

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: 19.52-21.96 元 昨收盘: 14.57 元

(维持评级)

2019年04月25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)	17719/17687
上证综指/深圳成指	3215/10224
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
 《国信证券-中工国际(002051.SZ): 国际工程龙头, 业绩有望迎来拐点》——2019-04-04

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。

2019年一季报点评

Q1 订单大幅反弹, 业绩提速迎来拐点

● 业绩迎来拐点, 订单大幅反弹

2019年Q1公司实现营业收入22.59亿, 同比增长9.36%; 实现归母净利润2.24亿, 同比增长2.47%, 随着国际经贸形势缓和、海外工程项目进度加速, 公司业绩止跌反弹。一季度公司海外新签订单2.72亿美元, 同比增长104.51%; 国内新签订单15.39亿元, 同比增长438.11%, 订单大幅反弹一方面是由于国际经贸局势缓和, 另一方面是去年合并的中国中元经营情况纳入了统计范围。

● 期间费用率大幅下降, 营运能力有所改善

公司2019年Q1的毛利率为20.68%, 同比下降6.69pct; 净利率为9.66%, 同比下降0.51pct。净利率下降幅度远小于毛利率, 主要是由于报告期内利息费用同比减少期间费用率有显著改善, 同比下降9.18pct至10.55%; 其中管理费用率下降0.28pct至3.37%, 财务费用率下降8.69pct至4.24%, 销售费用率下降0.21pct至2.94%。总资产周转率为0.12次, 同比提升9.09%, 应收账款周转率为0.51次, 同比提升41.67%, 营运能力有所改善。资产负债率为49.48%, 比2018年底提升0.97pct, 偿债能力保持平稳。实现经营性净现金流-5.54亿, 经营性净现金流/营业收入为-23.92%, 同比下降12.04pct。

● Q1 业绩增长大幅提速

公司2018Q2、Q3、Q4和2019Q1分别完成营收24.19亿、33.99亿、22.66亿、22.59亿, 同比增长21.57%、23.80%、-51.53%、9.36%; 实现净利润3.68亿、3.53亿、2.61亿、2.24亿, 同比增长24.16%、-1.61%、-58.60%、2.47%。一季度公司的业绩大幅提速, 回暖趋势明显。

● “一带一路”政策催化, 业绩有望持续回暖

据人民日报报道, 第二届“一带一路”国际合作高峰论坛将于4月25日至27日在北京举行, 届时将有37个国家元首或政府首脑出席论坛活动, 在本届论坛上更多支持“一带一路”的政策有望被提出, 公司作为国际工程龙头受益政策推动, 海外业务有望逐步回暖, 全年业绩将迎来拐点。

盈利预测与投资建议: 预计公司19-21年EPS为1.22/1.47/1.76元, PE分别为12.0/9.9/8.3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)	1.20	0.97	1.22	1.47	1.76
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	15.0	12.0	9.9	8.3
EV/EBITDA	11.4	18.3	15.5	13.7	12.2
市净率(PB)	2.17	1.99	1.77	1.56	1.37

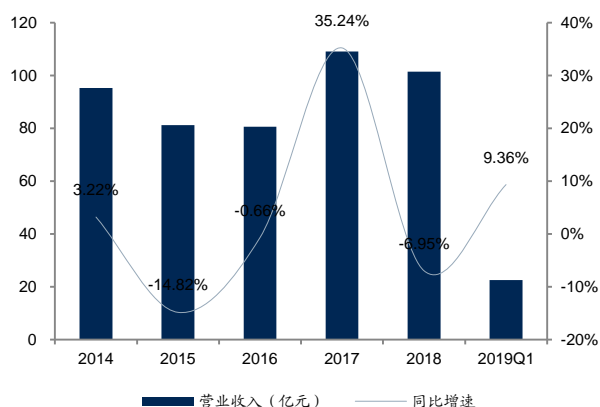
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩迎来拐点，Q1 业绩大幅反弹

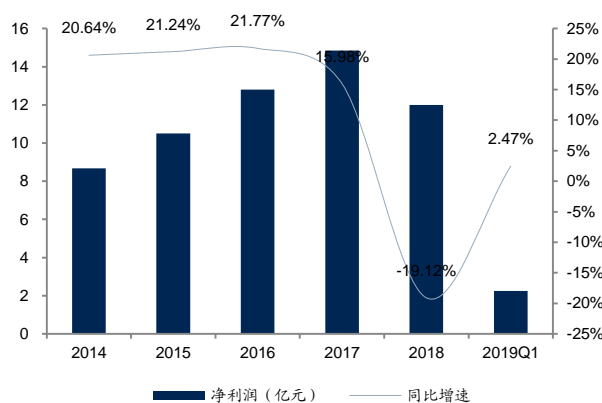
2019 年 Q1 公司实现营业收入 22.59 亿，同比增长 9.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.24 亿，同比增长 2.47%，随着国际经贸形势缓和、海外工程项目进度恢复正常，公司业绩止跌反弹。

