

中工国际 (002051.SZ)

新签订单显著改善，低估值极具吸引力

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **29**
 分析师: 分析师
 夏天 杨涛
 S0740517010001 S0740516080005
 021-20315190 021-20315167
 xiatian@r.qlzq.com.cn yangtao@r.qlzq.com.cn
 2017年01月22日

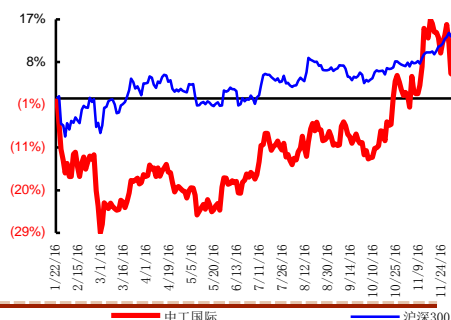
基本状况

总股本(百万股)	928
流通股本(百万股)	920
市价(元)	22.2
市值(百万元)	20,596
流通市值(百万元)	20,432

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,532.8	8,119.9	9,337.9	10,832.	12,456.
营业收入增速	3.22%	-14.8%	15.00%	16.00%	15.00%
归属于母公司的净利润	866.8	1,050.9	1,342.7	1,607.4	1,926.0
净利润增长率	20.64%	21.24%	27.77%	19.72%	19.82%
摊薄每股收益(元)	0.93	1.13	1.45	1.73	2.08
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	23.76	19.60	15.34	12.81	10.69
PEG	0.98	0.89	0.73	0.53	0.48
每股净资产(元)	5.64	6.42	8.04	9.39	11.01
每股现金流量	0.53	1.76	1.00	3.12	2.21
净资产收益率	16.56%	17.65%	17.99%	18.44%	18.86%
市净率	3.93	3.46	2.76	2.36	2.02
总股本(百万股)	773.74	773.42	927.78	927.78	927.78

股价与行业-市场走势对比

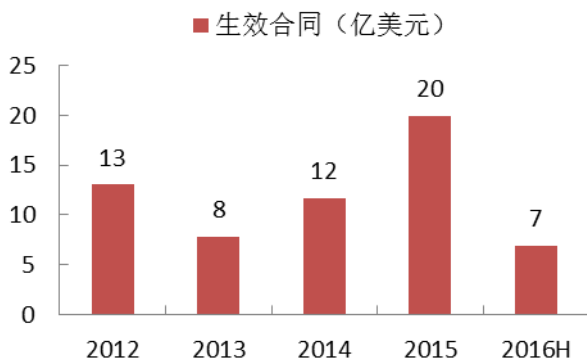


备注: 市场预测取 聚源一致预期

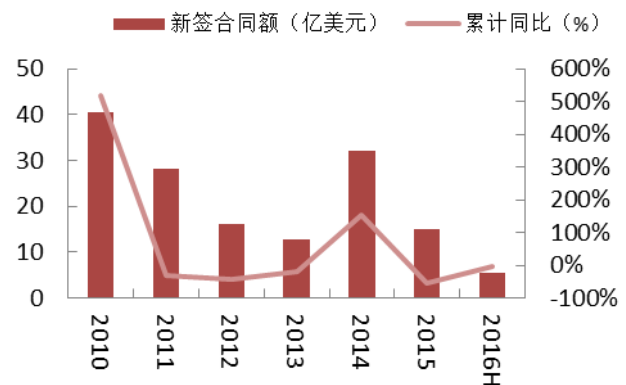
投资要点

- **事项:** 公司公告 2016 年 12 月 8 日签署伊朗中东矿业设备供货项目一期、二期商务合同, 共计 15.1 亿元, 合同总工期 24 个月, 为公司 2015 年收入的 18.6%。1 月 20 日已收到交易对方发来的信用证, 合同正式生效。
- **新签订单显著改善, 在手订单充足, 为业绩提供坚实保障。** 包括本次公告, 公司 2016 年累计公告国外重大合同合计 15.65 亿美元 (按汇率 6.9 计算, 约合人民币 108 亿元), 新签国内合同 13.16 亿元, 合计 121 亿元, 占公司去年收入的 149%, 新签订单显著改善。公告 2015 年累计生效订单为 19.93 亿美元, 同比增长 70.5%, 2016 年公告生效 8.42 亿美元; 截止至今年 6 月 30 日, 在手订单 80.48 亿美元, 是 2015 年收入的 6.6 倍。
- **水务 PPP 项目实现突破, 技术优势与央企背景打造全新增长极。** 公司公告作为联合体牵头方中标吉首市小型农田水利、中小型水库建设 PPP 项目, 项目金额 8.87 亿元, 该项目是公司国内水务领域 PPP 项目首单, 具备里程碑意义。公司通过收购沃特尔、设立中工水务、成立中工武大, 整合旗下优质资源开拓独立水务环保平台, 具备核心技术与央企背景, 未来有望在国内水务环保 PPP 领域继续取得重大突破, 打造海外工程业务外的全新增长极。
- **受益于人民币兑美元贬值, 业绩有望加速。** 2016 年人民币兑美元累计贬值幅度达 7%, 贬值产生的汇兑收益将对业绩形成显著贡献, 有望促全年业绩加速。假设公司期末在手美元货币性净资产较中期不变 (8.6 亿美元), 12 月 31 日美元兑人民币汇率为 6.95, 则全年产生汇兑收益为 3.9 亿元, 占去年归母净利润的 37%。公司前三季度业绩增长 23%, 收入增速由负转正, 显示项目进展加快。全年业绩预增 10%-40%, 较前次业绩预告上下限均增加 10 个 pct, 呈明显加速趋势。

