

2017年08月01日

中工国际 (002051.SZ)

新签海外合同额同比大增，三相联动推动产融结合

■**事项：**公司公告 2017 年上半年经营情况，新签海外合同额累计 14.37 亿美元，新签国内合同额累计 3.66 亿元；主要在执行项目 32 个，其中重大项目包括白俄罗斯纸浆厂项目等。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。

■**新签海外业务合同额大增，充分受益于“一带一路”战略持续推进：**公司公告显示 2017 年上半年新签海外合同 14.37 亿美元（约 97 亿元，按美元兑人民币汇率 1:6.75 计算），同比增长 162.71%。叠加 2017 年上半年公司新签国内合同额 3.66 亿元，公司 2017H1 新签合同总额约 100.66 亿元；海外新签合同额占新签合同总额的比重为 96.36%，海外业务是公司新签合同额增长的主要驱动因素。同时公司通过设立中投中工丝路产业投资基金、林浆产业投资基金，参股中白产业投资基金等方式初步搭建了投融资业务平台，充分利用资本市场资源和工具，连接公司优质海外项目和国内产能及资本，利用杠杆有效放大自有资金的投资规模，助力公司海外主营业务发展。我们认为在 5 月“一带一路”峰会顺利召开的背景下，未来沿线国家相关项目有望进一步增加，同时存量项目有望加速落地。公司公告将加强“一带一路”沿线市场开发，实施“重点突破、深度开发、持续经营、一国一策”的重点市场布局，叠加“一带一路”战略持续推进的政策利好，未来海外业务有望加速发展。

■**签约重大海外项目展现承揽能力，充裕在手合同保障业绩持续增长：**2017 年以来公司新签海外重大合同 4 个，其中 Q2 新签的芬兰 Boreal Bioref 生物炼化厂项目（合同金额 8 亿欧元，约合人民币 58.62 亿元）及摩洛哥轮胎厂项目（合同金额 2.5 亿美元，约合人民币 17.25 亿元）为最主要构成。公司 2017H1 海外业务新签合同额 14.37 亿美元已相当于 2016 年全年新签海外合同额 19.77 亿美元的 72.69%，我们判断 2017 年公司海外业务新签合同额取得突破或将成为大概率事件。截至 2017 年 6 月末，公司海外项目在手合同余额约 89.53 亿美元（约 599.85 亿元，以美元兑人民币汇率 1:6.7 计算），相当于公司 2016 年营收 80.66 亿元的 7.44 倍。我们认为公司未来 3-4 年营收及利润的持续增长拥有大量在手合同作为坚实基础，公司业绩稳健增长可期。

■**推行股票期权激励计划绑定高管及核心员工利益，行权条件确定公司稳健发展目标：**公司于 7 月 17 日推出第二期股票期权激励计划，此

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**29.20 元**
股价 (2017-08-01) **21.81 元**

交易数据

总市值 (百万元)	24,269.60
流通市值 (百万元)	24,163.67
总股本 (百万股)	1,112.77
流通股本 (百万股)	1,107.92
12 个月价格区间	19.53/31.39 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	3.42	-13.25	26.2
绝对收益	5.21	-6.76	31.17

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

中工国际：推出激励计划奠定稳健发展目标，再签海外重大项目展现承揽能力/苏多永	2017-07-18
中工国际：Q1 营收及归母净利润增速加快，充裕在手合同保障业绩持续增长/苏多永	2017-04-26
中工国际：“一带一路”助推海外订单高速增长，斩获芬兰大单实践“三相联动”战略/苏多永	2017-04-10
中工国际：新签订单显著改善，受益人民币贬值业	2016-10-27

次激励对象覆盖包括公司董事长在内的高管层及核心业务、技术骨干人员，总人数较 2014 年初始激励对象增加 48 人。其中 7 名高管获授 149.5 万份股票期权（占比约 7%），293 名核心骨干获授 1992.5 万份股票期权（占比约 93%）。推行激励计划将公司高管及骨干的实际利益与公司发展进行绑定，有利于提升公司盈利能力及管理效率，助推公司业绩进一步提升。此次激励计划行权价格为 20.84 元，行权价格接近且略高于公司股票 7 月 17 日收盘价市价，体现出公司管理层对未来公司发展的强烈信心。设置行权条件为 2018—2020 年归母扣非后净利润复合增长率较 2016 年不低于 15%，ROE 不低于 12%，为公司未来几年业绩发展划定底线，确定了公司中长期稳健增长的业绩目标。公司在 2014 年推出首次股票期权激励计划，在三年激励期内年均业绩复合增长率达到约 21%，超出解锁条件要求 19%，我们认为此次完成解锁业绩超预期或仍将是大概率事件。

■积极发展国内水务环保 PPP 及特色工程总包业务，已渐成公司业绩新支撑点：公司在做大做强国际工程承包主业的同时，围绕“中工水务”和“中工武大”积极发展国内水务环保 PPP 及特色工程总包业务。2016 年，中工水务中标吉首市小型农田水利、中小型水库建设 PPP 项目，实现公司国内水务领域 PPP 业务的突破；同时成都、邳州水厂运营良好。中工武大牵头联合体签署 2.8 亿元鄂州经济开发区青天湖水系综合治理项目 EPC 总承包合同；沃特尔华能集团长兴电厂脱硫废水“零排放”项目获得“全球年度最佳工业水处理项目”大奖。国内业务已渐成公司业绩新支撑点。

■投资建议：我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 21.9%、18.3%、16.2%，净利润增速分别为 18.5%、16.3%、13.6%，对应 EPS 分别为 1.36、1.59、1.80 元（送股摊薄后）；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 29.20 元，相当于 2017 年 21.50 倍动态市盈率。

■风险提示：宏观经济大幅波动风险，项目履约不达预期风险，“一带一路”战略推进不达预期风险，海外工程承揽实施风险，回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	8,119.9	8,066.2	9,832.6	11,632.0	13,514.0
净利润	1,050.9	1,279.6	1,516.5	1,764.2	2,003.7
每股收益(元)	0.94	1.15	1.36	1.59	1.80
每股净资产(元)	5.35	6.42	7.72	8.97	10.34

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	23.1	19.0	16.0	13.8	12.1
市净率(倍)	4.1	3.4	2.8	2.4	2.1
净利润率	12.9%	15.9%	15.4%	15.2%	14.8%
净资产收益率	17.7%	17.9%	17.7%	17.7%	17.4%
股息收益率	1.0%	1.3%	1.6%	1.8%	2.0%



