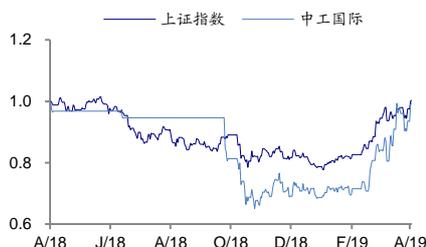


证券研究报告—动态报告
建筑工程
国际工程
中工国际(002051)
买入

合理估值: 24.30-27.00 元 昨收盘: 16.08 元

(维持评级)

2019年04月04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)	17892/17892
上证综指/深圳成指	3177/10260
12个月最高/最低(元)	16.13/10.50

相关研究报告:

《国信证券-中工国际(002051.SZ): 汇兑收益有望扩大, 央企整合助力发展》——2018-10-26
 《国信证券-建筑行业周报: 高峰论坛召开在即, 国际工程板块迎来投资机会》——2019-03-19
 《国信证券-“一带一路”专题报告: 一带一路峰会在即, 国际工程再迎机会》——2019-04-02

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。

2018 年年报点评

国际工程龙头, 业绩有望迎来拐点

● 业绩不及预期, 海外订单受市场整体拖累

2018 年公司实现营收 101.50 亿, 同比减少 6.95%; 实现归母净利润 12.00 亿, 同比减少 19.12%, 业绩下滑的主要原因为 2018 年国际经贸形势复杂、经济动能放缓, 使得部分海外工程项目生效滞后。受到海外市场不景气的拖累, 全年海外新签订单 20.7 亿美元, 同比减少 8.20%。

● 受益汇兑收益增加期间费用率大幅下降, 现金流显著改善

公司 2018 年 ROE 为 13.85%, 同比下降 5.39pct。毛利率为 19.28%, 同比下降 6.87pct, 毛利率下降主要是由于 2017 年同期结算项目较多; 净利率为 11.61%, 同比下降 0.87pct。由于报告期内因汇率变动产生了较多的汇兑收益冲减财务费用, 期间费用率大幅下降 4.94pct 至 5.55%; 其中管理费用率提升 0.43pct 至 3.81%, 财务费用率下降 5.55pct 至 1.46%, 销售费用率提升 0.18pct 至 3.20%。总资产周转率为 0.55 次, 同比下降 5.17%, 应收账款周转率为 2.01 次, 同比下降 6.94%。资产负债率为 48.51%, 同比下降 4.82pct, 自 2013 年至今连续 5 年实现下降, 偿债能力显著改善。全年实现经营性净现金流 28.34 亿, 经营性净现金流/营业收入为 27.92%, 同比提升 50.74pct。

● Q4 业绩增长放缓

公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 20.66 亿、24.19 亿、33.99 亿、22.66 亿, 同比增长 37.96%、21.57%、23.80%、-51.53%; 实现净利润 2.18 亿、3.68 亿、3.53 亿、2.61 亿, 同比增长 10.16%、24.16%、-1.61%、-58.60%。四季度公司的业绩有所下滑。

● 受益央企整合, “一带一路” 政策催化有望迎来业绩拐点

报告期内, 公司向控股股东国机集团收购了在医疗建筑设计等领域具有专业优势的中国中元, 进一步拓展新业务。第二届“一带一路”峰会将于 4 月举行, 近期各级部门和地方政府密集出台支持“一带一路”的政策, 公司作为“一带一路”龙头受益政策推动, 海外市场有望逐步回暖, 今年业绩有望迎来拐点。

盈利预测与投资建议: 预计公司 19-21 年 EPS 为 1.35/1.63/1.96 元, PE 分别为 11.9/9.9/8.2 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 汇率大幅波动, 政策力度不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,909	10,150	11,619	13,303	15,175
(+/-%)	35.2%	-6.9%	14.5%	14.5%	14.1%
净利润(百万元)	1484	1200	1501.69	1812.73	2175.64
(+/-%)	16.0%	-19.1%	25.1%	20.7%	20.0%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.08	1.35	1.63	1.96
EBIT Margin	19.6%	12.7%	14.0%	14.6%	15.3%
净资产收益率(ROE)	17.9%	13.3%	14.8%	15.8%	16.6%
市盈率 PE	12.1	14.9	11.9	9.9	8.2
EV/EBITDA	12.1	18.2	15.4	13.7	12.2
市净率(PB)	2.16	1.98	1.76	1.55	1.36

