

重点市场持续收获，长期竞争力进一步彰显

中工国际 (002051.SZ)

推荐 维持评级

事件:

公司发布公告，近期与安哥拉教育部签署了当地一系列中学、体育学院等建设项目的商务合同。合同总金额 2.4 亿美元，工期 18 个月。

投资要点:

- **公司“聚焦优势市场、主抓重大项目”的海外市场策略持续奏效。**继去年底公司正式进入安哥拉市场以来，公司在半年时间内连续获得拉隆格农场、拉卡玛库巴农场和古印巴农场三个重大项目，加上此次安哥拉教育部项目，公司在该国市场获取订单总额达到 3.96 亿美元（折合 25.7 亿人民币，相当于上年收入的 51%）。近 1 年来安哥拉市场在公司新签订单总额的比例上升至 13%，成为继委内瑞拉（占公司新签订单 29%）之后公司的第二大国别市场。
- **公司海外工程的比较优势明显，未来将持续受益国内“走出去”的相关支持政策。**公司海外业务集中于工业工程、农业工程、水务工程、电力工程及交通工程等五大领域，这些领域在国内的设计、设备和人员储备各环节都相当成熟，从而为公司在海外市场扬长避短、开展竞争提供了有力的竞争条件。同时，公司紧密把握当前国内积极支持对外投资与工程承包的有利契机，国别市场的良好筛选使公司海外市场的开拓取得事半功倍的效果。预计公司前 3 季度的新签合同额为 25 亿美元，在手合同超过 65 亿美元。
- **已签合同生效及执行效果良好，看好公司海外市场的风险控制能力。**今年前 3 季度，公司新生效的项目金额为 22 亿美元，去年签署的重大项目大多已进入正式生效状态。同时，受益于公司根据多年海外市场经验业已建立的成熟风险控制体系，公司在手项目预收款比例及应收账款的银行保理程度均较好，公司受海外市场个别政治波动而产生或有损失的风险始终处于可控状态。
- **业绩锁定性优异，海外经营模式长期竞争力显现，维持推荐评级。**目前公司在手订单规模相当于今年收入的 6 倍，长期业绩锁定性良好。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.11、1.47 和 1.99 元，按明年 25 倍 PE 估值，公司 6-12 个月合理估值 37.0 元，维持推荐评级。

主要财务指标

(单位: 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,237	5,057	6,722	8,936	11,879
增长率		19.4%	32.9%	32.5%	32.8%
毛利率	14.7%	17.0%	13.5%	13.5	13.5%
归属母公司净利润	392	364	488	649	876
增长率		-7.1%	34.2%	32.9%	35.1%
摊薄 EPS(元)	0.89	0.82	1.11	1.47	1.99
PE	29.7	32.0	23.9	17.9	13.3

资料来源: 中国银河证券研究部

分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

市场数据

日期 2011.09.27

上证综合指数	2,415
公司收盘价	26.41
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	370
流通市值(亿)	97.7
EPS (TTM)	0.93
每股净资产 (元)	5.03
资产负债率	77%

相关研究

《中工国际——抓合同生效、促经营回款，海外经营正入佳境》

2011.7.19

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	委内瑞拉比西亚火电站项目商务合同	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 号输水管道项目商务合同	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
2011-8-2	苏丹白尼罗灌区复兴项目(阿布盖尔灌区)	苏丹	33,012	24
2011-8-2	苏丹白尼罗灌区复兴项目(杜温穆灌区)	苏丹	61,213	42
2011-8-22	老挝川圹机场扩建项目	老挝	52,582	36
2011-8-22	老挝川圹机场扩建项目	老挝	24,494	20
2011-8-23	委内瑞拉仓储、物流设备供货合同	委内瑞拉	43,508	5
2011-9-27	安哥拉教育部项目	安哥拉	155,972	18

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

表 2 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		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					
少数股东权益	44	47	52	60					
股本	339	441	441	441					
资本公积	632	530	530	530					
留存收益	1168	1537	2186	3062					
归属母公司股东权益	2134	2518	3186	4093					
负债和股东权益	5070	6180	7946	10351					

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	109	709	782	1043
净利润	366	491	654	884
折旧摊销	32	37	44	52
财务费用	-26	5	-47	-65
投资损失	-24	-25	-30	-70
营运资金变动	-418	203	132	214
其它	178	-1	30	28
投资活动现金流	-128	-88	-85	-45
资本支出	54	100	100	100
长期投资	-96	-1	0	0
其他	-171	10	15	55
筹资活动现金流	-56	-126	47	65
短期借款	-38	-2	0	0
长期借款	59	0	0	0
普通股增加	149	102	0	0
资本公积增加	198	-102	0	0
其他	-425	-124	47	65
现金净增加额	-113	495	744	1064

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	19.4%	32.9%	32.5%	32.8%
营业利润	0.3%	35.7%	29.9%	35.3%
归属于母公司净利润	-7.1%	34.2%	32.9%	35.1%
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	32.0	23.9	17.9	13.3
P/B	5.5	4.6	3.7	2.8
EV/EBITDA	21	14	12	9

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼	上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn