

中工国际 (002051)

证券研究报告

2017年10月23日

公司业绩稳健提升，在执行项目进展顺利

海外订单充足，在手合同余额超去年全年

公司 2017 前三季度新签合同额按照目前汇率计算约 133 亿人民币。海外业务作为公司主要收入来源，市场分布于东南亚、西亚非洲、中亚东欧及拉丁美洲地区，主要在“一带一路”沿线地区。海外业务中，公司前三季度新签重要合同 10 个、在手合同余额为 89.03 亿美元，较 16 年全年在手合同增长 7%，为 16 年全年营收的 7.31 倍，为未来业绩增长奠定了坚实的基础。在中投中工丝路产业投资基金的联合设立下，公司海外订单的落地加速，业绩有望进一步释放。

公司营收稳健增长，毛利率显著提升

公司 17 年前三季度营业收入 62.33 亿人民币，比去年同期增长 24.80%。三季度单季收入 27.45 亿元，同比增长 20.28%。截至 2017 年 9 月末，公司主要在执行项目 32 个，白俄罗斯纸浆厂等 3 个重大项目共计 18.57 亿美元，在执行项目进展顺利。计算得出 2017 前三季度的毛利率为 27.50%，较去年提高 9.32 个百分点，主要原因在于报告期内结算项目较多，产生的结算利润较多。

期间费用率增幅较大，净利同比增加

公司 17 年前三季度费用率 13.01%，较去年提高 7.89 个百分点。销售费用率 3.93%，基本不变。管理费用率 3.82%，虽公司管理费用同比增加 11.71%，但其增速小于营收增速，管理费用率较去年下降 0.45 个百分点。财务费用率 5.26%，较去年上升 8.24 个百分点，同比增加 320.22%，主要在于报告期内人民币升值导致公司汇兑损失增加。前三季度公司资产减值损失-6277 万元，比上年同期增加 8767 万，主要原因为公司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，今年冲回坏账较少。

前三季度，实现归属于上市公司股东的净利润 8.53 亿元，同比增速 19.89%，预计全年净利润在 14.08 亿元到 16.63 亿元之间，变动幅度在 10%到 30%之间，与半年报预测没有变化。20 日，公司审议通过将当日确定股票期权授予日，向 300 名激励对象授予约占目前总股本的 1.92%的股票期权，将对公司发展产生正向作用，降低代理人成本，有望推动公司业绩稳定提升。

投资建议

公司营收稳健增长，海外订单充足，毛利率显著提升，净利润稳定增长。“一带一路”助力公司业绩增长，股权激励带来良好的正向作用。综上，我们认为公司业绩将会继续稳定增长，维持公司“买入”评级，预计 2017-2019 年 EPS 为 1.37、1.66、1.95 元/股，对应 PE 为 15、12、10 倍。

风险提示：地缘政治风险、汇率变动风险

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	9,894.82	11,881.17	14,290.80
增长率(%)	(14.82)	(0.66)	22.67	20.07	20.28
EBITDA(百万元)	902.12	1,259.72	2,092.50	2,152.89	2,533.74
净利润(百万元)	1,050.87	1,279.61	1,529.67	1,843.05	2,174.93
增长率(%)	21.24	21.77	19.54	20.49	18.01
EPS(元/股)	0.94	1.15	1.37	1.66	1.95
市盈率(P/E)	21.39	17.57	14.69	12.20	10.34
市净率(P/B)	3.78	3.15	2.63	2.18	1.82
市销率(P/S)	2.77	2.79	2.27	1.89	1.57
EV/EBITDA	11.88	10.59	4.93	4.82	2.45

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	20.20 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)	22,478.04
流通 A 股市值(百万元)	22,379.93
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	51.67
一年内最高/最低(元)	31.58/19.02

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

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势



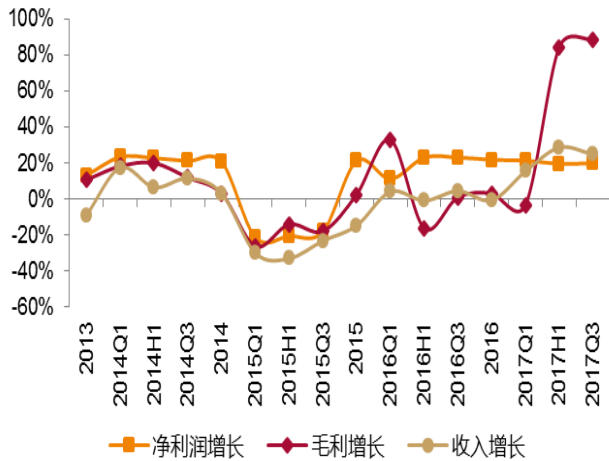
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中工国际-半年报点评:营收增速显著提升，股权激励助推业绩成长》 2017-08-24
- 《中工国际-公司点评:受益“一带一路”政策红利，新签合同额大幅增长》 2017-07-31
- 《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

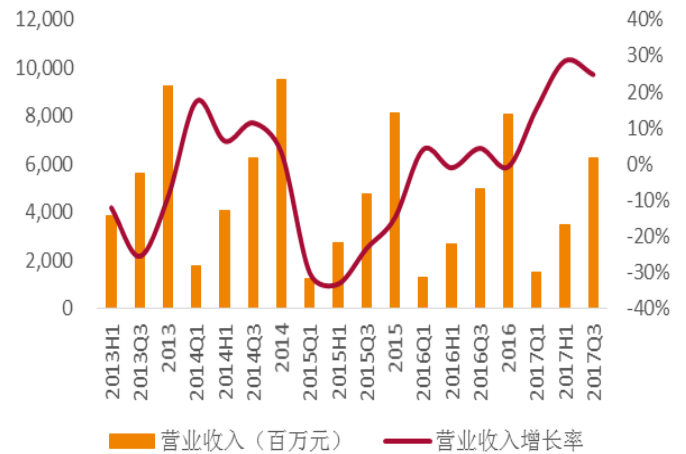


图 1：公司成长能力



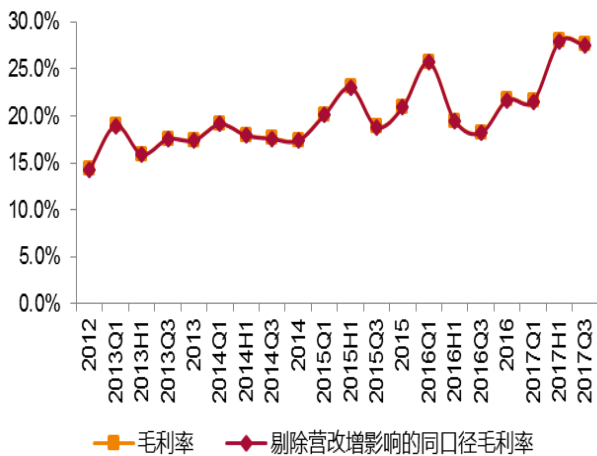
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：营业收入



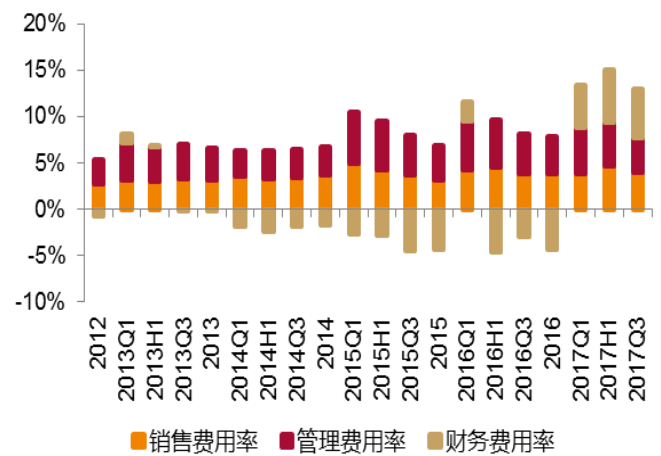
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：毛利率



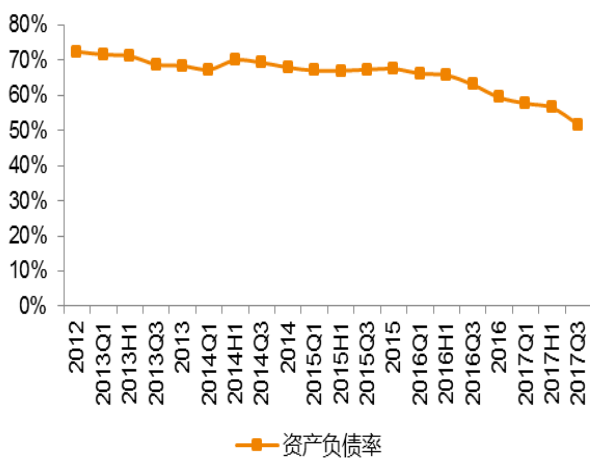
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：期间费用率



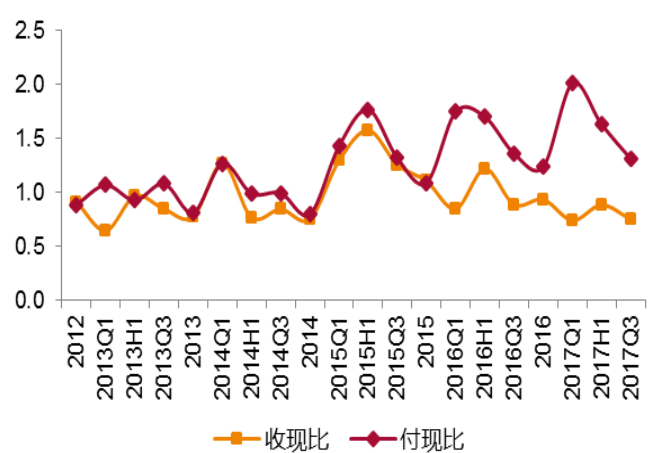
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：收现付现比



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)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,991.72	8,037.00	12,053.61	11,875.87	15,923.55	营业收入	8,119.94	8,066.15	9,894.82	11,881.17	14,290.80
应收账款	4,752.81	4,362.62	6,864.00	6,931.48	10,242.90	营业成本	6,416.07	6,309.77	7,251.44	8,868.62	10,709.63
预付账款	623.24	967.15	867.89	1,428.85	1,441.77	营业税金及附加	7.33	7.98	9.89	11.88	14.29
存货	2,641.89	2,063.39	3,365.70	3,429.40	5,063.59	营业费用	253.97	307.06	376.67	452.29	544.01
其他	9.73	265.33	271.68	277.51	293.68	管理费用	309.71	326.42	366.11	449.88	541.12
流动资产合计	17,019.39	15,695.49	23,422.87	23,943.11	32,965.49	财务费用	(358.56)	(348.90)	259.89	(19.65)	(39.00)
长期股权投资	83.48	116.95	116.95	116.95	116.95	资产减值损失	402.36	8.30	(70.00)	90.00	120.00
固定资产	1,417.45	1,623.16	1,614.77	1,599.24	1,576.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	27.56	13.65	13.65	13.65	13.65	投资净收益	1.49	(5.58)	(5.00)	0.00	20.00
无形资产	280.74	301.03	277.63	253.77	229.45	其他	(2.99)	11.15	10.00	0.00	(40.00)
其他	1,011.80	1,035.34	756.05	753.96	758.51	营业利润	1,090.55	1,449.94	1,695.83	2,028.15	2,420.74
非流动资产合计	2,821.02	3,090.14	2,779.06	2,737.58	2,695.13	营业外收入	3.41	5.67	5.06	5.37	5.21
资产总计	19,840.42	18,785.63	26,201.93	26,680.69	35,660.62	营业外支出	3.59	13.73	10.00	10.00	10.00
短期借款	48.31	47.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	1,090.38	1,441.88	1,690.89	2,023.51	2,415.96
应付账款	7,450.16	6,181.90	9,421.02	9,226.18	12,525.15	所得税	104.06	210.28	247.57	303.20	362.01
其他	5,443.97	4,352.25	7,601.54	6,660.61	10,410.77	净利润	986.32	1,231.60	1,443.31	1,720.31	2,053.95
流动负债合计	12,942.43	10,581.15	17,022.55	15,886.79	22,935.93	少数股东损益	(64.55)	(48.01)	(86.36)	(122.74)	(120.98)
长期借款	333.20	375.95	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,050.87	1,279.61	1,529.67	1,843.05	2,174.93
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.94	1.15	1.37	1.66	1.95
其他	128.14	204.20	205.02	209.81	217.15						
非流动负债合计	461.34	580.15	205.02	209.81	217.15						
负债合计	13,403.77	11,161.30	17,227.57	16,096.60	23,153.08						
少数股东权益	484.35	485.19	416.06	293.32	172.34	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	773.42	927.77	1,112.77	1,112.77	1,112.77	成长能力					
资本公积	1,811.24	1,820.90	1,547.57	1,547.57	1,547.57	营业收入	-14.82%	-0.66%	22.67%	20.07%	20.28%
留存收益	5,563.28	6,465.98	7,445.54	9,178.00	11,222.44	营业利润	14.00%	32.95%	16.96%	19.60%	19.36%
其他	(2,195.65)	(2,075.51)	(1,547.57)	(1,547.57)	(1,547.57)	归属于母公司净利润	21.24%	21.77%	19.54%	20.49%	18.01%
股东权益合计	6,436.64	7,624.33	8,974.36	10,584.09	12,507.54	获利能力					
负债和股东权益总	19,840.42	18,785.63	26,201.93	26,680.69	35,660.62	毛利率	20.98%	21.77%	26.71%	25.36%	25.06%
						净利率	12.94%	15.86%	15.46%	15.51%	15.22%
						ROE	17.65%	17.92%	17.87%	17.91%	17.63%
						ROIC	-28.04%	-32.16%	-213.49%	-47.51%	-112.24%
						偿债能力					
						资产负债率	67.56%	59.41%	65.75%	60.33%	64.93%
						净负债率	27.80%	52.74%	29.97%	48.79%	33.66%
						流动比率	1.32	1.48	1.38	1.51	1.44
						速动比率	1.11	1.29	1.18	1.29	1.22
						营运能力					
						应收账款周转率	1.90	1.77	1.76	1.72	1.66
						存货周转率	3.69	3.43	3.65	3.50	3.37
						总资产周转率	0.43	0.42	0.44	0.45	0.46
						每股指标(元)					
						每股收益	0.94	1.15	1.37	1.66	1.95
						每股经营现金流	1.23	-0.72	4.16	0.02	3.80
						每股净资产	5.35	6.42	7.69	9.25	11.09
						估值比率					
						市盈率	21.39	17.57	14.69	12.20	10.34
						市净率	3.78	3.15	2.63	2.18	1.82
						EV/EBITDA	11.88	10.59	4.93	4.82	2.45
						EV/EBIT	14.64	12.12	5.28	5.17	2.61

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