

**强烈推荐-A (维持)****中工国际 002051.SZ**

目标估值: 39.0-43.7 元

当前股价: 35.00 元

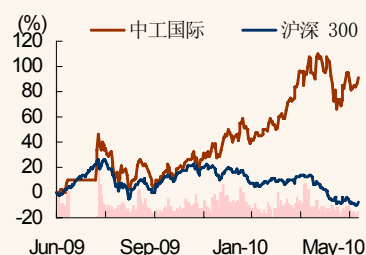
2010 年 7 月 22 日

**将翱将翔，振兮扬兮****基础数据**

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2471      |
| 总股本(万股)    | 19000     |
| 已上市流通股(万股) | 19000     |
| 总市值(亿元)    | 63        |
| 流通市值(亿元)   | 63        |
| 每股净资产(MRQ) | 6.3       |
| ROE(TTM)   | 18.3      |
| 资产负债率      | 55.0%     |
| 主要股东       | 中国机械工业集团有 |
| 主要股东持股比例   | 62.0%     |

**股价表现**

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | -1 | 17 | 69  |
| 相对表现 | 1  | 39 | 95  |

**相关报告**

1、《建筑工程行业 2010 年中期投资策略—建筑四小龙，共享高成长》  
2010/06/09

2、《建筑工程行业 2010 年二季度投资策略—“精华出金葛”异彩呈，“园工隧杭材”缤纷现》2010/04/12

**王小勇**

0755 - 82960440

wxy@cmschina.com.cn

S1090209120321

本报告主要向投资者回答三个问题：一是核心业务及优势—国际工程总承包，主要承接发展中国家的国家项目和民生项目；二是业务模式—类似于 PM 模式的 EPC，最大可能控制风险；三是资产注入预期—中农机注入公司或将拉开国机集团工程业务板块整体上市的帷幕。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

- **“建筑四小龙”之一，公司也是我们 2010 年主推的“金股”之一。**我们把公司与东华科技、东方园林、中工国际并称为“建筑四小龙”在 2010 年中期策略报告中正式提出，10 年上半年截至 7 月 2 日，建筑四小龙总股本加权整体上涨 37.7%，其中中工国际上涨了 22.6%；同期沪深 300 走势下降了 28.8%。
- **亚非拉等地区基础设施建设持续保持旺盛的需求。**中国对外承包工程行业的主要市场是在亚非拉，受金融危机直接冲击较小。而且由于当地国家经济建设的需要，基础设施市场需求较大。预计未来的市场仍然会集中在亚非拉地区，基础设施建设领域的项目将会继续增加，而这些地区的某些国家也是我国重点投资的国家。
- **多种措施保证公司的风险可控。**公司承接的项目大部分属于国家项目，这类项目依靠的是自有资金、出口信贷加保险或我国政府的两优贷款；并且采用接近于 PM 的分包模式等；未到期应收账款无追索权卖断等。
- **中农机注入中工国际，或将拉开国机集团工程业务板块整体上市的帷幕。**2009 年国机集团营业收入 1020 亿元，预计工程总承包板块占国机集团业务的 1/3 左右。根据 2009 年 4 月 10 日发布的《中工国际工程股份有限公司收购报告书》提到“有利于中工国际利用国机集团资源做优做大”，我们预计，随着央企重组步伐的加快，国机集团整体上市的步伐也将加快即其特有的分板块业务整体上市，而其中的工程板块整体上市或将惠及公司。
- **在考虑中农机注入最终获批的情况下，预计 10 年、11 年实现净利润 3.53 亿元、4.59 亿元，同比增长 68%、30%。**摊薄后 EPS 分别为 1.56 元、2.03 元。
- **维持“强烈推荐-A”的投资评级。**按照 10 年中农机注入后的全面摊薄 EPS 进行估值，给予 25-28 倍 PE，目标价 39.0-43.7 元。
- **风险提示：**人员的扩张及管理，中农机注入进度低于预期，大盘系统性风险。

**财务数据与估值**

| 会计年度      | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 1869 | 3139 | 5180  | 6993  | 8741  |
| 同比增长      | 64%  | 68%  | 65%   | 35%   | 25%   |
| 营业利润(百万元) | 145  | 241  | 405   | 526   | 626   |
| 同比增长      | 26%  | 67%  | 68%   | 30%   | 19%   |
| 净利润(百万元)  | 120  | 210  | 353   | 459   | 546   |
| 同比增长      | 18%  | 75%  | 68%   | 30%   | 19%   |
| 每股收益(元)   | 0.63 | 1.11 | 1.56  | 2.03  | 2.42  |
| PE        | 55.4 | 31.7 | 22.5  | 17.2  | 14.5  |
| PB        | 6.6  | 5.8  | 4.0   | 3.7   | 3.3   |

资料来源：招商证券

## 正文目录

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| 一、引言—建筑“四小龙”之一，国际工程承包为主业                                                   | 4  |
| 二、海外工程承包市场巨大，我国对外投资迅猛增长                                                    | 5  |
| 1、海外工程承包市场巨大，我国企业走出去战略成效显著                                                 | 5  |
| 2、“外交促经济”，我国对外投资迅猛增长                                                       | 6  |
| 三、类 PM 的业务模式很好地控制风险                                                        | 8  |
| 1、更接近于 PM 的业务模式                                                            | 8  |
| 2、合理评估项目资金来源，最大程度的规避风险                                                     | 9  |
| (1) 业主自有资金                                                                 | 9  |
| (2) 出口信贷加保险                                                                | 9  |
| (3) 两优贷款                                                                   | 10 |
| 3、财务指标良好                                                                   | 10 |
| (1) 应收账款占比较低                                                               | 10 |
| (2) 有效控制汇率风险                                                               | 11 |
| (3) 管理效率持续提高，三项费用率下降趋势明显                                                   | 12 |
| 四、央企重组背景下国机集团整体上市将可能惠及公司                                                   | 13 |
| 1、央企重组提速—设专项资金，促央企重组                                                       | 13 |
| 2、国机集团资产证券化率较低，整体上市提上日程                                                    | 14 |
| 3、中农机注入中工国际，或将拉开国机集团工程业务板块整体上市的帷幕                                          | 15 |
| 五、盈利预测与估值                                                                  | 18 |
| 1、主要的业绩预测假设                                                                | 18 |
| 2、业绩预测及估值                                                                  | 18 |
| (1) 业绩预测                                                                   | 18 |
| (2) 估值                                                                     | 19 |
| (3) 风险提示                                                                   | 20 |
| 附录——国外十种工程总承包与工程项目管理方式                                                     | 21 |
| 1、设计采购施工总承包 (EPC—Engineering、Procurement、Construction)                     | 21 |
| 2、交钥匙总承包 (LSTK—Lump Sum Turn Key)                                          | 22 |
| 3、设计、采购、施工管理承包 (EPCm—Engineering、Procurement、Construction management)      | 22 |
| 4、设计、采购、施工监理承包 (EPCs—Engineering、Procurement、Construction superintendence) | 22 |
| 5、设计、采购承包和施工咨询 (EPCa—Engineering、Procurement、Construction advisory)        | 23 |
| 6、项目管理承包 (PMC—Project Management Contractor)                               | 23 |
| 7、项目管理组 (PMT—Project Management Team)                                      | 25 |
| 8、设计、采购承包 (EP—Engineering、Procurement)                                     | 25 |
| 9、施工管理 (CM—Construction Management)                                        | 25 |
| 10、设计、采购、安装、施工承包 (EPIC—Engineering、Procurement、Installation、Construction)  | 26 |

## 图表目录

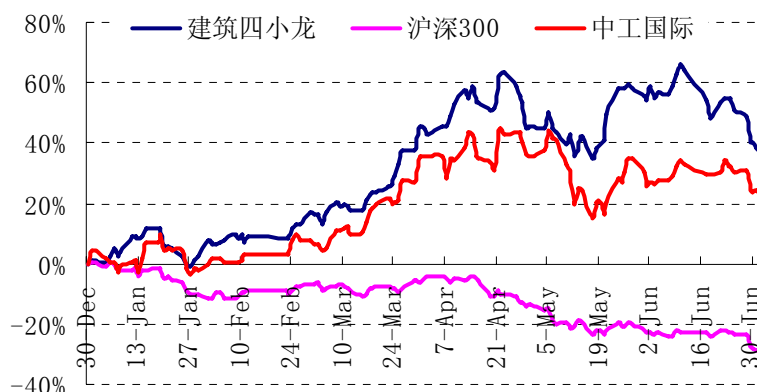
|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 建筑四小龙 (含中工国际) 走势远胜于沪深 300 指数 .....               | 4  |
| 图 2: 中工国际五大核心优势 .....                                 | 4  |
| 图 3: 全球工程市场稳步增长 .....                                 | 5  |
| 图 4: 我国海外新签合同额及完成营业额增长迅猛 .....                        | 5  |
| 图 5: 我国对外承包工程营业额的地区分布 .....                           | 6  |
| 图 6: 我国对外投资净额迅猛增长 .....                               | 7  |
| 图 7: 2008 年我国对外直接投资流量地区分布 .....                       | 7  |
| 图 8: 中工国际业务流程示意图 .....                                | 8  |
| 图 9: PM 承包模式组织结构图 .....                               | 9  |
| 图 10: 中国银行出口买方信贷流程示意图 .....                           | 10 |
| 图 11: 公司应收账款、应收票据等指标良好 .....                          | 11 |
| 图 12: 公司历年资产减值损失一览 .....                              | 11 |
| 图 13: 公司历年汇兑损失情况 .....                                | 12 |
| 图 14: 三项费用率稳步下降 .....                                 | 12 |
| 图 15: 国机集团 3 大业务板块示意图 .....                           | 14 |
| 图 16: 国机集团 3 大业务板块具体业务内容 .....                        | 15 |
| 图 17: 国机集团 3 大业务板块具体占比 .....                          | 16 |
| 图 18: 各业务营业收入占比 .....                                 | 16 |
| 图 19: 各业务营业利润占比 .....                                 | 16 |
| 图 20: 中工国际吸收中农机后的股权结构示意图 .....                        | 17 |
| 图 21: 2009 年中工国际分地区营业收入占比 .....                       | 18 |
| 图 22: 中工国际历史 PE Band .....                            | 20 |
| 图 23: 中工国际历史 PB Band .....                            | 20 |
| 图 24: EPC (max s/c) 合同结构形式示意图 .....                   | 21 |
| 图 25: EPC (self-perform construction) 合同结构形式示意图 ..... | 21 |
| 图 26: EPCm 合同结构形式示意图 .....                            | 22 |
| 图 27: EPCs 合同结构形式示意图 .....                            | 23 |
| 图 28: EPCa 合同结构形式示意图 .....                            | 23 |
| 图 29: PMC 合同结构示意图 .....                               | 24 |
| 图 30: PMT 合同结构示意图 .....                               | 25 |
| 图 31: EP 合同结构示意图 .....                                | 25 |
| 图 32: CM 合同结构示意图 .....                                | 26 |
| <br>                                                  |    |
| 表 1: 125 家央企明细 .....                                  | 13 |
| 表 2: 2009 年国机集团所属上市公司资产、利润总额明细 (单位: 亿元) .....         | 15 |
| 表 3: 工程总承包营业收入、毛利率预测 .....                            | 19 |
| 表 4: 盈利预测简表 .....                                     | 19 |
| 表 5: 可比公司估值一览 .....                                   | 20 |
| 表 6: PMC 与 EPC 的区别 .....                              | 24 |
| <br>                                                  |    |
| 附: 财务预测表 .....                                        | 27 |

## 一、引言—建筑“四小龙”之一，国际工程承包为主业

我们在《建筑工程行业 2010 年中期投资策略—建筑四小龙，共享高成长》一文中，将公司与东方园林、金螳螂、东华科技并称为“建筑四小龙”。

从股价走势上来看，10 年上半年截至 7 月 2 日，建筑四小龙总股本加权整体上涨 37.7%，其中中工国际上涨了 22.6%；而同期沪深 300 走势下降了 28.8%。

图 1：建筑四小龙（含中工国际）走势远胜于沪深300指数



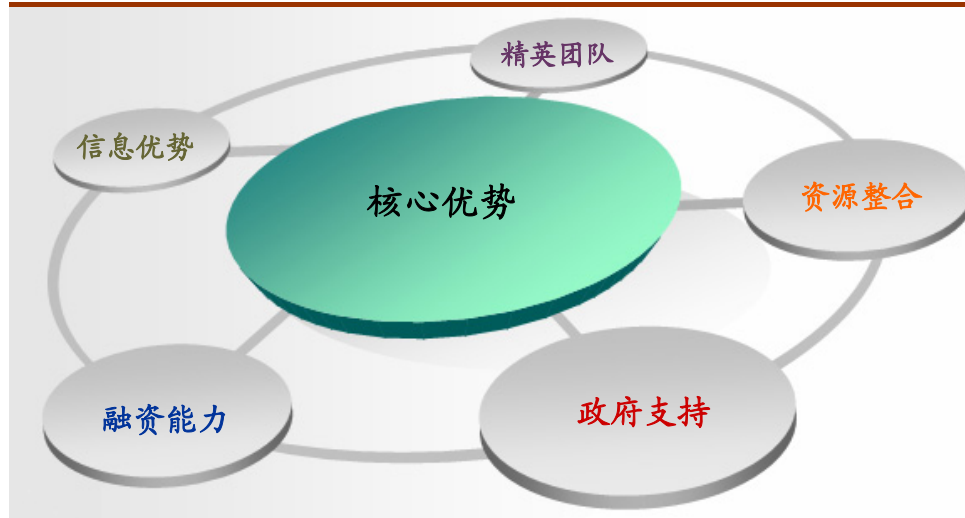
资料来源：Wind，招商证券研发中心

中工国际核心业务是国际工程总承包（进出口贸易和海内外投资业务）。主要承接的是第三世界国家的国家项目和民生项目，这类项目主要依靠的是国家投入。

公司具有丰富的国际工程总承包管理经验，截至目前已完成数十个大型交钥匙工程和成套设备进出口项目。业务范围覆盖东南亚、南亚、中亚、中东、非洲、南美洲及加勒比地区诸国，业务涉及水务工程、农业工程、电力工程、工厂建设、交通工程等领域。

历年来，中工国际凭借丰富的国际工程总承包经验和深远的品牌影响力、凭借良好的政府支持和畅通的融资渠道、凭借高效的管理团队和精良的员工队伍，在世界各地完成了数十个国际工程总承包交钥匙工程、成套设备进出口和投资项目，赢得了各国业主的高度认可和广泛赞誉。

图 2：中工国际五大核心优势



资料来源：公司网站，招商证券研发中心

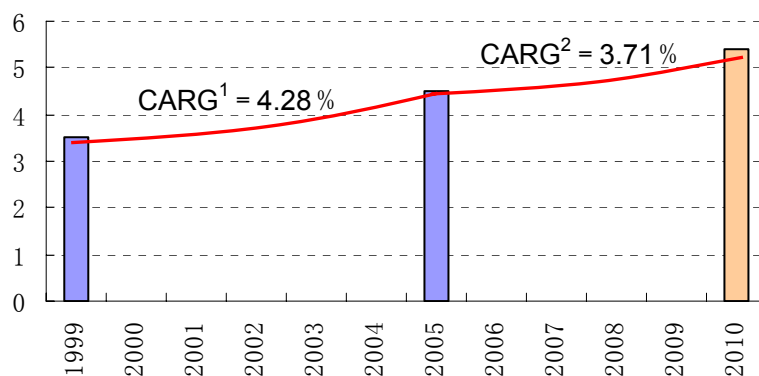
## 二、海外工程承包市场巨大，我国对外投资迅猛增长

实施“走出去”战略 10 年来，我国的海外工程承包取得了飞速发展，并且在“外交促经济”战略的指导下我国海外投资对我国经济的拉动逐步增强。从区域分布来看，亚非拉仍然是我国“走出去”的重点市场。

### 1、海外工程承包市场巨大，我国企业走出去战略成效显著

根据美国标准普尔公司预测，2010 年全球工程建设市场规模将达到 5.74 万亿美元，未来几年全球工程市场的年增长率将保持在 5.1% 左右，工程承包市场发展前景良好，潜力巨大。

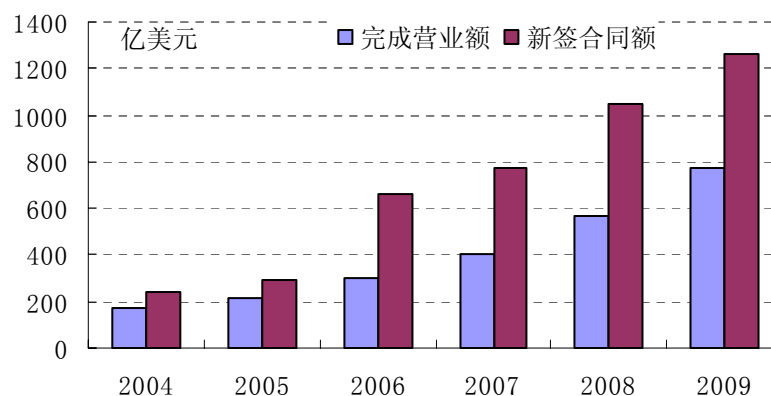
图 3：全球工程市场稳步增长



资料来源：ENR, Davis Langdon, 招商证券研发中心

我国企业在国家“走出去”战略的支持下，海外工程承包从 2004 年以来发展非常迅速，2009 年，我国对外承包工程业务完成营业额 777 亿美元，同比增长 37.3%；新签合同额 1262 亿美元，同比增长 20.7%。2009 年完成营业额、新签合同额分别是 4.45 倍、5.29 倍。截至 2009 年底，我国对外承包工程累计完成营业额 3407 亿美元，签订合同额 5603 亿美元。

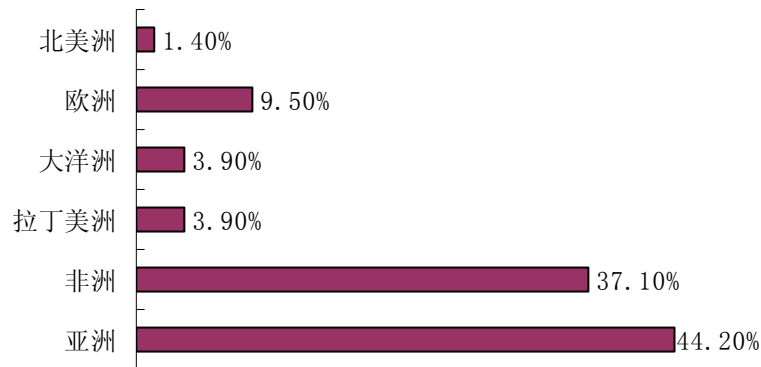
图 4：我国海外新签合同额及完成营业额增长迅猛



资料来源：商务部，招商证券研发中心

而考察我国对外承包工程营业额的地区分布，可以发现亚洲占 44.2%，非洲占 37.1%，欧洲占 9.5%，拉丁美洲占 3.9%，北美洲和大洋洲分别占 1.4% 和 3.9%。

**图 5：我国对外承包工程营业额的地区分布**



资料来源：商务部，招商证券研发中心

**亚洲地区一直是我国对外工程承包的主要对象。**亚洲的一些新兴的工业国家的经济正在快速发展。加上中东地区，由于石油价格在过去几年里持续涨高，中东一些国家积累了大量的石油美元，加大对城市的建设和对基础设施，如铁路、公路、房建和电力等方面的投资。其中最突出的是印度，其在交通、港口和住宅等方面的投资正在持续扩大。例如，中铁十四局集团有限公司和印度当地公司联合在印度南部中标公路项目，合同额达 4400 万美元。

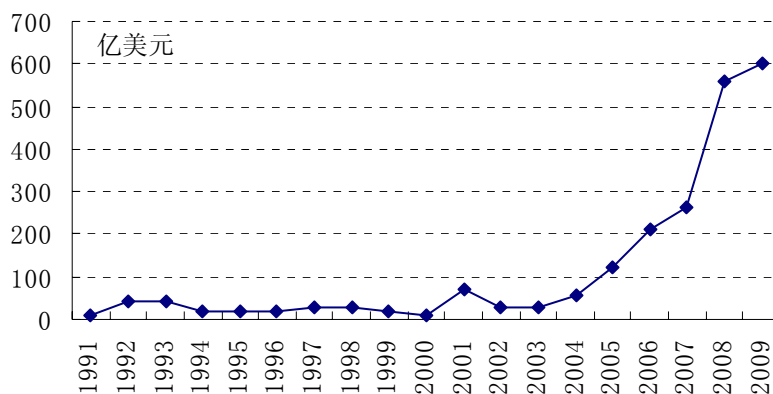
**非洲市场正在赶超亚洲市场，成为我国对外承包工程行业的最重要的市场。**在联合国和国际货币基金组织的“非洲计划”之下，非洲接受了大量的援助资金，加上非洲一些资源国由于石油、矿产等能源价格在 2008 年之前持续高涨，使得他们的经济快速增长，奠定了发展基础设施投资的经济基础，如尼日利亚、几内亚等都是可供开发的市场。

## 2、“外交促经济”，我国对外投资迅猛增长

实施“走出去”战略 10 年来，我国对外直接投资快速增长，企业的国际化水平不断提高，尤其在应对全球性金融危机中成为我国外贸事业的一枝独秀。

2009 年我国境内投资者共对全球 122 个国家和地区的 2283 家境外企业进行了直接投资，累计实现对外投资净额达到 600 亿元左右，其中非金融类对外直接投资 433 亿美元，同比增长 6.5%。截至 2009 年底我国累计对外直接投资已超过 2200 亿美元。

