

首次覆盖

中工国际
蓄势待发的海外工程服务商
海外工程业务仍有保持较快增长

在过去 10 年间发展中国家固定资产投资 CAGR 为 13.32%，我们预计至 2019 年将超 6 万亿美元。我们认为依靠差异化竞争策略和政府扶持政策，至 2019 年我国工程承包企业在亚太、非洲和拉美地区收入规模将有望达到近 3200 亿美元，2014-2019 年 CAGR 为 17.28%，继续保持快速增长态势。

服务商定位提升盈利，行业议价能力保障运营资金

公司定位于项目整体方案解决和分包管理服务商，专注高附加值的规划、融资、采购等核心环节，为业主提供项目整体解决方案，提升盈利水平。同时凭借在行业中较强的议价能力，公司一直保持良好的应收款回款、较高的预收款比例和应付款余额，使公司现金循环周期近-200 天，在手资金超 80 亿。

投资带动新型业务，事业部改制提升运营效率

依托投资业务公司已建立起矿业及能源、商业投资和园区运营三大业务部门以及能源和水处理两大新平台，未来有望通过新业务发展切入新型工程市场。从 2013 年起公司逐步推动事业部改制和分、子公司属地化经营，未来应有利于提升综合运营效率，保障海外工程业务长期盈利水平。

估值：首次覆盖，予以“买入”评级，目标价 21.66 元

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.14/1.45/1.79 元，CAGR 为 25.31%，参考可比公司估值水平，我们给予公司 2014 年 19 倍 PE，得到目标价 21.66 元，首次覆盖给予“买入”评级。

Equities			
中国			
大型建筑			
12 个月评级	买入		
	之前: 未予评级		
12 个月目标价	Rmb21.66		
	之前: -		
股价	Rmb16.07		
路透代码: 002051.SZ 彭博代码 002051 CH			
交易数据和主要指标			
52 周股价波动范围	Rmb24.18-14.32		
市值	Rmb12.3 十亿/US\$1.98 十亿		
已发行股本	765 百万 (ORDA)		
流通股比例	52%		
日均成交量(千股)	3,802		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb59.3		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb5.48 十亿		
市净率 (12/14E)	2.3x		
净债务 / EBITDA	NM		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/14E	-	1.14	- 1.20
12/15E	-	1.45	- 1.49
12/16E	-	1.79	- 1.77

于洋

分析师

S1460511090001

yang-y.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8844

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	7,175	10,154	9,236	10,904	13,721	17,000	20,733	24,882
息税前利润(UBS)	538	758	905	1,013	1,306	1,617	1,987	2,377
净利润 (UBS)	413	616	771	881	1,119	1,382	1,699	1,997
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.60	0.90	1.01	1.14	1.45	1.79	2.20	2.58
每股股息 (Rmb)	0.22	0.28	0.25	0.23	0.28	0.36	0.45	0.55
现金 / (净债务)	6,977	7,517	7,434	8,904	11,359	14,243	17,736	21,533
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	7.5	7.5	9.8	9.3	9.5	9.5	9.6	9.6
ROIC (EBIT) (%)	(27.9)	(20.7)	(34.0)	(36.8)	(33.8)	(29.2)	(26.5)	(24.6)
EV/EBITDA(core)x	9.2	9.1	8.8	3.2	1.0	-0.8	-2.2	-3.3
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	29.5	24.3	21.3	14.1	11.1	9.0	7.3	6.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	41.4	5.2	5.0	12.2	21.4	25.3	30.7	34.1
净股息收益率(%)	1.3	1.3	1.2	1.4	1.8	2.2	2.8	3.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 07 月 09 日 15 时 26 分的股价(Rmb16.07)得出；

投资主题

中工国际

投资理由

公司是国内大型国际工程总承包商之一，2013 年净利润为 7.18 亿元，过去 5 年 CAGR 近 36%。公司主要为业主提供项目综合解决方案、核心设备采购和工程进度管控，同时将项目具体设计、土建、安装等施工环节分包，这种独特的经营模式保障了公司较高的盈利水平。

我们认为公司是典型以轻资产高效运营的海外工程服务商，随着新一届政府对企业走出去战略扶持力度加大，公司未来新签及生效订单有望出现快速增长，而“三相关联”战略有利于公司依托投资项目不断切入新型工程领域，带动业绩持续稳定增长。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 1.14/1.45/1.79 元，给予其 2014 年 19 倍 PE，得出目标价 21.66 元，对应 2014-2016 年 PE 分别为 19/15/12 倍，给予“买入”评级。

乐观情景

公司盈利增长主要在于海外工程项目投资增加，在乐观情景下，我们预测 2014 年发展中国家将加大固定资产投资，公司海外工程项目施工进度将明显加快，新签/生效海外工程订单将大幅增长，2014 年工程业务收入增速或将达到 30%，毛利率将提升至 17.50%，则 EPS 将由基准的 1.14 元上升至 1.23 元，我们估算该情景下公司每股估值可能为 24.60 元。

悲观情景

我们预计亚非等地区发展中国家基础设施投资增速将大幅放缓，2014 年公司工程业务收入增速下降至 8%，毛利率将回落至 16.50%，则公司 EPS 将由基准的 1.14 元下降至 1.00 元，我们估算该情景下公司每股估值可能为 15 元。

近期催化剂

政府出台支持企业“走出去”的相关政策，金融机构或扩大对海外项目授信担保。公司有望持续斩获海外大单，新签/生效订单规模或快速恢复增长。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb21.66

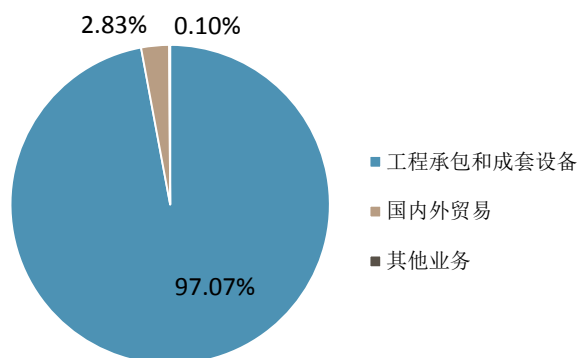
公司简介

公司成立于 2001 年 5 月，隶属于中国机械工业集团有限公司，核心业务是提供国际工程总承包和海内外投资贸易，公司业务领域涉及交通运输、市政建设、水利工程、电力工程、建筑材料、食品加工、石油化工的领域，覆盖东南亚、中亚、中东、非洲以及南美洲等地区国家，公司已完成项目获得了所在国家业主的广泛认可和好评。

行业展望

我们认为，考虑到发展中国家基建水平滞后性，随着经济增速继续保持高速增长，后期各发展中国家固定资产投资仍有望维持在较高规模，我们预计至 2015 年发展中国家（不包括中国）固定资产投资将有望达到 4.5 万亿美元，至 2019 年将超 6 万亿美元。

收入按业务分布 2013, (%)



数据来源：公司公告

各类业务的毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
工程承包和成套设备	1,370	1,570	1,830	2,293	2,826
国内外贸易	83	34	41	49	59
其他业务	5	8	11	14	18
合计	1,457	1,612	1,882	2,356	2,903

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

目录

投资案件	4
关键催化剂.....	5
风险.....	5
估值和推导我们目标价的基础.....	5
瑞银预期对比市场一致预期.....	6
乐观/悲观情景分析.....	6
敏感性分析.....	7
风险分析	7
竞争分析	8
行业吸引力评估.....	8
竞争优势.....	9
管理层战略.....	9
工程承包行业空间广阔，政策护航企业快速增长	9
海外工程承包市场稳步增长，我国企业加速抢滩.....	9
扶持政策提升我国工程承包企业竞争优势.....	12
2014-2016 年我国工程承包企业在亚非拉地区收入 CAGR 或为 17%.....	14
经营模式独特，依托协同效应开拓新型市场	16
运营模式和风控体系构筑核心竞争力.....	16
上下游议价能力强，经营资金充裕.....	18
推动“三相联动”战略，开发新业务工程市场.....	20
事业部改制提升长期运营效率.....	22
财务分析	23
损益表.....	27
资产负债表.....	28
现金流量表.....	29
估值	29
目标价推导.....	29
估值比较.....	29
公司背景	30

于洋

分析师

S1460511090001

yang-y.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8844

投资案件

我们首次覆盖中工国际，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.14、1.45 和 1.79 元，CAGR 为 25.31%。在充分考虑公司“方案解决+分包管理”服务商独特经营定位前提下，参考建筑工程行业可比公司估值及 PEG 水平，我们给予公司 2014 年 19 倍 PE，得到目标价 21.66 元，对应 2014-2016 年 PE 分别为 19/15/12 倍。我们认为公司是典型以轻资产高效运营的海外工程服务商，随着新一届政府对企业走出去战略扶持力度加大，公司未来新签及生效订单有望出现快速增长，而“三相联动”战略也有利于公司依托投资项目不断切入新型工程领域，带动业绩持续稳定提升，建议买入。

