

单季收入再创新高，海外营销渠道进一步扩大

中工国际 (002051.SZ)
推荐 维持评级

一、事件

公司发布2012年3季报，前3季度公司实现收入75.1亿元，同比增长103%。实现归属母公司的净利润5.2亿元，同比增长69%。前3季度公司的每股收益为0.90元，符合我们的预期。

二、我们的分析与判断

- **工程合同实施状况良好，全年总收入有望突破110亿元。**公司当前在手合同达60亿美元，同时今年上半年也有10.4亿美元的新项目进入生效状态，这些项目的良好执行进程对收入形成了积极贡献。第3季度公司单季度实现收入31.35亿元，同比/环比分别增长65%/29%，前3季度公司累计实现收入75.1亿元，同比增长103%。3季度末公司预付账款为22.4亿元，较中期继续提高，也显示出公司未来一段时间的工程量仍将处于持续饱满状态，预计全年公司收入将达到110亿元，其中工程和贸易的贡献分别为76%和24%。
- **毛利率保持平稳，收购加拿大公司带来的期间费用率上升因素得到较好控制。**第3季度公司毛利率为综合15.1%，环比提升2个百分点，这主要是因为3季度公司毛利率较高的工程业务在收入中的占比提升明显，分项来看，工程业务的结算毛利率仍稳定在16%左右的合理水平。第3季度公司销售及管理费用率为5.2%，环比2季度有所回落，收购加拿大普康公司对公司合并报表的费用影响已趋于平稳。3季度公司单季度的销售净利率为7.9%，同比提升0.4个百分点。
- **在手合同充足，销售网络的进一步扩大将使明年订单规模显著提升。**明年除委内瑞拉的比西亚火电站项目、农业综合发展项目继续执行外，白俄罗斯纸浆厂项目、安哥拉农场项目也将正式启动，当前公司在手合同相当于工程收入规模的6倍左右，未来两年收入仍将保持35%左右的复合增长。同时，公司今年来在斯里兰卡、泰国、柬埔寨和赞比亚等多国设立了代表处或分公司，公司在保证在手合同进展的情况下明后年的新签合同将重新进入快速提升轨道。

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1.21、1.71和2.32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	11101	14890	19603
收入同比	42%	55%	34%	32%
归属母公司净利	463	694	977	1327
净利润同比	27%	50%	41%	36%
毛利率	12.8%	12.8%	13.0%	13.3%
ROE	18.4%	21.5%	23.2%	23.9%
每股收益(元)	0.81	1.21	1.71	2.32
P/E	36.5	24.4	17.3	12.7
P/B	6.7	5.2	4.0	3.0

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

罗泽兵

电话：(8621) 2025 2670

邮箱：luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090003

市场数据日期	2012-10-20
上证综合指数	2,128
公司收盘价	29.5
总股本(百万)	573
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	141.9
EPS (TTM)	1.18
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	-4.2	1.9	32.8
上证综指	2.9	-1.9	-11.6

