

## 老牌国际承包商，走在“一带一路”上

建筑行业公司研究报告  
2016年04月13日

——中工国际(002051.SZ)首次覆盖研究

分析师 邵帅

执业证书 S0110512080001

电话 010-59366111

邮件 shaoshuai@sczq.com.cn

研究助理 刁阳

电话 010-59366179

邮件 diaoyang@sczq.com.cn

行业数据 2016/04/13

股票家数(家) 63

总市值(亿元) 14462.4

流通市值(亿元) 11087.14

平均涨跌幅(%) -0.65

每股收益(TTM, 元) 0.573

公司数据 2016/04/13

总市值(亿元) 177.19

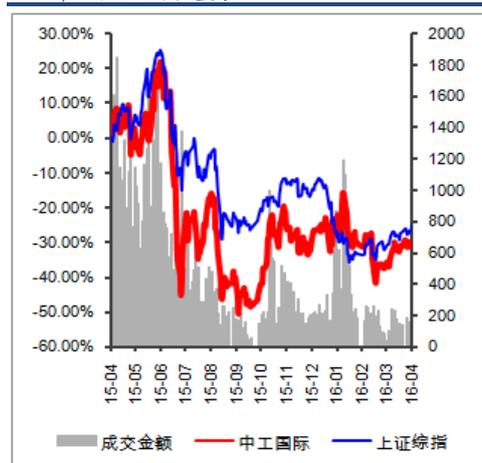
流通市值(亿元) 175.15

总股本(亿股) 7.73

流通股本(亿股) 7.65

12个月价格区间 16.36~42.38

一年内股价走势



相关研究

1.业绩增长符合预期，现金流增长迅速(中工国际2015年年报点评)。2.建筑行业周报(3.21-4.8)。

### 投资要点

■ 基本面状况良好。财务方面：总资产稳步增长，成长性良好；货币资金占比高，资产流动性强；预收款暴增展现出强大的市场拓展能力。营收下降但利润逐年增长；收入和利润质量高。速动比率高企，短期偿债能力强；财务费用多年为负，无长期偿债风险。综合毛利率有所提升，竞争力有所增强；股东回报有所下降。主要成长性指标变化持续向好，成长性良好。

■ 生效合同显著增长，在手订单充足，下游覆盖多个领域。

2013年、2014年和2015年新签合同分别为12.73亿美元、32.07亿美元和14.91亿美元，呈现波动。但生效合同却保持稳步增长，2015年同比增长高达70%。生效合同是需要实际履约项目，指标持续增长表明公司业绩增长有充分保障。所承揽工程业务涉足多个领域，不仅包括工业工程、农业工程、水务工程、电力工程、交通工程，还包括矿业和石化工程。多类业务同时开展有效降低了单一业务过度集中风险。

■ 销售能力强，支付信誉佳，管理能力突出。公司在海外设立了40余个代表处、分公司和非经营性子公司，拥有中工老挝投资公司、加拿大普康公司两家境外经营性子公司，并参股中白工业园区公司，构建了遍布全球各地区的高效快捷、反应灵敏的国际营销网络，国际项目承揽经验丰富。成本控制端，2011年投入搭建了项目管理信息平台，对项目各阶段实现动态跟踪和重点监控，同时推行合作伙伴管理体系，对分包商选择和管理进行规范，项目进度、质量和成本控制方面得到了很大提升。

■ 投资建议。国内总体投资放缓的背景下，政府鼓励企业走出去，掘金海外市场成为大趋势。“亚投行”的开业和“一带一路”起航为国际工程承包注入持续动力，形成长期利好。公司长期深耕亚非拉市场，生效合同逐年攀升，在手订单充足，下游覆盖多个领域，安全边际高。公司近年来加大投资以促进业务领域拓展，覆盖污水处理及其再生、工程承包和进出口、投资管理、矿山建设和开采、运输代理、工程机械售后服务等多类业务，进一步完善工程承包各环节业务领域。考虑到公司强大的成本控制能力和市场拓展能力，以及“一带一路”所带来的投资机会，预测公司2016/2017/2018年EPS分别为1.835/2.23/2.449元，对应最新股价的PE为12.485/10.273/9.355，考虑到大盘走势尚不明朗，出于谨慎性考虑，给以“增持”评级。

■ 主要风险。全球经济低迷，海外工程项目款项结算或存在一定困难，应收账款存在回收风险加大。

# 目录

<b>1</b>	<b>公司概况</b>	<b>5</b>
1.1	概况	5
1.2	高管大幅增持股份，高层对公司未来发展信心满满	5
1.2.1	流通股占绝对比重，限售股解禁压力小	5
1.2.2	股东户数总体增长，户均持股数下降，持股集中度虽降但仍较集中	5
1.2.3	公司高管集体增持彰显管理层对公司未来发展具有信心	6
1.2.4	主要控股子公司 3 家，均为绝对控股；子公司盈利状况较差	6
1.3	管理团队：董事会成员整体仍处于大有可为阶段，核心团队牢固	7
1.4	资质情况：拥有对外承包工程资格，可承揽多类型国际项目	7
<b>2</b>	<b>财务分析和业务分项分析</b>	<b>9</b>
2.1	综述分析	9
2.1.1	财务报表分析	9
2.1.2	财务比率分析	11
2.2	业务分项分析	13
2.2.1	综合分析：工程承包类业务营收占比最高；收入下滑明显、毛利率有所提升	13
2.2.2	国际工程承包和成套设备输出业务	13
2.2.3	投资业务：百花齐放无所不有，有效应对投资风险	16
2.2.4	贸易业务：受国际大宗商品价格影响明显，收入波动性大	17
<b>3</b>	<b>行业发展趋势分析</b>	<b>18</b>
3.1	对外投资和工程承包增长显著，资本和产业输出渐入佳境	18
3.2	亚投行正式开业运营，“一带一路”起航，对外工程承包迎暖风	19
3.3	汇率变化对款项结算形成重要影响	20
<b>4</b>	<b>市场表现与投资价值分析</b>	<b>21</b>
4.1	市场表现与估值情况(截至 2016 年 4 月 10 日)	21
4.2	公司业绩预估	21
4.3	概念属性	21
4.4	投资建议	21
4.5	风险提示	22

## 图目录

图 1: 股东户数和户均持股数变化 .....	6
图 2: 对外承包工程资质 .....	7
图 3: 主要资产项变化 .....	10
图 4: 工程承包和成套设备输出占比及增速 .....	10
图 5: 收入与利润质量分析 .....	11
图 6: 速动比率与财务费用 .....	12
图 7: 盈利模式示意 .....	14
图 8: 美元兑人民币汇率中间价变化 .....	20

## 表目录

表 1: 主要子公司盈利情况 .....	6
表 2: 公司承揽的代表项目 .....	8
表 3: 2015 年末应收账款金额前五位 .....	9
表 4: 连续三年分红及占比情况 .....	12
表 5: 连续三年主要成长性指标 .....	13
表 6: 近三年新签合同情况 .....	14
表 7: 近几年部分签订合同 .....	15
表 8: 近三年对外投资情况 .....	17
表 9: 日韩三国企业 ENR250 市场分布、国际收入、全球占比情况 .....	18
表 10: 主要业绩指标 .....	21
表 11: 财务预测数据 .....	23

# 1 公司概况

## 1.1 概况

中工国际工程股份有限公司是经商务部批准，由中国工程与农业机械进出口总公司(下简称中农机)作为主发起人，联合河北宣化工程机械股份有限公司、中元国际工程设计研究院、广州电器科学研究院等共同发起设立的股份有限公司。2006年6月在深圳证券交易所上市(股票代码002051.SZ)。之后，中农机将其持有的公司62.04%的股份无偿划转给中国机械工业集团有限公司(下简称“国机集团”)。2010年1月19日，公司与国机集团签订了《发行股份购买资产补充协议》，向国机集团发行股份3600万股，购买了国机集团所持有中农机100%股权。目前,国机集团持有公司总股份为58.64%，为第一大股东。

公司主营业务是国际工程承包，具备丰富的国际工程总承包管理经验。在海外市场完成了近百个大型交钥匙工程和成套设备出口项目。业务规范涉及东南亚、南亚、中亚、中东、非洲、南美洲和加勒比地区诸国，业务领域涵盖交通运输、市政建设、水利工程、电力工程、建筑材料等多个领域。2015年年报显示，其工程承包和成套设备业务实现营收76.51亿元，占比高达94.2%。

## 1.2 高管大幅增持股份，高层对公司未来发展信心满满

### 1.2.1 流通股占绝对比重，限售股解禁压力小

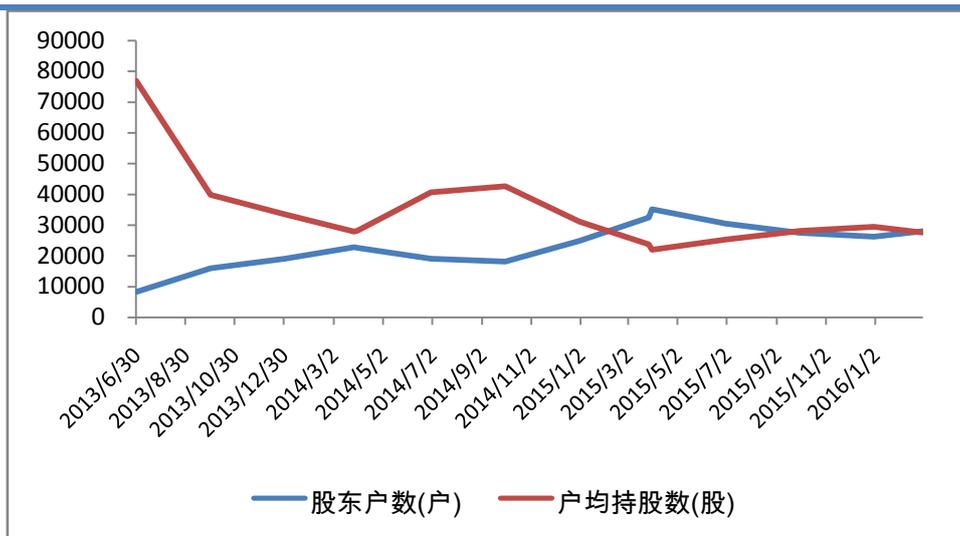
按照最新股本变动，当前公司总股本7.73亿股，其中流通股约7.65亿股(占98%以上)，均为A股。限售股占比较小，限售股解禁对股价形成的预期压力较小。

### 1.2.2 股东户数总体增长，户均持股数下降，持股集中度虽降但仍较集中

股东户数呈现震荡上升趋势。截止2014年3月27日总户数为22823户，之后下降到2014年9月30日的18150户；之后又上升到2015年3月底的35170户。截止2016年2月底，该数量为28019户。户均持股数2016年2月底为27603股，较2015年12月底略有下降。

前十名股东持股比例有所上升。2015年3月底持股比例在63.74%，之后稳步上升到67.53%左右。

图 1：股东户数和户均持股数变化



资料来源：WIND、首创证券研发部

### 1.2.3 公司高管集体增持彰显管理层对公司未来发展具有信心

公司董事长、董事、副总经理以及财务总监等重要高层均持有公司股份，2015年末管理层合计持有1663872股，较2014年下降6.41%，但较2013年暴增196.3%。管理层对公司股份的持有显示出高层对未来发展前景看好。

### 1.2.4 主要控股子公司3家，均为绝对控股；子公司盈利状况较差

主要子公司有中工国际投资（老挝）有限公司、加拿大普康控股（阿尔伯塔）有限公司和北京沃特尔水技术股份有限公司。中工国际对上述三家公司的持股比例分别为70%、60%和50%(具有控制权)。

三家子公司盈利状况差。(老挝)有限公司成立于2010年11月，注册资本6.17亿元，主营咨询、服务、设计、建设、业务开发与投资，2015年亏损2661.7万元，亏损额大幅缩小；普康控股2011年12月被公司收入麾下，注册资本127.47元，主营矿山开采、建设和工程承包，2015年亏损11025.7万元，亏损额大幅缩小；沃特尔水技术股份有限公司注册资本1.72亿元，主营水污染治理等，2014年亏损3995.6万元，亏损面扩大。

表 1：主要子公司盈利情况

单位：万元

公司名称	主要业务	净利润 2013	净利润 2014	净利润 2015
中工国际投资（老挝）有限公司	投资、服务等	-859.12	-5480.91	-2661.73
加拿大普康控股（阿尔伯塔）有限公司	工程承包、矿山建设和开采	898.84	-19103.02	-11025.72
北京沃特尔水技术股份有限公司	水污染治理	-1051.75	-489.75	-3995.63

资料来源：公司公告、首创证券研发部

### 1.3 管理团队：董事会成员整体仍处于大有可为阶段，核心团队牢固

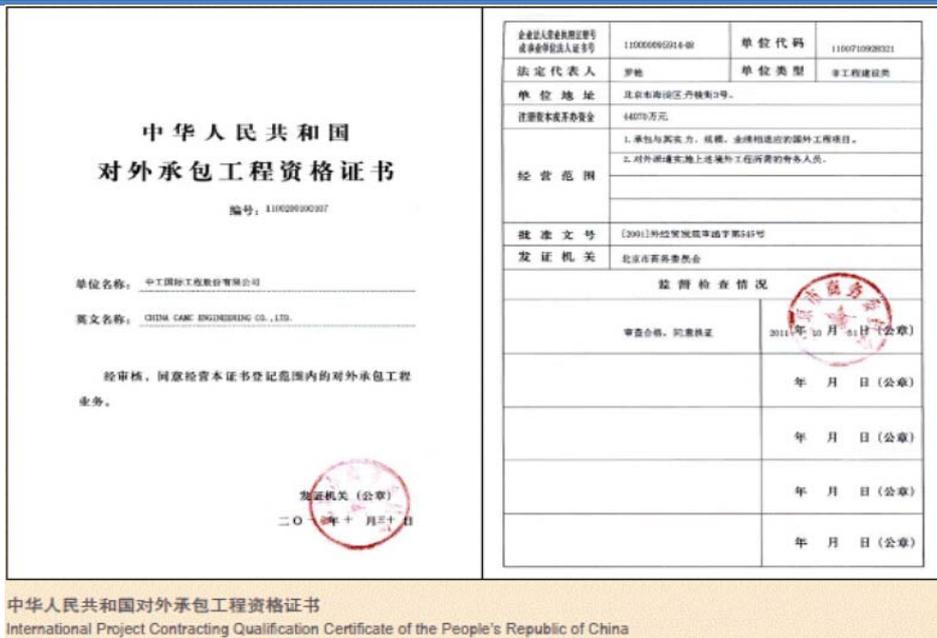
董事会成员共7名(含3名独立董事)，除独立董事外其它4位成员的年龄普遍较轻(最小的43岁，其它三位均不超过53岁)，仍处于大有可为阶段；职称均较高，两名是教授级高级工程师、另外两名分别为高级会计师和高级工程师，并且在上任之前均有过多年管理工作经验。董事长在位时间超过5年，对公司的全盘把控能力较强。