■ 行业市场空间广阔，未来6年我国企业海外工程业务CAGR有望超17%

在过去 10 年间，发展中国家固定资产投资 CAGR 为 13.32%，根据 IMF 数据，我们预计至 2015 年发展中国家（不包括中国）固定资产投资规模有望达到 **4.5 万亿美元**，至 2019 年将超 **6 万亿美元**，亚洲（除中国）、非洲及中东和拉美地区等主要地区占比相对均衡。得益于我国工程承包企业与海外工程商差异化竞争策略和近年政府在金融、财税、审批等方面扶持“走出去”政策力度不断加大，我国海外工程承包企业迎来快速发展阶段，2012-2013 年收入 CAGR 达到 25.58%，并在各发展中国家和地区市占率快速提升。考虑到未来政策扶持力度可能逐步加大以及根据我国工程承包企业在各地区收入变化趋势，我们预计至 2019 年我国工程承包企业在亚太、非洲和拉美地区收入规模将有望达到近 3200 亿美元，2014-2019 年 CAGR 为 17.28%，继续保持快速增长态势。

■ 服务商定位提升盈利，行业议价能力保障运营资金

公司在海外承包业务中定位于**项目整体方案解决和分包管理服务商**，而非单纯工程施工承包商，并专注于高附加值的规划、融资、采购等核心环节，通过为业主提供项目整体解决方案和分包进程管理，保障自身较高盈利水平。相对于国内业务，海外工程项目对总承包商整体运营能力要求非常高，公司凭借在过去 10 余年间积累的丰富经验和成熟的风险管控体系，一直保持良好运营业绩，经营期间从未发生单一项目出现大额资产减值损失情况。依靠在行业中较高的品牌溢价和出口信用保险等保兑方式，公司应收账款回款一直保持较好水平，而较高预收款比例和应付账款余额使公司现金循环周期近-200 天，在手资金超 80 亿，为后期大型订单承接和“三相联动”战略顺利实施奠定坚实基础。

■ “三相联动”战略开拓新型工程市场，事业部改制提升长期运营效率

公司持续推动“三相联动”策略，发挥工程承包、投资和贸易三项业务协同效应，并在投资领域已建立起矿业及能源、商业投资和园区运营三大业务部门基础上，搭建出能源及水处理两大新型业务平台，未来有望依托新业务发展顺势切入新型工程市场领域。同时为改善并提升长期运营效率，2013 年起公司加大了事业部改制力度，推进境外分、子公司属地化经营，并对重点发展市场和领域予以一定资源倾斜，进一步保障海外工程业务持续高效发展。

关键催化剂

我们认为下述事项可能成为对公司业绩形成利好的催化剂:

- 国家继续鼓励企业“走出去”战略，并在金融信贷、国家项目对接等方面出台政策，增强海外工程承包企业竞争实力。
- 公司持续签订海外大型工程承包订单，下半年生效订单规模或大幅提升。
- 公司依靠“三相联动”战略继续进入各类新型领域，投资带动工程业务效果逐步明显。

风险

我们认为公司股价下行的风险包括:

- 政府扶持“走出去”政策落地放缓，公司新签订单增速下降。
- 海外工程项目出现重大质量问题，对公司品牌造成损伤。
- 地缘政治及战争因素出现，公司部分项目施工进度被明显延误。

估值和推导我们目标价的基础

我们首次覆盖中工国际，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.14、1.45 和 1.79 元，CAGR 为 25.31%。在充分考虑公司“方案解决+分包管理”服务商独特经营定位前提下，参考建筑工程行业可比公司估值及 PEG 水平，我们给予公司 2014 年 19 倍 PE，得到目标价 21.66 元，对应 2014-2016 年 PE 分别为 19/15/12 倍。我们认为公司是典型以轻资产高效运营的海外工程服务商，随着新一届政府对企业走出去战略扶持力度加大，公司未来新签及生效订单有望出现快速增长，而“三相联动”战略也有利于公司依托投资项目不断切入新型工程领域，带动业绩持续稳定提升，建议买入。

■ 关键假设:

- 考虑到后期政府扶持政策有望逐步落地，我们预计公司2014年生效订单将有望恢复增长，其将带动2015年后收入提升，我们预计公司2014-2016年工程承包业务收入增速分别为18%、26%和24%。
- 考虑到高毛利委内瑞拉项目逐步竣工，我们将公司2014-2016年工程承包业务毛利率由2013年的17.51%逐步调整至17.10%。
- 贸易及其他业务总量保持平稳态势。

图表 1: 可比公司估值比较表

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)			净利润增长率		市盈率			市销率
		7/8/2014	2013	2014E	2015E	2016E	2014-2016	2013	2014E	2015E	2016E	2013
300284.SZ	苏交科	9.49	0.39	0.51	0.66	0.81	25.27%	24.33	18.61	14.38	11.72	2.80
002116.SZ	中国海诚	10.8	0.52	0.66	0.83	1.03	25.36%	20.77	16.36	13.01	10.49	0.58
002586.SZ	围海股份	12.01	0.32	0.41	0.57	0.72	32.52%	37.53	29.29	21.07	16.68	2.70
600970.SH	中材国际	6.95	0.08	0.98	1.13	1.15	8.33%	86.88	7.09	6.15	6.04	0.37
	平均						22.87%	42.38	17.84	13.65	11.23	1.61
002051.SZ	中工国际	16.42	0.94	1.14	1.45	1.79	25.31%	17.47	14.40	11.32	9.17	1.38

来源: Wind, 瑞银证券估算。其中除中工国际为瑞银证券估算外, 其余均采用市场一致预期, 股价及市场预期均为 2014 年 7 月 8 日数据。中工国际 EPS 基于本地会计准则。

瑞银预期对比市场一致预期

- **2014年公司新签及生效订单有望恢复增长。**随着最近3年公司新签订单增速下降, 市场预期公司增长或已步入瓶颈期, 未来业绩增速或将明显放缓。但我们认为过去几年影响订单因素更多来自于国内金融环境趋紧, 而非海外需求下降, 随着本届政府继续大力推进企业“走出去”以及相关金融扶持政策落实到位, 2014年公司新签/生效订单有望重拾升势。
- **看好公司以投资拉动工程业务增长战略。**市场对公司“三相联动”战略持谨慎态度, 而我们则认为作为资金充裕国际工程承包商, 依托投资带动工程业务是切入新型市场最为有效方式, 也是海外工程承包企业所主要采用的战略措施, 我们预计未来投资与工程业务良性循环将成为保障公司业绩持续增长核心驱动力之一。

综合以上两点因素, 我们对公司 2014-2016 年预计每股收益略高于市场一致预期。

图表 2: 瑞银对比市场一致预期 (元/股)

年份	瑞银预测	市场一致预期	差异
2014E	1.14	1.13	0.91%
2015E	1.45	1.37	5.77%
2016E	1.79	1.66	7.99%

来源: Wind, 瑞银证券估算, 截止 2014 年 7 月 7 日

乐观/悲观情景分析

- **乐观情景:** 我们认为公司盈利增长主要在于海外工程项目投资增加, 在乐观情景下, 我们预测2014年发展中国家将加大固定资产投资, 公司海外工程项目施工进度将明显加快, 公司新签/生效海外工程订单将大幅增长, 2014年工程业务收入增速或将达到30%, 毛利率将提升至17.50%, 则公司2014年EPS将由基准的1.14元上升至1.23元, 我们估算该情景下公司每股估值可能为24.60元。

- **悲观情景：**在悲观情景下，我们预计亚非等地区发展中国家基础设施投资增速将大幅放缓，2014年公司工程业务收入增速或将下降至8%，毛利率将回落至16.50%，则公司2014年EPS将由基准的1.14元下降至1.00元，我们估算该情景下公司每股估值可能为15元。

敏感性分析

我们认为公司业绩对工程承包业务收入增速和毛利率较为敏感。测算结果显示工程承包业务收入增速每变化 5 个百分点，公司 2014 年预测 EPS 变化 0.02~0.03 元，公司工程承包业务毛利率水平每变化 1 个百分点，公司 2014 年预测 EPS 变化 0.11~0.12 元。

图表 3: 公司 2014 年预测 EPS 对工程承包业务收入增速和毛利率敏感性分析

		工程承包业务增速				
		8.00%	13.00%	18.00%	23.00%	28.00%
工程承包业务毛利率	15.30%	0.88	0.90	0.91	0.93	0.95
	16.30%	0.98	1.00	1.03	1.05	1.07
	17.30%	1.09	1.11	1.14	1.17	1.19
	18.30%	1.19	1.22	1.25	1.28	1.31
	19.30%	1.29	1.33	1.37	1.40	1.44

