海外工程区域布局更趋合理，相关多元化格局稳健起步

中工国际（002051.SZ）

推荐 维持评级

一、事件

公司发布年报，2011 年公司实现收入 71.8 亿元，同比增长 41.9%。实现归属母公司的净利润 4.63 亿元，同比增长 27.4%。公司 2011 年的每股收益为 1.05 元，符合我们的预期。2011 年公司的分配方案为每 10 股派发现金股利 3.5 元，同时每 10 股送红股 3 股。

二、我们的分析与判断

- **新签合同额保持高位，市场区域分布更为合理。**2011年公司新签合同28.1亿美元，虽然较2010年40亿美元的峰值水平有所回落，但去年这一新签合同水平仍相当于公司同年收入规模的2.5倍。2011年底，公司在手合同余额累计为67.9亿美元，相当于公司2011收入规模的6.0倍。从新签合同地区结构看，2011年公司非洲地区新签合同额近20亿美元，占签约总额的70%；东南亚及南亚地区的新签合同额占20%以上，改变了以往几年委内瑞拉市场一枝独秀的局面，公司的市场结构在2011年得到了积极的优化。
- **在手合同今明两年将加速执行，同时公司相关多元化布局开始稳健起步。**2011年是公司已签项目新生效最为集中的一年，根据我们的统计，仅过去一年新生效并开始执行的项目其合同累计金额就折合人民币140亿元，未来两年公司工程收入快速增长有良好保障。同时，公司去年国内外贸易也取得积极进展，全年实现收入18.9亿元，净利润约0.6亿元，分别占到公司整体的25%和15%。
- **未来2年公司工程承包的毛利率将稳定在14%以上的良好水平。**2011年工程承包毛利率为14.2%，较上年下降2.4个百分点，主要是因为公司近两年新签及执行的项目大型化趋势明显，在周转率快速提高的情况下，公司项目投标适当下浮了报价水平。我们预计公司工程承包业务的毛利率水平已趋于稳定，未来主要波动区间在14.0-14.5%。贸易板块方面，受快速扩大的经营规模影响，2011年毛利率为8.4%，虽拉低了公司的整体毛利率水平，但在占用公司资源不多的情况下，利润率仍达到3%左右的良好水平。

三、投资建议

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，长期战略明晰。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.51、2.10 和 2.80 元，维持推荐评级。

主要财务指标（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7175	9697	12866	16926
收入同比	42%	35%	33%	32%
归属母公司净利	463	664	925	1234
净利润同比	27%	43%	39%	33%
毛利率	12.8%	13.0%	13.1%	13.3%
ROE	18.4%	20.8%	22.4%	22.9%
每股收益(元)	1.05	1.51	2.10	2.80
P/E	25.6	17.9	12.8	9.6
P/B	4.7	3.7	2 9	2.2

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	2012.03.31
上证综合指数	2,263
公司收盘价	26.93
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	371
流通市值(亿)	99.8
EPS（TTM）	1.05
每股净资产（元）	5.71
资产负债率	79%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
中工国际	-3.7	-3.7	3.3
上证综指	-6.8	2.9	-4.1

相关研究

中工国际-工程服务范围和经营地域进一步拓宽，海外收购的协同效应显著 20120318

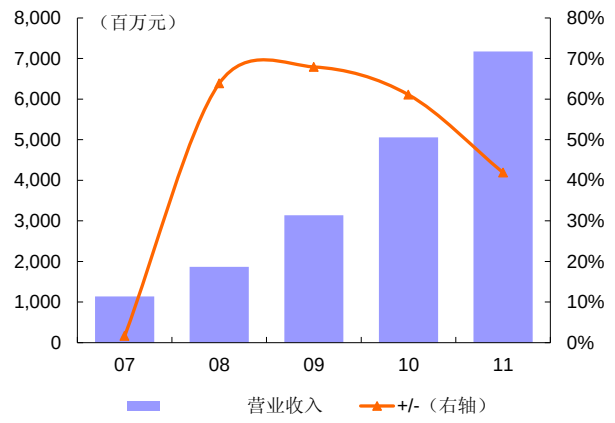
中工国际-主力在手合同项目未来 2 年将加速结转，充足账面资金保障长期发展 20111025

