电项目	蒙古	116.30	2016/8/22	发电厂
	马来西亚南部铁路项目	马来西亚	144.70	2016/10/31	铁路
	赞比亚奇帕塔经佩塔乌凯至塞伦杰铁路设计施工项目	赞比亚	151.00	2016	铁路
	马来西亚金马士-新山双线电气化铁路工程	马来西亚	144.70	2016/11/2	铁路
	中老铁路磨丁至万象工程	老挝	400.00	2016/10/26	铁路
2017	马来西亚东部沿海铁路一期工程	马来西亚	728.00	2017	铁路
	印度尼西亚美加达卫星城项目	印度尼西亚	693.70	2017/7/24	城市建设
	香港综合废物管理设施第一期项目	香港	265.16	2017/11/22	废物/发电
	俄罗斯阿穆尔天然气处理厂建设项目	俄罗斯	173.85	2017/4/11	天然气
	蒙贝拉 3050 兆瓦水电站项目	尼日利亚	383.72	2017/11/10	水电站
	阿布贾城铁项目	尼日利亚	123.70	2017/5/25	铁路
2018	孟加拉帕德玛大桥铁路连接线项目	孟加拉	208.10	2018/4/27	铁路
	柬埔寨金港高速公路 BOT 项目	柬埔寨	136.43	2018/1/11	高速公路
	拉各斯至卡诺铁路第 4 号补充实施协议	尼日利亚	423.28	2018/5/17	铁路
	埃及新首都中央商务区二期项目	埃及	239.00	2018/9/2	城市建设
	埃及苏伊士炼油及石化厂项目	埃及	416.00	2018/9/3	炼油厂/石化厂
	哈萨克斯坦腾太科河上游 5 座梯级水电站项目	哈萨克斯坦	102.90	2018/12/13	水电站
2019	尼日利亚拉各斯州新月岛设计与施工合同	尼日利亚	129.30	2019/1/10	填海/基础设施/ 收费公路/桥梁

数据来源：新华丝路，国泰君安证券研究

一带一路交运类基础设施助力缩短运输时间。世界银行的研究成果显示，随着一带一路规划中交通运输类基础设施建成后，全球范围内贸易运输时间将显著降低。在运输模式固定(比如此前为陆运，建成后仍采用陆运，仅改变某段运输路径)与可调整运输模式(比如此前为陆运，建成后可选择海运)的假设下，全球平均运输时间将由此前的 22.9 天下降为 22.6 天/22.3 天。

表 5：一带一路倡议导致全球平均运输时间将由此前的 22.9 天下降为 22.6 天/22.3 天

	最小值		最大值		平均值		标准差	
	地区	全球	地区	全球	地区	全球	地区	全球
(假设运输模式不变) 贸易时间降幅	0.00	0.00	79.29	61.52	2.86	2.37	4.93	4.30
(假设运输模式可变) 贸易时间降幅	0.00	0.00	79.29	65.16	4.45	3.60	6.03	5.42

数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

分区域看，一带一路对降低亚太-南亚贸易运输时间的效果最为明显。1) 在运输模式固定的假设下，亚太地区与南亚之间的运输时间下降幅度最高，平均下降幅度达到 4.67%。2) 对于经济走廊区域，一带一路对降低运输时间的效果更为明显，如中国——中亚——西亚经济走廊在两种假设条件下运输时间下降 10.3%/11.9%。

表 6：分区域看，在不改变运输模式的假设下，东亚和太平洋区域与南亚之间运输时间下降幅度最大

	亚太地区	欧洲及中亚	拉美与加勒比	中东与北非	北美	南亚	撒哈拉以南非洲
亚太地区	2.01						
欧洲及中亚	2.70	1.15					
拉美与加勒比	0.71	0.75	0.00				
中东与北非	2.99	0.38	0.05	0.14			
北美	1.06	0.74	0.00	0.18	0.00		
南亚	4.67	0.88	1.15	0.70	1.49	3.59	
撒哈拉以南非洲	2.54	1.06	0.55	0.91	0.47	2.59	0.97

数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

伴随着运输时间的节约，一带一路将极大降低贸易成本。世界银行的研究成果显示，运输时间的节约将助力贸易成本降低，在一带一路交通运输类基础设施建成后，在运输模式不变/运输模式可变的假设下，世界贸易成本将下降 1.05pct/2.19pct，其中一带一路国家贸易成本有望下降 1.50/2.81pct。

表 7：分区域看，在不改变运输模式的假设下，东亚和太平洋区域与南亚之间运输时间下降幅度最大

		最小值	最大值	平均值	标准差
全球	(假设运输模式不变) 贸易成本降幅%	0.00	61.52	1.05	2.43
	(假设运输模式可变) 贸易成本降幅%	0.00	65.16	2.19	3.40
一带一路国家	(假设运输模式不变) 贸易成本降幅%	0.00	61.52	1.50	3.07
	(假设运输模式可变) 贸易成本降幅%	0.00	65.16	2.81	4.18

数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

表 8：伴随着运输时间的节约，一带一路有望助力各地区贸易成本降低

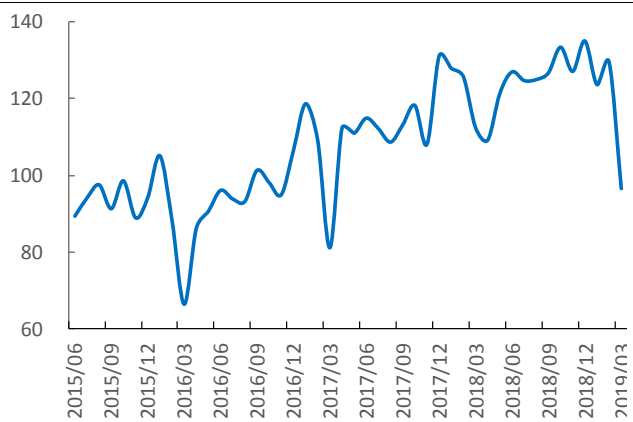
	亚太地区	欧洲及中亚	拉美与加勒比	中东与北非	北美	南亚	撒哈拉以南非洲
亚太地区	1.46	2.42	0.64	2.50	0.96	3.55	2.19

欧洲及中亚	2.39	0.91	0.72	0.32	0.70	0.74	0.95
拉美与加勒比	0.65	0.71	0.00	0.04	0.00	1.08	0.51
中东与北非	2.69	0.31	0.04	0.11	0.17	0.56	0.79
北美	0.99	0.66	0.00	0.15	0.00	1.21	0.41
南亚	3.84	0.81	1.06	0.57	1.32	3.17	2.30
撒哈拉以南非洲	2.40	1.03	0.53	0.85	0.45	2.44	0.86

数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

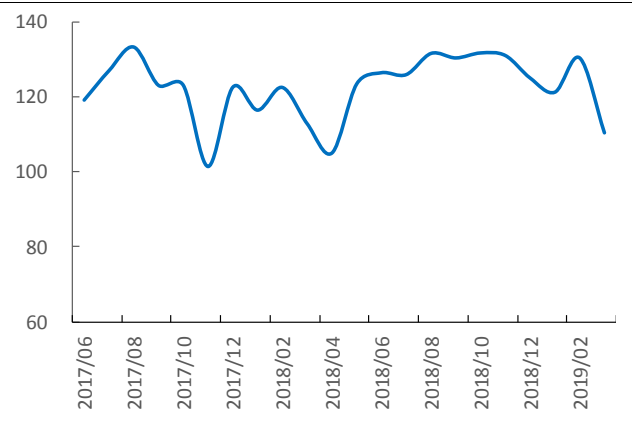
一带一路对贸易的拉动作用已有所显现。2016/2017/2018 年中国进出口总值 24.33/27.79/30.51 万亿，增速-0.9%/14.2%/9.7%，我国对一带一路沿线国家进出口总额达 6.25/7.39/8.37 万亿，增速 0.5%/18.2%/13.3%，快于同期外贸增速，占比分别为 25.6%/26.6%/40.8%，比重逐步提升。

图 10：一带一路贸易指数呈上升趋势



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 11：一带一路货运量指数保持稳健



数据来源：wind，国泰君安证券研究

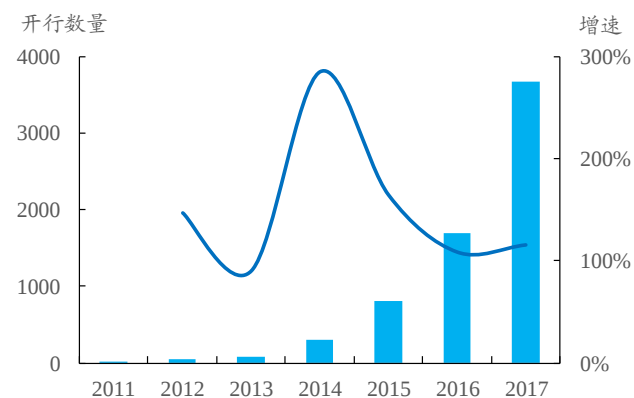
3.2.2. 中欧班列开行班次超 6600 列，对贸易/就业拉动明显

中欧班列快速增长。自 2014 年开行以来，中欧班列保持快速增长态势，截至 2017 年末，开行数量已达 6637 列，自开行以来每年开行增速均在 90%以上。目前国内开行中欧班列的城市已达 43 个，到达欧洲已有 14 个国家 42 个城市。

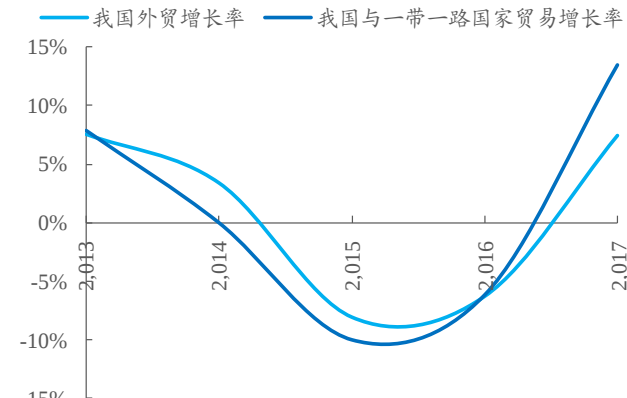
中欧班列对贸易/就业等拉动作用明显。1)中欧班列对我国与一带一路国家贸易的拉动作用明显，2013-2017 年我国与一带一路国家进口总额达 6.98 万亿美元，与相关国家贸易增速高于我国对外整体增速。2)受益于中欧班列，在德国杜伊斯堡投资的中国企业由 2014 年的 40 家增加到目前的 100 余家，根据当地政府的统计，中欧班列的开行仅在物流领域就为该城市创造了超过 6000 个就业岗位。

图 12：中欧班列开行数量快速增长

图 13：与一带一路国家的进出口增速超过整体增速



数据来源：大陆桥物流联盟公共信息平台，国泰君安证券研究



数据来源：海关总署，国泰君安证券研究

表 9：中欧班列已成为我国与一带一路沿线国家贸易互通的重要桥梁

国际班列	发到站 国别	重要货物 种类	国际班列	发到站 国别	重要货物 种类
郑州--汉堡/ 慕尼黑	德国	纺织品/汽车配件/机械/医疗 器械/电子产品/烟酒食品	成都--纽伦堡	德国	农产品/机械设备/食品酒类/电 器设备/汽车及零配件
郑州/武汉-- 汉堡	德国	服饰/文体用品/工艺品、机 械零件	长春--施瓦茨海德	德国	轮胎/木制品/工业机械/化工产 品/金属制品
成都--罗兹	波兰	农产品/机械设备/食品酒类/ 电器设备/汽车及配件	天津--莫斯科	俄罗斯	机电设备/服装/纺织品/电子产 品/家电/汽车配件
成都--蒂尔堡	荷兰	蔬菜/水果/服装鞋帽	连云港--伊斯坦布尔	土耳其	显示器/扬声器等电子产品
西安--布达佩 斯	匈牙利	母婴用品/软饮/维生素产品	乌兰察布--莫斯科	俄罗斯	工程机械/汽车配件/服装鞋帽/ 草原特产/数码产品
武汉--明斯克 /昆采沃/汉堡	白俄罗斯/ 俄罗斯/德 国	电子产品/服装/机械及医用 产品	厦门--莫斯科/华沙/ 明斯克/杜伊斯堡	俄罗斯/波 兰/白俄罗 斯/德国	现代花岗岩石制品/前铲装载 机/发光二极管灯泡
布拉格--义乌	捷克	水晶制品/汽车配件/啤酒	广州--莫斯科	俄罗斯	电子产品/鞋/玩具
武汉--帕尔杜 比采/罗兹/汉 堡/杜伊斯堡	捷克/ 波兰/ 德国	电子产品/服装和机械配件	罗兹--成都	波兰	电子产品/家电电器/汽车配件/ 模具/服装鞋帽
重庆--杜伊斯 堡	德国	化工品/食品/服装/家具/机电	厦门--汉堡	德国	显示器/打印机/LED 灯条/服 装鞋帽
重庆--切尔科 斯克	俄罗斯	食用油/纸浆/水果/汽车	厦门--莫斯科	俄罗斯	服装鞋帽/石材/机械/玩具/日 用化工品/纺织品/建材
义乌--马德里	西班牙	空调/机械配件/服装布料/汽 车配件/电动工具	长沙--汉堡	德国	电子产品/纺织品/五金用品
义乌--明斯克	白俄罗斯	日用小商品/服装/箱包/五金 工具/电子产品	汉堡/慕尼黑--郑州	德国	食品/汽车配件/整车/日用品
义乌--车里雅 宾斯克	俄罗斯	日用小商品	汉堡/慕尼黑--郑州/ 武汉	德国	汽车配件/轮胎/钢带/机械设备
义乌--伦敦	英国	母婴用品/软饮料和维生素 产品等	纽伦堡--成都	德国	电子产品/家电电器/汽车配件/ 模具/服装鞋帽
义乌--布拉格	捷克	布匹/服装鞋帽类/装饰用品 等	蒂尔堡--成都	荷兰	整车/汽车配件/设备原材料/工 程装备/酒类
西安--汉堡	德国	日用小商品等	莫斯科--成都	俄罗斯	木材/食品纸浆
成都--莫斯科	俄罗斯	蔬菜/水果/服装鞋帽	汉堡--武汉	德国	酒类/食品/饮品/粮油

苏州--华沙	波兰	电子产品/汽车零部件	托姆斯克--武汉	俄罗斯	木材
施瓦茨海德-- 长春	德国/俄罗 斯	汽车零部件/钢板/客车零部 件	杜伊斯堡--重庆/成都	德国	日用品/奶粉/化妆品/酒类
马德里--义乌	西班牙	酒类/食品/食用油	托姆斯克--重庆	俄罗斯	板材/五金/粮油

数据来源：新华丝路，国泰君安证券研究

3.3. 成就 3：沿线产业园区已达 65 个，工业工程需求有望迎来爆发期

一带一路沿线工业工程建设有望进入爆发期。2019 年 3 月，外交部长表示，一带一路的“机遇来自于一大批发展中国家进入工业化加速阶段，在基础设施互联互通、产业投资等领域的发展需求不断释放，将催生出巨大的国际合作潜力”。我们认为，随着一带一路在交通类基础设施建设领域取得一定进展，贸易与工业工程建设有望进入爆发期。

我国在一带一路国家建立产业园区已取得一定成果。前瞻产业研究院数据显示，目前我国已在一带一路六大经济走廊所经过的 65 个国家和地区建设和发展 45 个海外园区。

表 10：我国已在海外设立众多产业园区

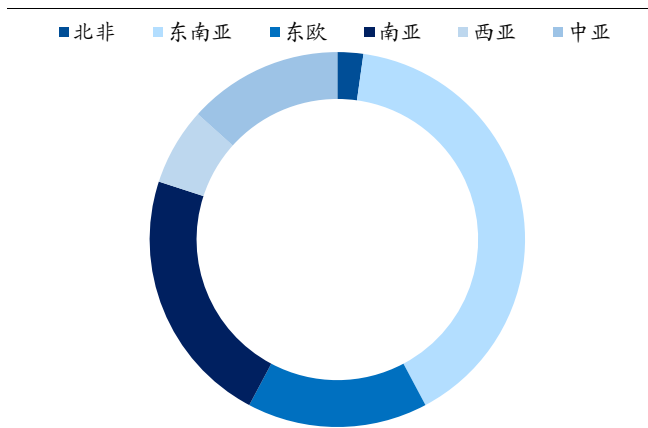
园区名称	所在地区	所在国家	类型
埃及苏伊士经贸合作区	北非	埃及	加工制造型
泰国罗勇工业园	东南亚	泰国	多元综合型
中国印尼聚龙农业产业合作区	东南亚	印度尼西亚	农业开发型
越南龙江工业园	东南亚	越南	多元综合型
中国印尼经贸合作区	东南亚	印度尼西亚	加工制造型
老吴万象赛色塔综合开发区	东南亚	老挝	多元综合型
中国印尼综合产业园区青山产业园	东南亚	印度尼西亚	资源利用型
老挝云橡产业园	东南亚	老挝	农业开发型
深圳海防经济贸易区	东南亚	越南	加工制造型
加里曼丹岛农工贸经济合作区	东南亚	印度尼西亚	农业开发型
马中关丹产业园区	东南亚	马来西亚	多元综合型
中民投印尼产业园	东南亚	印度尼西亚	多元综合型
中国东盟北斗科技城	东南亚	泰国	技术研发型
缅甸皎漂特区工业园	东南亚	缅甸	加工制造型
华夏幸福印尼产业新城	东南亚	印度尼西亚	多元综合型
马来西亚皇京港	东南亚	马来西亚	多元综合型
华夏幸福越南产业新城	东南亚	越南	多元综合型
中老磨憨磨丁经济合作区	东南亚	老挝	多元综合型
中缅边境合作区	东南亚	缅甸	商贸物流型
中俄现代农业产业合作区	东欧	俄罗斯	农业开发型
中俄乌苏里斯克经贸合作区	东欧	俄罗斯	加工制造型
中俄托木斯克工贸合作区	东欧	俄罗斯	农业开发型
匈牙利商贸物流合作园区	东欧	匈牙利	商贸物流型
中匈宝思德经贸合作区	东欧	匈牙利	加工制造型
俄罗斯龙跃林业经贸合作区	东欧	俄罗斯	农业开发型
白俄罗斯中白工业园	东欧	白俄罗斯	加工制造型
巴基斯坦海尔鲁巴经济园区	南亚	巴基斯坦	加工制造型
柬埔寨西哈努克港经济特区	南亚	柬埔寨	加工制造型

印度马哈拉施特拉邦汽车产业园	南亚	印度	加工制造型
印度古吉拉特电力产业园	南亚	印度	资源利用型
斯里兰卡科伦坡港口城	南亚	斯里兰卡	商贸物流型
瓜达尔自贸区	南亚	巴基斯坦	商贸物流型
万达印度产业园	南亚	印度	多元综合型
孟加拉中国经济工业园	南亚	孟加拉国	多元综合型
斯里兰卡中国工业园	南亚	斯里兰卡	加工制造型
中尼友谊工业园	南亚	尼泊尔	多元综合型
格鲁吉亚华凌自由工业园	西亚	格鲁吉亚	加工制造型
伊朗格什姆自贸区	西亚	伊朗	多元综合型
中国阿曼产业园	西亚	阿曼	资源利用型
乌兹别克斯坦及扎克工业特区	中亚	乌兹别克斯坦	多元综合型
吉尔吉斯斯坦亚洲之星农业产业合作区	中亚	吉尔吉斯斯坦	农业开发型

