

工程服务范围 and 经营地域进一步拓宽，海外收购的协同效应显著

中工国际 (002051.SZ)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布公告,拟向不超过10名的特定对象非公开发行不超过5,100万股,募集资金总额不超过人民币13亿元,计划用于收购加拿大普康控股60%股权及投入白俄罗斯斯威特洛戈尔斯克纸浆厂工程建设项目。

二、我们的分析与判断

- **对加拿大普康公司收购完成后公司工程承包主业的业务种类和地域布局将实现良好扩展。**公司此前的海外工程承包主要集中在工业制造、交通基建、能源电力、农业加工和水利工程5个领域,此次收购完成后,公司将使自己的工程承包业务进一步拓展到矿山工程和采矿服务领域;同时,从经营地域上看,公司之前海外工程业务主要在亚非拉等不发达国家开展业务,而欧洲、北美等发达国家市场受资质、技术、劳工准入等多方面限制始终难以取得突破,未来公司将能够以普康公司为跳板进入中国承包工程公司难以进入的发达国家矿山建设和采矿服务市场,并有望进一步以合理价格投资国外优质矿山资产及开展矿产品贸易业务,实现公司各相关业务间的有效联动。
- **对加拿大普康公司的收购对价较低,协同效应显著。**此次公司对加拿大普康公司60%股权的收购对价约为1.19亿加元,我们按普康公司2011年前3季度的经营业绩进行简单年化后计算,公司此次对目标资产的估价水平大致8.5X的PE水平,估值吸引力明显。同时,考虑到普康公司已有的良好客户渠道(如世界知名的巴克黄金公司(“Barrick Gold”)、必和必拓公司(“BHP Billiton”)、加拿大钾盐集团(“PotashCorp”)等),收购完成后中工国际的现有工程服务能力、融资能力和普康公司的矿业服务能力将能得到有效整合,普康公司目前仅2亿加元(折合13亿人民币)的营业规模有望实现成倍增长。
- **未来两年公司工程业务和相关多元化业务将进入加速发展阶段。**2010-2011年公司签署的主要工程合同陆续在去年中期开始陆续进入合同生效及正式实施阶段,以反映公司预先采购设备及其他前期投入的“预付账款”会计科目为例,2011年3季度末公司预付账款环比中期增长了143%,我们判断公司当前的60亿美元在手合同在今明两年将进入加速执行期。同时,公司利用工程优势在海外开展的相关贸易和投资业务也进入联动发展阶段,预计今年这块的收入将占到公司整体的10%以上。

三、投资建议

长期发展战略成型,成长路径清晰,维持推荐的投资评级。公司海外经营中在市场渠道、融资及风险控制方面综合竞争能力显著,同时其工程主业与贸易、投资等相关多元化领域的联动发展也有望大幅提升公司的经营规模和业绩回报。预计2011-2013年EPS分别为1.05、1.51和2.10元,维持推荐评级。

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 2012.03.18

上证综合指数	2,405
公司收盘价	27.97
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	371
流通市值(亿)	103.6
EPS (TTM)	1.14
每股净资产(元)	5.35
资产负债率	79%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中工国际	0.0	0.0	2.8
上证综指	2.0	8.1	-1.4

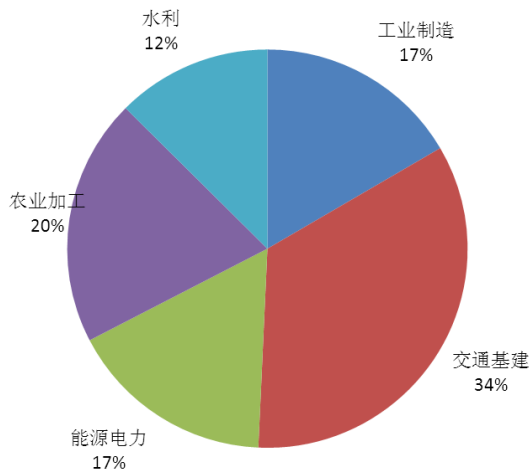
相关研究

中工国际-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	20111025
中工国际-重点市场持续收获,长期竞争力进一步彰显	20110927

主要财务指标 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5057	7166	9647	12809
收入同比	19%	42%	35%	33%
归属母公司净利	364	464	664	924
净利润同比	-7%	28%	43%	39%
毛利率	17.0%	14.0%	14.0%	14.0%
ROE	17.0%	18.6%	21.0%	22.5%
每股收益(元)	0.82	1.05	1.51	2.10
P/E	33.9	26.6	18.6	13.3
P/B	5.8	4.9	3.9	3.0

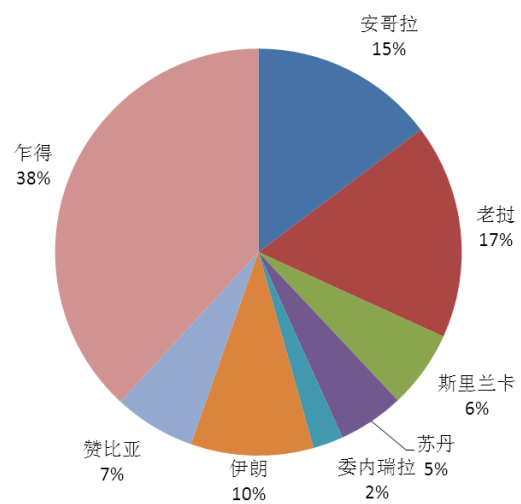
资料来源：中国银河证券研究部。2011-2013 年 EPS 暂按增发前股本计算。

图 1 2010-2011 年中工国际新签合同的行业分布



资料来源：公司公告

图 2 2011 年中工国际新签合同的国别分布



资料来源：公司公告

表 1 公司此次募资计划用途

序号	项目名称	项目合同金额	募集资金投入金额 (人民币万元)
1	收购加拿大普康控股(阿尔伯塔)有限公司 60%股权	11,934 万加元	76,500*
2	白俄罗斯斯威特洛戈尔斯克纸浆厂工程建设项目	76,960 万美元	53,500
合计			130,000

* 以 2012 年 3 月 13 日的汇率计算，实际支付金额根据付款时点的汇率确定

资料来源：公司公告

表 2 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
2011-11-4	斯里兰卡延河灌溉项目	斯里兰卡	111,290	48

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)

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4080	9718	6754	8744	营业收入	5057	7166	9647	12809
现金	1687	6618	2581	3202	营业成本	4198	6163	8297	11018
应收账款	1481	1792	2412	3202	营业税金及附加	5	7	10	13
其它应收款	41	57	77	102	营业费用	151	240	304	384
预付账款	335	462	622	826	管理费用	126	161	212	269
存货	537	789	1062	1410	财务费用	-26	44	40	57
其他	0	0	0	0	资产减值损失	150	-7	30	75
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	70	140
固定资产	359	431	493	547	营业利润	463	598	835	1143
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	12401	10499	12554	利润总额	463	599	836	1144
流动负债	2817	9785	7204	8316	所得税	97	132	167	212
短期借款	2	300	300	464	净利润	366	467	669	932
应付账款	1710	2157	2904	3856	少数股东损益	3	3	5	8
其他	1105	7327	4000	3996	归属母公司净利润	364	464	664	924
非流动负债	75	75	75	75	EBITDA	469	678	919	1252
长期借款	59	59	59	59	EPS (元)	0.82	1.05	1.51	2.10
其他	16	16	16	16					
负债合计	2892	9860	7279	8392					
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	1513	2177	3101					
归属母公司股东权益	2134	2494	3168	4102					
负债和股东权益	5070	12401	10499	12554					

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	109	6479	-2953	489
净利润	366	467	669	932
折旧摊销	32	37	44	52
财务费用	-26	44	40	57
投资损失	-24	-30	-70	-140
营运资金变动	-418	5962	-3655	-421
其它	178	-1	20	8
投资活动现金流	-128	-1683	-1045	25
资本支出	54	100	100	100
长期投资	-96	1599	1000	0
其他	-171	15	55	125
筹资活动现金流	-56	136	-40	107
短期借款	-38	298	0	164
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	-162	-40	-57
现金净增加额	-113	4931	-4037	621

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	19.4%	41.7%	34.6%	32.8%
营业利润	0.3%	29.1%	39.6%	36.9%
归属于母公司净利润	-7.1%	27.7%	43.0%	39.2%
获利能力				
毛利率	17.0%	14.0%	14.0%	14.0%
净利率	7.2%	6.5%	6.9%	7.2%
ROE	17.0%	18.6%	21.0%	22.5%
ROIC	311.1%	-8.7%	-34.2%	-62.7%
偿债能力				
资产负债率	57.0%	79.5%	69.3%	66.8%
净负债比率	-74.4%	-246.1	-68.8%	-64.2%
流动比率	1.45	0.99	0.94	1.05
速动比率	1.26	0.91	0.79	0.88
营运能力				
总资产周转率	1.23	0.82	0.84	1.11
应收账款周转率	6	4	5	5
应付账款周转率	3.40	3.19	3.28	3.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.05	1.51	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	14.70	-6.70	1.11
每股净资产(最新摊薄)	4.84	5.66	7.19	9.31
估值比率				
P/E	33.9	26.6	18.6	13.3
P/B	5.8	4.9	3.9	3.0
EV/EBITDA	22	15	11	8

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。工学学士，管理学硕士，4 年证券从业经历，3 年企业工作经验。曾于中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年加入银河证券。

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。本报告清晰准确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接受任何形式的补偿。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。

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn