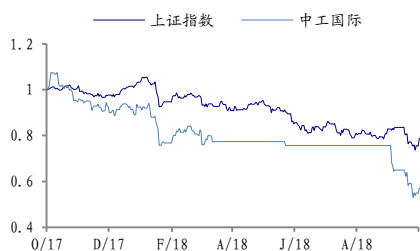


证券研究报告—动态报告
建筑工程
国际工程
中工国际(002051)
买入
2018年三季度点评

(维持评级)

2018年10月26日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1113/1111
总市值/流通(百万元)	11687/11666
上证综指/深圳成指	2604/7529
12个月最高/最低(元)	21.70/10.71

相关研究报告:

《国信证券-建筑工程行业10月投资策略:政策强化估值修复,重点推荐补短板受益央企及设计咨询龙头》——2018-10-12

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030001
联系人: 江剑
 电话: 021-60933161
 E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

汇兑收益有望扩大, 央企整合助力发展

● 业绩稳健, 海外订单受市场整体拖累

2018年前三季度公司实现营业收入78.84亿,同比增长26.49%;实现归属于上市公司股东的净利润9.39亿,同比增长10.07%,业绩稍低于预期。公司海外业务新签订单额6.33亿美元,约合43.90亿元人民币,在总订单中占比为87.12%,受海外市场整体景气度下降的影响订单同比大幅减少67.32%;国内业务新签订单6.49亿,同比增长27.50%。公司预计2018年度净利润的同比增速为-20%至20%。

● 受益汇率波动期间费用率大幅下降, 偿债能力持续提升

公司2018年前三季度的毛利率为17.14%,同比下降10.45pct;净利率为11.70%,同比下降1.32pct,盈利能力有所下降。由于年初至今人民币兑美元贬值幅度较大,汇兑收益冲减大量财务费用,期间费用率大幅下降10.28pct至2.73%,其中管理费用率下降0.92pct至2.90%,财务费用率下降8.14pct至-2.88%,销售费用率下降1.21pct至2.72%。运营能力指标出现分化,总资产周转率为0.43,同比提升22.86%,应收账款周转率为1.35,同比下降6.25%;资产负债率为50.39%,连续5年保持下降趋势,偿债能力显著提升。

● Q3 营收增长稳健

公司去年Q4以及今年Q1、Q2和Q3分别完成营收46.76亿、20.66亿、24.19亿、33.99亿,同比增长52.20%、37.96%、21.57%、23.80%;实现净利润6.31亿、2.18亿、3.68亿、3.53亿,同比增长11.08%、10.16%、24.16%、-1.61%。公司Q3营收增长稳健,但净利润受营业成本增加影响增速明显下滑。

● 央企整合强强联手, 助力新业务开拓

报告期内公司公告拟实施重大资产重组,以发行股份的方式向控股股东国机集团收购中国中元100%的股权。重组完成后,公司将充分利用中国中元在设计领域的专业优势,在海内外市场围绕医疗建筑、物流建筑和客运索道、自动化物流装备等特色领域开发新业务,进一步扩大市场份额。

盈利预测与投资建议: 预计公司18-20年EPS为1.54/1.76/2.05元,对应PE分别为6.8/6.0/5.1倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账,央企内部整合效果不佳,汇率波动等。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,066	10,909	13,263	15,899	19,126
(+/-%)	-0.7%	35.2%	21.6%	19.9%	20.3%
净利润(百万元)	1280	1484	1715.40	1955.66	2278.74
(+/-%)	21.8%	16.0%	15.6%	14.0%	16.5%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.33	1.54	1.76	2.05
EBIT Margin	13.8%	19.6%	13.8%	12.8%	12.1%
净资产收益率(ROE)	17.9%	17.9%	17.8%	17.6%	17.7%
市盈率 PE	9.1	7.9	6.8	6.0	5.1
EV/EBITDA	16.4	9.4	12.4	12.0	12.0
市净率(PB)	1.64	1.41	1.21	1.05	0.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

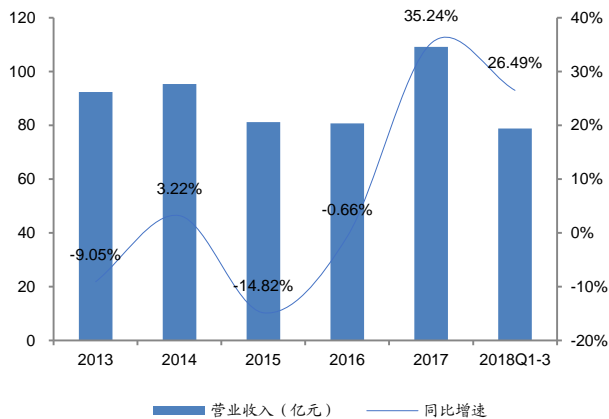
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳健，Q3 营收和净利润出现分化