管理层共8名，董事长兼任总经理，全面掌舵公司生产经营。整个集团形成以罗艳为最高领导的核心决策团队。

### 1.4 资质情况：拥有对外承包工程资格，可承揽多类型国际项目

公司核心业务是国际工程承包、海内外投资和贸易。其最主要的资质是由北京市商务委员会颁发的中华人民共和国对外工程资格证书。

图 2：对外承包工程资质



资料来源：公司官网、首创证券研发部

总包资质，承揽工程业范围广泛，不仅包括工业工程、农业工程、水务工程、电力工程、交通工程，还包括矿业和石化工程。多类业务同时开展有效降低了单一业务过度集中风险。以单体项目为主，平均建设期为2年。

表 2：公司承揽的代表项目

工业工程		<p>白俄罗斯 40 万吨纸浆厂项目。是中国在白俄罗斯制浆领域承揽的第一个交钥匙总承包工程。内容为在白俄罗斯斯威特洛戈尔斯克市新建一座年产 40 万吨的漂白硫酸盐纸浆工厂。</p>
农业工程		<p>委内瑞拉瓜里科灌区农业综合发展项目。内容为对大约 35000 公顷灌区进行修复和扩建，新农村社区建设，灌区道路修复和建设，以及建立灌区农作物多样化示范基地和农产品加工园区。</p>
水务工程		<p>苏丹达利和马兹穆供水项目。内容为达利和马兹穆两个水厂的全面勘察、设计、设备采购、现场安装、现场土建和验收调试，包含 140 公里左右的输水管线建设，两个水厂日处理量为达利镇 2 万立方米，马兹穆镇 7000 立方米。</p>
电力工程		<p>委内瑞拉比西亚联合循环电站及配套输变电项目。内容为新建一座装机容量为 583 兆瓦的燃气轮机联合循环发电厂。新建一个 230kV 变电站，扩建一个 230kV 变电站和新建 56 公里 230kV 输电线路。</p>

资料来源：公司官网、首创证券研发部

交通、矿业、石化等其它工程未显示案例

## 2 财务分析和业务分项分析

### 2.1 综述分析

#### 2.1.1 财务报表分析

总资产稳步增长，成长性良好；收入下降但利润保持增长，二者质量高

(1) 资产负债分析：总资产稳步增长，成长性良好；货币资金占比高，资产流动性强；预收款暴增展现出强大的市场拓展能力

2013年、2014年和2015年总资产分别为165.03亿元、179亿元和198.4亿元，复合增速为9.6%，成长性良好。由于公司业务开展模式以签订总承包合同并进行分包的方式实现，不进行工程施工，固定资产占比很小，流动资产的变动方向与总资产相一致。2013年、2014年和2015年流动资产分别为137.6亿元、151.9亿元和170.2亿元，保持了11.2%的复合增速。占比方面，流动资产在总资产中占绝对比重，连续三年保持在83%以上，轻资产特征明显。

流动资产中，货币资金、应收账款和存货分别位列前三甲。货币资金连续三年占比在50%以上，是主要项。应收账款逐年增长，近三年复合增速为35.3%，比例较高。由于营业收入并未出现大规模增长，因此应收账款的快速增长反映出工程所在国履约风险有所加大，我们预判与当前大宗商品价格下降，全球经济不景气因素有关。存货2015年同比增长50.6%，缘自中工老挝投资公司开发成本增加。

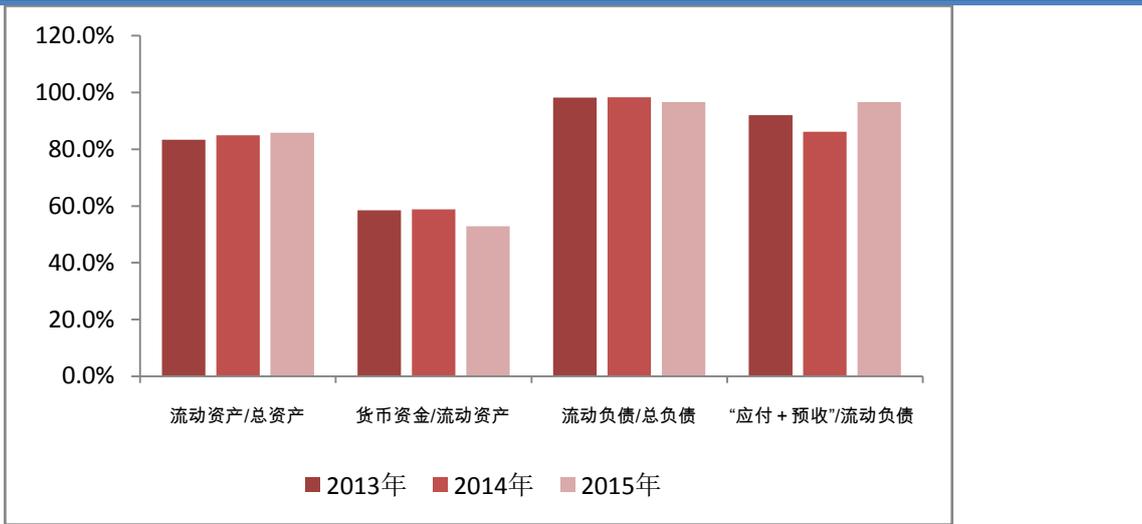
表 3：2015 年末应收账款金额前五位

客户名称	金额(亿元)	占应收账款总额比重	坏账准备余额(千万)
埃塞俄比亚糖业公司	7.02	13.5	2.1
白俄罗斯斯威特洛戈尔斯克纸浆板联合股份公司	6.83	13.13	2
厄瓜多尔卫生部	6.36	12.22	1.9
委内瑞拉国家电力公司	6.24	11.99	9.3
中工国际投资(老挝)有限公司	6	11.55	——
合计	32.47	62.39	1.54(亿元)

资料来源：公司公告、首创证券研发部

流动负债占总负债比重高达95%以上，其中尤以应付账款和预收账款占比较高(二者合计占比在90%以上)。预收账款多为外国公司交付的部分工程履约金，2015年暴增52%反映出公司业务拓展取得重大进展。应付账款多为公司对国内其它公司的服务采购未支付的部分，2015年仅增加5.2%。

图 3：主要资产项变化

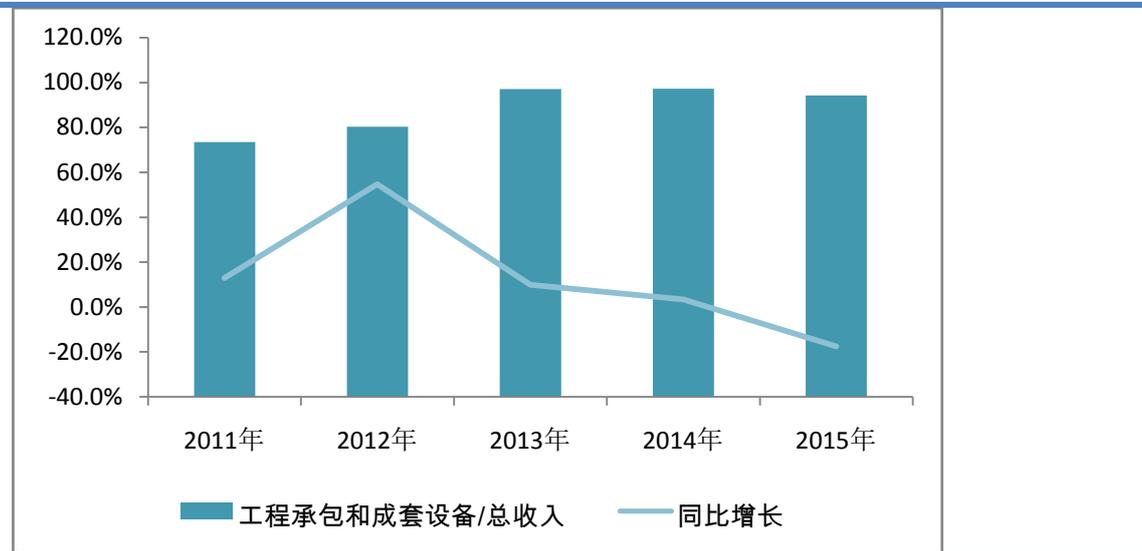


资料来源：公司官网、首创证券研发部

(2)利润表分析：营收下降但利润逐年增长；收入和利润质量高

营业收入有所下降。2015年81.19亿元，连续5年出现下滑，同比下降14.82%。公司业务包括工程承包与成套设备出口、国内外贸易两大类，2015年总营收大幅下降是由于工程承包与设备出口项大幅下滑所致(该业务同比下降17.5%)。我们认为这与当前全球经济低迷、工程所在国甲方工程款项支付拖延以及国际工程承包市场激烈竞争不无关系。

图 4：工程承包和成套设备输出占比及增速

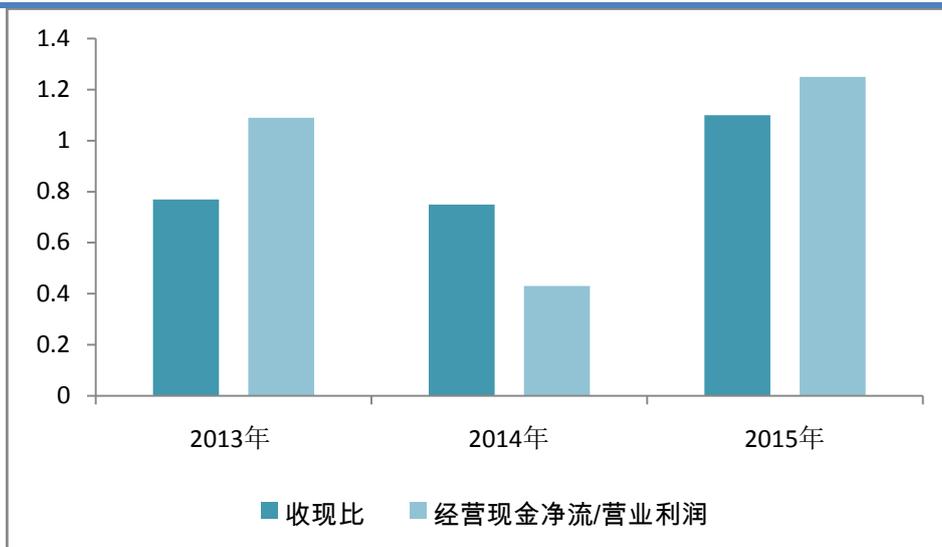


资料来源：WIND、首创证券研发部

营业利润稳步增长，成本费用控制能力强。2013年、2014年和2015年分别实现营业利润8.87亿元、9.56亿元和10.91亿元，同比增长3.59%、7.86%和14%。2015年收入下降14.82%的情况下利润却保持了14%的快速增长，反映出公司在成本费用控制方面的超强水平。2015年营收中成本比重为79%，同比下降3.54个百分点；期间费用占收入的比重为2.52%，同比下降2.4个百分点。

营收和利润质量较高。2013年、2014年和2015年“收现比”分别为0.77、0.75和1.1，2015年的显著增加反映出公司加强了应收款项的收缴，收入质量提高。不仅如此，经营性净现金流连续三年实现净流入，对营业利润的比重分别为1.25、0.43和1.09，反映出利润质量的高企。

图 5：收入与利润质量分析



资料来源：WIND、首创证券研发部

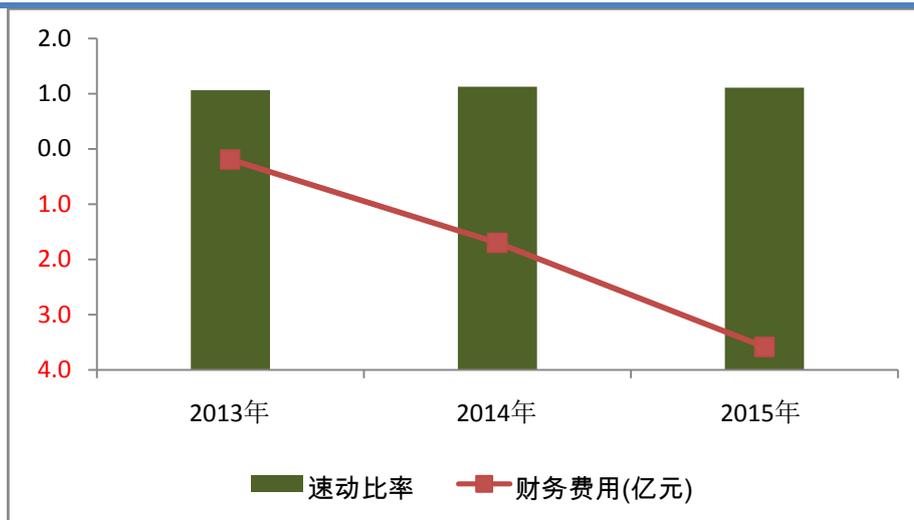
## 2.1.2 财务比率分析

偿债能力和盈利能力总体较强；每股收益保持较高增速，成长性良好

(1)偿债能力：速动比率高企，短期偿债能力强；财务费用多年为负，无长期偿债风险

近三年速动比率分布在1.06~1.25之间，短期偿债能力强。长期来看，由于公司财务费用连续多年保持为负数，利息收入超越利息支出，形成正收益，因此无长期偿债风险。“长短期借款合计/货币资金”连续多年保持维持低水平，特别是2015年该比率不足5%，也说明公司具备较强的偿债能力。

图 6: 速动比率与财务费用



资料来源：WIND、首创证券研发部

### (2) 盈利能力：综合毛利率有所提升，竞争力有所增强；股东回报有所下降

2013年、2014和2015年综合毛利率为17.45%、17.43%和20.9%，总体呈上升趋势，反映出公司工程承包和贸易两块业务的综合基础盈利能力有所加强。其中，占收入绝对比重的工程承包和设备输出业务毛利率近三年分别为17.51%、17.37%和20.32%，稳重有升。

股东回报增强，2013~2015年平均净资产收益率(ROE)分别为16.1%、17.5%和18.8%，单位投入回报有所增强。

利润分红侧面反映出公司的盈利能力。数据显示，公司2012~2014年分红金额保持在25%以上的占比(占归属股东净利润)，2015年分红比例略有下降，但仍保持在22%的水平。显示出较强盈利能力及较高的盈利质量。

表 4: 连续三年分红及占比情况

年份	现金分红(亿元)	占归属股东净利润比重
2013	1.91	26.61%
2014	2.32	26.78%
2015	2.31	22.07%

资料来源：公司公告、首创证券研发部

### (3) 成长能力：主要成长性指标变化持续向好，成长性良好

EPS连续两年保持在20%增长；营业利润、利润总额和净利润也保持了一定程度的增长；权益部分保持了10%以上的正增长，总体而言各项指标均反映出公司较强的成长特性。

表 5：连续三年主要成长性指标

	2015 年	2014 年	2013 年
<b>同比增长率</b>			
每股收益-基本(%)	20.35	20.21	1.80
营业利润(%)	14.00	7.87	3.59
利润总额(%)	12.62	12.55	0.79
归属母公司股东的净利润(%)	21.24	20.64	13.15
<b>相对年初增长率</b>			
每股净资产(%)	13.76	-7.92	10.44
资产总计(%)	10.84	8.47	-4.05
归属母公司的股东权益(%)	13.71	11.81	10.44

资料来源：WIND、首创证券研发部

## 2.2 业务分项分析

### 2.2.1 综合分析：工程承包类业务营收占比最高；收入下滑明显、毛利率有所提升

营收占比分析。工程承包与成套设备输出业务产生的收入占绝对比重，2013~2015年分别为97.1%、97.2%和94.2%；其次是国内外贸易业务，2012年占比为19.6%，但2013~2015年占比滑落至不足5%，下降明显。

营收增速分析。工程承包和成套设备输出业务营收有所下滑，2013~2015年增速同比分别为9.9%、3.4%和-17.4%，下滑显著。贸易业务2015年收入较前两年有所增强，2015年同比增长47.68%。

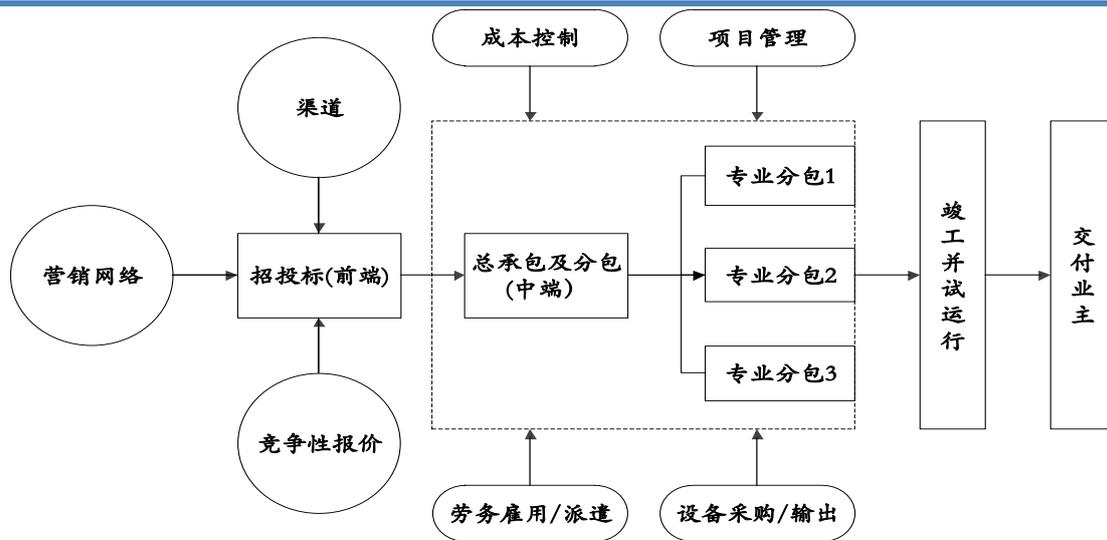
毛利率分析。工程承包业务2013年~2015年毛利率分别为17.51%、17.37%和20.32%，总体增长。贸易业务毛利率平均保持在10%左右。

内外收入分析。国外收入占绝对比重，2013~2015年来自国外收入占比分别为96.7%、97.2%和94.4%。

### 2.2.2 国际工程承包和成套设备输出业务

**盈利模式：**主要项目开展采用EPC (Engineering Procurement Construction) 模式。EPC是国际项目承包最常用的承包方式，包括设计、采购、施工和试运行等多个阶段，通常公司在总价合同条件下，对其所承包工程的质量、安全、费用和进度进行负责。公司本身不参与施工，而是以分包的方式进行专业分包，并进行项目管理和监理服务。同时，对项目部分核心系统和技术应用方面，采用中国自主研发的设备和技術，形成对内采购和产能输出。EPC业务的核心在于以设计引领材料采购以及工程施工。

图 7：盈利模式示意



资料来源：首创证券研发部

由于EPC模式覆盖“设计-材料采购-土建施工-试运行-交付业主”整个环节，涉及整个产业链。因此，产业链整合能力极为重要。中工国际凭借产业链整合能力以及项目管理能力将施工业务分包给长期战略合作伙伴实施，轻资产、高周转，人均创造归属于母公司净利润连续三年在40万元以上，远高于同样以EPC模式为主的中材国际(人均创造归属净利润在10万以内)。

**合同签订：**2013年、2014年和2015年新签合同分别为12.73亿美元、32.07亿美元和14.91亿美元，总体呈现波动。但生效合同却保持稳步增长，2015年同比增长高达70%，生效合同是需要实际履约项目，该指标持续增长表明公司业绩增长有充分保障，与之前我们对预收账款的暴增原因分析一致。同时，在2015年新签订合同大幅下降的背景下，生效合同却出现较快增长，也说明公司加强了项目谈判，确保有效合同增长。年末在手合同充裕，2015年底在手合同高达82.37亿美元，订单充足为未来收入奠定基础。2015年度，公司新签合同额全国排名第32名，完成营业额排名第23名。订单市场主要集中在东南亚、西亚非洲、中亚东欧以及拉丁美洲等地，以单体项目为主。在国际项目竞争业务中仍处于低端竞争领域。

表 6：近三年新签合同情况

单位：亿美元

	当年新签合同	当年生效合同	年末在手合同余额
2013年	12.73	7.79	65.8
2014年	32.07	11.69	82.87
2015年	14.91	19.93	82.37

资料来源：公司公告、首创证券研发部

表 7：近几年部分签订合同

时间	事项	金额 (亿美元)	服务内容	工期
2014年2月27	孟加拉帕德玛水厂项目商务合同生效	2.908	设计、供货、施工、安装、测试和试运营	42月
2014年5月22	签署了尼泊尔博卡拉国际机场项目商务合同	15.4 (亿元)	国际机场建设	48月
2014年8月1	与几内亚科纳克里自治港务局签署了几内亚科纳克里自治港东区扩建项目	8.53	平地整治、泊位建设、航道疏浚等	36月
2014年8月19	与乌兹别克纳沃伊氮肥股份公司(NAVOIYAZOT)签署了乌兹别克PVC生产综合体建设项目	4.398	建设聚氯乙烯(PVC)、烧碱和甲醇生产综合体	36月
2014年10月17	与赞比亚粮食储备局签署了赞比亚粮仓建设三期项目	1.11	新建和修复粮仓	21月
2014年11月5	与斯里兰卡灌溉和水资源管理部签署斯里兰卡南部调水项目	6.9	四座大坝的勘察设计、设备供货、土建施工、安装和调试	60月
2014年11月14	与津巴布韦马欣戈市政府签署了津巴布韦马欣戈供水项目商务合同	0.595	为新建一座日处理三万吨的水厂和附属设施、取水口加固和设备更新、输水管道及附属设施敷设等	33月
2015年6月19	埃塞俄比亚瓦尔凯特糖厂项目商务合同正式生效	6.47	——	——
2015年10月19	厄瓜多尔政府金融管理平台建设项目商务合同正式生效	2.21	建设一座国家财政部和中央银行办公大楼及配套工程	17月
2015年12月1	与津巴布韦马欣戈市政府签署了津巴布韦马欣戈污水泵站及污水处理厂升级改造项目商务合同	0.735	升级改造马欣戈市现有污水处理厂、污水泵站及其管线；新建一座污水处理厂、污水泵站和其他相关设施，敷设污水管道	33月
2016年3月30	与沙特高级轮胎厂(Advanced Tyre Factory)签署了沙特高级轮胎厂项目商务合同	1.77	建设一座年产180万条子午线乘用车和轻卡汽车轮胎的现代化工厂	33.5个月

