

## 收入、业绩快速增长，订单执行状态良好

中工国际 (002051.SZ)

**推荐** 维持评级

### 一、事件

公司发布1季报，今年1季度公司实现收入19.5亿元，同比增长115%。实现归属母公司的净利润1.14亿元，同比增长31%。1季度公司的每股收益为0.26元，符合我们的预期。

### 二、我们的分析与判断

- **1季度收入成倍增长，预付账款增幅也显示在手合同处于良好执行状态。**1季度公司收入快速增长主要基于两方面的因素：一是委内瑞拉农业综合发展项目群等多个项目的执行进度良好；二是今年国内大宗贸易延续良好势头，实现收入6.92亿元，而上年同期此项业务基本无收入。即使剔除国内贸易因素的影响，公司1季度工程收入仍同比增长39%。1季度公司预付账款同比增长173%，环比去年底也增长56%，表明公司为工程执行的采购及分包作业上升明显，公司后续收入的持续快速增长有良好保障。
- **1季度毛利率10.3%，环比4季度提升0.1个百分点。**1季度若剔除国内贸易业务因素，公司工程业务的毛利率在12%左右，仍处于良好水平。同时，公司期间费用的增长得到良好控制，1季度公司销售、管理费用分别增长53%和22%，远小于收入的增幅。
- **市场地域多元化布局更为合理，公司长期战略更为明晰。**2011年公司在非洲、东南亚及南亚地区的新签合同额异军突起，一改以往几年委内瑞拉市场一枝独秀的局面。今年1季度，公司又与乌克兰乌克兰ULF公司签署了价值41亿美元的合作框架协议，从而在中东欧市场的开拓也取得了明显进展。公司多地域的均衡市场格局将大大减弱公司在海外经营的单一国别风险。

### 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	2012-4-26
上证综合指数	2,407
公司收盘价	28.88
总股本(百万)	441
流通股本(百万)	371
流通市值(亿)	107.0
EPS (TTM)	1.11
每股净资产(元)	5.98
资产负债率	77%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
中工国际	2.7	3.3	6.2
上证综指	2.4	3.8	-2.7

### 相关研究

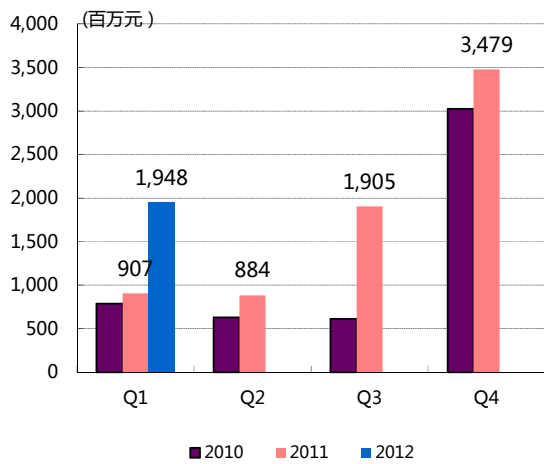
中工国际-海外工程区域布局更趋合理，相关多元化格局稳健起步

20120401

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

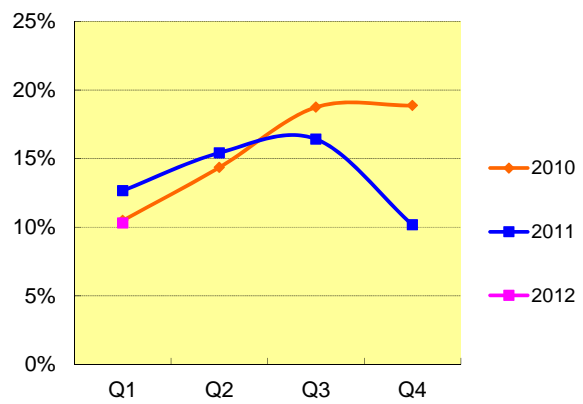
20120318

图 1 2010-2012 年公司季度收入对比



资料来源：公司公告

图 2 2011-2012 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					利润表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	11294	13096	13359	15822	营业收入	7175	9697	12866	16926
现金	7302	8396	7126	7629	营业成本	6258	8441	11183	14680
应收账款	1888	2909	3860	5078	营业税金及附加	10	10	13	17
其它应收款	67	78	103	135	营业费用	227	305	390	508
预付账款	1095	633	839	1101	管理费用	150	203	257	322
存货	924	1080	1431	1879	财务费用	25	15	8	6
其他	17	0	0	0	资产减值损失	-8	5	25	50
非流动资产	628	687	747	810	公允价值变动收益	0	10	10	10
长期投资	0	9	9	9	投资净收益	63	90	140	170
固定资产	372	441	501	554	营业利润	577	818	1141	1523
无形资产	133	142	150	158	营业外收入	1	2	2	2
其他	123	95	86	89	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	11922	13784	14106	16633	利润总额	577	819	1142	1524
流动负债	9273	10463	9845	11120	所得税	108	151	211	282
短期借款	265	300	300	300	净利润	469	667	930	1242
应付账款	2387	3208	4250	5578	少数股东损益	6	3	5	8
其他	6620	6956	5296	5241	归属母公司净利润	463	664	925	1234
非流动负债	81	69	69	69	EBITDA	637	872	1194	1583
长期借款	53	53	53	53	EPS (元)	1.05	1.51	2.10	2.80
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					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5127	1045	-1288	454	成长能力				
净利润	469	667	930	1242	营业收入	41.9%	35.2%	32.7%	31.6%
折旧摊销	35	39	46	54	营业利润	24.5%	41.8%	39.5%	33.5%
财务费用	25	15	8	6	归属于母公司净利润	27.4%	43.4%	39.3%	33.4%
投资损失	-63	-90	-140	-170	获利能力				
营运资金变动	4659	705	-2152	-687	毛利率	12.8%	13.0%	13.1%	13.3%
其它	2	-292	20	8	净利率	6.5%	6.9%	7.2%	7.3%
投资活动现金流	388	31	25	55	ROE	18.4%	20.8%	22.4%	22.9%
资本支出	77	100	100	100	ROIC	-10.9%	-14.0%	-35.7%	-66.5%
长期投资	402	-55	0	0	偿债能力				
其他	867	75	125	155	资产负债率	78.5%	76.4%	70.3%	67.3%
筹资活动现金流	-1	19	-8	-6	净负债比率	-271.7	-247.2	-161.4	-133.6
短期借款	264	35	0	0	流动比率	1.22	1.25	1.36	1.42
长期借款	-6	0	0	0	速动比率	1.12	1.15	1.21	1.25
普通股增加	102	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-60	0	0	0	总资产周转率	0.84	0.75	0.92	1.10
其他	-300	-16	-8	-6	应收账款周转率	4	4	4	4
现金净增加额	5456	1094	-1270	503	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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)