

# 中工国际 (002051)

证券研究报告

2017年07月18日

## 股权激励助推业绩成长，乘风“一带一路”订单有望持续提升

公司近期发布若干重要公告。7月17日，公司公告股票期权激励计划草案，拟向部分高管及其他核心业务、技术骨干人员等共计300人授予2,142万份股票期权，约占目前总股本的1.93%；7月18日，公司公告与肯尼亚能源与石油部签署了肯尼亚伊西奥洛至加里萨输变电项目商务合同，合同金额约8.9亿元人民币，工期24个月，为16年营收11.02%。

### 股票期权激励覆盖范围扩大，稳健考核指标推动公司持续增长

公司公布股票期权激励计划草案，拟向部分高管及其他核心业务、技术骨干人员等共计300人授予2,142万份股票期权，约占目前总股本的1.925%，行权价格20.84元。相比14年股权激励计划，本次股票期权覆盖范围更广。此外，2018-2020年的净利润复合增长率与ROE考核目标分别为15%与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。公司是近两年里仅有的四家公布股权激励计划的央企之一，走在央企国改的前列，通过设立中长期业绩考核指标，将公司发展与高管、股东及骨干员工利益深度绑定，推动公司业绩稳定增长。我们认为随着国改推动的加速，未来这样的公司会越来越多，比如近期拟推出股权激励计划的中材国际。

### 在手订单饱满保障后续业绩释放，国内深耕水务环保PPP

7月18日公布的输变电项目合同为公司进入2017年以来公告的第四份合同，合同金额约8.9亿元人民币，工期24个月，为16年营收11.02%。公司16年在手订单总额创历史新高，达到83.21亿美元（约563.24亿人民币），叠加公司进入17年以来的公告合同累计金额约99.89亿人民币，目前在手订单额约为16年营收的8.22倍，为未来业绩的增长奠定了坚实的基础。另外，公司国内业务围绕水务环保PPP业务，拟通过水务投资平台，加快市场开发，形成新业务增长点。

### 海外乘风“一带一路”政策，未来订单生效速度有望提升

公司海外市场为东南亚、西亚非洲、中亚东欧及拉丁美洲地区，主要为“一带一路”沿线地区。作为国有对外承包工程龙头企业，公司将显著受益于“一带一路”政策利好。公司目前在手海外订单中大多附加生效条件，而五月的带路峰会中，中央对于带路相关项目的融资支持或使公司在手项目加速生效。此外，中投中工丝路产业投资基金的联合设立，促进了公司海外优质项目资源与资本端的嫁接，加强了公司的通道作用，助力海外订单落地。

### 投资建议

公司股权激励或推动公司业绩稳定增长，且在手订单充裕，未来业绩有保障；作为对外承包工程龙头国企，公司将显著受益于“一带一路”政策红利；国内深耕水务环保PPP业务，营收增量可期。预计17-19年EPS为1.39/1.67/2.01元。PE分别为16/13/11，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**海外政治风险，投资增速持续下行

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,119.94	8,066.15	10,418.99	12,882.05	16,050.86
增长率(%)	(14.82)	(0.66)	29.17	23.64	24.60
EBITDA(百万元)	902.12	1,259.72	1,559.66	1,868.33	2,321.00
净利润(百万元)	1,050.87	1,279.61	1,545.93	1,861.33	2,240.43
增长率(%)	21.24	21.77	20.81	20.40	20.37
EPS(元/股)	0.94	1.15	1.39	1.67	2.01
市盈率(P/E)	23.83	19.57	16.20	13.45	11.18
市净率(P/B)	4.21	3.51	2.92	2.43	2.01
市销率(P/S)	3.08	3.10	2.40	1.94	1.56
EV/EBITDA	11.88	10.59	7.64	6.92	3.37

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	20.70元
目标价格	25.18元
上次目标价	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,112.77
流通A股股本(百万股)	1,107.92
A股总市值(百万元)	23,034.42
流通A股市值(百万元)	22,933.89
每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	57.70
一年内最高/最低(元)	31.58/18.92

