

强烈推荐-A (维持)**中工国际 002051.SZ**

目标估值: 71.1 元

当前股价: 51.01 元

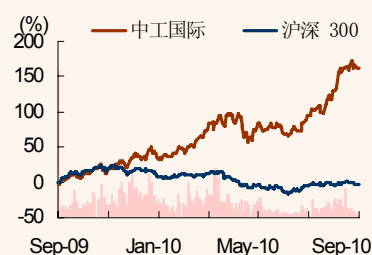
2010 年 9 月 28 日

海外订单 + 资产注入, 双轮驱动提升公司发展空间**基础数据**

上证综指	2592
总股本 (万股)	19000
已上市流通股 (万股)	18980
总市值 (亿元)	94
流通市值 (亿元)	94
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	18.7
资产负债率	65.7%
主要股东	中国机械工业集团
主要股东持股比例	62.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	58	146
相对表现	12	71	153

**相关报告**

1、《建筑工程行业 2010 年第四季度投资策略—收获成果, 播撒希望》2010/09/27

2、《中工国际 (002051) —将翱将翔, 振兮扬兮》2010/07/22

3、《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

王小勇

0755 - 82960440

wxy@cmschina.com.cn

S1090209120321

公司发展空间提升之双轮: 一是近期公司大单不断。随着我国政府对外直接投资的不断增多, 我们预计公司未来将接更多此类的大单; 央企重组加速, 国资委称年内央企数量将控制在 100 家以内, 国机集团的资产整合与重组预期使得公司未来发展空间具有坚实的保障。维持公司强烈推荐的投资评级, 短期目标价上调至 71.1 元, 对应 11 年 EPS、35 倍 PE。我们认为在央企重组加速背景下看公司发展前景更为合适。

事件 1:

公司 7 月 30 日发布公告称, 2010 年 7 月 29 日, 经中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会 2010 年第 24 次并购重组委工作会议审核, 公司向国机集团发行股份购买资产暨关联交易事项获得有条件通过。也就是说国机集团向公司一次资产注入 (中农机) 获得证监会有条件通过。

事件 2:

9 月 7 日, 公司公告称与委内瑞拉电力部所属的委内瑞拉国家电力公司签署了委内瑞拉比亚火电站项目商务合同, 合同总金额为 9.56 亿美元, 折合人民币达到 65 亿元。该合同预计施工工期为 45 个月, 生效后对公司随后四年的营业总收入、利润总额将产生积极的影响。

事件 3:

9 月 28 日, 公司公告称与塞拉利昂财政与经济发展部签署了塞拉利昂机场航站楼项目商务合同, 合同总金额 1.05 亿美元, 折合人民币达到 7.05 亿元。该合同预计施工工期为 24 个月, 生效后对公司随后二年的营业总收入、利润总额将产生积极的影响。

点评:**1、巨额在手合同确保了公司业绩稳步增长。**

- 公司主要负责执行我国对外直接投资项目, 符合我国外交促经济的发展战略思路, 在我国对外投资大规模增长的前提下, 2010 年公司新签合同获得了大幅增长。到目前为止, 公司实现新签合同超过 16 亿美元, 在手合同余额累计达到 28 亿美元以上。由于中农机在 7 月 30 日获批, 我们推测加上中农机的在手合同, 并表后公司的在手合同将有可能超过 30 亿美元。
- 我们认为, 在我国内需难以获得有效提升的情况下, 我国政府必然要加大对海外的直接投资, 通过海外投资来降低出口减少对经济增长的影响。受世界经济和金融危机的持续影响, 2009 年全球外国直接投资流出流量比上年下降了 43%, 在挑战与机遇并存的背景下, 2009 年我国对外直接投资再创历史新高, 达到 565.3 亿美元, 较上年增长了 1.1%。

2、受委内瑞拉项目生效日期的影响，2 季度单季度的业绩稍弱预期，但并不影响全年的业绩结算。我们预计合并中农机后公司 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。

二季度由于我国政府对委内瑞拉的政府信贷的批准进度低于公司预期，使得当季利润稍弱。而从全年来看，估计公司将通过赶进度、赶工期的做法，使工程能够按照计划进行，从而实现预期的结算进度。

表 1：半年期业绩回顾

(百万元)	07H1	07H2	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1	同比	环比
营业收入	692	448	915	955	1298	1841	1419	9%	-23%
营业毛利	109	25	132	89	155	168	173	11%	3%
营业费用	16	26	23	33	29	50	38	31%	-23%
管理费用	18	15	28	30	26	38	32	24%	-17%
财务费用	1	-44	-9	-12	-6	-26	-14	125%	-44%
投资收益	0	0	1	6	2	1	14	652%	1630%
营业利润	97	48	131	38	120	121	127	6%	5%
所得税	15	-1	32	-9	28	4	9	-67%	160%
归属母公司净利润	83	29	97	47	92	118	117	28%	-1%
EPS (元)	0.44	0.15	0.51	0.25	0.48	0.62	0.62		

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表 2：各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	YOY
营业收入	440	475	235	719	594	704	700	1141	789	630	-10.5%
营业毛利	59	73	17	72	77	78	31	137	83	90	16.0%
营业费用	10	14	10	24	12	18	20	29	20	18	1.6%
管理费用	10	18	6	24	11	14	15	23	9	23	60.9%
财务费用	-14	5	1	-12	-3	-3	-9	-17	-9	-5	46.2%
投资收益	0	1	1	6	0	2	1	0	0	14	685.2%
营业利润	67	63	6	31	63	58	37	84	67	60	3.6%
归属母公司净利润	50	47	15	31	47	45	25	94	56	62	37.5%
EPS (元)	0.26	0.25	0.08	0.17	0.25	0.24	0.13	0.49	0.29	0.33	15.6%
主要比率											
毛利率	13.4%	15.4%	7.4%	9.9%	13.0%	11.1%	4.4%	12.0%	10.5%	14.4%	3.3%
营业费用率	2.2%	2.9%	4.1%	3.3%	2.0%	2.5%	2.9%	2.6%	2.6%	2.9%	0.3%
管理费用率	2.4%	3.8%	2.5%	3.4%	1.9%	2.0%	2.2%	2.0%	1.1%	3.6%	1.6%
财务费用率	-3.1%	1.0%	0.2%	-1.7%	-0.5%	-0.5%	-1.3%	-1.5%	-1.2%	-0.8%	-0.3%
三项费用率	1.5%	7.7%	6.8%	5.0%	3.4%	4.1%	3.8%	3.1%	2.5%	5.7%	1.6%
营业利润率	15.3%	13.4%	2.6%	4.4%	10.5%	8.2%	5.3%	7.3%	8.5%	9.5%	1.3%
有效税率	25.4%	24.5%	-148.5%	-0.2%	25.1%	21.7%	33.8%	-10.6%	17.0%	-3.6%	-25.4%
净利率	11.4%	9.8%	6.5%	4.4%	7.9%	6.4%	3.5%	8.2%	7.1%	9.8%	3.4%
YoY											
收入	-2%	94%	12%	202%	35%	48%	197%	59%	33%	-11%	
归属母公司净利润	-24%	176%	-36%	538%	-7%	-4%	60%	198%	19%	37%	

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

维持我们在 7 月 22 日的报告《中工国际（002051）——将翱将翔，振兮扬兮》的盈利预测：

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

3、我们认为，在央企重组加速背景下看公司发展前景更为合适。

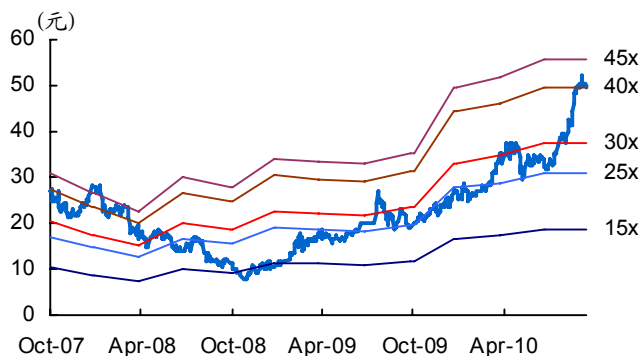
国资委计划在 2010 年将央企数量调整到 100 家以内，这就将促使国机集团将整体上市的步伐加快。我们初步估计，国机集团仍将有与目前公司一倍以上的工程资产拟整体上市，未来或将可能分批注入到中工国际。

实际上，中农机注入中工国际，可以看成国机集团工程业务板块整体上市的序幕。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。

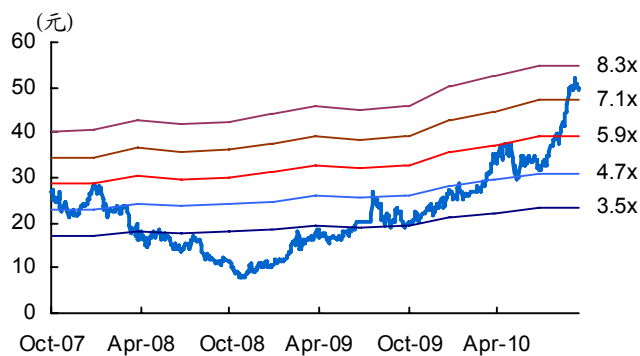
4、风险提示：业绩低于预测的风险；市场系统性风险；我国对外投资政策改变的风险。

图 1：中工国际历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：中工国际历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

1、《建筑工程行业 2010 年第四季度投资策略—收获成果，播撒希望》2010/09/27

我们提出，在第四季度投资思路确定的情况下即“收获成果”的前提下，必须重点持续关注建筑行业与我国消费升级、新兴产业战略密切相关的中小盘个股，持续低吸业绩增长确定并有可能超预期的个股。重点推荐三只个股：中工国际、金螳螂、中材国际。

2、《中工国际（002051）一将翱将翔，振兮扬兮》2010/07/22

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。

3、《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

我们提出，2010 年下半年的投资策略依然延续今年以来的思路——自上而下，先行业后公司，以推荐组合为主：积极配置建筑“四小龙”（东华科技、东方园林、金螳螂、中工国际）。

4、《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

我们提出，受益 4 万亿投资后续效应及区域振兴规划的加强效应，二季度投资策略是在一季度“精华出金葛”（精工钢构、东华科技、金螳螂、葛洲坝）组合的基础上，再推“园工隧杭材”（东方园林、中工国际、隧道股份、杭萧钢构、中材国际）。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	3113	3123	5120	6429	7750
流动负债	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
长期负债	3	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	2	2	2	2
负债合计	2109	1976	3164	4267	5342
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
负债及权益合计	3113	3123	5120	6429	7750

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(189)	(52)	(67)	(50)	(50)
资本支出			(50)	(50)	(50)
其他投资			(17)	0	0
筹资活动现金流	(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
现金净增加额	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
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
母公司所有者净利润	120	210	353	459	546
EPS (元)	0.63	1.11	1.56	2.03	2.42

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料(元)					
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
估值比率					
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潜力。

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。