数据来源：新华丝路，国泰君安证券研究

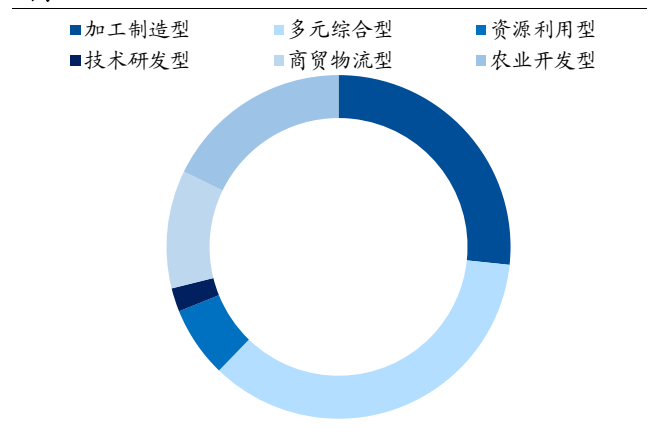
- **区域视角：覆盖亚欧非地区，东南亚/南亚/东欧分部较为集中。**在 45 个海外园区中有 37 个位于亚洲(东南亚/南亚/中亚/西亚分别为 18/10/6/3 个)，占比达 82%，另有 7 个园区位于东欧。
- **涉及领域视角：集中于制造业/能矿资源/农产品加工等领域。**在 45 个园区中，加工综合型园区占比最高，达到 16 个。而在产业明确的园区中，加工制造型园区数量最多(12 个)，占比达到 27%，表明我国企业在一带一路沿线国家投资建厂需求强烈，随着交通运输类基础设施逐步完善，有望催生出大量工业工程需求。

图 14：一带一路海外园区集中于东南亚/南亚/东欧



数据来源：前瞻产业研究院，国泰君安证券研究

图 15：一带一路海外园区综合类/加工制造类占比高



数据来源：前瞻产业研究院，国泰君安证券研究

表 11：我国一带一路海外园区分类情况

园区定位	含义
加工制造型	多属于市场寻求导向型的园区，主要目的是积极实施走出去战略，吸引中国企业到东道国投资建厂
资源利用型	以开发当地富集的资源 and 能源为导向，产业定位主要是国内相对紧缺的矿产、新能源开发与自然资源开发利用
农业开发型	以当地特色农业产业开发为主要导向，利用种植业/林业/畜牧养殖/经济作物等资源开发农业产业
商贸物流型	以提供商贸物流等综合服务为主导，通常集商品展示/物流分拨/物流/仓储/信息服务等配到功能于一体
技术研发型	以境外技术研发为主导，利用国外发达技术创新网络和技术创新资源，紧跟世界前沿技术动态，自主创新。
多元综合型	一类是较为低端的因主导产业不明确而形成的多元综合；另一类是较高端的专业化园区向多元化、综合性发展的园区转化。

数据来源：前瞻产业研究院，国泰君安证券研究

中白工业园已成为一带一路标杆项目。中白工业园位于白俄罗斯明斯克州，园区规划面积 91.5 平方公里，是中白合作共建丝绸之路经济带的标志性工程。该园区聚焦于机械制造、电子信息、精细化工、生物医药、新材料、仓储物流等领域，园区内规划有生产和居住区、办公和商贸娱乐综合体、金融和科研中心，被誉为“丝绸之路经济带上的明珠”。

图 16：中白工业园实景



数据来源：新华社

图 17：中白工业园实景



数据来源：新华社

表 12：中白工业园大事记

时间	事件
2010.1	中国与白俄罗斯签署《关于在白俄罗斯共和国境内建立中国-白俄罗斯工业园区的合作协议》
2011.9	中白签署《中华人民共和国与白俄罗斯共和国关于中白工业园区的协定》，中白工业园正式开发
2013.6	中白工业园总体规划通过白俄罗斯政府审批
2015.5	习主席在白俄罗斯会谈上提出将园区项目打造成丝绸之路经济带上的明珠和双方互利合作的典范
2017.8	园区初具规模，吸引中国石油，中兴，华为等为代表的国内企业入驻
2018.11	中白工业园开工建设成套住宅楼，用于改善入园企业员工的居住生活条件
2018.12	云智科技(白俄罗斯)有限公司和中白航天高新技术产业研发中心有限公司正式入驻中白工业园，中白工业园入园企业数量由 2018 年年初的 23 家增加到 41 家

数据来源：新华丝路，国泰君安证券研究

中白工业园已引入大量海外企业，成果丰硕。1)2018 年中白工业园共引入来自中国、白俄罗斯、德国、俄罗斯和以色列的 19 家企业，引入项目数创自 2015 年园区实质性启动开发以来的新高。2)目前园区内已有来自 8 个国家的 41 家企业入主，合同总投资超 10 亿美元。3)2018 年共有 8 家企业动工自建厂房，投产运营企业数量已达 13 个。

表 13：中白工业园成果丰硕

- 潍柴马兹中白合资项目已于 2018 年 11 月开始生产柴油发动机，安装在白俄罗斯马兹集团生产的相关车辆
- 中国的成都新筑超级电容器项目自 9 月份开始生产用于城市公交车的超级电容器，开始服务明斯克公共交通
- 招商局中白商贸物流园 2018 年年初开始全面投入运营，保税物流自 10 月份开展业务以来，仅三个月业务量达 19 万吨，其中进口货物占 90%，初步形成了 24 小时连续为园区内外客户提供物流服务的能力
- 2018 年共有 380 多个团组的近 2500 人次到中白工业园考察，其中来自欧美的考察团组近 90 个，2018 年是近几年来欧美国家考察团到园区考察最多的一年。
- 2018 年中白工业园和园区开发公司还分别在白俄罗斯率先获得由德国专业认证机构所作的环境管理体系认证(EMAS)和职

业健康与安全管理体系认证(OHSAS), 表明, 中白工业园在相关方面达到了欧盟标准。

数据来源: 新华丝路, 国泰君安证券研究

3.4. 成就 4: 丝路基金和亚投行为一带一路提供有力支持

丝路基金和亚投行是解决资金问题的“黄金拍档”。“一带一路”沿线国家大多为发展中国家, 融资问题不可忽视。丝路基金是以中国国有资本为主导创立的基金, 主要方式是股权投资, 还可吸收民间和国际资本; 亚投行的资金则主要来自各国政府, 是一种政府行为。

丝路基金运行以来, 定位中长期开发性投资基金, 通过股权、债权等多元化投融资方式, 为“一带一路”提供资金支持; 并积累了丰富的港口、通讯等项目经验, 在推进“一带一路”沿线国家经济发展中发挥积极作用。截至 2018 年底, 丝路基金签约项目达 25 个, 承诺投资 82 亿美元, 所参与项目涉及总投资额达 800 亿美元。亚投行的建立则是为了解决前期多边开发机构难以满足亚洲经济发展形势发展需要的问题, 除“一带一路”沿线国家外, 南美和非洲部分国家也参与其中。截至 2018 年底, 亚投行共 93 个成员国, 累计批准贷款 75 亿美元, 撬动其他投资近 400 亿美元, 已批准的 35 个项目覆盖印尼、印度、巴基斯坦、土耳其、埃及等 13 个国家。

表 14: 丝路基金和亚投行为“一带一路”提供金融支持

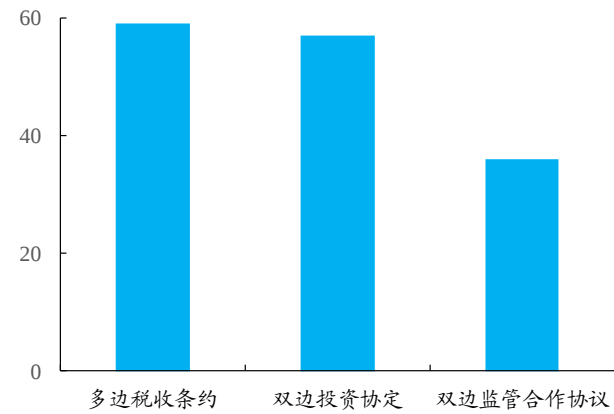
机构	性质	成立时间	资本金	进展
丝路基金	主权投资基金	2014/11/4	首期 100 亿美元, 2017 年新增 1000 亿元人民币	截至 2018 年底, 丝路基金已签约投资项目 25 个, 承诺投资 82 亿美元, 实际出资超 68 亿美元, 所参与项目涉及总投资额达 800 亿美元。此外, 丝路基金还单独出资 20 亿美元设立中哈产能合作基金。
亚洲基础设施建设银行	亚洲区域多边开发机构	2015/12/25	1000 亿美元	截至 2018 年底, 亚投行共有 93 个成员国, 累计批准贷款 75 亿美元, 撬动其他投资近 400 亿美元, 已批准的 35 个项目覆盖印尼、印度、巴基斯坦、土耳其、埃及等 13 个国家, 涉及交通、能源、电信等多个领域。2019 年, 亚投行计划在 15 至 20 个项目中投资 35 亿至 45 亿美元, 其中包括更多独立项目

数据来源: 丝路基金官网、亚投行官网, 国泰君安证券研究

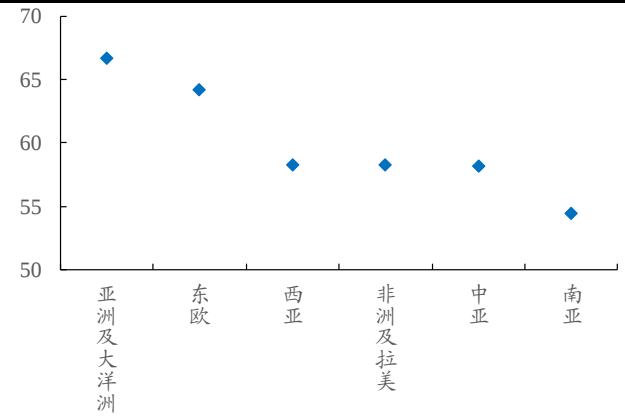
投资保障完善, 为我国在一带一路沿线国家进行投资提供了重要保障。国家信息中心数据显示, 我国已同超过 91% 的一带一路国家签订多边税收条约、双边投资协定、双边监管合作协议等致力于保障互相投资的文件, 其中有超过 45% 的国家与我国签订上述全部 3 份文件, 这些文件的签订为我国进行对外投资提供了重要保障。

图 18: 我国已与近半数带路国家签订投资保障文件

图 19: 一带一路国家投资环境指数较高



数据来源：中国国际友好城市联合会，国泰君安证券研究



数据来源：海关总署，国泰君安证券研究

4. 超预期 3: 行情实质系业绩反转而非主题炒作，行情内涵超预期

市场认为，从行情开始的时间结点看，此次行情为针对一带一路峰会的博弈。

我们认为，行情实质源于一带一路深入推进/国内外融资宽松背景下相关标的潜在业绩反转。全球融资环境转向宽松利好海外业务落地，国内融资环境延续宽松助国内业务推进。目前相关标的在手订单充足，中工国际/中钢国际/北方国际(生效订单)/中材国际在手订单保障倍数 5.9/4.7/4.4/2.1 倍，为业绩反转提供基础，其中部分标的业绩反转端倪已现，如中钢国际 2018Q4 单季净利高增 46%(Q1-Q3 增速-10%/-4%/-37%)。

4.1. 业绩反转逻辑 1: 国内外环境宽松，助力业绩提速

4.1.1. 国际融资环境相对宽松，助力一带一路订单上行

美联储 3 月维持基准利率+全球经济下行压力，全球货币环境预计将转向宽松，利好部分一带一路标的融资好转及业务推进提速：

- 美联储 3 月议息会议维持 2.25-2.5% 基准利率不变：1) 据国泰君安宏观团队，2019 年 3 月美联储议息会议维持 2.25-2.5% 基准利率不变（2015 年 12 月起已加息 9 次）；且点阵图显示相比于 2018 年 12 月，联储委员下调了对于 2019-21 年加息预期；2) 据国泰君安宏观团队，美国基本面并不存在较大风险，结合 2020 年大选在即，我们认为当前美国经济放缓是经济周期自然作用的结果(其中也有减税效果逐步消退的影响)，经济下行是放缓而非衰退；我们判断 2019 年美联储将维持基准利率 2.25-2.5%，暂停加息；
- 据国泰君安宏观团队，欧洲央行 3 月 7 日公布政策利率决议，称预计至少在今年年底前维持三大基准利率水平不变，且将从 2019 年 9 月开始推出新的一系列每季度一次的定向长期再融资操作(TLTRO-III)；日本、澳大利亚、加拿大维持利率不变；
- 2019 年 Q1 全球经济放缓的迹象进一步加强，制造业乏力，贸易总体低迷，包括美国在内的各主要发达经济体经济增速放缓，全球经济下行压力显著增大；

- 随着美联储政策转向叠加全球经济下行压力增加，预计全球货币环境将转向宽松，一方面利好海外工程建设提速，对于一带一路相关标的海外业务推进是利好，另一方面利好相关标的的海外融资，亦利好其海外业务推进。

表 15：全球主要国家及地区的货币政策跳出收紧渠道或将偏宽松

国家	央行政策
美国	2019 年 3 月美联储议息会议维持 2.25-2.5%基准利率不变。
欧洲	欧洲央行 3 月 7 日公布政策利率决议，称预计至少在今年年底前维持三大基准利率水平不变，且将从 2019 年 9 月开始推出新的一系列每季度一次的定向长期再融资操作(TLTRO-III)。
英国	3 月 21 日英国央行在利率决议上决定维持利率在 0.75%不变
日本	根据日本央行 3 月份会议纪要，日本政策制定者则在对全球需求减弱的担忧情况下讨论进一步推动刺激措施。
澳大利亚	澳大利亚央行在 4 月政策会议结束后宣布维持利率在 1.5%不变。
新西兰	新西兰央行 3 月发出最明确的信号，将利率维持在 1.75%的历史低位，但表示外部环境疲软意味着其下一步行动更可能是降息。
韩国	韩国银行（央行）决定维持基准利率 1.75%不变。
加拿大	加拿大中央银行决定基准利率维持在 1.75%。

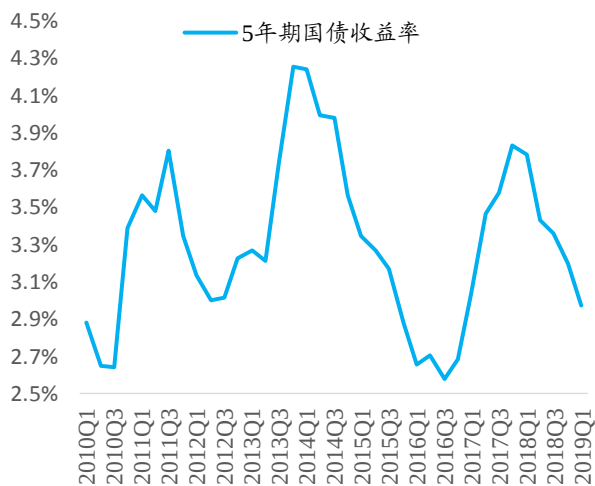
数据来源：网易财经，新浪财经，新华网，华尔街见闻等，国泰君安证券研究

4.1.2. 国内融资环境好转望助力业绩提速

从社融增速等相关数据看，2019 年国内融资环境已在企稳好转，我们预计未来将延续好转趋势，利好部分一带一路标的融资好转及业务推进提速：

- 从国债收益率角度看，5 年期国债收益率自 2018 年起不断下行（从 3.9%最低下行至 3.0%），2019 年进一步延续下行趋势（从季度数据看，2018Q4 为 3.2%/2019Q1 为 3%），截止 4 月初保持在 3%左右；
- 从建筑信用利差角度看（债券收益率-同期限国开债收益率），2016 年末起至 2018 年中处于上行周期（从 72bp 到 135bp），2018H2-2019Q1 则明显企稳，目前（2019 年 4 月初）已滑落至 129bp；
- 从 M1/M2 增速角度看，1）M1 增速 2018 年全年下行（年初 15%到年末 1.5%），2019 年 2 月企稳回升，2 月为 2%（环比+1.6pct）；2）M2 增速 2018 年末-2019 年初企稳，2018 年全年从最高点即 2 月的 8.8%下滑至 10-11 月的 8%，12 月起企稳回升；
- 从社融增速角度看，2019 年 1-2 月社融累计增量 5.31 万亿元同比多增 1.05 万亿，累计增速为 25%亦继续保持好于 2018 年（-14%），社融增速扭转了 2018 年的下行趋势转为企稳；社融存量增速 2019 年 2 月为 10%亦好于 2018 年 12 月的 9.8%；
- 从新增贷款增速角度看，2019 年 2 月金融机构新增人民币贷款 8858 亿同比多增 465 亿（预期 9500 亿/前值 3.23 万亿），2 月虽有放缓但季节性因素影响较大，从前 2 月累计增速看为 10.1%；
- 从财政支出增速看，2018H2 波动回升（从 5 月的 0.5%到 12 月的 22.7%）。

图 20：2019Q1 国债利率延续下行趋势
图 21：2019Q1 建筑信用利差企稳

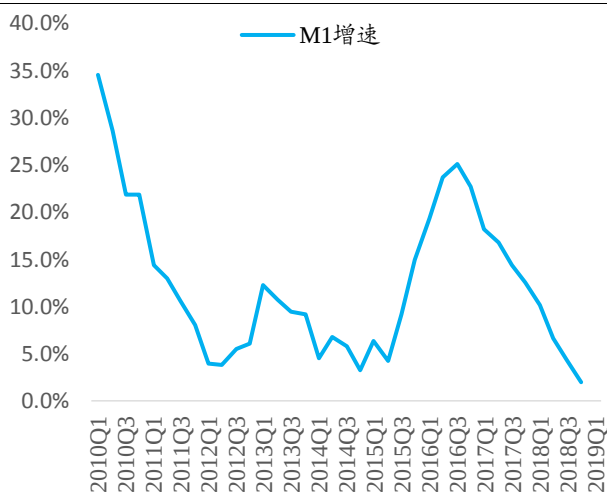


数据来源: wind, 国泰君安证券研究



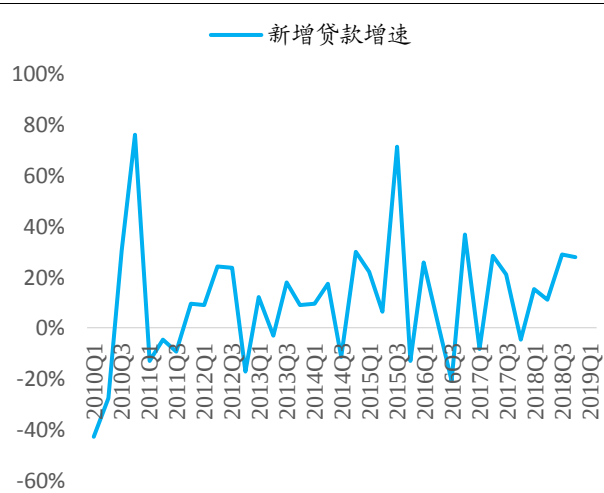
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 22: 2019 年 2 月 M1 增速企稳回升



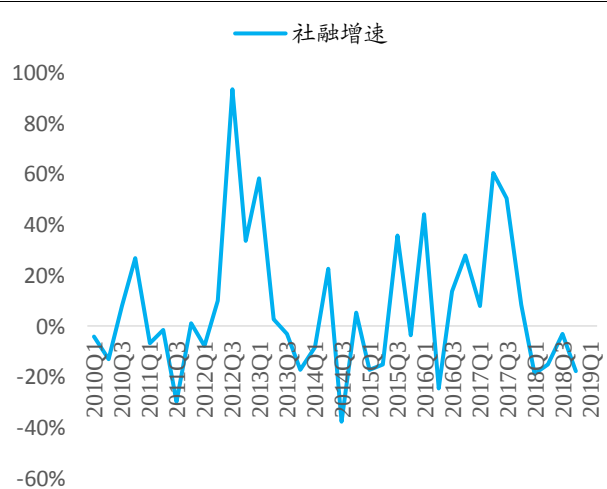
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 23: 2018 年末-2019 年初新增贷款增速企稳回升