资料来源：公司公告、首创证券研发部

**项目竣工：**2014年共5个项目实现竣工验收，分别为：安哥拉隆格农场项目、印度尼西亚三林糖厂项目、肯尼亚城市电网改造项目二期、厄瓜多尔医疗设备供货及急救中心建设项目和古巴圣斯皮里图斯变电站项目。2015年有4个重点执行项目实现了竣工，分别为：委内瑞拉第斯那托斯农业综合发展项目二期、委内瑞拉挖泥船供货及疏浚项目二期、委内瑞拉比西亚火电站项目和肯尼亚电网升级改造LOT-3A& LOT-3B项目，总体项目进展顺利。

#### **核心能力分析：销售能力强，支付信誉佳，管理能力突出**

**(1)销售能力和支付信誉：**由于自身不进行施工，因此业绩增长主要依托于订单增长，项目承揽能力极为重要；同时，由于劳务多采用当地劳动力，因而对分包商的支付信誉决定着长期生存能力。公司在海外设立了40余个代表处、分公司和非经营性子公司，还同时拥有中工老挝投资公司、加拿大普康公司两家境外经营性子公司，并参股中白工业园区公司，构建了遍布全球各地区的高效快捷、反应灵敏的国际营销网络，积累了丰富的国际项目承揽经验。从公司年末在手合同余额以及生效合同的累积增长可以看出，公司具备较强的项目承揽能力；此外，尽管我们对公司履约支付的时效性难以做出直接判断，但公司长期以来并无海外诉讼产生，与同为国际工程承包的中材国际形成鲜明对比，侧面反映出公司的支付信誉总体较高。

**(2)管理能力：**国际工程承包，业务均在海外执行，管理半径长，难度高，项目成败与公司的管理水平息息相关。公司2011年投入搭建了项目管理信息平台，对项目各阶段实现动态跟踪和重点监控，同时推行合作伙伴管理体系，对分包商选择和管理进行规范，项目进度、质量和成本控制方面得到了很大提升。我们对公司收入增长和利润增长进行了对比分析，2013年在收入下降9.05%的情况下，营业利润上涨了3.59%；2014年收入增长3.21%的情况下，营业利润上升了7.86%；2015年在收入下降14.82%的情况下，营业利润却不降反升，大幅增长14%。充分说明了公司在成本控制方面的突出实力，最终得益于公司的精细化管理。

### **2.2.3 投资业务：百花齐放无所不有，有效应对投资风险**

投资业务是公司海外布局的重要力量，2013~2015年对外投资迅速增长，合计投资金额分别为1.61亿元、2.71亿元和11.03亿元。2015年对外投资暴增306.6%，占当年营收比重为13.6%，除了新设中工投资管理有限公司和中工资源贸易有限公司外，还对子公司北京沃特尔水技术股份有限公司进行了增资(增资后持股50%)。

被投资公司涉足不同行业，涵盖污水处理及其再生、工程承包和进出口、投资管理、矿山建设和开采、运输代理、工程机械售后服务、农业机械批发、旅游服务、水处理技术开发以及工程勘察设计等。业务遍布委内瑞拉、老挝、乌兹别克斯坦、蒙古、香港、加拿大、尼加拉瓜、缅甸和墨西哥等国家和地区。我们认为，多领域投资有利于分散行业集中风险，同时多国别开展业务也可以有效化解地缘政治风险，带来一定的安全性。

表 8：近三年对外投资情况

年份	被投资公司	主营业务	占比	合计投资(亿元)
2013	特颖投资有限公司	金矿采选	16%	1.61
	萃协有限公司	金矿采选	16%	
	Fortune Minerals Limited	矿业开采	19.43%	
	Oasys water,inc.	水污染治理	20%	
2014	中白工业园区开发股份有限公司	土地开发与经营、基础设施建设、物业管理、招商引资	2015年增资后持股 13.71%	2.71
	加拿大 Fortune Minerals Limited	矿业开采	17.24%	
	老挝岱梧公司	旅游服务	70%	
2015	中工投资管理有限公司	项目投资、投资管理、资产管理等	100%	11.03
	中工资源贸易有限公司	进出口业务, 工程机械、农业机械等产品销售	100%	
	国机资本控股有限公司	项目投资、投资管理、资产管理等	7.17%	
	北京沃特尔水技术股份有限公司	环境监测; 销售机械设备、五金交电、化工产品、仪器仪表、金属材料	2015年增资后持股 50.00%	
	老挝 Masceana Co.,Ltd	酒店业务管理	100%	

资料来源：公司公告、首创证券研发部

业务进展顺利。投资的中白工业园项目引进了招商局集团作为战略投资方，完善了中白工业园区公司管理架构，项目第一阶段开始施工；招商方面，中白工业园区公司已与28家大型企业签订了入园协议或意向协议，计划投资超过1亿美元。老挝万象新世界项目正常推进，商业街一期成功举行了开街仪式，营销工作积极展开。完成了东昌酒店收购及装修，加强酒店管理，入住率明显提升。

此外，公司调整了普康公司的管理层，完善了管理流程和授权，调整了经营策略。新产业方面，北京沃特尔公司首个正渗透技术“零排放”项目——华能长兴电厂脱硫废水零排放项目成功建成投入运行，标志着我国高COD、高硬度、高含盐水处理技术走在了世界前列，正渗透技术的商业化运用逐渐铺开，中标了多个使用正渗透技术的废水“零排放”项目。公司正筹建中工水务投资平台，将围绕水务环保领域开展投资业务。

## 2.2.4 贸易业务：受国际大宗商品价格影响明显，收入波动性大

公司2011年起开展大宗散货贸易，包括煤炭、矿石、钢材等。目前正大力拓展铜、铅、锌等基础金属及矿产品，粮食、原糖等农产品，以及化肥产品。受国际大宗商品价格影响显著，仅几年呈现收入下降态势。2011年和2012年营收在18亿元左右，但2013~2015年骤降到不到5亿元，缩水显著。未来将重点布局粮油、化肥、纸浆等商品的进出口贸易。

### 3 行业发展趋势分析

#### 3.1 对外投资和工程承包增长显著，资本和产业输出渐入佳境

对外投资情况。2014年1~11月，境内投资者共对全球153个国家地区的5985家境外企业进行了非金融类直接投资，累计对外投资1041.3亿美元，同比增长16%。“一带一路”沿线已成为我国对外投资合作热点。2015年1~11月中国企业共对“一带一路”沿线的49个国家进行了直接投资，投资额合计140.1亿美元，同比增长35.3%，投资主要流向新加坡、哈萨克斯坦、老挝、印尼、俄罗斯和泰国等。2015年全年预计超额完成10%的增长目标。2016年，面对全球经济的深度调整，世界各国都把基础设施建设作为刺激经济增长的重要手段，国际工程承包市场潜力巨大。

工程承包情况。2014年1~11月我国对外承包工程新签合同额在5000万美元以上的项目590个，合计1345.4亿美元，占新签合同总额的82.5%；服务领域包括交通运输、房屋建筑、电力工程、通讯工程和石油化工等；与日韩等国相比，我国企业以亚洲、非洲为主要市场，且已稳定占据非洲地区市场份额的40%以上并继续保持增长态势。

2015年，我国对外承包工程整体呈平稳增长趋势，完成营业额9596.1亿元人民币(折合1540.7亿美元)，同比增长8.2%；新签合同额13084.0亿元人民币(折合2100.7亿美元)，同比增长9.5%。新签合同额在5000万美元以上的项目721个，合计1758.5亿美元，占新签合同总额的83.7%。业务领域方面，排名前五的行业依次为交通运输(26%)、电力工程(21.7%)、房屋建筑(17.5%)、通讯工程(10.5%)、石油化工(8.9%)，总计84.6%。

表 9：日韩三国企业 ENR250 市场分布、国际收入、全球占比情况

	年份	公司数量(个)	国际收入 (%)	中东 (%)	亚洲 (%)	非洲 (%)	欧洲 (%)	美国 (%)	加拿大 (%)	拉丁美洲 (%)
日本	2012	14	4.2	4.7	9.4	1.9	0.5	5.9	1.6	0.8
	2013	15	4.1	2.6	10.2	1.2	0.5	5.2	1.1	1.6
	2014	14	4.1	1.9	10.4	1.4	0.5	5.6	1.2	1.3
韩国	2012	12	5.7	20.7	4.2	3.8	0	0.7	0.3	3.1
	2013	15	8.1	29.2	7	4.8	0.3	1.4	0.4	2.3
	2014	13	7.8	25.8	10	4.9	0.3	0.5	1.3	3.7
中国	2012	52	13.8	13.6	20.1	40.1	1.4	1.5	0	8.7
	2013	55	13.1	10.2	17.3	44.8	1.6	1.3	0	12.1
	2014	62	14.5	16.4	17.3	48.7	2.2	1.6	0.8	10.5

资料来源：中国对外承包工程商会、首创证券研发部

我们认为，随着国内总体投资增速放缓，外国市场成为企业市场拓展之必然。我国在铁路、电力、通讯、基础设施建设等领域具备竞争优势，在高铁、核电等相关高端设备制造和出口方面也具备可比优势，这些优势将很好的对接基础设施和高端设备制造落后的国家，预期未来我国对外投资和工程承包业务将呈现爆发式增长，资本和产业输出将迎来大发展。中工国际作为总承包商，连接着供需两端，是对接产业资本输出与国外建设需求的桥梁，长期形成的承包经验和管理能力为其发展奠定了良好的基础。

### 3.2 亚投行正式开业运营，“一带一路”起航，对外工程承包迎暖风

亚洲基础设施投资银行于2016年1月16日正式开业。旨在帮助发展中国家在实施国家发展计划上提供金融支持，包括电力、水和电信等基础设施领域提供贷款和技术咨询。中国的股本金占亚投行总股本金30.34%，首笔11.91亿美元股本金已缴付到位。在贷款资金方面，首任行长金立群曾预计第一个5-6年，亚投行每年可能放贷100亿-150亿美元左右，而今年作为起步年，可能会发放15亿-20亿美元的贷款。从地域及需求迫切度来看，中亚和南亚、东南亚分别位于丝绸之路和海上丝绸之路的关键地带，而且该区域内的国家对于基础设施建设的需求也十分庞大，上述地区很有可能成为亚投行首笔投资项目的目的地。能源、交通、农村发展、城市发展、物流等“基础中的基础”领域将是亚投行成立后基建项目的优先选项。

根据亚洲开发银行测算，从现在到2020年期间，亚洲地区每年基础设施投资需求将达到7300亿美元。“现有的世界银行、亚洲开发银行等国际多边机构都没有办法满足这个资金的需求。”亚投行无疑起到巨大的支持作用，将持续改善亚洲国家的基础建设，同时推动技术和设备出口，以及劳务输出。

2015年，我国企业在“一带一路”相关的60个国家新签对外承包工程项目合同3987份，新签合同额926.4亿美元；完成营业额692.6亿美元。国际产能和装备制造合作快速发展，取得积极成效。我国企业在交通运输、电力、通讯等优势产业对外直接投资累计约116.6亿美元，同比增长80.2%。装备制造业对外直接投资70.4亿美元，同比增长154.2%。同期，大型成套设备出口额同比增长10%。随着“一带一路”战略的持续深入推进，中国不断与相关国家签署共建“一带一路”合作备忘录和经贸合作中长期发展规划，“六大经济走廊”建设与“国际产能合作”陆续启动。亚洲基础设施投资银行、丝路基金已开始运营，金融支持政策不断出台，为对外工程承包企业带来了巨大机遇和有力支持。

我们认为，亚投行成立后，将根据成员国提交的项目库进行项目评估、

选择，并进行贷款支持。尽管从功能上看亚投行起到一个释放流动性的作用，但从项目的建设角度，这些亚洲国家普遍存在技术实力薄弱，设备和原材料投入不足的问题，甚至在一些高端装备中处于空白阶段。我国钢铁、水泥和玻璃行业都属于严重产能过剩行业，并存在大量技术先进的企业可以帮助其他国家进行建设，在工程招标和产能输出方面具有成本和技术优越性。作为由我国主导的银行系，工程承包类公司未来有望在“一带一路”建设中推动相关产业输出，完成企业对接，实现技术和服务输出，对外工程承包业务将迎政策暖风，有望放量增长。中工国际作为长期从事国际承包业务的上市公司，凭借多年承包经验及良好的市场信誉，将成为我国与“一带一路”相关国家的重要纽带，肩负着完成国内过剩产能输入与国外建设需求对接的强大使命。2015年中工投资管理有限公司注册成立并正式进入运行，目前其管理架构和业务流程已初步搭建完成，明确了职能定位、投资方向和项目筛选标准，制定了投资基金计划，未来将以“一带一路”领域股权投资、PPP项目作为投资方向，助力公司主业发展。

### 3.3 汇率变化对款项结算形成重要影响

美元兑人民币中间价自2015年8月起突然跳跃式上浮，达到6.229元，之后持续上升，截至2016年4月11日增长到6.473元。我们认为，人民币持续贬值对国际工程承包类公司预期将形成三大利好，其一，将有利于工程机械设备输出；其二，我国公司的投标价格可以相应下降，增强海外投标竞争力，提高市场份额；其三，公司账面应收资产将因本币贬值而增加，账面价值（按照即期汇率折算成本币价值）将随着汇率贬值而增加。

图 8：美元兑人民币汇率中间价变化



资料来源：WIND、首创证券研发部

## 4 市场表现与投资价值分析

### 4.1 市场表现与估值情况(截至 2016 年 4 月 10 日)

涨跌幅方面：上证综指2016年3月1日起出现向上调整，2016.3.1~4.10涨幅为11.05%，同时期公司涨幅为17.86%，跑赢大盘。

估值方面：从近一月PE变化看，随着市场信心的逐步恢复，市场总体成交量有所上涨，多数行业处于估值修复阶段，估值中枢上移。公司PE也有所上升，PE(TTM)一月前为15.38倍，1周前上升到16.89倍，前交易日升至17.24。考虑到在国内投资低迷的情况下，企业走出去成为大概率事件，而公司在国际工程承包方面具有先入优势，积累了大量的承包经验和实践经验，预期该估值仍存在向上推动的可能。

### 4.2 公司业绩预估

国际工程承包是公司主营业务，在政府政策推动和企业谋求自身发展双重因素下，海外市场将成为未来工程建设主要阵地。公司以EPC为主要模式，多年深耕海外市场，积累了丰富的经验。我们预计未来三年公司收入将保持10%以上增长，考虑到2015年基数较低，分别给以2016年、2017年和2018年营收增速为15.4%、17.6%和11.8%

表 10：主要业绩指标

单位:亿元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	95.329	81.199	93.704	110.195	123.199
增长率(%)	-3.12%	-14.8%	15.40%	17.60%	11.80%
归属母公司股东净利润	8.668	10.509	14.189	17.244	18.941
增长率(%)	20.64%	21.24%	35.02%	21.53%	9.84%
每股收益(EPS)	1.1300	1.3600	1.835	2.23	2.449

