

公司在非洲市场的后续成长空间广阔

中工国际 (002051.SZ)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布中标公告，与津巴布韦农业与农村发展局签署了津巴布韦丹迪农业工程项目商务合同，合同金额为19,500万美元，工期60个月。

二、我们的分析与判断

- 此次合同属于公司海外工程中擅长的农业工程领域，折合人民币12.3亿元，相当于上年公司收入的17%。在公司海外经营的5大经营领域中，农业加工领域一直占据重要地位，过去两年在公司新签合同中的占比为20%，仅次于交通基建领域，高于能源建设、工业制造和水利领域。此次农业工程合同的内容主要为农业基础设施和农机设备供货，是继去年公司在安哥拉连续取得两个大额农业工程合同后的第三个重大项目。
- 中非贸易高速增长，良好政策支持环境也将有利于公司的后续市场拓展。2011年中非贸易额达到1,663亿美元，较2006年增加两倍；贸易关系的发展推动了中国在当地直接投资及工程建设服务的快速增长。根据媒体对中非论坛的新闻报道，今后三年预计国内将向非洲提供200亿美元的贷款额度，重点领域为基础设施、农业、制造业和中小企业发展等。公司作为在上述领域优势显著的海外工程企业将有明显受益机会。
- 渠道优势及融资服务能力继续领跑行业，长期成长前景明晰。今年公司市场开拓中除巩固了传统的中南美市场外，东欧及非洲市场的开拓也取得了良好成效，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。预计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 2012-7-19

上证综合指数 2,185

公司收盘价 28.76

总股本(百万) 573

流通股本(百万) 481

流通市值(亿) 138.4

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	7.0	31.5	35.0
上证综指	-5.7	-8.1	-5.8

相关研究

中工国际-在手项目执行状态良好、海外投资效益初显 20120708

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 公司 2010 年新签合同的市场分布

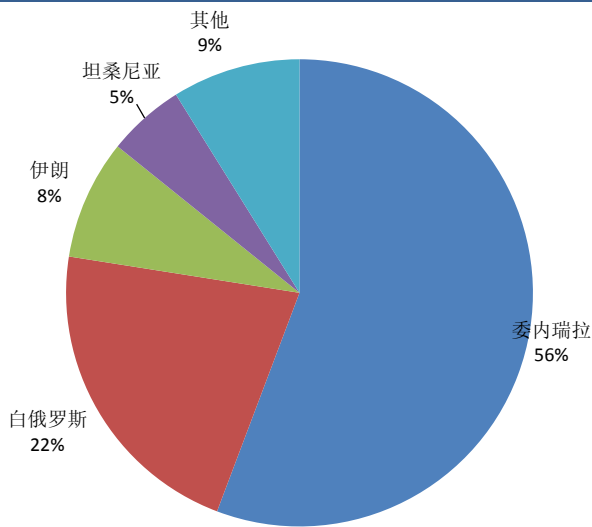
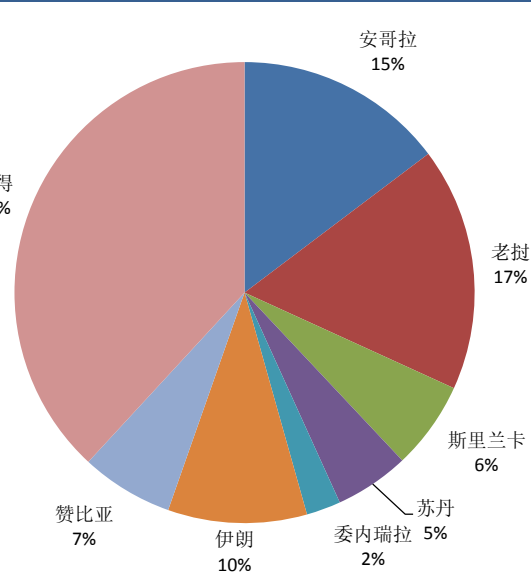


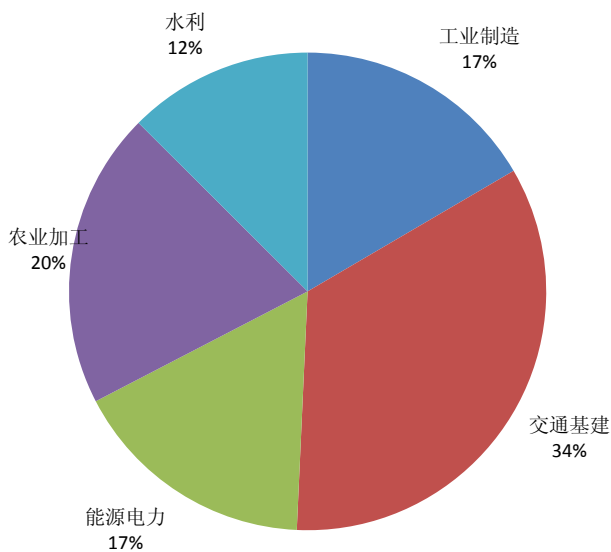
图 2 公司 2011 年新签合同的市场分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3 过去两年公司年新签合同的行业分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

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	
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	灌溉系统完成, 进入设备安装及
4	委内瑞拉奥里诺科三角洲农业综合发展项目	43,866	24	运行阶段
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
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)

资产负债表					利润表				
	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					

现金流量表				
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

主要财务比率				
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

机构请致电:

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