

2015年1月11日

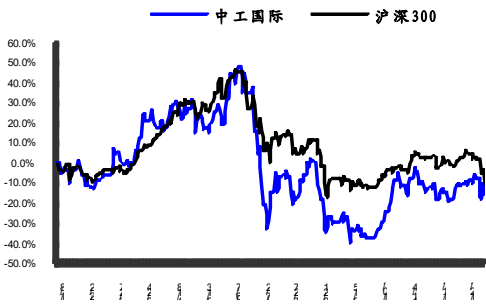
公司研究

评级：买入

研究所
证券分析师：谭倩 S0350512090002
联系人：王鑫 S0350115070006
010-88576686-810 wangx04@ghzq.com.cn

业绩有望持续释放，充分受益于“一带一路”及人民币调整——中工国际（002051）点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
中工国际	14.4	38.6	-2.4
沪深300	-7.2	-11.4	-4.3

市场数据

市场数据	2016-01-08
当前价格(元)	25.40
52周价格区间(元)	16.36-42.38
总市值(百万)	19644.83
流通市值(百万)	19419.18
总股本(万股)	77341.84
流通股(万股)	76453.46
日均成交额(百万)	494.43
近一月换手(%)	26.62

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过公司已发行股份的1%

近期事件:

- 中工国际(以下简称“公司”)1月6日发布2015年业绩快报,报告期内实现归属于上市公司股东的净利润10.51亿元,比上年同期增长21.21%。报告期内公司新签合同额14.91亿美元,包括厄瓜多尔政府金融管理平台建设项目、玻利维亚钾盐厂建设项目、津巴布韦马欣戈污水泵站及污水处理厂升级改造等项目等;生效合同额19.93亿美元,包括埃塞俄比亚瓦尔凯特糖厂项目、厄瓜多尔政府金融管理平台建设项目、玻利维亚钾盐厂建设项目等。

我们的观点:

- 2015 全年归属净利润实现较大增长,生效合同额为公司 2016-2017 年营业收入稳定增长提供保证。公司 2015 年实现营业总收入 80.76 亿元,同比下降 15.28%,全年营收按季度拆分来看,Q1 同比下降 30.1%,Q2 同比下降 35.5%,Q3 同比下降 23.3%,Q4 同比持平。我们认为公司 Q4 营收从 Q3 降幅收窄至最终持平,反映出公司在建项目年末回款的力度加大,剔除季节性因素外,在手项目执行进度总体乐观。报告期内实现营业利润 10.68 亿元,同比增加 11.65%,实现归属净利润 10.51 亿元,同比增加 21.21%,业绩增长一方面由于公司多个项目进入收尾期,通过竣工验收后可兑现项目利润;另一方面受益于人民币兑美元汇率的不断走低,公司汇兑损益同比大幅增长。报告期内生效合同额近 20 亿美元,按当前汇率计算约合 132 亿元人民币,相当于公司 2015 年营收的 1.6 倍,为公司 2016-2017 年营收保持稳定增长提供保证。据 2015 年 3 季报数据,公司在手货币资金约 85.49 亿元,收现比达到 125.68%,收入变现能力优异。
- 公司发展充分受益于“一带一路”战略稳步推进,前景广阔。据商务部统计,2015 年 1 至 10 月,我国企业在“一带一路”沿线的 60 个国家新承揽对外承包工程项目 2677 个,新签合同额 645.5 亿美元,占同期我国对外承包工程新签合同额的 43.3%,同比增长 21.6%。此外,亚投行已于 2015 年底宣告成立,本月即将迎来开业仪式。印尼雅万高铁及中老铁路已开工,中泰铁路完成奠基,“一带一路”项目落地的密集程度已超预期。公司是国内专业的国际工程承包商,业务范围涉及亚洲、非洲、美洲和东欧地区,业务领域涵盖工业工程、

农业工程、水务工程、电力工程、交通工程、石化工程及矿业工程等。我们认为，“一带一路”作为中国建筑企业重大战略性政策红利，将在未来 5 至 10 年间对整个行业持续释放动力，也是我国建筑业供给侧改革解决产能过剩及产业结构升级的重要战略，我们看好公司已在“一带一路”沿线市场如老挝、缅甸、孟加拉、蒙古、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦等国家充分布局，有望持续受益于“一带一路”战略红利的兑现。