来源: 瑞银证券估算

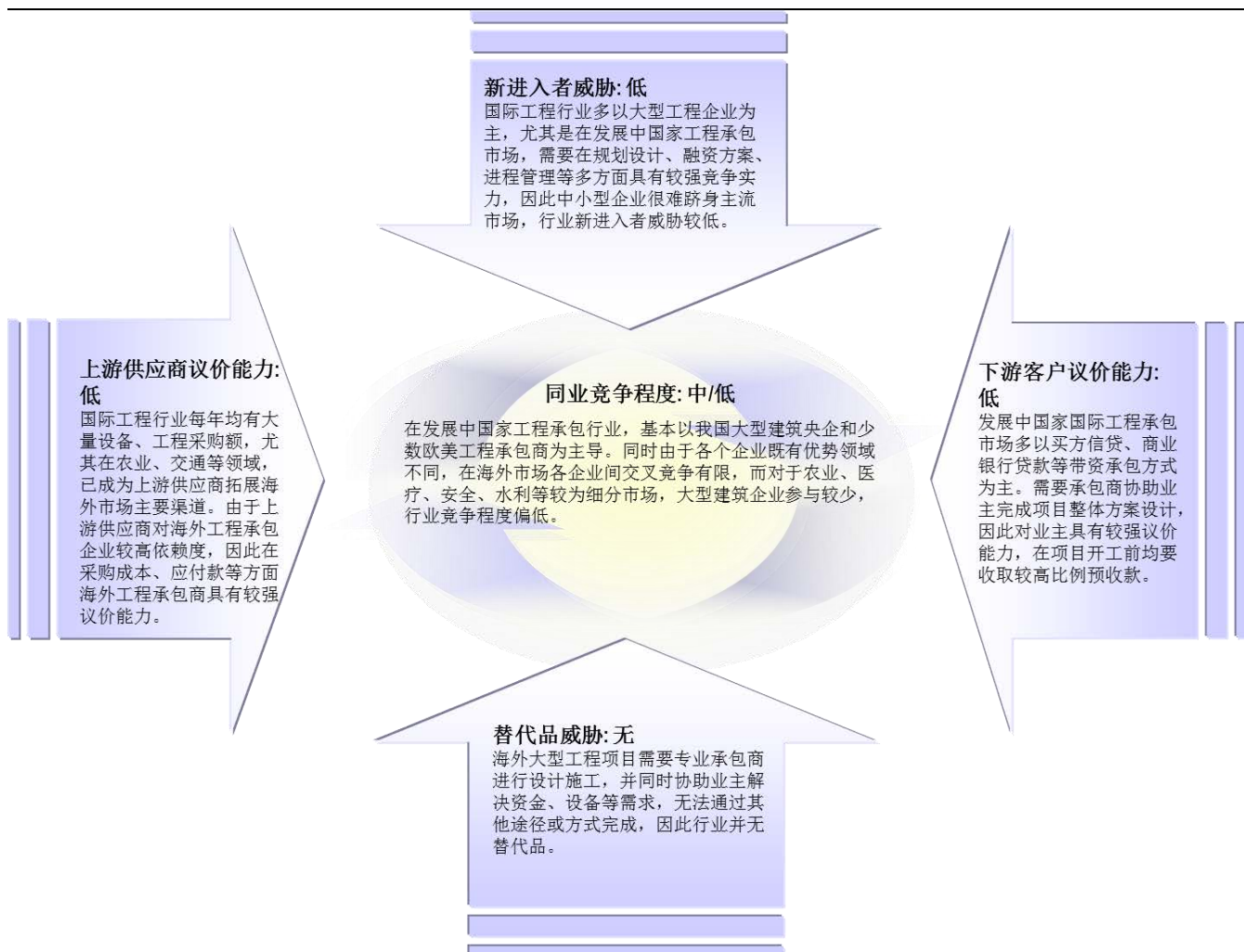
风险分析

- **政府扶持走出去政策落地放缓。**我们认为政府在金融信贷、出口信保等方面扶持政策是保障公司未来订单恢复增长的核心要素，如果后期相关政策未能及时落地则可能对公司新签及生效订单造成负面影响，增加未来几年业绩不确定性。
- **海外工程业务竞争加剧影响公司盈利。**随着我国大型建筑企业不断向海外市场扩张，在发展中国家工程承包市场竞争激烈程度有所增加。虽然海外工程业务在设计、融资、商务等诸多方面具有较高壁垒，但如果出现大型建筑企业短期集中竞争某一区域市场则可能对公司盈利造成较大影响。
- **地缘政治风险可能会影响订单执行进度。**由于公司业务主要集中于第三世界国家，地缘政治风险是公司面对较大不确定性因素之一。如果由于地缘政治问题造成公司在施工大型项目工期延后则可能对公司当期业绩造成较大影响，并增加相关区域后期订单执行风险。

竞争分析

行业吸引力评估

图表 4: 波特五力分析



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

- 公司超过97%业务来自于发展中国家工程承包市场, 根据我们测算, 至2013年全球发展中国家(剔除中国)固定资产投资规模已达到4.1万亿美元, 预计至2019年将接超6万亿美元, 这将为我国工程承包企业提供广阔市场空间。
- 2013年我国海外工程承包企业收入规模已达到1371亿美元, 过去10年间CAGR为25.58%, 在非洲、拉美、亚洲等地区市场占有率保持持续上升态势。我们认为随着我国政府对工程承包企业“走出去”扶持力度不断加大, 未来我国工程承包企业在新兴及发展中国家市场占有率将继续保持稳步增长态势, 我们预计未来6年我国企业海外工程业务收入CAGR将超17%。

竞争优势

- **经营模式优势：**凭借遍布全球营销网络和与国内政策金融、保险机构良好合作关系，公司构建起独特的“方案解决+分包管理”经营模式，专注于海外工程项目中附加值较高的规划、融资、采购等核心环节，为业主提供项目整体解决方案和分包进程管理，保障公司盈利能力处于行业领先水平。
- **风控体系优势：**凭借多年海外工程项目经验，公司已建立起一套行业内领先的项目管理和风险控制体系，从合同、进度、成本、质量、安全等多维度对项目执行过程进行动态跟踪和监控，相比其他大型建筑企业在海外工程市场诸多失败案例，公司一直未出现大额资产减值损失实际发生情况。
- **货币现金优势：**公司凭借对上下游较强议价能力，在应收账款回款、预收款比例、应付账款余额等方面一直处于行业领先水平，2013年末在手货币现金总量超80亿元，与同期收入基本相当，有利于保障公司未来大型订单承接和“三相联动”战略顺利实施。

管理层战略

- **围绕工程业务推动“三相联动”战略：**公司将海外工程施工业务定位于支柱产业，未来将围绕工程业务大力推动“三相联动”战略，发挥工程承包、投资和贸易三项业务协同效应，并依托投资带动工程业务模式，造就带动业绩增长又一驱动力。
- **加快事业部改制：**为提升公司经营管理效率，从2013年开始，公司在各区域同步推行事业部制，在条件成熟市场推进境外分公司属地化经营，并对重点发展市场和领域予以一定资源倾斜。同时通过限制性股票激励措施使员工共享公司成长，激发员工工作潜力。

工程承包行业空间广阔，政策护航企业快速增长

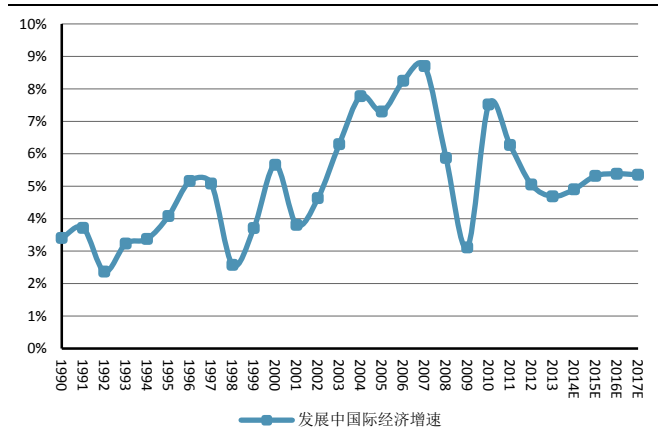
海外工程承包市场稳步增长，我国企业加速抢滩

发展中国家固定资产工程市场空间大，增速平稳

过去 10 年发展中国家固定资产投资 CAGR 近 13.32%，至 2019 年或将超 6 万亿美元。根据 IMF 统计，从 1998 年至 2007 年，全球发展中国家 GDP 保持了连续 10 年高速增长，虽然 2008 年金融危机对各发展中国家影响较大，但凭借顽强的经济韧性，随后几年便逐步恢复，根据 IMF 最新预测 2014-2017 年全球发展中国家 GDP 有望继续保持 5%-6% 增长。同时随着经济高速增长，各发展中国家均开始加大对基础设施投资建设力度，交通、电力、农业、水利等行业成为各国家基建投资主要方向。2003-2013 年间发展中国家（剔除中国）固定资产投资由 1.2 万亿美元大幅增加至 4.1 万亿美元，CAGR 达到了 13.32%。考虑到发展中国家基建水平滞后性，我们认为未来各发展中国家固定资产投资仍有望维持较高规模，参考 IMF 发展中国家投资占比变化趋势，我们预计至 2015 年发展中国家（不包括中国）固定资产投资规模

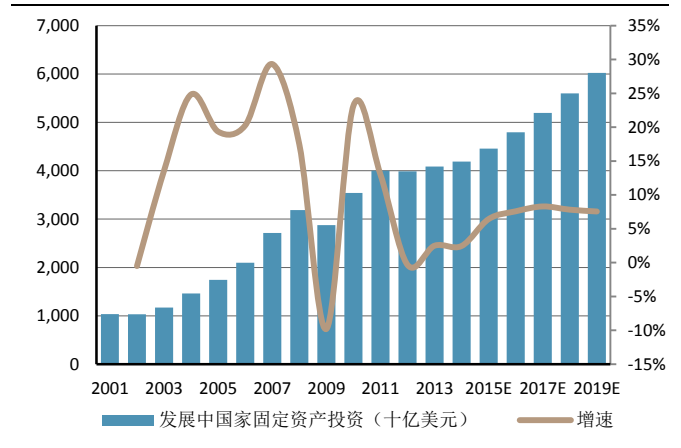
或有望达到 4.5 万亿美元，至 2019 年将接超过 6 万亿美元，这将为我国海外工程企业提供广阔发展空间。

图表 5: 发展中国家经济增速有望平稳



来源: IMF

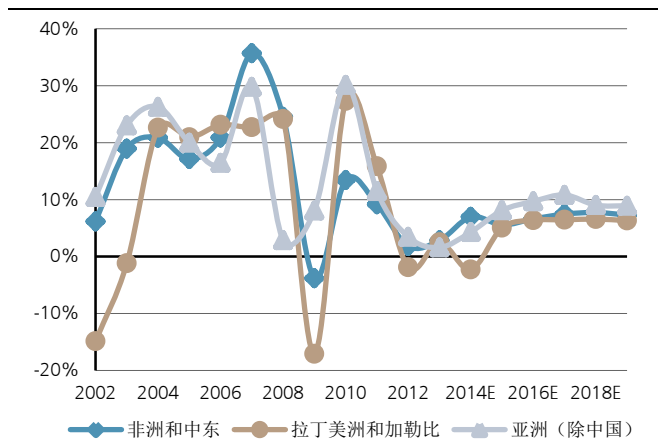
图表 6: 发展中国家固定资产投资增速有望稳定



来源: IMF, 瑞银证券估算

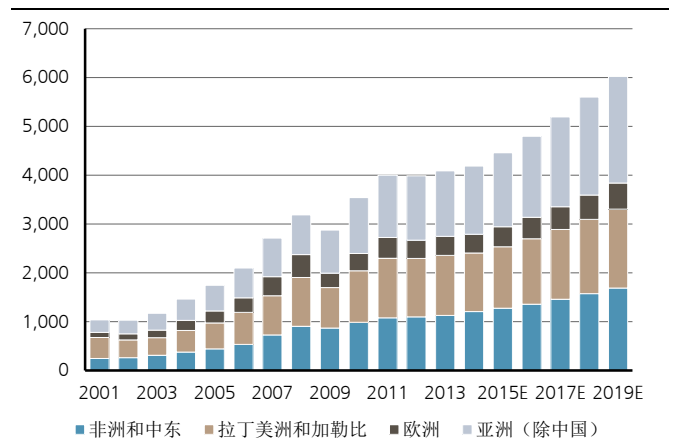
亚非地区增速相对较快，在发展中国家投资占比小幅提升。从各地区情况来看，2003-2013 年间亚洲（除中国）、非洲及中东、拉美及加勒比地区发展中国家固定资产投资 CAGR 分别为 14.53%、13.68%和 13.08%，亚非地区增速相对较快；而至 2013 年末各地区在发展中国家固定资产投资占比则分别为 32.81%，27.6%和 30%，呈现较为均衡态势。根据各地区投资占 GDP 变化数据，我们认为未来 6 年间亚洲（除中国）和非洲地区固定资产投资增速相对较快，我们预计至 2019 年，亚洲（除中国）和非洲及中东地区发展中国家固定资产投资将分别达到 2.18 万亿美元和 1.69 万亿美元，其地区占比也将提升至 36.25%和 28.02%，是发展中国家国际工程承包行业两大主要市场。

图表 7: 未来发展中国家固定资产投资增速有望平稳



来源: IMF, 瑞银证券估算

图表 8: 至 2019 年亚非地区固定资产投资占比或近 65%

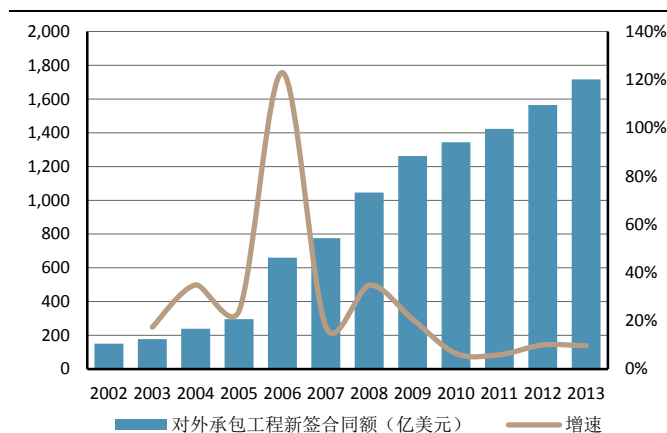


来源: IMF, 瑞银证券估算

我国工程承包企业海外扩张速度逐步加快

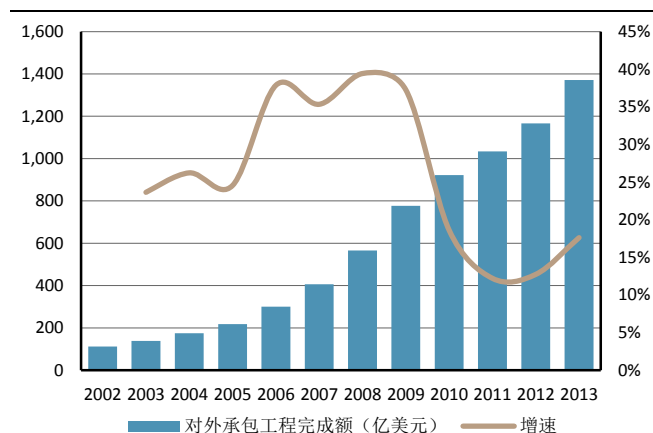
近 10 年我国工程承包企业海外扩张步伐明显提升。随着国力增强、对外影响力提升以及外汇储备增加，近几年我国企业纷纷加快了海外扩张速度，在这其中建筑企业“走出去”步伐也呈明显加速态势。根据商务部统计，2002 年我国对外承包工程项目完成额仅为 112 亿美元，而到 2013 年这一数值已经达到 1371 亿美元，CAGR 为 25.58%；对外承包工程新签合同额由 2002 年的 151 亿美元大幅增长至 2013 年的 1716 亿美元，CAGR 为 24.76%，均远超同期发展中国家固定资产投资增速，显示出我国海外工程承包企业在过去 10 余年间凭借品牌、技术、成本等竞争优势已得到下游客户充分认可。

图表 9: 对外工程新签合同增长平稳



来源: CEIC

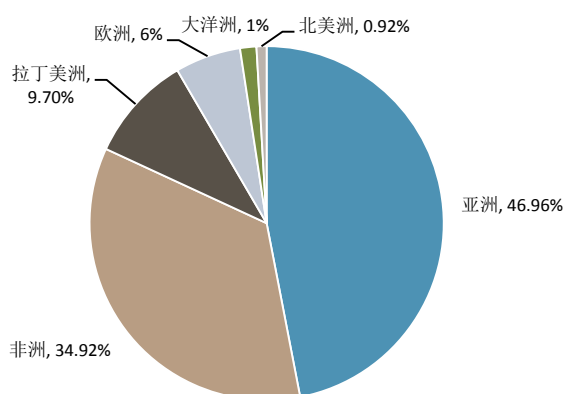
图表 10: 对外承包工程完成额逐步恢复增长



来源: CEIC

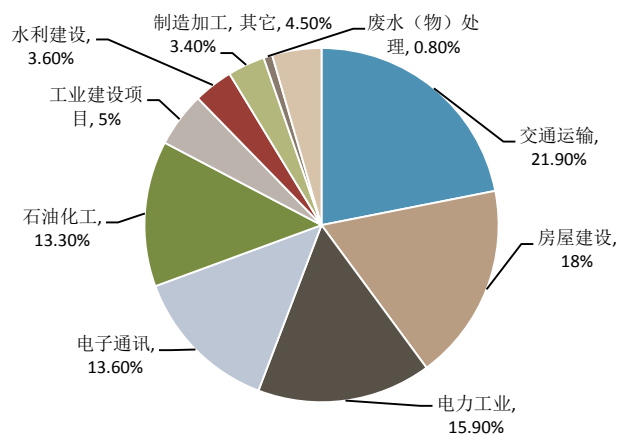
亚非地区业务占比高，**交运、房建和电力**是主要行业。从各地区经济发展情况来看，由于非洲、拉美和部分亚洲地区仍是处于对桥梁、隧道、铁路、高速公路、水网电网、移动通讯设备等基础设施需求较为旺盛阶段，这与我国近年发展模式较为接近，部分可照搬我国已建成项目，因此相对于欧美建筑企业，我国工程承包商在设计理念、建设经验、人才储备等方面具有较强竞争优势。2013 年我国海外承包工程主要集中于亚洲、非洲和拉丁美洲，合计约占我国海外承包工程业务总额 92%，而欧洲、北美等发达市场则占比较低。从涉及行业来看，分布较为平均，交运、房建、电力、电子通讯和石油化工项目合计占比约为 83%，表明我国工程承包企业目前承建项目仍集中于基础设施工程，这将有利于我国工程承包商持续获得来自于发展中国家订单。

