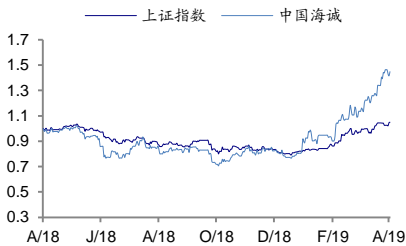


证券研究报告—动态报告
建筑工程
建筑施工
中国海诚(002116)
买入

合理估值: 15.75-16.38 元 昨收盘: 12.84 元

(维持评级)

2019年04月18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)	418/416
总市值/流通(百万元)	5367/5341
上证综指/深圳成指	3263/10344
12个月最高/最低(元)	12.97/6.26

相关研究报告:

《国信证券-中国海诚(002116.SZ): 主业稳健 订单充沛, 央企整合与海外拓展迎机遇》—— 2018-08-28

《国信证券-中国海诚(002116.SZ): Q3 业绩 增长提速, 轻工龙头受益央企整合》—— 2018-10-23

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

海外业绩高增长, 有望受益国企改革

●扣非业绩高增长, 主营业务增长稳健

2018 年公司实现营收 52.25 亿, 同比增长 24.43%; 实现归母净利润 2.12 亿, 同比增长 5.73%, 扣非归母净利润增速为 80.41%。其中主营业务工程承包实现收入 36.55 亿, 同比增长 36.11%; 工程咨询业务实现收入 15.33 亿, 同比增长 2.71%。全年新签订单 58.52 亿, 同比增长-0.02%, 截至 2019 年一季度末在手订单达到 75.56 亿。

●毛利率提升, 现金流有所下滑

公司 2018 年 ROE 为 15.43%, 同比下降 0.77pct。毛利率为 11.50%, 同比提升 0.25pct; 净利率为 4.06%, 同比下降 0.72pct。期间费用率为 6.61%, 同比提升 0.85pct; 其中管理费用率提升 1.46pct 至 6.87%, 财务费用率下降 0.55pct 至-0.47%, 销售费用率下降 0.05pct 至 0.22%。总资产周转率为 1.27 次, 同比提升 16.51%, 应收账款周转率为 7.08 次, 同比下降 6.35%; 资产负债率为 66.70%, 同比提升 0.23pct, 偿债能力保持平稳。实现经营性净现金流 -0.29 亿, 经营性净现金流/营业收入为-0.55%, 同比下降 0.65pct。

●Q4 营收增长提速

公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 9.57 亿、11.02 亿、11.36 亿、20.31 亿, 同比增长-3.18%、20.92%、36.19%、38.55%; 实现净利润 0.42 亿、0.55 亿、0.51 亿、0.64 亿, 同比增长-2.62%、24.51%、52.79%、-19.90%。四季度公司营收增长有所提速。

●海外业务增长强劲, 有望受益国企改革

报告期内, 公司海外市场开拓稳步推进, 阿联酋等在手项目进展顺利, 海外业务取得收入 14.06 亿, 同比大幅增长 136.20%, 在总营收中的占比提升至 14.18%。2017 年公司控股股东中国轻工集团整体并入保利集团, 完成央企重大整合, 近期保利集团已被纳入国改“双百企业”名单, 未来国企混改和股权多元化改革有望取得新进展。

盈利预测与投资建议: 预计公司 19-21 年 EPS 为 0.63/0.76/0.91 元, PE 分别为 20.4/16.9/14.1 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 固定资产投资放缓, 订单转化率不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,199	5,225	6,222	7,371	8,637
(+/-%)	-6.1%	24.4%	19.1%	18.5%	17.2%
净利润(百万元)	201	212	263.22	318.13	380.66
(+/-%)	49.5%	5.7%	24.0%	20.9%	19.7%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.51	0.63	0.76	0.91
EBIT Margin	5.2%	7.2%	5.3%	5.7%	5.7%
净资产收益率(ROE)	15.2%	14.8%	17.1%	19.1%	20.9%
市盈率 PE	26.7	25.3	20.4	16.9	14.1
EV/EBITDA	32.0	20.2	26.3	21.9	19.6
市净率(PB)	4.07	3.74	3.48	3.21	2.94

