

海外经营拓展顺利, 公司业绩正进入快速释放阶段

中工国际 (002051.SZ)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布 2012 年中报, 今年上半年公司实现收入 43.7 亿元, 同比增长 144%。实现归属母公司的净利润 2.68 亿元, 同比增长 65%。上半年公司的每股收益为 0.47 元, 符合我们的预期。

二、我们的分析与判断

- **工程方面, 新签合同势头良好, 在手合同呈加速执行状态。**受益于国内金融机构对海外工程支持力度的不断加大、以及公司自身营销渠道的快速成长, 上半年公司新签海外工程合同 5.1 亿美元, 并与乌克兰签署 41.29 亿美元的《合作框架协议》, 公司当前在手合同为 63.5 亿美元, 合同保障率在 7 倍以上。上半年公司工程项目执行进度良好, 实现工程收入折合人民币 28.9 亿元, 同比增长 102%; 我们预计公司全年的工程收入有望达到 80 亿元, 同比增长 50%。
- **贸易及投资领域同步快速增长, 显现公司良好的战略执行及管理能力。**贸易方面, 去年下半年以来公司加大了在国内大宗贸易领域的开展力度, 上半年实现收入 14.8 亿元, 而去年全年仅为 16.5 亿元。投资领域, 上半年公司收购的加拿大普康公司 4 月底纳入公司合并报表, 实现并表收入 1.76 亿元, 并表利润总额 0.19 亿元, 占合并利润总额的 5.78%, 预计普康公司全年对公司将贡献利润 0.5 亿元, 占整体利润的 7%; 公司在老挝万象的滨河综合开发项目土建主体大部分完成, 顺利进入装饰阶段, 项目进度符合预期。
- **工程毛利率小幅上升, 3 项费用控制良好, 工程净利率保持平稳。**过去两年公司新签合同的报价水平合理, 上半年公司工程业务的计算毛利率为 16.2%, 稳定在 15-17% 的良好区间之内。贸易业务方面, 上半年毛利率为 3.1%, 剔除管理费用后, 我们估计这块业务的实际净利率水平在 1.5-2.0 个百分点。上半年公司销售及管理费用同比增长 69%, 远低于同期收入 144% 的增幅。剔除贸易板块影响后, 预计公司上半年工程业务的销售净利率为 8.0%, 与往年基本持平。

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、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 1.26、1.73 和 2.34 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	10594	14161	18566
收入同比	42%	48%	34%	31%
归属母公司净利	463	722	990	1341
净利润同比	27%	56%	37%	36%
毛利率	12.8%	12.4%	12.7%	12.9%
ROE	18.4%	22.2%	23.3%	23.9%
每股收益(元)	0.81	1.26	1.73	2.34
P/E	37.2	23.9	17.4	12.9
P/B	6.8	5.3	4.1	3.1

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 2012-8-25

上证综合指数 2,092

公司收盘价 30.1

总股本(百万) 573

流通股本(百万) 481

流通市值(亿) 144.8

EPS (TTM) 0.99

每股净资产 (元) 4.54

资产负债率 80%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中工国际	4.3	24.3	41.3
上证综指	-2.1	-10.3	-14.2

