

中工国际 (002051)

推荐

行业：国际工程承包

## 现金流大幅好转，受益国家战略看好中长期发展

**事件：**公司发布2014年三季报，前三季度公司实现营业收入47.82亿元，同比减少23.33%。实现归属上市公司股东净利润5.78亿元，同比减少18.16%；基本每股收益0.75元。

### 投资要点：

◇ **毛利率小幅提升，三费占营业收入比重下降。**由于公司前三季度可结算工程量降低，因此公司营业收入出现了下滑；但较二季度末时下滑幅度有所收窄。毛利率由去年同期的17.6%提升至18.9%。公司前三季度销售费用同比减少16%，管理费用同比小幅增加5%；由于人民币贬值汇兑损益增加，财务费用比上年同期减少79%；三费合计占营业收入的比例从去年同期的5%下降至3%。虽然应收账款计提坏账准备增加导致资产减值损失上升，但是由于报告期内收回了前年度境外所得税抵免款抵消了其负面影响。

◇ **现金流大幅好转。**由于报告期内收到埃塞俄比亚糖厂项目，委内瑞拉电网扩建项目等预收款；项目预收款较上年同期大幅增加使公司前三季度经营性现金流净额比上年同期增加324%；前三季度收现比达到126%，情况良好。

◇ **受益一带一路战略，看好中长期发展。**据悉中央政府有关部门制定的一带一路配套政策和实施方案有望在今年年底完成。在这样的政策背景下，公司也在不断地巩固自己在国际工程承包领域的市场地位。为了更好地适应老挝市场环境的变化，深挖市场潜力，公告将出资300万美元设立老挝子公司。随着一带一路战略的实施和推进，沿线国家对基础设施的投资需求将逐渐增加，公司作为国际工程承包的龙头企业，长期来看将直接受益。此外，公司近日与俄罗斯西伯利亚林业签订纸浆厂项目的框架协议，金额暂定为17.8亿美元；虽然目前暂不具备生效和执行的条件仍然有待后续发展，项目若是最终落地将对公司业绩产生积极的提振作用。

◇ **给予“推荐”评级。**预计15~17年EPS分别为1.03/1.26/1.66元，对应PE为24.86/20.34/15.43倍。给予公司2016年23倍PE对应目标价28.98元，给予推荐评级。

◇ **风险提示：**新签订单释放速度缓慢，海外宏观经济疲软市场拓展速度低于预期。

### 主要财务指标

| 单位：百万元    | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 9533  | 7132  | 8513  | 10616 |
| 收入同比(%)   | 3%    | -25%  | 19%   | 25%   |
| 归属母公司净利润  | 867   | 796   | 973   | 1283  |
| 净利润同比(%)  | 21%   | -8%   | 22%   | 32%   |
| 毛利率(%)    | 17.4% | 16.9% | 17.9% | 17.9% |
| ROE(%)    | 16.3% | 15.9% | 16.4% | 17.9% |
| 每股收益(元)   | 1.12  | 1.03  | 1.26  | 1.66  |
| P/E       | 22.84 | 24.86 | 20.34 | 15.43 |
| P/B       | 3.73  | 3.94  | 3.33  | 2.77  |
| EV/EBITDA | 13    | 15    | 12    | 9     |

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：李凡

S0960511030012  
0755-82026745  
lifan@china-invs.cn

参与人：孙羲昱

S0960115080027  
0755-88323286  
sunxiyu@china-invs.cn

6-12个月目标价：28.98

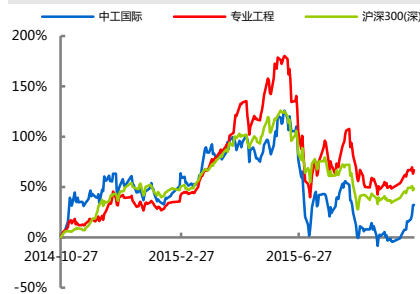
当前股价：25.13

评级调整：首次

### 基本资料

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 773    |
| 流通股本(百万股) | 765    |
| 总市值(亿元)   | 194    |
| 流通市值(亿元)  | 192    |
| 成交量(百万股)  | 28.39  |
| 成交额(百万元)  | 707.16 |