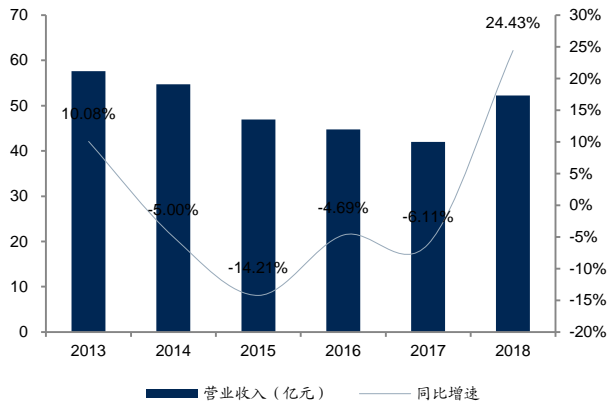
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

扣非业绩高增长，四季度营收增长提速

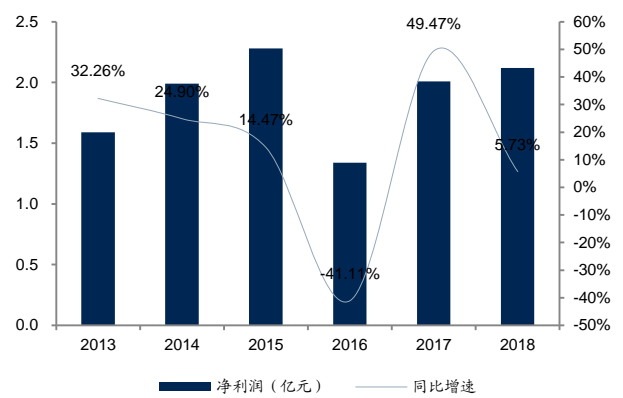
2018 年公司实现营业收入 52.25 亿，同比增长 24.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.12 亿，同比增长 5.73%；如果扣除非经常性损益，归母净利润增长率为 80.41%。其中主营业务工程承包实现收入 36.55 亿，同比增长 36.11%；工程咨询业务实现收入 15.33 亿，同比增长 2.71%。

图 1：公司 2018 年营收同比增长 24.43%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

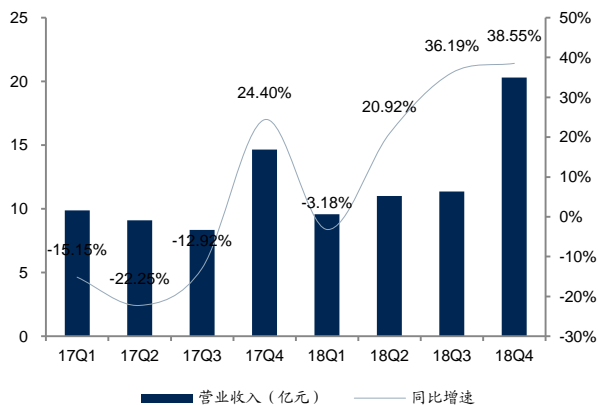
图 2：公司 2018 年归母净利润同比增长 5.73%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

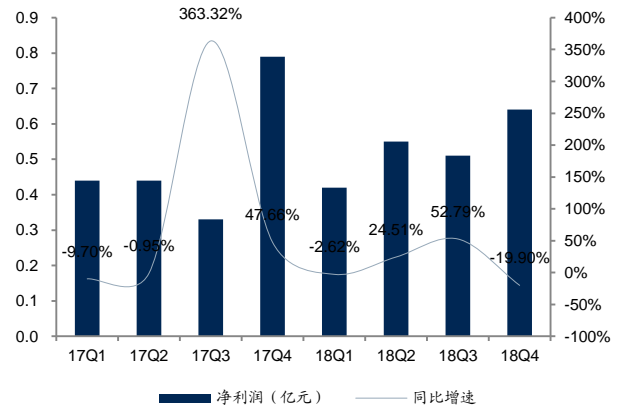
分季度来看，公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 9.57 亿、11.02 亿、11.36 亿、20.31 亿，同比增长-3.18%、20.92%、36.19%、38.55%；实现净利润 0.42 亿、0.55 亿、0.51 亿、0.64 亿，同比增长-2.62%、24.51%、52.79%、-19.90%。四季度公司营收增长提速，净利润增长有所放缓。

图 3：公司 Q4 营收增长提速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q4 净利润增长有所放缓

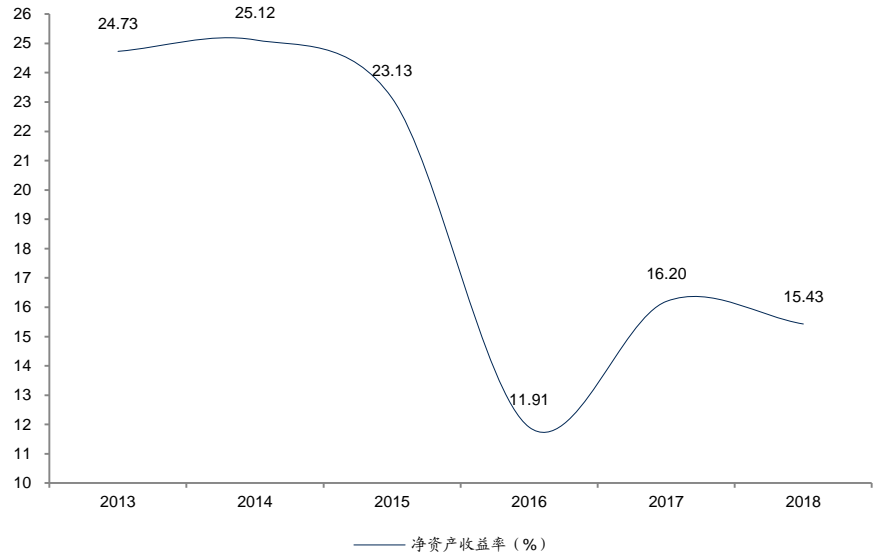


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率有所提升，期间费用率同比上升

2018 年公司的净资产收益率为 15.43%，同比下降 0.77pct。

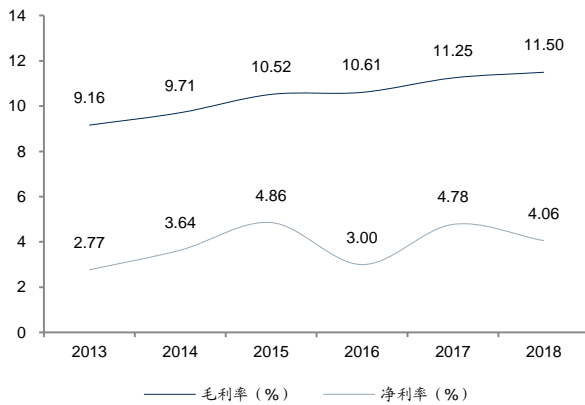
图 5: 公司的 ROE 有所下滑



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

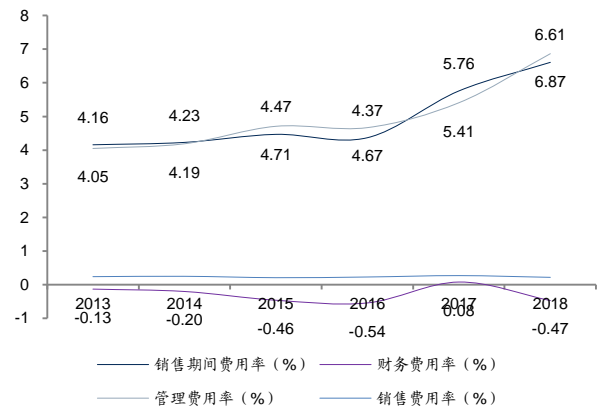
公司 2018 年的毛利率为 11.50%，同比提升 0.25pct；净利率为 4.06%，同比下降 0.72pct。期间费用率为 6.61%，同比提升 0.85pct；其中管理费用率提升 1.46pct 至 6.87%，财务费用率下降 0.55pct 至 -0.47%，销售费用率下降 0.05pct 至 0.22%。

