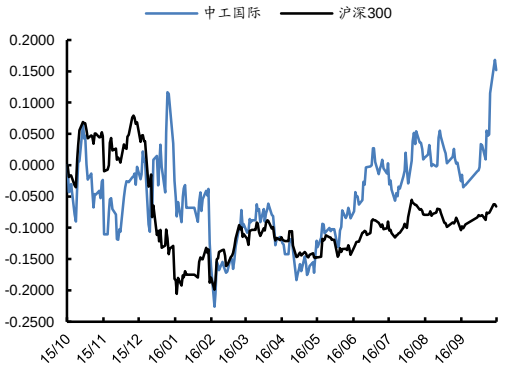
研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
联系人 ： 王鑫 S0350115070006
010-88576950-8096 wangx04@ghzq.com.cn

受益于人民币汇率调整，充足订单保障业绩增长

——中工国际（002051）2016 年 3 季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中工国际	18.2	14.8	11.6
沪深 300	3.5	4.2	-6.6

市场数据	2016/10/27
当前价格（元）	23.85
52 周价格区间（元）	15.71 - 24.65
总市值（百万）	22127.20
流通市值（百万）	21950.08
总股本（万股）	92776.53
流通股（万股）	92033.89
日均成交额（百万）	172.76
近一月换手（%）	17.01

相关报告

《中工国际（002051）：业绩有望持续释放，充分受益于“一带一路”及人民币汇率调整（买入）*建筑行业*谭倩》——2016-01-08

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

中工国际工程股份有限公司（以下简称“中工国际”或“公司”）发布 2016 年第三季度报告，2016 年 1-9 月实现营业收入 49.94 亿元，同比增加 4.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.12 亿元，同比增加 23.07%，扣除非经常性损益后同比增加 23.52%；实现 EPS0.77 元，同比增加 22.22%。公司同时预告 2016 年度归属于上市公司股东的净利润同比增加 10%-40%。

投资要点：

- **业绩增速符合预期，Q3 营收增速大幅增加。**公司前三季度营收及归属于上市公司股东的净利润分别同比增加 4.43%、23.07%，其中第三季度实现营收 22.82 亿元（+11.03%）、实现归属于上市公司股东的净利润 2.98 亿元（+23.18%），业绩增速符合预期。Q3 期末预付账款大幅增加（126.57%），反映出公司在建项目执行顺利，支付的工程款大幅增加，随着行业惯例第四季度确认收入的高峰期到来，公司收入增速仍有望继续提高。

- **在手项目合同储备丰厚，持续受益于“一带一路”战略推进。**公司当前在手海外项目合同额超过 80 亿美元（约合 530 亿元），相当于公司 2015 年营业收入 81.20 亿元的 6.5 倍左右。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。

- **充分受益于人民币汇率走低，汇兑损益增厚利润明显。**年初至今人民币汇率已下调约 5%，人民币汇率走低将增厚建筑企业汇兑损益、增加国内工程服务及技术装备的价格竞争力、提升在手项目毛利率水平。当前公司约 95%的收入来自于国外，以美元计价的项目收入及资产占到大多数。我们测算公司全年有望产生汇兑收益约 2.59 亿元，增厚效用明显。

- **“零排放”技术优势显著，打造水务环保业务平台。**公司子公司北京沃特尔工业水处理核心技术已处于行业领先水平并有望逐步商业化。我们认为公司今后有望依托北京沃特尔在水处理领域的专业技术优势，结合中工武大在水利市政领域勘测设计的资源优势，打造水环境生态治理新业务板块。

- **盈利预测和投资评级：**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 2016-2018 年 EPS 分别为 1.36、1.64、1.96 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 17.54、14.58 、12.19 倍，维持“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	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	8120	9036	10247	11929
增长率(%)	-15%	11%	13%	16%
净利润（百万元）	1051	1261	1517	1815
增长率(%)	21%	20%	20%	20%
摊薄每股收益（元）	1.36	1.36	1.64	1.96
ROE(%)	16.33%	16.89%	16.77%	16.88%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

中工国际工程股份有限公司（以下简称“中工国际”或“公司”）发布 2016 年第三季度报告，2016 年 1-9 月实现营业收入 49.94 亿元，同比增加 4.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.12 亿元，同比增加 23.07%，扣除非经常性损益后同比增加 23.52%；实现 EPS0.77 元，同比增加 22.22%。公司同时预告 2016 年度归属于上市公司股东的净利润有望同比增加 10%-40%。

评论:

1、 业绩增速符合预期，Q3 营收增速大幅增加

公司前三季度营收及归属于上市公司股东的净利润分别同比增加 4.43%、23.07%，其中第三季度实现营收 22.82 亿元（+11.03%）、实现归属于上市公司股东的净利润 2.98 亿元（+23.18%），业绩增速符合预期。公司 2016 年 Q1 / Q2 / Q3 分别实现营收 12.98 亿元 (+4.06%) / 14.14 亿元（-5.13%）/ 22.82 亿元 (+11.03%)，Q3 营收大幅增加且增速已显著转正。同时公司 Q3 期末预付账款大幅增加（126.57%），反映出公司在建项目执行顺利，支付的工程款大幅增加，随着行业惯例第四季度确认收入的高峰期到来，公司收入增速仍有望继续提高。

盈利能力方面，公司前三季度综合毛利率达到 18.24%，同比减少 0.63 个 pct，Q1 / Q2 / Q3 分别实现毛利率 25.79% / 19.52% / 18.24%；前三季度实现销售净利率 13.38%，同比增加 2.05 个 pct。我们认为公司出现毛利率下降而净利率上升的主要原因为 Q3 期内公司收回委内瑞拉部分应收账款，冲回已提坏账准备，资产减值损失比上年同期减少 3.5 亿元。报告期内公司期间费用率为 5.13%，同比增加了 1.64 个 pct，主要为利息收入同比减少导致财务费用比上年同期增加 30.65%所致。

现金流方面，公司前三季度经营活动现金净流量比上年同期减少 416.45%，主要原因为上年同期收到的项目预付款较多及报告期内支付的工程款大幅增加所致。报告期末公司货币资金比期初大幅减少 46.53%，主要原因为公司委托子公司中工投资购买银行理财产品 23.97 亿元及支付工程款大幅增加。

2、 在手项目合同储备丰厚，持续受益于“一带一路”战略推进

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。公司当前在手海外项目合同额超过 80 亿美元，按当前汇率计算约合 530 亿元人民币以上，相当于公司 2015 年营业收入 81.20 亿元的 6.5 倍左

右。如按照海外项目合同 5 年执行周期计算，每年仅履行存量合同即有望兑现营收规模约 100 亿元，为公司未来可持续发展提供保证。

根据商务部合作司统计数据，2016 年 1-9 月我国对外承包工程业务新签合同额 9723 亿元人民币，同比增长 7.4%；我国企业在“一带一路”相关的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 745.6 亿美元，同比增长 26.1%，占同期我国对外承包工程新签合同额的 52.6%。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。

3、 充分受益于人民币汇率走低，汇兑损益增厚利润明显

近期人民币兑美元汇率大幅走低，从 9 月 30 日算起人民币中间价已在 13 个交易日里下跌了 966 个基点。如从今年初美元兑人民币中间价 6.4935 计算，则至 10 月 25 日中间价 6.7744 已累计下跌 4.32%。目前我国建筑企业海外订单多以美元计价，人民币兑美元汇率走低将对建筑企业造成以下影响：1）增厚汇兑损益；2）增加国内工程服务及技术装备的价格竞争力，提升公司海外竞标整体竞争力；3）收入端以美元计价，成本端以人民币计价，收入端货币升值同时成本端货币贬值，继而提升毛利率。

当前公司约 95%的收入来自于国外，以美元计价的项目收入及资产占到大多数。根据公司中报显示，公司至 6 月底在手的美元货币性净资产（货币资金、应收账款等）合计达到约 8.63 亿美元，假设至 2016 年底公司美元货币性净资产维持在 8 亿美元左右，如美元兑人民币汇率中间价达到 6.8，则公司全年有望产生汇兑收益约 2.59 亿元，达到公司 2015 年归属于上市公司股东净利润的 24.64%，增厚效用明显。

4、“零排放”技术优势显著，打造水务环保业务平台

新产业方面，公司子公司北京沃特尔承建的华能集团长兴电厂脱硫废水“零排放”项目获得了第十届全球水峰会年度最佳工业水处理项目大奖，标志着北京沃特尔工业水处理核心技术已处于行业领先水平并有望逐步商业化。同时北京沃特尔已通过定增收购了以水处理、固废处理、烟气系统工程为特色的江南环境，并对美国 OASYS 公司进行了增资。加之定位为公司国内水务环保业务平台的中工水务已注册成立，我们认为公司今后有望依托北京沃特尔在水处理领域的专业技术优势，结合中工武大在水利市政领域勘测设计的资源优势，打造水环境生态治理新业务板块。