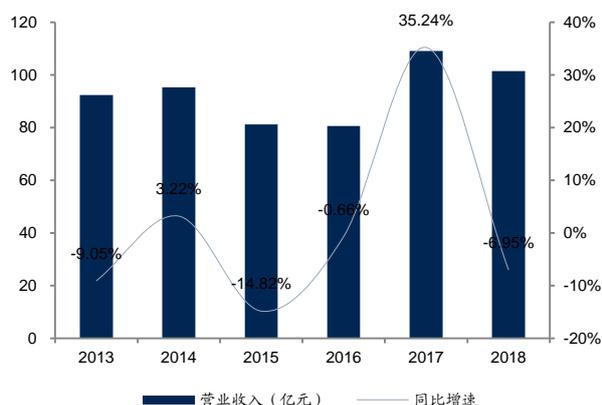
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩不及预期，四季度业绩有所下滑

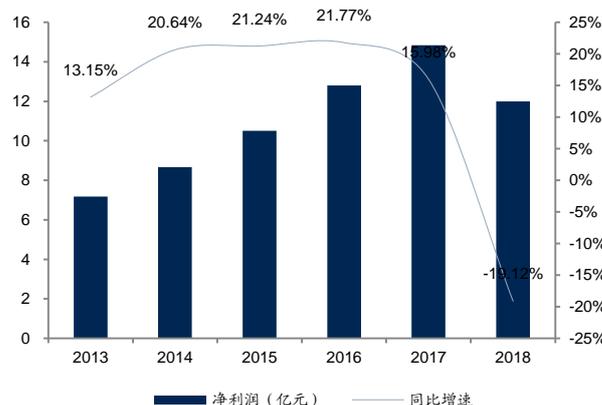
2018年公司实现营业收入101.50亿，同比减少6.95%；实现归属于上市公司股东的净利润12.00亿，同比减少19.12%，业绩下滑的主要原因为2018年国际经贸形势复杂、经济动能放缓，使得部分海外工程项目生效滞后。

图 1：公司 2018 年营收同比减少 6.95%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

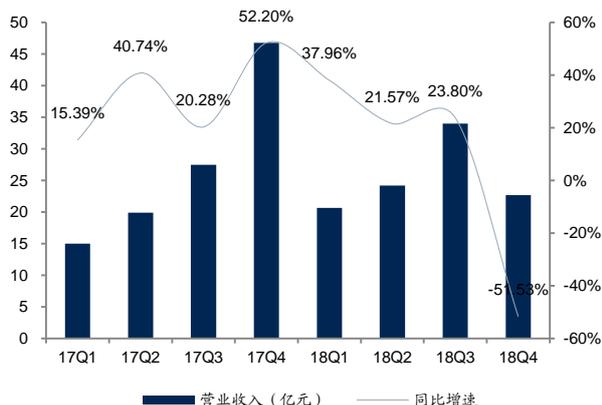
图 2：公司 2018 年归母净利润同比减少 19.12%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

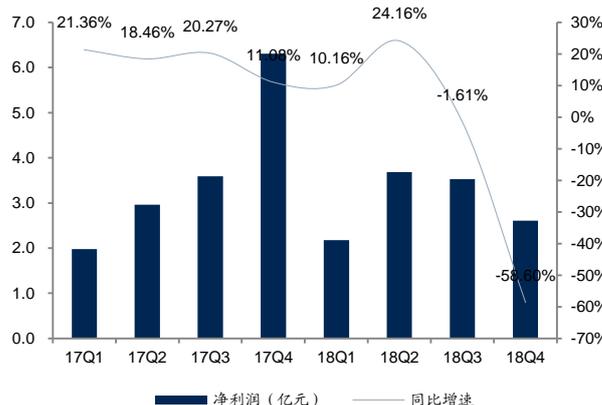
分季度来看，公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 20.66 亿、24.19 亿、33.99 亿、22.66 亿，同比增长 37.96%、21.57%、23.80%、-51.53%；实现净利润 2.18 亿、3.68 亿、3.53 亿、2.61 亿，同比增长 10.16%、24.16%、-1.61%、-58.60%。四季度公司的业绩大幅放缓。