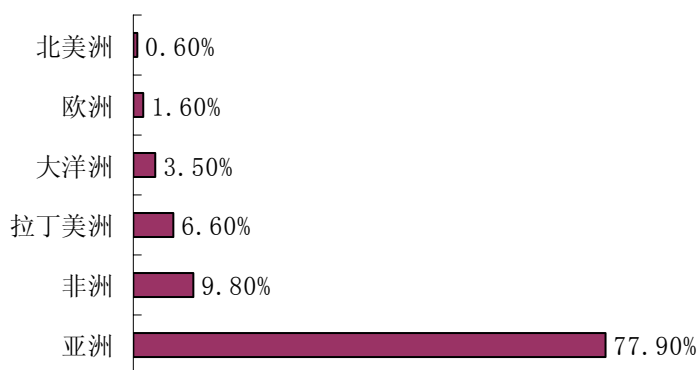
**图 6：我国对外投资净额迅猛增长**



资料来源：商务部，招商证券研发中心

而考察我国对外投资区域分布，同样我们也可以发现，亚非拉三个地区是我国企业对外投资的重点区域。

**图 7：2008年我国对外直接投资流量地区分布**



资料来源：商务部，招商证券研发中心

我们认为，近 2 年对外投资的迅猛发展，与我国对外经济战略从“以经济促外交”到“以外交促经济”的转变是密切相关的。通过“外交促经济”战略，我国可以开拓当地的市场，利用当地的劳动力及资源，取得当地的先进技术，从而为我国经济发展提供新的契机，尤其是在目前经济危机尚未消除的情况下，对外投资将在一定程度上帮助我国消除出口下降的不利影响。

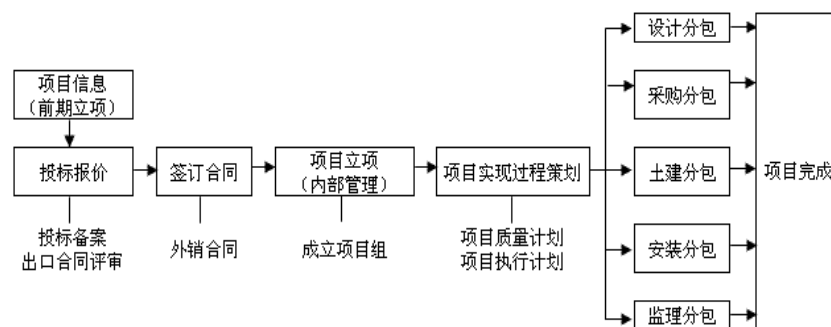
## 三、类 PM 的业务模式很好地控制风险

### 1、更接近于 PM 的业务模式

与国机集团的工程板块其他公司一样，公司的国际工程承包业务的核心内容为成套设备与技术出口。它与传统“一单一贸”为特征的“单宗、单机贸易”不同，它以实现大型机电设备出口为目的、以国际工程承包为载体、以“项目”方式输出，即“交钥匙工程”，是世界贸易中技术含量最高、发展最快、效益较好、最具生命力和竞争力的贸易形态。

通常采用分包的形式，将相互联系又相对独立的设计、土建、安装、监理等部分，甚至成套设备采购，以招标或议标的方式分包给分包商负责，总承包商负责工程的组织、协调、融资及管理。

图 8：中工国际业务流程示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

根据招股说明书，公司的业务流程详解如下：

（1）通过正常商务活动获取业务信息后，与出口信贷机构、设计单位、设备供应商等进行接洽，评估项目的建设成本、资金计划、可行性等内容。并根据《大型单机和成套设备出口项目协调管理办法》规定的程序，向中国机电产品进出口商会等部门备案，根据其协调结果决定是否获准参与该项目竞争。

（2）经中国机电产品进出口商会协调批准后，公司根据业主的项目建设计划和以往的业务经验，并向业主提交项目的建设方案和资金安排计划。

（3）业主通过招标或议标方式，与公司进行商业谈判，确定项目总承包的金额，包括项目设计勘察费用、设备与材料费用、项目安装及监理费用、提供代垫资金的费用、保险费用、运输费用、不可预见费用等。

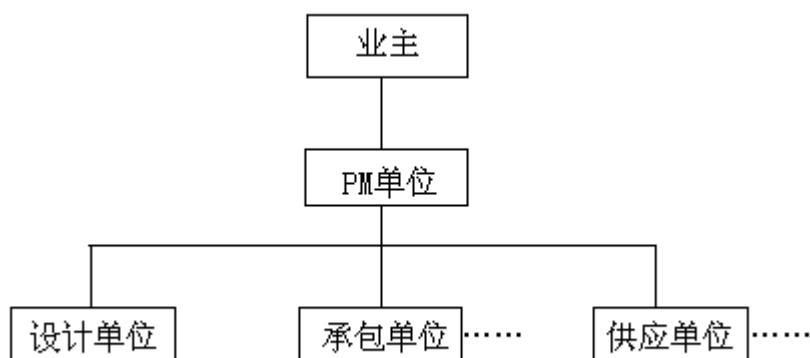
（4）在商务合同签订后，公司通过招标或议标方式确定国内合作伙伴并项落实。与设计单位正式签署设计分包合同，交付图纸，并由业主最终确认设计内容；与设备供应商正式签署设备分包合同，按照合同进度，监控设备制造过程，待设备交付后运至现场；与土建分包商正式签署土建分包合同，进行土建施工监控，施工验收；与安装单位正式签署安装分包合同，进行安装监控，安装验收；项目竣工验收后交付业主使用。

从上述流程来看，公司在项目中的管理模式更接近于项目管理服务（PM 模式，即工程项目公司按合同约定，在项目的决策、实施阶段为业主编制相关文件，提供招标代理、设计、采购、施工、试运行的管理和服务。美国、加拿大等国家的大型工程公司承接业务的主要模式中，工程总承包业务占 60—85%，工程项目管理服务占 5—15%。

英国建筑师协会将项目管理（PM）的定义为“从项目的开始到项目的完成，通过项目策划（PP）和项目控制（PC）以达到项目的费用目标(投资目标、成本目标)、质量目标和进度目标”。即  $PM=PP+PC$ 。

具体来说，项目管理服务（PM）是指工程咨询公司按照合同约定，在工程项目决策阶段，为业主进行项目策划、编制项目建议书和可行性研究报告；在工程实施阶段，为业主提供招标代理、设计管理、采购管理、施工管理和试运行(竣工验收)等服务，代表业主对工程项目质量、安全、进度、费用、合同、信息等管理和控制，并按照合同约定收取一定的报酬和承担一定管理责任的服务方式。

**图 9：PM承包模式组织结构图**



资料来源：曹震，《国际工程承包发模式之比较》，招商证券研发中心整理

## 2、合理评估项目资金来源，最大程度的规避风险

公司承接海外订单时，会对项目资金来源进行评估，最大程度的规避风险。

### （1）业主自有资金

这类项目属于典型的外贸模式。

### （2）出口信贷加保险

一般来说，适用出口信贷加保险模式的这类项目周期比较长，属于中长期信贷项目。这种方式最核心的是中国政府能给多少保险额度，由业主向中国政府提出申请（由对方报到财政部，由对方国家财政部向中国政府提出申请），公司报到商务部。

主要有两种：

**承包商（公司）利用银行提供的出口卖方信贷的同时向业主提供延期付款支付方式的项目融资。**

承包商（公司）利用自有资金为境外业主提供项目融资，即承包商（公司）带资承包工程，业主采用**延期支付**的方式分期支付工程项目款。承包商（公司）为防范收汇风险，一般要求境外业主提供可信的还款担保，如项目所在国政府的还款担保等，同时承包商（公司）向保险公司投保出口信用险，确保项目按合同的约定收汇。

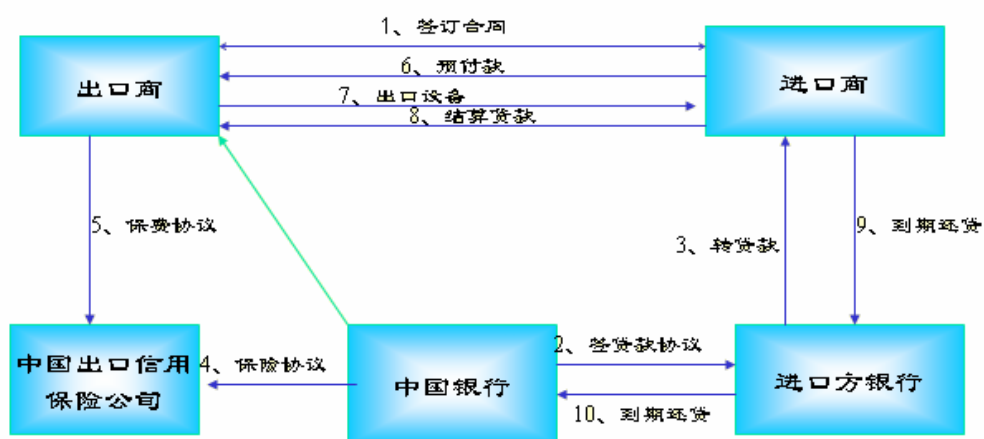
**业主利用承包商（公司）所在国提供的出口信贷提供的项目融资，又分为出口卖方信贷**

## 和出口买方信贷。

出口卖方信贷：承包商（公司）受自有资金规模的限制，政府为鼓励本国企业输出大型成套设备，增加承包商（公司）项目融资能力，利用专项资金为本国企业提供出口卖方信贷。出口卖方信贷由承包商（公司）申请并承担还款责任，出口卖方信贷具有贷款周期长、贷款利率优惠、还款周期长、还款周期与业主延期支付周期联系等特点。本国企业为防范收汇风险，一般要求境外业主提供可信的还款担保，同时向出口信用保险机构投保出口信用险，确保项目按合同约定收汇。

出口买方信贷：政府为鼓励境外业主进口本国的成套设备，利用专项资金为境外业主提供出口买方信贷，提高境外业主进口本国成套设备的支付能力。出口买方信贷由境外业主向项目输出国出口信贷银行申请，由境外政府提供还款保证。根据工程进度，出口信贷银行向承包商（公司）分期支付工程款。同时由提供出口信贷的银行向出口信用保险机构投保出口信用险，确保项目按合同约定收汇。

**图 10：中国银行出口买方信贷流程示意图**



资料来源：招商证券研发中心整理

**未到期应收账款无追索权卖断：**对于业主延期支付的项目，这一类项目周期比较长，达到 5 至 8 年，公司给提供贷款，每年固定要还本金加利息。在规避风险的情况下，公司一般会采用未到期应收账款无追索权卖断的方式，产生的费用在融资受益中扣除。

## （3）两优贷款

两优贷款（援外优惠贷款和优惠买方信贷是中国进出口银行发展援助的重要组成部分），由中国政府贴息的，一些国家很穷，带动出口，现在非洲项目很多是这种模式。

## 3、财务指标良好

### （1）应收账款占比较低

由于公司在很大程度上对项目的资金风险做了很好的安排，因此，各项财务指标表现良好。

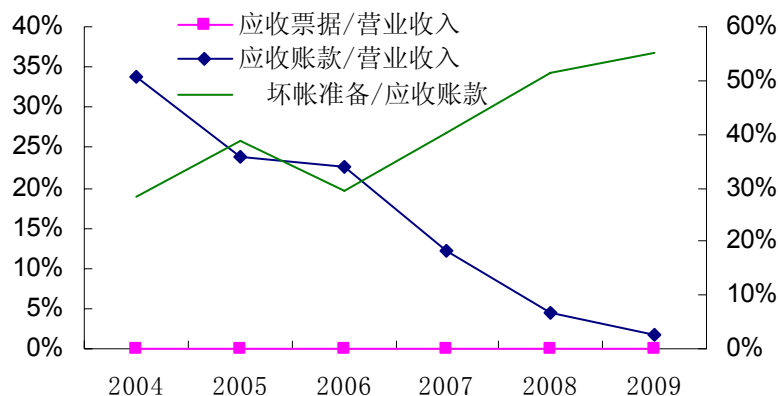
公司很少走票据：应收票据为 0；

应收账款方面。其一，由于大部分采用的买方信贷，一般做完就结算；其二，对于业主

延期支付的项目，公司可以将项目的未到期应收账款无追索权的卖断给银行。因此应收账款较低

坏账准备方面，由于公司采用严格的坏账计提政策，公司未办理出口信用险（或未获保兑）的中长期出口信贷项目的应收账款具有类似信用风险特征，按年限划分为四个组合。组合一为一年以内，按期末余额的 25%提取；组合二为一至二年，按期末余额的 50%提取；组合三为二至三年，按期末余额的 80%提取；组合四为三年以上，按期末余额的 100%提取。

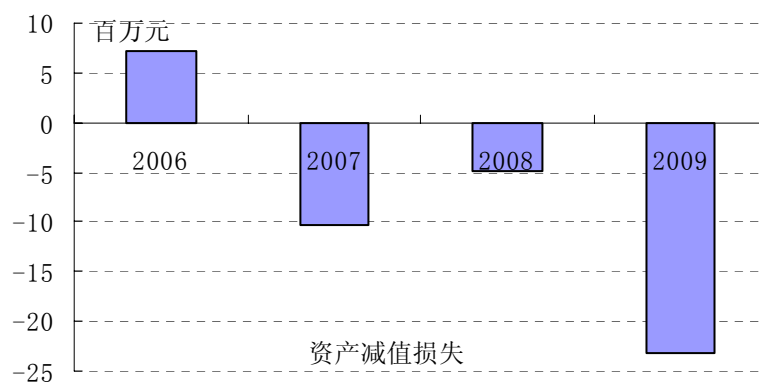
**图 11：公司应收账款、应收票据等指标良好**



资料来源：招商证券研发中心整理

考察资产减值损失也可以发现公司坏账风险较小，近三年资产减值损失基本为负，属于坏账损失冲回。

**图 12：公司历年资产减值损失一览**

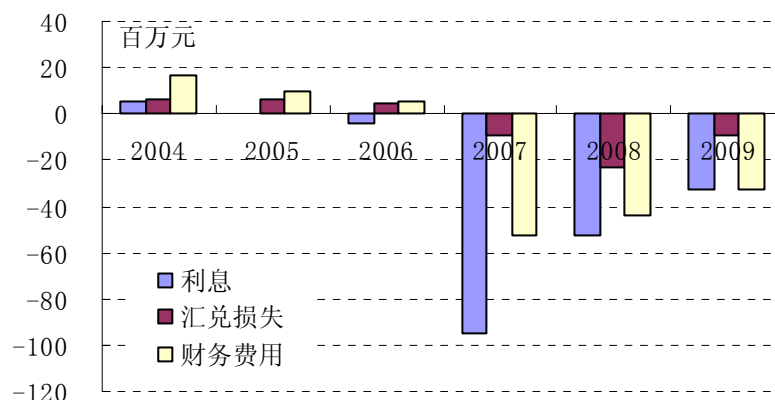


资料来源：公司公告，招商证券研发中心整理

## （2）有效控制汇率风险

对于汇率风险，公司通过采用保理、远期应收账款权益买断、调整合同计价币别并改善合同支付条件、完善资金收支结构等手段来规避汇率风险，减少汇兑损失。

图 13: 公司历年汇兑损失情况



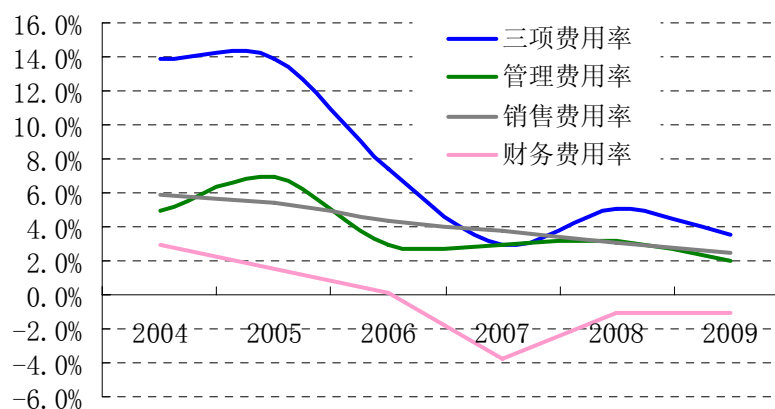
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心整理

### (3) 管理效率持续提高, 三项费用率下降趋势明显

2009 年, 公司三项费用率仅为 3.52%, 比 08 年下降了 1.54 个百分点, 其中管理费用率下降了 1.11 个百分点, 销售费用率下降了 0.51 个百分点。

自 2004 年以来公司三项费用率不断下降, 相比 2004 年年, 三项费用率下降了 10.3 个百分点。

图 14: 三项费用率稳步下降



资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心整理

随着公司在海外市场不断拓展以及知名度、美誉度的不断上升, 未来公司三项费用率将有更大下降的空间。

## 四、央企重组背景下国机集团整体上市将可能惠及公司

### 1、央企重组提速—设专项资金，促央企重组

2010 年，国务院国资委的决战之年，央企数量将减少到 80 至 100 家。随着鞍山钢铁集团公司与攀钢集团有限公司已经实行联合重组，国资委履行出资人职责的企业由 126 户调整为 125 户，离 2010 年年底 80-100 家的目标再进一步。

而根据新浪财经消息，“中央将设立专项资金，支持中央企业兼并重组。同时充分发挥资本市场推动企业重组的作用，落实税收优惠。”……“目前央企超过 80% 的资产都集中在石油石化、电力、国防军工、通信、运输、矿业、冶金、机械等行业。而根据国资委的部署，国有经济应对关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域保持绝对控制力，包括军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等七大行业，有专家认为，未来这七大行业的央企旗下上市公司有望得到更多的政策支持。”

央企重组后，将重组后的业务进行组装和整合，通过资产置换、合并同类项和整体上市三个步骤将资产分装并入上市公司。

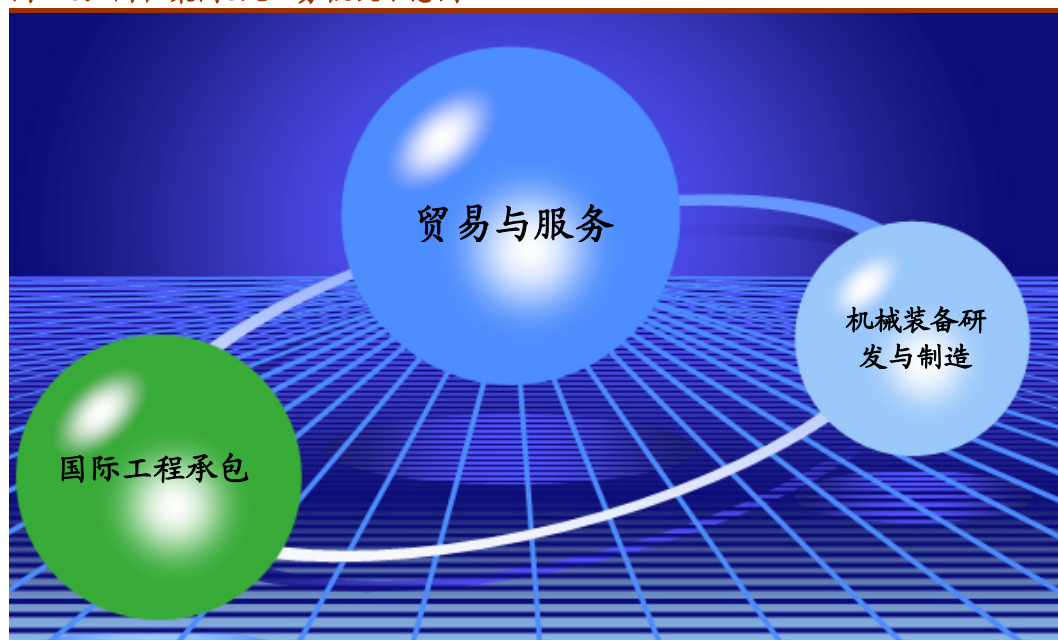
表 1：125 家央企明细

|                   |                       |                            |                   |                  |
|-------------------|-----------------------|----------------------------|-------------------|------------------|
| 1 中国核工业集团公司       | 26 中国电子信息产业集团有限公司     | 51 中国港中旅集团公司(香港中旅(集团)有限公司) | 76 中国建筑材料集团有限公司   | 102 中国建筑设计研究院    |
| 2 中国核工业建设集团公司     | 27 中国第一汽车集团公司         | 52 国家核电技术有限公司              | 77 中国有色矿业集团有限公司   | 103 中国冶金地质总局     |
| 3 中国航天科技集团公司      | 28 东风汽车公司             | 53 中国商用飞机有限责任公司            | 78 北京有色金属研究总院     | 104 中国煤炭地质总局     |
| 4 中国航天科工集团公司      | 29 中国第一重型机械集团公司       | 54 中国节能投资公司                | 79 北京矿冶研究总院       | 105 新兴铸管集团有限公司   |
| 5 中国航空工业集团公司      | 30 中国第二重型机械集团公司       | 55 中国高新投资集团公司              | 80 中国国际技术智力合作公司   | 106 中国民航信息集团公司   |
| 6 中国船舶工业集团公司      | 31 哈尔滨电气集团公司          | 56 中国国际工程咨询公司              | 81 中国房地产开发集团公司    | 107 中国航空油料集团公司   |
| 7 中国船舶重工集团公司      | 32 中国东方电气集团有限公司       | 57 中商企业集团公司                | 82 中国建筑科学研究院      | 108 中国航空器材集团公司   |
| 8 中国兵器工业集团公司      | 33 鞍山钢铁集团公司           | 58 中国华孚贸易发展集团公司            | 83 中国北方机车车辆工业集团公司 | 109 中国电力工程顾问集团公司 |
| 9 中国兵器装备集团公司      | 34 宝钢集团有限公司           | 59 中国诚通控股集团有限公司            | 84 中国南车集团公司       | 110 中国水电工程顾问集团公司 |
| 10 中国电子科技集团公司     | 35 武汉钢铁(集团)公司         | 60 中国华星集团公司                | 85 中国铁路通信信号集团公司   | 111 中国水利水电建设集团公司 |
| 11 中国石油天然气集团公司    | 36 中国铝业公司             | 61 中国中煤能源集团公司              | 86 中国铁路工程总公司      | 112 中国黄金集团公司     |
| 12 中国石油化工集团公司     | 37 中国远洋运输(集团)总公司      | 62 中国煤炭科工集团有限公司            | 87 中国铁道建筑总公司      | 113 中国储备粮管理总公司   |
| 13 中国海洋石油总公司      | 38 中国海运(集团)总公司        | 63 <b>中国机械工业集团有限公司</b>     | 88 中国交通建设集团有限公司   | 114 中国印刷集团公司     |
| 14 国家电网公司         | 39 中国航空集团公司           | 64 机械科学研究总院                | 89 中国普天信息产业集团公司   | 115 中国乐凯胶片集团公司   |
| 15 中国南方电网有限责任公司   | 40 中国东方航空集团公司         | 65 中国中钢集团公司                | 90 电信科学技术研究院      | 116 中国广东核电集团有限公司 |
| 16 中国华能集团公司       | 41 中国南方航空集团公司         | 66 中国冶金科工集团有限公司            | 91 中国农业发展集团总公司    | 117 上海船舶运输科学研究所  |
| 17 中国大唐集团公司       | 42 中国中化集团公司           | 67 中国钢研科技集团公司              | 92 中国中纺集团公司       | 118 中国华录集团有限公司   |
| 18 中国华电集团公司       | 43 中粮集团有限公司           | 68 中国化工集团公司                | 93 中国外运长航集团有限公司   | 119 上海贝尔股份有限公司   |
| 19 中国国电集团公司       | 44 中国五矿集团公司           | 69 中国化学工程集团公司              | 94 中国丝绸进出口总公司     | 120 彩虹集团公司       |
| 20 中国电力投资集团公司     | 45 中国通用技术(集团)控股有限责任公司 | 70 中国轻工集团公司                | 95 中国出国人员服务总公司    | 120 武汉邮电科学研究院    |
| 21 中国长江三峡集团公司     | 46 中国建筑工程总公司          | 71 中国工艺(集团)公司              | 96 中国林业集团公司       | 121 华侨城集团公司      |
| 22 神华集团有限责任公司     | 47 中国储备粮管理总公司         | 72 中国盐业总公司                 | 97 中国医药集团总公司      | 122 南光(集团)有限公司   |
| 23 中国电信集团公司       | 48 国家开发投资公司           | 73 华诚投资管理有限公司              | 98 中国国旅集团有限公司     | 123 中国西电集团公司     |
| 24 中国联合网络通信集团有限公司 | 49 招商局集团有限公司          | 74 中国恒天集团公司                | 99 中国保利集团公司       | 124 中国葛洲坝集团公司    |
| 25 中国移动通信集团公司     | 50 华润(集团)有限公司         | 75 中国中材集团公司                | 100 珠海振戎公司        | 125 中国铁路物资总公司    |

资料来源：国资委网站，招商证券研发中心

国机集团(中国机械工业集团有限公司)在 125 家央企中排名第 63，是中国机械工业覆盖面最广、业务链最完善、研发能力最强的大型中央企业集团。

图 15：国机集团3大业务板块示意图



资料来源：国机集团网站，招商证券研发中心

在机械装备研发与制造业务领域，国机集团是中国最大的农业机械、林业机械、地质装备制造企业，以及最重要的工程机械制造企业之一，众多市场领先的优秀产品远销世界各地。同时拥有在重型机械、电站设备、石化通用、机床工具、汽车工程、机械基础件、仪器仪表及环保设备等领域强大的研发能力和系统集成能力，向国内外市场提供了一大批具有重大影响力的装备和技术。

在国际工程承包业务领域，作为全球知名的国际工程承包商，国机集团连续多年入选（ENR）“全球 225 家最大国际承包商”前 50 强、“全球 200 强工程咨询设计企业”前 100 强，在业内具有广泛的影响力，在全球众多国家和地区的工程市场具有重要的市场地位。2009 年，国机集团名列（ENR）“全球 225 家最大国际工程承包商”第 28 位、“国际工程设计企业 200 强”第 77 位。

在贸易与服务业务方面，国机集团是中国机电产品出口和国外先进技术和产品引进的重要窗口，是中国最大的汽车贸易和服务商。2009 年，以机电产品为主的进出口贸易与服务业务已达 63 亿美元，成为中国机械工业最大的进出口贸易企业。

## 2、国机集团资产证券化率较低，整体上市提上日程

国机集团旗下有 6 家上市公司（包括中工国际、轴研科技、鼎盛天工、常林股份、林海股份，以及在香港上市的第一拖拉机股份），2009 年合计收入、利润总额占集团的比例分别只有 14.28%、14.14%，远低于国资委 2009 年经营业绩 A 类 32 家企业的资产证券化率 40% 的平均水平。在央企整合和整体上市的大背景下，国机集团整合预期强烈。

**表 2：2009 年国机集团所属上市公司资产、利润总额明细（单位：亿元）**

| 证券代码      | 证券简称    | 营业收入   | 利润总额   | 净利润   |
|-----------|---------|--------|--------|-------|
| 002051.SZ | 中工国际    | 31.4   | 2.42   | 2.10  |
| 002046.SZ | 轴研科技    | 3.6    | 0.49   | 0.40  |
| 600335.SH | 鼎盛天工    | 4.0    | -0.71  | -0.71 |
| 600710.SH | 常林股份    | 14.7   | 0.71   | 0.70  |
| 600099.SH | 林海股份    | 2.2    | 0.02   | 0.02  |
| 0038.HK   | 第一拖拉机股份 | 89.7   | 3.58   | 2.73  |
| 6 家上市公司合计 |         | 145.6  | 6.5    | 5.2   |
| 国机集团      |         | 1020.0 | 46.1   |       |
| 6 家上市公司占比 |         | 14.28% | 14.14% |       |

资料来源：WIND，招商证券研发中心整理

2009 年 9 月 23 日，国机集团董事长任洪斌说：“国机经过调整，现在将以三大主业——装备制造与研发、贸易与服务、工程承包为主体，目标是打造至少 10 家上市公司。”根据中投顾问所做的《国机集团：制造业巨头的成长之路》称国机集团“除目前上市的 6 家公司外，另外 4 到 5 家拟上市公司也正在进行当中”。

国机集团董事长任洪斌在多个场合接受媒体采访的时候称“要通过引进战略投资者，促进投资主体多元化，积极做好上市资源的储备工作；要通过增资扩股、收购资产等方式把优良资产、优质资源注入上市公司，逐步实现主业板块整体上市；要将产业增长突出的企业优先实施独立或联合重组上市。未来 3 年，集团资产证券化率要达到 50%，5 年达到 80%，最终实现集团主要经营性资产全面进入资本市场。”

### 3、中农机注入中工国际，或将拉开国机集团工程业务板块整体上市的帷幕

如前所述，国机集团未来将准备分业务整体上市，从而实现央企中独有的整体上市模式。而公司工程业务板块，从目前来看，对公司的营业收入、利润的贡献起着举足轻重的地位。

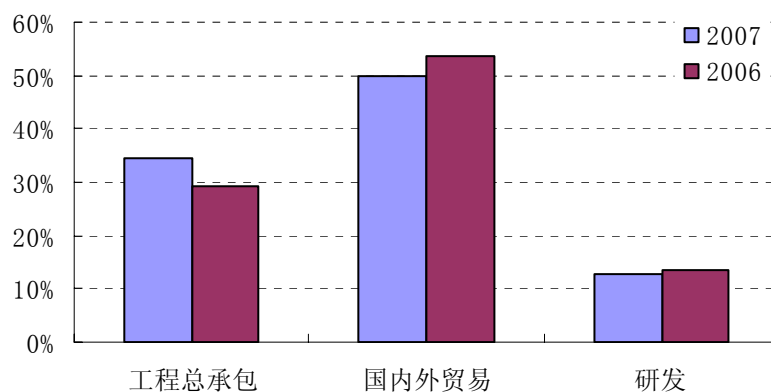
**图 16：国机集团3大业务板块具体业务内容**

| <b>国家和省部级工程（技术）研究中心24家</b><br><b>企业国家重点实验室2个</b><br><b>国家创新型企业7家</b><br><b>生产力促进中心6家</b><br><b>博士后工作站12家</b><br><b>国家和省部级质检中心43家</b><br><b>国家标准化技术委员会28个</b> | 电力工程      轻工纺织工程<br>冶金矿山工程      建材工程<br>汽车工程      物流工程<br>工厂建设工程      文卫和住宅工程<br>交通运输工程      工程施工<br>港口和船舶工程      民用建筑设计<br>环境工程      工程勘察<br>通信工程      工程监理<br>农业工程 | <b>机电产品贸易</b><br><b>汽车贸易</b><br><b>展览业务</b> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|

资料来源：国机集团网站，招商证券研发中心

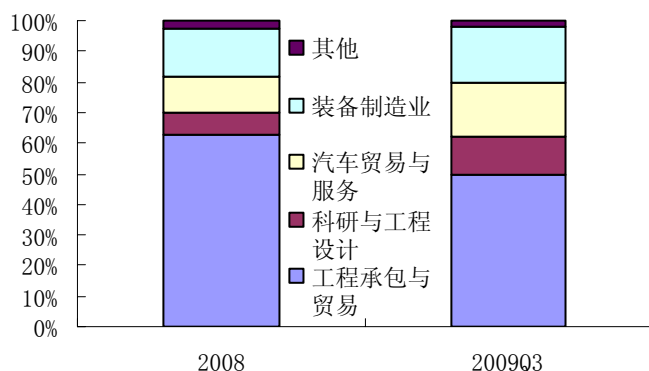
实际上，考察国机集团近 4 年来对业务板块的划分情况，我们认为《2009 年中国机械工业集团有限公司企业债券募集说明书》对 2006、2007 年的业务板块的划分更为合理，基本上工程总承包板块占国机集团业务的 1/3 左右。

图 17：国机集团3大业务板块具体占比



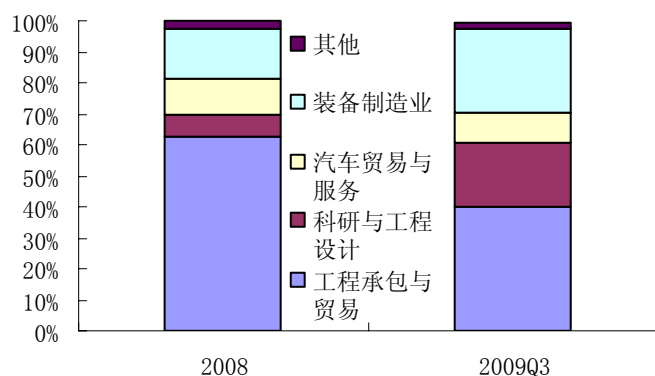
资料来源：《2009 年中国机械工业集团有限公司企业债券募集说明书》

图 18：各业务营业收入占比



资料来源：国机集团 2010 年中期债券招股书，招商证券研发中心

图 19：各业务营业利润占比



资料来源：国机集团 2010 年中期债券招股书，招商证券研发中心

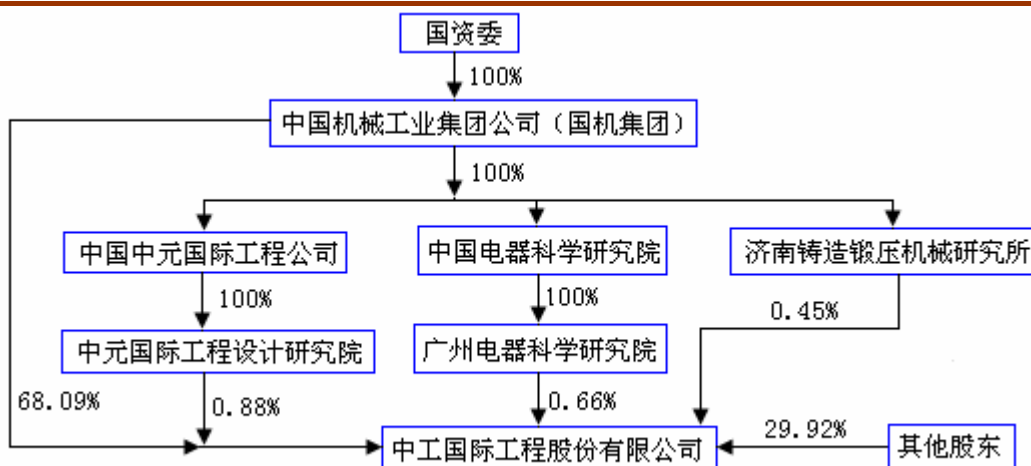
我们认为，2009 年 9 月启动的中农机注入到中工国际，将拉开国机集团工程板块整体上市的帷幕。

中农机注入到中工国际的程序分为两步走，如下：

第一步，2009 年 4 月 10 日，首先将中农机所持有的 62.04% 的中工国际股份计 1.1788 亿股采用国有股权行政划转方式由国机集团直接持有并控股，使得中工国际直接成为国机集团的二级控股公司，与中农机同级，为后面中农机注入埋下伏笔；

第二步，中农机注入到中工国际。2009 年 9 月 24 日，中工国际发布发行股份购买资产暨关联交易的进展公告。中工国际拟以 18.05 元向国机集团增发，收购中国工程与农业机械进出口总公司（简称“中农机”）100% 股权。

图 20：中工国际吸收中农机后的股权结构示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

而根据 2009 年 4 月 10 日发布的《中工国际工程股份有限公司收购报告书》提到的收购目的“有利于中工国际利用国机集团资源做优做大”，因此，我们预计，随着央企重组步伐的加快，国机集团整体上市的步伐也将加快即其特有的分板块业务整体上市，而其中的工程板块整体上市或将惠及公司。

## 五、盈利预测与估值

### 1、主要的业绩预测假设

(1) 目前市场主要担心的是海外工程市场是否会随着经济危机而出现萎缩从而导致公司海外订单的萎缩。

对于公司来说，随着全球经济的复苏和国内政策环境的改善，很多有利因素对 2010 年的业务增长形成支撑。

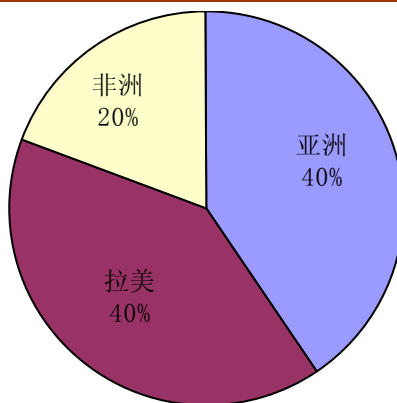
首先，海外工程承包的整体分工格局没有改变。面对发达国家的竞争对手，公司具有一定的成本优势，面对发展中国家的企业，公司具有一定的技术和经验优势。

其次，中国对外承包工程行业的主要市场是在亚非拉，这三个市场受金融危机直接冲击较小。而且由于当地国家经济建设的需要，基础设施市场需求较大。从公司业务分布范围来看，基本上是亚非拉这些发展中国家，并且承担的很大部分项目基本上属于国家项目，依靠当地国财政投入。预计未来的市场仍然会集中在亚非拉地区，基础设施建设领域的项目将会继续增加，而这些地区的某些国家也是我国重点投资的国家。

第三，中国政府继续坚定实施“走出去”政策，企业的政策、支持和金融环境越来越好。

最后，公司目前也在积极尝试对外投资，比如海外项目的 BOT 等。

图 21：2009年中工国际分地区营业收入占比



资料来源：公司年报，招商证券研发中心

(2) 10 年毛利率有所提升。从 10 年开始，公司的导向是拿大项目，将放宽毛利的要求，重点拓展 1 亿美元及以上的项目。主要原因是：一是央企考核目标；二是大项目投入的人员与小项目相比，相差并不大。

(3) 中农机注入公司最终获得批准，公司股本将变更为 22600 万股。

### 2、业绩预测及估值

#### (1) 业绩预测

我们预计，公司 10-12 年的营业收入分别为 51.62 亿元、69.69 亿元、87.11 亿元，

同比增长 65%、35%、25%。

**表 3：工程总承包营业收入、毛利率预测**

| 单位：百万元 | 2007   | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入     | 1123   | 1858  | 3128  | 5162  | 6969  | 8711  |
| YOY    | 0.7%   | 65.4% | 68.4% | 65.0% | 35.0% | 25.0% |
| 毛利     | 122    | 213   | 315   | 547   | 732   | 893   |
| YOY    | -36.9% | 75.5% | 47.6% | 73.7% | 33.7% | 22.0% |
| 毛利率    | 10.8%  | 11.5% | 10.1% | 10.6% | 10.5% | 10.3% |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

预计 10-12 年实现净利润 3.53 亿元、4.59 亿元、5.46 亿元，同比增长 68%、30%、19%。摊薄后基本每股收益 1.56 元、2.03 元、2.42 元。

**表 4：盈利预测简表**

| 单位：百万元    | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1869 | 3139 | 5180  | 6993  | 8741  |
| 营业成本      | 1648 | 2816 | 4631  | 6258  | 7845  |
| 营业税金及附加   | 1    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 营业费用      | 57   | 79   | 104   | 140   | 175   |
| 管理费用      | 59   | 64   | 104   | 140   | 175   |
| 财务费用      | (21) | (32) | (38)  | (44)  | (49)  |
| 资产减值损失    | (5)  | (23) | (20)  | (23)  | (25)  |
| 公允价值变动收益  | 7    | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 7    | 3    | 5     | 5     | 5     |
| 营业利润      | 145  | 241  | 405   | 526   | 626   |
| 营业外收入     | 0    | 2    | 2     | 3     | 4     |
| 营业外支出     | 2    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 利润总额      | 143  | 242  | 406   | 528   | 629   |
| 所得税       | 23   | 32   | 53    | 69    | 82    |
| 净利润       | 120  | 210  | 353   | 459   | 546   |
| 少数股东损益    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司净利润 | 120  | 210  | 353   | 459   | 546   |
| EPS (元)   | 0.63 | 1.11 | 1.56  | 2.03  | 2.42  |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

当然，如果中农机注入中工国际未能在 2010 年获批准即中农机在 2010 年底不能并表，则公司 2010 年归属母公司净利润将最多为 2.67 亿元，基本每股收益为 1.41 元，同比增长 27.3%。

## (2) 估值

我们采用 PE 估值方法，由于公司与东方园林、东华科技、金螳螂组成了我们《2010 年度中期投资策略——建筑四小龙，共享高成长》中所强烈推荐具备高成长性的四只个股，因此，选取其他三只股票作为参考指标。

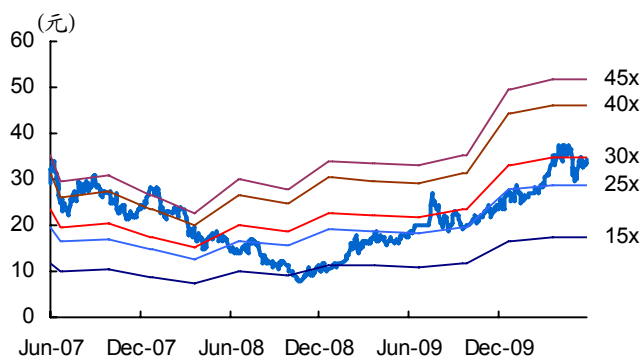
维持公司强烈推荐-A 的投资评级。给予公司 10 年 25-28 倍 PE，目标价 39.0-43.7 元。

表 5: 可比公司估值一览

| 可比公司  | 前收盘价<br>100721 | 09EPS | 10EPS | 11EPS | 10PE | 11PE |
|-------|----------------|-------|-------|-------|------|------|
| 东方园林  | 161.78         | 1.67  | 3.56  | 5.86  | 45   | 28   |
| 东华科技  | 18.95          | 0.93  | 0.79  | 1.21  | 24   | 16   |
| 金螳螂   | 31.38          | 0.94  | 1.15  | 1.67  | 27   | 19   |
| 平均 PE |                |       |       |       | 32   | 21   |

资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 22: 中工国际历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 23: 中工国际历史PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

### (3) 风险提示

**人员扩张与管理。**随着公司海外项目的增多，对人员的需求也就越来越大，而熟悉相关海外工程承包的项目经理的数量增速有限。因此，中农机并入公司后，预计可以给公司带来部分储备项目经理，为公司做多做大项目提供了人才储备。

**中农机注入的进度弱于预期。**同样，如上所述，中农机注入的低于预期，从而可能使得公司的项目拓展、管理的进度低于预期，从而带来业绩上的波动。

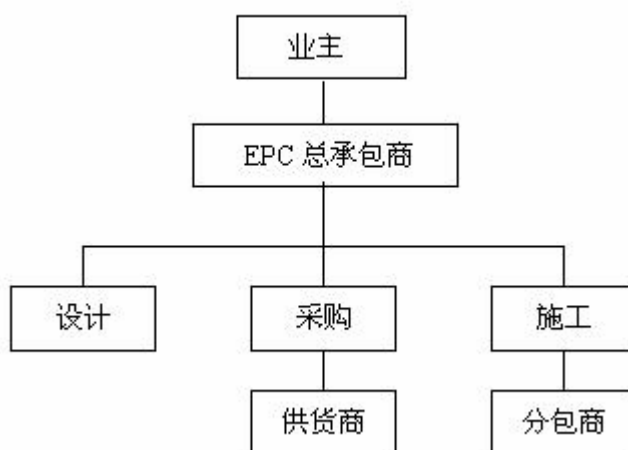
## 附录——国外十种工程总承包与工程项目管理方式

### 1、设计采购施工总承包（EPC—Engineering、Procurement、Construction）

EPC 总承包是指承包商负责工程项目的设计、采购、施工安装全过程的总承包，并负责试运行服务（由业主进行试运行）。EPC 总承包又可分为两种类型：EPC（max s/c）和 EPC（self-perform construction）。

EPC（max s/c）是 EPC 总承包商最大限度的选择分承包商来协助完成工程项目，通常采用分包的形式将施工分包给分承包商。其合同结构形式是：

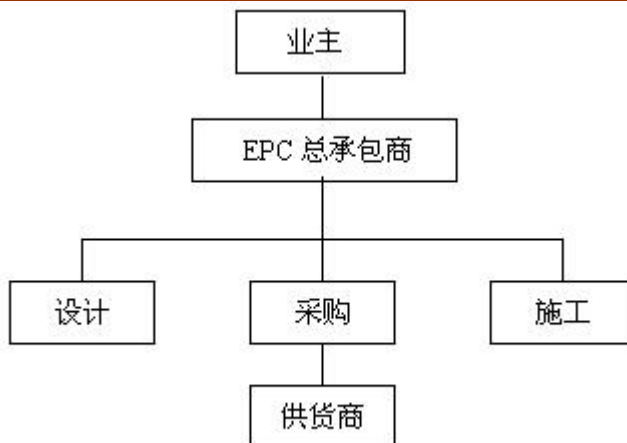
图 24：EPC（max s/c）合同结构形式示意图



资料来源：招商证券研发中心整理

EPC（self-perform construction）是 EPC 总承包商除选择分承包商完成少量工作外，自己要承担工程的设计、采购和施工任务。其合同结构形式是：

图 25：EPC（self-perform construction）合同结构形式示意图



资料来源：招商证券研发中心整理

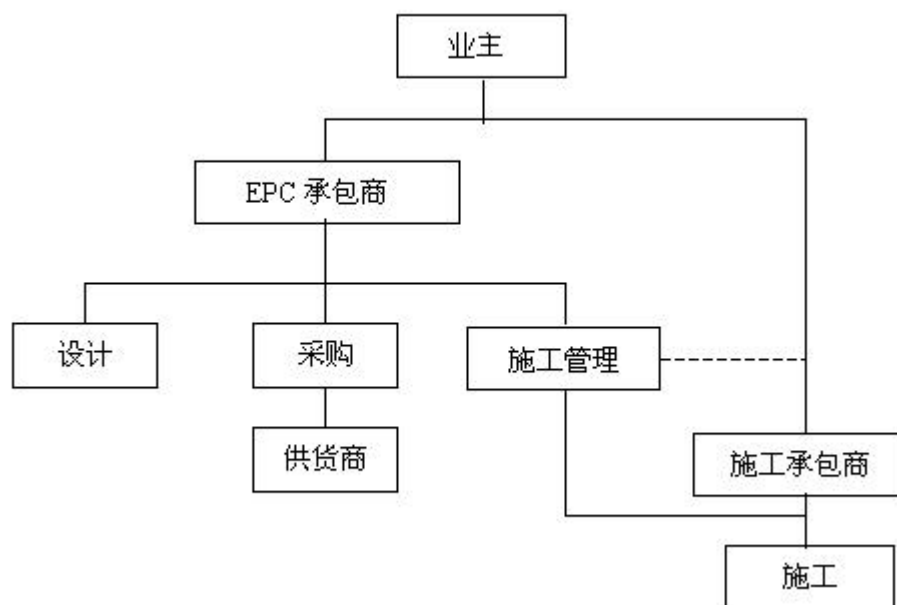
## 2、交钥匙总承包（LSTK—Lump Sum Turn Key）

交钥匙总承包是指承包商负责工程项目的设计、采购、施工安装和试运行服务全过程，向业主交付具备使用条件的工程。交钥匙总承包也可分为两种类型，其一是总承包商选择分承包商分包施工等工作，其二是总承包商自行承担全部工作，除少数必须分包的内容外，一般不进行分包。交钥匙总承包的合同关结构与 EPC 工程总承包的合同结构是相同的。

## 3、设计、采购、施工管理承包（EPCm—Engineering、Procurement、Construction management）

设计、采购、施工管理承包是指承包商负责工程项目的设计和采购，并负责施工管理。施工承包商与业主签订承包合同，但接受设计、采购、施工管理承包商的管理。设计、采购、施工管理承包商对工程的进度和质量全面负责。设计、采购、施工管理承包的合同结构是：

图 26：EPCm合同结构形式示意图

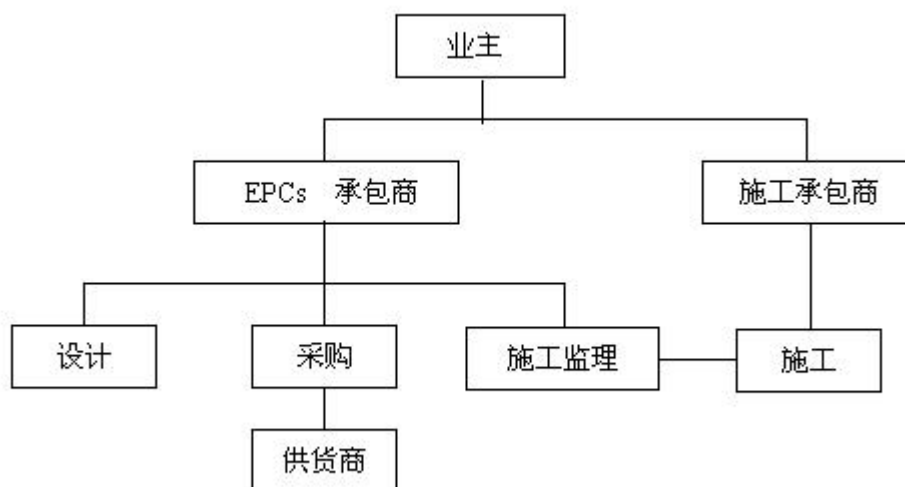


资料来源：招商证券研发中心整理

## 4、设计、采购、施工监理承包（EPCs—Engineering、Procurement、Construction superintendence）

设计、采购、施工监理承包是指承包商负责工程项目的设计和采购，并监督施工承包商按照设计要求的标准、操作规程等进行施工，并满足进度要求，同时负责物资的管理和试车服务。施工监理费不含在承包价中，按实际工时计取。业主与施工承包商签订承包合同，并进行施工管理。设计、采购、施工监理承包的合同结构是：

图 27: EPCs合同结构形式示意图

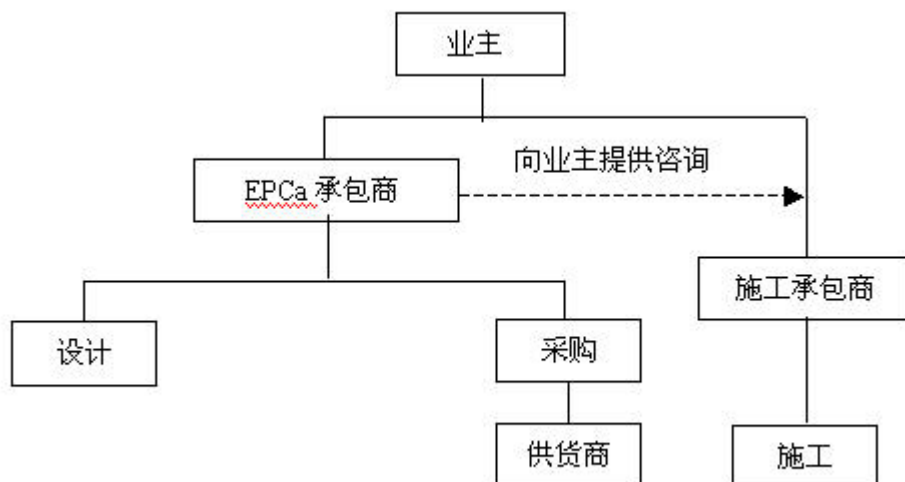


资料来源：招商证券研发中心整理

## 5、设计、采购承包和施工咨询（EPCa—Engineering、Procurement、Construction advisory）

设计、采购承包和施工咨询是指承包商负责工程项目的设计和采购，并在施工阶段向业主提供咨询服务。施工咨询费不含在承包价中，按实际工时计取。业主与施工承包商签订承包合同，并进行施工管理。设计、采购、施工监理承包的合同结构是：

图 28: EPCa合同结构形式示意图



资料来源：招商证券研发中心整理

## 6、项目管理承包（PMC—Project Management Contractor）

PMC 是指项目管理承包商代表业主对工程项目进行全过程、全方位的项目管理，包括进行工程的整体规划、项目定义、工程招标、选择 E、P、C 承包商、并对设计、采购、施工过程进行全面管理，一般不直接参与项目的设计、采购、施工和试运行等阶段的具

体工作。PMC 的费用一般按“工时费用+利润+奖励”的方式计取。

PMC 是业主机构的延伸，就从定义阶段到投产全过程的总体规划和计划的执行对业主负责，与业主的目标和利益保持一致。

对大型项目而言，由于项目组织比较复杂，技术、管理难度比较大，需要整体协调的工作比较多，业主往往都选择 PMC 承包商进行项目管理承包。作为 PMC 承包商，一般更注重根据自身经验，以系统与组织运作的手段，对项目进行多方面的计划管理（PROGRAM MANAGEMENT）。比如，有效地完成项目前期（FEL）阶段的准备工作；协助业主获得项目融资；对技术来源方进行管理，对各装置间的技术进行统一和整合；对参与项目的众多承包商和供应商进行管理（尤其是界面协调和管理），确保各工程包之间的一致性和互动性，力求项目整个生命周期内的总成本最低。