图 1：公司 2019 年 Q1 营收同比增长 9.36%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

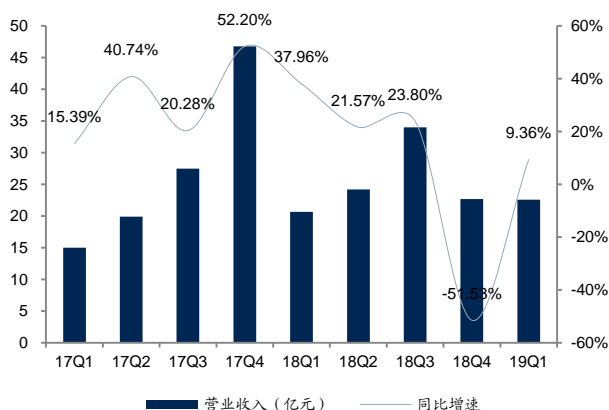
图 2：公司 2019 年 Q1 归母净利润同比增长 2.47%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

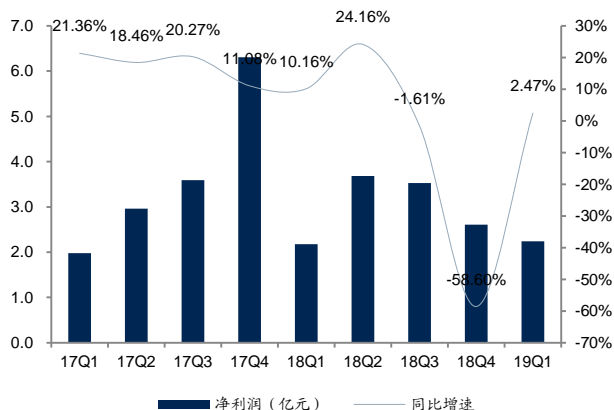
分季度来看，公司 2018Q2、Q3、Q4 和 2019Q1 分别完成营收 24.19 亿、33.99 亿、22.66 亿、22.59 亿，同比增长 21.57%、23.80%、-51.53%、9.36%；实现净利润 3.68 亿、3.53 亿、2.61 亿、2.24 亿，同比增长 24.16%、-1.61%、-58.60%、2.47%。一季度的业绩大幅提速，回暖趋势明显。

图 3：公司 Q1 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 净利润增长提速



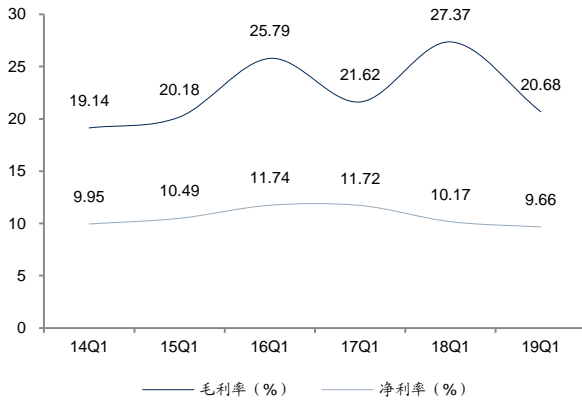
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率有所下滑，期间费用率大幅下降

公司 2019 年 Q1 的毛利率为 20.68%，同比下降 6.69pct；净利率为 9.66%，

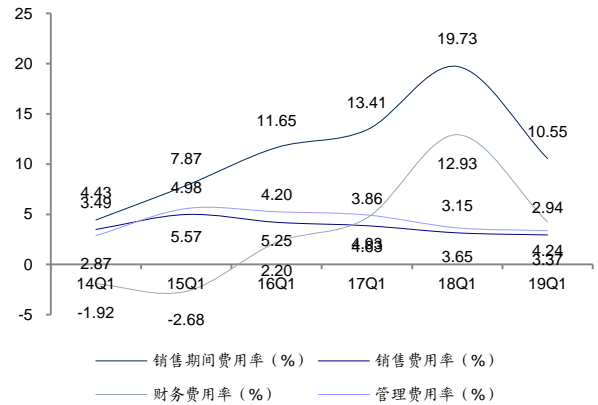
同比下降 0.51pct。净利率下降幅度远小于毛利率，主要是由于期间费用率有显著改善，同比下降 9.18pct 至 10.55%；其中管理费用率下降 0.28pct 至 3.37%，财务费用率下降 8.69pct 至 4.24%，销售费用率下降 0.21pct 至 2.94%。期间费用率大幅下降主要是由于报告期内利息费用同比显著减少。

