中成股份(000151)/贸易

在手订单充裕海外经验丰富，背靠国投集团驰骋一带一路

评级：买入(首次)

市场价格：19.65

目标价格：25.2

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师：杨涛

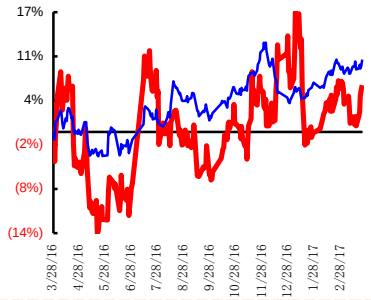
执业证书编号：S0740516080005

Email：yangtao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	296
流通股本(百万股)	267
市价(元)	19.65
市值(百万元)	5,816
流通市值(百万元)	5,238

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,538.0	1,212.4	1,758.0	2,373.3	3,037.9
增长率 yoy%	63.2%	-52.2%	45.0%	35.0%	28.0%
净利润	113.4	134.6	154.3	212.4	279.8
增长率 yoy%	21.8%	18.7%	14.6%	37.7%	31.7%
每股收益（元）	0.38	0.45	0.52	0.72	0.95
每股现金流量	2.60	-1.52	0.18	3.97	2.03
净资产收益率	11.4%	13.3%	15.2%	20.7%	26.8%
P/E	51.3	43.2	37.7	27.4	20.8
PEG	2.2	1.6	2.1	1.2	0.8
P/B	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6

备注：

投资要点

- **海外经验丰富，国投集团下一带一路核心企业。**公司 1999 年由中国成套设备进出口（集团）总公司（中成集团）发起设立，2000 年上市。主营业务为成套设备进出口（工程承包）、一般贸易、境外经营等，2015 年各项业务收入占比分别为 87%/8%/4%。公司大股东中成集团（持股 45.36%）成立于 1959 年，在 1993 年前作为我国对外援助成套项目唯一的专门执行机构，对内行使政府职能，统一组织管理我国对外援助项目的建设工作，对外作为我国援外项目的总实施单位，在亚非拉等国家地区实施了 1400 多个大、中型成套项目，海外项目经验极为丰富，2009 年划入国投集团成为其全资子公司。
- **新签订单趋势强劲，在手订单充裕，保障未来业绩持续增长。**公司 2016 年公告新签订单约为 47.45 亿元，同比增长 118%。近期公告签署老挝 2.3 亿美元水电站项目，新签订单势头强劲。公司目前在手订单约 137 亿元人民币，是 2015 年收入的 11 倍。随着一带一路战略推进，公司订单生效和执行有望保持良好趋势，推动订单加快向收入转化。
- **汇兑收益及税收优惠等有望促业绩加速。**公司 2016 年前三季度收入为 9 亿元，同比增长 51%，归母净利润 0.76 亿元，同比下滑 11.75%。业绩下滑主要因毛利率较去年同期减少 5.47 个 pct。公司去年三季度末预付账款 5.86 亿元，同比增长 416%，货币资金减少 58.48%，均为大量采购设备所致，显示项目加快执行，后续收入有望继续保持高增长。同时汇兑收益以及被列入高新技术企业（2016-2018 年按 15%优惠税率缴纳所得税）有望促业绩加速增长。
- **国投集团被列入投资平台试点，国改再添动力。**国投集团对一带一路战略高度重视，并将国际化经营作为其转变发展方式的重要途径。公司作为国投集团国际业务的核心企业，将得到国投集团在投融资、基础产业板块运营管理经验等方面的大力支持。另外国投集团被列入国有资本投资平台试点，同时大股东中成集团承诺 2014 年 7 月 1 日至 2019 年 7 月 1 日提出股权激励预案。公司国改预期强烈，有望充分激发动力，在集团全力支持下开启新一轮高速增长。
- **投资建议：**预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 1.5/2.1/2.8 亿元，EPS 分别为 0.52/0.72/0.95 元，当前股价对应 PE 分别为 38/27/21 倍。考虑到公司未来的成长潜力，给予公司目标价 25.2 元（对应 2017 年 35 倍 PE），买入评级。
- **风险提示：项目进展不达预期风险，海外经营风险。**