中工国际-重点市场持续收获，长期竞争力进一步彰显 20110927

（一） 相关贸易开展取得积极进展，占公司收入占比上升至 1/4

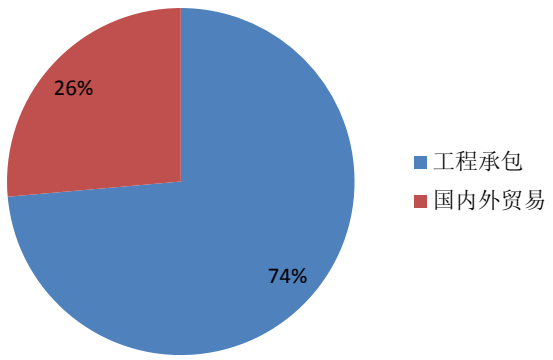
2011 年公司实现营业总收入 71.75 亿元，比上年同期增长 41.89%。其中工程承包实现收入 52.7 亿元，增长 13%。贸易板块实现收入 18.9 亿元，大幅增长 402%，主要来源于公司当年在国内外开展的以煤炭、钢材、矿石等大宗产品为主的贸易产品布局取得了积极进展，贸易板块的收入占比由上年的 7.5%上升至目前的 1/4 左右。

图 1 2007-2011 年公司营业收入变化



资料来源：公司公告

图 2 2011 年公司各类业务的收入占比

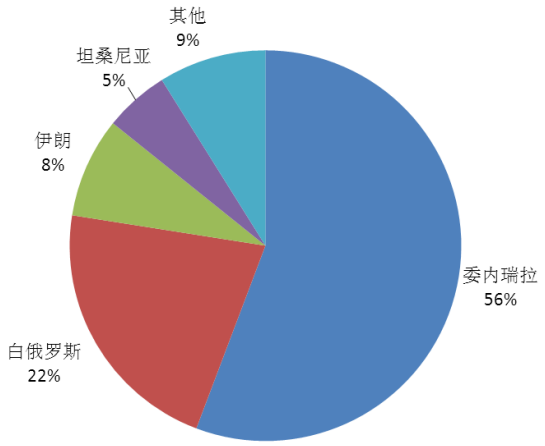


资料来源：公司公告

（二） 新签合同保持高位，在手合同加速实施将保障收入快速结转

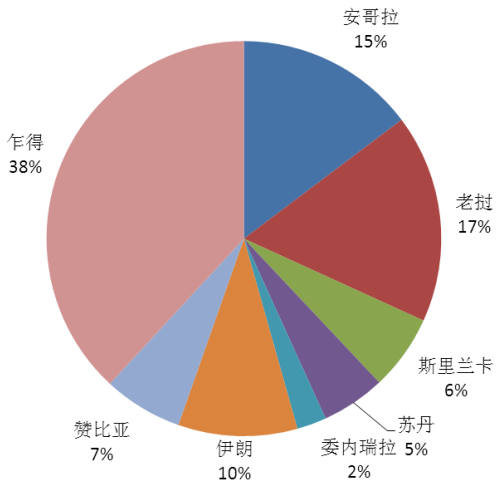
2011 年公司新签合同额为 28.11 亿美元，虽然较 2010 年 40 亿美元的峰值水平有所回落，但 2011 年的这一新签合同水平仍相对于公司当年收入规模的 2.5 倍。2011 年底，公司在手合同余额累计为 67.93 亿美元，相对于公司 2011 收入规模的 6.0 倍。

图 3 2010 年公司新签合同的地域分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 4 2011 年公司新签合同的地域分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从新签合同的地区结构看，2011 年公司非洲地区新签合同额近 20 亿美元，占签约总额的 70%；东南亚及南亚地区的新签合同额占 20%以上，改变了以往几年委内瑞拉市场一枝独秀的局面，非洲市场和南亚市场的开发对市场结构的优化起到了重要作用。

2011 年公司进入项目新生效并启动的集中期，这些项目在 2012 年的加速实施将成为今明两年公司收入快速增长的良好保障。

表 1 2011 年公司新生效并启动的重大项目一览

项目序号	项目名称	合同金额（人民币，万元）	合同执行期（月）	目前进展
1	委内瑞拉比西亚火电站项目商务合同	647,164	45	完成基本设计审查，进入设备和采购阶段
2	委内瑞拉第斯那托斯农业综合发展项目二期	120,835	24	灌溉系统完成，进入设备安装及运行阶段
3	委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程（三期三段）	68,378	24	
4	委内瑞拉奥里诺科三角洲农业综合发展项目	43,866	24	
5	委内瑞拉皮里度－贝塞拉综合农业项目	112,835	24	
6	委内瑞拉农副产品加工设备制造厂工业园项目	322,700	24	设备采购完成，进入土建施工阶段
7	安哥拉隆格农场项目	51,839	60	完成设计，设备进场阶段
8	老挝瓦岱国际机场扩建项目	24,494	20	完成设计，进入土方施工阶段
合计		1,392,111		

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

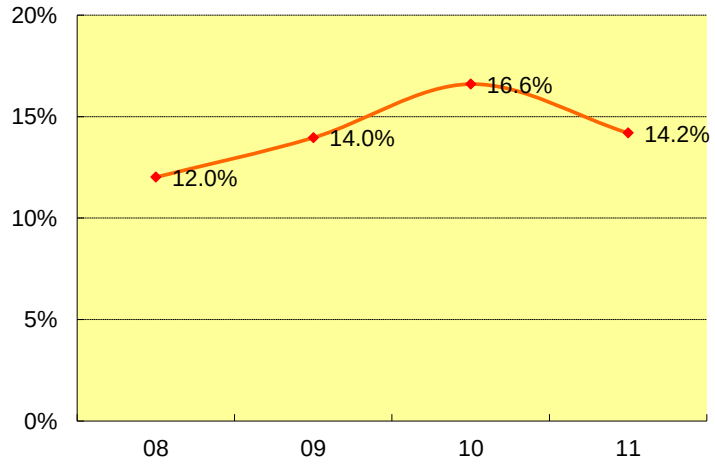
（三） 工程承包毛利率稳定在 14%以上的良好水平

2011 年工程承包毛利率为 14.2%，较上年下降 2.4 个百分点，主要是因为公司近两年新签及执行的项目大型化趋势明显，在周转率快速提高的情况下，公司项目投标适当下浮了报价水平。我们预计公司工程承包业务的毛利率水平已趋于稳定，未来主要波动区间在 14.0-14.5%之间。

国内外贸易板块方面，受快速扩大的经营规模影响，2011 年毛利率为 8.42%，虽拉低了公司的整体毛利率水平，但在占用公司资源不多的情况下，贸易板块仍实现了 7000 万元左右的净利润，利润率达到 3%左右的良好水平。

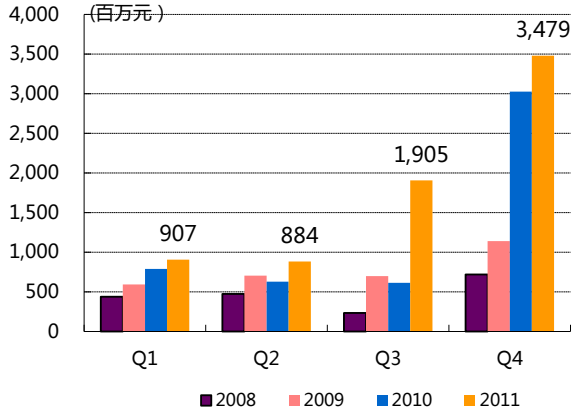
从季度毛利率的变化看，公司 4 季度的单季度毛利率较低，为 10.2%，主要是当季度的收入结算中贸易的占比较高的原因。公司各经营板块的毛利率水平仍保持在正常水平。

