

## 中工国际(002051)/专业工程

## 业绩稳健增长预期明确, 新签订单快速增长

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 28.33

目标价格: 33.4

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

联系人: 程龙戈

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	928
流通股本(百万股)	921
市价(元)	28.33
市值(百万元)	26,284
流通市值(百万元)	26,078

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 新签订单快速增长, 汇兑收益及坏账收回促业绩稳健
- 2 新签订单显著改善, 低估值极具吸引力

**公司盈利预测及估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,119.94	8,066.15	9,518.06	11,612.0	13,702.2
增长率 yoy%	-14.82%	-0.66%	18.00%	22.00%	18.00%
净利润	1,050.9	1,279.6	1,547.2	1,859.5	2,201.8
增长率 yoy%	21.24%	21.77%	20.91%	20.18%	18.41%
每股收益(元)	1.13	1.38	1.67	2.00	2.37
每股现金流量	1.76	-0.86	5.13	0.64	5.13
净资产收益率	17.7%	17.9%	18.1%	18.1%	18.0%
P/E	25.01	20.54	16.99	14.13	11.94
PEG	1.15	1.03	0.69	0.65	0.60
P/B	4.42	3.68	3.07	2.57	2.15

备注:

**投资要点**

- **受益人民币贬值及坏账冲回, 业绩稳健增长符合预期。**公司公告 2016 年实现营业收入 80.66 亿元, 同比减少 0.66%, 归母净利润 12.80 亿元, 同比增长 21.77%, 符合预期。业绩增长主要原因为: 1) 收回委内瑞拉部分应收账款, 冲回已提坏账准备(本期坏账损失减少 3.61 亿); 2) 人民币兑美元贬值产生较多汇兑收益(本期 3.61 亿, 15 年 2.78 亿)。公司预计 2017 年第一季度业绩同比增长 10%-30%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元(含税), 送红股 2 股(含税)。
- **毛利率继续提升, 现金流环比大幅改善。**2016 年公司毛利率 21.77%, 同比提升 0.79 个 pct, 主要原因是人民币贬值且本期处于竣工收尾项目较多(今年竣工 8 个, 去年 4 个)。三项费用率 3.53%, 较上年增加 1 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.68/+0.23/+0.09 个 pct, 销售费用率上升主要因公司市场开发力度加大; 管理费用率增加主要由于员工薪酬增长; 本期汇兑收益增加 0.8 亿元, 但利息收入减少, 因此财务费用率未有明显下降。资产减值损失较上年同期减少 3.94 亿元, 主要因收回委内瑞拉部分应收账款, 冲回已提坏账准备。所得税率提升 5.04 个 pct, 主要因 15 年收回以前年度境外所得税抵免款, 本期无此项。净利率上升 2.92 个 pct, 为 15.86%。公司经营性现金流净额-7.96 亿元, 2015 年同期为净流入 13.65 亿元, 主要因为 2015 年项目生效较多, 前期收到预付款计入 15 年经营性现金流, 造成现金净流入大幅增长, 同时 2016 年在手项目进展顺利, 支付工程款较多。但四季度单季大幅净流入 7.88 亿, 相较三季度净流出 8.57 亿环比显著改善。
- **一带一路推进新签订单快速增长, 在手订单充裕, 后续新签及生效趋势良好。**公司公告 2016 年海外业务新签合同额 19.77 亿美元, 同比增长 32.6%; 生效合同额 9.46 亿美元, 同比减少 52.53% (15 年基数高); 国内业务取得重大突破, 新签合同额 10.63 亿元人民币, 主要是鄂州经济开发区青天河水系综合治理项目、武汉大学口腔医学院口腔远程医疗产业化建设项目等。在手海外订单约 83.2 亿美金, 是 2016 年收入的 7 倍(达近年来新高), 为业绩提供坚实保障。一带一路战略持续推进, 五月大会即将召开, 届时预计将有新一批代表性海外项目签约, 并带动后续参会国家项目落地, 公司作为海外工程龙头企业之一有望显著受益, 预计后续新签和生效项目饱满。
- **投融资平台搭建, 加强海外投资业务及国内外并购。**公司公告 2017-2019 年公司新三年战略规划明确了“做国际知名的投资发展与工程服务商”的企业愿景, 在保持国际承包业务稳中有进的基础上, 明确指出了要“实施产融结合, 落实相关投资业务; 加强国内外并购, 做大业务规模”。公告成立中投中工丝路产业投资基金、丝维林浆产业基金、中白产业投资基金等融资平台, 实施产融结合, 多方筹措资金, 加速国内外并购及海外基础设施 PPP 项目落地。

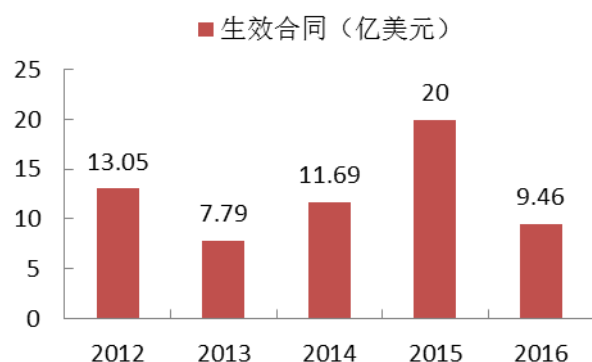
- **水务 PPP 项目实现突破，技术优势与央企背景打造全新增长极。**公司公告作为联合体牵头方中标吉首市小型农田水利、中小型水库建设 PPP 项目，项目金额 8.87 亿元，该项目是公司国内水务领域 PPP 项目首单，具备里程碑意义。公司通过收购沃特尔、设立中工水务、成立中工武大，整合旗下优质资源开拓独立水务环保平台，具备核心技术与央企背景，未来有望在国内水务环保 PPP 领域继续取得重大突破，打造海外工程业务外的全新增长极。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.67/2.0/2.37 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/12 倍，目标价为 33.4 元(对应 2017 年 20 倍 PE)， “买入”评级。
- **风险提示：**汇率大幅波动，国际业务经营风险，水处理开拓低于预期风险。

图表 1: 公司财务分析表格

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	10,154.43	9,235.72	9,532.88	8,119.94	8,066.15
YoY (%)	41.52	-9.05	3.22	-14.82	-0.66
营业成本	8,697.04	7,623.26	7,870.65	6,416.07	6,309.77
毛利率	14.35%	17.46%	17.44%	20.98%	21.77%
销售费用	270.15	290.71	347.27	253.97	307.06
销售费用率	2.66%	3.15%	3.64%	3.13%	3.81%
管理费用	274.71	322.12	295.10	309.71	326.42
管理费用率	2.71%	3.49%	3.10%	3.81%	4.05%
财务费用	-70.62	-19.16	-170.07	-358.56	-348.90
财务费用率	-0.70%	-0.21%	-1.78%	-4.42%	-4.33%
三项费用率	4.67%	6.43%	4.95%	2.53%	3.53%
资产减值损失	146.14	88.00	172.63	402.36	8.30
投资收益	27.24	-35.33	-54.08	1.49	-5.58
营业外收入	4.13	4.45	11.79	3.41	5.67
营业外支出	6.76	31.16	0.28	3.59	13.73
税前利润	853.47	860.18	968.15	1,090.38	1,441.88
所得税	177.16	151.46	195.03	104.06	210.28
所得税率	20.76%	17.61%	20.14%	9.54%	14.58%
少数股东权益占比	6.11%	-1.38%	-12.11%	-6.54%	-3.90%
归母净利润	634.97	718.48	866.77	1,050.87	1,279.61
YoY (%)	37.10	13.15	20.64	21.24	21.77
净利率	6.25%	7.78%	9.09%	12.94%	15.86%
摊薄 EPS (元)	0.68	0.77	0.93	1.13	1.38
经营性现金流净额	913.38	968.25	408.94	1,364.96	-796.00
收现比	91.11%	77.41%	75.40%	110.48%	93.49%
付现比	91.60%	85.65%	84.51%	114.68%	131.26%

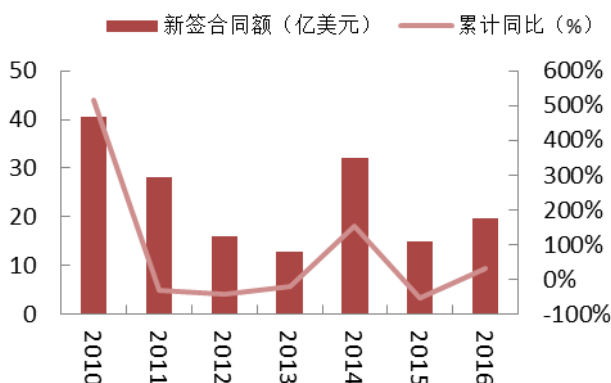
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 中工国际生效订单



