

中工国际(002051)/专业工程

股权激励划定稳健增长目标

评级：买入(维持)

市场价格：20.14

目标价格：27.8

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email: xiatian@r.qizq.com.cn

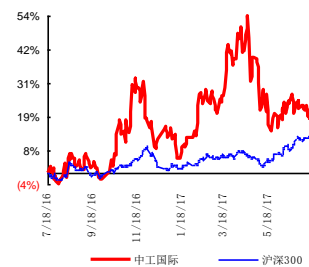
联系人：程龙戈

电话：021-20315190

Email: chenglg@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,113
流通股本(百万股)	1,108
市价(元)	20.14
市值(百万元)	22,411
流通市值(百万元)	22,313

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 营收显著加速，业绩稳健符合预期
- 2 斩获芬兰大单，一带一路龙头加速向前
- 3 业绩稳健增长预期明确，新签订单快速增长

公司盈利预测及估值

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8,119.94	8,066.15	9,518.06	11,040.9	12,752.3
增长率 yoy%	-14.82%	-0.66%	18.00%	16.00%	15.50%
净利润	1,050.9	1,279.6	1,550.1	1,790.2	2,064.3
增长率 yoy%	21.24%	21.77%	21.14%	15.49%	15.31%
每股收益(元)	0.94	1.15	1.39	1.61	1.86
每股现金流量	1.76	-0.86	4.31	-0.20	4.42
净资产收益率	17.7%	17.9%	17.6%	17.5%	17.5%
P/E	21.33	17.51	14.46	12.52	10.86
PEG	1.09	1.08	0.63	0.64	0.67
P/B	3.77	3.14	2.55	2.19	1.90

备注：

投资要点

- **事项：**公司公告股票期权激励计划(草案)，拟向激励对象授予2142万份股票期权，约占本激励计划签署时公司股本总额的1.925%，行权价20.84元。激励对象包括公司董事高管、核心骨干等共计300人，其中7名董事高管获授149.5万份，占比约7%；其余293名核心骨干获授1992.5万份，占比93%。行权期为：授予日起满24个月后，激励对象应在未来36个月内分三期等额行权(即假设2017年授予，则应在2019年起后三年内行权)。三期行权条件分别为以2016年为基准年，2018/2019/2020年扣非净利润复合增长率不低于15%，且每年ROE不低于12%；且上述指标都不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；同时，完成国机集团下达的EVA指标。
- **激励草案划定2016-2020年业绩CAGR=15%的稳健增长目标。**公司在2014年公告限制性股票激励计划，向241名激励对象授予限制性股票909万股，授予价格为7.625元，解锁业绩考核条件为2015-2017年业绩相对2013年为基数复合增长不低于19%等，目前还有最后一个解锁期。公司2013-2016年业绩CAGR为21.2%，完成考核情况良好。此次激励草案如成功实施，将继续绑定高管、骨干与股东的利益，提升管理效率，形成长达四年15%复合增速的考核期(2016-2020年)，划定中长期稳健增长目标。
- **在手订单充裕，后续新签及生效趋势良好。**公司公告2016年海外业务新签合同额19.77亿美元，同比增长32.6%；生效合同额9.46亿美元，同比减少52.53%(15年基数高)；国内业务取得重大突破，新签合同额10.63亿元人民币。当前在手海外订单约88亿美金，是2016年收入的7.5倍(达近年来新高)，为业绩提供坚实保障。一带一路战略持续推进，公司作为海外工程龙头企业之一有望显著受益，预计后续新签和生效项目饱满。公告成立中投中工丝路产业投资基金、丝维林浆产业基金、中白产业投资基金等融资平台，实施产融结合，多方筹措资金，加速国内外并购及海外基础设施PPP项目落地。
- **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。
- **投资建议：**我们预计2017-2019年EPS分别为1.39/1.61/1.86元，当前股价对应PE分别为14.5/12.5/10.9倍，目标价为27.8元(对应2017年20倍PE)，“买入”评级。
- **风险提示：**股权激励草案未获得国资委/股东大会通过风险，项目进展不达预期风险，海外业务经营风险，汇率波动风险。

图表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,119.9	8,066.2	9,518.1	11,041.0	12,752.3	成长性					
减: 营业成本	6,416.1	6,309.8	7,519.3	8,689.2	9,997.8	营业收入增长率	-14.8%	-0.7%	18.0%	16.0%	15.5%
营业税费	7.3	8.0	8.2	10.1	11.8	营业利润增长率	14.0%	33.0%	16.6%	17.3%	14.1%
销售费用	254.0	307.1	323.6	331.2	382.6	净利润增长率	21.2%	21.8%	21.1%	15.5%	15.3%
管理费用	309.7	326.4	361.7	331.2	382.6	EBITDA增长率	-6.2%	39.6%	23.5%	20.2%	14.4%
财务费用	-358.6	-348.9	-284.7	-262.7	-273.4	EBIT增长率	-6.9%	50.4%	27.6%	22.3%	15.6%
资产减值损失	402.4	8.3	-100.0	-20.0	10.0	NOPLAT增长率	5.4%	42.0%	27.0%	22.3%	15.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.8%	-73.3%	484.8%	-36.5%	112.2%
投资和汇兑收益	1.5	-5.6	-	20.0	20.0	净资产增长率	12.1%	18.5%	20.5%	14.4%	13.6%
营业利润	1,090.6	1,449.9	1,690.0	1,981.8	2,261.0	利润率					
加: 营业外净收支	-0.2	-8.1	6.1	5.3	13.0	毛利率	21.0%	21.8%	21.0%	21.3%	21.6%
利润总额	1,090.4	1,441.9	1,696.1	1,987.1	2,274.0	营业利润率	13.4%	18.0%	17.8%	17.9%	17.7%
减: 所得税	104.1	210.3	254.4	298.1	341.1	净利润率	12.9%	15.9%	16.3%	16.2%	16.2%
净利润	1,050.9	1,279.6	1,550.1	1,790.2	2,064.3	EBITDA/营业收入	11.1%	15.6%	16.3%	16.9%	16.8%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	9.0%	13.7%	14.8%	15.6%	15.6%
货币资金	8,991.7	8,037.0	12,941.4	12,577.4	17,284.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	58	68	59	47	37
应收账款	4,752.8	4,362.6	4,670.3	6,859.0	6,417.6	流动营业资本周转天数	-203	-172	-178	-184	-177
应收票据	9.6	8.5	8.1	11.9	12.8	流动资产周转天数	714	730	697	737	744
预付账款	623.2	967.1	718.9	1,231.2	1,103.9	应收账款周转天数	190	203	171	188	187
存货	2,641.9	2,063.4	2,712.7	3,271.3	3,625.7	存货周转天数	97	105	90	98	97
其他流动资产	0.1	256.8	104.9	120.6	160.8	总资产周转天数	837	862	811	832	821
可供出售金融资产	436.8	503.3	375.4	438.5	439.1	投资资本周转天数	-117	-83	-101	-122	-128
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	83.5	117.0	117.0	117.0	117.0	ROE	17.7%	17.9%	17.6%	17.5%	17.5%
投资性房地产	-	161.9	161.9	161.9	161.9	ROA	5.0%	6.6%	6.0%	6.3%	6.2%
固定资产	1,417.4	1,623.2	1,500.4	1,377.6	1,254.8	ROIC	-28.0%	-32.2%	-152.8%	-32.0%	-58.2%
在建工程	27.6	13.7	13.7	13.7	13.7	费用率					
无形资产	280.7	301.0	273.1	245.2	217.2	销售费用率	3.1%	3.8%	3.4%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	575.0	370.1	519.7	473.5	448.8	管理费用率	3.8%	4.0%	3.8%	3.0%	3.0%
资产总额	19,840.4	18,785.6	24,117.5	26,898.7	31,258.0	财务费用率	-4.4%	-4.3%	-3.0%	-2.4%	-2.1%
短期债务	48.3	47.0	-	-	-	三费/营业收入	2.5%	3.5%	4.2%	3.6%	3.9%
应付账款	7,450.2	6,181.9	9,013.6	9,648.1	11,444.0	偿债能力					
应付票据	17.2	0.7	13.5	8.2	15.9	资产负债率	67.6%	59.4%	61.9%	60.9%	61.8%
其他流动负债	5,426.8	4,351.6	5,744.4	6,570.0	7,687.5	负债权益比	208.2%	146.4%	162.6%	156.0%	161.9%
长期借款	333.2	375.9	-	-	-	流动比率	1.32	1.48	1.43	1.48	1.49
其他非流动负债	128.1	204.2	161.3	164.6	176.7	速动比率	1.11	1.29	1.25	1.28	1.30
负债总额	13,403.8	11,161.3	14,932.8	16,390.8	19,324.1	利息保障倍数	-2.04	-3.16	-4.94	-6.54	-7.27
少数股东权益	484.4	485.2	382.2	282.8	154.3	分红指标					
股本	773.4	927.8	1,112.8	1,112.8	1,112.8	DPS(元)	0.21	0.29	0.34	0.39	0.46
留存收益	5,563.3	6,466.0	7,689.7	9,112.3	10,666.8	分红比率	22.1%	25.4%	24.7%	24.1%	24.7%
股东权益	6,436.6	7,624.3	9,184.7	10,507.8	11,933.9	股息收益率	1.0%	1.4%	1.7%	1.9%	2.3%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	986.3	1,231.6	1,550.1	1,790.2	2,064.3	EPS(元)	0.94	1.15	1.39	1.61	1.86
加: 折旧和摊销	174.7	164.1	150.7	150.7	150.7	BVPS(元)	5.35	6.42	7.91	9.19	10.59
资产减值准备	402.4	8.3	-	-	-	PE(X)	21.3	17.5	14.5	12.5	10.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.1	2.5	2.2	1.9
财务费用	-66.2	-165.4	-284.7	-262.7	-273.4	P/FCF	39.5	-27.4	4.6	187.0	4.2
投资收益	-1.5	5.6	-	-20.0	-20.0	P/S	2.8	2.8	2.4	2.0	1.8
少数股东损益	-64.6	-48.0	-108.4	-101.1	-131.4	EV/EBITDA	11.9	10.6	5.8	5.0	2.1
营运资金的变动	147.1	-2,017.2	3,491.8	-1,775.9	3,130.7	CAGR(%)	19.6%	16.2%	23.1%	19.6%	16.2%
经营活动产生现金	1,365.0	-796.0	4,799.5	-218.9	4,920.9	PEG	1.1	1.1	0.6	0.6	0.7
投资活动产生现金	-250.0	-119.1	128.0	-43.1	19.4	ROIC/WACC	-2.7	-3.1	-14.6	-3.0	-5.5
融资活动产生现金	-1,251.8	-226.1	-23.1	-102.0	-233.1	REP	1.4	5.6	0.1	1.1	0.1

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

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。