

建筑装饰

2017年07月31日

中工国际 (002051)

——国际工程龙头尽享政策红利，17H1 新签订单加速

报告原因：有信息公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2017年07月28日

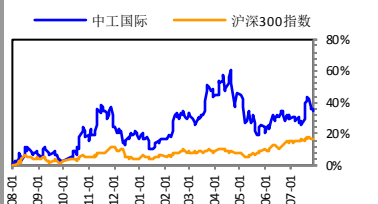
收盘价(元)	21.63
一年内最高/最低(元)	31.58/19.51
市净率	2.7
息率(分红/股价)	1.62
流通A股市值(百万元)	23964
上证指数/深证成指	3253.24 / 10437.94

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	7.92
资产负债率%	57.70
总股本/流通A股(百万)	1113/1108
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyanyang@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230115080003
lizhi@swsresearch.com

联系人

李峙屹
(8621)23297818x7373
lizhi@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**2017年上半年公司海外业务新签合同额累计14.37亿美元，同比增长114%，其中二季度新签合同额为11.71亿美元；截至2017年6月末，公司海外业务在手合同余额为89.53亿美元。
- **有别于大众的认识：(1) 国际工程承包龙头尽享政策红利，17年新签订单加速。**“一带一路”是国家长期战略，行业基本面趋势确定向上，公司作为国际工程龙头受益明显，2017年上半年公司海外业务新签合同14.37亿美元，同比增长114%，其中二季度新签合同额为11.71亿美元，新签订单加速。我们认为随着峰会后政府对于带路项目金融支持力度不断增强，未来推进成果会越来越多，公司将长期受益。(2) **第二期股权激励落地，净利润复合增速行权条件符合市场预期，持续稳健增长收获“稳稳的幸福”。**海外营销网络和商务谈判能力是中工的核心竞争力，为了更强的激发员工积极性，公司继2014年后17年又推出了股票期权计划，将股权激励继续延续。此次激励净利润行权条件要求以2016年为基准年，2018年-2020年净利润复合增长率不低于15%，符合市场预期；此次期权对应激励股票数量约占公司股本的1.93%，20.84元/股的行权价格也彰显公司对未来发展信心，在新的激励周期内公司获得持续稳定增长值得期待。(3) **“三相联动”战略推进加速为长期持续发展保驾护航。**“三相联动”可以理解为找到合适的产业方向，以强大的投融资能力带动工程项目，未来再通过商品贸易等获取持续利润。4月落地的芬兰林浆项目即是公司“三相联动”战略的成功示范，北欧针叶浆是国内稀缺的重要资源，通过芬兰项目可以帮助中工进军浆纸产业，公司还与瑞典设立浆纸产业基金，产业基金以纸浆厂项目为核心，适当考虑向浆纸产业链上下游延伸。(4) **剔除超额现金后估值吸引力强。**公司在手货币资金充裕，截止一季度末在手现金63亿元，我们测算2015-2017年建筑公司合理货币资金/营业收入占比为21.3%，保守按照25%进行假设，中工2017年一季度拥有超额现金43亿元，剔除超额现金后公司2017年估值仅为13X，处于估值偏低区间，具有极强安全边际。
- **下调盈利预测，维持买入评级：**17年美元汇率保持稳定致使公司汇兑收益降低，下调盈利预测，预计公司17-19年净利润为15.22亿/17.75亿/20.56亿（原值15.93亿/20.07亿/24.48亿），对应增速19%/17%/16%，对应PE13X/11X/10X，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,066	1,498	9,646	11,816	14,082
同比增长率(%)	-0.66	15.39	19.59	22.50	19.18
净利润(百万元)	1,280	198	1,522	1,775	2,056
同比增长率(%)	21.77	21.36	18.94	16.62	15.83
每股收益(元/股)	1.38	0.21	1.64	1.91	2.22
毛利率(%)	21.8	21.6	22.7	22.7	22.8
ROE(%)	17.9	2.7	17.2	16.7	16.2
市盈率	16		13	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,533	8,120	8,066	9,646	11,816	14,082
营业收入同比增长率 (yoy)	3.22%	-14.82%	-0.66%	19.59%	22.50%	19.18%
减: 营业成本	7,871	6,416	6,310	7,457	9,140	10,874
毛利率 (%)	17.44%	20.98%	21.77%	22.70%	22.70%	22.80%
减: 营业税金及附加	7	7	8	10	9	10
主营业务利润	1,656	1,697	1,748	2,179	2,667	3,198
主营业务利润率 (%)	17.37%	20.89%	21.68%	22.59%	22.57%	22.71%
减: 销售费用	347	254	307	347	402	465
减: 管理费用	295	310	326	347	366	437
减: 财务费用	-170	-359	-349	-59	-90	-110
经营性利润	1,183	1,491	1,464	1,544	1,989	2,406
经营性利润同比增长率 (yoy)	16.97%	26.03%	-1.85%	5.46%	28.82%	20.97%
经营性利润率 (%)	12.41%	18.37%	18.15%	16.01%	16.83%	17.09%
减: 资产减值损失	173	402	8	-200	-72	15
加: 投资收益及其他	-54	1	-6	0	0	20
营业利润	957	1,091	1,450	1,744	2,061	2,412
加: 营业外净收入	12	0	-8	16	18	15
利润总额	968	1,090	1,442	1,760	2,079	2,427
减: 所得税	195	104	210	255	301	349
净利润	773	986	1,232	1,505	1,777	2,078
少数股东损益	-94	-65	-48	-17	2	22
归属于母公司所有者的净利润	867	1,051	1,280	1,522	1,775	2,056
净利润同比增长率 (yoy)	20.64%	21.24%	21.77%	18.94%	16.62%	15.83%
全面摊薄总股本	774	773	928	928	928	928
每股收益 (元)	1.13	1.36	1.38	1.64	1.91	2.22
归属母公司所有者净利润率 (%)	9.09%	12.94%	15.86%	15.78%	15.02%	14.60%
ROE	16.56%	17.65%	17.92%	17.20%	16.70%	16.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。