

受益一带一路，股权激励促增长

——中工国际（002051.SZ）2017年半年报点评

2017年8月24日

推荐/维持

中工国际

财报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554088

事件:

2017年上半年,公司实现营业收入34.88亿元,比上年同期增加28.61%;实现利润总额5.52亿元,比上年同期增长19.38%;实现归属于上市公司股东的净利润4.95亿元,比上年同期增长19.61%。

公司分季度财务指标

指标	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入(百万元)	3337.47	1297.81	1414.00	2282.47	3071.87	1497.51	1990.05
增长率(%)	1.29%	4.06%	-5.13%	11.63%	-7.96%	15.39%	40.74%
毛利率(%)	24.01%	25.79%	13.77%	16.73%	27.51%	21.62%	32.80%
期间费用率(%)	1.14%	11.65%	-0.95%	5.18%	0.93%	13.41%	16.27%
营业利润率(%)	16.68%	14.19%	19.40%	15.41%	20.82%	14.03%	16.98%
净利润(百万元)	444.29	152.31	225.96	289.93	563.40	175.51	281.92
增长率(%)	378.47%	16.47%	23.21%	27.24%	26.81%	15.23%	24.77%
每股盈利(季度,元)	0.611	0.211	0.270	0.321	0.612	0.214	0.266
资产负债率(%)	67.56%	66.22%	65.72%	63.02%	59.41%	57.70%	56.48%
净资产收益率(%)	6.90%	2.29%	3.39%	4.16%	7.39%	2.25%	3.63%
总资产收益率(%)	2.24%	0.77%	1.16%	1.54%	3.00%	0.95%	1.58%

观点:

- **工程承包稳定增长,贸易业务大幅增加。**截止到2017年上半年公司累计完成合同额672.8亿美元,同比增长1.9%。公司本期工程承包业务营业收入为27.77亿元,占比下降至79.61%,同比增长11.33%。贸易业务利用公司广阔的销售网络,主打核心产品和重点市场,非转基因粮油、冻肉、饲料等农产品的销量上升,使得本期国内外贸易业务营业收入达到6.84亿元,占比上升至19.61%,大幅增加295.76%。本期境外业务占比上升2.43%至93.43%,同比增加32.04%。
- **毛利率上升,费用率拖累净利率下降。**上半年公司的综合毛利率为28%,同比增加8.48%。由于结算项目多,结算利润丰厚,使得工程承包业务的毛利率同比上升15.20%至33.58%。但国内外贸易业务量大幅增加的情况下,毛利率同比下降12.61%。本期由于市场开拓与人民币对美元升值引起汇兑损失的增加,三费率上升9.96%至15.04%。由于报告期内公司收回委内瑞拉项目的部分应收账款,冲回已提坏账准备,本期资产减值损失为-0.99亿元,同比降低69.66%。最终净利率小幅下降0.13%至13.12%。
- **新签合同高增长,海外市场开拓有力。**随着“一带一路”战略的实施,2017上半年公司国内业务新签合同

同额累计为3.66亿元，海外业务新签合同额累计为14.37亿美元，较去年同期增长162.7%。截至6月底，海外业务在手合同余额为89.53亿美元。积极推动已签约项目的生效，累计生效合同额6.9亿美元。并于7月公司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。合同金额约合8.89亿元人民币，为公司2016年营业总收入80.67亿元的11.02%。

