

中工国际 (002051.SZ) 建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

唐笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

9月26号安哥拉新签合同点评

事件

2011年9月26日中工国际公告公司与安哥拉教育部签署了安哥拉中学建设项目商务合同、安哥拉体育学院建设项目商务合同、安哥拉培训中心及特殊教育学校建设项目商务合同。合同金额合计为24,000万美元,约合153,024万元人民币,为公司2010年营业总收入505,672.41万元的30.26%。

评论

公司大项目战略带动订单数量快速增长: 1、公司2010年提出“大项目”战略,截至年底,公司在手合同余额达到47.66亿美元,新签合同额更是达到了40.45亿美元,相比2009年增长了516.23%; 2、今年公司承接合同额仍呈现快速增长势头,截至目前,公告的订单量已经接近150亿元,3倍于2010年营业收入; 3、公司目前在手订单已经超过400亿元,是公司去年营业收入8倍,订单的如期生效,保证公司未来业绩的大幅上涨。4、本次项目签约,是继去年11月以及今年4月后公司与安哥拉政府签订的第三次合作,这再次体现了公司经营发展战略,在某地承接项目后,会凭借优质的工程质量和与业主良好的合作关系深耕于此,不断拓展市场范围。

图表1: 公司今年签订的重大合同

公告时间	项目	金额	占2010年营业收入比例
9月26日	与安哥拉教育部签署了安哥拉中学建设项目商务合同、安哥拉体育学院建设项目商务合同、安哥拉培训中心及特殊教育学校建设项目商务合同。	24,000万美元, 约合153,024万元人民币	30.26%
8月23日	签署了委内瑞拉交通部港口仓储设备供货项目、委内瑞拉食品部港口仓储设备供货项目、委内瑞拉商务部物流中心设备供货项目商务合同。	人民币43,508.29万元	8.60%
8月22日	与老挝公共工程与交通运输部签署了老挝川圹机场扩建项目及老挝瓦岱国际机场扩建项目商务合同	11,859.96万美元, 约合75,834.96万元人民币	15.00%
8月2日	与苏丹白尼罗州州政府分别签署了苏丹白尼罗灌区复兴项目(阿布盖尔灌区)和苏丹白尼罗灌区复兴项目(杜温穆灌区)的商务合同	14,498.65万美元, 约合98,590.80万元人民币	19.50%
5月4日	与伊朗GEG铁矿公司签署了伊朗400万吨选矿厂项目商务合同	1.89亿欧元	36.01%
4月27日	与老挝万象市政府在老挝首都万象签署了老挝万象滨河地块综合开发协议		
4月25日	与乍得共和国基础设施和交通部签署了乍得吉尔玛雅新国际机场项目商务合同	10.57亿美元	136.18%
4月20日	与安哥拉农业、农村发展和渔业部分别签署了安哥拉卡玛库巴农场项目和安哥拉古印巴农场项目商务合同	8,863.80万美元 + 7,956.36万美元	21.95%
4月18日	与赞比亚工程部道路发展局签署了赞比亚穆巴拉-纳孔德公路建设项目	1.8亿美元	23.49%

来源: 公司公告 国金证券研究所

在“走出去”的大背景之下，要尤其重视中工国际的投资价值：

1、深耕国外多年，具有先发优势：公司深耕国外多年。目前，公司人员遍布世界各地，不仅保证及时获取信息，参与国外项目招投标，而且熟知国外法律政策及项目运作模式，确保后续项目顺利开展。