相关研究

中工国际-海外经营拓展顺利，公司业绩正进入快速释放阶段

20120825

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

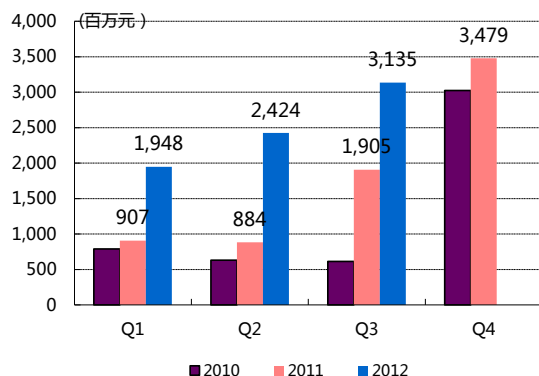
中工国际-海外工程区域布局更趋合理，相关多元化格局稳健起步

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

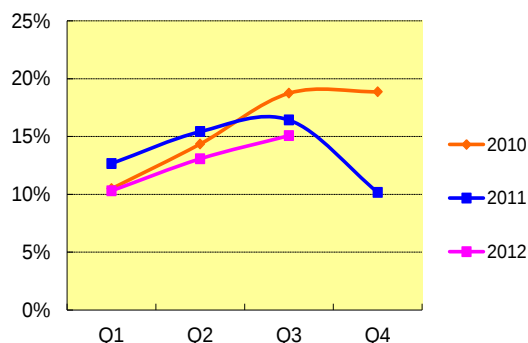
20120318

图 1 2010-2012 年公司季度收入对比



资料来源：公司公告

图 2 2010-2012 年公司季度毛利率对比



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			Q3 单季度	Q3 单季度
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	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	3,134.60	64.5%	29.3%
二、营业总成本	802.16	797.52	1,752.71	3,309.26	1,810.26	2,224.33	2,818.47	60.8%	26.7%
营业成本	791.95	747.77	1,592.42	3,125.37	1,747.34	2,107.14	2,662.03	67.2%	26.3%
毛利率	12.7%	15.4%	16.4%	10.2%	10.3%	13.1%	15.1%	-1.3%	2.0%
销售费用	34.12	45.40	65.79	81.27	52.15	59.68	72.58	10.3%	21.6%
销售费用率	3.8%	5.1%	3.5%	2.3%	2.7%	2.5%	2.3%	-1.1%	-0.1%
管理费用	25.05	28.62	25.02	71.61	30.61	82.00	90.84	263.1%	10.8%
管理费用率	2.8%	3.2%	1.3%	2.1%	1.6%	3.4%	2.9%	1.6%	-0.5%
财务费用	1.05	17.39	26.96	-20.55	-29.32	-23.15	-9.22	-134.2%	-60.2%
资产减值损失	-51.96	-43.16	40.21	47.07	7.67	-3.34	1.23	-96.9%	-136.8%
减值损失率	-5.7%	-4.9%	2.1%	1.4%	0.4%	-0.1%	0.0%	-2.1%	0.2%
四、营业利润	106.32	94.53	172.12	203.71	137.78	199.95	324.96	88.8%	62.5%
加：营业外收入	0.41	0.07	0.08	0.46	0.07	0.20	1.65	1962.5%	713.7%
减：营业外支出	0.05	0.02	0.68	0.00	0.00	1.30		-100.0%	-100.0%
五、利润总额	106.68	94.58	171.53	204.17	137.85	198.85	326.61	90.4%	64.2%
减：所得税	19.58	17.95	27.41	42.57	22.37	35.35	69.61	153.9%	96.9%
所得税率	18.4%	19.0%	16.0%	20.9%	16.2%	17.8%	21.3%	5.3%	3.5%
六、净利润	87.11	76.63	144.11	161.60	115.48	163.50	257.01	78.3%	57.2%
减：少数股东损益	0.18	1.28	0.75	4.12	1.59	8.90	9.78	1210.1%	9.8%
归属于母公司净利润	86.93	75.36	143.37	157.48	113.90	154.60	247.23	72.4%	59.9%
净利率	9.6%	8.5%	7.5%	4.5%	5.8%	6.4%	7.9%	0.4%	1.5%
单季度 EPS(元)	0.15	0.13	0.25	0.27	0.20	0.27	0.43	72.4%	59.9%

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	84.3	115.5	155.9
+/-	18%	13%	60%	37%	35%
国内外贸易	3.8	18.9	26.5	33.1	39.8
+/-		402%	40%	25%	20%
收入合计	50.4	71.6	110.8	148.6	195.7
+/-	20%	42%	55%	34%	32%

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%	15.9%	15.9%	15.9%
国内外贸易	20.0%	8.4%	3.1%	3.1%	3.1%
综合	16.9%	12.7%	12.8%	13.0%	13.3%

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					利润表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	11294	14120	14491	17172	营业收入	7175	11101	14890	19603
现金	7302	8974	7619	8172	营业成本	6258	9676	12947	16996
应收账款	1888	3178	4248	5570	营业税金及附加	10	11	15	20
其它应收款	67	85	113	149	营业费用	227	289	387	510
预付账款	1095	696	928	1212	管理费用	150	322	357	451
存货	924	1188	1583	2069	财务费用	25	-74	-40	-35
其他	17	0	0	0	资产减值损失	-8	5	20	30
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	10	20	30
固定资产	372	441	501	554	营业利润	577	892	1233	1672
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	14808	15238	17982	利润总额	577	893	1234	1673
流动负债	9273	11411	10817	12180	所得税	108	170	222	301
短期借款	265	300	300	300	净利润	469	724	1012	1372
应付账款	2387	3526	4700	6142	少数股东损益	6	30	35	45
其他	6620	7585	5817	5737	归属母公司净利润	463	694	977	1327
非流动负债	81	69	69	69	EBITDA	637	857	1240	1691
长期借款	53	53	53	53	EPS (元)	0.81	1.21	1.71	2.32
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					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	1595	-1338	564	成长能力				
净利润	469	743	1015	1371	营业收入	41.9%	54.7%	34.1%	31.7%
折旧摊销	35	39	46	54	营业利润	24.5%	54.7%	38.2%	35.6%
财务费用	25	-82	-58	-54	归属于母公司净利润	27.4%	49.8%	40.9%	35.8%
投资损失	-63	-20	-40	-50	获利能力				
营运资金变动	4659	1207	-2321	-765	毛利率	12.8%	12.8%	13.0%	13.3%
其它	2	-292	20	8	净利率	6.5%	6.2%	6.6%	6.8%
投资活动现金流	388	-39	-75	-65	ROE	18.4%	21.5%	23.2%	23.9%
资本支出	77	100	100	100	ROIC	-10.9%	-11.8%	-31.3%	-59.1%
长期投资	402	-55	0	0	偿债能力				
其他	867	5	25	35	资产负债率	78.5%	78.4%	72.5%	69.3%
筹资活动现金流	-1	117	58	54	净负债比率	-271.7	-268.0	-171.1	-138.9
短期借款	264	35	0	0	流动比率	1.22	1.23	1.32	1.39
长期借款	-6	0	0	0	速动比率	1.12	1.12	1.18	1.22
普通股增加	102	132	0	0	营运能力				
资本公积增加	-60	0	0	0	总资产周转率	0.84	0.82	0.96	1.14
其他	-300	-50	58	54	应收账款周转率	4	4	4	4
现金净增加额	5456	1672	-1355	553	应付账款周转率	3.05	3.19	3.01	2.99

每股指标 (元)					估值比率				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.21	1.71	2.32	P/E	36.5	24.4	17.3	12.7
每股经营现金流(最新摊薄)	8.95	3.25	-2.45	1.00	P/B	6.7	5.2	4.0	3.0
每股净资产(最新摊薄)	4.40	5.63	7.36	9.69	EV/EBITDA	9	7	5	4

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