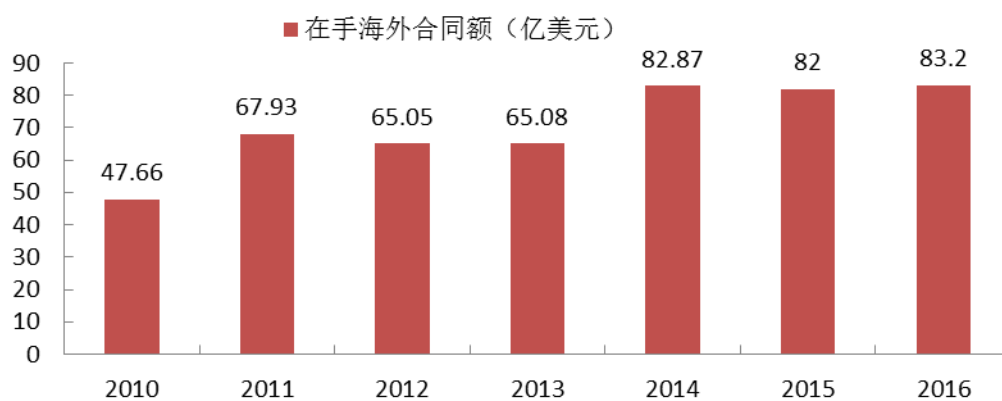
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 中工国际新签订单