图 5：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 6：公司的期间费用率同比下降

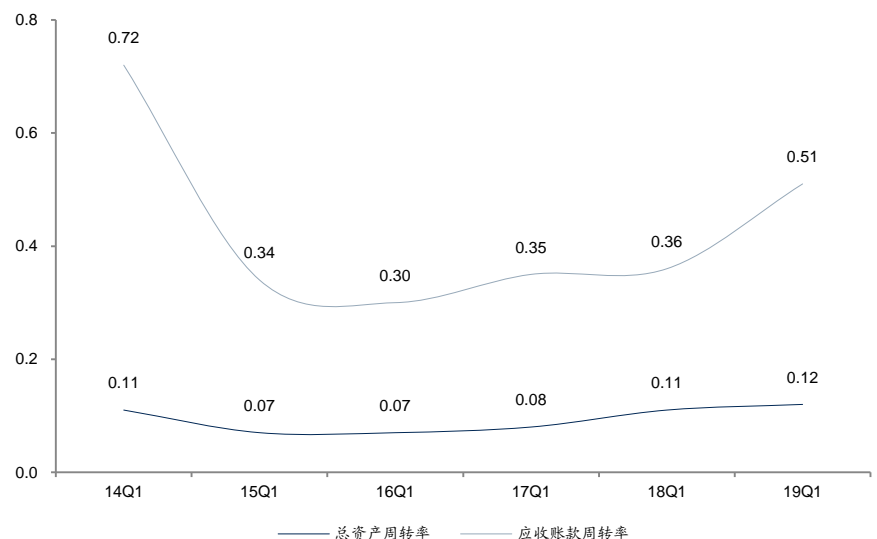


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营运能力改善，资产负债率小幅提升

2019 年 Q1 公司总资产周转率为 0.12 次，同比提升 9.09%，应收账款周转率为 0.51 次，同比提升 41.67%，营运能力有所改善。

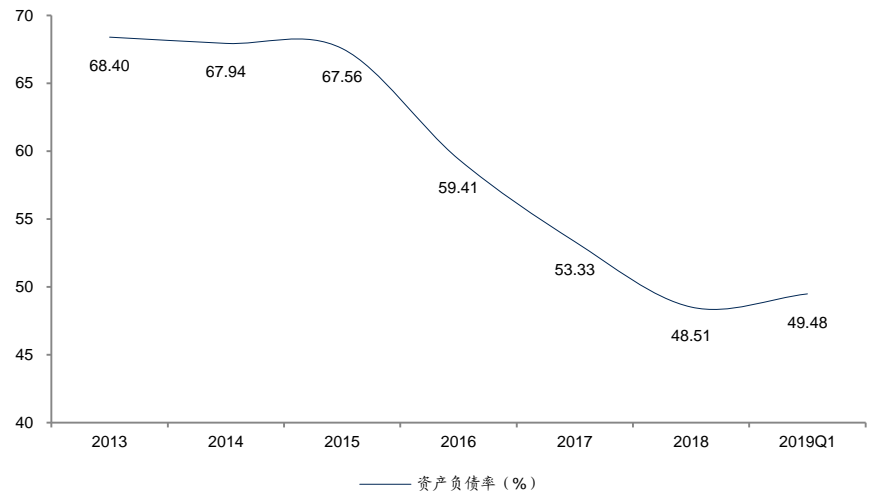
图 7：公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

截至 2019 年一季度末，公司的资产负债率为 49.48%，比 2018 年底提升 0.97pct，偿债能力保持平稳。

图 8: 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

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 1: 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 11.95/10.00 倍，我们预测公司对应的估值为 12.00/9.90 倍，基本与行业估值中枢持平。

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	
601117.SH	中国化学	6.50	320.65	0.59	0.76	11.02	8.55	买入
000065.SZ	北方国际	12.61	97.03	0.95	1.15	13.27	10.97	买入
600970.SH	中材国际	7.98	138.82	0.97	1.17	8.23	6.82	无评级
300284.SZ	苏交科	11.75	95.12	0.88	1.10	13.35	10.68	买入
000928.SZ	中钢国际	6.59	82.81	0.46	0.55	14.33	11.98	无评级
601800.SH	中国交建	13.41	1868.71	1.60	1.79	8.38	7.49	买入
600528.SH	中铁工业	12.82	284.80	0.85	0.95	15.08	13.49	无评级
	平均	10.24	412.56	0.90	1.07	11.95	10.00	
002051.SZ	中工国际	14.57	177.19	1.22	1.47	12.00	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、苏交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 1.22/1.47/1.76 元，PE 分别为 12.0/9.9/8.3 倍。采用相对估值法给与公司 2019 年合理估值为 16-18 倍，对应合理估值为 19.52-21.96 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	0.97	1.22	1.47	1.76	资本开支	86	(115)	(115)	(115)
每股红利	0.34	0.31	0.38	0.45	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	7.32	8.22	9.31	10.62	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	2.3%	2.2%	2.6%	3.1%	企业自由现金流	2708	1393	1760	2089
P/E	15.0	12.0	9.9	8.3	权益自由现金流	2904	1464	1932	2296
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4					
EV/EBITDA	18.3	15.5	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