图 5 2008-2011 年公司工程承包业务的毛利率变化



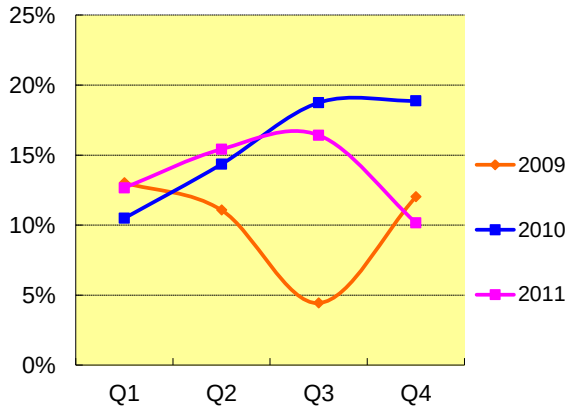
资料来源：公司公告

图 6 2008-2011 年公司季度收入对比



资料来源：公司公告

图 7 2009-2011 年公司单季度毛利率变化



资料来源：公司公告

表 1 公司财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	11294	13096	13359	15822
现金	7302	8396	7126	7629
应收账款	1888	2909	3860	5078
其它应收款	67	78	103	135
预付账款	1095	633	839	1101
存货	924	1080	1431	1879
其他	17	0	0	0
非流动资产	628	687	747	810
长期投资	0	9	9	9
固定资产	372	441	501	554
无形资产	133	142	150	158
其他	123	95	86	89
资产总计	11922	13784	14106	16633
流动负债	9273	10463	9845	11120
短期借款	265	300	300	300
应付账款	2387	3208	4250	5578
其他	6620	6956	5296	5241
非流动负债	81	69	69	69
长期借款	53	53	53	53
其他	27	16	16	16
负债合计	9354	10532	9914	11189
少数股东权益	50	53	58	66
股本	441	441	441	441
资本公积	571	571	571	571
留存收益	1512	2176	3102	4336
归属母公司股东权益	2518	3198	4134	5378
负债和股东权益	11922	13784	14106	16633

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5127	1045	-1288	454
净利润	469	667	930	1242
折旧摊销	35	39	46	54
财务费用	25	15	8	6
投资损失	-63	-90	-140	-170
营运资金变动	4659	705	-2152	-687
其它	2	-292	20	8
投资活动现金流	388	31	25	55
资本支出	77	100	100	100
长期投资	402	-55	0	0
其他	867	75	125	155
筹资活动现金流	-1	19	-8	-6
短期借款	264	35	0	0
长期借款	-6	0	0	0
普通股增加	102	0	0	0
资本公积增加	-60	0	0	0
其他	-300	-16	-8	-6
现金净增加额	5456	1094	-1270	503

利润表	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7175	9697	12866	16926
营业成本	6258	8441	11183	14680
营业税金及附加	10	10	13	17
营业费用	227	305	390	508
管理费用	150	203	257	322
财务费用	25	15	8	6
资产减值损失	-8	5	25	50
公允价值变动收益	0	10	10	10
投资净收益	63	90	140	170
营业利润	577	818	1141	1523
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	577	819	1142	1524
所得税	108	151	211	282
净利润	469	667	930	1242
少数股东损益	6	3	5	8
归属母公司净利润	463	664	925	1234
EBITDA	637	872	1194	1583
EPS（元）	1.05	1.51	2.10	2.80

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	41.9%	35.2%	32.7%	31.6%
营业利润	24.5%	41.8%	39.5%	33.5%
归属于母公司净利润	27.4%	43.4%	39.3%	33.4%
获利能力				
毛利率	12.8%	13.0%	13.1%	13.3%
净利率	6.5%	6.9%	7.2%	7.3%
ROE	18.4%	20.8%	22.4%	22.9%
ROIC	-10.9%	-14.0%	-35.7%	-66.5%
偿债能力				
资产负债率	78.5%	76.4%	70.3%	67.3%
净负债比率	-271.7	-247.2	-161.4	-133.6
流动比率	1.22	1.25	1.36	1.42
速动比率	1.12	1.15	1.21	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.75	0.92	1.10
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.05	3.02	3.00	2.99
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.51	2.10	2.80
每股经营现金流(最新摊薄)	11.63	2.37	-2.92	1.03
每股净资产(最新摊薄)	5.71	7.26	9.38	12.20
估值比率				
P/E	25.6	17.9	12.8	9.6
P/B	4.7	3.7	2.9	2.2
EV/EBITDA	8	6	4	3

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。2007 年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年 8 月加入银河证券。

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。

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