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4：中工国际在手海外合同额



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 5：公司财务报表预测（百万元）**

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,119.9	8,066.2	9,518.1	11,612.0	13,702.2	成长性					
减：营业成本	6,416.1	6,309.8	7,447.9	9,127.1	10,769.9	营业收入增长率	-14.8%	-0.7%	18.0%	22.0%	18.0%
营业税费	7.3	8.0	6.7	10.0	11.7	营业利润增长率	14.0%	33.0%	21.2%	18.9%	18.6%
销售费用	254.0	307.1	285.5	301.9	315.2	净利润增长率	21.2%	21.8%	20.9%	20.2%	18.4%
管理费用	309.7	326.4	295.1	348.4	411.1	EBITDA增长率	-6.2%	39.6%	28.1%	22.4%	19.0%
财务费用	-358.6	-348.9	-294.0	-263.9	-277.4	EBIT增长率	-6.9%	50.4%	32.9%	24.7%	20.5%
资产减值损失	402.4	8.3	30.0	30.0	25.0	NOPLAT增长率	5.4%	42.0%	32.5%	24.4%	20.8%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.8%	-73.3%	474.2%	-21.0%	82.5%
投资和汇兑收益	1.5	-5.6	10.0	30.0	30.0	净资产增长率	12.1%	18.5%	18.1%	17.8%	18.0%
营业利润	1,090.6	1,449.9	1,757.0	2,088.5	2,476.8	利润率					
加：营业外净收支	-0.2	-8.1	6.1	5.3	13.0	毛利率	21.0%	21.8%	21.8%	21.4%	21.4%
利润总额	1,090.4	1,441.9	1,763.1	2,093.8	2,489.8	营业利润率	13.4%	18.0%	18.5%	18.0%	18.1%
减：所得税	104.1	210.3	260.9	314.1	368.5	净利率	12.9%	15.9%	16.3%	16.0%	16.1%
净利润	1,050.9	1,279.6	1,547.2	1,859.5	2,201.8	EBITDA/营业收入	11.1%	15.6%	17.0%	17.0%	17.2%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	9.0%	13.7%	15.4%	15.7%	16.1%
货币资金	8,991.7	8,037.0	12,677.1	13,325.0	18,185.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	58	68	59	45	35
应收账款	4,752.8	4,362.6	4,670.3	7,455.3	6,810.3	流动营业资本周转天数	-203	-172	-176	-183	-177
应收票据	9.6	8.5	8.1	12.9	13.6	流动资产周转天数	714	730	691	724	736
预付账款	623.2	967.1	702.9	1,345.5	1,170.0	应收账款周转天数	190	203	171	188	187
存货	2,641.9	2,063.4	2,667.4	3,618.2	3,811.5	存货周转天数	97	105	89	97	98
其他流动资产	0.1	256.8	104.9	120.6	160.8	总资产周转天数	837	862	805	814	808
可供出售金融资产	436.8	503.3	375.4	438.5	439.1	投资资本周转天数	-117	-83	-100	-125	-132
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	83.5	117.0	117.0	117.0	117.0	ROE	17.7%	17.9%	18.1%	18.1%	18.0%
投资性房地产	-	161.9	161.9	161.9	161.9	ROA	5.0%	6.6%	6.3%	6.2%	6.5%
固定资产	1,417.4	1,623.2	1,500.4	1,377.6	1,254.8	ROIC	-28.0%	-32.2%	-159.4%	-34.5%	-52.8%
在建工程	27.6	13.7	13.7	13.7	13.7	费用率					
无形资产	280.7	301.0	273.1	245.2	217.2	销售费用率	3.1%	3.8%	3.0%	2.6%	2.3%
其他非流动资产	575.0	370.1	519.7	473.5	448.8	管理费用率	3.8%	4.0%	3.1%	3.0%	3.0%
资产总额	19,840.4	18,785.6	23,791.9	28,704.8	32,803.8	财务费用率	-4.4%	-4.3%	-3.1%	-2.3%	-2.0%
短期债务	48.3	47.0	-	-	-	三费/营业收入	2.5%	3.5%	3.0%	3.3%	3.3%
应付账款	7,450.2	6,181.9	8,869.3	10,732.6	11,988.4	偿债能力					
应付票据	17.2	0.7	13.4	9.4	16.5	资产负债率	67.6%	59.4%	62.2%	63.0%	61.8%
其他流动负债	5,426.8	4,351.6	5,744.4	7,188.3	8,102.0	负债权益比	208.2%	146.4%	164.3%	170.5%	162.0%
长期借款	333.2	375.9	-	-	-	流动比率	1.32	1.48	1.42	1.44	1.50
其他非流动负债	128.1	204.2	161.3	164.6	176.7	速动比率	1.11	1.29	1.24	1.24	1.31
负债总额	13,403.8	11,161.3	14,788.4	18,094.9	20,283.5	利息保障倍数	-2.04	-3.16	-4.98	-6.91	-7.93
少数股东权益	484.4	485.2	442.4	364.0	285.3	分红指标					
股本	773.4	927.8	927.8	927.8	927.8	DPS(元)	0.25	-	0.27	0.26	0.23
留存收益	5,563.3	6,466.0	7,633.3	9,318.2	11,307.2	分红比率	22.1%	0.0%	16.3%	12.8%	9.7%
股东权益	6,436.6	7,624.3	9,003.5	10,609.9	12,520.2	股息收益率	0.9%	0.0%	1.0%	0.9%	0.8%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	986.3	1,231.6	1,547.2	1,859.5	2,201.8	EPS(元)	1.13	1.38	1.67	2.00	2.37
加：折旧和摊销	174.7	164.1	150.7	150.7	150.7	BVPS(元)	6.42	7.69	9.23	11.04	13.19
资产减值准备	402.4	8.3	-	-	-	PE(X)	25.0	20.5	17.0	14.1	11.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.7	3.1	2.6	2.1
财务费用	-66.2	-165.4	-294.0	-263.9	-277.4	P/FCF	46.3	-32.1	5.4	28.6	5.1
投资收益	-1.5	5.6	-10.0	-30.0	-30.0	P/S	3.2	3.3	2.8	2.3	1.9
少数股东损益	-64.6	-48.0	-45.1	-79.7	-80.5	EV/EBITDA	11.9	10.6	8.2	6.3	3.2
营运资金的变动	147.1	-2,017.2	3,408.8	-1,047.4	2,799.3	CAGR(%)	21.7%	19.9%	24.8%	21.7%	19.9%
经营活动产生现金	1,365.0	-796.0	4,757.6	589.2	4,763.9	PEG	1.2	1.0	0.7	0.7	0.6
投资活动产生现金	-250.0	-119.1	138.0	-33.1	29.4	ROIC/WACC	-2.7	-3.1	-15.2	-3.3	-5.0
融资活动产生现金	-1,251.8	-226.1	-255.4	91.8	66.8	REP	1.4	5.6	0.2	1.1	0.2

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。