图表 11: 亚非地区业务占比超过 80% (2013 年)



来源: 商务部

图表 12: 海外工程承包行业分布 (2013 年)



来源: 商务部

扶持政策提升我国工程承包企业竞争优势

政策全方位扶持我国企业走出去。自从 2000 年全国人大九届三次会议提出“走出去”战略规划后,我国政府便从简化对外业务审批流程、放宽对外投资外汇管制、专项资金和税收优惠等多方面出台政策,协助我国企业加速进行海外业务布局。国务院于 2004 年 7 月作出《关于投资体制改革的决定》,简化了项目审批制度,除对 3000 万美元以上境外资源项目和 1000 万美元以上境外非资源项目需要审批外,企业项目均采用备案制。同年,发改委、进出口银行发布了《关于对国家鼓励的境外投资重点项目给予信贷支持的通知》,每年安排“境外投资专项贷款”,享受出口信贷优惠利率。次年 8 月国家外管局发布《关于调整境内银行为境外投资企业提供融资性对外担保管理方式的通知》将融资性对外担保由逐笔审批,改为余额控制,提升国有大型企业拓展海外业务便利性。新一届政府上任后也在加快推进我国企业“走出去”支持政策,未来或将在财税优惠、扶持资金、外储委托贷款等方面推出进一步政策,而习近平主席提出组建亚洲基础设施银行,和李克强总理访非时提出增加对非贷款额度也将有利于扩大我国海外工程承包企业在既有发展中国家市场影响力。

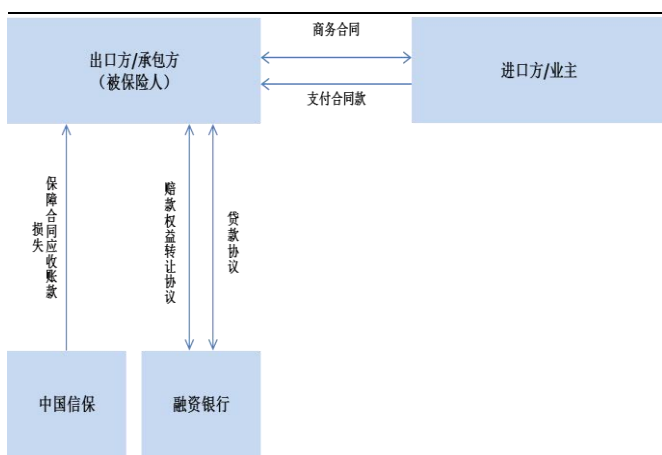
图表 13: 历年中国鼓励“走出去”战略政策汇总

政策	时间	部门	简介
《关于在境外开办非贸易性合资经营企业的审批程序权限和原则的通知》	1984	对外经济贸易合作部	对外直接投资实现了从国务院个案审批到规范性审批转变
《关于在境外开办非贸易性企业的审批程序和管理办法的实行规定》	1985	对外经济贸易合作部	该规定首次将所有的经济实体纳入官方海外投资的规定，而不仅仅是贸易公司
成立中国进出口银行和国家开发银行	1994	国务院	为中国企业的对外承包工程项目和投资提供便利的信贷
与国内外机构合资设立四只产业投资基金	1998	国家开发银行	提供资金来源和平台
《国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》	2001	全国人民代表大会	官方提出了“走出去”战略并明确记录
成立中国出口信用保险公司	2001	国务院国有资产监督管理委员会	提供用于对外投资的保险和出口融资
《国家外汇管理局关于清理境外投资汇回利润保证金有关问题的通知》	2002	国家外汇管理局	外汇局不再收取境外投资汇回利润保证金
《国家外汇管理局关于取消部分资本项目外汇管理行政审批后过渡政策措施的通知》	2003	国家外汇管理局	境内机构境外投资不再到外汇局进行境外投资外汇风险审查，同时境外投资外汇资金来源审查手续进一步简化
《关于对国家鼓励的境外投资重点项目给予信贷支持的通知》	2004	国家发改委、中国进出口银行	每年安排“境外投资专项贷款”，享受出口信贷优惠利率
《关于调整部分境外投资外汇管理政策的通知》	2006	国家外汇管理局	取消境外投资购汇额度的限制
《关于鼓励和引导民营企业积极开展境外投资的实施意见》	2007	国家发改委、外交部、工信部、财政部、商务部等 13 个部门	支持有条件的民营企业开展境外投资，加大金融保险支持力度
《对外承包工程管理条例》	2008	国务院	明确了对外承包工程资格和具体规范准则
《境内机构境外直接投资外汇管理规定》	2009	国家外汇管理局	对境外直接投资外汇管理方式和程序进行了简化和规范
设立中国（上海）自由贸易试验区	2013	国务院	简化了自贸区内公司的境外投资注册程序
中国倡议筹建亚洲基础设施投资银行	2013	习近平主席在与印尼总统苏西洛的会议上提出	加快推进亚洲国家铁路、公路、航空、水运等基础设施建设
加大对非洲投资	2014	李克强总理访问非洲时提出	拟将对非洲提供贷款的额度从 200 亿美元提高到 300 亿美元

来源:商务部、中国政府网、新华网

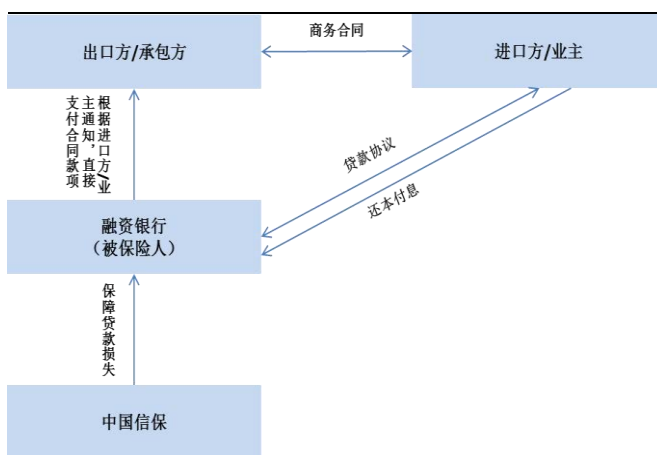
金融机构护航海外工程承包企业加速发展。我国海外工程承包企业业务发展离不开国内金融机构支持，根据各主要银行贷款统计，**我国金融机构发放海外基建项目贷款金额已由 2009 年的 587 亿美元上升至 2013 年的 1870 亿美元，CAGR 为 33.67%。**随着 2001 年中国出口信用保险公司成立，我国海外工程承包企业更多采用了买方信贷和卖方信贷等带资承包模式，2013 年仅进出口银行买方和卖方信贷合计已近 2500 亿元，并依然保持稳步上行态势。从发展趋势来看，这种直接向业主提供贷款（买方信贷）或总承包商为贷款主体（卖方信贷）模式在亚非拉等发展中国家较受欢迎，业主在选择总承包商时也愈发注重其对拟建项目融资能力，我们认为我国金融机构这种政策性优惠贷款将保障我国工程总承包企业在发展中国家长期竞争力，助推海外市场快速拓展。**同时目前仅为 0.6% 左右呆坏账水平也应使我国金融机构有动力持续增加海外相关项目贷款规模。**

图表 14: 出口卖方信贷流程图



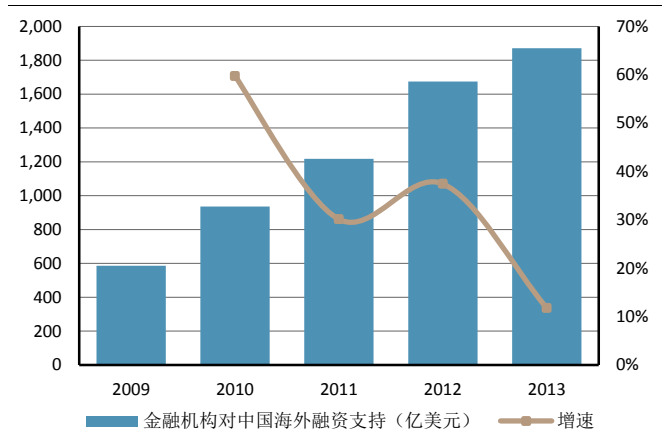
来源: 中国信保

图表 15: 出口买方信贷流程图



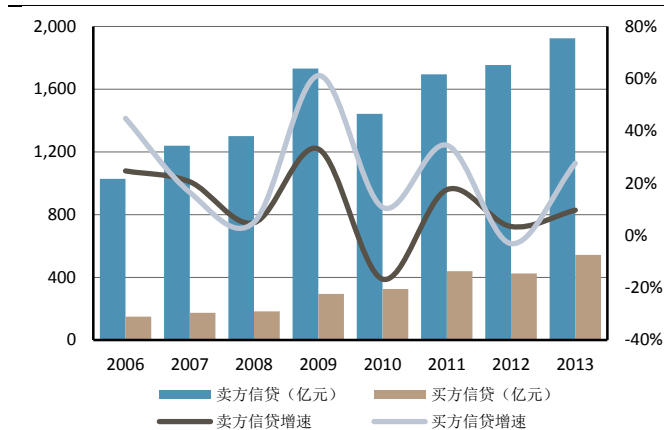
来源: 中国信保

图表 16: 中国金融机构海外基建信贷超 1800 亿美元



来源: 中信保、进出口银行、中国银行, 瑞银证券估算

图表 17: 买方/卖方信贷仍保持较高增长



来源: 进出口银行年报

2014-2016 年我国工程承包企业在亚非拉地区收入 CAGR 或为 17%

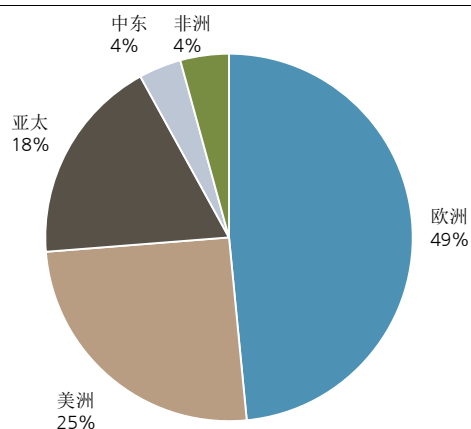
差异化竞争和政策扶持带动我国工程业务海外市占率提升。根据我们测算, 过去 11 年间, 我国工程承包企业在非洲市场工程承包额 CAGR 为 35%, 市场份额则由 0.69% 上升至 4.24%; 在亚太市场工程承包额 CAGR 为 24.76%, 市场份额则由 0.36% 上升至 1.93%; 拉美市场工程承包额 CAGR 为 39.3%, 市场份额则由 0.1% 上升至 1.08%, 均保持持续增长态势。我们认为主要是两大因素带动我国工程企业海外市占率持续提升:

- **差异化竞争策略:** 我们拆分了除中国企业外, 全球 20 家最大工程承包商收入区域构成, 发现其近 75% 业务来自于欧洲、中北美等发达国家市场, 而来自于非洲等发展中国家业务仅占 4.27%; 而从区域收入排名来看, 非洲地区前 10 名工程承包商中国企业占 6 席, 亚洲地区前 10 名承包商中国占 2 席, 显示出我国工程总承包企业在亚非等地市场较强竞争实力。我们认为与国际大型工程承包商市场定位差异构筑了我国工程承包企业在非洲、

亚洲、拉美等发展中国家和地区较强竞争优势，而出于对项目类型、施工条件、成本要求等多方面考虑，我们预计我国工程承包企业有望长期维持此类竞争优势。

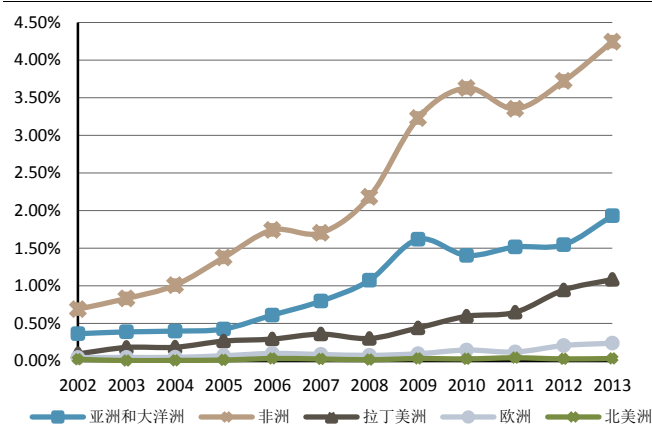
- **持续的“走出去”扶持政策：**我们认为政府不断加大的“走出去”扶持政策力度，以及国内政策性金融机构持续护航是我国工程承包企业在发展中国家市场取得成功的又一核心要素。随着新一届政府在全球力荐“中国制造”，我们预计未来我国扶持“走出去”战略政策或将持续发力。

图表 18: 全球大型工程承包商业务分布（2013 年）



来源: ENR, 各公司年报, 瑞银证券估算

图表 19: 亚非地区中国工程承包企业竞争优势突出（市占率）



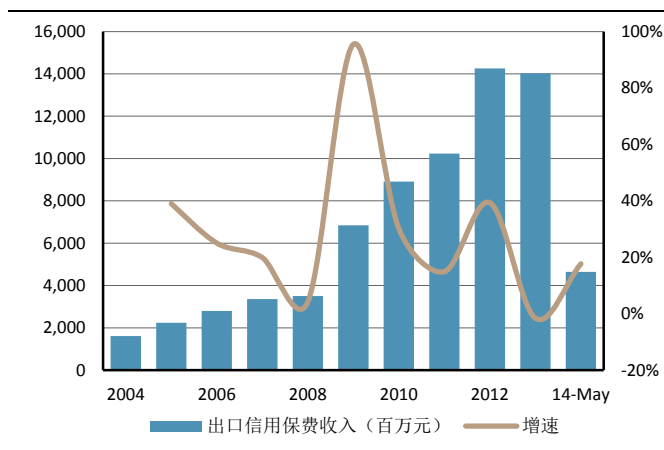
来源: IMF, 瑞银证券估算

2014-2019 年我国工程承包企业亚非拉地区收入增速 CAGR 约为 17.28%。

我们认为随着中国人民银行关于贯彻落实《国务院办公厅关于支持外贸稳定增长的若干意见》的指导意见提出，以及政府换届因素影响淡化，我们预计从 2014 年开始我国海外工程承包业务有望重回快速增长通道。我们通过最近 3 年、5 年我国工程承包企业各地区业务收入复合增速与当地固定资产投资复合增速之差拟合未来几年我国海外工程企业在发展国家收入情况¹，我们预计至 2019 年我国工程承包企业来自于亚太、非洲和拉美地区收入规模将达到近 3200 亿美元，2014-2019 年 CAGR 为 17.28%，虽然增速水平较过去 10 年间略有下降，但仍将继续保持较快速增长。

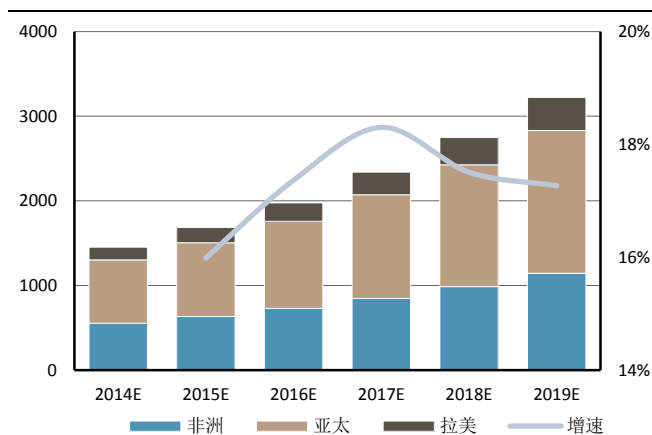
¹ 由于拉美地区低基数高增长原因，我们调整了其增速差绝对值。

图表 20: 中信保出口信用保费收入逐步恢复



来源: CEIC。注: 14年数据为1-5月合计数。

图表 21: 亚非拉地区收入有望保持较快增长 (亿美元)



