

## 主力在手合同项目未来2年将加速结转，充足账面资金保障长期发展

中工国际 (002051.SZ)

**推荐** 维持评级

### 事件:

公司发布3季报,前3季度公司实现营业收入36.96亿元,同比增长38.9%;实现归属母公司的净利润3.06亿元,同比增长27.5%。前3季度公司的基本每股收益为0.69元,符合我们的预期。

### 投资要点:

- **受益在手项目执行进度加快,3季度单季度实现收入19.1亿元,同比增长115%。**公司目前在手订单65亿美元左右,今年以来这些合同的生效情况良好,其中委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程(三期二段)(合同金额折合21.4亿人民币)等一批重大项目正进入关键执行阶段,预计4季度公司仍将保持较高的工作量,全年收入规模将达到67亿元,同比增长33%。
- **前3季度毛利率稳定在15%以上的较高水平,应收账款回款良好。**公司前3季度毛利率为15.2%,较去年同期下降1.3个百分点,但仍保持在15%以上的较高水平。在收入规模大幅增长的情况下,公司3季度末应收账款与年初水平基本持平,显示了公司在海外市场项目选择、客户资信及融资能力评估方面的综合优势。
- **货币资金充沛,为公司进一步扩大海外工程承接规模奠定良好基础,同时也将为公司带来丰厚投资收益。**今年大量合同的正式生效为公司带来充足预收款项,截至3季末,公司账面资金为53.6亿元,较中期48亿元的水平进一步提升,公司当前货币资金与资产规模的比值达到0.48,在同类工程企业中大幅领先。目前公司已根据工程进度的用款情况,在保证资金合理流动性的前提下购买了20亿元银行法人理财产品,预计其年化投资收益在1亿元以上。
- **白俄罗斯等新的目标市场陆续进入收获期,老挝的相关投资项目正式启动,公司发展布局更为均衡。**公司近期公告成立“中白建设开发股份有限公司”(公司控股60%),并增资中工国际旅游发展(老挝)有限公司(公司控股70%),我们判断公司在业务地域分布和有限相关领域的拓展上未来将有持续进展。
- **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1.06、1.45和1.92元,按明年25倍PE估值,公司6-12个月合理估值36.5元,维持推荐评级。

合理估值: 36.50元

### 分析师

罗泽兵

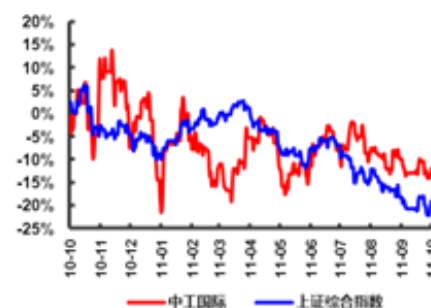
☎: (8621) 2025 2670

✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

市场数据日期	2011.10.25
上证综合指数	2,410
公司收盘价	26.4
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)	5.35
资产负债率	78.6%

### 近一年相对上证综指表现



主要财务指标 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5057	6722	8801	11605
收入同比		33%	31%	32%
归属母公司净利润	364	469	638	844
净利润同比		29%	36%	32%
毛利率	17.0%	14.0%	13.9%	14.0%
ROE	17.0%	18.8%	20.3%	21.1%
每股收益(元)	0.82	1.06	1.45	1.92
P/E	32.0	24.8	18.2	13.8
P/B	5.5	4.7	3.7	2.9

资料来源: 中国银河证券研究部

**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 1 公司财务报表预测 (单位: 百万元)**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4080	9144	6142	7922	营业收入	5057	6722	8801	11605
现金	1687	6236	2333	2901	营业成本	4198	5783	7578	9982
应收账款	1481	1681	2200	2901	营业税金及附加	5	7	9	12
其它应收款	41	54	70	93	营业费用	151	202	264	319
预付账款	335	434	568	749	管理费用	126	151	189	232
存货	537	740	970	1278	财务费用	-26	45	43	65
其他	0	0	0	0	资产减值损失	150	-30	30	70
非流动资产	990	2683	3745	3810	公允价值变动收益	-14	10	10	10
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	24	30	105	130
固定资产	359	431	493	547	营业利润	463	604	803	1064
无形资产	134	142	150	159	营业外收入	1	2	2	2
其他	487	2101	3092	3095	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	5070	11827	9886	11732	利润总额	463	605	804	1065
流动负债	2817	9206	6612	7595	所得税	97	133	161	213
短期借款	2	300	300	469	净利润	366	472	643	852
应付账款	1710	2024	2652	3494	少数股东损益	3	3	5	8
其他	1105	6882	3659	3632	归属母公司净利润	364	469	638	844
非流动负债	75	75	75	75	EBITDA	469	687	890	1181
长期借款	59	59	59	59	EPS (元)	0.82	1.06	1.45	1.92
其他	16	16	16	16					
负债合计	2892	9281	6687	7670					
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	1518	2156	3001					
归属母公司股东权益	2134	2499	3147	4001					
负债和股东权益	5070	11827	9886	11732					

<b>现金流量表</b>					<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	109	6099	-2851	449	成长能力				
净利润	366	472	643	852	营业收入	19.4%	32.9%	30.9%	31.9%
折旧摊销	32	37	44	52	营业利润	0.3%	30.5%	32.9%	32.5%
财务费用	-26	45	43	65	归属于母公司净利润	-7.1%	29.0%	36.1%	32.2%
投资损失	-24	-30	-105	-130	获利能力				
营运资金变动	-418	5576	-3496	-399	毛利率	17.0%	14.0%	13.9%	14.0%
其它	178	-1	20	8	净利率	7.2%	7.0%	7.3%	7.3%
投资活动现金流	-128	-1683	-1010	15	ROE	17.0%	18.8%	20.3%	21.1%
资本支出	54	100	100	100	ROIC	311.1%	-9.4%	-37.3%	-66.8%
长期投资	-96	1599	1000	0	偿债能力				
其他	-171	15	90	115	资产负债率	57.0%	78.5%	67.6%	65.4%
筹资活动现金流	-56	134	-43	104	净负债比率	-74.4%	-230.6	-61.5%	-58.3%
短期借款	-38	298	0	169	流动比率	1.45	0.99	0.93	1.04
长期借款	59	0	0	0	速动比率	1.26	0.91	0.78	0.87
普通股增加	149	102	0	0	营运能力				
资本公积增加	198	-102	0	0	总资产周转率	1.23	0.80	0.81	1.07
其他	-425	-164	-43	-65	应收账款周转率	6	4	5	5
现金净增加额	-113	4550	-3903	568	应付账款周转率	3.40	3.10	3.24	3.25

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