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上升

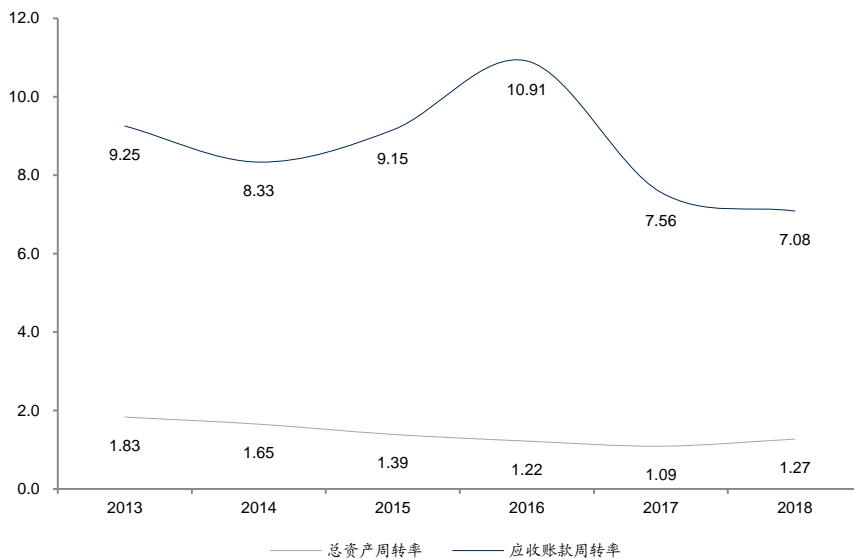


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力和偿债能力保持平稳

2018 年公司总资产周转率为 1.27 次，同比提升 16.51%，应收账款周转率为 7.08 次，同比下降 6.35%。

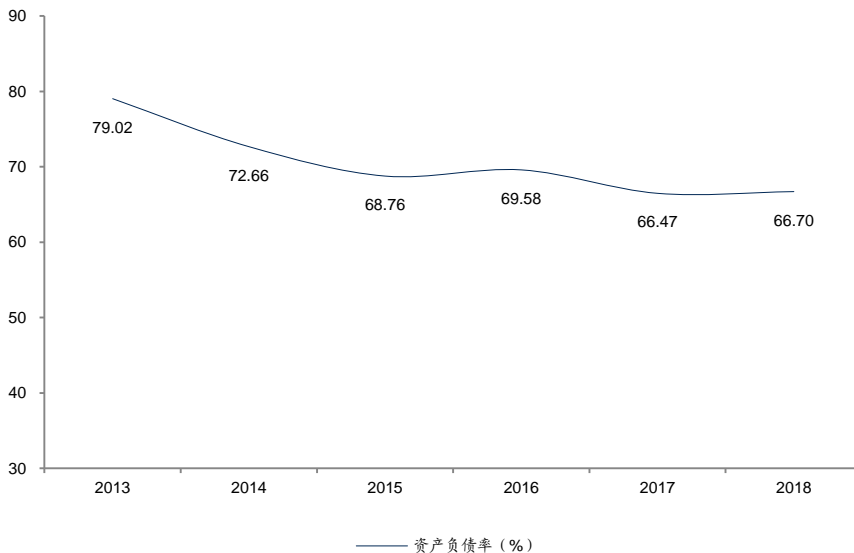
图 8: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



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 66.70%, 同比提升 0.23pct, 偿债能力保持平稳。

