

中工国际

002051

买入 (维持)

毛利率大幅提升，汇兑损失拖累业绩

2018年04月04日

市场数据

市场数据日期	2018-04-03
收盘价(元)	15.57
总股本(百万股)	1112.77
流通股本(百万股)	1108.02
总市值(百万元)	17325.89
流通市值(百万元)	17250.27
净资产(百万元)	8289.3
总资产(百万元)	18560.08
每股净资产	7.45

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10909	13399	16072	19000
同比增长(%)	35.2%	22.8%	19.9%	18.2%
净利润(百万元)	1484	1725	1986	2276
同比增长(%)	16.0%	16.2%	15.1%	14.6%
毛利率(%)	26.2%	21.9%	21.5%	21.0%
净利润率(%)	13.6%	12.9%	12.4%	12.0%
净资产收益率(%)	17.9%	17.2%	17.1%	16.8%
每股收益(元)	1.33	1.55	1.78	2.05
每股经营现金流(元)	-2.24	0.53	1.27	1.48

相关报告

《中工国际:收入端增速略超预期,汇兑损失致利润增速放缓》
2018-02-12

《中工国际:母公司Q3毛利率提升,财务费用大幅增加》
2017-10-22

《中工国际:Q2收入增长40%,毛利率大幅提升》2017-08-23

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn
S0190513080002

研究助理:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

团队成员:

高远

gaoyuanyjs@xyzq.com.cn

许盈盈

xuyingying@xyzq.com.cn

投资要点

- 2017年公司新签合同22.25亿美元、同比增长14%；实现营业收入109.09亿元，同比增长35.24%，主要系境外业务高速增长驱动。工程承包和成套设备业务、国内外贸易业务分别实现收入96.12亿元、12.43亿元，分别同比增长28.37%、155.57%，工程承包和成套设备业务扭转了之前下滑趋势，贸易业务翻倍增长主要系公司农产品贸易业务取得了显著成效。
- 公司2017年实现综合毛利率26.15%、同比提升4.38%；实现净利率12.48%、同比下降2.79%，主要系财务费率及资产减值损失占比的大幅提升。工程承包和成套设备业务、国内外贸易业务毛利率分别为28.76%、2.87%，分别同比提升7.05%、-5.67%，工程承包和成套设备业务毛利率的提升主要系多个设备供货项目进入设备采购高峰期所致。
- 公司2017年期间费用占比为10.49%、同比提升6.96%，主要源于财务费用占比同比提升8.42%，报告期人民币升值导致公司产生汇兑损失3.87亿（上年为-3.61亿）所致。所得税率较上年下降了4.9个pct且Q4为负，主要系子公司北京沃特尔和加拿大普康当年合计亏损达2.17亿元所致。
- 公司资产减值损失占比增加1.58%，主要系北京沃特尔公司对美国OASYS WaterInc.股权投资计提减值准备1.31亿元所致；公司2017每股经营性现金流净额为-2.24元，较去年减少1.38元/股。
- **盈利预测、估值和评级：**我们下调了公司的盈利预测，预计公司2018-2020年的EPS分别为1.55元、1.78元、2.05元，4月3日收盘价对应的PE分别为10.0倍、8.7倍、7.6倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、新兴业务拓展不及预期、汇率波动带来汇兑损失的风险、工程施工进度不及预期、海外政治经济动荡带来损失

