

# 中工国际 (002051)

证券研究报告

2017年07月31日

## 受益“一带一路”政策红利，新签合同额大幅增长

公司发布2017年第二季度经营简报：第二季度海外、国内业务新签合同额11.71亿美元和2.34亿元，上半年累计新签合同额14.37亿美元和3.66亿元。至6月底，公司海外业务在手合同额89.53亿美元。点评如下。上半年新签海外合同额大幅增加，乘风“一带一路”获丰收

公司上半年新签海外合同额14.37亿美元，同比增长162.71%。公司在手海外订单89.53亿美元，较2016年底增长7.60%，为历年来新高，约为2016年营收的7.7倍。五月峰会的召开为带路相关项目提供了融资支持，中投中工丝路产业投资基金的设立紧密联系了海外优质项目资源与资本端。5月底合同总额折合人民币15.4亿元的尼泊尔博卡拉国际机场项目融资获得落实；公司主要在执行项目32项，包括7.70亿美元的白俄罗斯纸浆厂项目等。随着公司海外订单的加速落地，业绩释放有望提速。

### 国内切入环保水治理蓝海，技术领先打造业绩增长第二极

子公司北京沃特投入运行的“废水零排放”领域国内首个正渗透技术项目，技术水平行业领先。依托在工业废水零排放、海水淡化等领域以及中工武大在流域治理等领域的技术优势，以中工水务为平台，公司已成功打造专业的、产业链完整的大水务环保业务。2016年该子公司确认收入2.3亿元，占国内业务营收的32%。预计上半年新签国内订单中水处理合同较多。随着持续深耕水处理业务，公司有望在年均产业规模500亿元的工业废水处理领域取得不俗的市场占有率。

### 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、技术骨干等共计300人授予2142万份股票期权，约占目前总股本的1.925%，行权价格20.84元。鉴于公司是第二次实行股权激励，突破了国资委175号文关于国企首次股权激励不得超过总股本的1%的规定，大幅提高了本次股票期权的覆盖范围。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。

### 投资建议

乘风“一带一路”，公司上半年新签合同额增速明显；资金面强支持助力项目落地；环保水治理技术领先市场潜力大；股权激励持续绑定员工利益。我们看好公司的未来发展，预计2017~2019年EPS为1.39、1.67、2.01元/股，对应PE为16、13、11倍，维持“买入”评级。

### 风险提示：海外政治风险，汇率风险

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)	22.90	18.81	15.57	12.93	10.74
市净率(P/B)	4.04	3.37	2.81	2.33	1.94
市销率(P/S)	2.96	2.98	2.31	1.87	1.50
EV/EBITDA	11.88	10.59	7.02	6.40	2.95

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(维持评级)
当前价格	21.63元
目标价格	25.18元
上次目标价	25.18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)	24,069.30
流通A股市值(百万元)	23,964.25
每股净资产(元)	7.92
资产负债率(%)	57.70
一年内最高/最低(元)	31.58/19.10

### 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

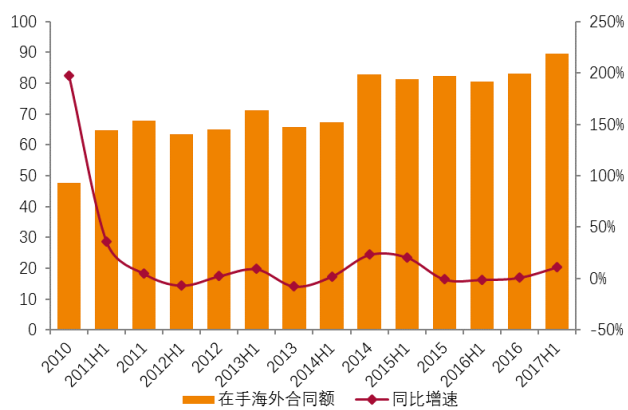


资料来源：贝格数据

### 相关报告

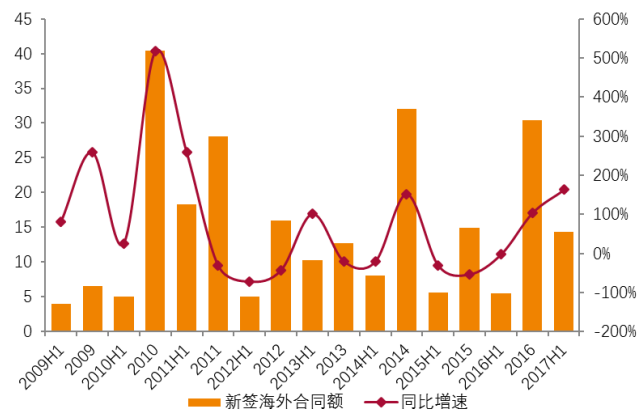
1 《中工国际-公司点评:股权激励助推业绩成长，乘风“一带一路”订单有望持续提升》2017-07-18

图 1：海外业务在手合同额(亿美元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：新签海外合同额(亿美元)



资料来源：Wind,天风证券研究所

## 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	9,210.48	11,316.48
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>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	22.90	18.81	15.57	12.93	10.74
市净率	4.04	3.37	2.81	2.33	1.94
EV/EBITDA	11.88	10.59	7.02	6.40	2.95
EV/EBIT	14.64	12.12	7.69	6.94	3.16

### 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