

中工国际 002051.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

中工国际：盈利能力进一步增强

——增发预案点评

事件：

公司自 6 月 24 日开始停牌，宣布重大资产重组事项。今日复牌，公司公布增发预案，拟进行发行价为 18.03 元、预计不超过 3600 万股普通股的非公开发行，对国机集团发行股份购买改制后的中农机有限公司 100% 股权。

点评：

I 增发大致情况概述。本次增发的定价基准日为第三届董事会第十八次会议决议公告日，发行价格按公司董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价，即发行价格为 18.03 元/股，非公开发行的股份总数不超过 3600 万股（含 3600 万股）。拟购买的标的资产为中国机械工业集团有限公司持有的中国工程与农业机械进出口有限公司（暂定名）100% 的股权（为改制后设立的公司股权）。经公司初步估计，该股权的预估值为 6.48 亿元。

I 剥离非主业资产，专注工程承包领域发展。此次方案中把中农机与上市公司主营业务无关的子公司和投资、部分盈利能力较差的资产和部分权属不清晰的资产剥离出去，而把中农机本部资产和旗下中凯国际工程有限责任公司（中农机股份占比 100%）、北京中凯国际货运代理有限责任公司（中农机股份占比 77%）注入上市公司，通过这样资产整合安排，我们也可以发现中工国际控股股东国机集团意图非常明显，就是通过中工国际专注于主业发展，达到做大做强旗下工程承包业务的目标。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1140.71	1869.31	3132.45	3756.22
收入同比	1.62%	63.87%	67.57%	19.91%
净利润(百万元)	111.44	143.62	284.76	329.96
净利同比	27.22%	28.87%	98.27%	15.87%
EPS(元)	0.49	0.64	1.26	1.46
EPS 同比	28.94%	30.61%	96.87%	15.88%
PE(倍)	44.34	33.95	17.24	14.88

注：每股收益按非公开增发股份上限 3600 万股摊薄后计算

数据来源：公司公告

请务必阅读正文之后的重要声明

建筑施工

评级：推荐（维持）

上次评级：

目标价格：

上次预测：

当前价格：¥21.73

2009.7.24

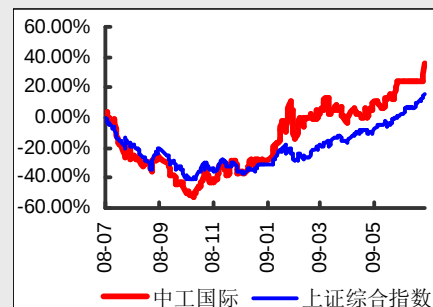
基础数据

总市值(百万元)	3752
总股本/流通 A 股(百万股)	190/190
流通市值(百万元)	3752
每股净资产(元)	5.42
净资产收益率(%)	8.93

交易数据

52 周内股价区间(元)	7.66 ~ 21.73
静态市盈率(倍)	33.95
动态市盈率(倍)	17.24
市净率(倍)	4.00

52 周内股价走势图



解文杰

行业研究员

电话

021-32229888*3506

邮箱

xiewenjie@ajzq.com

相关报告

中工国际：估值较为合理，未来存在整合预期
2009.5.21

中工国际：资产整合如期而至
2009.6.24

表 1、改制拟剥离的部分资产

中农机拟剥离的资产	主要资产内容
与上市公司主营业务无关的资产	上海华隆进出口公司、江苏华隆进出口公司、厦门华隆进出口公司、华隆（香港）有限公司、秘鲁华隆有限公司、广东华隆进出口公司、深圳华隆进出口公司、中国空分设备有限公司、杭州万向传动轴有限公司、万向集团公司等公司股权
	国机财务有限责任公司、中国光大银行股份有限公司等金融类投资
	福建龙溪、万向钱潮等上市公司股票
部分盈利能力较差的资产	南方证券股份有限公司、泰国京泰机械有限公司、西安大鹏生物科技股份有限公司、澳大利亚澳华机械有限公司、北京工程机械农业机械联营公司等公司股权以及积累的部分应收款项
部分权属不清晰资产	华普办公楼等