- **公司以美元计价收入及资产将受益于美元兑人民币汇率走高，亦将提升公司海外投标整体竞争力。**自 2015 年 8 月 11 日人民币汇率形成机制改革以来，美元兑人民币汇率已升值 6.18%。鉴于公司当前 95%以上的收入来自于国际工程承包及成套设备出口，且绝大部分项目收入均以美元计价，美元兑人民币升值将增厚公司的汇兑损益，直接提高公司的毛利水平。根据目前国际工程承包项目惯例，承包商与业主将约定一种或多种支付货币及比例，往往由一种通用货币（美元或欧元）加项目所在国当地货币组成，通用货币应占 50%以上比例。保守起见，我们假设公司海外项目收入 70%以美元结算，按照公司 80 亿元人民币/年的营收规模计算，如美元兑人民币汇率继续升值 5%，则可增厚汇兑损益约 2.7 亿元。此外，人民币的持续贬值也增加了国内工程服务及技术装备的价格竞争力，有利于公司海外竞标时整体竞争力的提升。
- **与中投产业基金合资设立投资基金，探索海外工程以投资带动主业发展的模式。**公司全资子公司中工投资管理有限公司（“中工投资”）拟出资 500 万元与北京中投新兴产业股权投资基金管理有限公司（“中投产业基金”）合资设立“北京中投中工丝路投资基金管理有限公司”，中工投资持有 50%股权。我们认为，当前国际大型工程项目普遍采用 BOT、PPP 等带资承包方式，融资能力成为国际承包商在竞争中取胜的关键。我们判断“一带一路”大量项目将以 PPP 的方式投向市场，公司采取合资设立基金管理公司并下设基金的方式，可充分利用资本市场的各项资源和工具，连接公司的优质海外项目和国内的产能及资本，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，并实现公司的产业升级。同时，设立基金管理公司可隔离投资风险，规范投资决策和流程。
- **首次覆盖给予“买入”评级。**我们看好公司海外项目业绩的持续释放和国际工程承包主业的发展空间，公司充分受益于“一带一路”战略推进和人民币汇率调整，我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.36 元、1.67 元、2.09 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 18.7、15.2、12.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济大幅波动风险，公司海外项目推进的不确定性风险，人民币汇率大幅波动风险，“一带一路”战略推进不达预期风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	9533	8076	8851	9732
增长率(%)	3.2%	-15.3%	9.6%	9.9%
净利润（百万元）	867	1051	1295	1616
增长率(%)	20.6%	21.2%	23.3%	24.7%
摊薄每股收益（元）	1.12	1.36	1.67	2.09
ROE(%)	14.92%	16.75%	19.12%	22.03%

表 1: 中工国际盈利预测

证券代码:	002051.sz				股票价格: 25.40	投资评级:	买入		日期:	2016-01-08
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E	
盈利能力					每股指标					
ROE	14.9%	16.7%	19.1%	22.0%	摊薄EPS	1.12	1.36	1.67	2.09	
毛利率	17.4%	20.3%	20.4%	20.5%	BVPS (最新股本)	6.86	7.83	9.04	10.54	
期间费率	5.0%	7.7%	6.8%	6.1%	估值					
销售净利率	9.1%	13.0%	14.6%	16.6%	P/E	22.7	18.7	15.2	12.2	
成长能力					P/B	3.7	3.2	2.8	2.4	
收入增长率	3.2%	-15.3%	9.6%	9.9%	P/S	2.1	2.4	2.2	2.0	
利润增长率	20.6%	21.2%	23.3%	24.7%						
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
总资产周转率	0.53	0.40	0.43	0.46	营业收入	9533	8076	8851	9732	
应收账款周转率	2.51	2.02	2.02	2.02	营业成本	7871	6439	7044	7740	
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	7	6	6	7	
偿债能力					销售费用	347	354	361	369	
资产负债率	67.5%	68.9%	67.2%	65.5%	管理费用	295	295	304	313	
流动比	1.28	1.28	1.33	1.37	财务费用	(170)	(30)	(73)	(91)	
速动比	1.13	1.15	1.18	1.21	其他费用/(-收入)	(227)	(77)	(143)	(145)	
					营业利润	957	935	1066	1250	
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	12	15	15	15	
现金及现金等价物	8934	9172	9429	9584	利润总额	968	950	1081	1265	
应收款项	3804	3997	4381	4817	所得税费用	195	191	218	255	
存货净额	1754	1877	2054	2257	净利润	773	759	863	1010	
其他流动资产	699	996	1089	1197	少数股东损益	(94)	(292)	(432)	(606)	
流动资产合计	15191	17542	18152	18854	归属于母公司净利润	867	1051	1295	1616	
固定资产	1187	1068	987	947						
在建工程	85	110	118	95	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
无形资产及其他	242	242	218	194	经营活动现金流	409	2052	(80)	(157)	
长期股权投资	304	304	304	304	净利润	773	759	863	1010	
资产总计	17900	20158	20670	21285	少数股东权益	(94)	(292)	(432)	(606)	
短期借款	1371	1097	1097	1097	折旧摊销	176	143	131	120	
应付款项	6850	6933	6908	6954	公允价值变动	0	(0)	0	10	
预收帐款	3443	5417	5452	5461	营运资金变动	(446)	(2670)	(664)	(802)	
其他流动负债	217	217	217	217	投资活动现金流	(221)	93	74	63	
流动负债合计	11881	13664	13674	13730	资本支出	91	93	74	63	
长期借款及应付债券	58	68	68	68	长期投资	(107)	0	0	0	
其他长期负债	152	152	152	152	其他	(205)	0	0	0	
长期负债合计	210	220	220	220	筹资活动现金流	49	(558)	(362)	(452)	
负债合计	12091	13884	13894	13950	债务融资	823	(264)	0	0	
股本	774	774	774	774	权益融资	91	0	0	0	
股东权益	5809	6274	6776	7335	其它	(864)	(294)	(362)	(452)	
负债和股东权益总计	17900	20158	20670	21285	现金净增加额	238	1588	(369)	(545)	

资料来源: wind、国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。