图表1：公司财务报表预测（百万元）

利润表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2,538.0**	**1,212.4**	**1,758.0**	**2,373.3**	**3,037.9**	**成长性**					
减:营业成本	2,224.9	976.3	1,441.6	1,939.0	2,481.9	营业收入增长率	63.2%	-52.2%	45.0%	35.0%	28.0%
营业税费	0.2	1.2	1.2	1.4	2.3	营业利润增长率	15.2%	-3.7%	7.6%	37.7%	32.6%
销售费用	56.3	44.9	65.0	87.8	106.3	净利润增长率	21.8%	18.7%	14.6%	37.7%	31.7%
管理费用	82.5	65.8	82.6	111.5	142.8	EBITDA增长率	12.2%	-28.9%	39.8%	37.6%	31.8%
财务费用	-15.4	-54.9	-20.4	-25.9	-34.2	EBIT增长率	11.6%	-29.1%	42.2%	39.0%	32.7%
资产减值损失	19.4	12.5	9.8	13.9	12.1	NOPLAT增长率	16.1%	-11.1%	50.6%	39.0%	32.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	97.1%	-39.5%	-8.3%	121.8%	19.2%
投资和汇兑收益	3.1	0.2	1.3	1.6	1.1	净资产增长率	2.4%	1.3%	0.7%	0.8%	1.8%
营业利润	**173.2**	**166.8**	**179.5**	**247.2**	**327.7**	**利润率**					
加:营业外净收支	2.8	0.6	1.1	1.5	1.1	毛利率	12.3%	19.5%	18.0%	18.3%	18.3%
利润总额	**176.0**	**167.4**	**180.6**	**248.7**	**328.8**	营业利润率	6.8%	13.8%	10.2%	10.4%	10.8%
减:所得税	63.3	33.1	27.1	37.3	49.3	净利润率	4.5%	11.1%	8.8%	9.0%	9.2%
净利润	**113.4**	**134.6**	**154.3**	**212.4**	**279.8**	EBITDA/营业收入	6.5%	9.7%	9.4%	9.6%	9.9%
资产负债表	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	EBIT/营业收入	6.2%	9.2%	9.1%	9.3%	9.7%
货币资金	2,263.8	1,730.5	1,658.6	2,658.2	3,031.8	**运营效率**					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	8	11	7	5	3
应收帐款	150.0	224.1	352.2	557.6	606.9	流动营业资本周转天数	-168	-367	-186	-206	-240
应收票据	-	-	6.8	1.5	3.7	流动资产周转天数	347	717	498	478	491
预付帐款	126.5	113.4	424.5	297.2	640.4	应收帐款周转天数	13	56	59	69	69
存货	90.4	80.8	223.5	74.2	372.6	存货周转天数	12	25	31	23	26
其他流动资产	21.9	30.8	18.1	23.6	24.2	总资产周转天数	384	792	546	513	518
可供出售金融资产	4.3	4.3	2.9	3.8	3.7	投资资本周转天数	-157	-351	-175	-199	-235
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**投资回报率**					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.4%	13.3%	15.2%	20.7%	26.8%
投资性房地产	40.1	38.4	38.4	38.4	38.4	ROA	3.9%	5.6%	5.3%	5.5%	5.7%
固定资产	37.3	39.3	33.7	28.1	22.5	ROIC	-13.5%	-6.1%	-15.2%	-23.0%	-13.8%
在建工程	-	3.8	3.8	3.8	3.8	**费用率**					
无形资产	17.7	17.5	17.0	16.5	16.0	销售费用率	2.2%	3.7%	3.7%	3.7%	3.5%
其他非流动资产	167.5	132.7	138.7	141.1	133.4	管理费用率	3.2%	5.4%	4.7%	4.7%	4.7%
资产总额	**2,919.6**	**2,415.7**	**2,918.1**	**3,844.1**	**4,897.2**	财务费用率	-0.6%	-4.5%	-1.2%	-1.1%	-1.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.9%	4.6%	7.2%	7.3%	7.1%
应付帐款	435.3	435.1	283.7	822.6	799.6	**偿债能力**					
应付票据	-	-	14.7	3.3	8.0	资产负债率	65.7%	58.0%	65.0%	73.2%	78.6%
其他流动负债	1,477.1	960.5	1,593.1	1,983.3	3,036.6	负债权益比	191.2%	137.9%	185.5%	273.2%	367.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.39	1.56	1.42	1.29	1.22
其他非流动负债	4.5	4.8	4.6	4.6	4.7	速动比率	1.34	1.50	1.30	1.26	1.12
负债总额	**1,917.0**	**1,400.4**	**1,896.1**	**2,813.9**	**3,848.8**	利息保障倍数	-10.24	-2.04	-7.81	-8.53	-8.58
少数股东权益	**6.9**	**6.6**	**6.0**	**4.9**	**4.6**	**分红指标**					
股本	296.0	296.0	296.0	296.0	296.0	DPS(元)	0.40	0.40	0.50	0.69	0.88
留存收益	701.1	715.2	720.0	729.3	747.8	分红比率	104.4%	88.0%	95.9%	96.1%	93.3%
股东权益	**1,002.7**	**1,015.3**	**1,022.0**	**1,030.2**	**1,048.4**	股息收益率	2.0%	2.0%	2.5%	3.5%	4.5%
现金流量表	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**业绩和估值指标**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
净利润	112.7	134.3	154.3	212.4	279.8	EPS(元)	0.38	0.45	0.52	0.72	0.95
加:折旧和摊销	17.8	8.6	6.1	6.1	6.1	BVPS(元)	3.36	3.41	3.43	3.46	3.53
资产减值准备	19.4	12.5	-	-	-	PE(X)	51.3	43.2	37.7	27.4	20.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6
财务费用	9.9	-30.1	-20.4	-25.9	-34.2	P/FCF	6.9	-13.0	72.5	4.8	9.3
投资收益	-3.1	-0.2	-1.3	-1.6	-1.1	P/S	2.3	4.8	3.3	2.5	1.9
少数股东损益	-0.7	-0.3	-0.7	-1.1	-0.3	EV/EBITDA	18.9	45.1	24.1	13.1	8.7
营运资金的变动	473.8	-464.2	-86.1	986.2	349.1	CAGR(%)	23.3%	27.7%	18.4%	23.3%	27.7%
经营活动产生现金	**768.4**	**-450.9**	**51.8**	**1,176.2**	**599.4**	PEG	2.2	1.6	2.1	1.2	0.8
投资活动产生现金	**-1.7**	**-8.0**	**2.8**	**0.6**	**1.2**	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	**-86.8**	**-118.6**	**-126.5**	**-177.2**	**-227.0**	REP					

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。