



# 订单改善、现金流回正，持续受益一带一路和国改效应

## ——中工国际（002051）2018 年报点评

2019 年 04 月 03 日  
 推荐/首次  
 中工国际 财报点评

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 101.5 亿元，同比下降 6.95%，实现归属母公司股东的净利润 12 亿元，同比下降 19.12%。
- **项目生效滞后拖累业绩，Q4 增速低迷基数较大。**全年营收/归母分别同减 6.95%/19.12%，增速较同比分别回落 42pp/35pp，系复杂国际形势下部分项目生效滞后所致；Q4 营收/归母大幅同减，系 2017Q4 单季营收/归母为 46.76 亿/6.31 亿，均创历史之最；分业务来看，承包和设备收入 90.78 亿，YOY-5.56%，毛利率 20.77%同减 8pp；贸易收入 10.12 亿，YOY-18.62%，毛利率 1.14%同减 1.7pp；分区域来看，海外收入 94.19 亿，YOY-8.98%，毛利率 19.65%同减 6.7pp；国内收入 7.31 亿，YOY+30.54%，毛利率 14.48%，同减 8.7pp；
- **毛利率/期间费率同步大幅下滑，减值减少、税率增加，整体盈利能力下滑。**收付现比此长彼消，经营现金流大幅回正。报告期内公司毛利率 19.28%，同减 6.9pp，主要系上年毛利率基数过高及结算项目较多；销售/管理费率为 3.20%/3.81%，分别同增 0.2pp/0.4pp，财务费率-1.46%，大幅同减 5.55pp，合计期间费率 5.55%同减 5pp；减值损失同比减少 1.94 亿，税率 14.55%同增 4.9pp；净利率 11.61%同减 0.87pp；经营质量有所提高，收现比 110%同增 42pp，付现比 96%同减 19pp，全年经营现金流净额 28.94 亿，同比大幅增长约 53 亿；
- **对外承包领军企业，Q4 海外/整体订单增速边际改善，订单储备充裕支撑业绩。**公司主营海外业务，2018 年对外工程承包新签合同额位列全国第 22 名。Q1-Q4 海外/整体新签合同金额同比增速分别为-50%/-62%/-89%/351%和-39%/-61%/-85%/231%，其中 Q4 新签海外合同 14.4 亿美元同比大幅增加，对应前三季度总量的 2.3 倍。期末未完成合同额 89.73 亿美元，按期末汇率折算对应当期营业收入的 6.1 倍，储备较为充裕，将对未来业绩增速反弹构成有力支撑。预计未来将持续受益第二届一带一路峰会和海外战略进一步推进；
- **受益国改吸纳优质资产，业务协同可期。**公司向控股股东国机集团发行股份购买中国中元 100%股权，标的位列 2017 年 ENR 中国工程设计企业第 24 位，拥有工程设计甲级、施工总承包壹级等资质，在医疗建筑、机场物流及载人索道工程等领域专业优势显著，将助力公司大力拓展相关领域；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 129.81 亿元、157.34 亿、183.79 亿元；归母净利润分别为 15.75 亿元、19.37 亿元和 23.01 亿元；EPS 分别为 1.42 元、1.74 元和 2.07 元，对应 PE 分别为 11.4X、9.2X 和 7.8X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、国际政治经济形势风险；2、市场竞争风险；3、汇率风险。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,908.51	10,150.38	12,980.98	15,733.62	18,379.19
增长率（%）	35.24%	-6.95%	27.89%	21.21%	16.81%
净利润（百万元）	1,361.80	1,178.78	1,549.85	1,913.42	2,276.61
增长率（%）	10.57%	-13.44%	31.48%	23.46%	18.98%
净资产收益率（%）	17.90%	13.26%	14.92%	17.70%	18.91%
每股收益(元)	1.33	1.08	1.42	1.74	2.07
PE	12.09	14.89	11.36	9.24	7.78
PB	2.16	1.98	1.69	1.63	1.47

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 研究员：郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120012

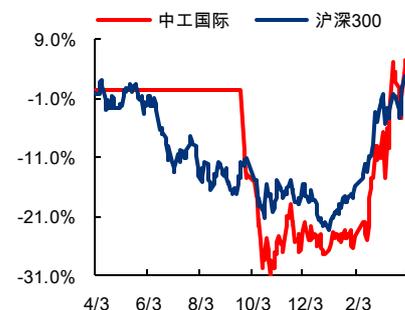
### 研究助理：王翩翩

010-66554039 wangpp@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间（元）	16.08-15.74
总市值（亿元）	178.92
流通市值（亿元）	178.65
总股本/流通 A 股（万股）	111267/111101
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.5

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《中工国际（002051）2017 年半年报点评：受益一带一路，股权激励促增长》  
2017-08-25