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

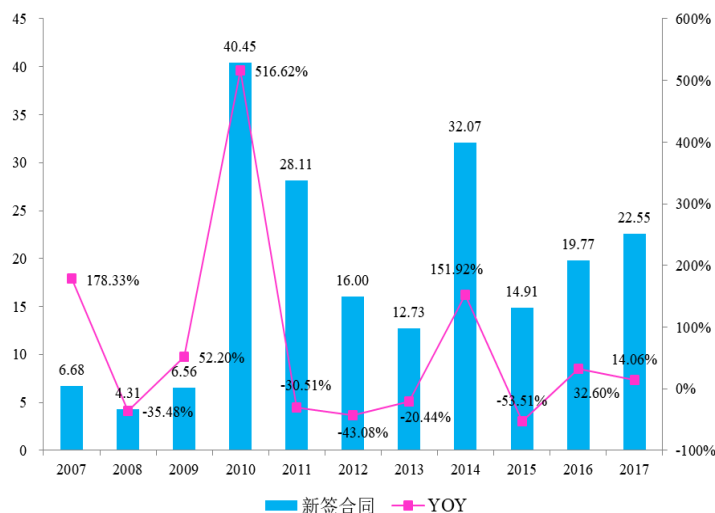
事件

- **中工国际发布 2017 年年报：**2017 年公司实现营业收入 109.09 亿元，同比增长 35.24%；实现营业利润 15.20 亿元，同比增长 5.00%；实现归属于上市公司母公司利润 14.84 亿元，同比增长 15.98%。其中，Q4 实现收入 46.76 亿元、同比增长 52.20%，实现归母净利润 6.31 亿元、同比增长 11.080%。
- **同时，发布利润分配预案：**向全体股东每 10 股派 3.5 元人民币现金(含税)。

点评

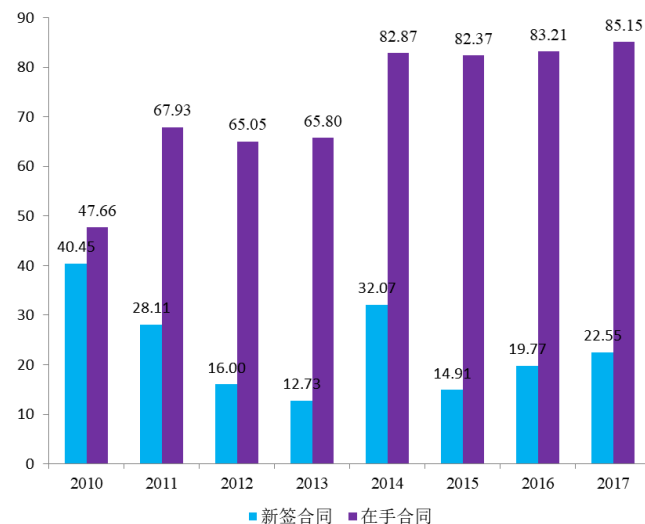
- **新签合同 22.25 亿美元、同比增长 14%，在手订单充足保障未来业绩增长。**2017 年公司海外累计新签合同额 22.55 亿美元，同比增长 14.06%，海外订单持续复苏；公司国内累计新签合同额 13.95 亿元，同比增长 31.23%，国内业务开拓效果显著。截止 2017 年末，公司海外业务在手合同余额为 85.15 亿美元、折合人民币约 536 亿元，达到历年来新高，为公司 2017 年收入的 4.9 倍。随着“一带一路”战略的持续推进，公司海外在手合同有望加速生效落地，进而保障收入较快增长。

图 1、中工国际历年新签海外合同(亿美元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、中工国际海外新签合同&在手合同(亿美元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2017 年公司实现营业收入 109.09 亿元，同比增长 35.24%，主要系境外业务高速增长驱动。**1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 14.98 亿元、19.90 亿元、27.45 亿元、46.76 亿元，分别同比增长 15.39%、40.74%、20.28%、52.20%，Q2&Q4 收入增长较快主要源于公司部分项目进入执行高峰期，在手订单加速转化进而驱动季度收入较快增长；2) 分业务来看，工程承包和成套设备业务、国内外贸易业务、其他业务分别实现收入 96.12 亿元、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

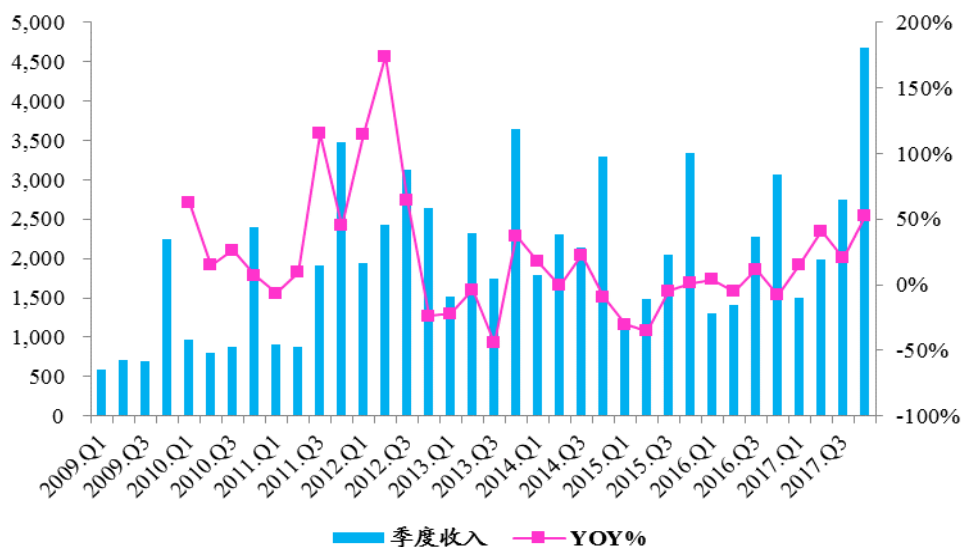
12.43 亿元、0.54 亿元，分别同比增长 28.37%、155.57%、-42.07%，工程承包和成套设备业务恢复正增长、扭转了之前下滑趋势，贸易业务翻倍增长主要系公司农产品贸易业务取得了显著成效；3) 分地区来看，公司国外、国内业务分别实现收入 103.48 亿元、5.60 亿元，分别同比增长 40.69%、-21.19%，国外业务增长较快、国内业务有所下滑。

- **公司 2017 年实现综合毛利率 26.15%、同比提升 4.38%，主要系占比较高的工程承包和成套设备业务毛利率的提升；实现净利率 12.48%、同比下降 2.79%，在毛利率提升的背景下净利率有所下滑，主要系财务费率及资产减值损失占比的大幅提升。**1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 21.62%、32.80%、27.06%、24.24%，分别同比提升-4.17%、19.03%、10.34%、-3.27%，Q2&Q3 毛利率均大幅提升主要系当季结算项目较多、产生的结算利润较多所致；2) 分业务来看，公司工程承包和成套设备业务、国内外贸易业务毛利率分别为 28.76%、2.87%，分别同比提升 7.05%、-5.67%，工程承包和成套设备业务毛利率的提升主要系多个设备供货项目进入设备采购高峰期；3) 分地区来看，国外、国内业务毛利率分别为 26.31%、23.21%，分别同比提升 4.76%、-0.87%，境内毛利率有所下滑；4) 分公司来看，母、子公司的毛利率分别为 30.44%、10.37%，分别同比上升 7.68%、-6.91%，母公司毛利率提升系多个项目进入设备采购期所致，子公司毛利率下降主要系低毛利的贸易业务增长较快。
- **公司 2017 年期间费用占比为 10.49%、同比提升 6.96%，主要源于财务费用增加**，分项来看：销售费用占比为 3.02%，同比下降 0.79%；管理费用占比为 3.38%，同比下降 0.67%；财务费用占比为 4.09%、同比提升 8.42%，2017 财务费用金额为 4.46 亿元、上年同期为-3.49 亿元，财务费用大幅增长主要系报告期人民币升值导致公司产生汇兑损失 3.87 亿（上年为-3.61 亿）所致。值得注意的是，公司所得税率较上年下降了 4.9 个 pct 且 Q4 为负，主要系子公司北京沃特尔和加拿大普康当年合计亏损达 2.17 亿元所致。
- **公司 2017 年资产减值损失占比为 1.68%，较去年增加 1.58%。**1) 2017 年公司发生资产减值损失 1.83 亿元（上年为 0.08 亿元）、同比增长了 21.1 倍，主要系北京沃特尔公司对美国 OASYS WaterInc.股权投资计提减值准备 1.31 亿元所致；2) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 的资产减值损失占比分别为-5.87%、-0.55%、1.31%、5.26%，分别同比上升-6.13%、3.81%、5.35%、0.09%。值得注意的是，资产减值损失和财务费用的大幅增长也是公司营业利润增速（5%）低于收入增速（35.24%）的主要原因。
- **公司 2017 每股经营性现金流净额为-2.24 元，较去年减少 1.38 元/股，主要系报告期在执行的項目进入高峰期，支付工程款较多，部分工程进度款尚未收回。**1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现每股经营性现金流净额分别为-1.41 元、-0.10 元、-0.33 元、-0.39 元，分别较去年同期减少 0.73

元、0.12 元、-0.59 元、1.24 元；2) 从收、付现比的角度来看，公司 2017 年的收现比、付现比分别为 68.31%、114.45%，分别较上年同期下降 25.18%、9.39%，收现比的大幅下滑是公司现金流状况恶化的主要原因。

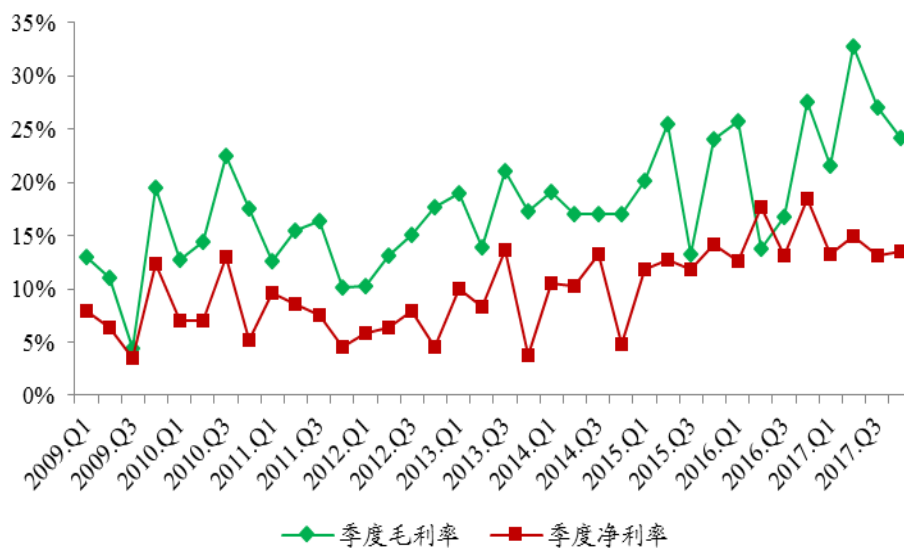
- **盈利预测、估值和评级：**我们下调了公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.55 元、1.78 元、2.05 元，4 月 3 日收盘价对应的 PE 分别为 10.0 倍、8.7 倍、7.6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、新兴业务拓展不及预期、汇率波动带来汇兑损失的风险、工程施工进度不及预期、海外政治经济动荡带来损失