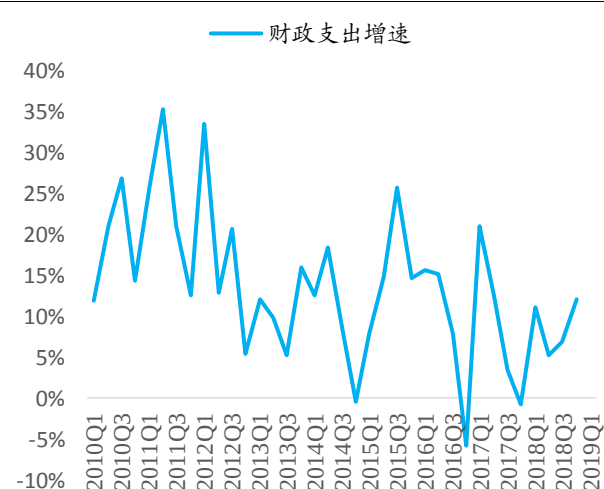
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 24: 2019 年 1-2 月社融增速企稳



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 25: 2018H2 起财政支出增速回升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

融资环境好转将推动一带一路相关标的业务尤其是国内业务推进速度提升, 未来收入确定性亦将提升: 融资企稳好转将从两个维度改善相关标的的基本面: 1) 已中标项目落地及在建项目推进将提速, 推动订单向

收入转化效率提升; 2) 新签订单提速, 助推未来收入/业绩确定性提升。

政策层面有望助推国内宽松环境延续:

- 政府工作报告强调“防控风险要把握好节奏和力度, 防止紧缩效应叠加放大, 决不能让经济运行滑出合理区间”, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 政策宽松延续;
- 政府工作报告提出 2019 年赤字率预算 2.8%(2018 年预算 2.6%), 中央预算内投资安排 5776 亿(+7%), 并提出 2019 年目标完成铁路投资 8000 亿, 公路水运投资 1.8 万亿, 加快川藏铁路规划建设等;
- 政府工作报告提出 2019 年安排专项债 2.15 万亿(+59%); 1-2 月地方债发行 7821 亿明显提速; 山西交控 2607 亿债务风险成功化解、镇江债务化解方案获财政部认可, 专项债额度增加/地方债务化解望为基建反弹提供支撑;
- 我们认为, 两会定调宽松的政策环境延续, 随着政策逐步执行, 金融数据有望延续企稳趋势, 一方面国内基建增速于 2019Q2-Q3 回升利好相关标的国内业务延续回暖, 另一方面宽松的环境利好相关标的融资、从而推动国内外业务的推进。

4.2. 业绩反转逻辑 2: 中工国际/中钢国际/北方国际/中材国际在手订单保障倍数 5.9/4.7/4.4/2.1 倍, 订单充足支撑业绩反转

国际工程公司/八大建筑央企有望受益于一带一路推进。如中钢国际 2018 年海外大型项目取得进展, 阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目投产, 收到玻利维亚综合钢厂项目预付款。北方国际参与中巴经济走廊框架下首个正式启动轨交项目/非洲第一条现代电气化铁路/克罗地亚近年来最大电力项目等多个一带一路标杆项目。我们认为, 随着一带一路倡议不断向前推进, 有望助力国际工程公司/八大建筑央企承接海外订单, 订单转化效率亦有望提升。

表 16: 各上市公司均积极参与一带一路建设

相关表述(来自调研、公司公告、官网等)	
中钢国际	1. 2019 年, 公司将继续推进“国际化、多元化”战略, 围绕业务结构调整实现新突破, 在保持工程总承包业务突出的基础上, 推进以工程技术服务业务带动矿产资源开发的战略构想, 充分把握国家“一带一路”、“国际产能合作”、基础设施领域 PPP 模式全面梳理的有利时机。
	2. 继续把握国内外钢铁行业工程项目投资回暖机遇, 努力推进项目签约。加大对俄罗斯、南亚、中东等“一带一路”沿线国家新兴、成长性市场的开拓力度, 特别是重点加大印度、土耳其、南非、俄罗斯、斯里兰卡等市场潜力较大的区域市场的开拓力度。
	5. 截至 2018 年末公司在执行海外重大项目包括: 伊朗 ZARAND 综合钢厂项目 (45.69 亿元)、TOSYALI 阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目 (31.08 亿元)。
北方国际	1. 公司将紧抓国家一带一路倡议和军民融合战略机遇, 以国际工程为引领, 实现国际工程、特许经营、贸易服务、产能合作四业融合发展。积极发挥平台型企业优势, 通过各层次的互动, 培育全产业链体系化竞争优势, 形成较高的体化项目综合运作能力。
	2. 公司参与承建的巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目作为一带一路和中巴经济走廊框架下首个正式启动的大型轨道交通项目, 是中巴经济走廊早期收获和示范性项目, 该项目是在主席见证下签署的; 参与建设的亚吉铁路项目, 作为连通东非国家埃塞俄比亚和吉布提的跨国铁路, 是非洲第一条现代电气化铁路; 投资建设的克罗地亚塞尼 156MW 风电投资项目, 是中国企业在克罗地亚投资建设的第一个大型项目, 并且是克罗地亚近年来实

施的规模最大的电力项目，也是中国中东欧 16+1 合作机制下取得的重要成果，是一带一路的标志性项目，该项目是在总理和中东欧 16 国领导人共同见证下签署的。

中材国际	1.公司海外业务的区域选择主要是机会导向，前些年在中东、东南亚、非洲等，这几年在一带一路。
	2.海外客户分类：世界水泥企业（拉法基、海德堡等）、东奥特等财团、当地小型业主。80%是前两种，当地财团在 80%中更大一些，来自水泥企业近两年的合同不太多。
	3.在建海外重大项目为全资子公司成都建筑材料工业设计研究院有限公司与埃及共和国国防部装备局签订的六条日产 6000 吨熟料水泥生产工厂的设计、供货、施工、安装和调试交钥匙工程合同（10.53 亿欧元）。
中工国际	1.宏观环境上，共建“一带一路”倡议的持续推进将为公司提供历史性机遇；行业趋势上，“一带一路”沿线国家基础设施发展整体向好，发展潜力依然巨大，跨国基建项目热度进一步提高，未来前景看好；公司战略上，2019 年将继续做大做强工程承包主业，结合国家“一带一路”倡议与产能合作政策，抓住机遇，加强市场开发。
	2.2018 海外主要新签项目位于菲律宾/厄瓜多尔/乌兹别克斯坦/阿塞拜疆；新生效项目主要位于菲律宾、厄瓜多尔/乌兹别克斯坦。
	3.2018 年末公司在执行海外项目 34 个，重大项目 3 个，为白俄罗斯纸浆厂项目（7.70 亿美元）、埃塞俄比亚瓦尔凯特糖厂项目（6.47 亿美元）、乌兹别克 PVC 生产综合体建设项目（4.40 亿美元）。
中国化学	1.中东地区订单在未来两年的展望：中东地区公司做了一些炼化施工项目及一些基建施工项目。后续发力可能是在俄语区，或者伊朗等地区。这些地区还是靠原油维持，所以原油价格偏低的背景下会重视后续的原油加工。
	2.2019 年预计海外业务想象空间还是要比国内大，海外不仅有地域互补，在不同的发展时期还有不同的需求，对项目类型诉求也更多，有一些已经是成熟区域，而有些还是在培育的市场区，这些方面都会有很多想象空间。
中国交建	2.国家对于“走出去”的政策支持和服务保障体系逐步完善，加强多、双边合作、互联互通及“一带一路”建设，带来更多市场发展机会。

数据来源：公司公告、公司官网，国泰君安证券研究

国际工程公司/八大建筑央企已承接大量海外订单。1)2018 年仅国际工程公司/八大建筑央企海外订单已超 8000 亿。2)地域分布维度：仅国际工程公司所签署的海外订单涉及的国家便已超过 30 个。

表 17：国际工程公司海外重大项目涉及国别对比

北方国际	伊朗、俄罗斯、老挝、巴基斯坦、缅甸、埃塞俄比亚、几内亚、伊拉克、哈萨克斯坦
中钢国际	澳大利亚、伊朗、印度、加拿大、印度尼西亚、马拉维、俄罗斯、阿尔及利亚、南苏丹、玻利维亚、新加坡、安哥拉、委内瑞拉、乍得、伊朗、老挝、苏丹、斯里兰卡、白俄罗斯、玻利维亚、津巴布韦、厄瓜多尔、尼加拉瓜、莫桑比克、孟加拉、赞比亚、玻利维亚、俄罗斯、尼泊尔、几内亚、土耳其、埃塞俄比亚、沙特、乌兹别克斯坦、乌干达、芬兰、摩洛哥、肯尼亚、菲律宾、阿塞拜疆
中工国际	

注：中材国际年报中未披露该数据，故未列入

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 26：北方国际海外订单分布情况一览



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 28：中钢国际海外订单分布情况一览

图 27：中工国际海外订单分布情况一览



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 29：中国化学 2017 年以来新签订单一览



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 18：2018 年工程企业新签大量海外订单

	合同	金额	国别
中国化学	阿布扎比石油管线施工合同	7.66	阿联酋
	天然气发电站 LNG 接收站工程总承包合同	9.58	巴拿马
	卢克石油延迟焦化合同	13.95	俄罗斯
	日产 5400 吨天然气制甲醇工程总承包合同	99.10	俄罗斯
	NMFP 甲醇项目	13.84	俄罗斯
	哈拉德哈维亚现场气体压缩项目	12.25	沙特
	迪拜山庄地产购物中心入口基础设施工程和乌姆苏奎姆街升级改造工程	14.45	阿联酋
	纯碱氯化钙 EPC 项目	26.02	沙特
	油田伴生加工项目	49.62	印度尼西亚
	基础设施 EPC 项目和固体废弃物发电项目	194.0	刚果金
	储罐项目施工合同	5.10	尼日利亚
	丹格特炼油项目核心区域 3002 包安装施工总承包项目	32.66	尼日利亚
	鄂木斯克原油深度转化项目	26.38	俄罗斯
	恒逸文莱 PMB 石化项目补充	6.5	文莱
中国中铁	南北走廊（隧道）N108 标段工程	22.27	新加坡
	拉斯海马万豪度假酒店项目	5.19	阿联酋
	基加利供水管网升级改造设计施工项目	5.08	卢旺达
	新塞兰德跨海大桥	5.30	坦桑尼亚
	国家社保基金会大楼项目	6.05	乌干达
	Chinsali-Nakonde 道路升级项目 2 标段	5.19	赞比亚
	庞比铜钴矿项目露天采场基建剥离及生产期采剥工程施工外包项目	73.39	刚果（金）
	科纳克里市政道路及立交桥重建和修复项目	5.61	几内亚
	特拉维夫轻轨红线铺轨及机电系统设计/供货和施工总承包工程	45	以色列
	农业产业园基础设施建设开发项目	26.08	赞比亚
中国建筑	道路升级项目	3.95	坦桑尼亚
	胡志明大运河城总承包工程项目	63.0	越南
	迈阿密天际大厦工程项目	22.9	美国
	中部铁路工程项目	61.9	斯里兰卡
	吉隆坡柏威廉白沙罗高地工程项目	28.1	马来西亚
	开罗新首都中央商务区二期总承包工程项目	228.7	埃及
	迪拜市中心观景二区总承包工程项目	22.9	阿联酋
	复华耀世 SPIRIT 项目	32.6	澳大利亚
	皇家珍珠项目（一期）	21.7	阿联酋
	奥克兰舜地小区综合开发项目	44.2	新西兰

	社会住房项目	30.3	马尔代夫
	马里博尔机场扩建项目	54.6	斯洛文尼亚
	纽约长岛铁路项目	32.8	美国
	跨运河第四大桥项目	102.58	巴拿马
中国交通建设	科隆集装箱港口 EPC 项目	22.56	巴拿马
	东线及北线标准轨距铁路网项目	97.64	乌干达
	金港高速公路 BOT 项目	136.43	柬埔寨
	墨尔本西门隧道前期工程	125.26	澳大利亚
	墨尔本地铁隧道及站台 PPP 项目	11.97	澳大利亚
	伊比利苏水电站项目第一标段	11.31	玻利维亚
	伊比利苏水电站项目第二标段	6.47	玻利维亚
	雅加达至万隆高铁项目	62.34	印度尼西亚
	100MW 光伏-储能电池-柴油发电混合能源系统项目	16.30	乍得
	奥布雷诺瓦茨至贝尔格莱德新区供热管道建设项目	14.99	塞尔维亚
	格西波-波波里水电站项目	22.31	科特迪瓦
	南法水电站	22.23	老挝
	设计采购建设 86MW 路西瓦西水电站项目	13.05	赞比亚
	布桑加水电站大坝及水垫塘工程施工总承包	10.71	刚果（金）
	圣多美国际机场扩建项目	9.95	圣多美
	鲁库鲁燃煤电站（100MW）项目	11.85	马拉维
	复线铁路施工项目华富里-北榄坡段	20.14	泰国
	雅万高铁项目合同增额	13.85	印度尼西亚
	柬中综合投资开发试验区房建项目	13.17	柬埔寨
	内罗毕东环和北环公路扩建项目	22.48	肯尼亚
	沙撈越基都绒燃气循环电站二期项目	6.83	马来西亚
	米萨莱伊 150MW 双燃料电站项目	7.06	孟加拉
中国电力建设	国家石油公司塔拉拉炼油厂现代化改造项目	13.99	秘鲁
	曼德 ACO 太阳能项目	23.33	缅甸
	油汀光伏电站项目	13.13	越南
	罗马布兰卡 II 期 50MW 风电场	5.69	阿根廷
	拉苏瓦布特柯西水电站项目	11.14	尼泊尔
	米拉玛尔 97.65MW 风电场	12.05	阿根廷
	北隆达省 85 公里钻石道路修复项目	7.07	安哥拉
	老兵部疗养院建设项目	6.19	安哥拉
	阿迪格水电站建设项目	10.09	俄罗斯
	那巴龙格河二期水电站项目	13.71	卢旺达
	曼德勒中心车站项目	17.65	缅甸
	卡诺（KANO）太阳能电站 EPC 合同	10.21	尼日利亚
	100MW 屋面光伏项目总承包合同、柬埔寨西哈努克斯敦经济特区 4×300MW 燃煤电站项目	28.00	斯里兰卡
	阿夫丹 2×150MW 燃煤电站项目	22.11	土耳其
	锡瓦什湖风电项目	21.13	乌克兰
	虹峰 1A&1B 光伏电站项目	14.52	越南
	罗马布兰卡 I 期 50MW 风电场	5.91	阿根廷
	罗马布兰卡 VI 期 100MW 风电场	10.43	阿根廷
	trans Atlantic 50MW 风电总承包合同	5.10	巴基斯坦
	保山市-曼德勒缪达经济贸易合作区建设项目（二期）	5.59	缅甸
	国库克斯巴扎 60MW 风电项目	7.07	孟加拉

	北苏三燃煤电站项目	9.79	印度尼西亚
	环卫基础设施项目	17.74	加纳
	阿鲁沙可持续城市供水和卫生服务项目	8.99	坦桑尼亚
	泰普一 443MW 水电站项目	52.68	印度尼西亚
	肯切沃-奥赫里德高速公路项目 3 号补充协议	14.67	马其顿
	福米水利枢纽项目土建/金属结构及机电设备采购安装工程	26.16	几内亚
	Cinendang 水电站可研及 EPC 合同	16.56	印度尼西亚
	卢-恩收费公路升级改造项目 1 标段	15.29	赞比亚
	供水 SCADA 系统升级与漏损修复项目 (第 1 阶段)	8.84	加纳
	塔纳湖水电站第 2 标段: 引水发电系统和工程永久设备	11.75	尼泊尔
	SL 重油发电及输配电工程 EPC 总承包合同	26.52	索马里
中国铁建	圣马丁货运铁路以及米特雷铁路改造项目亿元	75.44	阿根廷
	米拉多铜矿露天采矿与剥离工程 (亿元)	60.68	厄瓜多尔
中国冶	拉各斯至卡诺铁路第 4 号补充实施协议 (亿元)	423.28	尼日利亚
	克尔曼沙至霍斯拉维铁路项目合同 (亿元)。	35.3	伊朗
	文安钢铁 (马来西亚) 有限公司 Samalaju 联合钢厂总承包项目 (亿元)	117	马来西亚
	雅石印尼投资有限公司年产 3.5 万吨镍金属生产线及配套建设 1*250MW 燃煤发电厂项目 (亿元)	20.6	印度尼西亚
	瑞浦镍铬合金有限公司年产 60 万吨镍铁冶炼建设项目 (亿元)	20.5	印度尼西亚
	住建部保障房一期项目 (亿元)	21.5	沙特
	塔塔钢铁公司 KPO 二期设备供货项目 (亿元)	6.1	印度
	纬达贝镍业有限公司年产 30 万吨镍铁冶炼工程项目 (亿元)	20.2	印度尼西亚
	诺曼顿公园工程总承包项目 (亿元)、	17.4	新加坡
	OBI 镍钴项目工程设计项目 (亿元)	14.2	印度尼西亚
	MNC 主题公园项目 (亿元)	23.1	印度尼西亚
中国工	菲律宾赤口河泵站灌溉项目商务合同	4.5	菲律宾
国	厄瓜多尔乔内医院项目商务合同	3.6	厄瓜多尔
	阿塞拜疆钢铁生产综合体建设项目商务合同	80.3	阿塞拜疆
际	埃塞俄比亚 BELES-1 号糖厂续建项目商务合同	6.6	埃塞俄比亚

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

一带一路部分核心标的新签订单现拐点/在手订单充沛将支撑未来收入端、业绩端反转:

- 国际工程公司订单保障倍数高: 中材国际 2018 年新签订单 310 亿 (-14%), 但是单季度增速-22/25/48/43%趋势向上, 在手合同 444 亿 (+1%), 保障倍数 2.1 倍; 中工国际 2018 年新签订单 149 亿 (-10%), 2018 年末海外合同在手余额约 603 亿 (+5%), 保障倍数 5.9 倍; 北方国际 2018 年新签订单 75 亿 (-72%), 但 2018 年末在手/生效 1029/435 亿, 保障倍数 10.3/4.4 倍;
- 部分基建央企新签订单现拐点: 中国交建 2018 年新签 8909 亿 (+1%), Q4 增速 10%回升 (Q2-Q3 为-11/-19%), 2018 年末在手 1.69 万亿 (+23%), 保障倍数 3.4 倍; 中国铁建 2018 年新签 1.58 万亿 (+5%), Q4 回正 (5%, Q3 为-4%), 2018 年末在手 2.71 万亿 (+13%), 保障倍数 3.7 倍; 中国中铁 2018 年新签 1.69 万亿 (+9%), Q4 为 12%较 Q2/Q3 (6/-6%) 回升, 2018 年末在手 2.9 万亿 (+13%), 保障倍数 3.9 倍, 一带一路沿线新签 721 亿 (+33%);

4.3. 中钢国际 2018Q4 净利增 46%, 核心标的业绩反转端倪已

现

国际工程公司充沛的在手订单叠加第二届一带一路峰会催化、海内外宽松环境将保障未来收入端确定性的提升，推动业绩反转；基建央企新签订单现拐点且部分公司保障倍数亦较高，一带一路沿线签单大幅增长，且其雄厚的出海实力及丰富的出海经验将助推其一带一路沿线业务拓展有望迎来新一轮高峰期、或将推动整体业绩进一步好转。

核心标的业绩反转端倪已现。1)中国化学/中工国际/北方国际/中钢国际/中国铁建/中国中铁/中国交建 2019 年业绩一致预期增速为 31%/31%/20%/29%/18%/20%/17%，均高于 2018 年增速(15%-25%/-19%/18%/2%/12%/7%/-4%)。2)中钢国际 2018Q4 单季净利高增 46%(Q1-Q3 增速-10%/-4%/-37%)，业绩反转端倪已现。

表 19：一带一路部分核心标的 2019 年业绩有望反转

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年/预期	2019 预期
中国化学	29.0	27.4	21.7	-	15~25	30.6
中国中铁	21.9	25.0	4.9	-17.4	7.0	20.2
中国建筑	15.0	0.4	5.4	-	10.2~19.9	10.8
中国交建	9.3	7.8	11.8	-23.0	-4.4	16.8
中国铁建	18.9	25.9	15.8	-4.3	11.7	18.2
中国电建	12.4	6.4	-0.5	-	-	11.9
中国中冶	15.2	1.1	-1.8	3.7	5.1	15.8
中工国际	10.2	24.2	-1.6	-58.6	-19.1	31.4
中材国际	18.1	59.2	33.5	37.5	40.0	24.9
北方国际	0.2	111.8	-33.7	-2.2	18.0	20.3
中钢国际	-9.7	-3.8	-36.6	46.3	2.0	29.4

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：中国化学、中国建筑、中国电建未披露 2018 年年报；2019 年预期采用 wind 一致预期。

5. 超预期 4：估值较首届峰会前及 2014 年 12 月牛市启动前(上证指数均 3200 点)尚有一倍差距，行情空间超预期

市场认为，近期一带一路相关标的已上涨较多，对比 2017 年首届峰会前一带一路标的临近峰会的表现(持续时间约 2 周)，后续上涨空间存疑。

我们认为，从估值角度看，与第一届一带一路峰会前及 2014 年 12 月末大牛市启动前对比，当前一带一路标的估值低、未来涨幅空间大。当前(2019 年 4 月 7 日)上证综指为 3247，点位类似于前两次，但核心标的如北方国际、中钢国际仅 16 倍 PE，中国铁建仅 8 倍 PE，中国中铁仅 8.7 倍，中国化学 14.6 倍 PE。

5.1. 2014 年一带一路超级周期：板块最高涨幅 241%，中国中铁 10 倍涨幅高居板块第一

板块涨幅：板块最高涨幅 241%跑赢沪深 300 指数 101pct

一带一路指数 2014 年-2015H1 最高涨幅 241%，同期沪深 300 涨幅仅为

140%，本轮是一带一路行情的超级周期。2013年9月和10月总书记先后提出“丝绸之路经济带”、“21世纪海上丝绸之路”，一带一路构想横空出世并上升为国家战略，同时伴随着亚投行构想的提出，一带一路愈发得到全市场的关注。一带一路指数从2014年1月20日最低点1038点最高涨至2015年6月15日最高点3538点，最高涨幅241%大幅度跑赢沪深300指数101pct（同期沪深300涨幅为140%）。

图 30：一带一路指数 2014 年-2015H1 最高涨幅 241%，同期沪深 300 涨幅为 140%



数据来源：wind，国泰君安证券研究

上涨动因：国家战略定位拔高，政策支持不断增强

宏观层面上涨两大动因：政策支持不断增强，配套金融紧密跟进

- **政策支持不断增强：**自一带一路构想提出以来，中央经济工作会议、两会、博鳌亚洲论坛等重大会议均将一带一路作为重要议题，尤其是2013年11月十八届三中全会将一带一路升级为国家战略。此外，自2014年起，中国先后与多国就一带一路等相关事项达成重要共识或签署相关备忘录及协议，一带一路推进亦明显提速。政策方面的多重催化为一带一路板块行情启动奠定了坚实基础；
- **配套金融紧密跟进：**一带一路拓展面临亚开行影响力有限（到2013年底中国GDP占亚洲总量约47%，但是在亚开行内投票权仅5.5%）以及无缘 TPP/TTIP 两大国际新秩序的问题，因此亚投行及丝路基金等紧密跟进将打开金融层面制约一带一路的瓶颈，从而进一步推动行情上涨。

表 20：2014-15 年一带一路的政策支持力度不断加强

时间节点	重大事件
2013.9-10	● 9月7日及10月3日，总书记分别在出访中亚和东南亚国家期间提出共建“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的重大倡议。
2013.11	● 十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出：“加快同周边国家

	和区域基础设施互联互通建设，推进丝绸之路经济带、海上丝绸之路建设，形成全方位开放新格局。
2013.12	● 12月10-13日，总书记在中央经济工作会议上发表重要讲话强调，推进丝绸之路经济带建设，抓紧制定战略规划，加强基础设施互联互通建设。建设21世纪海上丝绸之路，加强海上通道互联互通建设，拉紧相互利益纽带。
2014.2	● 2月7日，中俄就俄罗斯跨欧亚铁路与丝绸之路经济带和海上丝绸之路的对接问题达成共识。
2014.3	● 3月5日，政府工作报告提出，1、抓紧规划建设丝绸之路经济带、21世纪海上丝绸之路；2、推进孟中印缅、中巴经济走廊建设，推出一批重大支撑项目，加快基础设施互联互通。
2014.4	● 4月8日，博鳌亚洲论坛提出规划建设孟中印缅经济走廊、中巴经济走廊，打造中国-东盟自贸区升级版。
2014.5	● 5月19日，连云港中哈国际物流基地启用，为“丝绸之路经济带”建设的首个实体平台 ● 5月21日，亚信峰会提出推进丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路建设，尽早启动亚洲基础设施投资银行，更加深入参与区域合作进程。
2014.7	● 泰国军政府7月30日通过两项投资总额达7414亿泰铢(约合1454亿元人民币)的高铁规划，这两条高铁线路分别经过泰国北部的清孔和廊开穿过老挝，最终与中国境内的铁路相连。
2014.10	● 10月13日，中俄签署《关于合作开发建设中俄丝绸之路高科技产业园的合作备忘录》； ● 10月24日，包括中国、印度、新加坡等在内21个首批意向创始成员国正式签署《筹建亚投行备忘录》，共同决定成立亚投行。2010—2020年10年间，亚太区域基础设施建设需要投入8万亿美元，而亚洲开发银行每年提供的基础设施项目贷款仅为100亿美元；
2014.11	● 11月6日，中央财经领导小组第八次会议，会议中重点研究建设一带一路； ● 11月5-11日，APEC峰会：1、中国提出将出资400亿美元成立丝路基金；2、提出亚太自由贸易区（FTAAP）发展设想，会议就《亚太经合组织推动实现亚太自贸区北京路线图》达成共识； ● 亚投行筹建工作已经迈出实质性一步，创始成员国不久前在北京签署了政府间谅解备忘录。
2014.12	● 12月12日，中央经济工作会议将一带一路列为重点区域发展战略； ● 12月15日，“中哈产能合作框架协议”达成初步共识。该协议总价值180亿美元，涉及基础设施、公路、住房等领域； ● 12月16日，《中国-中东欧国家合作贝尔格莱德纲要》发布，中、匈、塞三国已达成协议，合作建设匈塞铁路，力争在两年内建成一个符合欧盟标准、适合各方需求的现代化快速铁路； ● 12月24日，国常会：1、部署加大金融支持企业“走出去”力度，推动稳增长调结构促升级；2、推进外汇储备多元化运用，发挥政策性银行等金融机构作用，吸收社会资本参与，采取债权、基金等形式，为“走出去”企业提供长期外汇资金支持。
2015.2	● 2月1日，一带一路建设工作会议：1、组建一带一路建设工作领导小组，其中至少拥有1名政治局常委、2名政治局委员、2名国务委员；2、安排部署2015年及今后一段时间推进一带一路建设的重大事项和重点工作。
2015.3	● 3月12日，英国向中方提交了作为意向创始成员国加入亚投行的确认函，正式申请加入亚投行，为主要西方国家中首个。 ● 3月28日，博鳌亚洲论坛：1、“一带一路”建设的愿景和行动文件已经制定，一批基础设施项目已在稳步推进，亚投行筹建工作迈出实质性步伐，丝路基金已经正式启动；2、未来5年，中国进出口商品将超过10万亿美元，对外投资将超过5000亿美元，出境旅游人数将超过5亿人次。
2015.6	● 6月29日，《亚洲基础设施投资银行协定》签署仪式在北京举行。亚投行57个意向创始成员国财长或授权代表出席了签署仪式，其中已通过国内审批程序的50个国家正式签署《协定》。

数据来源：wind，新华网，新浪财经，国泰君安证券研究

表 21：“一带一路”配套金融紧密跟进亦推动板块行情上涨

	首次提出	参与国	总部	法定资本	进展	发展目标
丝路基金	2014年11月总书记在APEC工商领导人峰会上宣布	“一带一路”沿线国	-	400亿美元	投资方向：基础设施建设、资源开发、产业合作	利用中国的资金实力直接支持“一带一路”建设，以建设融资平台为抓手、打破亚洲

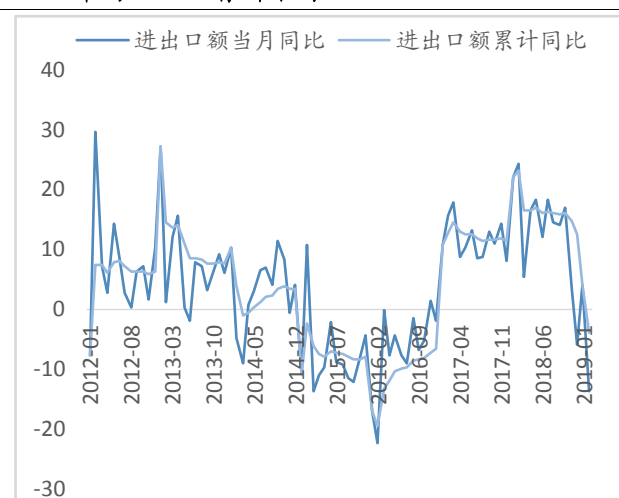
亚洲基础设施 投资银行	2013年10月2日总书记在雅加达同印度尼西亚总统苏西洛举行会谈时倡议	包括中国、印度、新加坡在内的21个国家	中国 北京	1000亿美元	2014年10月24日，21个首批意向创始成员国在北京签约，共同决定成立亚洲基础设施投资银行	向包括东盟国家在内的本地区发展中国家基础设施建设提供资金支持。减少亚洲区内资金外流，弥补亚洲发展中国家在基础设施建设投资领域存在的巨大缺口。
金砖国家开发 银行	概念最早提出于2012年	巴西、俄罗斯、印度、中国、南非	中国 上海	1000亿美元	2014年7月15日，金砖五国正式签订协议，成立金砖国家开发银行	对金砖国家及其他发展中国家提供基础设施建设的资金帮助，金砖成员国可能获得优先贷款权
上合组织开发 银行	2010年11月25日在杜尚别出席上海合作组织成员国第九次总理会议上提出	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	-	-	总书记2013年在上合组织成员国元首理事会第十三次会议上指出，成立上海合作组织开发银行和上海合作组织专门账户	上合组织开发银行以共同出资、共同受益的方式，扩大本币结算合作，促进区域经贸往来

数据来源：百度百科，一带一路官网，新浪，搜狐，政府门户网站，国泰君安证券研究

中观层面上涨动因：中国与一带一路沿线国贸易总额占比不断提升，国内建筑企业海外业务占比亦在提升。

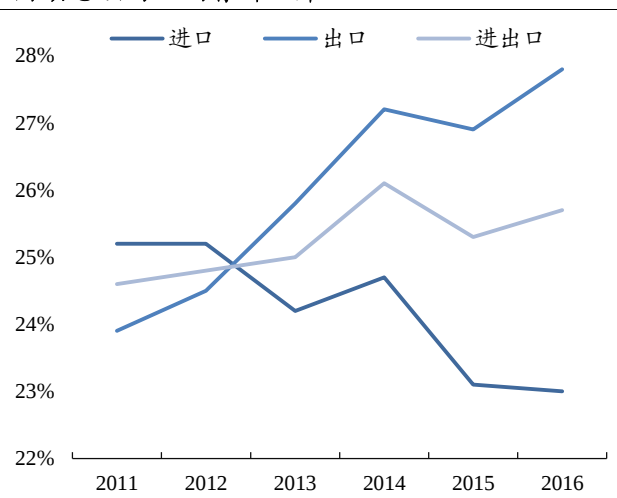
- 中国与一带一路沿线国家贸易总额占比不断提升，从2011年的不到25%到2014年的26%，其中出口贸易总额占比更是从不到24%提升到27%；从行业数据层面亦奠定了一带一路板块上涨的基础；
- 国内海外工程业务比重亦在持续提升，据ENR统计国内建工企业海外营收从2005年的101亿美元占比5.3%，提升至2013年的790亿美元占比14.5%，证实参与海外业务的程度越来越高。

图 31：我国 2014 年进出口累计同比增速 3.43%较 2013 年的 7.55%有所下滑



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 32：2014 年我国对“一带一路”进出口贸易占同期总额的比例有所上升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

微观层面上涨动因：交易结构发生变化叠加相关标的基本面好转增强了市场信心。

- 交易结构的变化：化学工程、装饰、园林三大板块成长逻辑受到破

坏，仓位较大幅降低。1) 化学工程：2013H1 国家批复近 4000 条现代煤化工路条使得市场对 H2 招标存在预期，但 2013H2 延后招标，且资金面紧张制约订单落地；2) 装饰、园林一方面受制于基建增速下滑，包括政令禁止楼堂馆所(2013 年 7 月要求全面停止新建党政机关楼堂馆所)，另一方面受制于资金面紧张、地方债务调控等致使订单推进明显降速；

- **基建央企及国际工程公司具备海外拓展的丰沛经验及突出实力，叠加基本面好转增强了市场对于一带一路的信心。** 1) 较多基建央企及国际工程公司已具备了扎实的海外业务拓展基础，并拥有丰沛的施工经验及雄厚的竞争实力；2) 部分龙头公司订单、净利润等基本面向好转，以中国交建为例，其净利增速经过 2012-13 年的业绩低谷期后，2014 年业绩强势回暖（2012-14 年净利增速为 3/1/14%），且订单亦在好转；再如中国铁建，2014 年单季度净利增速为 23/-5/6/19%。

涨幅对比：全行情中国中铁 10 倍涨幅高居板块第一，基建央企整体大涨

行情节奏综述：三轮行情，中国中铁 10 倍涨幅高居板块第一

2014 年-2015H1 的一带一路超级行情中，中国中铁等基建央企绝对涨幅、相对涨幅均靠前，我们认为主要因在一带一路的起步阶段，基建央企承担的海使命叠加自身实力雄厚使然。

- 纵观全行情中一带一路核心标的（基建央企及国际工程）的绝对涨幅情况，中国中铁涨幅最高，最高涨幅接近 10 倍，其次是中国电建、中国中冶、中国铁建等，主要因基建央企作为交通基建出海的绝对龙头占有先发优势且拥有海外订单等验证；

- 从相对涨幅看（相对上证综指），中国中铁仍有接近 5 倍，其次是中国中冶、中国电建、中国交建等。

2014 年-2015H1 的一带一路超级行情可分为三轮，第一轮中国中冶 74% 涨幅最高，第二轮中国交建 261% 涨幅最高，第三轮北方国际 241% 涨幅最高：

- 第一轮是一带一路行情起步阶段，2014 年 7 月 10 日-10 月 15 日，最高涨幅 31% 涨时约 3 个月；中国中冶涨幅 74% 最高，其后是中国电建 61%、中钢国际 57%（有借壳上市的催化因素）等；
- 第二轮是一带一路行情加速上涨阶段，2014 年 10 月 23 日-2015 年 1 月 28 日，最高涨幅 36% 涨时约 3 个月；中国交建涨幅 261% 最高，其后是中国中铁 223%、中国铁建 209% 等基建央企；
- 第三轮是一带一路涨幅最高的行情（也有 A 股大牛市的因素），2015 年 2 月 11 日-6 月 15 日，最高涨幅 93% 涨时约 4 个月；北方国际涨幅 241% 最高，其后是中国电建 204%、中国中冶 202%。

表 22：2014 年-2015H1 一带一路核心标的：中国中铁全行情涨幅最高

公司	全行情		第一轮		第二轮		第三轮	
	最高涨幅	相对大盘涨幅	最高涨幅	相对大盘涨幅	最高涨幅	相对大盘涨幅	最高涨幅	相对大盘涨幅

中国中铁	964	475	26	7	223	126	200	68
中国电建	713	281	61	38	149	58	204	67
中国中冶	659	313	74	49	141	35	202	79
中国铁建	657	228	20	0	209	122	131	9
中国交建	622	250	37	14	261	148	108	-7
北方国际	484	230	53	13	34	-30	241	136
隧道股份	473	211	33	12	57	-7	191	92
中国建筑	385	83	26	6	138	45	118	5
中钢国际	325	114	57	30	49	-20	149	63
葛洲坝	320	112	33	10	132	56	81	-2
中材国际	259	25	22	2	91	8	111	32
中工国际	205	-3	25	-1	77	7	72	-2
中国化学	184	-83	31	9	87	-4	82	-5

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 最高涨幅为区间内自最低点起的最高涨幅; 相对大盘涨幅为相对上证综指的区间涨幅。

从净利增速情况看, 2014年-2015H1 多数一带一路核心标的有明显改善, 基本面好转亦推动行情上涨:

- 从时间序列看, 多数一带一路核心标的在本轮超级行情中净利增速有较明显改善, 如中国交建 2013/14 年净利增速 1/14%, 中材国际-88/65% 等, 部分公司体现在单季度趋势好转, 如中国铁建 2014Q2-Q4 为-5/6/20%、中材国际-43/-12/36%;
- 纵向对比, 部分国际工程公司基本面好转的弹性更高; 基建央企虽然弹性相对较弱, 但从行情角度看, 基建央企更多是估值弹性的上修(如中国铁建 2014 年最低 PE 估值为 4 倍, 2015 年最高 PE 估值为 24 倍, 上涨 5.5 倍)。

表 23: 2014 年-2015H1 部分一带一路核心标的净利增速有明显改善

公司	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
中钢国际	-755	-168	-97	-39	-32	-36	613	765	731	1339	64	-7	-121	758	158
葛洲坝	4	-7	10	0	15	86	12	77	1	14	14	79	1	44	26
中国中冶	21	142	-25	111	7	60	7	70	14	29	43	12	143	33	21
中材国际	-12	-7	-48	-387	-12	-43	-12	36	-44	60	-40	178	-88	65	348
中国铁建	34	54	22	-6	23	-5	6	20	9	0	4	16	20	10	8
中工国际	33	25	-4	13	23	22	19	19	-21	-20	-14	195	13	21	21
隧道股份	45	11	9	4	32	-12	9	17	11	-4	-5	19	12	8	6
中国电建	12	10	15	7	12	-13	20	9	12	-3	3	-87	10	5	-25
中国中铁	62	36	47	0	22	12	8	6	14	22	3	32	27	11	18
中国交建	17	7	31	-20	2	12	46	1	8	14	-11	37	1	14	13
中国核建	-	-	-	-47	34	25	-6	-10	1	-6	-54	245	26	9	20
中国建筑	45	11	32	38	30	38	10	-19	22	13	4	24	30	11	16
中国化学	48	3	22	-12	10	17	-15	-31	-22	-46	-3	61	9	-6	-10
北方国际	-17343	24	1522	22	329	-46	485	-59	7	90	-57	155	30	18	19

