

**中工国际(002051)/专业工程**
**收入快速增长, 业绩持续稳健符合预期**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 20.2

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.qlzq.com.cn

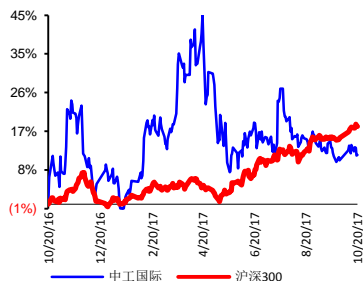
联系人: 程龙戈

电话:

Email: chenglg@r.qlzq.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)	20.2
市值(百万元)	22,478
流通市值(百万元)	22,380

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 Q2 营收大幅加速, 人民币升值导致汇兑损失增加
- 2 股权激励划定稳健增长目标
- 3 营收显著加速, 业绩稳健符合预期

**公司盈利预测及估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,119.94	8,066.15	10,324.6	11,976.6	13,833.0
增长率 yoy%	-14.82%	-0.66%	28.00%	16.00%	15.50%
净利润	1,050.9	1,279.6	1,551.1	1,790.2	2,056.0
增长率 yoy%	21.24%	21.77%	21.22%	15.41%	14.85%
每股收益(元)	0.94	1.15	1.39	1.61	1.85
每股现金流量	1.76	-0.86	3.75	2.16	2.22
净资产收益率	17.7%	17.9%	17.6%	17.5%	17.5%
P/E	21.39	17.57	14.49	12.56	10.93
PEG	1.09	1.09	0.63	0.64	0.68
P/B	3.78	3.15	2.55	2.20	1.91

备注:

**投资要点**

- **业绩稳健增长符合预期。**公司公告 2017 前三季度营业收入 62.33 亿元, 同比增长 24.8%; 归母净利润 8.53 亿元, 同比增长 19.89%, 符合预期。公司报告期内毛利率大幅上升抵消汇兑损失负面影响, 促业绩继续稳健增长。分单季看, 2017 年 Q1-Q3 单季营业收入分别同比增长 15.39%/40.74%/20.28%, 归母净利润分别同比增长 21.36%/18.46%/20.27%。公司预计 2017 年归母净利润同比增长 10%至 30%, 全年稳健增长预期较明确。
- **毛利率显著提升, 汇兑损失造成财务费用大幅增加。**1-9 月公司综合毛利率 27.59%, 较上年同期增加 9.34 个 pct, 系报告期内完工结算项目较多, 产生的结算利润较多。三项费用率 13.01%, 较上年同期提升 7.89 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.09/-0.45/+8.24 个 pct, 财务费用大幅增加主要是报告期人民币兑美元明显升值, 导致汇兑损失增加所致(本期财务费用 3.28 亿元, 去年同期为-1.49 亿元, 前后相差 4.77 亿元)。资产减值损失较上年同期增加 8767 万元, 主要系上年同期收回委内瑞拉应收账款, 冲回已提坏账准备金额较大。净利率下降 0.56 个 pct, 为 13.69%。公司经营性现金流净额-20.50 亿元, 去年同期为-15.84 亿元, 同比下降 29.4%, 主要系报告期乌兹别克 PVC 项目等多个项目正处于执行阶段, 支付的工程款较多。
- **新签合同趋势强劲, 在手订单充裕。**公司 1-9 月海外业务新签合同额 19.37 亿美元, 已接近去年全年 19.77 亿美元的体量; 国内业务新签合同额 5.09 亿元。报告期末在手海外订单约 89.03 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。
- **新一期股权激励授予完成, 划定未来持续稳健增长目标。**公司在 2014 年公告限制性股票激励计划, 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, 今年为最后一个考核期。公告新一期激励计划授予完毕, 向 300 名激励对象授予股票期权 2142 万份, 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%, 将继续绑定高管、骨干与股东的利益, 提升管理效率, 划定中长期稳健增长目标。
- **投资建议:**我们预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 15.5/17.9/20.6 亿元, EPS 分别为 1.39/1.61/1.85 元, 当前股价对应 PE 分别为 14/13/11 倍, 目标价为 27.8 元(对应 2017 年 20 倍 PE), “买入”评级。
- **风险提示:**海外业务经营风险, 人民币汇率大幅波动风险, 项目生效执行不及预期风险。

图表 1: 公司财务分析表格

单位: 百万元	2014 年	2015 年	2016 年	2016 前三季	2017 前三季度	2016 三季单季	2017 三季单季
营业收入	9,533	8,120	8,066	4,994	6,233	2,282	2,745
营业成本	7,871	6,416	6,310	4,083	4,513	1,901	2,002
毛利率	17.44%	20.98%	21.77%	18.24%	27.59%	16.73%	27.06%
销售费用	347	254	307	192	245	70	85
销售费用率	3.64%	3.13%	3.81%	3.84%	3.93%	3.09%	3.10%
管理费用	295	310	326	213	238	72	69
管理费用率	3.10%	3.81%	4.05%	4.27%	3.82%	3.16%	2.53%
财务费用	-170	-359	-349	-149	328	-24	132
财务费用率	-1.78%	-4.42%	-4.33%	-2.98%	5.26%	-1.07%	4.81%
三项费用率	4.95%	2.53%	3.53%	5.13%	13.01%	5.18%	10.44%
资产减值损失	173	402	8	-150	-63	-92	36
投资收益	-54	1	-6	8	1	-3	0
营业外收入	12	3	6	5	5	1	0
营业外支出	0	4	14	8	0	8	0
税前利润	968	1,090	1,442	808	971	345	419
所得税	195	104	210	140	159	55	65
所得税率	20.14%	9.54%	14.58%	17.27%	16.42%	15.99%	15.44%
少数股东权益占比	-12.11%	-6.54%	-3.90%	-6.52%	-5.12%	-2.86%	-1.23%
归母净利润	867	1,051	1,280	712	853	298	359
净利率	9.09%	12.94%	15.86%	14.25%	13.69%	13.07%	13.06%
摊薄 EPS (元)	0.7789	0.9444	1.1499	0.6396	0.7668	0.3214	0.3223
经营性现金流净额	409	1,365	-796	-1,584	-2,050	-857	-369
收现比	75.40%	110.48%	93.49%	88.79%	75.12%	49.48%	58.18%
付现比	84.51%	114.68%	131.26%	144.01%	139.42%	102.96%	96.51%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 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	10,324.7	11,976.6	13,833.0	成长性					
减: 营业成本	6,416.1	6,309.8	7,898.4	9,401.6	10,845.1	营业收入增长率	-14.8%	-0.7%	28.0%	16.0%	15.5%
营业税费	7.3	8.0	8.9	11.0	12.8	营业利润增长率	14.0%	33.0%	16.6%	17.2%	13.6%
销售费用	254.0	307.1	351.0	359.3	415.0	净利润增长率	21.2%	21.8%	21.2%	15.4%	14.8%
管理费用	309.7	326.4	392.3	371.3	415.0	EBITDA增长率	-6.2%	39.6%	58.7%	3.0%	12.6%
财务费用	-358.6	-348.9	157.9	-73.5	-83.7	EBIT增长率	-6.9%	50.4%	67.9%	3.2%	13.6%
资产减值损失	402.4	8.3	-170.0	-55.0	10.0	NOPLAT增长率	5.4%	42.0%	67.1%	3.2%	13.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.8%	-73.3%	348.9%	21.9%	14.8%
投资和汇兑收益	1.5	-5.6	5.0	20.0	33.0	净资产增长率	12.1%	18.5%	20.5%	14.4%	13.5%
营业利润	1,090.6	1,449.9	1,691.1	1,981.9	2,251.8	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%	23.5%	21.5%	21.6%
利润总额	1,090.4	1,441.9	1,697.3	1,987.1	2,264.8	营业利润率	13.4%	18.0%	16.4%	16.5%	16.3%
减: 所得税	104.1	210.3	254.6	298.1	339.7	净利润率	12.9%	15.9%	15.0%	14.9%	14.9%
净利润	1,050.9	1,279.6	1,551.1	1,790.2	2,056.0	EBITDA/营业收入	11.1%	15.6%	19.4%	17.2%	16.8%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	9.0%	13.7%	17.9%	15.9%	15.7%
货币资金	8,991.7	8,037.0	11,879.5	13,953.5	16,030.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	58	68	54	43	34
应收帐款	4,752.8	4,362.6	6,994.5	6,114.5	9,215.4	流动营业资本周转天数	-203	-172	-146	-174	-165
应收票据	9.6	8.5	9.5	12.1	14.7	流动资产周转天数	714	730	670	718	724
预付帐款	623.2	967.1	803.9	1,306.1	1,227.0	应收帐款周转天数	190	203	198	197	199
存货	2,641.9	2,063.4	2,953.6	3,521.2	3,960.4	存货周转天数	97	105	87	97	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	776	805	795
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	-75	-117	-120
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%	5.6%	6.1%	5.8%
固定资产	1,417.4	1,623.2	1,500.4	1,377.6	1,254.8	ROIC	-28.0%	-32.2%	-201.0%	-46.2%	-43.1%
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%	3.1%	3.0%
资产总额	19,840.4	18,785.6	25,707.0	27,855.3	33,261.5	财务费用率	-4.4%	-4.3%	1.5%	-0.6%	-0.6%
短期债务	48.3	47.0	-	-	-	三费/营业收入	2.5%	3.5%	8.7%	5.5%	5.4%
应付帐款	7,450.2	6,181.9	9,779.7	10,412.0	12,467.5	偿债能力					
应付票据	17.2	0.7	14.3	9.2	16.9	资产负债率	67.6%	59.4%	64.3%	62.3%	64.1%
其他流动负债	5,426.8	4,351.6	6,566.3	6,761.0	8,671.4	负债权益比	208.2%	146.4%	179.9%	165.1%	178.8%
长期借款	333.2	375.9	-	-	-	流动比率	1.32	1.48	1.39	1.46	1.45
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	1.21	1.25	1.26
负债总额	13,403.8	11,161.3	16,521.6	17,346.8	21,332.6	利息保障倍数	-2.04	-3.16	11.71	-25.98	-25.92
少数股东权益	484.4	485.2	382.1	282.7	154.7	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	7,690.4	9,113.1	10,661.4	分红比率	22.1%	25.4%	24.7%	24.1%	24.7%
股东权益	6,436.6	7,624.3	9,185.4	10,508.6	11,928.9	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	1,551.1	1,790.2	2,056.0	EPS(元)	0.94	1.15	1.39	1.61	1.85
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	10.58
资产减值准备	402.4	8.3	-	-	-	PE(X)	21.4	17.6	14.5	12.6	10.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.1	2.6	2.2	1.9
财务费用	-66.2	-165.4	157.9	-73.5	-83.7	P/PCF	39.6	-27.5	5.8	8.8	8.4
投资收益	-1.5	5.6	-5.0	-20.0	-33.0	P/S	2.8	2.8	2.2	1.9	1.6
少数股东损益	-64.6	-48.0	-108.5	-101.1	-130.9	EV/EBITDA	11.9	10.6	5.1	3.9	2.5
营运资金的变动	147.1	-2,017.2	2,429.2	662.1	506.5	CAGR(%)	19.6%	16.1%	23.1%	19.6%	16.1%
经营活动产生现金	1,365.0	-796.0	4,175.5	2,408.4	2,465.7	PEG	1.1	1.1	0.6	0.6	0.7
投资活动产生现金	-250.0	-119.1	133.0	-43.1	32.4	ROIC/WACC	-2.7	-3.1	-19.1	-4.4	-4.1
融资活动产生现金	-1,251.8	-226.1	-466.0	-291.2	-420.8	REP	1.4	5.6	0.2	0.4	0.3

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。