图 3、公司季度收入(百万元)及其增速情况



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

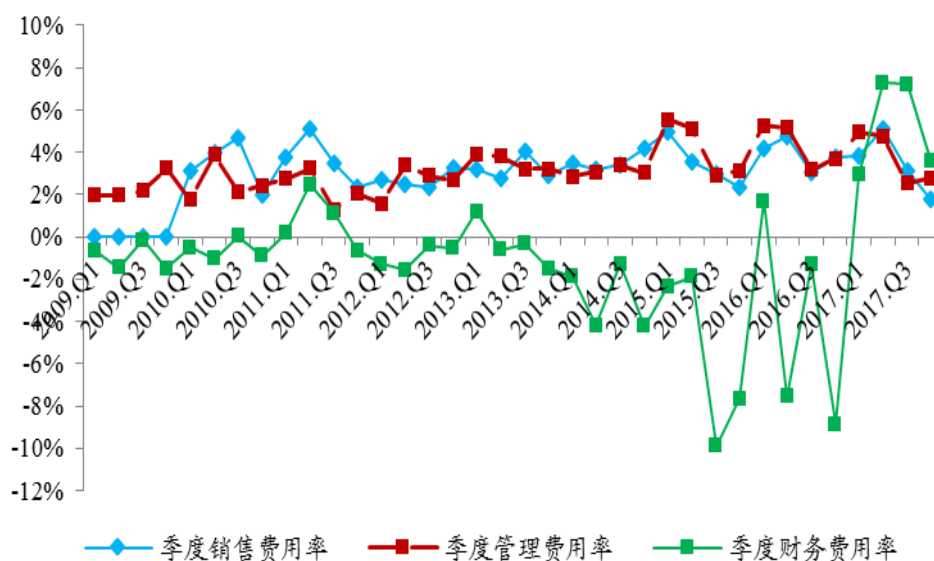
图 4、公司的盈利能力变动情况



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

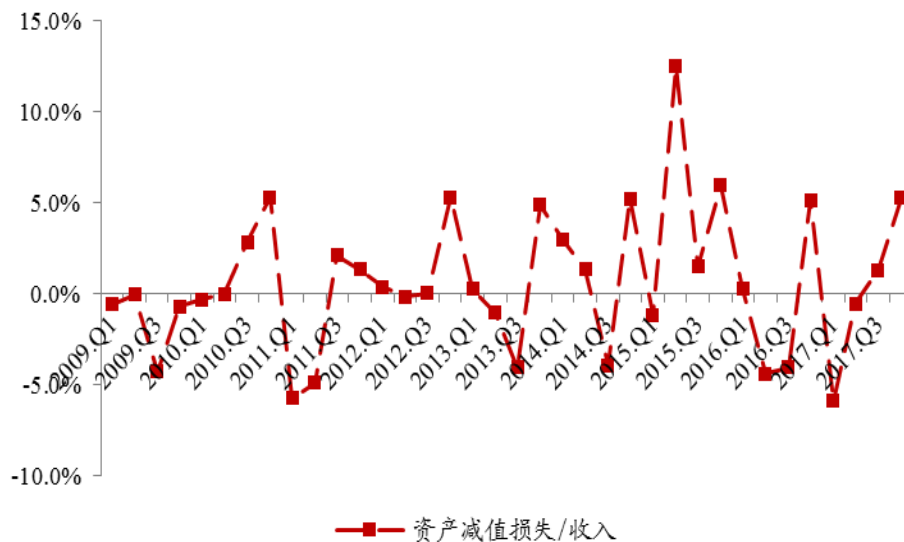
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 5、公司的期间费用占比变化情况



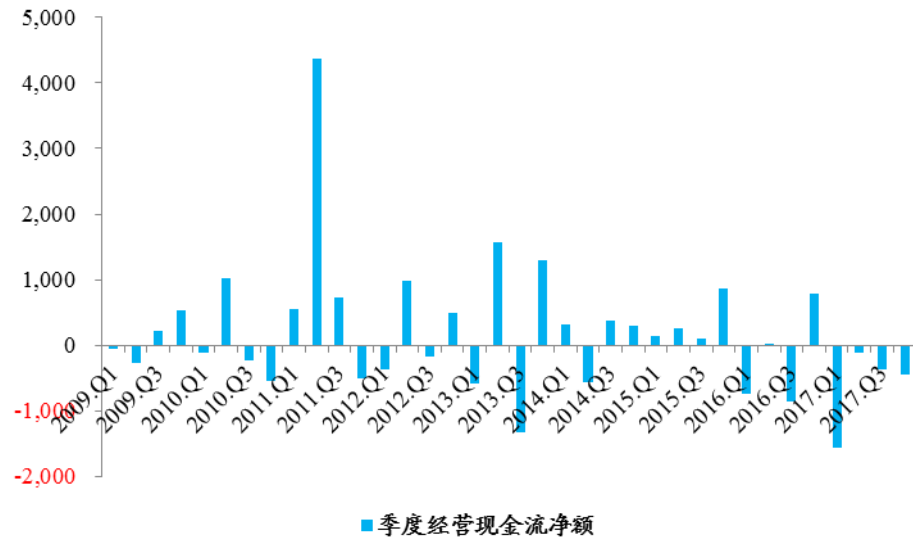
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司的资产减值损失占比变化情况