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从订单情况看, 2014 年-2015H1 多数一带一路核心标的(有披露订单情

请务必阅读正文之后的免责条款部分

况的)有明显改善,抬升未来收入端预期亦推动行情上涨:如中国中冶 2013/14 年新签海外订单增速-22/26%,中国铁建 7/60%,中国化学-45/-19%等,部分公司未披露海外订单明细如中工国际-21/152%(考虑到主要业务在国外,因此可理解为海外订单好转);分公司体现在单季度趋势好转,如中国中冶 2013Q4-2014Q2 为-22/-16/41%。

表 24: 2014 年-2015H1 部分一带一路核心标的订单增速有明显改善(累计增速)

公司	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
中工国际				-20.5				151.9				-53.5	-20.5	151.9	-53.5
中国铁建	-18	-	-41	7	-38	410	244	60	278	-37	-46	-32	7	60	-32
中国电建								16.7	56.1	30.4	2.1	15.9		16.7	15.9
葛洲坝	-59.3	6.9	11.6	11.5	189.7	5.8	11.3	11.8	14.3	134.4	59.5	22.3	11.5	11.8	22.3
中国建筑	-	-	-	-	-	-	-	4.6	-8.4	2.7	50.3	37.2	-	4.6	37.2
中国中铁	86.5	26.6	18.2	27.2	4.6	11.8	13.7	0.5	-22.2	-19.4	-8.9	2.4	27.2	0.5	2.4
中材国际				9.6				-14.7				15.4	9.6	-14.7	15.4
中国化学	80	164	-46	-45	-95	-87	-86	-19	700	352	221	32	-45	-19	32
中国中冶	2.6	-32.9	-10.5	-22	-15.9	41.2	7.8	-25.8	112.5	-14.4	97.5	140.4	-22	-25.8	140.4
中国交建												19.1			19.1

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 海外订单增速为中国化学、中国建筑、中国铁建、中国交建、葛洲坝、中国电建、中国中冶; 其他公司为整体订单增速(因海外数据未披露等原因)

从基金持仓情况看, 2014 年-2015H1 多数一带一路核心标的基金持仓有明显提升:

➤ 从时间序列看, 多数一带一路核心标的在本轮超级行情中基金持仓均有明显提升, 如中国交建仓位从 2014Q1 的 0.04% 提升到 Q4 的 11.78%, 再如中工国际仓位从 2014Q1 的 4.04% 提升到 Q4 的 13.53%;

➤ 纵向对比, 国际工程公司相对更受青睐, 中工国际、中材国际等仓位靠前; 基建央企中中国交建、中国电建等仓位靠前, 部分央基建企仓位虽不高但从时间序列看加仓亦较为明显(如中国中铁 2014Q4 仓位 1.77% 为 2013-15 年间最高仓位)。

表 25: 2014 年-2015H1 一带一路核心标的基金持仓有明显提升

公司	2013				2014				2015			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
中工国际	10.47	21.58	8.46	11.25	4.04	13.39	8.34	13.53	4.2	5.97	1.21	9.17
中国交建	2.72	11.03	0.69	6.65	0.04	5.68	0.15	11.78	0	0.57	0.18	0.53
葛洲坝	0.4	1.98	0.8	1.27	0.5	1.37	0.9	6.27	0.18	1.86	0.76	2.79
中国电建	6.94	18.71	3.03	7.46	0.67	5	0.17	5.24	1.32	8.28	2.43	5.82
中材国际	0.72	2.27	0.32	1.76	0.82	2.26	1.1	5.15	2.78	2.44		1.6
北方国际			0.37	0.05		0.12	5.82	4.84	0.73	0.78	0.55	2.93
中国建筑	4.12	7.06	3.05	5.13	2.41	4.24	2.41	4.42	1.66	1.72	0.43	2.59
中钢国际		0.02		0.01	0.01	0.01		3.97	4.96	4.41	2.47	1.77
中国化学	4.47	9.89	0.8	5.29	1.64	3.1	1.37	3.58	0.43	1.39	0.42	1.54
中国中铁	0.66	1.57	0.18	1.21	0.28	1.43	0.58	1.77	0.58	1.31	0.26	1.26

中国铁建	1.34	2.76	0.98	1.97	0.06	1.06	0	1.71	0.2	0.98	0.61	1.57
中国中冶	0.94	0.85	0.37	0.67	0.34	0.82	0.37	0.99	0.38	0.77	0.34	0.64

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

第一轮: 板块最高涨幅 31% 涨时约 3 个月, 中国中冶 74% 涨幅最高

行情表现: 第一轮涨时约 3 个月, 最高涨幅 31%。本轮最低从 2014 年 7 月 10 日低点 1152 点最高涨至 10 月 15 日 1512 点, 最高涨幅 31% 涨时约 3 个月, 同期沪深 300 涨幅 15%; 一带一路板块跑赢沪深 300 指数 16pct。

上涨逻辑: 这一阶段主要是一带一路构想在前期成型的基础上正式升级成为国家战略, 并获得全国两会、博鳌亚洲论坛等较多催化, 因此行情处于起步阶段:

➤ 宏观: 1) 一带一路构想 2013 年 9-10 月首次提出, 11 月写入十八届三中全会《决定》正式升级为国家战略 (十八届三中全会、中央财经领导小组第八次会议布局一带一路); 2) 2014 年 3 月政府工作报告提到抓紧建设一带一路, 其后博鳌亚洲论坛等进一步发酵一带一路热点, 中国与俄罗斯等国就一带一路相关议题达成共识等;

➤ 中观: 2012-13 年国内进出口累计增速从 6.19% 提升到 7.55%, 其中对一带一路沿线国的比重继续保持上升;

➤ 微观: 1) 部分龙头公司订单情况开始好转, 如中国中铁、中国铁建都是在 2014Q2 订单呈现好转态势 (中国中铁 2014Q1 及 H1 新签订单累计增速为 4.6/11.8%, 中国铁建为 -4/13%), 从而抬升了市场对未来收入端的预期 (当然这也有国内基建增速反弹的利好影响); 此外, 如中国铁建等海外订单增速亦在好转 (2014Q2-Q3 累计增速均超 200%); 2) 部分龙头公司公告重大海外项目, 如中国铁建: 2014 年 8 月先后公告中标约 65 亿孟加拉高速公路项目、36 亿玻利维亚公路项目 (均为彼时的人民币计价)。

涨幅对比: 中国中冶涨幅 74% 最高。第一轮是一带一路行情起步阶段, 中国中冶涨幅最高, 绝对涨幅 74%、相对涨幅 49%, 除了行情驱动因素外, 沪港通临近、中国中冶 2014H1 订单大幅增长超 60% (海外订单大幅增长 40%)、旗下资源价值重估、混改等多项利好也是推动因素; 仅次于中国中冶的是中国电建 61%、中钢国际 57% (有借壳上市因素) 等。

第二轮: 板块最高涨幅 36% 涨时约 3 个月, 中国交建 261% 涨幅最高

行情表现: 第二轮涨时约 3 个月, 最高涨幅 36%。本轮最低从 2014 年 10 月 23 日低点 1447 点最高涨至 2015 年 1 月 28 日 1967 点, 最高涨幅 36% 涨时约 3 个月, 同期沪深 300 涨幅 46%; 一带一路板块跑输沪深 300 指数 10pct。

上涨逻辑: 这一阶段政策上迎来密集的政策催化, 一方面是国内密集召开会议均强调推进一带一路, 另一方面国际上的重要会议亦将一带一路作为热点议题, 且配套金融紧密跟进、部分龙头公司海外大单频落地, 因此行情加速上涨并与第一轮之间仅有一周左右的回调时间:

➤ 宏观: 1) 2014 年 10 月 24 日, 21 个首批意向创始成员国在北京签

约，共同决定成立亚洲基础设施投资银行；2)一带一路明显进入密集催化阶段，中央财经领导小组第八次会议、中央经济工作会议、国常会等，并且在国际上与俄罗斯、中亚、东欧等国的合作稳步推进；

➤ 中观：2014 年国内进出口累计增速虽然同比回落，但对一带一路沿线国的比重继续保持上升；

➤ 微观：1)部分龙头公司公告重大海外项目，如中国铁建：2014 年 11 月先后公告中标约 270 亿墨西哥高铁项目、735 亿尼日利亚铁路框架合同、122 亿沙特建筑项目(均为彼时的人民币计价)；2)部分龙头公司基本面在好转。

涨幅对比：中国交建涨幅 261%最高。第二轮是一带一路行情加速上涨阶段，中国交建涨幅最高，绝对涨幅 261%、相对涨幅 148%；仅次于中国交建的是中国中铁 223%、中国铁建 209%等基建央企，国际工程各公司涨幅相对靠后；因为这段期间是一带一路战略加速推进并获得密集催化期，且丝路基金与亚投行等均取得更大进展，龙头央企不断有海外订单落地。

第三轮：板块最高涨幅 93%涨时约 4 个月，北方国际 241%涨幅最高

行情表现：第三轮涨时约 4 个月，最高涨幅 93%。本轮最低从 2015 年 2 月 11 日低点 1831 点最高涨至 2015 年 6 月 15 日 3538 点，最高涨幅 93%(亦受到 A 股大牛市的影响)涨时约 4 个月，同期沪深 300 涨幅 53%；一带一路板块跑赢沪深 300 指数高达 40pct。

上涨逻辑：这一阶段虽然有 A 股大牛市的影响，但是一带一路指数大幅跑赢沪深 300 指数 40pct 是三轮行情中表现最好的；本轮上涨受到亚投行扩容及一带一路深入推进的影响，尤其是英国作为首个西方国家申请加入亚投行以及国内组建一带一路建设工作领导小组是重大利好；此外部分龙头公司海外订单落地亦助推行情升温。

➤ 宏观：1)2 月 1 日，组建一带一路建设工作领导小组，其中至少拥有 1 名政治局常委、2 名政治局委员、2 名国务委员；2)3 月 12 日，英国向中方提交了作为意向创始成员国加入亚投行的确认函，正式申请加入亚投行，为主要西方国家中首个；

➤ 中观：1)国内与一带一路沿线国的出口额与进口额进一步延续增长态势，且全年顺差额 2262 亿美元较 2014 年增长 47%；2)海外重大项目落地，2015 年 4 月中巴经济走廊 5 大项目举行破土动工仪式；

➤ 微观：1)部分龙头公司公告重大海外项目，如中国中铁：2015 年 5 月 12 日公告联合中标俄罗斯约 24 亿元高铁项目、21 日公告联合中标以色列约 50 亿元轻轨项目(均为彼时的人民币计价)；2)部分龙头公司基本面延续好转态势。

涨幅对比：北方国际涨幅 241%最高。第三轮是一带一路涨幅最高的行情(也有 A 股大牛市的因素)，北方国际涨幅最高，绝对涨幅 241%、相对涨幅 136%；仅次于北方国际的是中国电建 204%、中国中冶 202%，一方面在第二轮行情中涨幅较弱、估值较低的国际工程公司有补涨(如北方国际 2014 年平均 PE 仅 26 倍/2015 年平均 45 倍)，另一方面龙头央企继续延续上涨行情。

5.2. 2016 年一带一路再上风口：板块最高涨幅 59%，北方国际 142%等国际工程公司涨幅翻倍

板块涨幅：板块最高涨幅 59%跑赢沪深 300 指数 36pct

一带一路指数 2016 年-2017 年 4 月中旬最高涨幅 59%，同期沪深 300 涨幅为 140%。2016 年起一带一路板块再度站上风口，一方面一带一路在国内、国际层面均获得更多进展，另一方面较多板块内公司 2016 年海外订单占比及增速都有明显提升，因此一带一路指数从 2016 年 1 月 29 日最低点 1643 点最高涨至 2017 年 4 月 12 日最高点 2605 点，最高涨幅 59%大幅度跑赢沪深 300 指数 36pct（同期沪深 300 涨幅为 23%）。

图 33：一带一路指数 2016 年-2017 年 4 月中旬最高涨幅 59%，同期沪深 300 涨幅 23%



数据来源：wind

上涨动因：执行力意志力增强，首届高峰论坛推高行情

宏观层面上涨动因：政治层面执行力及意志力明显增强，尤其是 2016-17 年政府工作报告提及一带一路频次明显上升；此外国际层面一带一路亦取得更多更大进展，高层会议、高规格国际会议持续推动行情。

- 国内层面：1)战略地位继续保持稳中提升，政治层面执行力及意志力明显增强，如 2014-17 年连续四年两会重点提及一带一路(2018-19 年继续提及)，且 2016-17 年分别提到 6 次/5 次，频次明显提升；2)与此同时，中央政治局会议提出扎实推进一带一路发展、发改委提出在一带一路建设中推进 PPP 模式等；
- 国际层面：1)2016 年 9 月《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》公布，为一带一路框架下的第一个多边合作规划纲要正式启动实施；2)多国及国际机构纷纷表态支持并积极合作，我国与多国签署一带一路备忘录及相关协议，亚投行与丝路基金 2016 年起加速推进；3)2017 年 1 月总书记宣布将召开第一届一带一路高峰论坛，重大利好进一步推动行情上涨。

表 26: 2014-17 年全国两会政府工作报告对一带一路的提及频次明显增多

时间	具体内容
2014	抓紧规划建设丝绸之路经济带、21 世纪海上丝绸之路；推进孟中印缅、中巴经济走廊建设，推出一批重大支撑项目，加快基础设施互联互通。
2015	1 次出现在工作任务：把“一带一路”建设与区域开发开放结合起来，加强新亚欧大陆桥、陆海口岸支点建设。前 2 次为 2016 年工作回顾：第 1 次：亚洲基础设施投资银行正式成立，丝路基金投入运营。签署中韩、中澳自贸协定和中国-东盟自贸区升级议定书。“一带一路”建设成效显著，国际产能合作步伐加快，高铁、核电等中国装备走出去取得突破性进展。第 2 次：重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”。第 3 次为十三五时期主要目标任务和重大举措：“一带一路”建设取得重大进展，国际产能合作实现新的突破。
2016	后 3 次为 2016 年重点工作：第 4 次：深入推进“一带一路”建设。第 5-6 次：扎实推进“一带一路”建设。统筹国内区域开发开放与国际经济合作，共同打造陆上经济走廊和海上合作支点，推动互联互通、经贸合作、人文交流。构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设。坚持共商共建共享，使“一带一路”成为和平友谊纽带、共同繁荣之路。
2017	前 3 次为 2016 年工作回顾：第 1 次：“一带一路”建设进展快速，一批重大工程和国际产能合作项目落地。第 2 次：推进“一带一路”建设，与沿线国家加强战略对接、务实合作。第 3 次：深入实施“一带一路”建设。后 2 次为 2017 年工作总体部署：第 4 次：扎实推进“一带一路”建设。坚持共商共建共享，加快陆上经济走廊和海上合作支点建设，构建沿线大通关合作机制。深化国际产能合作，带动我国装备、技术、标准、服务走出去，实现优势互补。加强教育、科技、文化、卫生、旅游等人文交流合作。高质量办好“一带一路”国际合作高峰论坛，同奏合作共赢新乐章。第 5 次：对外开放推出新举措，“一带一路”建设进展快速，一批重大工程和国际产能合作项目落地。

数据来源：政府官网，新华网，新浪网等，国泰君安证券研究

表 27: 2015H2-2017 年关联到“一带一路”战略推进的众多催化密集

日期	重要事件
2015 年 6 月	交通部披露，《交通运输部落实“一带一路”战略规划实施方案》已于近日审议通过。 同一天商务部印发《全国流通节点城市布局规划（2015-2020）》，提出落实“一带一路”战略规划，提升陆路、海路通达水平。
2015 年 7 月	7 月 9 日，中蒙会晤，将加快编制中蒙俄经济走廊规划。
2015 年 10 月	10 月 15 日，国家领导人会见了出席亚洲政党丝绸之路专题会议的外方主要代表。会议以“重塑丝绸之路，促进共同发展”为主题，重点围绕共建“一带一路”深入交流对话，具有重要现实意义。
2015 年 11 月	11 月 13 日，老挝副总理签署政府间铁路合作协定，标志着中老铁路项目正式进入实施阶段。项目总投资近 400 亿元，由中老双方按照 70%: 30% 的股比合资建设。预计于 2020 年建成通车。 11 月 26 日，总书记会见来华出席第四次中国-中东欧国家领导人会晤的中东欧 16 国领导人并表示，中国同中东欧国家要本着互利共赢、开放包容的精神，加强各领域的互利合作。实现“16+1 合作”同“一带一路”建设充分对接。
2015 年 12 月	亚投行正式成立，并于 2016 年 1 月正式开业。
2016 年 3 月	政府工作报告提出重点推进“一带一路”建设。
2016 年 8 月	总书记出席推进“一带一路”建设工作座谈会并发表重要讲话，强调以钉钉子精神抓下去，一步一步把“一带一路”建设推向前进，让“一带一路”建设造福沿线各国人民。
2016 年 10 月	《中欧班列建设发展规划（2016-2020）》文件印发。
2017 年 1 月	《文化部“一带一路”文化发展行动计划（2016—2020 年）》、《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020 年）》等文件印发。 总书记在达沃斯出席世界经济论坛 2017 年年会开幕式并发表主旨演讲时宣布 5 月中国将在北京主办“一带一路”国际合作高峰论坛。
2017 年 3 月	政府工作报告提出积极扩大对外开放，推进“一带一路”建设，与沿线国家加强战略对接、务实合作。 3 月国家领导人密集出访及接待（沙特、以色列等）。

联合国安理会 3 月 17 日一致通过决议支持“一带一路”倡议的内容，肯定“一带一路”建设对加强区域经
济合作、维护地区稳定发展的作用。

3 月 21 日，巴经济走廊能源优先实施项目-胡布燃煤电站项目举行开工仪式。

3 月 23 日，亚投行宣布批准 13 个新意向成员加入亚投行，成员国总数扩至 70 个。

2017 年 5 月

“一带一路”国际合作高峰论坛召开。

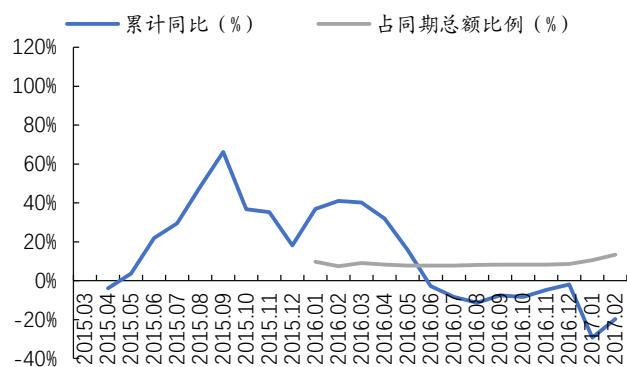
数据来源：一带一路官网，新华网，新浪网等，国泰君安证券研究

中观层面上涨动因：一带一路相关行业数据持续向好推动行情上涨：

➤ 对外承包工程方面，2016 年我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目约 1260 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.6%，同比增长 36%；完成营业额 759.7 亿美元，占同期总额的 47.7%，同比增长 9.7%；