资料来源：公司公告、爱建证券研究总部整理

表 2、改制后中农机保留的主要资产

改制后中农机保留的资产	主要资产内容
本部资产	经过部分剥离后保留的中农机本部资产
控股子公司	中凯国际 100%股权
	中凯华 77%股权
参股公司	甘肃蓝科石化高新装备股份有限公司 2%股权

资料来源：公司公告、爱建证券研究总部整理

- **此次资产注入将有效提高上市公司经营实力和盈利水平。**中农机近年来致力于帮助建设发展中国家的基础设施项目，在水利水电、市政交通、化工环境等建设领域有较强的项目组织和实施能力；并作为总承包商及成套设备供应商，在核心产业建设方面也积累了丰富的经验。而中农机的进出口贸易业务更是在南美、亚洲、非洲等地广泛设点，从事机电产品贸易和工程机械、农业机械等的产品进出口活动。

通过此次非公开发行，将中农机的资产注入到上市公司，我们认为可以有效实现优势互补，强强联合，一方面能够利用利用中农机的人员优势和海外经营经验，扩大上市公司的业务能力和范围，另一方面也进一步完善上市公司产业链，获得更大的赢利空间。并为后续中工国际进行资源整合，把中工国际打造成具有国际竞争能力的国际工程承包行业龙头提供有力支持。另外，从待注入上市公司的资产来看，应该说属于质量较为优良的部分。

2007 年、2008 年、2009 年 1-6 月的待注入资产的净利润分别达到 10696.06 万元、4804.82 万元、6197.47 万元，分别占到上市公司同期净利润的 95.97%、33.45%、67.44%，同期待注入资产的净资产收益率分别为 26.37%、9.96%、14.07%，也普遍高于同期上市公司的水平。根据公司方面模拟测算，本次交易标的预计 2009 年能产生净利润约 7416 万元、2010 年实现净利润约 6823 万元。按照增发后的股份摊薄（按非公开发行 3600 万股后的总股本计算），预计能够 2009 年、2010 年能够增加每股收益 0.328 元，0.302 元，对上市公司的盈利增厚明显。

表 3：相关经营数据一览

中工国际相关经营数据				
	2006	2007	2008	2009.1-6
营业总收入	112257.25	114071.65	186931.31	129849.14
利润总额	10565.57	12499.08	16660.00	12009.03
净利润	8760.04	11144.68	14362.37	9188.95
净资产收益率(%)	10.4%	12.02%	14.30%	8.93%
待注入资产相关经营数据				
	2006	2007	2008	2009.1-6
营业总收入	—	159958.44	115639.90	55611.20
利润总额	—	12911.24	8347.53	8778.48
净利润	—	10696.06	4804.82	6197.47
净资产收益率(%)	—	26.37%	9.96%	14.07

资料来源：公司公告，爱建证券研究总部整理

- 此次交易将能进一步提高国机集团控制力，并使得与中农机的关联交易得到消除。如果按此次非公开增发预案发行股份上限 3600 万股进行测算，发行完成后国机集团及其关联方持有上市公司股比例将由原来的 64.41%上升到 70.08%，进一步提升国机集团对上市公司的控制力，加快决策的实施，提高管理效率。而此次交易通过剥离与上市公司主营业务无关的资产，能够有效消除上市公司与中农机之前存在的关联交易问题，增强公司业务的独立性。