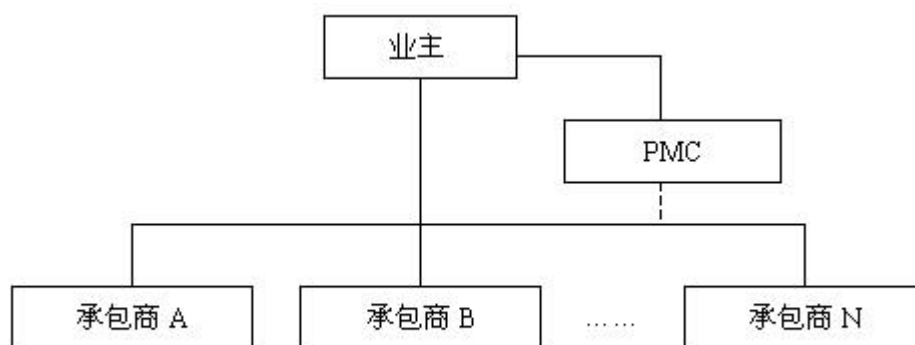
#### PMC 可分为三种类型：

（1）代表业主管理项目，同时还承担一些界外及公用设施的 EPC 工作。这种方式对 PMC 来说，风险高，而相应的利润、回报也较高。

（2）代表业主管理项目，同时完成项目定义阶段的所有工作，包括基础工程设计、±10% 的费用估算、进行工程招标选择 EPC 承包商和主要设备供应商等。

（3）作为业主管理队伍的延伸，负责管理 EPC 承包商而不承担任何 EPC 工作，这种方式的风险和回报都较小。

**图 29：PMC 合同结构示意图**



资料来源：招商证券研发中心整理

PMC 方式与 EPC 方式的主要区别见下表：

**表 6：PMC 与 EPC 的区别**

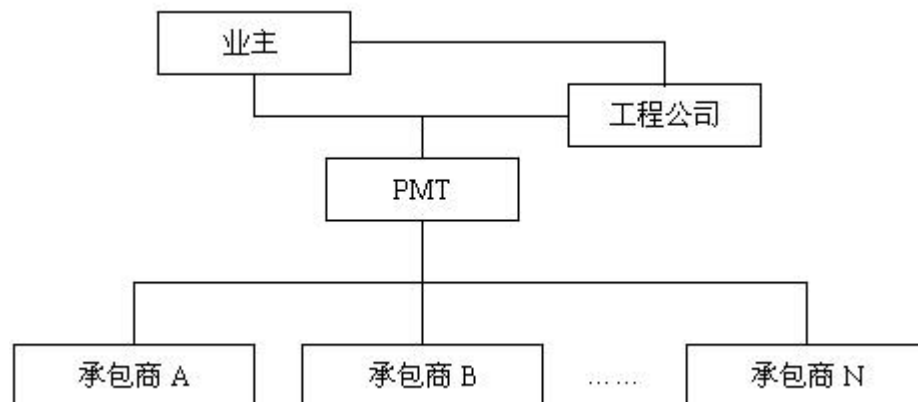
| 比较内容 | PMC      | EPC            |
|------|----------|----------------|
| 工作范围 | 专业化的服务   | 具体项目的实施        |
| 保证   | 满足专业标准要求 | 用好的和最熟练的技巧实施项目 |
| 商务   | 费用补偿     | 固定总价           |
| 角色   | 业主的机构或代表 | 独立的承包商         |
| 进度   | 无进度担保    | 保证完成日期         |

资料来源：招商证券研发中心整理

## 7、项目管理组（PMT—Project Management Team）

PMT 是指工程公司或其它项目管理公司的项目管理人员与业主共同组成一个项目管理组，对工程项目进行管理。在这种方式下，项目管理服务方更多的是作为业主的顾问，工程的进度、费用和质量控制的风险较小。PMT 的合同结构是：

图 30：PMT 合同结构示意图

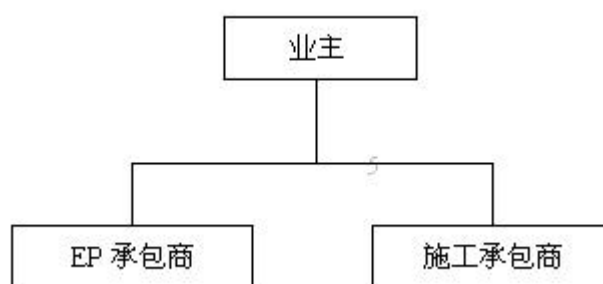


资料来源：招商证券研发中心整理

## 8、设计、采购承包（EP—Engineering、Procurement）

设计、采购承包是指承包商对工程的设计和采购进行承包，施工则由其他承包商负责。其合同结构是：

图 31：EP 合同结构示意图

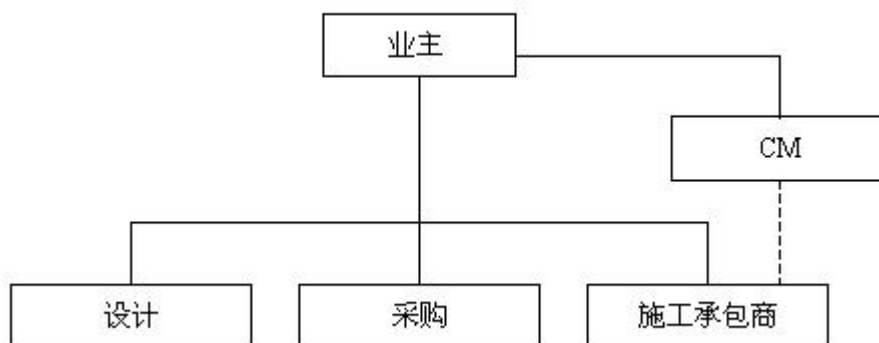


资料来源：招商证券研发中心整理

## 9、施工管理（CM—Construction Management）

代表业主进行施工管理。其合同结构是：

图 32: CM合同结构示意图



资料来源：招商证券研发中心整理

## 10、设计、采购、安装、施工承包(EPIC—Engineering、Procurement、Installation、Construction)

EPIC 方式是针对海上平台项目来说的，海上平台的安装工作比较复杂、工作量比较大，所以将安装从施工中分离出来，给予特别强调。它的承包内容和合同结构与 EPC 相似。

### 参考报告：

- 1、《建筑工程行业 2010 年中期投资策略—建筑四小龙，共享高成长》2010/06/09
- 2、《建筑工程行业 2010 年二季度投资策略—“精华出金葛”异彩呈，“园工隧杭材”缤纷现》2010/04/12

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 2809        | 2729        | 4702        | 5991        | 7293        |
| 现金             | 1357        | 1464        | 2874        | 3626        | 4405        |
| 交易性投资          | 331         | 284         | 300         | 300         | 300         |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 84          | 54          | 39          | 53          | 67          |
| 其它应收款          | 9           | 8           | 16          | 21          | 26          |
| 存货             | 494         | 669         | 1097        | 1483        | 1859        |
| 其他             | 534         | 250         | 375         | 507         | 636         |
| <b>非流动资产</b>   | 304         | 394         | 418         | 438         | 457         |
| 长期股权投资         | 1           | 1           | 1           | 1           | 1           |
| 固定资产           | 128         | 151         | 185         | 217         | 245         |
| 无形资产           | 71          | 120         | 108         | 97          | 87          |
| 其他             | 105         | 123         | 124         | 124         | 124         |
| <b>资产总计</b>    | <b>3113</b> | <b>3123</b> | <b>5120</b> | <b>6429</b> | <b>7750</b> |
| <b>流动负债</b>    | 2106        | 1974        | 3162        | 4265        | 5340        |
| 短期借款           | 7           | 40          | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 269         | 758         | 1246        | 1684        | 2110        |
| 预收账款           | 1799        | 1156        | 1899        | 2566        | 3216        |
| 其他             | 31          | 21          | 18          | 15          | 13          |
| <b>长期负债</b>    | 3           | 2           | 2           | 2           | 2           |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 3           | 2           | 2           | 2           | 2           |
| <b>负债合计</b>    | <b>2109</b> | <b>1976</b> | <b>3164</b> | <b>4267</b> | <b>5342</b> |
| 股本             | 190         | 190         | 226         | 226         | 226         |
| 资本公积金          | 433         | 433         | 1047        | 1047        | 1047        |
| 留存收益           | 382         | 524         | 683         | 889         | 1135        |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 母公司所有者权益       | 1004        | 1147        | 1956        | 2162        | 2408        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>3113</b> | <b>3123</b> | <b>5120</b> | <b>6429</b> | <b>7750</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008  | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 590   | 150  | 1019  | 1005  | 1075  |
| 净利润            |       |      | 353   | 459   | 546   |
| 折旧摊销           |       |      | 27    | 29    | 31    |
| 财务费用           |       |      | (38)  | (44)  | (49)  |
| 投资收益           |       |      | (5)   | (5)   | (5)   |
| 营运资金变动         |       |      | 699   | 549   | 536   |
| 其它             |       |      | (17)  | 17    | 17    |
| <b>投资活动现金流</b> | (189) | (52) | (67)  | (50)  | (50)  |
| 资本支出           |       |      | (50)  | (50)  | (50)  |
| 其他投资           |       |      | (17)  | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | (60)  | (34) | 459   | (203) | (246) |
| 借款变动           |       |      | (40)  | 0     | 0     |
| 普通股增加          |       |      | 36    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         |       |      | 614   | 0     | 0     |
| 股利分配           |       |      | (194) | (252) | (301) |
| 其他             |       |      | 43    | 49    | 54    |
| <b>现金净增加额</b>  | 341   | 63   | 1410  | 752   | 779   |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 1869 | 3139 | 5180  | 6993  | 8741  |
| 营业成本             | 1648 | 2816 | 4631  | 6258  | 7845  |
| 营业税金及附加          | 1    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 营业费用             | 57   | 79   | 104   | 140   | 175   |
| 管理费用             | 59   | 64   | 104   | 140   | 175   |
| 财务费用             | (21) | (32) | (38)  | (44)  | (49)  |
| 资产减值损失           | (5)  | (23) | (20)  | (23)  | (25)  |
| 公允价值变动收益         | 7    | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 7    | 3    | 5     | 5     | 5     |
| <b>营业利润</b>      | 145  | 241  | 405   | 526   | 626   |
| 营业外收入            | 0    | 2    | 2     | 3     | 4     |
| 营业外支出            | 2    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>      | 143  | 242  | 406   | 528   | 629   |
| 所得税              | 23   | 32   | 53    | 69    | 82    |
| <b>净利润</b>       | 120  | 210  | 353   | 459   | 546   |
| 少数股东损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 120  | 210  | 353   | 459   | 546   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.63 | 1.11 | 1.56  | 2.03  | 2.42  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 64%   | 68%   | 65%   | 35%   | 25%   |
| 营业利润           | 26%   | 67%   | 68%   | 30%   | 19%   |
| 净利润            | 18%   | 75%   | 68%   | 30%   | 19%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 11.8% | 10.3% | 10.6% | 10.5% | 10.3% |
| 净利率            | 6.4%  | 6.7%  | 6.8%  | 6.6%  | 6.3%  |
| ROE            | 12.0% | 18.3% | 18.0% | 21.2% | 22.7% |
| ROIC           | 10.3% | 15.3% | 16.3% | 19.4% | 20.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 67.7% | 63.3% | 61.8% | 66.4% | 68.9% |
| 净负债比率          | 0.2%  | 1.3%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 1.4   | 1.4   |
| 速动比率           | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.6   | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| 存货周转率          | 4.3   | 4.8   | 5.2   | 4.9   | 4.7   |
| 应收帐款周转率        | 16.7  | 45.5  | 111.0 | 150.9 | 145.9 |
| 应付帐款周转率        | 6.1   | 5.5   | 4.6   | 4.3   | 4.1   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.63  | 1.11  | 1.56  | 2.03  | 2.42  |
| 每股经营现金         | 3.10  | 0.79  | 4.51  | 4.45  | 4.76  |
| 每股净资产          | 5.29  | 6.04  | 8.65  | 9.57  | 10.66 |
| 每股股利           | 0.35  | 0.00  | 0.86  | 1.12  | 1.33  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 55.4  | 31.7  | 22.5  | 17.2  | 14.5  |
| PB             | 6.6   | 5.8   | 4.0   | 3.7   | 3.3   |
| EV/EBITDA      | 105.9 | 64.2  | 36.0  | 27.8  | 23.4  |

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王小勇**，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。