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,119.9	8,066.2	9,832.6	11,632.0	13,514.0	成长性					
减:营业成本	6,416.1	6,309.8	7,654.7	9,043.9	10,509.8	营业收入增长率	-14.8%	-0.7%	21.9%	18.3%	16.2%
营业税费	7.3	8.0	8.5	10.7	12.5	营业利润增长率	14.0%	33.0%	13.7%	18.2%	13.8%
销售费用	254.0	307.1	346.7	405.6	487.4	净利润增长率	21.2%	21.8%	18.5%	16.3%	13.6%
管理费用	309.7	326.4	359.1	446.4	519.7	EBITDA 增长率	-6.2%	39.6%	21.6%	18.1%	14.3%
财务费用	-358.6	-348.9	-267.0	-289.7	-299.0	EBIT 增长率	-6.9%	50.4%	25.5%	20.1%	15.6%
资产减值损失	402.4	8.3	62.7	58.0	54.6	NOPLAT 增长率	5.4%	42.0%	25.6%	20.1%	15.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.8%	-73.3%	111.1%	206.6%	-45.7%
投资和汇兑收益	1.5	-5.6	-19.4	-7.8	-10.9	净资产增长率	12.1%	18.5%	17.6%	14.4%	13.8%
营业利润	1,090.6	1,449.9	1,648.5	1,949.3	2,218.2	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	-8.1	1.1	-2.4	-3.1	毛利率	21.0%	21.8%	22.2%	22.3%	22.2%
利润总额	1,090.4	1,441.9	1,649.6	1,946.9	2,215.0	营业利润率	13.4%	18.0%	16.8%	16.8%	16.4%
减:所得税	104.1	210.3	239.2	282.3	321.2	净利润率	12.9%	15.9%	15.4%	15.2%	14.8%
净利润	1,050.9	1,279.6	1,516.5	1,764.2	2,003.7	EBITDA/营业收入	11.1%	15.6%	15.6%	15.6%	15.3%
						EBIT/营业收入	9.0%	13.7%	14.1%	14.3%	14.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	58	68	57	45	35
						流动资产周转天数	-203	-172	-119	-163	-150
						流动营业资本周转天数	714	730	681	714	720
						应收账款周转天数	190	203	228	207	213
						存货周转天数	97	105	89	96	97
						总资产周转天数	837	862	792	804	793
						投资资本周转天数	-117	-83	-45	-104	-104
						投资回报率					
						ROE	17.7%	17.9%	17.7%	17.7%	17.4%
						ROA	5.0%	6.6%	5.8%	6.1%	5.9%
						ROIC	-28.0%	-32.2%	-151.1%	-86.0%	-32.4%
						费用率					
						销售费用率	3.1%	3.8%	3.5%	3.5%	3.6%
						管理费用率	3.8%	4.0%	3.7%	3.8%	3.8%
						财务费用率	-4.4%	-4.3%	-2.7%	-2.5%	-2.2%
						三费/营业收入	2.5%	3.5%	4.5%	4.8%	5.2%
						偿债能力					
						资产负债率	67.6%	59.4%	63.4%	62.6%	63.6%
						负债权益比	208.2%	146.4%	173.2%	167.7%	175.0%
						流动比率	1.32	1.48	1.40	1.45	1.45
						速动比率	1.11	1.29	1.22	1.24	1.27
						利息保障倍数	-2.04	-3.16	-5.17	-5.73	-6.42
						分红指标					
						DPS(元)	0.21	0.29	0.34	0.39	0.43
						分红比率	22.1%	25.4%	25.2%	24.7%	24.0%
						股息收益率	1.0%	1.3%	1.6%	1.8%	2.0%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	986.3	1,231.6	1,516.5	1,764.2	2,003.7	EPS(元)	0.94	1.15	1.36	1.59	1.80
加:折旧和摊销	174.7	164.1	150.7	150.7	150.7	BVPS(元)	5.35	6.42	7.72	8.97	10.34
资产减值准备	402.4	8.3	-	-	-	PE(X)	23.1	19.0	16.0	13.8	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.4	2.8	2.4	2.1
财务费用	-66.2	-165.4	-267.0	-289.7	-299.0	P/FCF	42.8	-29.6	12.4	4.7	-78.3
投资损失	-1.5	5.6	19.4	7.8	10.9	P/S	3.0	3.0	2.5	2.1	1.8
少数股东损益	-64.6	-48.0	-106.0	-99.7	-109.9	EV/EBITDA	11.9	10.6	9.2	5.1	4.8
营运资金的变动	147.1	-2,017.2	570.0	3,305.2	-2,439.9	CAGR(%)	19.1%	15.4%	22.2%	19.1%	15.4%
经营活动产生现金流量	1,365.0	-796.0	1,883.6	4,838.6	-683.4	PEG	1.2	1.2	0.7	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	-250.0	-119.1	108.6	-71.0	-11.5	ROIC/WACC	-2.7	-3.1	-14.4	-8.2	-3.1
融资活动产生现金流量	-1,251.8	-226.1	-229.2	-81.2	-180.2	REP	1.4	5.6	0.6	0.2	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034