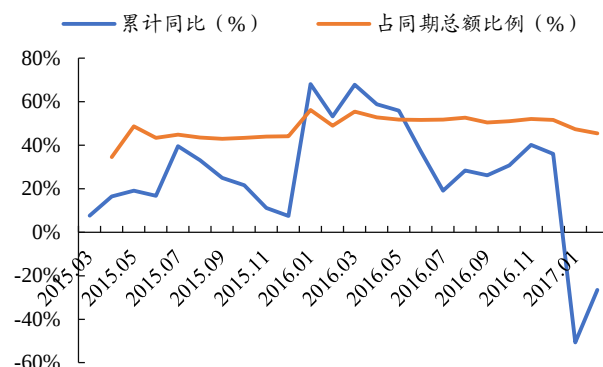
➤ 对外贸易方面，2016 年我国与“一带一路”沿线国家贸易总额约 9536 亿美元，占同期我国对外贸易总额的 25.7%同比提升 0.4pct，其中出口贸易额占比 27.8%同比提升 0.9pct。

图 34：我国对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资累计同比增速及占同期总额比例



数据来源：商务部官网，国泰君安证券研究

图 35：我国对“一带一路”沿线国家新签对外承包工程合同累计同比增速及占同期总额比例



数据来源：商务部官网，国泰君安证券研究

微观层面上涨动因：人民币贬值趋势利好走出去+海外重大项目落地+核心标的的订单、基本面较强，奠定了行情持续向上的基础；且多数标的同时也是国企改革及 PPP 相关标的：

➤ 人民币 2015 年底-2017 年初对美元贬值累计高达 11%，利于提升国内建筑公司的海外竞争力，且涉及到较多外币业务的建筑公司一方面毛利率将提升，另一方面将产生大额的汇兑受益，因此一带一路板块部分标的的业绩显示出明显的边际改善，亦推动行情上涨；

➤ 一带一路板块核心标的的订单（尤其是海外订单）、基本面均延续了较强的趋势，如中国铁建 2016 年 11 月连续公告两笔合计 209 亿元（人民币计价）的海外大额项目，再如北方国际 2016 年业绩增速明显提升，亦推动行情上涨；

➤ 海外有重大标志性项目落地（后文详细分析）；

➤ 此外，一带一路多数核心标的亦受益于 PPP 落地提速、国企改革提升管理水平以及地产调控下基建投资增速有望提升的逻辑。

图 36：美元对人民币汇率自 2015 年底-2017 年初一路攀升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

涨幅对比：全行情北方国际 142%等国际工程公司涨幅翻倍，首届峰会前四大国际工程公司涨幅均半倍以上

行情节奏综述：三轮行情，北方国际等国际工程公司涨幅居前

2016 年-2017 年 4 月的一带一路行情中，北方国际等国际工程公司绝对涨幅靠前（排除新股等因素之后）；从相对涨幅角度看，部分国际工程公司及基建央企靠前；本轮国际工程公司表现较佳，尤其在首届一带一路高峰论坛之前，我们认为或因国际工程公司海外订单占比及订单收入保障倍数更高，推动其涨幅更高。

➤ 纵观全行情中一带一路核心标的（基建央企及国际工程）的绝对涨幅情况，中国核建 469%、葛洲坝 168%、北方国际 142%，排除新股等因素后我们发现，北方国际、中钢国际 128%、中材国际 105%、中钢国际 98%均排名靠前；基建央企有所分化，中国建筑、中国交建 99%较高，中国铁建 67%、中国电建 64%相对较低；

➤ 从相对涨幅看（相对上证综指），部分国际工程公司及基建央企排名靠前，北方国际 81%、中国建筑 71%、中工国际 47%、中国交建 45%。

2016 年-2017 年 4 月的一带一路行情可分为三轮，第一轮中钢国际 37%涨幅最高，第二轮北方国际 77%涨幅最高（中国建筑涨幅 106%有安邦因素等），第三轮中材国际 78%涨幅最高：

➤ 第一轮是本轮行情的起步阶段，2016 年 1 月 29 日-4 月 15 日，板块最高涨幅 24%涨时约 2 个半月，中钢国际涨幅 37%最高，其后是中国铁建 32%、中国交建 31%等；

➤ 第二轮是本轮行情的“慢涨”阶段，2016 年 5 月 26 日-11 月 28 日，板块最高涨幅 29%涨时约 6 个月，中国建筑涨幅 106%最高（有安邦因素/排除新股等因素），其后是葛洲坝 89%、北方国际 77%等；

➤ 第三轮是首届一带一路高峰论坛之前的行情，2017 年 1 月 16 日-4 月 12 日，板块最高涨幅 30%涨时约 3 个月，中材国际 78%涨幅最高，其后是北方国际 71%、中钢国际 64%、中工国际 51%，我们将在后文重点分析。

从净利增速情况看，2016 年-2017 年 4 月多数一带一路核心标的有明显改善，基本面超出预期亦推动行情上涨：

➤ 从时间序列看，多数一带一路核心标的在本轮行情中净利增速有较明显改善，如北方国际 2016/17 年净利增速 19/54%，中国铁建 8/11%等，部分公司体现在单季度趋势好转，如中国中铁 2016Q1-Q3 为 10/17/22%、中国化学-28/-23/-20%；

➤ 纵向对比，部分国际工程公司及基建央企基本面好转超出市场预期弹性较高，主要体现在转趋势超出之前市场的预判，如北方国际 2016Q2 单季度净利增速 107%大幅超过 Q1 的 3%及市场预期，中国交建 2017Q1 的单季度净利增速 36%环比同比均明显提升而非此前市场预期的线性外推。

表 28：2016 年-2017 年 4 月一带一路核心标的：北方国际等国际工程公司全行情涨幅较高

公司	全行情	第一轮		第二轮		第三轮	
	最高涨幅	相对大盘涨幅	最高涨幅	相对大盘涨幅	最高涨幅	相对大盘涨幅	最高涨幅
中国核建	469	246			469	216	16
葛洲坝	168	75	27	5	89	60	48
北方国际	142	81	23	-21	77	53	71
中国建筑	141	71	22	0	106	87	28
中钢国际	128	32	37	-7	75	45	64
中材国际	105	29	27	1	41	18	78
中国交建	99	45	31	4	71	42	38
中工国际	98	47	25	-14	56	35	51
中国化学	83	35	18	-2	32	10	40
隧道股份	73	13	38	13	37	12	8
中国中铁	69	-7	24	-3	60	26	18
中国中冶	69	-2	24	1	57	31	20
中国铁建	67	13	32	5	54	22	30
中国电建	64	13	26	-5	51	23	26

数据来源：wind，国泰君安证券研究

备注：1)最高涨幅为区间内自最低点起的最高涨幅；相对大盘涨幅为相对上证综指的区间涨幅；2)中国核建为 2016 年 6 月上市的新股。

表 29：2016 年-2017 年 4 月部分一带一路核心标的净利增速有明显改善

公司	2016				2017				2018				2015	2016	2017
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
中国电建	3.1	6.7	13.9	409.4	5.5	8.7	4.5	18.4	12.4	6.4	-0.5		-24.7	29.3	8.8
北方国际	45.3	106.9	15.0	52.6	43.4	20.0	115.5	-35.9	0.2	111.8	-33.7		18.6	53.5	8.3
中钢国际	23.9	-21.2	14.0	38.8	-0.6	15.5	-47.9	-34.2	-9.7	-3.8	-36.6		157.7	8.6	-18.6
葛洲坝	26.8	6.7	48.4	29.8	15.6	24.1	6.8	81.7	1.5	21.1	-2.5		26.0	26.5	37.9
中国中冶	7.2	16.9	-3.9	22.3	5.6	17.3	-7.1	24.5	15.2	1.1	-1.8		21.1	12.0	12.8
中工国际	11.1	32.2	23.2	20.2	21.4	18.5	20.3	11.1	10.2	24.2	-1.6		21.2	21.8	16.0
隧道股份	8.5	11.0	17.4	10.6	10.4	7.3	14.2	7.7	9.8	9.8	11.5		6.2	11.6	9.5
中国铁建	12.1	7.0	18.6	7.6	11.9	12.1	21.3	13.4	18.9	25.9	15.8		7.8	10.7	14.7
中国交建	17.6	3.4	20.3	-3.0	36.2	-6.8	-1.4	61.8	9.3	7.8	11.8		13.0	6.7	22.9
中国核建	4.0	-6.2	43.2	-17.2	21.7	1.5	-6.6	16.1	17.8	11.3	12.4		19.7	0.1	6.8

中国中铁	9.8	16.7	21.9	-25.0	15.3	59.5	-12.0	54.1	21.9	25.0	4.9	18.3	2.1	28.4	
中国建筑	13.4	19.9	63.2	-27.3	11.0	12.7	-10.6	40.3	15.0	0.4	5.4	15.5	14.6	10.3	
中国化学	-28.2	-23.3	-20.0	-65.8	-18.8	16.5	-25.7	-19.2	29.0	27.4	21.7	-10.2	-37.7	-12.0	
中材国际	10.0	8.2	58.5	-89.7	15.9	62.7	57.7	831.1	18.1	59.2	33.5	37.5	347.8	-23.0	91.0

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

从订单情况看, 2016 年-2017 年 4 月多数一带一路核心标的(有披露订单情况的)有明显改善, 抬升未来收入端预期亦推动行情上涨: 如中国铁建 2015/16 年新签海外订单增速-32/25%, 中工国际-54/33%, 中国交建 19/43%, 中国化学 32/88%等, 部分公司未披露海外订单明细如中国中铁 2/29%; 分公司体现在单季度趋势好转, 如中国中铁 2016Q1-Q3 为 21/26/32%, 中国交建 2016Q2-Q3 为 10/28%、中国化学为 47/72%等。

表 30: 2016 年-2017 年 4 月部分一带一路核心标的订单增速有明显改善(累计增速)

公司	2015				2016				2017				2015	2016	2017
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
中国化学	700	352	221	32	62	47	72	88	145	121	89	0	32	88	0
中国交建				19.1		9.6	27.6	43.2	13.8	57.1	28.2	70.2	19.1	43.2	70.2
中国中冶	112.5	-14.4	97.5	140.4	219.6	150.6	44.7	39.4	-19.7	23.2	5.8	0	140.4	39.4	0
中工国际				-53.5				32.6				14.1	-53.5	32.6	14.1
中国中铁	-22.2	-19.4	-8.9	2.4	20.6	26	31.7	29.1	36.1	34.5	23.7	26.1	2.4	29.1	26.1
中国铁建	278	-37	-46	-32	-58	-58	-28	25	59		11	-3	-32	25	-3
中国电建	56.1	30.4	2.1	15.9	639.1	182.3	82.9	18.1	-2	1	4.3	0.9	15.9	18.1	0.9
中国建筑	-8.4	2.7	50.3	37.2	-12	55.1	35.2	4.3	1.4	80.5	56.3	76.9	37.2	4.3	76.9
葛洲坝	14.3	134.4	59.5	22.3	-32.9	-37.9	-20.1	1.5	148.3	40.5	31.4	14.2	22.3	1.5	14.2
中材国际				15.4				-11.7				29.1	15.4	-11.7	29.1

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

备注: 海外订单增速为中国化学、中国建筑、中国铁建、中国交建、葛洲坝、中国电建、中国中冶; 其他公司为整体订单增速(因海外数据未披露等原因, 其中中国中铁 2016Q2 开始披露, 2016Q2-Q4 单季度增速为 23.2/118.7/49.6%, 2017 年单季度增速为 131.8/-8.2/-34.6/-11.7%)

从基金持仓情况看, 2016 年-2017 年 4 月多数一带一路核心标的基金持仓有明显提升:

- 从时间序列看, 多数一带一路核心标的在本轮行情中基金持仓均有明显提升, 如中钢国际仓位从 2016Q1 的 2.14%提升到 Q4 的 16.3%, 再如中国化学仓位从 2016Q1 的 0.48%提升到 Q4 的 2.56%;
- 纵向对比, 国际工程公司明显更受青睐, 中钢国际、北方国际、中工国际仓位位列前三, 或与其涨幅相对靠前、订单更为丰沛等因素有关; 基建央企中中国化学、中国建筑等仓位靠前。

表 31: 2016 年-2017H1 一带一路核心标的基金持仓有明显提升

公司	2016				2017				2018			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
中钢国际	2.14	3.83	8.64	16.3	9.41	8.21	2.04	1.14	0.34	0.53	0.3	-
北方国际	0.6	4.68	5.15	12.1	9.5	9.01	4.56	5.58	1.55	0.42	-	0.6
中工国际	6.72	10.62	5.53	11.42	5.1	8.07	3.82	4.56	2.13	3.62	1.08	0.98
葛洲坝	1.17	4.66	3.78	10.41	7.21	11.65	2.11	3.73	2.39	5	3.21	0.65

中材国际	1.05	3.64	2.69	4.39	0.49	1.82	-	8.12	4.12	5.58	1.11	0.08
中国化学	0.48	1.67	0.08	2.56	1.97	3.06	0.93	2.43	2	4.46	1.03	0.42
中国建筑	1.25	2.93	1.96	2.47	2.08	3.13	1.36	1.93	0.89	1.86	0.93	1.6
中国铁建	0.61	1.71	0.59	2.2	1.44	2.12	0.45	1.82	0.32	1.86	0.86	2.77
中国电建	3.44	2.07	1.21	1.58	0.54	1.55	0.19	1.38	0.11	0.67	0.04	2.97
中国中铁	0.48	1.46	0.58	1.54	0.6	1.42	0.68	1.08	0.11	1	0.28	3.14
中国中冶	0.25	0.64	0.47	0.86	0.79	1.28	0.72	1.01	0.05	0.85	0.17	2.67
中国交建	0.31	0.52	0.25	0.85	0.57	0.87	0.15	0.41	0.1	0.66	0.1	1.25

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

第一轮: 板块最高涨幅 24% 涨时约 2 个半月, 中钢国际 37% 涨幅最高

行情表现: 第一轮涨时约 2 个半月, 最高涨幅 24%。本轮最低从 2016 年 1 月 29 日低点 1643 点最高涨至 4 月 15 日 2045 点, 最高涨幅 24% 涨时约 2 个半月, 同期沪深 300 涨幅 15%; 一带一路板块跑赢沪深 300 指数 9pct。

上涨逻辑: 这一阶段主要是亚投行正式成立并于 2016 年 1 月起营业, 叠加一带一路获政策支持加强所带动的行情:

- 宏观: 1) 亚投行正式成立, 并于 2016 年 1 月正式开业; 2) 2016 年两会政府工作报告 6 次提一带一路并将一带一路列入十三五主要目标及重大举措, 与此对比, 2015 年政府工作报告仅提及 1 次, 政策上的执行力与意志力进一步增强;
- 中观: 1) 2016 年国内进出口累计增速较 2015 年明显改善(从-8.1%提升到-6.77%), 且对一带一路沿线国的比重继续保持上升; 2) 此外, 从对外工程承包及对外贸易角度, 2016 年均在好转中, 如 2016 年对外非金融类投资同比大增 55%;
- 微观: 1) 部分龙头公司海外订单情况加速好转, 如中国中冶 2016 年 3 月起海外订单进入加速爆发期(3-7 月累计增速保持在 150% 以上)、中国电建 2016 年 2-7 月累计增速保持在 140% 以上, 中国中铁、中国交建亦在好转, 从而抬升了市场对一带一路推进成效的预期; 2) 中国中铁、中国电建等公司净利增速好转, 2016Q1-Q3 分别为 10/17/22% 及 3/7/14%; 3) 部分龙头公司公告重大海外项目。

涨幅对比: 中钢国际 37% 涨幅最高。第一轮是本轮行情的起步阶段, 中钢国际涨幅最高, 绝对涨幅 37%、相对涨幅-7%, 其低估值(彼时市场预期其动态 PE 仅 12 倍左右)、在手订单充沛(国际重大订单超 200 亿保障倍数超 2 倍)是推动其上涨的重要原因; 仅次于中钢国际的是中国铁建 32%、中国交建 31% 等。

第二轮: 板块最高涨幅 29% 涨时约 6 个月, 北方国际涨幅 77% 最高(中国建筑涨幅 106% 有安邦因素)

行情表现: 第二轮涨时约 6 个月, 最高涨幅 29%。本轮最低从 2016 年 5 月 26 日低点 1726 点最高涨至 11 月 28 日 2226 点, 最高涨幅 29% 涨时约 6 个月, 同期沪深 300 涨幅 16%; 一带一路板块跑赢沪深 300 指数 13pct。

上涨逻辑: 政策上的力度进一步增强, 但是利好频次相对较弱, 我们估

计亦是与国内 PPP 行情大火、微观交易结构上市场更青睐 PPP 民营公司有关，所以行情呈现“慢涨”状态：

- 宏观：1)总书记出席推进“一带一路”建设工作座谈会并发表重要讲话；2)从国际上看，特朗普当选美国总统抬升了全球贸易保护预期从而使得基建建设成为一带一路外贸依存度较高的国家经济稳定器；且 3 月领导人频繁出访或接待，继续深入推进一带一路；
- 中观：1)2016 年国内对一带一路沿线国进出口的比重继续保持上升；一带一路贸易额指数也显著好转(从 3 月的 67 到 9 月的 101)；2015/2016 年一带一路新签合同金额同增 7.4/36%；2)人民币延续贬值趋势；
- 微观：部分龙头公司 Q3 基本面明显好转，如中国中铁 Q2-Q3 净利增速为 17/22%，中国铁建为 7/19%，中国交建为 3/20%。

涨幅对比：北方国际涨幅 77%最高。第二轮是本轮行情的“慢涨”阶段，中国建筑涨幅最高(排除新股等因素外)，绝对涨幅 106%、相对涨幅 87%，除行情推动外亦有安邦因素；仅次于中国建筑的是葛洲坝 89%、北方国际 77%等，大多数公司涨幅均在 50%以上；这段期间一带一路获得较多催化如领导人密集出访和接待等，因此较多估值低、订单多的公司呈现普涨慢涨局面。

第三轮：首届峰会之前的行情，板块最高涨幅 30%涨时约 3 个月，中材国际涨幅 78%最高

行情表现：第三轮涨时约 3 个月，最高涨幅 30%，本轮是一带一路大会（2017 年 5 月）之前的行情，也是 2016 年一带一路板块再次站上风口后涨幅最佳的一轮行情。本轮最低从 2017 年 1 月 16 日低点 2002 点最高涨至 4 月 12 日 2605 点，最高涨幅 30%涨时约 3 个月，同期沪深 300 涨幅 6%；一带一路板块跑赢沪深 300 指数 24pct。

图 37：一带一路指数 2017 年 1 月 16 日-4 月 12 日最高涨幅 30%，同期沪深 300 涨幅 6%



数据来源：wind

上涨逻辑综述：首届一带一路高峰论坛重大利好，海外标志性重大项目落地。1)这一阶段一带一路指数较大幅跑赢沪深 300 指数 24pct，是三轮行情中表现最好的；2)本轮上涨主要受即将举办第一届一带一路高峰论坛

坛（2017 年 5 月）、领导人密集出访接待以及联合国安理会明确支持一带一路的重大利好；3)此外海外重大标志性项目落地及行业数据好转亦助推行情升温。

宏观上涨逻辑：首届一带一路高峰论坛即将召开叠加领导人密集出访接待等重大利好推动板块上涨。

- 2017 年 1 月 17 日总书记在达沃斯出席世界经济论坛 2017 年年会开幕式并发表主旨演讲时宣布 5 月中国将在北京主办“一带一路”国际合作高峰论坛；
- 2017 年全国两会政府工作报告再次高频次（累计 5 次）提及一带一路，27 个地方两会提及一带一路；
- 2017 年 3 月领导人密集出访、接待，如 3 月 15 日沙特过往来华并与我国签署 650 亿美元的经济和贸易协议；再如 3 月 21 日以色列总理来华，宣布双方建立创新全面伙伴关系；
- 联合国安理会于 2017 年 3 月 17 日一致通过决议支持“一带一路”倡议的内容（为首获安理会明确支持）；
- 2017 年 3 月 23 日亚投行宣布批准 13 个新意向成员加入亚投行，成员国总数扩至 70 个。