2017 年公司完成营业收入 109.09 亿元，同比增长 35.24%；实现归母净利润 14.84 亿元，同比增长 15.98%。

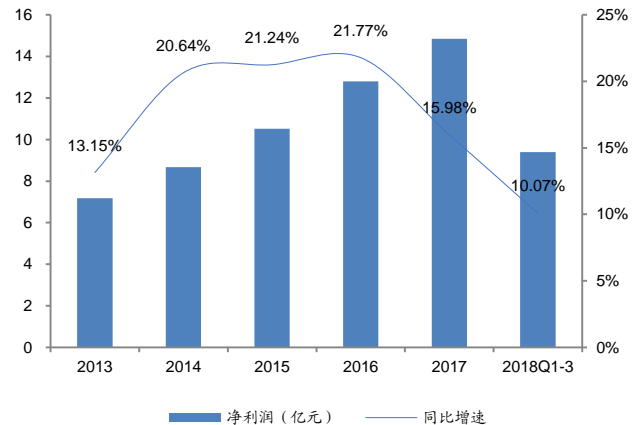
2018 年前三季度公司实现营业收入 78.84 亿，同比增长 26.49%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.39 亿，同比增长 10.07%，业绩稍低于预期。

图 1：公司 2018Q1-3 营收同比增长 26.49%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

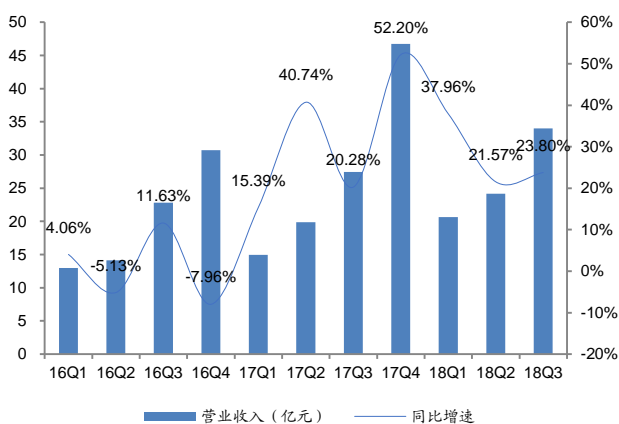
图 2：公司 2018Q1-3 净利润同比增长 10.07%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

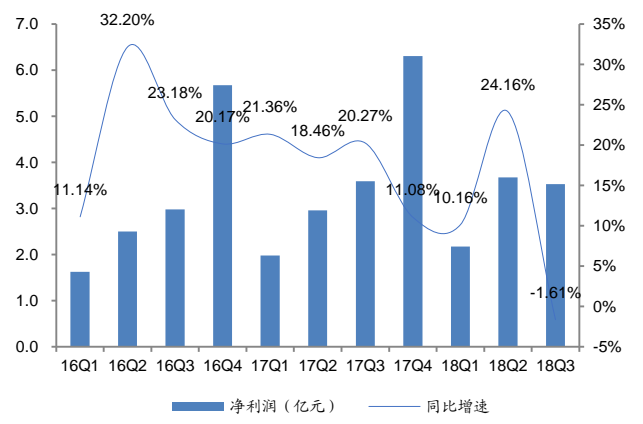
分季度来看，公司去年 Q4 以及今年 Q1、Q2 和 Q3 分别完成营收 46.76 亿、20.66 亿、24.19 亿、33.99 亿，同比增长 52.20%、37.96%、21.57%、23.80%；实现净利润 6.31 亿、2.18 亿、3.68 亿、3.53 亿，同比增长 11.08%、10.16%、24.16%、-1.61%。公司 Q3 营收和净利润出现分化，营收增长保持稳健，但净利润受到当期营业成本增加影响增速明显下滑。

图 3：公司今年 Q3 营收增长稳健



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司今年 Q3 净利润增速下滑



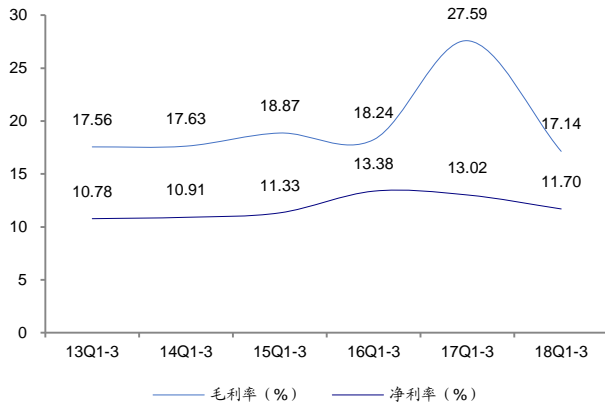
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

受益汇率波动期间费用率大幅下降，偿债能力持续提升

公司 2018 年前三季度的毛利率为 17.14%，同比下降 10.45pct；净利率为

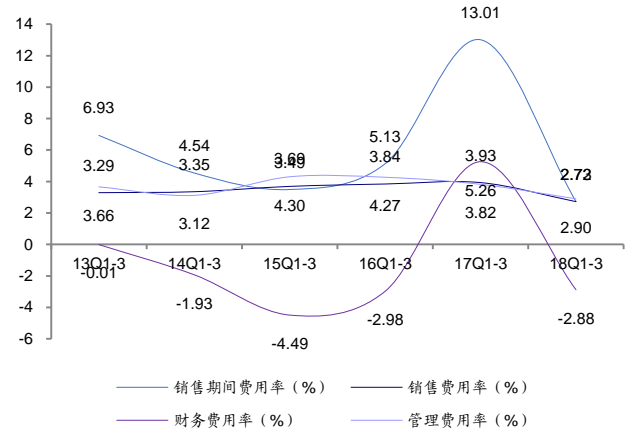
11.70%，同比下降 1.32pct，盈利能力有所下降。由于年初至今人民币兑美元贬值幅度较大，汇兑收益冲减大量财务费用，期间费用率大幅下降 10.28pct 至 2.73%，其中管理费用率下降 0.92pct 至 2.90%，财务费用率下降 8.14pct 至 -2.88%，销售费用率下降 1.21pct 至 2.72%。

图 5：公司毛利率有所下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

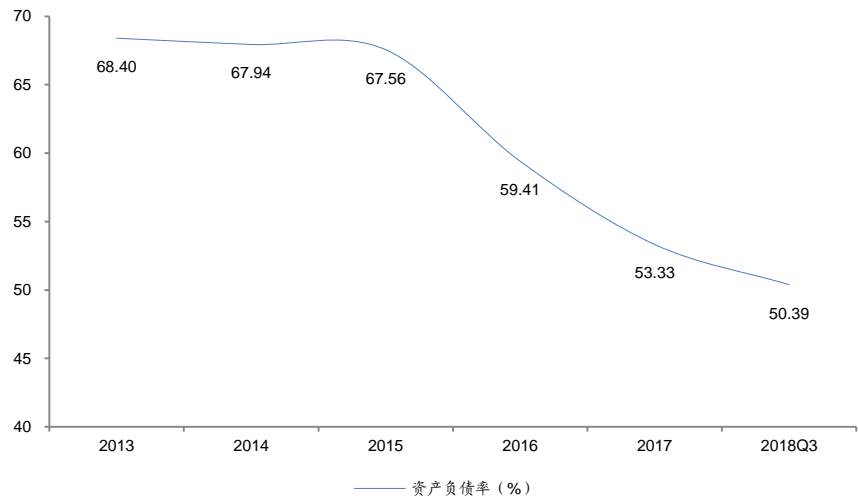
图 6：公司期间费用率大幅下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

截至 2018 年 9 月底，公司的资产负债率为 50.39%，连续 5 年保持下降趋势，偿债能力显著提升。

图 7：公司的资产负债率连续 5 年下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

央企整合强强联手，助力新业务开拓

报告期内公司公告拟实施重大资产重组，以发行股份的方式向控股股东国机集团收购中国中元 100%的股权。重组完成后，公司将充分利用中国中元在设计领域的专业优势，在海内外市场围绕医疗建筑、物流建筑和客运索道、自动化物流装备等特色领域开发新业务，进一步扩大市场份额。

盈利预测与估值

公司业绩稳健，受益汇率波动未来汇兑收益有望进一步扩大；央企整合完成后将获得中国中元在设计领域的专业优势，助力新业务开拓。我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

- (1) 传统的工程承包和成套设备业务市场份额稳定，保持稳健增长；
- (2) 国内外贸易业务的增长率维持较高水平；
- (3) 海外市场经营风险在可控范围之内。

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
工程承包和成套设备					
收入	74.87	96.12	113.42	130.43	148.70
增长率	-2.14%	28.38%	18.00%	15.00%	14.00%
毛利率	21.70%	28.77%	23.50%	23.00%	23.00%
国内外贸易					
收入	4.86	12.43	18.65	27.97	41.95
增长率	27.89%	155.76%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	8.44%	2.82%	2.70%	3.50%	3.50%
其他					
收入	0.92	0.54	0.57	0.60	0.63
增长率	3.37%	-41.30%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	96.74%	98.15%	100.00%	100.00%	150.00%
合计					
收入	80.65	109.09	132.63	159.00	191.27
增长率	-0.68%	35.26%	21.58%	19.88%	20.30%
毛利率	21.76%	26.15%	20.90%	19.86%	19.14%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中工国际的同业可比公司主要是中材国际、北方国际、中钢国际等国际工程企业，根据 **wind 一致预期数据**，同行业可比公司 2018/2019 年估值均值为 8.42/7.17 倍，我们预测公司对应的估值为 6.80/6.00 倍，低于行业估值中枢水平。

表 2：行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2018E	2019E	2018E	2019E	
600970.SH	中材国际	5.63	97.94	0.80	0.99	7.07	5.69	无评级
000065.SZ	北方国际	8.55	65.79	0.77	0.87	11.05	9.81	无评级
000928.SZ	中钢国际	4.01	50.39	0.47	0.56	8.61	7.11	无评级
000018.SZ	神州长城	2.06	34.98	--	--	--	--	无评级
	平均	5.06	63.70	0.90	1.06	8.42	7.17	--
002051.SZ	中工国际	10.50	116.83	1.54	1.76	6.80	6.00	买入

资料来源：wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测（其他可比公司数据均来源于 wind）

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况，预计公司 2018-2020 年净利润分别为 17.15/19.56/22.79 亿元，分别同比增长 15.6%/14.0%/16.5%，对应的 EPS 为 1.54/1.76/2.05 元，PE 分别为 6.8/6.0/5.1 倍。维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4810	7280	7927	9704	营业收入	10909	13263	15899	19126
应收款项	6198	7535	9033	10867	营业成本	8055	10490	12742	15466
存货净额	2904	3783	4607	5605	营业税金及附加	13	15	18	22
其他流动资产	1633	1986	2380	2863	销售费用	329	424	509	612
流动资产合计	15545	20584	23948	29039	管理费用	369	502	599	719
固定资产	1583	1300	1014	725	财务费用	446	(114)	(158)	(209)
无形资产及其他	277	266	255	244	投资收益	14	3	3	3
投资性房地产	1041	1041	1041	1041	资产减值及公允价值变动	(183)	(198)	(198)	(198)
长期股权投资	114	115	116	117	其他收入	(6)	0	0	0
资产总计	18560	23306	26374	31166	营业利润	1520	1750	1994	2322
短期借款及交易性金融负债	401	1116	172	172	营业外净收支	(12)	(7)	(7)	(7)
应付款项	5865	7641	9305	11321	利润总额	1508	1743	1987	2315
其他流动负债	3354	4381	5329	6477	所得税费用	146	169	192	224
流动负债合计	9621	13138	14807	17970	少数股东损益	(122)	(141)	(161)	(188)
长期借款及应付债券	62	62	62	62	归属于母公司净利润	1484	1715	1956	2279
其他长期负债	215	226	236	247					
长期负债合计	277	288	299	309	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9898	13426	15105	18279	净利润	1484	1715	1956	2279
少数股东权益	373	263	139	(7)	资产减值准备	175	(31)	(33)	(34)
股东权益	8289	9617	11130	12894	折旧摊销	158	189	194	198
负债和股东权益总计	18560	23306	26374	31166	公允价值变动损失	183	198	198	198
					财务费用	446	(114)	(158)	(209)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(4189)	213	(127)	(175)
每股收益	1.33	1.54	1.76	2.05	其它	(269)	(78)	(92)	(111)
每股红利	0.31	0.35	0.40	0.46	经营活动现金流	(2458)	2206	2096	2354
每股净资产	7.45	8.64	10.00	11.59	资本开支	(78)	(62)	(62)	(62)
ROIC	23%	17%	17%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	18%	18%	18%	投资活动现金流	(75)	(63)	(63)	(63)
毛利率	26%	21%	20%	19%	权益性融资	4	0	0	0
EBIT Margin	20%	14%	13%	12%	负债净变化	(314)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	15%	14%	13%	支付股利、利息	(342)	(388)	(442)	(515)
收入增长	35%	22%	20%	20%	其它融资现金流	613	714	(943)	0
净利润增长率	16%	16%	14%	17%	融资活动现金流	(693)	326	(1385)	(515)
资产负债率	55%	59%	58%	59%	现金净变动	(3227)	2469	648	1777
息率	2.9%	3.3%	3.8%	4.4%	货币资金的期初余额	8037	4810	7280	7927
P/E	7.9	6.8	6.0	5.1	货币资金的期末余额	4810	7280	7927	9704
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9	企业自由现金流	(2175)	1994	1839	2045
EV/EBITDA	9.4	12.4	12.0	12.0	权益自由现金流	(1876)	2810	1039	2235

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032