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司每股经营性现金流净额(百万元)变化情况



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司季度收现比和付现比

	2015.Q3	2015.Q4	2016.Q1	2016.Q2	2016.Q3	2016.Q4	2017.Q1	2017.Q2	2017.Q3	2017.Q4
收现比	82.84%	88.71%	84.83%	155.89%	49.48%	101.12%	74.19%	99.20%	58.18%	59.23%
付现比	78.51%	73.99%	174.67%	166.33%	97.12%	101.40%	201.09%	129.84%	91.18%	93.09%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15545	22150	27095	28727
货币资金	4810	8040	9643	7600
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5979	7664	9759	12039
其他应收款	215	498	598	707
存货	2904	3978	4793	5701
非流动资产	3015	2838	2774	2743
可供出售金融资产	445	480	520	560
长期股权投资	114	120	125	128
投资性房地产	158	0	0	0
固定资产	1570	1408	1250	1090
在建工程	13	7	3	2
油气资产	0	0	0	0
无形资产	277	274	266	258
资产总计	18560	24988	29869	31470
流动负债	9621	14435	17762	17526
短期借款	63	2848	3609	437
应付票据	101	70	95	122
应付账款	5764	7537	9334	11402
其他	3693	3980	4725	5565
非流动负债	277	222	264	311
长期借款	62	72	84	98
其他	215	150	180	213
负债合计	9898	14657	18027	17837
股本	1113	1113	1113	1113
资本公积	1828	1828	1828	1828
未分配利润	4666	5966	7364	9023
少数股东权益	373	299	215	118
股东权益合计	8662	10331	11843	13633
负债及权益合计	18560	24988	29869	31470

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1362	1725	1986	2276
折旧和摊销	141	173	174	174
资产减值准备	183	321	292	318
无形资产摊销	21	12	12	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	452	-24	123	85
投资损失	-14	-16	-25	-30
少数股东损益	-122	-73	-85	-97
营运资金的变动	-4578	1453	1077	1068
经营活动产生现金流量	-2489	585	1411	1652
投资活动产生现金流量	-120	100	-78	-75
融资活动产生现金流量	-399	2544	271	-3620
现金净变动	-3160	3229	1604	-2043
现金的期初余额	7953	4810	8040	9643
现金的期末余额	4793	8040	9643	7600

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10909	13399	16072	19000
营业成本	8055	10467	12613	15003
营业税金及附加	13	13	16	19
销售费用	329	496	595	703
管理费用	369	469	563	684
财务费用	446	-24	123	85
资产减值损失	183	150	70	110
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	14	16	25	30
营业利润	1520	1844	2118	2426
营业外收入	9	9	10	12
营业外支出	21	18	15	17
利润总额	1508	1835	2113	2421
所得税	146	183	211	242
净利润	1362	1651	1901	2179
少数股东损益	-122	-73	-85	-97
归属母公司净利润	1484	1725	1986	2276
EPS(元)	1.33	1.55	1.78	2.05

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	35.2%	22.8%	19.9%	18.2%
营业利润增长率	5.0%	21.3%	14.9%	14.6%
净利润增长率	16.0%	16.2%	15.1%	14.6%
盈利能力(%)				
毛利率	26.2%	21.9%	21.5%	21.0%
净利率	13.6%	12.9%	12.4%	12.0%
ROE	17.9%	17.2%	17.1%	16.8%

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	53.3%	58.7%	60.4%	56.7%
流动比率	1.62	1.53	1.53	1.64
速动比率	1.31	1.26	1.26	1.31
营运能力(次)				
资产周转率	58.4%	61.5%	58.6%	62.0%
应收帐款周转率	189.7%	174.2%	162.4%	153.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.33	1.55	1.78	2.05
每股经营现金	-2.24	0.53	1.27	1.48
每股净资产	7.45	9.01	10.45	12.15
估值比率(倍)				
PE	11.7	10.0	8.7	7.6
PB	2.1	1.7	1.5	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn