

新签合同前景明朗, 估值压抑状态将得到纠正

中工国际 (002051)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布重大合同公告, 签署埃塞俄比亚瓦尔凯特糖厂项目商务合同。合同金额6.47亿美元, 内容为建设一座日处理甘蔗24,000吨的糖厂、4×30MW蔗渣电站以及配套农业灌溉设施。合同总工期36个月。

二、我们的分析与判断

- **公司多区域的营销网络优势持续发力, 看好新签合同的增长潜力。** 我们一直强调公司的营销网络是相较于其他国内工程公司开展海外业务的两大竞争优势之一。公司目前海外的网点数达到30多个, 营销网络的覆盖优势显著。此次中标额6.47亿美元, 分别相当于去年全年中标额/工程收入的40%/50%, 目前公司在手合同上升至70亿美元, 合同保障率达到4倍左右。预计公司下半年新签合同还将有大的增长, 全年新签合同额有望达到25亿美元, 同比增长约40%。
- **海外工程承包的信贷支持力度仍将进一步加大, 公司仍是主要受益标的。** 在国内宏观经济表现平淡以及出口放缓的大背景下, 能够拉动设备出口、工程服务输出的总包企业一直是国内政策的重点扶持对象。其中对外买方信贷、优惠贷款等信贷方面的支持力度呈逐年上升趋势。考虑到公司海外新签项目大都与国内信贷支持相关, 其业务开拓前景相较于传统工程企业仍有巨大优势。
- **公司海外业务的地域及行业分布进一步均衡, 风险管理能力出众。** 公司当前在手的70亿美元合同中, 地域分布进一步均衡 (如市场之前较担心的委内瑞拉在手合同余额仅占公司整体的12%)。同时, 从行业分布上看, 公司在农业工程、水利工程、工业工程 (水泥、纺织、玻璃)、交运 (机场、码头等)、电力工程这5大行业的业务承接也较为均衡, 公司海外经营的市场风险处于良好可控状态。

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 2013-2015 年 EPS 分别为 1.51、2.05 和 2.73 元, 维持推荐评级。

主要财务指标 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	10154	13619	17948	23108
收入同比	42%	34%	32%	29%
归属母公司净利	635	960	1309	1739
净利润同比	37%	51%	36%	33%
毛利率	14.4%	14.5%	14.7%	14.9%
ROE	15.0%	18.3%	20.0%	20.9%
每股收益(元)	1.00	1.51	2.05	2.73
P/E	27.2	18.0	13.2	9.9
P/B	4.1	3.3	2.6	2.1

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	2013-6-13
上证综合指数	2,148
公司收盘价	28.99
总股本(百万)	637
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	139.5
EPS (TTM)	1.06
每股净资产 (元)	6.86
资产负债率	72%

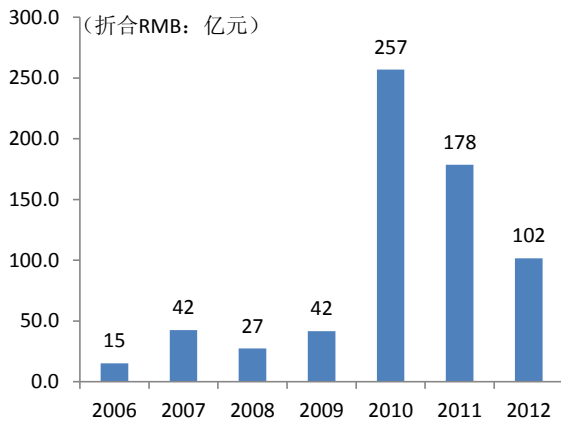
股价表现

(%)	1M	3M	6M
中工国际	3.5	12.7	-4.8
上证综指	-3.1	-5.7	-0.1

相关研究

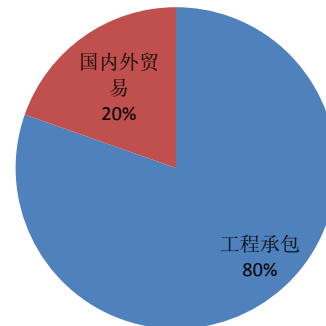
- 中工国际-营收规模再上台阶, 今年新签合同将重新提速
20130402
- 中工国际-单季收入再创新高, 海外营销渠道进一步扩大
20121020
- 中工国际-海外经营拓展顺利, 公司业绩正进入快速释放阶段
20120825
- 中工国际-公司在非洲市场的后续成长空间广阔
20120719
- 中工国际-收入、业绩快速增长, 订单执行状态良好
20120426
- 中工国际-海外工程区域布局更趋合理, 相关多元化格局稳健起步
20120401