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**肖文劲** 联系人  
xiaowenjin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,991.72	8,037.00	13,027.16	11,885.23	16,860.39
应收账款	4,752.81	4,362.62	7,501.23	7,592.20	12,022.76
预付账款	623.24	967.15	1,112.58	1,534.89	1,914.41
存货	2,641.89	2,063.39	4,089.65	3,743.12	6,461.92
其他	9.73	265.33	273.88	281.22	301.84
<b>流动资产合计</b>	<b>17,019.39</b>	<b>15,695.49</b>	<b>26,004.49</b>	<b>25,036.65</b>	<b>37,561.31</b>
长期股权投资	83.48	116.95	116.95	116.95	116.95
固定资产	1,417.45	1,623.16	1,614.77	1,599.24	1,576.56
在建工程	27.56	13.65	13.65	13.65	13.65
无形资产	280.74	301.03	277.63	253.77	229.45
其他	1,011.80	1,035.34	756.51	755.14	760.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,821.02</b>	<b>3,090.14</b>	<b>2,779.52</b>	<b>2,738.76</b>	<b>2,697.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,840.42</b>	<b>18,785.63</b>	<b>28,784.00</b>	<b>27,775.41</b>	<b>40,258.71</b>
短期借款	48.31	47.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7,450.16	6,181.90	11,376.53	9,732.91	15,534.97
其他	5,443.97	4,352.25	8,212.81	7,216.18	11,906.93
<b>流动负债合计</b>	<b>12,942.43</b>	<b>10,581.15</b>	<b>19,589.34</b>	<b>16,949.09</b>	<b>27,441.91</b>
长期借款	333.20	375.95	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	128.14	204.20	205.75	211.71	220.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>461.34</b>	<b>580.15</b>	<b>205.75</b>	<b>211.71</b>	<b>220.82</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,403.77</b>	<b>11,161.30</b>	<b>19,795.09</b>	<b>17,160.80</b>	<b>27,662.72</b>
少数股东权益	484.35	485.19	415.32	291.36	166.74
股本	773.42	927.77	1,112.77	1,112.77	1,112.77
资本公积	1,811.24	1,820.90	1,547.57	1,547.57	1,547.57
留存收益	5,563.28	6,465.98	7,460.82	9,210.47	11,316.47
其他	(2,195.65)	(2,075.51)	(1,547.57)	(1,547.57)	(1,547.57)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,436.64</b>	<b>7,624.33</b>	<b>8,988.91</b>	<b>10,614.61</b>	<b>12,595.99</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>19,840.42</b>	<b>18,785.63</b>	<b>28,784.00</b>	<b>27,775.41</b>	<b>40,258.71</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	986.32	1,231.60	1,545.93	1,861.33	2,240.43
折旧摊销	174.71	164.09	136.78	144.39	152.00
财务费用	(66.25)	(165.40)	(291.98)	(327.56)	(347.73)
投资损失	(1.49)	5.58	5.00	5.00	5.00
营运资金变动	147.14	(2,017.16)	3,746.88	(2,808.22)	2,946.43
其它	124.52	(14.70)	(87.28)	(123.96)	(124.62)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,364.96</b>	<b>(796.00)</b>	<b>5,055.33</b>	<b>(1,249.02)</b>	<b>4,871.50</b>
资本支出	149.65	307.64	103.45	99.04	95.90
长期投资	(220.97)	33.47	0.00	0.00	0.00
其他	(178.66)	(460.22)	59.88	(209.04)	(205.90)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(249.98)</b>	<b>(119.10)</b>	<b>163.33</b>	<b>(110.00)</b>	<b>(110.00)</b>
债权融资	390.67	434.54	9.55	10.10	10.41
股权融资	259.96	646.10	275.23	330.18	350.39
其他	(1,902.44)	(1,306.76)	(513.28)	(123.19)	(147.15)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,251.80)</b>	<b>(226.12)</b>	<b>(228.51)</b>	<b>217.09</b>	<b>213.65</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	196.14	203.00	204.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(136.83)</b>	<b>(1,141.22)</b>	<b>5,186.29</b>	<b>(938.93)</b>	<b>5,179.16</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>8,119.94</b>	<b>8,066.15</b>	<b>10,418.99</b>	<b>12,882.05</b>	<b>16,050.86</b>
营业成本	6,416.07	6,309.77	8,188.95	10,130.95	12,655.04
营业税金及附加	7.33	7.98	10.42	12.88	16.05
营业费用	253.97	307.06	385.50	489.52	526.47
管理费用	309.71	326.42	424.85	540.50	702.41
财务费用	(358.56)	(348.90)	(291.98)	(327.56)	(347.73)
资产减值损失	402.36	8.30	177.55	182.26	180.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.49	(5.58)	191.14	198.00	199.00
其他	(2.99)	11.15	(382.28)	(396.00)	(398.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,090.55</b>	<b>1,449.94</b>	<b>1,714.85</b>	<b>2,051.50</b>	<b>2,516.73</b>
营业外收入	3.41	5.67	5.06	5.37	5.21
营业外支出	3.59	13.73	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>1,090.38</b>	<b>1,441.88</b>	<b>1,709.91</b>	<b>2,046.87</b>	<b>2,511.94</b>
所得税	104.06	210.28	251.26	309.49	396.14
<b>净利润</b>	<b>986.32</b>	<b>1,231.60</b>	<b>1,458.65</b>	<b>1,737.38</b>	<b>2,115.80</b>
少数股东损益	(64.55)	(48.01)	(87.28)	(123.96)	(124.62)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,050.87</b>	<b>1,279.61</b>	<b>1,545.93</b>	<b>1,861.33</b>	<b>2,240.43</b>
每股收益(元)	0.94	1.15	1.39	1.67	2.01

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-14.82%	-0.66%	29.17%	23.64%	24.60%
营业利润	14.00%	32.95%	18.27%	19.63%	22.68%
归属于母公司净利润	21.24%	21.77%	20.81%	20.40%	20.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.98%	21.77%	21.40%	21.36%	21.16%
净利率	12.94%	15.86%	14.84%	14.45%	13.96%
ROE	17.65%	17.92%	18.03%	18.03%	18.03%
ROIC	-28.04%	-32.16%	-155.23%	-32.13%	-102.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.56%	59.41%	68.77%	61.78%	68.71%
净负债率	27.80%	52.74%	29.92%	63.67%	41.80%
流动比率	1.32	1.48	1.33	1.48	1.37
速动比率	1.11	1.29	1.12	1.26	1.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.90	1.77	1.76	1.71	1.64
存货周转率	3.69	3.43	3.39	3.29	3.15
总资产周转率	0.43	0.42	0.44	0.46	0.47
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.94	1.15	1.39	1.67	2.01
每股经营现金流	1.23	-0.72	4.54	-1.12	4.38
每股净资产	5.35	6.42	7.70	9.28	11.17
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.83	19.57	16.20	13.45	11.18
市净率	4.21	3.51	2.92	2.43	2.01
EV/EBITDA	11.88	10.59	7.64	6.92	3.37
EV/EBIT	14.64	12.12	8.37	7.50	3.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com