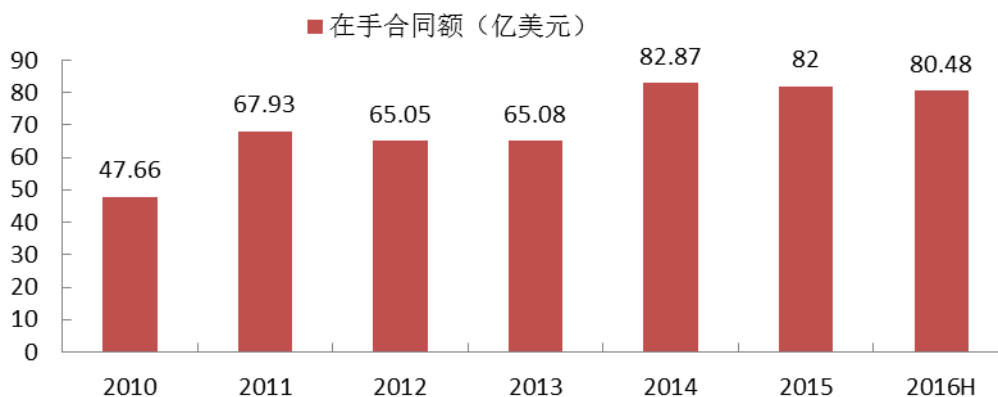
- **一带一路战略信心显著增强，基本面持续向上。**十八届六中全会确立“新核心”，习近平主席近期在达沃斯论坛宣布，今年5月中国将在北京主办“一带一路”国际合作高峰论坛，一带一路战略信心显著增强。2016年1-12月我国企业在“一带一路”沿线61个国家新签合同额1260.3亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的51.6%，同比增长36%，表现亮眼。公司作为海外工程龙头企业之一将显著受益，预计后续新签和生效项目饱满。
- **投资建议：**我们预计2016/2017/2018年EPS分别为1.45/1.74/2.08元。当前股价对应PE分别为15/13/11倍，目标价至29元（对应2016年20倍PE），“买入”评级。
- **风险提示：**汇率大幅波动，国际业务经营风险，水处理开拓低于预期风险。

