

建筑施工

署名人: 罗泽兵

执业证书编号: S0960511030014

021-62178410

luozebing@cjis.cn

6-12个月目标价: 37.50元

当前股价: 28.14元

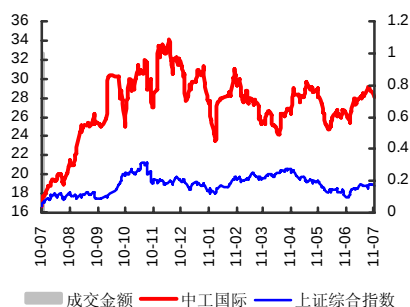
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2796.98
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	370
流通市值(亿)	104
EPS (TTM)	0.90
每股净资产(元)	5.04
资产负债率	57.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中工国际	5.67	6.61	1.80
上证综合指数	5.83	-6.74	1.41



中工国际

002051

推荐

抓合同生效、促经营回款，海外经营正入佳境

公司公布 2011 半年度业绩快报，上半年公司实现营业收入 17.9 亿元，同比增长 0.84%；实现归属母公司的净利润 1.63 亿元，同比增长 29.8%。上半年公司基本每股收益为 0.37 元，符合我们的预期。

投资要点:

- **去年新签合同生效良好，大部分项目正稳步进入生效期。**2010 年公司新签合同 40 亿美元，这些合同中安哥拉农场项目和大部分的委内瑞拉项目均已收到预付款并进入生效期，去年新签的大型合同中仅剩白俄罗斯纸浆厂等个别项目尚待下半年生效。这充分显示了公司在海外市场的出色商务谈判及项目后续执行能力。
- **预收款快速增加，资产负债表强健。**2011 年中期，公司资产规模快速上升，资产总额达到 97.5 亿元，远高于年初（50.7 亿元）及今年 1 季度末（53.3 亿元）的水平。资产规模的快速上升主要是 5 月中旬一批项目集中收到预付款并进入生效期（其中委内瑞拉项目合同金额 13.4 亿美元、安哥拉项目 5.2 亿美元）。我们初步判断今年年中公司账面资金折合人民币将在 60 亿元左右，占到公司资产总额的六成。充足的账面资金一方面将大幅减少公司的财务费用，同时也为公司开展投资和贸易业务提供良好财务支持。
- **应收收款回款良好，上半年资产减值损失大幅减少。**上半年随着古巴一般贸易项目、委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程（三期二段）等项目收到应收账款冲回计提的坏账准备，资产减值损失大幅减少。去年全年公司计提坏账损失 1.50 亿元，今年 1 季度已冲回 0.52 亿元，预计 2 季度坏账损失仍保持进一步减少的趋势。
- **上半年新签合同金额保持高位，未来 3 年收入快速增长有良好保障。**从上半年公司披露的个别中标信息的汇总情况看，上半年公司新签海外合同 20.3 亿美元，与去年的签约密度基本相当。在当前第三世界国家工程需求持续旺盛以及国内对外工程承包优惠政策的有利环境下，我们判断公司在非洲和拉美这些传统重点市场，以及中亚和东欧等新开拓市场后续都将有良好的新增工程项目潜力。
- **维持推荐的投资评级。**我国对外工程承包业正处于发挥比较优势的战略机遇期，公司显著受益于国内相关优惠政策支持，同时多年的海外经验也使公司能够在快速扩张中稳健控制经营风险。预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 1.11、1.47 和 1.99 元，维持推荐评级。
- **风险提示:** 工程企业收入结算进度波动等。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5057	6722	8936	11879
同比(%)	19%	33%	33%	33%
归属母公司净利润(百万元)	364	488	649	876
同比(%)	-7%	34%	33%	35%
毛利率(%)	17.0%	13.5%	13.5%	13.5%
ROE(%)	17.0%	19.4%	20.4%	21.4%
每股收益(元)	0.82	1.11	1.47	1.99
P/E	34.11	25.41	19.12	14.15
P/B	5.81	4.93	3.89	3.03
EV/EBITDA	22	16	13	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1 2010 年以来公司新签海外合同一览

签订时间	项目名称	国别	合同金额 (人民币, 万元)	合同执行期 (月)
2010-3-1	伊朗选矿厂成套设备供货合同	伊朗	62,808	36
2010-5-7	蒙古扎门乌德基础设施改善项目商务合同	蒙古	39,821	36
2010-5-25	坦桑尼亚瓦美糖厂项目商务合同	坦桑尼亚	125,236	30
2010-6-16	老挝贝雷桥项目商务合同	老挝	39,872	24
2010-9-4	委内瑞拉比西拉水电站项目商务合同	委内瑞拉	647,164	45
2010-9-26	塞拉利昂机场航站楼项目商务合同	塞拉利昂	71,080	24
2010-10-11	白俄罗斯纸浆厂项目商务合同	白俄罗斯	520,984	42
2010-10-21	伊朗大不里士省 2 号输水管线项目商务合同	伊朗	196,200	36
2010-11-19	安哥拉隆格农场项目商务合同	安哥拉	51,839	60
2010-11-24	肯尼亚内罗毕城网改造项目商务合同	肯尼亚	44,111	24
2010-12-3	委内瑞拉农副产品加工设备制造厂工业园项目商务合同	委内瑞拉	322,700	24
2010-12-3	委内瑞拉奥里诺科三角洲农业综合发展项目商务合同	委内瑞拉	43,866	24
2010-12-3	委内瑞拉第斯那托斯农业综合发展项目二期商务合同	委内瑞拉	120,835	24
2010-12-3	委内瑞拉皮里度-贝塞拉综合农业项目商务合同	委内瑞拉	112,835	24
2010-12-3	委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程(三期三段)商务合同	委内瑞拉	68,378	24
2011-4-15	赞比亚穆巴拉—纳孔德公路建设项目	赞比亚	116,979	36
2011-4-18	安哥拉卡玛库巴农场项目合同	安哥拉	57,604	66
2011-4-18	安哥拉古印巴农场项目	安哥拉	51,707	60
2011-4-22	乍得吉尔玛雅新国际机场项目	乍得	686,928	48
2011-4-24	老挝万象滨河地块综合开发	老挝	230,709	三期 10 年
2011-4-30	伊朗 400 万吨选矿厂项目	伊朗	175,959	24

资料来源：公司资料，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4080	5097	6801	9141	营业收入	5057	6722	8936	11879
现金	1687	2182	2926	3991	营业成本	4198	5814	7729	10274
应收账款	1481	1681	2234	2970	营业税金及附加	5	7	9	12
其它应收款	41	54	71	95	营业费用	151	202	268	356
预付账款	335	436	580	771	管理费用	126	151	181	218
存货	537	744	989	1315	财务费用	-26	5	-47	-65
其他	0	0	0	0	资产减值损失	150	-50	30	80
非流动资产	990	1083	1145	1210	公允价值变动收益	-14	10	20	30
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	24	25	30	70
固定资产	359	431	493	547	营业利润	463	628	816	1104
无形资产	134	142	150	159	营业外收入	1	2	2	2
其他	487	501	492	495	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	5070	6180	7946	10351	利润总额	463	629	817	1105
流动负债	2817	3539	4632	6123	所得税	97	138	163	221
短期借款	2	0	0	0	净利润	366	491	654	884
应付账款	1710	2035	2705	3596	少数股东损益	3	3	5	8
其他	1105	1505	1927	2527	归属母公司净利润	364	488	649	876
非流动负债	75	75	75	75	EBITDA	469	671	813	1091
长期借款	59	59	59	59	EPS (元)	0.82	1.11	1.47	1.99
其他	16	16	16	16					
负债合计	2892	3615	4707	6198	主要财务比率				
少数股东权益	44	47	52	60	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	339	441	441	441	成长能力				
资本公积	632	530	530	530	营业收入	19.4%	32.9%	32.9%	32.9%
留存收益	1168	1537	2186	3062	营业利润	0.3%	35.7%	29.9%	35.3%
归属母公司股东权益	2134	2518	3186	4093	归属于母公司净利润	-7.1%	34.2%	32.9%	35.1%
负债和股东权益	5070	6180	7946	10351	获利能力				
					毛利率	17.0%	13.5%	13.5%	13.5%
					净利率	7.2%	7.3%	7.3%	7.4%
					ROE	17.0%	19.4%	20.4%	21.4%
					ROIC	311.1%	-5000.6	-875.7	-376.6
					偿债能力				
					资产负债率	57.0%	58.5%	59.2%	59.9%
					净负债比率	2.31%	1.80%	1.38%	1.05%
					流动比率	1.45	1.44	1.47	1.49
					速动比率	1.26	1.23	1.25	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.23	1.20	1.27	1.30
					应收账款周转率	6	4	5	5
					应付账款周转率	3.40	3.10	3.26	3.26
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.82	1.11	1.47	1.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	1.61	1.77	2.37
					每股净资产(最新摊薄)	4.84	5.71	7.23	9.29
					估值比率				
					P/E	34.11	25.41	19.12	14.15
					P/B	5.81	4.93	3.89	3.03
					EV/EBITDA	22	16	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 工学学士、管理学硕士。07 年进入中投证券, 先后从事建材、建筑行业研究。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中国建筑、中铁二局、中材国际、中工国际、葛洲坝、精工钢构、广田股份、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、棕榈园林、中国中冶、中国中铁、中国铁建。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434