- **紧随一带一路战略，积极促进“三相联动”。**上半年，公司发布公告拟与瑞典林浆产业公司共同出资设立丝维林浆产业基金管理公司，促进浆纸林领域的发展；拟与参股公司中投中工共同发起设立中投中工丝路产业投资基金，促进公司转型升级；全资子公司中工香港拟以自有资金出资1,000万美元认购中白产业投资基金，完善中白工业园的功能性的需要；公司拟出资约2.3万元人民币设立中工国际俄罗斯有限公司，提升在俄罗斯的项目执行能力；公司拟以现金出资5,000万元人民币设立中工海达电子商务有限公司，致力于提供全球一站式工程物资集中供应服务；中工投资拟联合控股子公司中工武大、北京中投中工丝路产业投资基金、中投中工丝路投资基金管理共同发起设立中工武大城市发展合伙企业，进一步推进PPP模式。
- **股权激励计划激发公司管理发展动力。**公司2017年业务发展的目标是力争完成2017年相对应的限制性股票激励计划业绩考核目标，即较2013年净利润复合增长率不低于19%。2017年7月公司公布了新一期股权激励计划，本次将以20.84元授予总股本1.925%的限制性股票。解锁条件为以2016年为基准年，2018/2019/2020年净利润复合增长率均不得低于15%；ROE不低于12%。授予对象共计300人，有利于调动员工积极性。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2017到2019年公司的每股收益1.41元、1.60元和1.79元，以收盘价20.82元计算，对应的动态PE为15倍、13倍和12倍，考虑到公司作为海外工程承包业务的龙头企业之一，受益于一带一路政策；公司订单充足，业绩稳定，股权激励发挥管理层和核心人员的潜力，维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**订单生效不及预期、业务模式风险和汇率波动风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	17019.39	15695.	20567.04	23064.57	25891.4	营业收入	8119.94	8066.15	10671.31	11843.51	13162.37
货币资金	8991.72	8037.0	10564.59	11725.08	13030.7	营业成本	6416.07	6309.77	7998.34	8804.70	9782.60
应收账款	4404.39	4119.3	5437.98	6035.33	6707.40	营业税金及	7.33	7.98	10.67	11.84	13.16
其他应收款	348.41	243.25	321.82	357.17	396.94	营业费用	253.97	307.06	408.71	453.61	504.12
预付款项	623.24	967.15	1367.06	1807.30	2296.43	管理费用	309.71	326.42	432.19	479.66	533.08
存货	2641.89	2063.3	2607.68	2870.57	3189.40	财务费用	(358.56)	(348.90)	23.95	55.91	53.67
其他流动资产	0.09	256.80	256.80	256.80	256.80	资产减值损	402.36	8.30	8.30	8.30	8.30
非流动资产合	2821.02	3090.1	3093.94	3116.11	3145.84	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	83.48	116.95	117.00	117.00	117.00	投资净收益	1.49	(5.58)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
固定资产	1417.45	1623.1	1632.70	1645.39	1663.93	营业利润	1090.55	1449.94	1783.14	2023.49	2261.44
无形资产	278.53	291.07	303.97	316.86	329.75	营业外收入	3.41	5.67	5.70	5.70	5.70
其他非流动资	184.34	6.91	6.91	6.91	6.91	营业外支出	3.59	13.73	13.70	13.70	13.70
资产总计	19840.42	18785.	23660.98	26180.68	29037.2	利润总额	1090.38	1441.88	1775.14	2015.49	2253.44
流动负债合计	12942.43	10581.	13676.80	14440.33	15338.4	所得税	104.06	210.28	266.27	302.32	338.02
短期借款	48.31	47.00	1670.64	1689.67	1684.92	净利润	986.32	1231.60	1508.87	1713.17	1915.43
应付账款	7267.57	5913.3	7384.77	8129.27	9032.15	少数股东损	(64.55)	(48.01)	(60.35)	(68.53)	(76.62)
预收款项	5235.11	4120.7	4120.76	4120.76	4120.76	归属母公司	1050.87	1279.61	1569.22	1781.69	1992.04
一年内到期的	9.16	11.59	12.00	12.00	12.00	EBITDA	902.12	1259.72	1952.06	2230.84	2473.63
非流动负债合	461.34	580.15	623.64	666.64	709.64	EPS (元)	1.36	1.38	1.41	1.60	1.79
长期借款	333.20	375.95	418.95	461.95	504.95	主要财务					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	13403.77	11161.	14300.44	15106.97	16048.1	成长能力					
少数股东权益	484.35	485.19	424.84	356.31	279.69	营业收入增	-14.82%	-0.66%	32.30%	10.98%	11.14%
实收资本(或	773.42	927.77	1112.77	1112.77	1112.77	营业利润增	14.00%	32.95%	22.98%	13.48%	11.76%
资本公积	1811.24	1820.9	1820.90	1820.90	1820.90	归属于母公	21.24%	21.77%	22.63%	13.54%	11.81%
未分配利润	3095.50	3846.9	5243.52	6829.23	8602.15	获利能力					
归属母公司股	5952.29	7139.1	9147.98	10929.67	12921.7	毛利率(%)	20.98%	21.77%	25.05%	25.66%	25.68%
负债和所有者	19840.42	18785.	23660.98	26180.68	29037.2	净利率(%)	12.94%	15.86%	14.71%	15.04%	15.13%
现金流量	单位: 百万元					总资产净利	4.97%	6.56%	6.32%	6.49%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17.65%	17.92%	17.15%	16.30%	15.42%
经营活动现金	1364.96	(796.0)	832.16	1342.2	1523.63	偿债能力					
净利润	986.32	1231.6	1508.87	1713.1	1915.43	资产负债率	67.56%	59.41%	59.90%	57.24%	54.87%
折旧摊销	170.13	158.68	144.97	151.44	158.52	流动比率	1.32	1.48	1.50	1.60	1.69
财务费用	358.56	348.90	(23.95)	(55.91)	(53.67)	速动比率	1.11	1.29	1.31	1.40	1.48
应付账款的变	418.00	(1354.)	1471.44	744.50	902.88	营运能力					
预收账款的变	1792.01	(1114.3)	0.00	0.00	0.00	总资产周转	0.43	0.42	0.50	0.48	0.48
投资活动现金	(249.98)	(119.1)	(174.99)	(187.9)	(202.55)	应收账款周	2.01	1.89	2.23	2.06	2.07
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周	0.91	0.96	1.20	1.14	1.14
长期股权投资	(220.97)	33.47	0.05	0.00	0.00	每股指标					
投资收益	1.49	(5.58)	(6.00)	(6.00)	(6.00)	每股收益	1.36	1.38	1.41	1.60	1.79
筹资活动现金	(1251.80)	(226.1)	1870.43	6.12	(15.41)	每股净现金	(0.18)	(1.23)	2.27	1.04	1.17
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	7.70	7.69	8.22	9.82	11.61
长期借款增加	274.88	42.75	43.00	43.00	43.00	估值比率					
普通股增加	(0.32)	154.35	185.01	0.00	0.00	P/E	15.31	15.09	14.76	13.00	11.63
资本公积增加	12.09	9.66	0.00	0.00	0.00	P/B	2.71	2.71	2.53	2.12	1.79
现金净增加额	(136.83)	(1141.)	2527.59	1160.4	1305.66	EV/EBITDA	8.32	9.30	7.53	6.10	4.99

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。