

建筑装饰

2019 年 10 月 25 日

中工国际 (002051)

——并购中元协同效用显现，新签订单大幅增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019 年 10 月 24 日

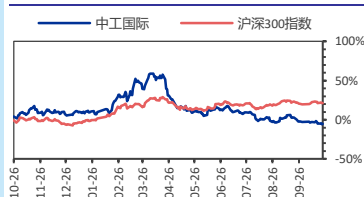
收盘价（元）	9.88
一年内最高/最低（元）	17.13/9.64
市净率	1.2
息率（分红/股价）	3.04
流通 A 股市值（百万元）	10978
上证指数/深证成指	2940.92/9555.76

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	8.37
资产负债率%	53.07
总股本/流通 A 股（百万）	1237/1111
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

李峙屹 A0230517070004
lizy@swsresearch.com

研究支持

黄颖 A0230519080001
huangying@swsresearch.com

联系人

黄颖
(8621)23297818×021-23297204
huangying@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司 2019 年前三季度净利润增速-26%，低于我们的预期（-20%），主要是国际形势复杂、经济动能放缓，公司部分项目生效滞后所致。2019 年前三季度公司实现营业总收入 76.9 亿，同比下滑 24.4%，实现归母净利润 7.56 亿元，同比下滑 26.0%，其中 3Q19 公司实现营收 21.9 亿元，同比下滑 47.9%，实现净利润 2.57 亿元，同比下滑 33.6%。
- 前三季度综合毛利率提升 1.99 个百分点，但收入下滑导致费用率提升，综合影响下净利率下降 0.16 个百分点。2019 年前三季度公司综合毛利率 19.6%，较去年同比提高 1.99 个百分点。加回研发费用，公司期间费用率由于收入大幅减少同比增加 1.54 个百分点至 7.18%，前三季度财务费用-2.97 亿元，较去年同期减少 6091 万元，其中利息费用减少 5499 万元，利息收入增加 3486 万元，汇兑收益大约为 9371 万元（估算公式为汇兑损益=18 年汇兑损益/（18 年汇率变动）*（19 年 1-9 月汇率变动）），综合影响使得财务费用率同比降低 1.54 个百分点至-3.86%；销售费用/管理费用/研发费用分别同比增长 3.5%/0.4%/30.2%，费用率提升 1.17/1.28/0.63 个百分点至 4.34%/5.19%/1.51%。由于应收账款较 18 年末增加 4.52 亿元前三季度产生信用减值 1.38 亿元，占营业收入比重同比提升 1.49 个百分点至 1.8%，综合影响下公司净利率小幅下降 0.16 个百分点至 9.73%。
- 多项目进入执行阶段，付现比大幅提升，经营性现金流同比多流出 21.2 亿元。2019 年前三季度公司经营性现金净额-11.0 亿元，较去年同期多流出 21.2 亿元，主要系多个项目进入执行阶段，支付工程款较多，与结算回款存在错峰。前三季度收现比 95.6%，较去年同期提升 1.1 个百分点，应收票据及应收账款较 18 年末增加 4.36 亿元，子公司加拿大普康对联营企业垫付款项较多使得其他应收款增加 1.56 亿，存货增加 1.13 亿元，预收款减少 0.77 亿元；付现比 111%，较去年大幅提升 20 个百分点，应付票据及应付账款较 18 年末减少 3.50 亿元，预付款增加 6.36 亿元。
- “一带一路”建设将继续走深走实，并购协同效应显现，国内外新签订单快速增长。19 年 1-9 月公司实现海外新签合同额 15.3 亿美元，同比增加 9 亿美元，截至 19 年 9 月末，海外业务在手合同余额 87.3 亿美元，订单收入比达 6.0 倍；国内方面，前三季度新签 50.8 亿元，去年同期仅为 6.49 亿元，实现大幅增长，其中工程承包及成套设备业务新签 34.4 亿元，设计咨询新签 16.4 亿元，中工和中元双方业务协同和优势互补有所显现。
- 积极推进国企改革“双百行动”，探讨中长期激励机制激发活力。国务院国企改革领导小组通过“双百企业”遴选力求打造一批治理结构完善、经营机制高效、创新能力和市场竞争力突出的国企改革尖兵，公司作为入选企业已经制定了综合改革实施方案并完成上报。2019 年将是公司推进“双百行动”改革的关键之年，将积极整合外部资源，完成引进战略投资者等工作；同时在公司及子公司层面探讨中长期激励机制，进一步释放企业内部活力。
- 下调盈利预测，维持“增持”评级：公司订单生效低于预期，下调盈利预测，预计公司 19-21 年净利润分别为 9.84 亿/9.84 亿/10.33 亿（10.59 亿/11.12 亿/12.0 亿），增速分别为 -18%/0%/5%，对应 PE 分别为 13X/12X/12X，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	10,150	7,691	11,928	12,103	13,046
同比增长率（%）	-6.9	-24.4	17.5	1.5	7.8
归母净利润（百万元）	1,200	756	984	984	1,033
同比增长率（%）	-19.1	-26.0	-18.0	0.1	4.9
每股收益（元/股）	1.08	0.61	0.79	0.80	0.83
毛利率（%）	19.3	19.6	16.6	16.6	16.6
ROE（%）	13.3	7.3	8.7	8.1	7.7
市盈率	9		13	12	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,909	10,150	11,928	12,103	13,046
其中：营业收入	10,909	10,150	11,928	12,103	13,046
减：营业成本	8,055	8,193	9,942	10,097	10,881
减：税金及附加	13	11	13	13	14
主营业务利润	2,840	1,946	1,973	1,993	2,151
减：销售费用	329	325	453	442	470
减：管理费用	319	335	453	439	470
减：研发费用	50	52	167	169	176
减：财务费用	446	-149	-206	-128	-125
经营性利润	1,696	1,383	1,106	1,071	1,160
减：资产减值损失	183	-10	0	0	0
减：信用减值损失	0	0	62	42	56
加：投资收益及其他	14	3	4	7	4
营业利润	1,520	1,383	1,052	1,041	1,115
加：营业外净收入	-12	-3	-7	-8	-6
利润总额	1,508	1,380	1,045	1,033	1,109
减：所得税	146	201	125	118	127
净利润	1,362	1,179	920	915	982
少数股东损益	-122	-22	-64	-69	-52
归属于母公司所有者的净利润	1,484	1,200	984	984	1,033
全面摊薄总股本	1,113	1,113	1,237	1,237	1,237
每股收益（元）	1.33	1.08	0.79	0.80	0.83

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。