来源: IMF, 瑞银证券估算

经营模式独特，依托协同效应开拓新型市场

运营模式和风控体系构筑核心竞争力

“**方案解决+分包管理**”模式保障公司持续拿单能力。公司在海外承包项目中定位于**整体方案解决服务商和分包管理商**，主要为业主提供项目整体规划、融资渠道、核心设备采购和工程进度管控等服务，而项目具体设计、土建、安装等施工环节则采用全球招标分包，公司统一管理。在项目计划阶段，公司为业主提供项目及其必要配套设施整体可行性建设规划，满足业主个性化需求；在项目开工前，公司凭借与当地政府部门、政策性银行、保险机构等良好合作关系，协助业主获得“两优”及商业贷款，推进贷款保险进程，保障项目顺利实施；在项目施工过程中，通过对各发展中国家政策、法规、习惯等深入了解，保障项目施工顺利推进，降低延工、误工风险。我们认为公司独特经营模式解决了业主在**项目综合规划、融资方案解决、工程管理**三大核心问题，符合发展中国家基建项目“一站式”采购要求，有利于保障公司未来持续拿单能力。

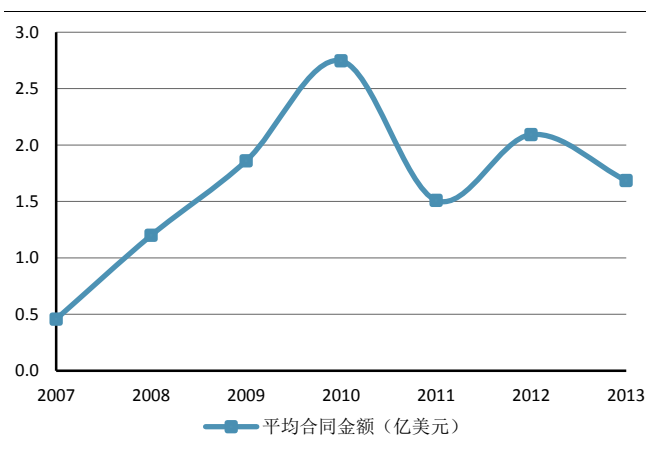
图表 22: 公司部分综合性项目列表

日期	合同名称	合同包含项目	合同金额 (万美元)
2007.6.1	乍得巴阿赫水泥厂项目	矿山开采设备供货, 年产 20 万吨的波特兰水泥生产线及 电站建设, 配套道路施工	9233
2008.4.3	委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建工程 (二期)	大约 25000 公顷灌区及新农村社区建设, 灌区道路修复和建设, 灌区农作物多样化示范基地, 农产品加工园区	13500
2010.5.25	坦桑尼亚瓦美糖厂项目	一个日处理 6,000 吨甘蔗的糖厂, 配套建设 10,000 公顷甘蔗种植农场	18500
2010.12.3	委内瑞拉第斯那托斯农业综合发展项目二期	农用渠道、道路、住房的设计、建设和农作物种植	17849.96
2011.4.18	安哥拉卡玛库巴农场项目	荒地开垦、水利及农田灌溉设施建设, 配套基础设施建设; 农机设备供应; 仓储与加工设施建设; 淡水养殖场	8863.8
2011.4.22	乍得吉尔玛雅国际机场项目	一座 4F 等级飞行区的国际机场, 连接恩贾梅纳炼油厂和机场的 66KV 输变电路; 从机场到恩贾梅纳市的高速公路	105700
2013.6.10	埃塞俄比亚瓦尔凯特糖厂	一座日处理甘蔗 24,000 吨的糖厂, 4×30MW 蔗渣电站; 配套农业灌溉设施	64700

来源: 公司公告

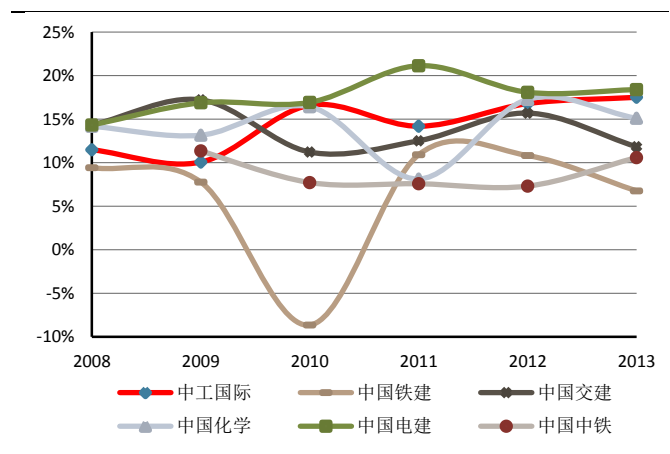
深耕细分市场保障盈利水平。与国内其他大型工程承包企业专注少数领域不同, 作为整体方案服务解决商, 公司广泛参与发展中国家农业、水利、交运、医疗、安全等多细分市场基础设施建设。虽然公司历史公告平均订单规模仅为 1.5-2 亿美元, 但多领域、多区域细分市场差异化竞争使公司海外业务综合毛利率一直保持较高水平。2013 年末公司海外工程业务毛利率为 17.51%, 仅略低于海外业务以高毛利火电工程为主的中国电建, 远高于中国交建、中国化学、中国铁建等以海外专业工程为主的大型建筑央企。**我们认为虽然订单项目、规模及国别等波动性可能对公司工程承包业务毛利率造成一定影响, 但凭借独特经营模式及细分领域竞争优势, 我们预计未来公司毛利率仍有望继续处于行业领先水平。**

图表 23: 公司历年公告合同平均规模



来源: 公司公告

图表 24: 公司海外项目毛利率仅略低于中国电建



来源: Wind

海外布局顺利, 项目风控能力强。在过去 10 余年成长历程中, 公司不断在发展和培育**商务拓展、项目管理和融资渠道**三方面优势, 提升在海外工程承包

市场竞争力。目前公司已在海外设立三十多个代表处、分公司和非经营性子公司，还拥有中工老挝投资公司和加拿大普康公司两家境外经营性子公司，构造了遍布全球各地区的高效快捷、反应灵敏的国际营销网络，积累了大量高价值客户和渠道资源，并且在一些重点市场具有突出品牌影响力。同时通过对多年海外工程承包经验积累，**公司已建立起一套完整的项目管理和风险控制体系**，从合同、进度、成本、质量、安全等多维度对项目执行过程进行动态跟踪和监控，在切实提高公司项目管理水平同时，有效控制海外项目执行风险。我们认为，相对于部分大型建筑央企在海外工程承包市场的项目损失，公司从 08 年至今仅有一笔印度 JK PAPER 公司约 345 万元应收账款核销，而且一直并未出现大额资产减值损失实际发生，显示出公司在风控方面较强竞争实力。

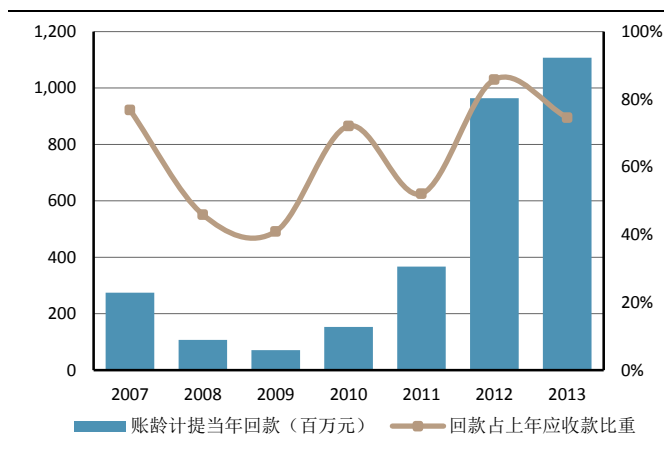
上下游议价能力强，经营资金充裕

应收款历史回款情况良好，出口信用保险涵盖绝大部分业务。我们认为在保障项目如期按进度施工前提下，如何保证进度款和尾款按期回收是海外工程承包商面临又一挑战，也是企业海外影响力和竞争实力充分体现。我们详细拆分公司历史应收账款回款，发现公司每年应收账款现金回款约占上一年应收账款余额²总量近 80%，3 年期以上应收款占比不足 1%，回款情况良好。从历史数据来看，公司仅有在 2008 和 2009 年历史应收账款当年回款比例低于 50%，主要是受到菲律宾巴纳旺农业灌溉设施项目（3530 万美元）和菲律宾综合渔港扩建工程（2817 万美元）应收账款卖断影响，我们估算实际回款占比约在 78% 左右。横向对比来看，公司历史应收款回款情况要远好于建筑行业中装饰、园林等高回款子行业，甚至略高于以专业化工程施工为主的中国化学、中化岩土等公司。与此同时，为确保大型海外工程项目融资进程，规避建设地区商业和政治风险，公司通过中信保等机构为买方信贷办理出口信用保险或其他形式保兑。通过对应收账款按账龄坏账计提比例推算³，我们认为随着订单规模和商业性贷款比例增加，公司正逐步加大海外项目保险力度，至 2013 年近 80% 项目均采用了出口信用保险或其他形式保兑，有效保障未来应收账款回款。我们认为良好回款情况一方面体现出公司在项目筛选、管理、规划等方面竞争实力和地区品牌影响力，另一方面持续稳健回款将保障公司后期订单承接能力，继续推动业绩保持快速增长。