## 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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	15545	14865	18146	21133	24862	<b>营业收入</b>	10909	10150	12981	15734	18379				
货币资金	4810	6932	7303	7701	9195	<b>营业成本</b>	8055	8193	10403	12572	14654				
应收账款	5979	4134	5690	7112	8560	营业税金及附	13	11	13	17	19				
其他应收	215	284	363	440	514	营业费用	329	325	389	472	551				
预付款项	1234	584	343	52	-561	管理费用	369	335	428	519	607				
存货	2904	2816	3705	4478	5219	财务费用	446	-149	-50	-60	-81				
其他流动	399	104	727	1332	1914	资产减值损失	183	(10)	10	9	8				
<b>非流动资产</b>	3015	3255	3408	3570	3744	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	114	158	189	218	240	投资净收益	14	3	2	2	2				
固定资产	1570	1510	1510	1585	1664	<b>营业利润</b>	1520	1383	1789	2207	2623				
无形资产	277	331	381	419	461	营业外收入	9	5	6	7	6				
其他非流	7	7	7	7	7	营业外支出	21	8	14	15	12				
<b>资产总计</b>	18560	18120	21554	24703	28607	<b>利润总额</b>	1508	1380	1781	2199	2617				
<b>流动负债</b>	9621	8440	10424	13303	16113	所得税	146	201	232	286	340				
短期借款	63	300	300	186	0	<b>净利润</b>	1362	1179	1550	1913	2277				
应付账款	5764	5587	6698	7922	9033	少数股东损益	-122	-22	-25	-23	-24				
预收款项	2857	2019	2857	4496	6411	归属母公司净	1484	1200	1575	1937	2301				
一年内到	338	41	41	37	33	EBITDA	2327	1675	1882	2311	2732				
<b>非流动负</b>	277	350	317	223	122	<b>EPS (元)</b>	1.33	1.08	1.42	1.74	2.07				
长期借款	62	88	93	81	87	<b>主要财务比</b>									
应付债券	0	0	0	0	0		率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
<b>负债合计</b>	9898	8791	10741	13526	16235	<b>成长能力</b>									
少数股东	373	280	256	232	208	营业收入增长	35.24%	-6.95%	27.89%	21.21%	16.81%				
实收资本	1113	1113	1113	1113	1113	营业利润增长	4.84%	-9.04%	29.40%	23.35%	18.85%				
资本公积	1828	1846	1846	1846	1846	归属于母公司	15.98%	-19.12%	31.18%	22.99%	18.80%				
未分配利	4666	5347	5231	4080	3398	<b>获利能力</b>									
归属母公	8289	9049	10557	10944	12163	毛利率(%)	26.15%	19.28%	19.86%	20.10%	20.27%				
<b>负债和所</b>	18560	18120	21554	24703	28607	净利率(%)	12.48%	11.61%	11.94%	12.16%	12.39%				
<b>现金流</b>	单位: 百万元					总资产净利润	7.81%	8.00%	6.62%	7.31%	7.84%				
<b>量表</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	17.90%	13.26%	14.92%	17.70%	18.91%				
<b>经营活动</b>	-2489	2834	743	2426	3154	<b>偿债能力</b>									
净利润	1362	1179	1550	1913	2277	资产负债率(%)	53%	49%	50%	55%	57%				
折旧摊销	360	440	512	649	829	流动比率	1.62	1.76	1.74	1.59	1.54				
财务费用	446	-149	-50	-60	-81	速动比率	1.31	1.43	1.39	1.25	1.22				
应收账款	-1859	1845	-1557	-1422	-1448	<b>营运能力</b>									
预收帐款	-1263	-838	838	1639	1915	总资产周转率	0.58	0.55	0.65	0.68	0.69				
<b>投资活动</b>	-120	-231	-147	-120	-127	应收账款周转	2.16	2.01	2.64	2.46	2.35				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	1.87	1.79	2.11	2.15	2.17				
长期股权	0	0	-91	-54	-50	<b>每股指标 (元)</b>									
投资收益	14	3	2	2	2	每股收益(最新)	1.33	1.08	1.42	1.74	2.07				
<b>筹资活动</b>	-399	-543	-557	-1742	-1397	每股净现金流	-2.70	1.85	0.03	0.51	1.47				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	7.45	8.13	9.49	9.84	10.93				
长期借款	0	0	-144	-59	-101	<b>估值比率</b>									
普通股增	185	0	0	0	0	P/E	12.09	14.89	11.36	9.24	7.78				
资本公积	7	19	0	0	0	P/B	2.16	1.98	1.69	1.63	1.47				
<b>现金净增</b>	-3009	2060	39	563	1630	EV/EBITDA	5.82	6.80	5.86	4.54	3.23				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。