图表 1：公司生效合同额


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司新签合同额


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司在手合同额


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：公司财务报表预测

利润表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,532.9	8,119.9	9,337.9	10,832.0	12,456.8	成长性					
减：营业成本	7,870.6	6,416.1	7,386.3	8,568.1	9,849.9	营业收入增长率	3.2%	-14.8%	15.0%	16.0%	15.0%
营业税费	6.6	7.3	7.4	8.6	10.3	营业利润增长率	7.9%	14.0%	39.0%	18.7%	19.7%
销售费用	347.3	254.0	289.5	335.8	373.7	净利润增长率	20.6%	21.2%	27.8%	19.7%	19.8%
管理费用	295.1	309.7	310.0	346.6	386.2	EBITDA增长率	-7.9%	-6.2%	43.4%	22.0%	20.1%
财务费用	-170.1	-358.6	-381.3	-379.9	-417.2	EBIT增长率	-9.4%	-6.9%	55.0%	25.1%	22.3%
资产减值损失	172.6	402.4	160.0	100.0	90.0	NOPLAT增长率	-12.1%	5.4%	42.2%	23.6%	23.8%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.1%	23.8%	3.0%	56.8%	13.7%
投资和汇兑收益	-54.1	1.5	-50.0	-53.0	-10.0	净资产增长率	10.1%	12.1%	22.2%	14.3%	15.3%
营业利润	956.6	1,090.6	1,516.1	1,799.8	2,154.0	利润率					
加：营业外净收支	11.5	-0.2	0.3	7.8	10.2	毛利率	17.4%	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%
利润总额	968.2	1,090.4	1,516.4	1,807.6	2,164.2	营业利润率	10.0%	13.4%	16.2%	16.6%	17.3%
减：所得税	195.0	104.1	257.8	325.4	367.9	净利率	9.1%	12.9%	14.4%	14.8%	15.5%
净利润	866.8	1,050.9	1,342.7	1,607.4	1,926.0	EBITDA/营业收入	10.1%	11.1%	13.9%	14.6%	15.2%
资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT/营业收入	8.3%	9.0%	12.2%	13.1%	13.9%
货币资金	8,934.0	8,991.7	10,231.7	13,060.9	15,058.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	46	58	52	41	31
应收账款	3,802.1	4,752.8	2,313.5	6,618.3	4,322.4	流动营业资本周转天数	-172	-203	-185	-184	-190
应收票据	1.9	9.6	4.1	12.0	6.1	流动资产周转天数	547	714	626	651	685
预付账款	640.8	623.2	1,247.8	677.0	1,539.1	应收账款周转天数	119	190	136	148	158
存货	1,754.0	2,641.9	1,602.1	3,351.5	2,682.8	存货周转天数	71	97	82	82	87
其他流动资产	57.9	0.1	43.2	33.7	25.7	总资产周转天数	650	837	729	734	752
可供出售金融资产	186.0	436.8	249.8	290.9	325.8	投资资本周转天数	-98	-117	-114	-129	-146
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	304.4	83.5	83.5	83.5	83.5	ROE	16.6%	17.7%	18.0%	18.4%	18.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	5.0%	7.0%	5.7%	6.9%
固定资产	1,186.7	1,417.4	1,285.2	1,152.9	1,020.6	ROIC	-22.1%	-28.0%	-32.2%	-38.7%	-30.5%
在建工程	84.9	27.6	27.6	27.6	27.6	费用率					
无形资产	245.3	280.7	254.0	227.4	200.7	销售费用率	3.6%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%
其他非流动资产	702.1	575.0	659.9	627.8	617.5	管理费用率	3.1%	3.8%	3.3%	3.2%	3.1%
资产总额	17,900.0	19,840.4	18,002.3	26,163.4	25,910.1	财务费用率	-1.8%	-4.4%	-4.1%	-3.5%	-3.3%
短期债务	1,371.1	48.3	-	-	-	三费/营业收入	5.0%	2.5%	2.3%	2.8%	2.8%
应付账款	7,061.0	7,450.2	5,604.6	10,587.9	8,845.8	偿债能力					
应付票据	0.6	17.2	3.5	7.4	9.0	资产负债率	67.9%	67.6%	56.3%	65.6%	60.0%
其他流动负债	3,517.9	5,426.8	4,377.1	6,428.4	6,545.8	负债权益比	211.9%	208.2%	128.8%	190.8%	149.9%
长期借款	58.3	333.2	-	-	-	流动比率	1.27	1.32	1.55	1.40	1.53
其他非流动负债	151.7	128.1	149.2	143.0	140.1	速动比率	1.12	1.11	1.39	1.20	1.36
负债总额	12,160.6	13,403.8	10,134.5	17,166.7	15,540.8	利息保障倍数	-4.63	-2.04	-2.98	-3.74	-4.16
少数股东权益	504.8	484.4	404.5	281.4	154.5	分红指标					
股本	773.7	773.4	927.8	927.8	927.8	DPS(元)	0.25	0.25	0.36	0.43	0.50
留存收益	4,732.4	5,563.3	6,535.6	7,787.6	9,287.0	分红比率	26.8%	22.1%	25.2%	24.7%	24.0%
股东权益	5,739.4	6,436.6	7,867.9	8,996.8	10,369.3	股息收益率	1.1%	1.1%	1.6%	1.9%	2.2%
现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	773.1	986.3	1,342.7	1,607.4	1,926.0	EPS(元)	0.93	1.13	1.45	1.73	2.08
加：折旧和摊销	179.0	174.7	159.0	159.0	159.0	BVPS(元)	5.64	6.42	8.04	9.39	11.01
资产减值准备	172.6	402.4	-	-	-	PE(X)	23.8	19.6	15.3	12.8	10.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.5	2.8	2.4	2.0
财务费用	70.4	-66.2	-381.3	-379.9	-417.2	P/PCF	17.2	36.3	19.6	6.2	8.0
投资收益	54.1	-1.5	50.0	53.0	10.0	P/S	2.2	2.5	2.2	1.9	1.7
少数股东损益	-93.6	-64.6	-84.1	-125.2	-129.7	EV/EBITDA	14.1	11.9	7.8	4.5	2.6
营运资金的变动	-845.9	147.1	-154.4	1,582.8	500.2	CAGR(%)	24.2%	22.1%	21.1%	24.2%	22.1%
经营活动产生现金	408.9	1,365.0	931.9	2,897.1	2,048.2	PEG	1.0	0.9	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金	-220.8	-250.0	137.0	-94.1	-45.0	ROIC/WACC	-2.1	-2.7	-3.1	-3.7	-2.9
融资活动产生现金	730.2	-1,251.8	171.0	26.2	-5.8	REP	2.7	1.4	1.1	0.4	0.3

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。