表 4：公司近年来与中农机发生的关联交易

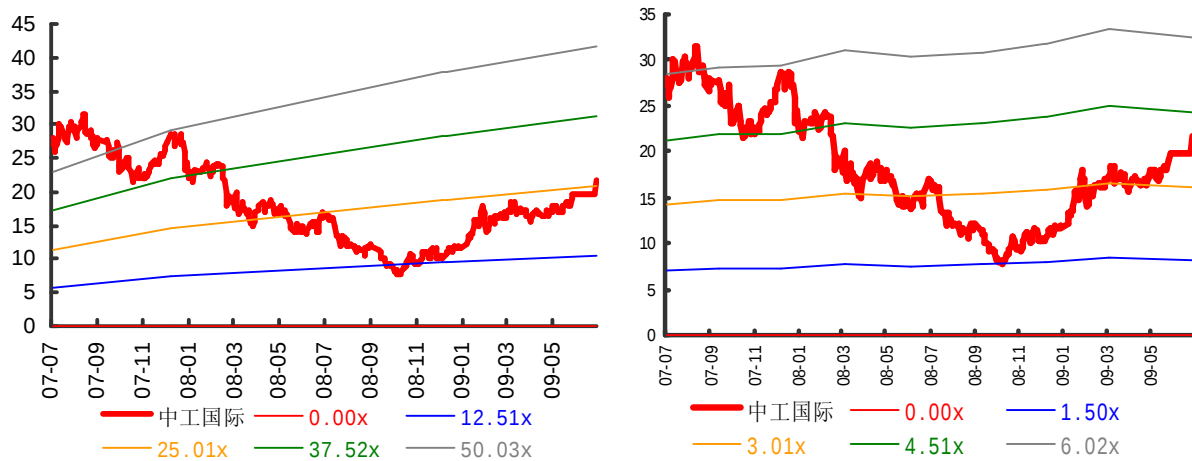
关联方名称	交易类型	2006 年	2007 年	2008 年
		交易金额	交易金额	交易金额
北京中凯华国际货运代理有限公司	接受劳务	264.78	171.36	994.73
中国工程与农业机械进出口公司	代收汇	487.81	17309.50	10165.74
中国工程与农业机械进出口公司	代收的出口退税款	296.42	193.06	240.38
中国工程与农业机械进出口公司	以中农机名义报关	529.97	664.10	12.35
中国工程与农业机械进出口公司	占用中农机额度开立的保函	3946.53	800.00	
中国工程与农业机械进出口公司	以中农机名义签订的采购合同	3515.45	1197.55	225.69
中国工程与农业机械进出口公司	支付中农机保函额度使用费	136.81	141.33	

资料来源：公司公告，爱建证券研究总部整理

- **上半年营业收入增幅较大，净利润基本持平。**根据公司公布的 09 年上半年业绩快报，2009 年 1-6 月，公司实现营业收入 129849.14 万元，同比增长 41.76%，主要因为报告期内公司实施了委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程（二期）、印度尼西亚三林糖厂项目、津巴布韦农业工程项目、吉尔吉斯克孜勒基亚水泥厂项目一期工程等项目。而净利润为 9188.95 万元，比去年同期略减 5.28%，基本和上年持平。主要原因来两点：1、上年同期公司把菲律宾 Banaoang 农业灌溉设施项目的未到期应收账款无追索权卖断给日本三井住友银行股份有限公司上海分行，公司将该项目未实现融资收益全部摊销，增加融资收益 2646 万元，同时确认融资费用 1434 万元，本期无此交易活动；2、本报告期内美元兑人民币汇率降幅减少，使报告期汇兑损益比上年同期减少 2610.11 万元。
- **目前经营平稳，订单充裕，后续资产整合仍可期。**目前公司项目储备较为充裕，自身的订单加上此次合并中农机的订单能够保证未来公司未来两年业绩的稳定增长。我们也认为在国机集团凭借中工国际资本平台做大做强工程承包和成套产品设备进出口业务战略目标指引下，未来后续的资产整合或仍可以期待。
- **我们暂时维持之前的业绩预测和投资评级。**在考虑资产整合情况下，我们初步预计公司 2009、2010 年能实现每股收益 1.26 元、1.46 元，按照目前的股价水平，对应的 PE 分别为 17.24 倍、14.88 倍，PB 为 4.00 倍，我们

认为目前的股价相对于整体的大盘和建筑施工板块具有较高的估值优势，而公司在国机集团整合下产业链进一步延伸，经验和实力也进一步增强，因此我们维持公司“推荐”评级。

图 4：中工国际 PE/PB Bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。