相关研究

中工国际-公司在非洲市场的后续成长空间广阔

20120719

中工国际-收入、业绩快速增长, 订单执行状态良好

20120426

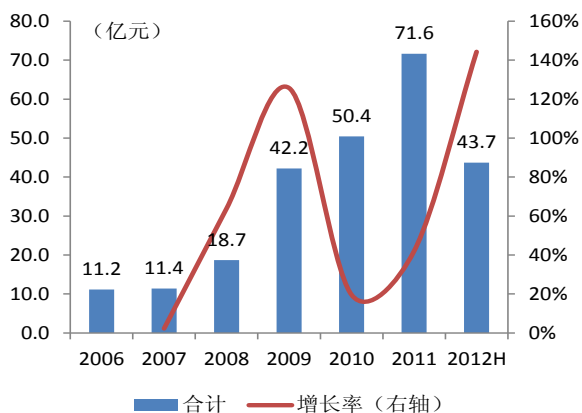
中工国际-海外工程区域布局更趋合理, 相关多元化格局稳健起步

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

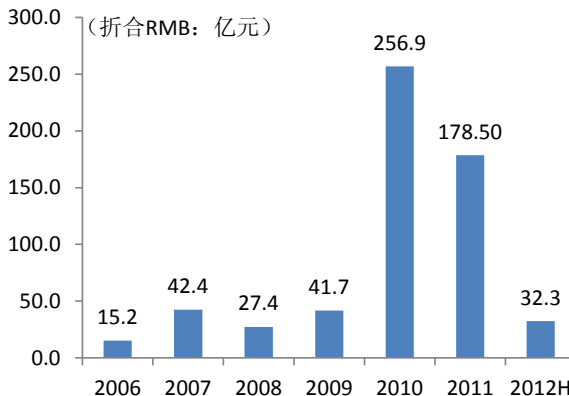
20120318

图 1 公司历年收入金额及增速



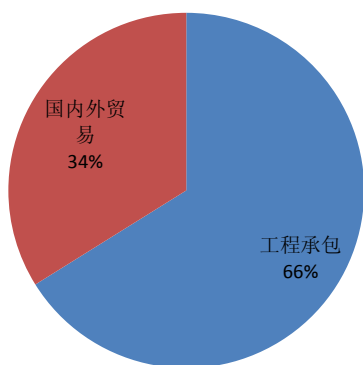
资料来源：公司公告

图 2 公司历年新签合同金额



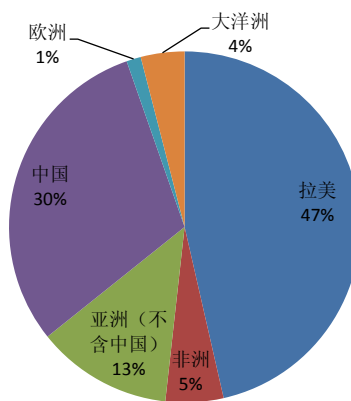
资料来源：公司公告

图 3 公司上半年收入的分类构成



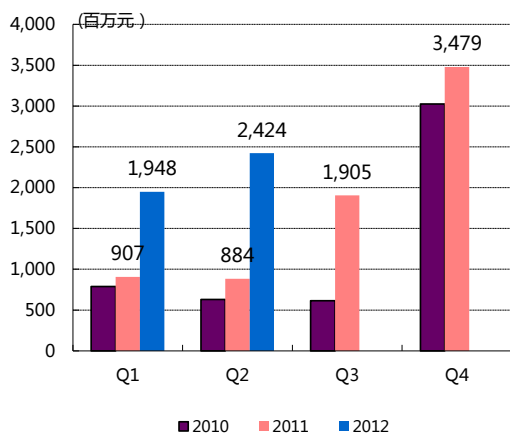
资料来源：公司公告

图 4 公司上半年收入的地区分布



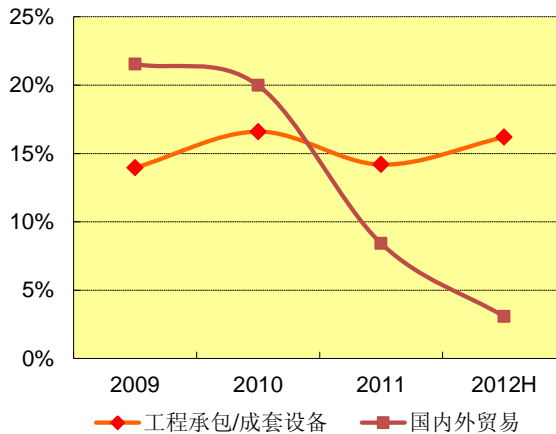
资料来源：公司公告

图 5 2010-2012 年公司季度收入对比



资料来源：公司公告

图 6 公司历年各类业务的毛利率



资料来源：公司公告

表 1 公司单季度的损益表对比分析

	2011				2012		Q2 单季度	Q2 单季度
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	同比(%)	环比(%)
一、营业总收入	906.77	884.11	1,905.29	3,478.98	1,948.04	2,424.09	174.2%	24.4%
二、营业总成本	802.16	797.52	1,752.71	3,309.26	1,810.26	2,224.33	178.9%	22.9%
营业成本	791.95	747.77	1,592.42	3,125.37	1,747.34	2,107.14	181.8%	20.6%
毛利率	12.7%	15.4%	16.4%	10.2%	10.3%	13.1%	-2.3%	2.8%
销售费用	34.12	45.40	65.79	81.27	52.15	59.68	31.4%	14.4%
销售费用率	3.8%	5.1%	3.5%	2.3%	2.7%	2.5%	-2.7%	-0.2%
管理费用	25.05	28.62	25.02	71.61	30.61	82.00	186.6%	167.9%
管理费用率	2.8%	3.2%	1.3%	2.1%	1.6%	3.4%	0.1%	1.8%
财务费用	1.05	17.39	26.96	-20.55	-29.32	-23.15	-233.1%	-21.0%
资产减值损失	-51.96	-43.16	40.21	47.07	7.67	-3.34	-92.3%	-143.5%
减值损失率	-5.7%	-4.9%	2.1%	1.4%	0.4%	-0.1%	4.7%	-0.5%
四、营业利润	106.32	94.53	172.12	203.71	137.78	199.95	111.5%	45.1%
加：营业外收入	0.41	0.07	0.08	0.46	0.07	0.20	190.7%	194.3%
减：营业外支出	0.05	0.02	0.68	0.00	0.00	1.30	5682.0%	86475.1%
五、利润总额	106.68	94.58	171.53	204.17	137.85	198.85	110.2%	44.3%
减：所得税	19.58	17.95	27.41	42.57	22.37	35.35	97.0%	58.1%
所得税率	18.4%	19.0%	16.0%	20.9%	16.2%	17.8%	-1.2%	1.6%
六、净利润	87.11	76.63	144.11	161.60	115.48	163.50	113.4%	41.6%
减：少数股东损益	0.18	1.28	0.75	4.12	1.59	8.90	597.0%	461.4%
归属于母公司净利润	86.93	75.36	143.37	157.48	113.90	154.60	105.2%	35.7%
净利率	9.6%	8.5%	7.5%	4.5%	5.8%	6.4%	-2.1%	0.5%
单季度 EPS(元)	0.15	0.13	0.25	0.27	0.20	0.27	105.2%	35.7%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2 公司各类业务的收入预测（收入单位：亿元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程承包/成套设备	46.7	52.7	76.4	104.7	141.3
+/-	18%	13%	45%	37%	35%
国内外贸易	3.8	18.9	29.3	36.7	44.0
+/-		402%	55%	25%	20%
收入合计	50.4	71.6	105.8	141.4	185.3
+/-	20%	42%	48%	34%	31%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3 公司各类业务的毛利率预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程承包/成套设备	16.6%	14.2%	16.0%	16.0%	16.0%
国内外贸易	20.0%	8.4%	3.1%	3.1%	3.1%
综合	16.9%	12.7%	12.4%	12.7%	12.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 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	14120	14491	17172
现金	7302	8974	7619	8172
应收账款	1888	3178	4248	5570
其它应收款	67	85	113	149
预付账款	1095	696	928	1212
存货	924	1188	1583	2069
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	14808	15238	17982
流动负债	9273	11411	10817	12180
短期借款	265	300	300	300
应付账款	2387	3526	4700	6142
其他	6620	7585	5817	5737
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	11480	10886	12249
少数股东权益	50	71	96	126
股本	441	573	573	573
资本公积	571	571	571	571
留存收益	1512	2102	3092	4433
归属母公司股东权益	2518	3257	4256	5607
负债和股东权益	11922	14808	15238	17982

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5127	1595	-1338	564
净利润	469	743	1015	1371
折旧摊销	35	39	46	54
财务费用	25	-82	-58	-54
投资损失	-63	-20	-40	-50
营运资金变动	4659	1207	-2321	-765
其它	2	-292	20	8
投资活动现金流	388	-39	-75	-65
资本支出	77	100	100	100
长期投资	402	-55	0	0
其他	867	5	25	35
筹资活动现金流	-1	117	58	54
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	-50	58	54
现金净增加额	5456	1672	-1355	553

资料来源: 中国银河证券研究部

利润表	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7175	10594	14161	18566
营业成本	6258	9278	12369	16164
营业税金及附加	10	11	14	19
营业费用	227	297	375	483
管理费用	150	221	276	343
财务费用	25	-82	-58	-54
资产减值损失	-8	5	20	30
公允价值变动收益	0	10	10	10
投资净收益	63	20	40	50
营业利润	577	895	1214	1641
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	577	896	1215	1642
所得税	108	152	200	271
净利润	469	743	1015	1371
少数股东损益	6	21	25	30
归属母公司净利润	463	722	990	1341
EBITDA	637	851	1203	1641
EPS (元)	0.81	1.26	1.73	2.34

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	41.9%	47.6%	33.7%	31.1%
营业利润	24.5%	55.1%	35.7%	35.2%
归属于母公司净利润	27.4%	56.0%	37.0%	35.5%
获利能力				
毛利率	12.8%	12.4%	12.7%	12.9%
净利率	6.5%	6.8%	7.0%	7.2%
ROE	18.4%	22.2%	23.3%	23.9%
ROIC	-10.9%	-12.6%	-32.7%	-62.2%
偿债能力				
资产负债率	78.5%	77.5%	71.4%	68.1%
净负债比率	-271.7	-258.9	-166.8	-136.3
流动比率	1.22	1.24	1.34	1.41
速动比率	1.12	1.13	1.19	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.79	0.94	1.12
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.05	3.14	3.01	2.98
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.26	1.73	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	8.95	2.78	-2.34	0.98
每股净资产(最新摊薄)	4.40	5.68	7.43	9.79
估值比率				
P/E	37.2	23.9	17.4	12.9
P/B	6.8	5.3	4.1	3.1
EV/EBITDA	10	7	5	4

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