### 股价表现



### 相关报告

《中工国际-抓合同生效、促经营回款，海外经营正入佳境》2011-07-19

## 附：财务预测表

**资产负债表**

| 会计年度           | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 15191 | 12368 | 13487 | 15429 |
| 现金             | 8934  | 7952  | 8291  | 8928  |
| 应收账款           | 3691  | 2146  | 2598  | 3310  |
| 其它应收款          | 111   | 78    | 94    | 119   |
| 预付账款           | 641   | 698   | 772   | 942   |
| 存货             | 1754  | 1438  | 1670  | 2069  |
| 其他             | 60    | 57    | 63    | 62    |
| <b>非流动资产</b>   | 2709  | 2176  | 2087  | 1986  |
| 长期投资           | 304   | 304   | 304   | 304   |
| 固定资产           | 1187  | 1120  | 1029  | 926   |
| 无形资产           | 242   | 257   | 273   | 288   |
| 其他             | 976   | 494   | 481   | 468   |
| <b>资产总计</b>    | 17900 | 14544 | 15574 | 17416 |
| <b>流动负债</b>    | 11881 | 8874  | 9054  | 9768  |
| 短期借款           | 1371  | 2845  | 1894  | 939   |
| 应付账款           | 6850  | 4926  | 5901  | 7319  |
| 其他             | 3661  | 1104  | 1259  | 1511  |
| <b>非流动负债</b>   | 210   | 180   | 172   | 167   |
| 长期借款           | 58    | 48    | 31    | 22    |
| 其他             | 152   | 132   | 141   | 145   |
| <b>负债合计</b>    | 12091 | 9054  | 9226  | 9935  |
| 少数股东权益         | 505   | 466   | 406   | 324   |
| 股本             | 774   | 773   | 773   | 773   |
| 资本公积           | 1799  | 955   | 955   | 955   |
| 留存收益           | 2933  | 3295  | 4213  | 5428  |
| 归属母公司股东权益      | 5304  | 5024  | 5942  | 7157  |
| <b>负债和股东权益</b> | 17900 | 14544 | 15574 | 17416 |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 409  | -1689 | 1287  | 1497  |
| 净利润            | 773  | 758   | 914   | 1201  |
| 折旧摊销           | 179  | 126   | 130   | 132   |
| 财务费用           | -170 | -187  | -156  | -248  |
| 投资损失           | 54   | 34    | 41    | 41    |
| 营运资金变动         | -798 | -2489 | 283   | 276   |
| 其它             | 371  | 69    | 74    | 95    |
| <b>投资活动现金流</b> | -221 | 121   | -75   | -75   |
| 资本支出           | 136  | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | -79  | -186  | 0     | 0     |
| 其他             | -164 | -65   | -75   | -75   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 730  | 586   | -873  | -784  |
| 短期借款           | 807  | 1474  | -951  | -956  |
| 长期借款           | 16   | -11   | -17   | -9    |
| 普通股增加          | 137  | -0    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 67   | -844  | 0     | 0     |
| 其他             | -296 | -33   | 94    | 180   |
| <b>现金净增加额</b>  | 899  | -982  | 339   | 637   |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 9533 | 7132  | 8513  | 10616 |
| 营业成本            | 7871 | 5929  | 6991  | 8716  |
| 营业税金及附加         | 7    | 5     | 6     | 8     |
| 营业费用            | 347  | 236   | 289   | 362   |
| 管理费用            | 295  | 225   | 272   | 336   |
| 财务费用            | -170 | -187  | -156  | -248  |
| 资产减值损失          | 173  | 7     | 7     | 7     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -54  | -34   | -41   | -41   |
| <b>营业利润</b>     | 957  | 883   | 1063  | 1394  |
| 营业外收入           | 12   | 8     | 9     | 9     |
| 营业外支出           | 0    | 12    | 11    | 9     |
| <b>利润总额</b>     | 968  | 879   | 1060  | 1393  |
| 所得税             | 195  | 121   | 146   | 192   |
| <b>净利润</b>      | 773  | 758   | 914   | 1201  |
| 少数股东损益          | -94  | -39   | -60   | -82   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 867  | 796   | 973   | 1283  |
| EBITDA          | 966  | 822   | 1037  | 1278  |
| EPS (元)         | 1.12 | 1.03  | 1.26  | 1.66  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2014  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |       |        |        |        |
| 营业收入            | 3.2%  | -25.2% | 19.4%  | 24.7%  |
| 营业利润            | 7.9%  | -7.7%  | 20.4%  | 31.2%  |
| 归属于母公司净利润       | 20.6% | -8.1%  | 22.2%  | 31.8%  |
| <b>获利能力</b>     |       |        |        |        |
| 毛利率             | 17.4% | 16.9%  | 17.9%  | 17.9%  |
| 净利率             | 9.1%  | 11.2%  | 11.4%  | 12.1%  |
| ROE             | 16.3% | 15.9%  | 16.4%  | 17.9%  |
| ROIC            | -26.6 | 316.4  | -300.5 | -136.0 |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |        |        |
| 资产负债率           | 67.5% | 62.3%  | 59.2%  | 57.0%  |
| 净负债比率           | 11.89 | 32.17  | 21.02  | 9.82%  |
| 流动比率            | 1.28  | 1.39   | 1.49   | 1.58   |
| 速动比率            | 1.13  | 1.23   | 1.31   | 1.37   |
| <b>营运能力</b>     |       |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.55  | 0.44   | 0.57   | 0.64   |
| 应收账款周转率         | 3     | 2      | 3      | 3      |
| 应付账款周转率         | 1.25  | 1.01   | 1.29   | 1.32   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.12  | 1.03   | 1.26   | 1.66   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.53  | -2.18  | 1.66   | 1.94   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 6.86  | 6.50   | 7.68   | 9.25   |
| <b>估值比率</b>     |       |        |        |        |
| P/E             | 22.84 | 24.86  | 20.34  | 15.43  |
| P/B             | 3.73  | 3.94   | 3.33   | 2.77   |
| EV/EBITDA       | 13    | 15     | 12     | 9      |

## 相关报告

| 报告日期       | 报告标题                        |
|------------|-----------------------------|
| 2011-07-19 | 《中工国际-抓合同生效、促经营回款，海外经营正入佳境》 |

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,10 年证券行业从业经验。

孙羲昱,中投证券研究所建筑行业分析师,毕业于日本东京大学,工学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434