表 32：首届一带一路高峰论坛（2017 年 5 月）前领导人密集出访及接待

时间	事项
2017 年 1 月 6 日	总书记接见吉尔吉斯斯坦总统。
2017 年 1 月 15-18 日	总书记出访瑞士并参加达沃斯论坛；中瑞双方将推动中瑞自由贸易协定升级，扩大贸易、投资、金融、保险合作规模，加强能源、环保等领域合作，加强“一带一路”建设合作
2017 年 2 月 22 日	总书记接见法国总理，中方欢迎法方参与“一带一路”建设，支持两国企业在“一带一路”框架内开展合作。
2017 年 2 月 22 日	总书记接见意大利总统。
2017 年 3 月 6 日	总书记接见柬埔寨国王和太后
2017 年 3 月 15 日	3 月 15 日沙特国王来华，我国与沙特签署 650 亿美元的经济和贸易协议。
2017 年 3 月 21 日	3 月 21 日以色列总理来华，宣布双方建立创新全面伙伴关系。
2017 年 3 月 22 日	总书记接见意大利总统，共同会见出席中意企业家委员会、中意第三方市场合作论坛、中意文化合作机制会议代表。
2017 年 3 月 26 日	总理 2017 年 3 月 26 日至 29 日对新西兰进行正式访问，双方签署了《中华人民共和国政府和新西兰政府关于加强“一带一路”倡议合作的安排备忘录》等。
2017 年 3 月 30 日	总书记接见塞尔维亚总理时表示，要推动“一带一路”倡议同塞尔维亚再工业化国家战略紧密对接，稳步推进匈塞铁路等在建大项目，积极探讨共建工业园区，实现基础设施建设、产能合作、产业发展相互促进，加强农业、生物医药、可再生能源等合作，双方要扩大旅游、文化交流。
2017 年 4 月 4-7 日	总书记对芬兰进行国事访问并赴美国佛罗里达州举行中美元首会晤。

数据来源：新华网，新浪网等，国泰君安证券研究

中观上涨逻辑：海外重大项目落地叠加行业数据好转推动板块上涨。

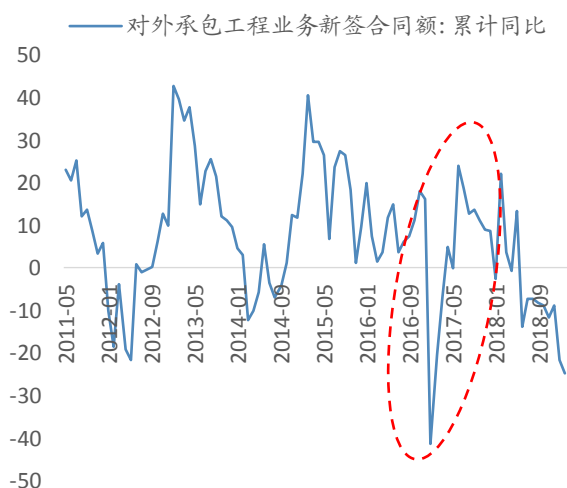
- 2017 年初行业数据有明显好转，如 Q1 进出口累计增速超 14%，全年 11.44%（2016 年为-6.77%）；再如对外承包工程业务新签合同额累计增速，2017 年前 4 个月在不断好转（分别为-41/-21/-7/5%）；
- 一带一路贸易额指数也显著好转，2017 年初 2 月均在 105 以上，而

在 2016 年 11 月该数据为 95;

➤ 有一批重大标志性海外项目建成投产或开工建设, 如 2017 年 3 月 21 日巴经济走廊能源优先实施项目-胡布燃煤电站项目举行开工仪式(据悉该项目建设有望为当地创造至少 1 万个就业机会);

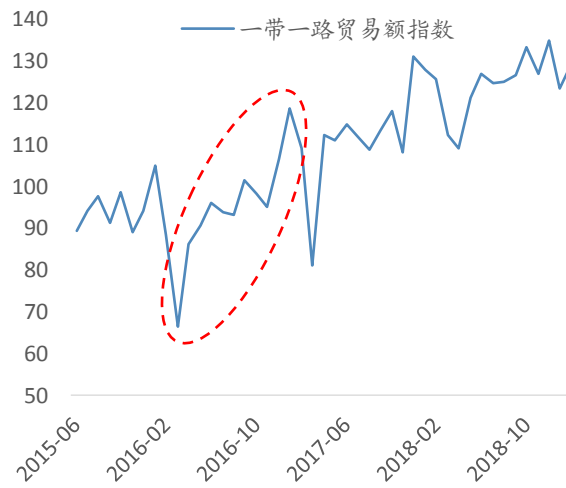
➤ 有一批重大标志性海外项目落地, 如 2017 年 4 月 4 日雅万高铁总承包(EPC)合同印尼雅加达签署(标志雅万高铁进入全面实施规划阶段), 该项目约 47 亿美元, 是中国再海外高铁落地的第一单。

图 38: 2017 年初对外承包工程业务新签合同额提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 39: 2017 年初一带一路贸易指数明显提升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 33: 首届一带一路高峰论坛(2017 年 5 月)前大量核心标的有关键海外订单落地

时间	订单详情	金额
2017.3	葛洲坝与巴基斯坦水电开发署在伊斯兰堡签订了巴基斯坦 DASU-M-01 大坝及金结标段项目和巴基斯坦 DASU-MW-02 地下厂房及金结标段项目合同	总合人民币 113.21 亿元
2017.3	中国化学所属子公司中国化学工程第七建设有限公司与俄罗斯石油天然气工业集团下属的阿菲普卡有限责任公司签署了 250 万吨/年炼油氢化裂解项目工程总承包合同	约 10.99 亿欧元,折合人民币约 80.9 亿元
2017.3	中国电建签订孟加拉国博卡利 1×60W 燃煤电站项目合同	人民币 57.81 亿元
2017.3	北方国际与德黑兰轨道车辆制造公司签署《德黑兰 70 辆铝合金地铁车供货项目合同》	9,380 万欧元
2017.3	中国建筑与澳大利亚签署基建一揽子协议	37.5 亿美
2017.3	葛洲坝与科威特住房福利署签订了《科威特南穆特拉城基础设施建设项目第二标段合同协议》	215,814,039.740 科威特第纳尔,折合人民币 48.85 亿元
2017.3	葛洲坝收到巴基斯坦水电开发署《巴基斯坦 DASU-KKH-02 公路改道项目中标通知书》	1.56 亿美元,折合人民币约 10.70 亿元
2017.4	中国中铁中标肯尼亚卡洛贝耶-纳达帕公路升级项目标段 3	折合人民币 53,038 万元
2017.4	中国中铁中标中亚区域经济合作走廊 3 改造项目(比什凯克-奥什)比什凯克一卡拉-巴尔塔标段	折合人民币 48,388 万元
2017.4	中国中车控股子公司美国中车麻省公司与美国 Los Angeles County Metropolitan Transportation Authority 签订地铁车辆销售合同	约 44.6 亿元人民币
2017.4	中国中车控股子公司美国中车麻省公司与美国 Massachusetts Bay Transportation Authority 签订地铁车辆销售合同	约 17.4 亿元人民币
2017.4	中国电建签订玻利维亚庞贝欧一帕罗塔尼一梅尔加一科洛米一维亚图那里公路	人民币 66.41 亿元

项目合同

2017.4	中国电建签订玻利维亚奇维一波韦尼尔—纳列乌达—埃克斯特雷玛公路项目合同	人民币 18.99 亿元
2017.4	中工国际签订芬兰生物炼化厂项目大单	8 亿欧元 (约合 58.62 亿元人民币)
2017.4	中国中铁和中国电建签署印尼雅万高铁 EPC(勘察设计施工总承包)建设协议	47.01 亿美元(约合人民币 324 亿元)
2017.5	中油工程联合中标尼日利亚天然气管道工程	预计约 9.49 亿美元
2017.5	中国电建签订越南云屯度假酒店综合项目合同	人民币 13.73 亿元
2017.5	葛洲坝全资子公司与巴基斯坦 Kot Addu Power Company Limited 公司签订《巴基斯坦穆扎法格尔 660MW 燃煤电站项目 EPC 合同》	美元 5.25 亿, 折合人民币约 36.3 亿元
2017.5	中国交建与马来西亚铁路衔接有限公司签署了马来西亚东部沿海铁路工程设计施工总承包(二期)商务合同	90 亿马来西亚币, 折合人民币约为 142 亿元
2017.5	中工国际与沙特 Tijan 石化有限公司签署了摩洛哥轮胎厂项目商务合同	2.5 亿美元, 约合 17.25 亿元人民币
2017.5	葛洲坝和马来西亚 Untang Jaya Sdn. Bhd.组成的联营体 (70%: 30%) 收到马来西亚砂捞越能源公司《马来西亚巴勒水电站土建主体工程项目中标通知书》	13.98 亿林吉特和 4.08 亿美元, 折合人民币约 50.51 亿元

数据来源: wind 等, 国泰君安证券研究

微观上涨逻辑: 部分龙头公司订单、基本面现好转推动板块上涨。

- 部分龙头公司订单在 2017 年初有较高增长, 如中国电建 2017 年 1-2 月新签订单增速高达 34% (2016 年全年为 18%)、中国中冶这一数据为 74/39%;
- 部分龙头公司基本面延续好转态势, 如中国中铁 2017Q1-Q2 单季度净利增速为 15/59%、中国中冶为 6/17%, 中国化学为-19/17%。

涨幅对比: 四大国际工程公司涨幅均超 50%, 中材国际 78%涨幅最高:

- 第三轮是本轮一带一路板块再次站上风口即 2016 年-2017 年 4 月中涨幅最高的行情 (绝对涨幅最高 30%、相对沪深 300 涨幅 24%), 其中中材国际涨幅最高, 绝对涨幅 78%、相对涨幅 38%;
- 仅次于中材国际的是北方国际 71%、中钢国际 64%、中工国际 51%, 国际工程公司涨幅均超 50%, 基建央企涨幅相对较弱;
- 我们认为受益于首届一带一路高峰论坛即将召开、领导人密集出访接待等重大利好, 以及标志性海外项目落地, 海外订单占比更高且在手订单更为丰沛等因素是推动国际工程公司涨幅更高的原因之一, 且对比 2016 年一带一路行情第三轮亦是国际工程公司及前期涨幅相对较低的基建央企等后发接力。

5.3. 一带一路较上两次上证 3200 点时估值尚有一倍空间, 4 月将迎来主升浪

从估值角度看, 与第一届一带一路峰会前及 2014 年 12 月末大牛市启动前对比, 当前一带一路标的估值低、未来涨幅空间大。

- 第一届一带一路峰会前上证综指最高为 3295 (2017 年 4 月 7 日), 彼时北方国际涨到 37 倍 PE, 中钢国际 39 倍 PE, 中国铁建 12 倍

PE，中国化学 28 倍 PE，中国中铁 13 倍 PE。

- 2014 年 12 月末大牛市启动之前上证综指为 3235 点（2014 年 12 月 31 日），彼时北方国际涨到 34 倍 PE，中钢国际 55 倍 PE，中国铁建 17 倍 PE，中国化学 14 倍 PE，中国中铁 19 倍 PE。
- 当前（2019 年 4 月 7 日）上证综指为 3247，点位类似于前两次，但北方国际、中钢国际仅 16 倍 PE，中国铁建仅 8 倍 PE，中国中铁仅 8.7 倍，中国化学 14.6 倍 PE。因此，当前一带一路标的估值低、未来涨幅空间大。

表 34：目前一带一路相关标的估值/仓位/涨幅仍低

	估值情况		基金持仓情况(%)			涨幅情况	
	2019 年预计增速	对应 PE	2016 年以来最高持仓	2016 年末	2018 年末	首届峰会前最高涨幅	2019 年以来涨幅
中国化学	23%	14.6	4.46	2.56	2.68	85%	28%
中国中铁	15%	8.7	1.97	1.54	1.97	69%	7%
中国建筑	10%	6.4	3.13	2.47	2.77	142%	11%
中国交建	12%	10.1	1.20	0.85	1.20	100%	21%
中国铁建	15%	8.0	4.63	2.20	4.63	67%	12%
中国电建	12%	10.2	3.44	1.58	1.27	64%	24%
中国中冶	8%	9.7	1.48	0.86	1.48	68%	19%
中工国际	17%	13.2	11.42	11.42	2.90	101%	51%
中材国际	25%	8.6	4.39	5.58	2.59	105%	54%
北方国际	19%	15.9	12.10	12.10	0.35	142%	89%
中钢国际	29%	16.0	16.30	16.30	0.44	128%	65%
沪深 300	14.8%	11.3	-	-	-	-	35%

注：基金持仓中已剔除央企结构调整 ETF；中钢国际、中国电建、沪深 300 为 wind 一致预期

数据来源：wind，国泰君安证券研究

6. 推荐工业产能建设/交通基础设施建设两条主线

6.1. 工业产能建设/交通基础设施建设两条主线

我们认为此次一带一路行情并非主题炒作而是基于板块经营情况好转，4 月将迎来主升浪。把握工业产能建设/交通基础设施建设两条主线，工业产能建设方向推荐北方国际/中国化学/中材国际/中工国际，受益中钢国际，交通基础设施建设推荐中国交建/中国铁建/中国中铁。

工业产能建设方向推荐北方国际/中国化学/中材国际/中工国际，受益中钢国际。

- 一带一路沿线工业工程建设有望进入爆发期。2019 年 3 月，外交部长表示，一带一路的“机遇来自于一大批发展中国家进入工业化加速阶段，在基础设施互联互通、产业投资等领域的发展需求不断释放，将催生出巨大的国际合作潜力”。我们认为，随着一带一路在交通类基础设施建设领域取得一定进展，贸易与工业工程建设有望进入爆发期。工业工程公司中中工国际(93%)、北方国际(81%)、中材国际(75%)、中国化学(32%)、中钢国际(38%)海外订单占比高，北方国际(24%)、中国化学(23%)2018 年海外收入增速快。

表 35: 工业工程主线海外营收/毛利润情况梳理

公司	海外收入增速			海外收入占比			海外毛利润占比		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
中国化学	19%	21%	23%	27%	30%	32%	24%	29%	42%
中工国际	-6%	32%	-9%	91%	95%	93%	90%	95%	95%
中材国际	-14%	-1%	1%	85%	81%	75%	76%	75%	80%
北方国际	22%	3%	24%	72%	67%	81%	70%	74%	76%
中钢国际	81%	5%	-38%	53%	66%	38%	59%	68%	20%

注：中国化学尚未披露 2018 年年报，2018 年数据使用 2018H1 数据代替

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 36: 工业工程主线海外订单梳理

公司名称	海外订单增速			海外订单占比		海外订单单季增速							
	2016	2017	2018	2017	2018	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4
中国化学	88%	0%	50%	35%	35%	145%	89%	-33%	-55%	-40%	272%	322%	-65%
中钢国际	-	-	33%	-	-	-	-	-	-	-	-86%	-19%	-
中工国际	-	-	-10%	92%	93%	-	-	-	-	-53%	-65%	-90%	370%
中材国际	-	24%	-24%	82%	71%	-	-	-	-	-	-29%	-56%	52%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

➤ **国内外环境宽松/在手订单充足，业绩有望迎来反转。**1)全球融资环境转向宽松利好海外业务落地，国内融资环境延续宽松助国内业务推进；2)中工国际/中钢国际/北方国际(生效订单)/中材国际在手订单保障倍数 5.9/4.7/4.4/2.1 倍，为业绩反转提供基础。3)中国化学/中工国际/北方国际/中钢国际 2019 年业绩一致预期增速为 31%/31%/20%/29%，均高于 2018 年增速(15%-25%/-19%/18%/2%)，其中中钢国际 2018Q4 单季净利高增 46%(Q1-Q3 增速-10%/-4%/-37%)，业绩反转端倪已现。

➤ **估值/涨幅/仓位仍低。**1)估值低：第一届一带一路峰会前上证综指最高 3295 点(2017.04.07)，北方国际/中钢国际/中国化学 37/39/28 倍 PE。2014 年 12 月末牛市启动前上证综指 3235 点(2014.12.31)，北方国际/中钢国际/中国化学涨到 34/55/14 倍 PE。当前(2019.04.07)上证综指 3247 点类似前两次，但北方国际/中钢国际/中国化学仅 16/16/15 倍 PE。2)涨幅低：首届峰会前北方国际/中钢国际最高涨 142/127%，而 2019 年来涨幅仅 89/65%。3)仓位低：2016 年来国际工程板块/北方国际/中钢国际/中国化学/中材国际/中工国际基金持仓最高 7.0/12.1/16.3/4.5/5.6/11.4%，2018 年末仅 1.8/0.4/0.4/2.7/2.6/2.9%明显低配。

交通基础设施建设方向推荐中国交建/中国铁建/中国中铁。

➤ **一带一路沿线交通基建有望继续发力。**近年来一带一路在交通基础设施建设领域已取得显著成就，中老铁路、匈赛铁路、斯里兰卡汉班托塔港等一系列大型项目相继取得突破，作为贸易和投资的基础，交通基建有望持续发力。

表 37: 央企与国际工程公司海外营收/毛利润情况梳理

公司	海外收入增速	海外收入占比	海外毛利润占比
----	--------	--------	---------

	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
中国中铁	-9%	51%	3%	4%	6%	6%	4%	5%	4%
中国交建	16%	35%	-19%	20%	24%	19%	21%	21%	21%
中国铁建	19%	16%	-6%	5%	6%	5%	5%	7%	7%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 38: 央企与国际工程公司海外订单梳理

公司名称	海外订单增速			海外订单占比		海外订单单季增速							
	2016	2017	2018	2017	2018	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4
中国铁建	25%	-3%	24%	7%	8%	59%	94%	-53%	-19%	-41%	148%	-13%	5%
中国中铁	50%	-12%	16%	6%	6%	-	-58%	-52%	66%	32%	-24%	-43%	58%
中国交建	43%	1%	-30%	25%	18%	14%	77%	-33%	-38%	63%	-36%	-56%	-56%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

- **Q2-Q3 基建投资望加速上行，超出市场预期。**国开行牵头青海省投债委会并有望提供资金支持利于化解青海省债务，叠加地方专项债 9 月底前将发完将助推基建持续提速，我们预测二三季度基建投资增速 10-20%，而市场预期 5-8%左右，基建投资超预期促建筑获得超额收益。
- **雄安建设有望提速。**雄安新区提出已有两周年，2019 年初，《河北雄安新区总体规划（2018-2035 年）》正式发布，雄安新区开发建设有望提速。
- **滞涨明显，估值仍低。**1)估值低: 第一届一带一路峰会前上证综指最高 3295 点(2017.04.07)，中国铁建/中国中铁 12/13 倍 PE，2014 年 12 月末牛市启动前上证综指 3235 点(2014.12.31)，中国铁建/中国中铁涨到 17/19 倍 PE。当前(2019.04.07)上证综指 3247 点类似前两次，但中国铁建/中国中铁/中国化学仅 8/9 倍 PE。2)涨幅低: 2014 年 H2 中国铁建/中国中铁涨幅 240/269%，而 2019 年来涨幅仅 12/7%。

6.2. 公司逻辑

1. 中钢国际: 新签订单高增，受益一带一路/国内钢铁企业去产能

公司紧跟一带一路战略，海外业务持续扩张。公司持续加大对西亚中东、俄语区、东南亚、南亚等“一带一路”沿线国家市场的开拓力度，成功实现了伊朗综合钢厂、俄罗斯烧结、玻利维亚综合钢厂、阿尔及利亚球团、阿尔及利亚直接还原铁等一批国内外重大工程项目。公司将市政工程 PPP 业务作为重要的发展方向，补齐了建筑工程施工总承包与市政公用工程施工总承包等多项资质，延伸产业链，加强智能制造工业化推广。瞄准航空、航天、高铁、核电装备的高端零部件和工模具制造，其采用的电子束熔丝沉积技术路径具有打印速度快，强度高的优势，现已有军工级产品，3D 金属打印公司技术实力强。