资料来源：WIND、首创证券研发部

### 4.3 概念属性

“一带一路”和“亚投行”概念与国际业务关联较高，有望推动个股出现阶段性上涨，建议投资者关注这两方面的标志性事件，提前布局。

### 4.4 投资建议

公司是专业从事国际工程承包业务的上市公司，本身不负责施工，而是

以提供项目管理及设备输出为主营，属于轻资产类公司，核心竞争力在于强大的销售网络和成本控制能力。国内总体投资放缓的背景下，政府鼓励企业走出去，掘金海外市场成为大趋势。“亚投行”的开业和“一带一路”项目起航为国际工程承包注入持续动力，形成长期利好。公司长期深耕亚非拉市场，生效合同逐年攀升，在手订单充足，下游覆盖工业工程、农业工程、水务工程和电力工程，安全边际高。不仅如此，公司近年来加大投资以促进业务领域拓展，覆盖污水处理及其再生、工程承包和进出口、投资管理、矿山建设和开采、运输代理、工程机械售后服务等多类业务，进一步完善工程承包各环节业务领域。考虑到公司强大的成本控制能力和市场拓展能力，以及“一带一路”所带来的投资机会，预测公司2016/2017/2018年EPS分别为1.835/2.23/2.449元，对应最新股价的PE为12.485/10.273/9.355，考虑到大盘走势尚不明朗，出于谨慎性考虑，给以“增持”评级。

## 4.5 风险提示

全球经济低迷，海外工程项目款项结算或存在一定困难，应收账款存在回收风险加大；

海外业务占主要比重，工程所在国局部地区紧张局势形成不良影响；

海外业务开展对人才要求高，人员流失将对公司业务开展产生致命影响；

营业收入受外汇市场波动影响。

表 11: 财务预测数据 (2016. 4. 13)

单位: 亿元

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	95.329	81.199	93.704	110.195	123.199
减: 营业成本	78.706	64.161	72.667	83.098	95.984
营业税金及附加	0.066	0.073	0.084	0.076	0.093
销售费用	3.473	2.540	2.931	4.015	3.808
管理费用	2.951	3.097	3.023	3.119	2.909
财务费用	-1.701	-3.586	-3.123	-2.909	-3.112
资产减值损失	1.726	4.024	3.289	3.545	2.948
加: 投资收益	-0.541	0.015	0.145	0.168	0.312
<b>营业利润</b>	<b>9.566</b>	<b>10.906</b>	<b>14.977</b>	<b>19.419</b>	<b>20.880</b>
加: 其他非经营损益	0.115	-0.002	0.011	0.103	0.038
<b>利润总额</b>	<b>9.682</b>	<b>10.904</b>	<b>14.988</b>	<b>19.522</b>	<b>20.918</b>
减: 所得税	1.950	1.041	1.431	2.714	2.795
<b>净利润</b>	<b>7.731</b>	<b>9.863</b>	<b>13.557</b>	<b>16.809</b>	<b>18.123</b>
减: 少数股东损益	-0.936	-0.646	-0.632	-0.435	-0.818
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>8.668</b>	<b>10.509</b>	<b>14.189</b>	<b>17.244</b>	<b>18.941</b>
现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	4.089	13.650	3.419	16.685	34.098
投资性现金净流量	-2.208	-2.500	-2.771	-3.000	-2.875
筹资性现金净流量	7.302	-12.518	-10.9	-13.8	-7.6
汇率变动影响	-0.195	1.257	1.233	-0.123	-1.875
<b>现金流量净额</b>	<b>8.989</b>	<b>-0.111</b>	<b>-9.019</b>	<b>-0.221</b>	<b>21.719</b>
主要指标计算	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入增长率	3.22%	-14.82%	15.40%	17.60%	11.80%
营业利润增长率	7.87%	14%	37.33%	29.66%	7.52%
归属母公司股东净利润增长	20.64%	21.24%	35.02%	21.53%	9.84%
毛利率	17.44%	20.98%	22.45%	24.59%	22.09%
净利率	8.11%	12.15%	14.47%	15.25%	14.71%
ROE	17.48%	18.79%	21.12%	23.38%	23.85%
资产负债率	67.94%	67.56%	67.56%	67.94%	68.40%
流动比率	1.27	1.31	1.324	1.278	1.259
速动比率	1.12	1.11	1.131	1.077	1.073
总资产周转率	0.55	0.43	0.446	0.471	0.480
应收账款周转率	3.13	2.01	1.905	1.826	1.754
应付账款周转率	1.25	0.91	0.949	0.964	0.993

资料来源: WIND、首创证券研发部

表 11 (续)：财务预测数据 (2016. 4. 13)

单位：亿元

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	89.34	89.917	98.22	100.09	104.55
应收和预付款项	44.448	53.856	64.417	75.688	85.677
存货	17.54	26.419	27.81	32.75	33.05
其他流动资产	0.579	0.001	0.001	0.05	0.04
<b>流动资产合计</b>	<b>151.907</b>	<b>170.194</b>	<b>190.45</b>	<b>208.57</b>	<b>223.32</b>
长期股权投资	3.044	0.835	0.912	1.199	1.312
固定资产	11.867	14.174	16.117	17.239	18.799
无形资产	2.424	2.785	4.813	3.919	2.997
其他	12.182	13.200	14.538	18.761	24.381
<b>非流动资产合计</b>	<b>27.093</b>	<b>28.21</b>	<b>31.567</b>	<b>37.199</b>	<b>44.492</b>
<b>资产总计</b>	<b>179</b>	<b>198.404</b>	<b>222.014</b>	<b>245.769</b>	<b>267.815</b>
短期借款	13.711	0.483	3.544	5.568	12.088
应付账款	68.496	72.676	80.408	91.882	101.285
其他	37.299	56.266	59.89	65.75	64.009
<b>流动负债合计</b>	<b>119.506</b>	<b>129.424</b>	<b>143.842</b>	<b>163.201</b>	<b>177.381</b>
长期借款	0.583	3.332	2.278	0.234	0.315
长期应付款	0.02	0.003	0.004	0.028	0.021
递延所得税负债	1.497	1.279	3.864	3.504	5.464
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.1</b>	<b>4.613</b>	<b>6.146</b>	<b>3.766</b>	<b>5.8</b>
<b>负债合计</b>	<b>121.606</b>	<b>134.038</b>	<b>149.989</b>	<b>166.967</b>	<b>183.182</b>
实收资本(或股本)	7.737	7.734	7.734	7.734	7.734
资本公积金	17.991	18.112	18.127	18.023	18.123
减：库存股	0.694	0.669	0.669	0.669	0.669
盈余公积金	5.532	6.565	4.200	2.993	4.685
未分配利润	23.801	30.955	36.452	44.339	48.189
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>52.346</b>	<b>59.523</b>	<b>67.182</b>	<b>73.758</b>	<b>79.400</b>
少数股东权益	5.048	4.844	4.844	5.045	5.234
<b>所有者权益合计</b>	<b>57.394</b>	<b>64.366</b>	<b>72.026</b>	<b>78.803</b>	<b>84.634</b>
<b>估值指标测算</b>					
EPS	1.13	1.36	1.835	2.23	2.449
每股经营性现金流	0.528	1.765	0.442	2.157	4.409
每股净资产	6.765	7.696	8.687	9.537	10.266
P/E	20.42	16.85	12.485	10.273	9.355
P/B	3.38	2.97	2.635	2.400	2.230
EV/EBITDA	12.82	9.08	8.1	7.6	6.4

资料来源：公司公告、首创证券研发部

## 分析师简介

邵帅，策略分析师，毕业于北京科技大学，硕士，具有 5 年证券业从业经历。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现