同时，公司海外投资业务也在有序开展。中白工业园项目一期施工有序进行，报告期内已对工业园公司增资 2850 万元，招商方面已与中国重汽集团签订了入园意向协议，与上海纺织集团等 20 余家企业商洽入园合作事宜。老挝万象滨河综合开发项目进展顺利。

5、 盈利预测与评级

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 2016-2018 年 EPS 分别为 1.36、1.64、1.96 元，当前股价对应的市盈率估值分别为 17.54、14.58、12.19 倍，维持“买入”评级。

6、 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	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	8120	9036	10247	11929
增长率(%)	-15%	11%	13%	16%
净利润（百万元）	1051	1261	1517	1815
增长率(%)	21%	20%	20%	20%
摊薄每股收益（元）	1.36	1.36	1.64	1.96
ROE(%)	16.33%	16.89%	16.77%	16.88%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：中工国际盈利预测表

证券代码:	002051.SZ		股价:	23.85	投资评级:	买入		日期:	2016/10/27
财务指标	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**每股指标与估值**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	16%	17%	17%	17%	EPS	1.36	1.36	1.64	1.96
毛利率	21%	21%	21%	21%	BVPS	7.70	7.78	9.41	11.37
期间费率	3%	6%	6%	5%	**估值**				
销售净利率	13%	14%	15%	15%	P/E	17.55	17.54	14.58	12.19
成长能力					P/B	3.10	3.07	2.53	2.10
收入增长率	-15%	11%	13%	16%	P/S	2.27	2.45	2.16	1.85
利润增长率	21%	20%	20%	20%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
总资产周转率	0.41	0.42	0.41	0.41	**营业收入**	**8120**	**9036**	**10247**	**11929**
应收账款周转率	1.70	1.50	1.50	1.50	营业成本	6416	7148	8106	9439
存货周转率	2.43	2.02	2.02	2.02	营业税金及附加	7	8	9	11
偿债能力					销售费用	254	285	310	350
资产负债率	68%	66%	64%	63%	管理费用	310	330	350	380
流动比	1.32	1.37	1.44	1.48	财务费用	(359)	(79)	(107)	(139)
速动比	1.11	1.12	1.18	1.22	其他费用/（-收入）	(401)	(35)	(5)	(5)
					营业利润	**1091**	**1309**	**1574**	**1883**
资产负债表（百万元）	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	营业外净收支	(0)	0	0	0
现金及现金等价物	8992	6987	8889	10976	**利润总额**	**1090**	**1309**	**1574**	**1883**
应收款项	4762	6042	6852	7977	所得税费用	104	125	150	180
存货净额	2642	3535	4008	4668	**净利润**	986	1184	1424	1703
其他流动资产	623	2528	2867	3337	少数股东损益	(65)	(77)	(93)	(111)
流动资产合计	**17019**	**19092**	**22617**	**26958**	**归属于母公司净利润**	**1051**	**1261**	**1517**	**1815**
固定资产	1417	1276	1148	1033					
在建工程	28	28	28	28	**现金流量表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
无形资产及其他	279	279	263	247	**经营活动现金流**	**1365**	**(1866)**	**1667**	**1986**
长期股权投资	83	83	83	83	净利润	986	1184	1424	1703
资产总计	**19840**	**21771**	**25152**	**29363**	少数股东权益	(65)	(77)	(93)	(111)
短期借款	48	100	100	100	折旧摊销	170	170	155	141
应付款项	7285	8125	9214	10729	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	5235	5331	6045	7037	营运资金变动	273	(5013)	(3425)	(4762)
其他流动负债	374	374	374	374	**投资活动现金流**	**(250)**	**142**	**128**	**115**
流动负债合计	**12942**	**13930**	**15733**	**18240**	资本支出	(173)	142	128	115
长期借款及应付债券	333	247	247	247	长期投资	221	0	0	0
其他长期负债	128	128	128	128	其他	(297)	0	0	0
长期负债合计	**461**	**375**	**375**	**375**	**筹资活动现金流**	**(3120)**	**(34)**	**0**	**0**
负债合计	**13404**	**14305**	**16108**	**18616**	债务融资	(1048)	(34)	0	0
股本	773	927	927	927	权益融资	50	0	0	0
股东权益	6437	7466	9044	10748	其它	(2122)	0	0	0
负债和股东权益总计	**19840**	**21771**	**25152**	**29363**	**现金净增加额**	**(2005)**	**(1758)**	**1795**	**2101**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【建筑建材组介绍】

谭倩，美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010 年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得 2013 年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。
王鑫，清华大学经管学院工商管理硕士，2015 年进入国海证券，从事建筑和工程、非金属类建材行业研究。

【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。本报告清晰准确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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

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、展示或以其他任何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。