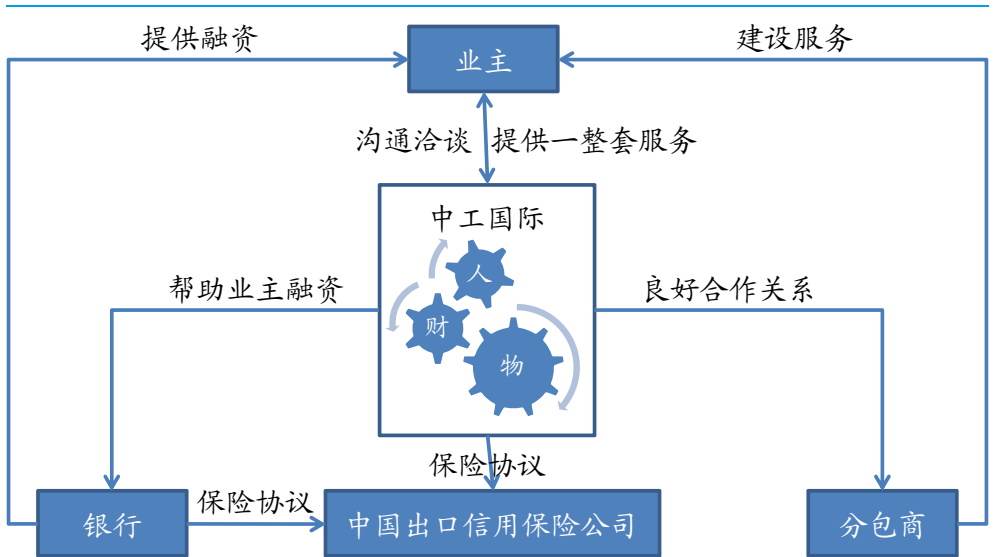
图表2：公司业务人员所在国家

地区	国家
亚洲	斯里兰卡、老挝、尼泊尔、孟加拉、缅甸、泰国、印度尼西亚、菲律宾、马来西亚、越南、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、蒙古、伊朗、巴基斯坦、科威特、叙利亚、阿联酋、卡塔尔、沙特阿拉伯、印度、也门
非洲	毛里塔尼亚、塞拉利昂、埃及、利比亚、喀麦隆、乍得、苏丹、贝宁、刚果（布）、津巴布韦、尼日尔、加纳、纳米比亚、安哥拉、坦桑尼亚、吉布提、莫桑比克、马达加斯加、赞比亚、肯尼亚、埃塞俄比亚
美洲	加拿大、美国、墨西哥、古巴、牙买加、委内瑞拉、厄瓜多尔、哥伦比亚、玻利维亚、智利、阿根廷
欧洲	土耳其、俄罗斯、意大利
大洋洲	巴布亚新几内亚

来源：公司网站 国金证券研究所

2、体系创立、平台搭建：作为国际工程建筑服务商，协调管理能力是公司立足和发展之根本。公司要与涉及工程项目的各方人员打交道，协调项目实施过程中人、财、物等多方面可能出现的问题。此外，公司将国外通用的IPMP管理体系与公司相关业务相结合创立了适用于自身的IPMP管理体系。标准化管理体系建立，为国内有实力的工程建筑分包商走向海外搭建了良好的平台，公司作为渠道集成服务商与分包商们一起做大做强。

图表3：公司协调沟通能力突出



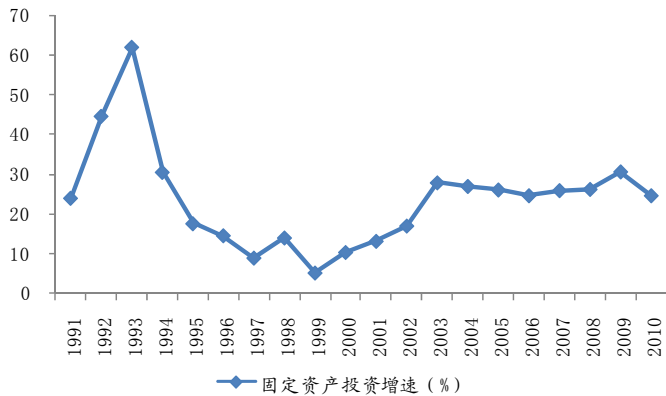
来源：国金证券研究所

3、未来发展的重点——投资业务：海外及国内投资是公司业务板块重要组成部分。在国外，公司在优势市场和熟悉领域追求电力、水务等特许经营业务和区域开发项目，在国内，公司紧跟国家“十二五”政策走势，围绕水务等环保行业开发投资项目，拓展业务范围，公司投资业务的稳步推进将有利于公司进一步提升盈利能力。

■ 海外投资——特许经营业务：特许经营业务是公司在传统工程建筑业务基础上，向其优势领域进一步拓展，深挖公司盈利能力最为简便和快捷的方式，并有助于打通建筑公司上下产业环节，实现协同效应。

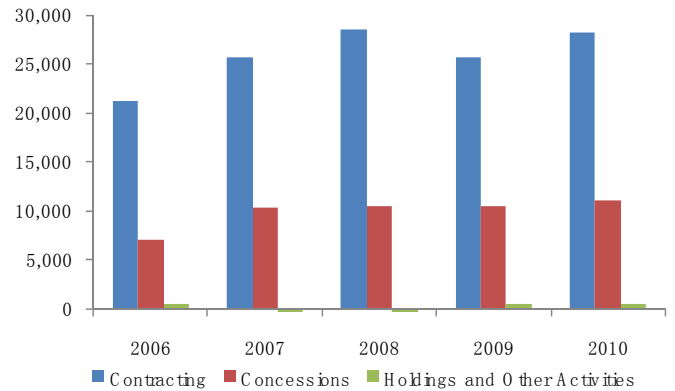
■ 特许经营业务有助于平抑收入波动：工程建筑项目易受经济周期波动影响，进而公司营业收入稳定性受到影响。特许经营相比传统工程建筑项目会给公司带来更为稳定的现金流，平抑经济波动对公司业绩所带来的影响，尤其是公司投资标的多为电力、水务等基础设施项目，需求具有一定刚性，保证公司收入的稳定增长。

图表4: 中国固定资产投资波动较大



来源: 华通数据 公司公告 国金证券研究所

图表5: Vinci 特许经营项目收入最为稳定 (百万欧元)



注: Vinci 的 Concessions 业务中包含 VINCI Auto routes 业务

- **特许经营业务具有较高利润率:** 特许经营业务以后端运营管理为主, 相比前端工程建筑业务, 具有更高的利润水平, 这块业务的拓展有助于公司提升整体盈利水平。

图表6: 特许经营业务具有较高的 Operating Margin (%) ——以 Vinci 为例



来源: 公司公告 国金证券研究所

- **投资业务有助发挥业务板块间协同效应:** 公司引入特许经营业务, 实现了从前端设计规划、中端工程建筑到后端运营管理三块业务的完整整合, 前中端业务优势为后端运营管理奠定了基础, 后端业务又能为前端设计、中端建筑业务提供指导, 协同效应的发挥, 既降低了整个工程项目的成本, 又提升了整个公司实力。
- **海外投资——区域投资业务:** 区域投资业务是一种大型商业地产开发模式, 类似于当前的城市综合体开发。
- **区域投资业务具有较高的毛利率水平:** 商业地产开发投资本身具有较高毛利率, 尤其是采用城市综合体模式进行开发, 从前端拿地、设计、工程施工到后端销售出租, 地产公司参与了整个开发过程, 充分发挥不同环节间协同效应、不同类型物业间的配合优势, 提升企业盈利能力。

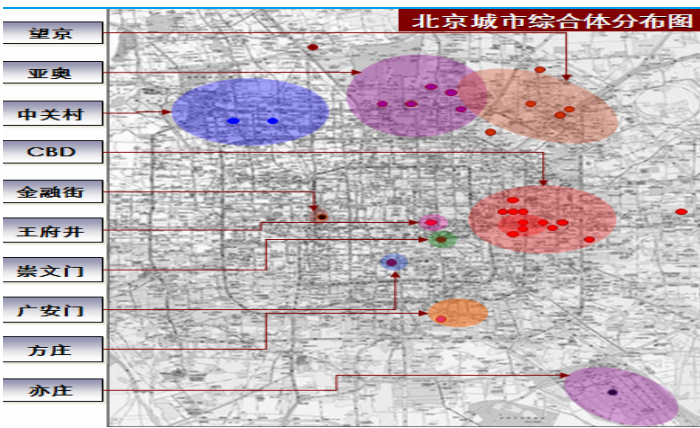
图表7: 综合体相比单一体开发优势

开发环节	优势
拿地	综合体一般是城市地标性建筑，地处城市核心区域，受到当地政府重视，因此在拿地以及贷款方面可能会享有一定优惠条件
设计	综合体功能复杂，建筑形式多样，重视不同物业类型配合，这就要求在设计方面不仅要充分考虑单体建筑，更要注重彼此搭配
工程施工	综合体有利于集约用地，节约资源
销售、出租	既可以获得一次性收入，也可以获得未来稳定现金流

来源：国金证券研究所

- **区域投资将收获不动产升值：**不动产升值主要源于两方面：1、城市综合体建设带动周边配套设施建设，进而带动区域经济发展，这会反过来提升当地不动产价值；2、从较长时间序列来看，公司项目所在地大多位于亚非拉发展中国家，正经历着投资加速，经济快速发展阶段，经济发展必然会带来不动产价值的提升。

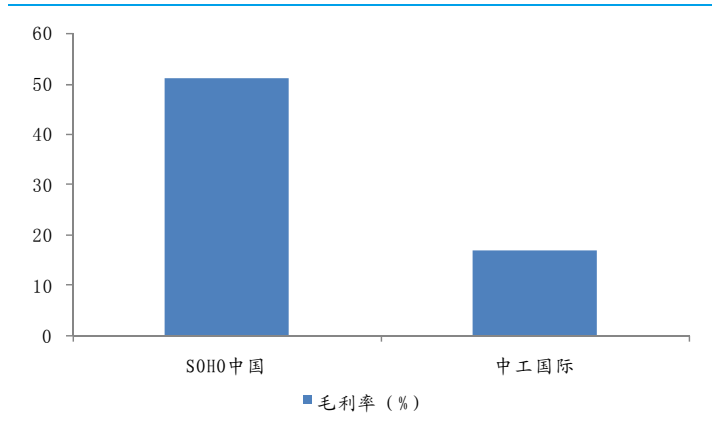
图表9: 城市发展较快的副中心围绕城市综合体建立



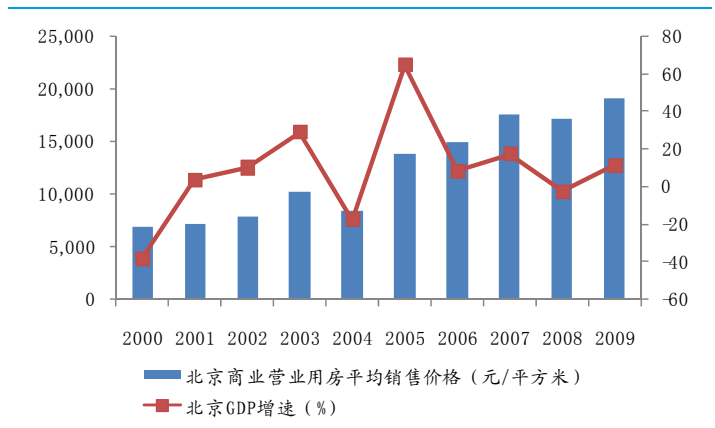
来源：国金证券研究所

- **国内投资——水务环保先行：**公司的国内投资紧跟“十二五”政策方向，以水务环保为突破点，不断拓展业务范围。2011年中央1号文件直指水利建设，明确提出基本建成水资源合理配置和高效利用体系，保证城乡供水率以及城乡居民饮水安全，公司加大在该领域的投资，必然会分享水利大投资所带来的景气。

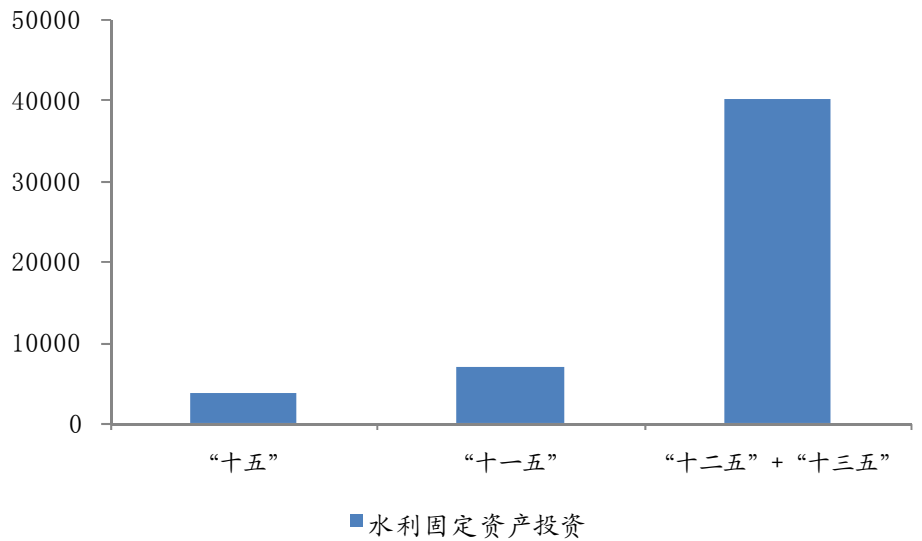
图表8: 城市综合体开发毛利率较高



图表10: 经济增速与不动产价格正相关——以北京为例



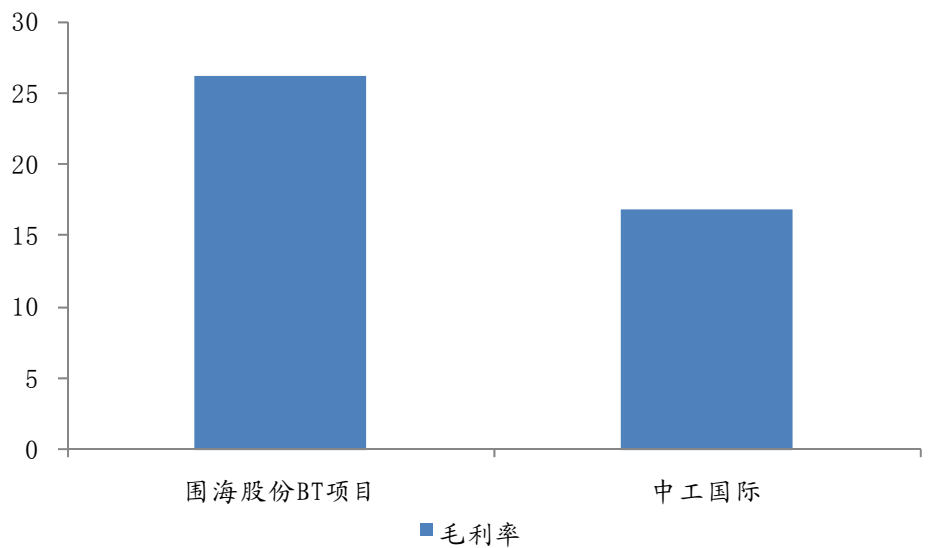
图表11: 水利建设未来投资巨大



来源: 国金证券研究所

- 公司下属子公司成都市中工水务有限责任公司利用 BOT 模式承接污水处理项目，模式的转变，有助提升公司盈利能力。

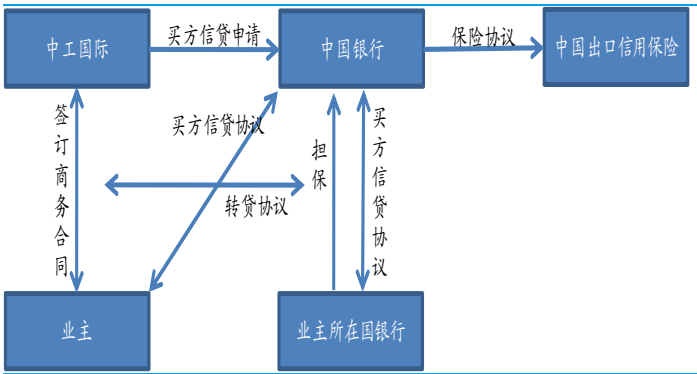
图表12: BOT 项目毛利率较高 (以围海股份 BT 项目为例)



来源: 国金证券研究所

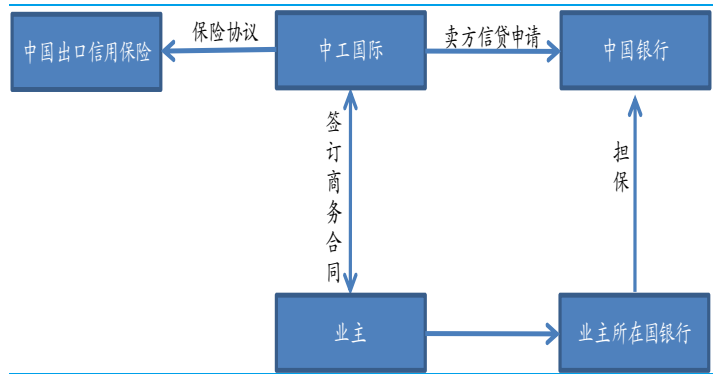
- 4、**风控得当，回款安全：**公司大部分项目采用出口信贷，并投保出口信用保险，这极大保证了公司的回款安全。此外，公司通过分析汇率趋势以及采用保理、远期应收账款权益买断、调整合同计价币别等手段有效地管控汇率风险。

图表13: 出口买方信贷



来源: 国金证券研究所

图表14: 出口卖方信贷



投资建议

传统 EPC、投资、贸易的三项联动发展非常值得期待; 公司凭借显著的竞争优势可以获得持续、快速增长。预计公司 2011-2013 年每股收益 1.034、1.385、1.745 元, 目前股价相当于 2011-2013 年 26、19、15 倍估值。给予“买入”评级。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-08-01	买入	27.55	36.00 ~ 36.00
2	2011-08-22	买入	26.80	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B