

中工国际 (002051): 盈利能力环比持续回升

增持 (维持)

建筑业

当前股价: 17.31 元

报告日期: 2009 年 4 月 21 日

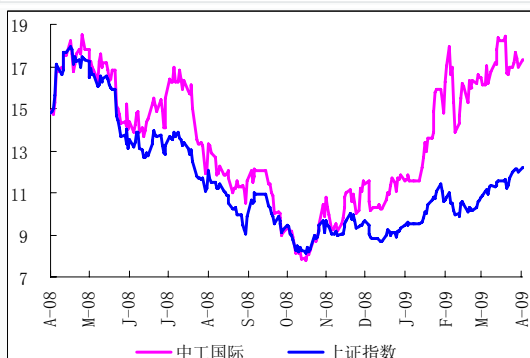
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,141	1,869	2,196	3,091
(+/-)	1.62%	63.87%	17.48%	40.76%
营业利润	125	168	182	247
(+/-)	18.26%	34.70%	8.36%	35.26%
归属于母公司 的净利润	111	144	157	212
(+/-)	27.22%	28.87%	9.24%	35.26%
每股收益 (元)	0.59	0.76	0.83	1.12
市盈率 (倍)	30	23	21	15

公司基本情况 (2009 年 3 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	19,000/6,000
流通市值 (亿元)	10.39
每股净资产 (元)	5.53
资产负债率 (%)	66.37

股价表现 (最近一年)



联系人一天相建筑建材组

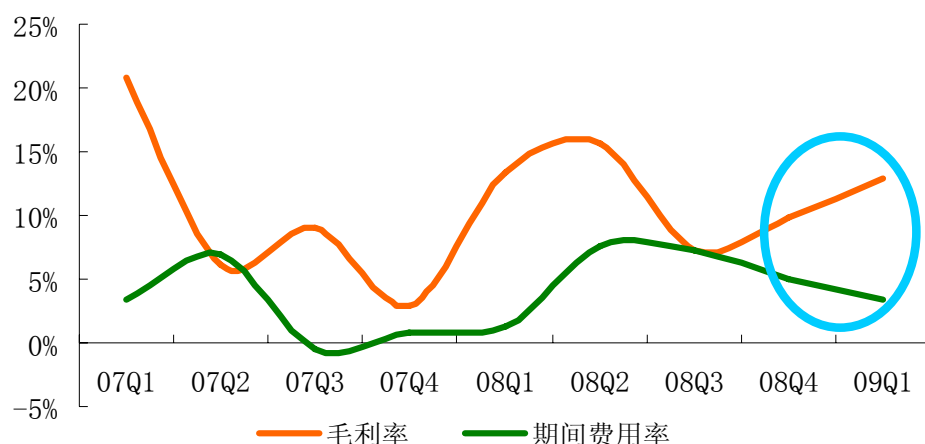
010-66045419 wangd@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 09年一季度, 公司实现营业收入5.94亿元, 同比增长35.2%; 营业利润6,262万元, 同比下降7.0%; 归属母公司净利润4,690万元, 同比下降6.6%; EPS为0.25元, 上年同期业绩为0.26元。公司预计今年中期净利润同比变动幅度小于30%。
- **盈利能力同比回落, 环比回升:** 公司目前主要项目进展顺利, 营业收入保持较快增速, 但净利润出现下滑, 主要原因是盈利能力同比有所下降。公司报告期内综合毛利率为12.96%, 同比下降0.45个百分点, 但环比大幅提升3.09个百分点。此外一季度期间费用率为3.37%, 同比增加2.01个百分点, 环比下降1.64个百分点。考虑到08年全球金融风暴对国际工程承包行业影响较大, 我们认为同比数据参考意义不强, 而环比数据则揭示公司经营状况持续向好 (图表1)。
- **签约21亿元重大项目, 丰富合同储备:** 公司09年2月签约拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程 (三期) 项目, 合同金额折合人民币约21亿元, 相当于08年收入的1.12倍。本系列项目的一期和二期工程均为公司施工, 08年主要实施一期项目, 目前双方履约良好。根据我们测算, 公司当前合同储备约70亿元, 可满足未来2~3年的生产需求。由于此次签约尚需委内瑞拉政府批准预算, 同时考虑到二期尚未完工, 预计短期内无法贡献利润, 但该项目若能顺利实施, 预计将对公司2010和2011年业绩产生积极影响。
- **国机集团资产整合增加公司看点:** 国机集团内部资产整合力度较低, 市场对国机系资产整合的预期由来已久, 集团拟将旗下中农机持有的中工国际62%的股权通过行政划转方式直接控股。此次股权划转有利于中工国际利用集团公司的市场影响力拓展业务, 做强上市公司。我们认为, 中工国际作为集团唯一的以工程承包为主业的上市公司, 同时也是集团控股比例最高的上市公司, 未来大股东存在注入优质的工程承包资产的可能性。
- **盈利预测与评级:** 公司一季度总体经营情况正常, 主要项目进展顺利, 基本符合我们预期, 暂不调整盈利预测, 预计中工国际2009、2010年EPS分别为0.83元和1.12元, 对应的动态PE为21倍和15倍, 公司具有一定的估值优势, 同时考虑到大股东潜在的资产注入的可能, 仍维持“增持”的评级。
- **风险提示:** (1) 全球金融危机冲击海外承包业务; (2) 汇率风险; (3) 集团资产整合存在不确定性。

图表 1：中工国际分季度毛利率与期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、天相投顾

图表 2：中工国际 08 年以来重大项目签约情况

公告日期	项目名称	金额(万美元)	折合人民币(亿元)	工期(月)
2008.4.7	委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程（二期）	13500	9.22	24
2008.3.28	印度尼西亚三林糖厂	8432	5.76	24
2008.9.11	马达加斯加安布迪鲁卡水电站项目一期工程	--	9.77	48
2008.9.26	印度尼西亚三林糖厂项目土建安装合同	3374	2.30	19
2009.2.20	委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复 扩建工程（三期）	30824	21.05	18

资料来源：公司公告、天相投顾

图表 3：“国机系”上市公司概况

代码	简称	控股方式	持股比例	主营业务
002051	中工国际	直接	62.04%	国际工程承包
002046	轴研科技	直接	34.00%	轴承、工业设备
600099	林海股份	间接	45.06%	摩托车及特种车、动力及园林机械
600710	常林股份	间接	35.72%	装载机、平地机、工业性作业
600335	鼎盛天工	间接	46.56%	机械制造, 平地机、摊铺机等
0038HK	中国一拖	--	--	农业装备、工程机械、动力机械和零部件制造

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 4：中工国际盈利预测表（万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	112,257	114,072	186,931	219,616	309,131
增长率	74.24%	1.62%	63.87%	17.48%	40.76%
减：营业成本	92,325	100,735	164,820	192,953	271,508
毛利率	17.76%	11.69%	11.83%	12.14%	12.17%
减：营业税金及附加	0	0	104	110	185
销售费用	4,904	4,281	5,670	5,930	7,419
管理费用	3,256	3,325	5,860	6,259	7,728
财务费用	100	-4,274	-2,066	-2,811	-1,855
期间费用率	7.36%	2.92%	5.06%	4.27%	4.30%
资产减值损失	712	-1,041	-493	-220	-124
加：公允价值变动净收益	38	476	712	549	309
投资净收益	10	10	740	300	100
营业利润	10,570	12,499	16,837	18,244	24,678
增长率	30.28%	18.26%	34.70%	8.36%	35.26%
加：营业外收入	20	0	3	0	0
减：营业外支出	24	0	180	0	0
利润总额	10,566	12,499	16,660	18,244	24,678
增长率	30.14%	18.30%	33.29%	9.51%	35.26%
利润率	9.41%	10.96%	8.91%	8.31%	7.98%
减：所得税	1,806	1,354	2,298	2,554	3,455
实际税负比率	17.09%	10.84%	13.79%	14.00%	14.00%
净利润	8,760	11,145	14,362	15,690	21,223
归属母公司所有者的净利润	8,760	11,145	14,362	15,690	21,223
母公司净利润增长率	23.58%	27.22%	28.87%	9.24%	35.26%
净利润率	7.80%	9.77%	7.68%	7.14%	6.87%
少数股东权益	0	0	0	0	0
总股本（万股）	19,000	19,000	19,000	19,000	19,000
每股收益(元)	0.46	0.59	0.76	0.83	1.12
每股净资产（元）	4.54	4.88	5.29	6.46	7.58
净资产收益率（%）	10.05	12.02	14.30	12.78	14.74

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100