

## 在手项目执行状态良好、海外投资效益初显

中工国际 (002051.SZ)

**推荐** 维持评级

### 一、事件

公司发布上半年业绩预告修正公告,将《2012年第一季度报告全文》中30%~50%的同比增长幅度向上调整至50~70%。

### 二、我们的分析与判断

- **业绩再超预期源于两方面:对加拿大普康公司的收购并表效应、以及在手项目的良好执行状态。我们判断前者带来的利润增速不会超过10%,后一因素是主要原因。**对加拿大普康公司的收购方面,我们假定今年加拿大普康公司的全年净利润与去年持平(折合0.98亿人民币),且其全年业绩无明显季节波动性,则针对此一收购,我们按60%的权益比例、以及上半年2个月的并表时间测算,公司上半年实现的对加拿大普康公司的投资收益为0.1亿元人民币,相对于去年上半年公司1.6亿元的净利润而言,收购并表效应贡献的利润增速在10%以下。
- **良好管理能力保证在手合同的高效率及高执行率,未来两年收入高速增长有保障。**2011年以来公司多个已签项目收到预收款从而进入生效执行阶段,其中2011年公司新生效并开始执行的项目累计金额折合140亿元人民币,今年上半年公司在之前签署的白俄罗斯纸浆厂项目也正式生效(合同金额折合人民币48.5亿元),我们预计2011-2012这两年间公司正式生效的工程项目合同累计金额将达到200亿元人民币,相较于去年公司50亿元左右的工程收入规模而言,公司未来收入的高速增长有确定性的保障。
- **渠道优势及融资服务能力继续领跑行业,未来相关多元化也将取得积极进展。**公司继去年将市场区域从南美扩散至非洲和东南亚之后,今年又成功在东欧市场获得积极进展(4月份与乌克兰ULF农业集团签署价值41.29亿美元的《合作框架协议》),公司在海外市场的良好市场渠道优势及项目融资服务能力得到很好印证。同时,目前公司在贸易服务、海外投资并购方面也取得了良好进展,这将与公司的海外工程业务形成良好的互补效应。

### 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、项目融资服务及风险控制方面综合竞争能力显著,长期战略明晰。我们上调2012-2014年EPS分别为1.23、1.71和2.30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	10007	13396	17594
收入同比	42%	39%	34%	31%
归属母公司净利	463	706	978	1316
净利润同比	27%	52%	39%	35%
毛利率	12.8%	12.9%	13.0%	13.2%
ROE	18.4%	21.8%	23.1%	23.7%
每股收益(元)	0.81	1.23	1.71	2.30
P/E	32.9	21.6	15.6	11.6
P/B	6.0	4.7	3.6	2.7

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	2012-7-8
上证综合指数	2,224
公司收盘价	26.58
总股本(百万)	573
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	127.9
EPS (TTM)	0.86
每股净资产(元)	4.60
资产负债率	77%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
中工国际	6.2	30.8	24.8
上证综指	-2.5	-2.7	-2.7

### 相关研究

中工国际-收入、业绩快速增长,订单执行状态良好 20120426

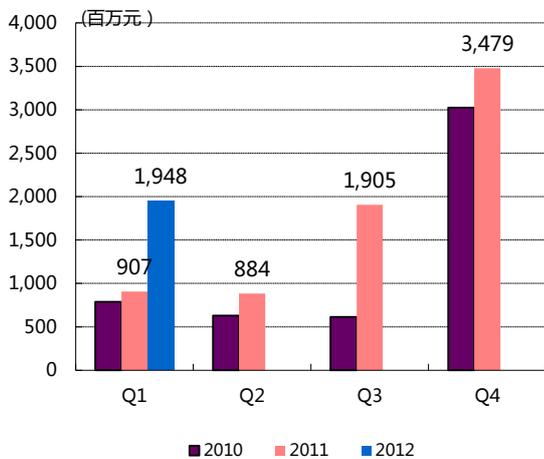
中工国际-海外工程区域布局更趋合理,相关多元化格局稳健起步

20120401

中工国际-工程服务范围 and 经营地域进一步拓宽,海外收购的协同效应显著

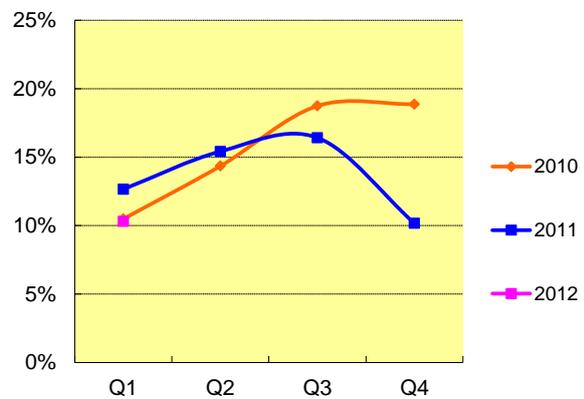
20120318

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 2011 年以来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	设备采购完成, 进入土建施工阶段
6	委内瑞拉农副产品加工设备制造厂工业园项目	322,700	24	
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
9	白俄罗斯纸浆厂项目	485,000	42	初步设计阶段
合计		1,877,111		

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>				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	11294	13460	13845	16425	营业收入	7175	10007	13396	17594
现金	7302	8608	7353	7906	营业成本	6258	8715	11654	15272
应收账款	1888	3002	4019	5278	营业税金及附加	10	10	13	18
其它应收款	67	80	107	141	营业费用	227	315	406	528
预付账款	1095	654	874	1145	管理费用	150	209	268	334
存货	924	1116	1492	1955	财务费用	25	14	5	-21
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	120	170	200
固定资产	372	441	501	554	营业利润	577	869	1205	1623
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	14147	14592	17235	利润总额	577	870	1206	1624
流动负债	9273	10785	10237	11547	所得税	108	161	223	300
短期借款	265	300	300	300	净利润	469	709	983	1324
应付账款	2387	3312	4428	5803	少数股东损益	6	3	5	8
其他	6620	7173	5509	5443	归属母公司净利润	463	706	978	1316
非流动负债	81	69	69	69	EBITDA	637	922	1256	1656
长期借款	53	53	53	53	EPS (元)	0.81	1.23	1.71	2.30
其他	27	16	16	16					
负债合计	9354	10854	10307	11616					
少数股东权益	50	53	58	66					
股本	441	573	573	573					
资本公积	571	571	571	571					
留存收益	1512	2086	3063	4379					
归属母公司股东权益	2518	3240	4227	5553					
负债和股东权益	11922	14147	14592	17235					

<b>现金流量表</b>				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5127	1226	-1305	446
净利润	469	709	983	1324
折旧摊销	35	39	46	54
财务费用	25	14	5	-21
投资损失	-63	-120	-170	-200
营运资金变动	4659	876	-2189	-719
其它	2	-292	20	8
投资活动现金流	388	61	55	85
资本支出	77	100	100	100
长期投资	402	-55	0	0
其他	867	105	155	185
筹资活动现金流	-1	20	-5	21
短期借款	264	35	0	0
长期借款	-6	0	0	0
普通股增加	102	132	0	0
资本公积增加	-60	0	0	0
其他	-300	-147	-5	21
现金净增加额	5456	1306	-1255	552

<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	41.9%	39.5%	33.9%	31.3%
营业利润	24.5%	50.6%	38.7%	34.7%
归属于母公司净利润	27.4%	52.4%	38.5%	34.6%
获利能力				
毛利率	12.8%	12.9%	13.0%	13.2%
净利率	6.5%	7.1%	7.3%	7.5%
ROE	18.4%	21.8%	23.1%	23.7%
ROIC	-10.9%	-14.3%	-35.8%	-66.1%
偿债能力				
资产负债率	78.5%	76.7%	70.6%	67.4%
净负债比率	-271.7	-250.5	-163.2	-134.3
流动比率	1.22	1.25	1.35	1.42
速动比率	1.12	1.14	1.21	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.77	0.93	1.11
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.05	3.06	3.01	2.99
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.23	1.71	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	8.95	2.14	-2.28	0.78
每股净资产(最新摊薄)	4.40	5.66	7.38	9.69
估值比率				
P/E	32.9	21.6	15.6	11.6
P/B	6.0	4.7	3.6	2.7
EV/EBITDA	7	5	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：何婷婷 021-20257811 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)