图 9: 公司近几年的资产负债率

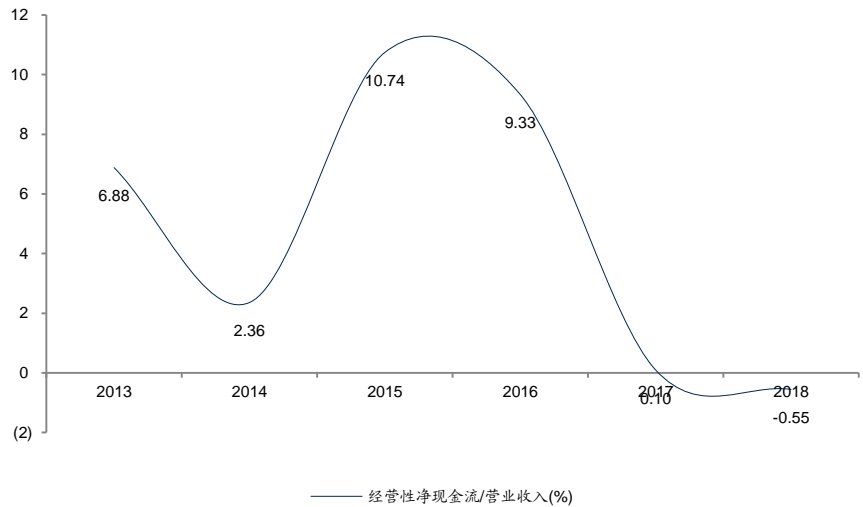


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流有所下滑

2018 年实现经营性净现金流-0.29 亿, 自 2013 年来首次出现现金净流出; 经营性净现金流/营业收入为-0.55%, 同比下降 0.65pct。

图 10: 公司近几年的经营性净现金流



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

海外业务增长强劲

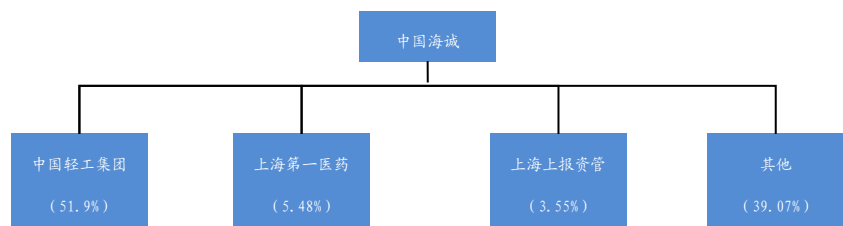
报告期内, 公司海外市场开拓和在手项目进展顺利, 取得收入 14.06 亿, 同比大幅增长 136.20%, 在总营收中的占比提升至 14.18%。

近期, 公司公告中标日本丸红株式会社及 Kraft of Asia Paperboard & Package Co.,Ltd 的新建备浆及纸机工程 EPC 总承包项目, 项目位于越南巴地-头顿省, 合同总金额为 1.075 亿美元, 约合人民币 7.3177 亿元, 约占公司 2018 年营业收入的 14.01%。该项目是公司继越南安化、孟加拉 KPM、江苏王子项目后与日本丸红的又一次合作, 对公司未来继续开拓海外市场、扩大行业影响力具有积极影响。

有望受益国企改革

2017 年公司控股股东中国轻工集团整体并入保利集团, 完成央企重大整合。目前公司的股权结构中, 除了个人投资者外基本以国资为主, 社会资本和战略投资者占比较少, 且母公司保利集团已被纳入“双百企业”名单, 未来国企混改和股权多元化改革有望取得新进展。

图 11: 公司目前的股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

我们将公司业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设：

- (1) 公司工程承包业务在国内外市场的推动下，保持稳健增长；
- (2) 设计和监理业务市场开拓顺利，业绩增长有所加速；
- (3) 咨询及其他业务均保持平稳发展，毛利率水平趋于稳定；

表 1：公司业务收入拆分（亿元）

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
工程总承包					
收入	26.86	36.55	43.86	51.75	60.04
增长率	-13.20%	36.10%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	4.78%	6.70%	6.00%	6.00%	6.00%
设计					
收入	9.78	9.86	11.24	12.93	14.87
增长率	6.81%	0.84%	14.00%	15.00%	15.00%
毛利率	21.70%	23.53%	22.50%	23.00%	23.00%
监理					
收入	3.32	3.68	4.42	5.52	6.90
增长率	11.33%	10.93%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	18.02%	15.49%	15.00%	15.00%	15.00%
咨询及其他					
收入	1.84	2.15	2.69	3.49	4.54
增长率	26.17%	17.16%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	32.13%	30.23%	30.00%	30.00%	35.00%
合计					
收入	41.79	52.24	62.20	73.70	86.34
增长率	-6.16%	25.02%	19.07%	18.47%	17.16%
毛利率	10.99%	11.47%	10.66%	10.79%	11.17%

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

中国海诚的同业可比公司主要是其他专业工程承包企业，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 17.39/14.56 倍，我们预测公司对应的估值为 20.40/16.90 倍，高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
				2019E	2020E	2019E	2020E	
601611.SH	中国核建	9.81	257.51	0.42	0.48	23.36	20.44	无评级
002062.SZ	宏润建设	4.63	51.05	0.34	0.40	13.62	11.58	无评级
600512.SH	腾达建设	2.88	46.05	0.34	0.38	8.47	7.58	无评级
603843.SH	正平股份	10.17	40.68	0.32	0.42	31.78	24.21	无评级
601669.SH	中国电建	6.12	936.30	0.59	0.66	10.37	9.27	无评级
600528.SH	中铁工业	13.55	301.02	0.81	0.95	16.73	14.26	无评级
	平均	7.86	272.10	0.47	0.55	17.39	14.56	--
002116.SZ	中国海诚	12.84	53.62	0.63	0.76	20.40	16.90	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 (除中国海诚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 2.63/3.18/3.81 亿元, 分别同比增长 24.0%/20.9%/19.7%, 对应的 EPS 为 0.63/0.76/0.91 元, PE 分别为 20.4/16.9/14.1 倍。采用相对估值法给与公司 2019 年市盈率合理估值为 25-26 倍, 对应合理估值为 15.75-16.38 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	1108	1228	1228	1228	营业收入	5225	6222	7371	8637
应收款项	971	1067	1265	1482	营业成本	4625	5559	6576	7672
存货净额	408	661	782	912	营业税金及附加	19	23	27	31
其他流动资产	1461	1740	2061	2415	销售费用	11	15	18	21
流动资产合计	3949	4696	5336	6037	管理费用	194	295	332	417
固定资产	0	7	17	20	财务费用	(25)	(5)	19	21
无形资产及其他	54	52	49	47	投资收益	20	15	15	15
投资性房地产	300	300	300	300	资产减值及公允价值变动	(29)	(46)	(46)	(46)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(152)	0	0	0
资产总计	4303	5056	5702	6404	营业利润	240	306	370	444
短期借款及交易性金融负债	0	1055	1132	1186	营业外净收支	9	4	4	4
应付款项	0	0	0	0	利润总额	249	309	374	447
其他流动负债	2842	2430	2867	3357	所得税费用	37	46	56	67
流动负债合计	2842	3485	3999	4543	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	212	263	318	381
其他长期负债	28	31	34	37					
长期负债合计	28	31	34	37	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2870	3516	4033	4580	净利润	212	263	318	381
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(27)	(7)	(13)	(9)
股东权益	1433	1540	1669	1824	折旧摊销	32	6	9	12
负债和股东权益总计	4303	5056	5702	6404	公允价值变动损失	29	46	46	46
					财务费用	(25)	(5)	19	21
关键财务与估值指标					营运资本变动	(485)	(1044)	(212)	(217)
每股收益	0.51	0.63	0.76	0.91	其它	27	7	13	9
每股红利	0.22	0.37	0.45	0.54	经营活动现金流	(212)	(729)	162	222
每股净资产	3.43	3.69	4.00	4.37	资本开支	280	(50)	(50)	(50)
ROIC	24%	14%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	17%	19%	21%	投资活动现金流	280	(50)	(50)	(50)
毛利率	11%	11%	11%	11%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(92)	(156)	(189)	(226)
收入增长	24%	19%	18%	17%	其它融资现金流	19	1055	77	54
净利润增长率	6%	24%	21%	20%	融资活动现金流	(165)	899	(112)	(172)
资产负债率	67%	70%	71%	72%	现金净变动	(97)	120	0	0
息率	1.7%	2.9%	3.5%	4.2%	货币资金的期初余额	1205	1108	1228	1228
P/E	25.3	20.4	16.9	14.1	货币资金的期末余额	1108	1228	1228	1228
P/B	3.7	3.5	3.2	2.9	企业自由现金流	148	(806)	104	167
EV/EBITDA	20.2	26.3	21.9	19.6	权益自由现金流	167	253	166	203

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