图 3：公司 Q4 营收增长放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q4 净利润增长放缓

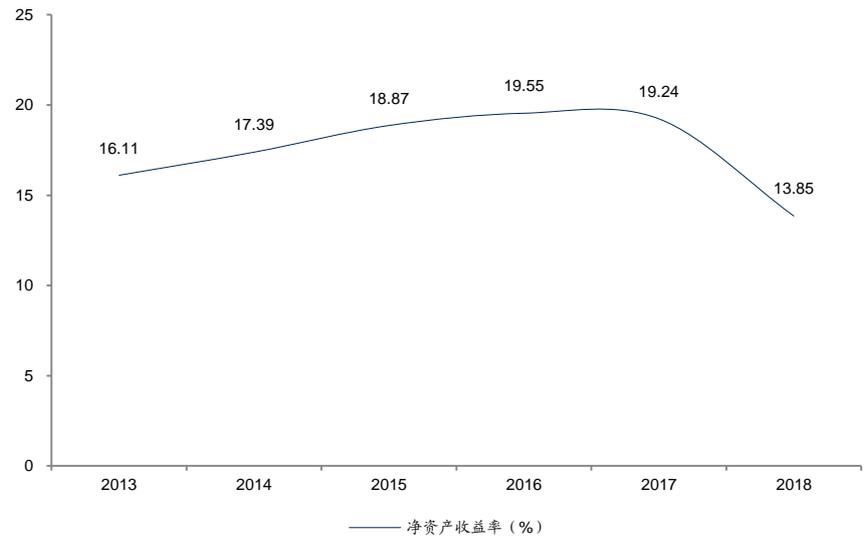


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率有所下滑，受益汇兑收益增加期间费用率大幅下降

2018 年公司的净资产收益率为 13.85%，同比下降 5.39pct。

图 5: 公司的 ROE 有所下滑

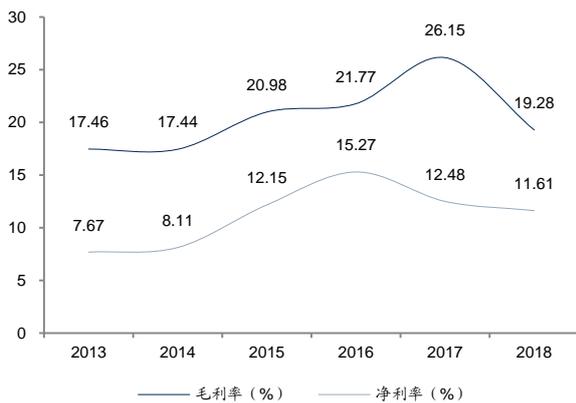


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司 2018 年的毛利率为 19.28%，同比下降 6.87pct，毛利率下降主要是由于 2017 年同期结算项目较多；净利率为 11.61%，同比下降 0.87pct。

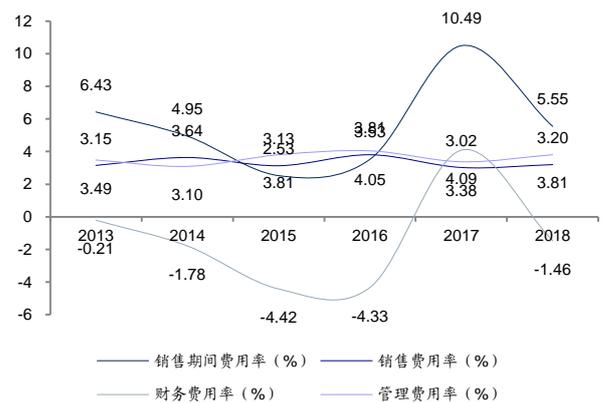
期间费用率为 5.55%，同比下降 4.94pct；其中管理费用率提升 0.43pct 至 3.81%，财务费用率下降 5.55pct 至 1.46%，销售费用率提升 0.18pct 至 3.20%。期间费用率大幅下降主要是由于报告期内因汇率变动产生了较多的汇兑收益冲减财务费用。

图 6: 公司的毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司的期间费用率同比下降

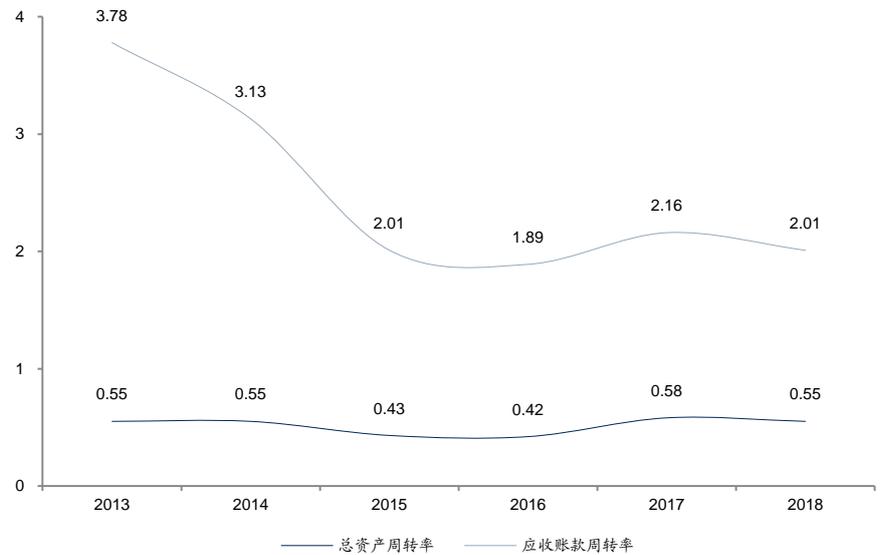


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营运能力有所下降，偿债能力显著改善

2018 年公司总资产周转率为 0.55 次，同比下降 5.17%，应收账款周转率为 2.01 次，同比下降 6.94%，营运能力下降主要是由于受到项目进度影响，应收账款回收周期变长。

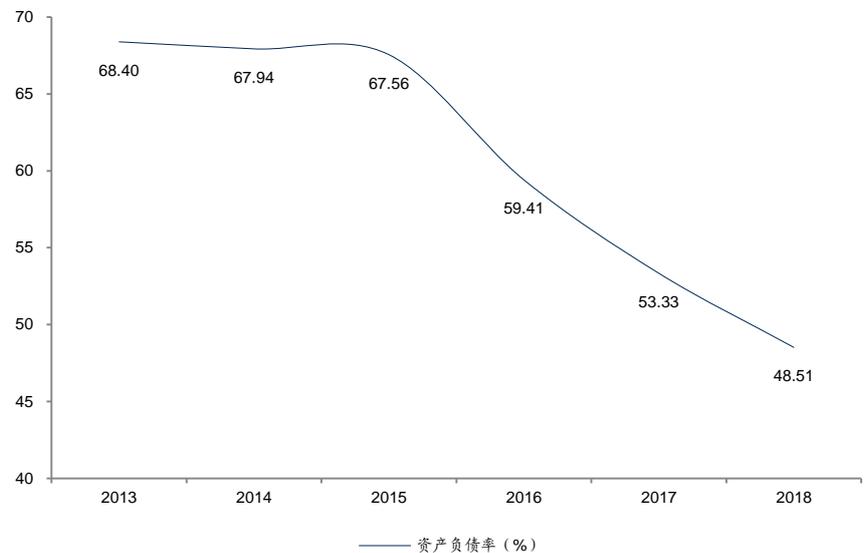
图 8: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年底, 公司的资产负债率为 48.51%, 同比下降 4.82pct, 自 2013 年至今连续 5 年公司的资产负债率实现下降, 偿债能力显著改善。