新签订单高增，在手订单充足。1)2018 年新签合同约合 262 亿(+166%)，Q4 新签约 102 亿(+156%)，订单持续高增。2)2018 年末在手合同 391 亿(-4%)，订单保障倍数 4.7 倍，在手订单依然充足。3)2018 年新签合同中国内项目占比较高(73%)，项目生效较快，对业绩形成有力支撑。

受益一带一路/国内钢铁企业去产能，仓位仍低。1)2018 年海外大型项目

取得进展,阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目投产,收到玻利维亚综合钢厂项目预付款。后续一带一路望助力公司承接海外订单。2)国内钢铁企业去产能背景下产能转化/升级/搬迁及退城入园等需求较多,望带动公司国内订单上行。3)2018 年末基金持仓仅 0.44%,较首届峰会前高点(16.1%)差距明显。4)2016 年末定增 8 亿元,其中员工持股 1.5 亿元,发行价折合现价 7.8 元/股,2019 年 12 月解禁。

表 39: 中钢国际历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	5	2	-180	-398	182	470	512	418	441	570	684
增速	123%	-67%	-11283%	-121%	611%	158%	9%	-18%	6%	29%	20%
EPS	0.00	0.00	-0.14	-0.32	0.15	0.37	0.41	0.33	0.35	0.45	0.54
动态 PE										15.8	13.2
平均 PE						26	19	27	15	11	
最高 PE						45	25	39	19	16	
最低 PE						18	15	17	11	9	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.北方国际: 有望受益集团支持, 一带一路相关度高

维持增持。预测 2019/2020/2021 年 EPS0.91/1.07/1.22 元, 增速 19%/17%/15%, 维持增持。

公司是北方工业公司旗下平台型国际工程承包商及民品业务整合平台, 在轨道交通、能源、石油与矿产等多个领域具有丰富的工程承包经验, 在伊朗、巴基斯坦等多个国家具有国别市场优势。2016 年集团将部分民用资产注入, 目前公司业务还涉及重型车辆与装备、包装容器研发与生产、物流一体化服务、太阳能产品应用等领域, 与原有承包主业协同, 可为客户提供一揽子解决方案。海外投资业务潜力极大, 有望成为公司新的增长点。公司近年来通过海外投资、兼并收购和战略联盟等新模式拓展海外市场, 大力推进 BOT、PPP 等特许经营权业务。

在手订单充足, 有望受益集团支持。1)2018 年新签合同约合 75 亿(-72%), Q4 新签约 27 亿(-80%), 但 2018 年末在手/生效合同约合 1029/435 亿, 为 2018 年营收 10.3 倍/4.4 倍, 依然充足。2)前次注入资产全部完成业绩承诺, 北方公司旗下上市平台和民品国际化经营整合平台, 大集团、小公司特征明显, 望继续获集团支持。

一带一路主题相关度高, 涨幅/仓位低。1) 2018 年海外营收占 80%, 且参与中巴经济走廊框架下首个正式启动轨交项目/非洲第一条现代电气化铁路/克罗地亚近年来最大电力项目等多个一带一路标杆项目, 主题相关度高。3)首届峰会前最高涨 142%, 第二届峰会规模/规格更高, 望对股价形成催化。4)2018 年末基金持仓仅 0.35%, 较首届峰会前(12.1%)空间大。

表 40: 北方国际历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	44	73	120	156	185	219	461	499	589	699	820
增速	-22%	67%	63%	30%	18%	19%	111%	8%	18%	19%	17%
EPS	0.06	0.10	0.16	0.20	0.24	0.28	0.60	0.65	0.77	0.91	1.07

动态 PE										16.0	13.6
平均 PE	125	54	21	17	26	45	24	26	12	10	
最高 PE	181	67	26	25	37	87	31	37	16	16	
最低 PE	93	13	15	13	20	26	18	19	9	8	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3. 中国化学: 国内/外齐发力助订单高增, 油价反弹/一带一路峰会望成催化

维持增持。 预测 2018/2019/2020 年 EPS0.38/0.47/0.57 元, 增速 20%/23%/21%, 维持增持。

公司主要从事化工、石油化工、电力、市政、建筑、环保等工程建设、服务及相关业务。半个多世纪以来, 公司承建了中国绝大部分化工、部分石油化工和炼油项目及一大批电力、建筑、市政、环保、医药、机械、轻工、纺织等领域的工程项目。先后建设了吉林、大连、太原、南京、兰州、乌鲁木齐等一大批化工和石油化工基地, 为构筑共和国的工业体系打下了基础。为促进国民经济的发展以及我国化工、石油化工整体水平的提高做出了重要贡献。开辟了我国以工程总承包带动成套设备出口的先河。业务范围遍及世界 40 多个国家和地区, 公司品牌在国际市场上具有一定的影响力。

国内/外齐发力助订单高增, 油价反弹背景下订单高增望延续。 1)2018 年营收 846 亿(+47%), 自 2018 年 1 月起单月增速除 2018 年 6 月受高基数影响外各月均保持在 25%以上, 业绩预告公司 2018 年归母净利润同增 15%-25%, 订单高增已逐步向业绩传导。2)2018 年新签 1450 亿(+53%), 国内/海外新签 946 亿/504 亿, 同增 54%/50%。近期原油价格有所回升, 根据国君石化团队预测, 布伦特原油有望在 2019H1 反弹至 70 美元/桶, 公司订单高增势头有望延续。

化工/非化工业务齐头并进, 一带一路峰会望成催化。 1)油价回升/化工园区搬迁改造需求逐步释放, 化工类订单投资有望保持较快增长。2)确立化学工程/基建/环保/实业/金融五大板块, 集团战略重组山东公路获公路特级资质/公司在化学污染处理方面具天然优势, 战略拐点已至, 且公司 2018Q3 末资产负债率 67%远低于其他建筑央企, 开拓基建业务空间充足。3)公司 2018 年海外订单占比 35%居建筑央企首位, 第二届一带一路峰会即将召开, 有望对公司股价形成有力催化。

表 41: 中国化学历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	1,659	2,376	3,084	3,358	3,166	2,842	1770	1557	1873	2306	2788
增速	69%	43%	30%	9%	-6%	-10%	-38%	-12%	20%	23%	21%
EPS	0.34	0.48	0.63	0.68	0.64	0.58	0.36	0.32	0.38	0.47	0.57
动态 PE										14.6	12.1
平均 PE	13	14	10	12	9	14	16	22	18	13	
最高 PE	17	18	12	16	15	21	18	28	21	15	
最低 PE	11	10	8	10	7	10	14	19	14	12	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 中工国际: 一带一路望助订单生效提速, 估值/仓位仍低

维持增持。预测 2019/2020/2021 年 EPS1.26/1.43/1.60 元，增速 19%/17%/15%，维持增持。

核心业务为国际工程承包、投资和贸易。国际工程承包板块主要从事国际工程总承包(EPC)业务；投资和贸易板块主要围绕拉动公司工程承包主业开展投资和大宗商品业务。公司为国家高新技术企业，被中国对外承包工程商会和中国机电产品进出口商会评为 AAA 级信用等级企业。公司多年在海外市场耕耘，具有对外承包工程资格。公司推行相对专业化战略，在电力、水务、糖业、浆纸领域设立了专业部门或子公司，加强技术积累，并不断提高对国外标准的适应能力和属地化组织项目实施的能力。

公司具有丰富的国际工程总承包管理经验。截至 2018 年末，已完成了数十个大型交钥匙工程和成套设备进出口项目。业务范围涉及东南亚、南亚、中亚、中东、非洲、南美洲及加勒比地区诸国，业务领域涉及交通运输、市政建设、水利工程、电力工程、建筑材料、食品加工、轻工纺织、电信、石油化工、农业机械与工程设备等领域。已完成的项目获得了所在国家业主的广泛认可和好评。

在手订单充足，一带一路望助订单生效提速。1)2018 年新签合同约合 149 亿(-10%)，海外/国内增速-8%/-27%，年末海外合同在手余额约合 603 亿(+5%)，订单保障倍数 5.9 倍。2)2018 年新签海外合同占比达 93%，新签阿塞拜疆钢铁综合体建设项目(11.7 亿美元)是公司在一带一路沿线国家成功开发的重大项目，一带一路相关度高。3)2018 年生效合同约合 62 亿(-7%)，第二届一带一路峰会将首次举办企业家大会，望助订单生效提速。

收购控股股东优质设计资产，估值/仓位仍低。1)收购控股股东旗下优质工程设计资产(中国中元，交易对价 12.7 亿)，后者连续 14 年入选 ENR 中国工程设计企业 60 强，在医疗建筑/机场物流/载人索道等领域具独特优势，公司与中国中元共同入选双百企业，望受益国改。2)预测 2019 年净利增速 17%，对应 PE 仅 13 倍，在一带一路峰会将近背景下明显滞涨。3)2018 年末基金持仓 3.29%，低于首届峰会前高点(11.42%)。

表 42：中工国际历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	364	463	635	719	867	1,051	1,280	1,484	1,200	1,401	1,587
增速	73%	27%	37%	13%	21%	21%	22%	16%	-19%	17%	13%
EPS	0.33	0.42	0.57	0.65	0.78	0.94	1.15	1.33	1.08	1.26	1.43
动态 PE										13.3	11.7
平均 PE	26	27	24	21	15	19	14	15	14	10	
最高 PE	41	30	30	26	25	28	19	18	17	13	
最低 PE	16	24	19	15	12	12	12	13	10	9	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

5.中材国际：受益一带一路/两材重组，估值/涨幅/仓位仍低

维持增持。预测 2019/2020/2021 年 EPS0.98/1.19/1.42 元，增速 25%/21%/20%，维持增持。

公司主营业务是水泥技术装备和工程业，目前是全球最大的水泥工程系统集成服务商之一。中材国际成立后，以 EPC 和 EP 总承包模式迅速走

向了国际舞台，目前海外业务占到公司业务量的 70%以上。公司已完成和正在建设的国外水泥生产线近百条，累计涉及西班牙、意大利、俄罗斯、法国等 50 多个国家，基本完成了国际市场分布，成为国际水泥技术装备、工程市场的主要服务商，公司 SINOMA 品牌成为国际知名品牌。

一带一路催化不断，估值/涨幅/仓位仍低。1)第二届峰会规格更高/规模更大/活动更丰富，习主席将于 21-26 日访问意大利/摩纳哥/法国，一带一路催化不断。2)2018 年海外订单/营收占比 71%/75%，主题相关度高。3)估值/涨幅/仓位低：①2019 年预测净利增速 26%，对应 PE 仅 8 倍，低于沪深 300(增速 13%，10 倍)。②2018 年末基金持仓 0.08pct，较首届峰会前高点(4.39pct)空间较大。③首届峰会前最高上涨 78%，第二届峰会成催化。

订单增速趋势向上，受益两材重组。1)2018 年新签订单 310 亿(-14%)，Q1-Q4 增速-22%/25%/48%/43%趋势向上；在手合同 444 亿(+1%)，保障倍数 2.1 倍。2)水泥工程全球市占率连续 11 年第 1，两材重组后望成集团出海引领者；多元化业务新签合同占比(31%)高于营收 (20%)，望成新增长点。3)2017 年末向核心团队授予 1742 万股，行权价 9.27 元，要求 2018/19/20 年对 2016 年净利 CAGR 不低于 18%，ROE 不低于 8.9%/9.6%/10.3%。

表 43：中材国际历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	1,426	1,538	763	89	148	664	511	977	1,368	1704	2070
增速	92%	8%	-50%	-88%	66%	348%	-23%	91%	40%	25%	21%
EPS	0.81	0.88	0.43	0.05	0.08	0.38	0.29	0.56	0.78	0.98	1.19
动态 PE										8.6	7.1
平均 PE	13	16	18	120	60	23	23	15	9	7	
最高 PE	20	22	24	149	103	36	27	19	14	9	
最低 PE	9	15	12	97	50	16	20	12	7	6	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

6. 中国交建：2018Q4 订单增速回升，政策宽松/一带一路齐受益

维持增持。预测 2019/2020/2021 年 EPS1.36/1.51/1.66 元，增速 12%/11%/9%，维持增持。

公司业务涉及港口、航道、公路、桥梁的建设项目总承包；工程技术研究、咨询；工程设计、勘察、施工、监理以及相关成套设备和材料的采购、供应、安装；工业与民用建筑、铁路、冶金、石化、隧道、电力、矿山、水利、市政的建设工程总承包；各种专业船舶的建造总承包；专业船舶、施工机械的租赁及维修；海上拖带、海洋工程的有关专业服务；船舶及港口配套设备的技术咨询服务；进出口业务；国际技术合作与交流；物流业、运输业、酒店业、旅游业的投资与管理；地铁运输、地铁车辆、地铁设备的设计、安装、修理、技术开发。

2018Q4 订单增速回升，在手订单充足。1)2018 年新签 8909 亿(+1%)，基建中港口/路桥/铁路/市政环保/海外占 4%/41%/1%/35%/20%，增速-8%/7%/-44%/15%/-28%，Q4 新签 3081 亿(+10%)增速回升(Q2/Q3 增速-11%/-19%)。国内/国外增速+9%/-30%，海外下滑系马来西亚东海岸铁路

致基数较高(剔除后增速 12%)。2)PPP 新签 1523 亿(-19%), 望拉动建安合同 2397 亿(-14%, 占 17%), 受 2018H1 资金面偏紧/叠加国资委管控影响。3)2018 年末在手合同 1.69 万亿(+23%, 上年+25%), 订单保障倍数 3.4 倍。

政策宽松/一带一路峰会齐受益, 滞涨明显。1)政策宽松延续, 地方债加快发行(Q1 发行 1.41 万亿, +541%), 望助订单落地/执行提速。2)2018 年海外订单占比在八大央企中位列第 3, 望受益于一带一路峰会。3)滞涨明显: 首届峰会前最高涨 98%, 2019 年来仅涨 21%, 低于沪深 300(35%), 在基本面好转叠加一带一路峰会即将召开的背景下滞涨明显。

表 44: 中国交建历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	9437	11601	11950	12139	13888	15696	16743	20581	19680	21977	24490
增速	38%	23%	3%	2%	14%	13%	7%	23%	-4%	12%	11%
EPS	0.58	0.72	0.74	0.75	0.86	0.97	1.04	1.27	1.22	1.36	1.51
动态 PE							13.2	10.8	11.2	10.1	9.0
平均 PE			6	5	5	15	11	12	10	9	
最高 PE			7	6	16	22	15	14	12	10	
最低 PE			5	4	4	11	9	10	9	8	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

7.中国铁建: 补短板/一带一路峰会共助订单预期上修, 滞涨明显/估值仍低

维持增持。预测 2019/2020/2021 年 EPS1.52/1.72/1.93 元, 增速 15%/13%/12%, 维持增持。

公司业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易及资本运营。公司已经从以施工承包为主发展成为具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资的完善的行业产业链, 具备了为业主提供一站式综合服务的能力。并在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立了行业领导地位。公司经营范围遍及除台湾以外的全国 31 个省(市)、自治区和香港、澳门特别行政区以及世界 59 个国家。

政策效果显现助 Q4 订单增速回正, 在手订单依然充足。1)2018 年新签合同 15845 亿(+5%), 工程订单中铁路/公路/市政/城轨/房建/市政其他订单占 16%/22%/8%/27%/20%/7%, Q4 增速(5%)回正(Q2 增速-4%), 其中铁路/公路订单-3%/-30%, 降幅较 Q3(-37%/-40%)有所收窄, 政策效果显现。2)2018 年末在手合同 2.71 万亿(+13%, 上年+21%), 订单保障倍数 3.7 倍仍充足。

补短板/一带一路峰会共助订单预期上修, 滞涨明显/估值仍低。1)Q1 发行地方债 1.41 万亿(+541%), 财政部长表示 9 月底前发行 3.08 万亿, 补短板获资金面支撑, 国内订单预期上修。2)外交部透露与卢森堡/意大利签署合作谅解备忘录, 4 月一带一路峰会召开在即, 望助海外订单预期上修。3)滞涨明显/估值仍低: 2019 年来上涨 24%, 低于沪深 300(35%); 预测 2019 年净利增速 15%, PE 仅 8 倍。纵向看低于历史上公司平均估值(12 倍); 横向看低于沪深 300(13%/11 倍)。

表 45：中国铁建历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	4246	7854	8629	10345	11343	12645	14000	16057	17935	20663	23291
增速	-36%	85%	10%	20%	10%	11%	11%	15%	12%	15%	13%
EPS	0.31	0.58	0.64	0.76	0.84	0.93	1.03	1.18	1.32	1.52	1.72
动态 PE										8.0	7.1
平均 PE	14	16	7	6	6	17	10	10	8	7	
最高 PE	16	22	9	8	17	26	13	12	9	8	
最低 PE	12	11	6	5	4	12	8	9	6	7	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

8. 中国中铁：订单望持续回暖，受益补短板/一带一路峰会

维持增持。预测 2019/2020/2021 年 EPS0.86/0.97/1.08 元，增速 15%/13%/11%，维持增持。

公司业务集基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造、房地产开发、铁路和公路投资及运营、矿产资源开发、物资贸易等业务于一体，是中国和亚洲最大的多功能综合型建设集团。

政策效果显现，订单望持续回暖。1)2018 年新签订单 16922 亿(+9%)，基建订单中铁路/公路/市政及其他订单占 18%/21%/61%，投资类订单 3297 亿(-11%)；Q4 增速(12%)较 Q2/Q3(6%/-6%)回升，Q4 铁路/公路/市政订单 20%/-2%/15%，好于 Q3(-27%/-29%/3%)，政策效果显现。2)2018 年末在手订单 2.9 万亿(+13%，2017 年+26%)，保障倍数 3.9 倍。3)川藏铁路建设提速，发改委恢复大量轨交，助订单攀升。4)债转股获批，助订单承接。

受益补短板/一带一路峰会，估值/仓位低。1)财政部长表示 9 月底前发行 3.08 万亿地方债，Q1 发行 1.41 万亿(+541%)，Q2-Q3 基建投资望加速。2)一带一路沿线新签合同 721 亿(+33%)，望受益峰会。3)估值低：预测 2019 年净利增速 15%(PE8 倍)，低于沪深 300(13%/11 倍)。仓位低：基金持仓 0.4%(剔除央企 ETF)，较 2012 年来高点(2.2%)空间较大。

表 46：中国中铁历史估值表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
净利润	7488	6690	7355	9375	10360	12258	12509	16067	17198	19707	22232
增速	9%	-11%	10%	27%	11%	18%	2%	28%	7%	15%	13%
EPS	0.33	0.29	0.32	0.41	0.45	0.54	0.55	0.70	0.75	0.86	0.97
动态 PE										8.7	7.7
平均 PE	13	12	8	6	7	23	14	12	10	8	
最高 PE	17	15	9	7	19	40	19	13	11	9	
最低 PE	11	8	7	5	5	14	12	12	9	8	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

7. 风险提示

第二届一带一路峰会成果不及预期。若第二届一带一路峰会期间签署的订单等不及预期，可能会导致市场对于一带一路倡议推进效果的担忧加重。

人民币快速大幅升值。若人民币在短期内出现大幅升值，可能对国际工程标的汇兑损益产生一定影响，从而影响业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		