图 1 2006-2012 年公司新签合同额变化



资料来源：公司公告

图 2 2012 年公司各类业务的收入占比



资料来源：公司公告

表 1 公司各类业务的收入预测 (收入单位: 亿元)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
工程承包/成套设备	52.7	81.6	114.2	154.2	202.0
+/-	13%	55%	40%	35%	31%
国内外贸易	18.9	19.9	21.9	25.2	28.9
+/-	402%	5%	10%	15%	15%
收入合计	71.6	101.5	136.1	179.4	231.0
+/-	42%	42%	34%	32%	29%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2 公司各类业务的毛利率预测

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
工程承包/成套设备	14.2%	16.8%	16.5%	16.5%	16.5%
国内外贸易	8.4%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
综合	12.7%	14.3%	14.5%	14.7%	14.9%

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					利润表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	15075	19372	19751	22973	营业收入	10154	13619	17948	23108
现金	8702	12813	11117	11866	营业成本	8697	11646	15301	19658
应收账款	2489	4086	5384	6933	营业税金及附加	8	14	18	23
其它应收款	98	109	144	185	营业费用	270	354	467	601
预付账款	1467	873	1148	1474	管理费用	275	381	431	531
存货	2316	1491	1959	2516	财务费用	-71	-40	-18	-13
其他	3	0	0	0	资产减值损失	146	50	100	120
非流动资产	2124	1635	1629	1626	公允价值变动收益	0	10	10	10
长期投资	133	9	9	9	投资净收益	27	20	20	30
固定资产	1259	1262	1257	1243	营业利润	856	1245	1679	2229
无形资产	154	162	171	179	营业外收入	4	2	2	2
其他	578	201	192	195	营业外支出	7	1	1	1
资产总计	17199	21007	21380	24600	利润总额	853	1246	1680	2230
流动负债	12148	15085	14104	15530	所得税	177	255	336	446
短期借款	968	950	950	950	净利润	676	990	1344	1784
应付账款	4755	4425	5814	7470	少数股东损益	41	30	35	45
其他	6424	9710	7340	7110	归属母公司净利润	635	960	1309	1739
非流动负债	312	158	158	158	EBITDA	899	1309	1773	2335
长期借款	142	142	142	142	EPS (元)	1.00	1.51	2.05	2.73
其他	170	16	16	16					
负债合计	12460	15243	14262	15688					
少数股东权益	499	529	564	609					
股本	637	637	637	637					
资本公积	1766	1766	1766	1766					
留存收益	1861	2821	4130	5869					
归属母公司股东权益	4239	5234	6553	8302					
负债和股东权益	17199	21007	21380	24600					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	913	3727	-1619	820	成长能力				
净利润	676	990	1344	1784	营业收入	41.5%	34.1%	31.8%	28.8%
折旧摊销	113	105	112	120	营业利润	48.5%	45.4%	34.9%	32.7%
财务费用	-71	-40	-18	-13	归属于母公司净利润	37.1%	51.2%	36.3%	32.8%
投资损失	-27	-20	-20	-30	获利能力				
营运资金变动	-26	3232	-3057	-1049	毛利率	14.4%	14.5%	14.7%	14.9%
其它	248	-540	20	8	净利率	6.3%	7.1%	7.3%	7.5%
投资活动现金流	-977	432	-95	-85	ROE	15.0%	18.3%	20.0%	20.9%
资本支出	144	100	100	100	ROIC	-21.5%	-16.0%	-45.2%	-93.5%
长期投资	-85	-215	0	0	偿债能力				
其他	-917	317	5	15	资产负债率	72.4%	72.6%	66.7%	63.8%
筹资活动现金流	513	-47	18	13	净负债比率	-158.6	-203.3	-140.8	-120.8
短期借款	703	-18	0	0	流动比率	1.24	1.28	1.40	1.48
长期借款	89	0	0	0	速动比率	1.05	1.19	1.26	1.32
普通股增加	197	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1195	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.71	0.85	1.01
其他	-1670	-28	18	13	应收账款周转率	4	4	4	4
现金净增加额	435	4111	-1696	748	应付账款周转率	2.44	2.54	2.99	2.96

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