图 9: 公司近几年的资产负债率

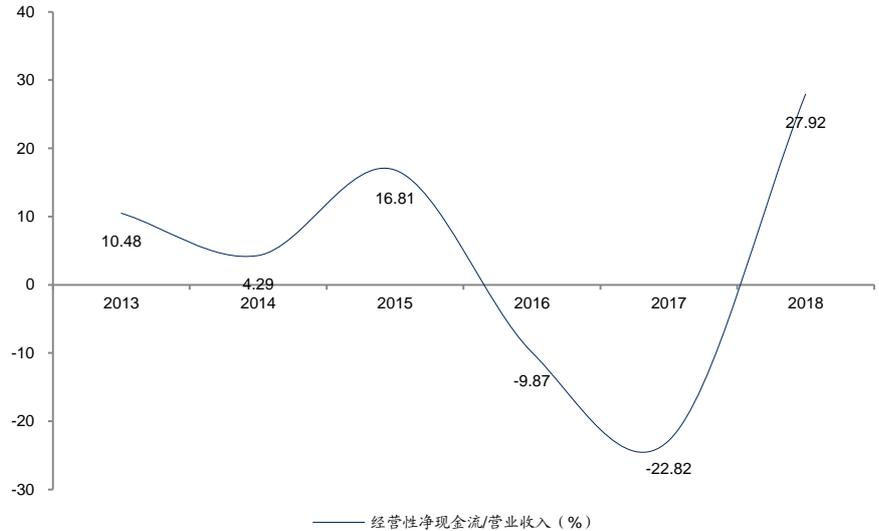


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流大幅改善

2018 年公司并未受到行业整体资金面趋紧的影响, 通过加强应收款项的清收经营性现金流大幅改善, 全年实现经营性净现金流 28.34 亿, 经营性净现金流/营业收入为 27.92%, 同比提升 50.74pct。

图 10: 公司的经营性净现金流大幅改善



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

受益央企整合, “一带一路”政策催化有望迎来业绩拐点

报告期内公司实施重大资产重组, 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。

第二届“一带一路”峰会将于今年 4 月在北京举行, 近一年来各级部门和地方政府密集出台扩大对外开放、支持“一带一路”的政策, 公司作为“一带一路”龙头企业受益政策推动, 海外市场有望逐步回暖, 今年业绩有望迎来拐点。

表 1: 近期各部门和地方政府密集出台扩大对外开放、支持“一带一路”的政策

时间	具体内容
2019 年 3 月	出台《中华人民共和国外商投资法(草案)》
2019 年 2 月	发改委与澳门特区政府签订《国家发展和改革委员会与澳门特别行政区政府关于支持澳门全面参与和助力“一带一路”建设的安排》
2019 年 2 月	吉林省政府发布《吉林省人民政府办公厅关于扩大进口促进对外贸易发展的实施意见》
2019 年 1 月	哈尔滨市发布《哈尔滨市推进“一带一路”建设三年行动计划(2019-2021 年)》; 西安市提出建设“一带一路”综合改革开放试验区总体方案
2018 年 11 月	《中俄在俄罗斯远东地区合作发展规划(2018-2024 年)》正式获批
2018 年 11 月	工信部发布《工业和信息化部关于工业通信业标准化工作服务于“一带一路”建设的实施意见》
2018 年 10 月	北京市政府发布《北京市推进共建“一带一路”三年行动计划(2018-2020 年)》
2018 年 10 月	广西壮族自治区政府发布《广西参与“一带一路”科技创新行动计划实施方案(2018-2020 年)》
2018 年 9 月	辽宁省政府发布《辽宁“一带一路”综合试验区建设总体方案》
2018 年 9 月	浙江省政府发布《浙江省标准联通共建“一带一路”行动计划(2018-2020 年)》
2018 年 8 月	河南省政府发布《河南省标准联通参与建设“一带一路”行动计划(2018-2020 年)》

资料来源: 中国一带一路网, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

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) 国际工程承包市场回暖，“一带一路”政策推动订单反弹；
- (2) 国际贸易业务增长稳健，毛利率趋于稳定；
- (3) 海外市场经营风险在可控范围之内；

表 2：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
工程承包和成套设备					
收入	96.12	90.78	104.40	120.06	136.86
增长率	28.38%	-5.56%	15.00%	15.00%	14.00%
毛利率	36.58%	20.76%	23.00%	23.00%	23.00%
国内外贸易					
收入	12.43	10.12	11.13	12.25	14.08
增长率	155.76%	-18.58%	10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	2.82%	1.19%	2.70%	3.50%	4.00%
其他					
收入	0.54	0.61	0.67	0.74	0.81
增长率	-41.30%	12.96%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	98.15%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计					
收入	109.09	101.51	116.20	133.04	151.76
增长率	35.26%	-6.95%	14.47%	14.49%	14.07%
毛利率	33.04%	19.29%	21.50%	21.63%	21.65%

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北方国际等国际工程龙头，根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据，同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 12.20/10.11 倍，我们预测公司对应的估值为 11.90/9.90 倍，低于行业估值中枢水平。

表 3: 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
				2019E	2020E	2019E	2020E	
601117.SH	中国化学	6.52	321.63	0.59	0.76	11.05	8.58	买入
000065.SZ	北方国际	12.98	99.88	0.95	1.15	13.66	11.29	买入
600970.SH	中材国际	8.27	143.86	0.99	1.15	8.35	7.19	无评级
300284.SZ	苏文科	12.94	104.75	0.88	1.10	14.70	11.76	买入
000928.SZ	中钢国际	7.09	89.10	0.46	0.56	15.41	12.66	无评级
601800.SH	中国交建	12.65	1787.19	1.60	1.79	7.91	7.07	买入
600528.SH	中铁工业	12.19	270.81	0.85	1.00	14.34	12.19	无评级
	平均	10.38	402.46	0.90	1.07	12.20	10.11	
002051.SZ	中工国际	16.08	178.92	1.35	1.63	11.90	9.90	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及预测 (除北方国际、中国化学、中工国际、苏文科和中国交建外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期)

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况, 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 15.02/18.13/21.76 亿元, 分别同比增长 25.1%/20.7%/20.0%, 对应的 EPS 为 1.35/1.63/1.96 元, PE 分别为 11.9/9.9/8.2 倍。采用相对估值法给与公司 2019 年合理估值为 18-20 倍, 合理估值为 24.30-27.00 元, 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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6932	8019	9496	11244	营业收入	10150	11619	13303	15175
应收款项	4430	5071	5806	6623	营业成本	8193	9121	10425	11890
存货净额	2816	3138	3591	4101	营业税金及附加	11	12	14	16
其他流动资产	688	787	901	1028	销售费用	325	430	486	455
流动资产合计	14865	17015	19794	22996	管理费用	335	434	432	491
固定资产	1533	1433	1324	1208	财务费用	(149)	(169)	(202)	(243)
无形资产及其他	331	318	305	291	投资收益	3	4	4	4
投资性房地产	1233	1233	1233	1233	资产减值及公允价值变动	10	(60)	(60)	(60)
长期股权投资	158	159	160	161	其他收入	(66)	0	0	0
资产总计	18120	20157	22816	25890	营业利润	1383	1734	2091	2508
短期借款及交易性金融负债	341	267	267	267	营业外净收支	(3)	(8)	(8)	(8)
应付款项	5618	6261	7166	8183	利润总额	1380	1726	2083	2500
其他流动负债	2481	2809	3195	3620	所得税费用	201	251	303	364
流动负债合计	8440	9337	10628	12071	少数股东损益	(22)	(27)	(33)	(39)
长期借款及应付债券	88	88	88	88	归属于母公司净利润	1200	1502	1813	2176
其他长期负债	262	308	355	402					
长期负债合计	350	397	444	490	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8791	9734	11072	12561	净利润	1200	1502	1813	2176
少数股东权益	280	260	236	207	资产减值准备	(194)	1	1	1
股东权益	9049	10163	11508	13122	折旧摊销	180	167	175	183
负债和股东权益总计	18120	20157	22816	25890	公允价值变动损失	(10)	60	60	60
					财务费用	(149)	(169)	(202)	(243)
					营运资本变动	1343	(45)	36	36
					其它	180	(21)	(25)	(30)
关键财务与估值指标					经营活动现金流	2698	1664	2061	2426
每股收益	1.08	1.35	1.63	1.96	资本开支	86	(115)	(115)	(115)
每股红利	0.38	0.35	0.42	0.50	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	8.13	9.13	10.34	11.79	投资活动现金流	42	(116)	(116)	(116)
ROIC	12%	15%	18%	22%	权益性融资	4	0	0	0
ROE	13%	15%	16%	17%	负债净变化	26	0	0	0
毛利率	19%	21%	22%	22%	支付股利、利息	(423)	(388)	(468)	(562)
EBIT Margin	13%	14%	15%	15%	其它融资现金流	170	(74)	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	16%	17%	融资活动现金流	(619)	(462)	(468)	(562)
收入增长	-7%	14%	14%	14%	现金净变动	2122	1087	1477	1749
净利润增长率	-19%	25%	21%	20%	货币资金的期初余额	4810	6932	8019	9496
资产负债率	50%	50%	50%	49%	货币资金的期末余额	6932	8019	9496	11244
息率	2.4%	2.2%	2.6%	3.1%	企业自由现金流	2708	1393	1760	2089
P/E	14.9	11.9	9.9	8.2	权益自由现金流	2904	1464	1932	2296
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4					
EV/EBITDA	18.2	15.4	13.7	12.2					

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