² 主要是指按账龄统计应收账款余额，约占公司期末应收账款总额 75% 左右。

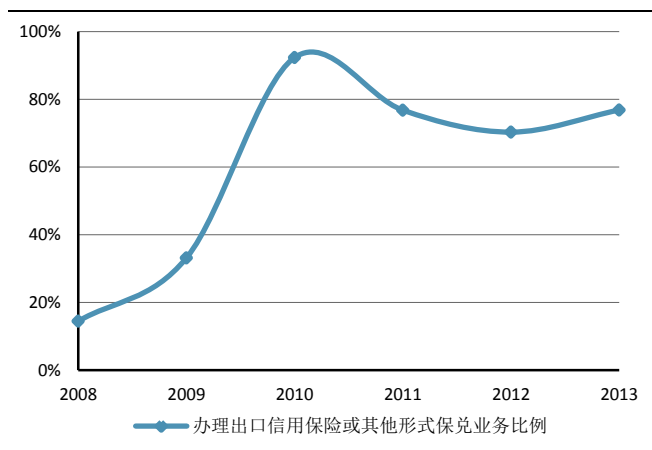
³ 未考虑单项金额重大单独计提坏账应收帐款。

图表 25: 公司应收账款回款良好



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

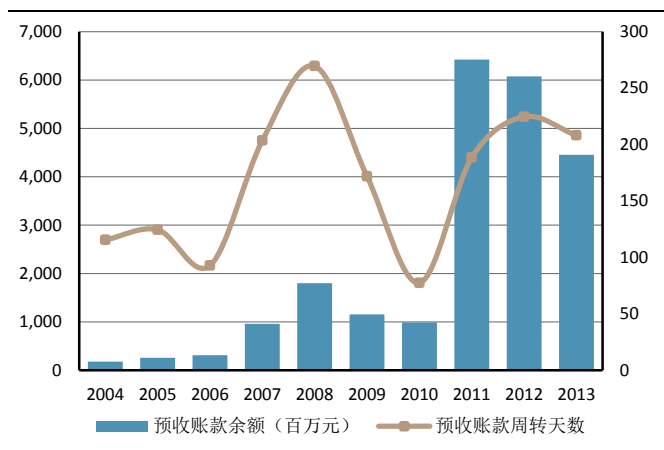
图表 26: 公司近 80% 业务办理信用保险



来源: 公司年报, 瑞银证券估算

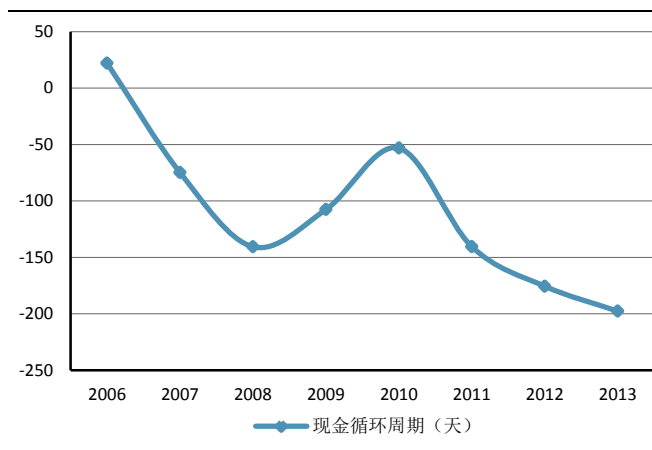
品牌溢价能力突出, 现金循环周期近-200 天。 凭借在发展中国家品牌知名度和“方案解决商+分包管理商”独特运营模式, 公司在应收款、预收款、应付款、预付款等多方面对上游客户和下游供应商具有较强影响力。相对于传统依靠前期垫资承接业务的工程施工企业而言, 公司则要求项目开工前收取一定比例预收款, 而伴随着大型优质项目承接规模逐步提升, 2011 年公司预收款已突破 60 亿元, 占当期收入近 90%。虽然近两年由于生效订单增速放缓, 预收款略有下降, 但规模仍维持在 45 亿元左右, 并保持周转天数继续维持在 200 天以上, 而同期应收账款周转天数则基本在 70-90 天左右。作为海外工程项目总承包商, 公司对下游供应商在设备选型、款项支付等方面拥有较强话语权, 最终表现为公司应付账款余额和周转天数均保持着较高水平。正是由于在上下游较高议价能力, 2013 年末公司现金循环周期为-198 天, 远低于行业中其他可比公司, 使公司可在不依靠外部杠杆情况下保持较高速发展。同期公司货币资金余额已达到 80.53 亿元, 约占公司同期市值 62%, 经营资金充裕。我们认为随着公司订单规模逐步恢复快速增长, 未来公司现金循环周期仍有望继续保持较低水平, 保障公司在手资金持续维持高位。

图表 27: 预收帐款长期保持较高水平



来源: Wind

图表 28: 公司现金循环周期近-200 天



来源: Wind

推动“三相联动”战略，开发新业务工程市场

业务定位明确，围绕工程业务发展持续战略。未来三年公司计划继续大力推动“三相联动”战略，即发挥工程承包、投资和贸易三项业务协同效应，实现工程、投资和贸易业务紧密结合，延伸公司产业链，提升公司综合实力。在三大业务中，**工程承包业务**定位于公司核心支柱产业，未来将继续着力开发重点市场和重点业务领域；**投资业务**则是公司产业战略升级方向，同时肩负着与工程业务形成良性互动、依托海外投资项目带动相关工程业务增长重任；而**贸易业务**定位则在于为工程承包和投资业务服务，在规模上主动收缩，并继续保持“一大支柱、两个市场、三相联动”发展方向，加大重点市场和领域大型项目承接能力。我们认为，**对各业务明确战略定位将有利于公司资源分配及目标管理，同时围绕工程业务可大力拓展海外投资、贸易等相关产业链，提升公司在当地市场影响力和品牌溢价，保持长期可持续发展动力。**

投资业务逐步加速，依托新平台切入新业务工程领域。作为公司战略转型主要方向，海外投资是公司在近年较为重视一个发展方向，并在 2010 年后加速扩张，目前已形成矿业及能源、商业投资和园区投资等三大领域齐头并进态势，并设立了矿业工程部、投资事业部和园区事业部等部门与其进行业务对接。**在矿业及能源领域公司主要以参/控股方式为主**，目前已控股在北美矿业工程服务商领域处于领先地位的加拿大普康公司，参股吉尔吉斯库鲁一捷盖列克铜金矿，以及作为基石投资人入股中石化炼化工程公司。**而在商业及园区项目领域公司则以控股+运营方式为主**，目前已控股老挝新世界和琅勃拉邦酒店两大项目；在国内通过 BOT 方式取得邳州和成都两家污水厂特许经营项目；同时持有 45% 股权中白工业园区项目已开始进行建设，招商引资进展顺利，未来公司将参与园区建设与运营；而控股北京沃尔特公司 50% 股权将大幅提升公司在正渗透水处理领域竞争实力。从战略布局角度来看，**目前公司已搭建出矿业能源及水处理两大新业务平台**：在矿业领域，公司未来将依托普康和中石化炼化工程既有竞争优势拓展海外矿业和化工工程总承包业务；而作为水务环保技术平台的沃尔特公司，有望凭借其在正渗透领域技术优势协助公司开展海外供水、输水、污水处理、海水淡化等 EPC 项目，使公司能够顺利切入两大新兴领域工程承包市场。**我们认为公司深耕投资领域效果正逐步显现，未来投资与工程业务正反馈效应或将继续加强，这将有利于公司持续开拓海外新兴工程业务承包市场，保障业绩稳步提升。**

图表 29: 公司目前主要投资项目汇总

投资项目	持股情况	项目运行情况
加拿大普康公司	持有 60% 股权	2012 年 4 月 30 日, 中工国际正式收购加拿大普康公司 60% 股权。普康公司在北美矿业工程服务商领域处于领先地位, 拥有北美地区最大的地下开采综合设备机队。业务涉及矿业项目工程总承包、水利和市政建设的工程服务, 市场范围覆盖加拿大、美国、欧洲及中亚地区。普康公司作为中工国际在北美业务的发展平台, 实现了公司业务结构从矿山建设、运营到海外矿业资源投资的多元化, 同时可为中国企业开发加拿大乃至北美矿产资源提供项目建设和运营服务。
能源与矿产业务		
吉尔吉斯库鲁—捷盖列克铜金矿	公司间接持有库鲁—捷盖列克铜金矿的采矿权和探矿权持有人凯奇—恰阿拉特封闭股份公司 16% 股权	项目公司持有库鲁—捷盖列克铜金矿的采矿权和探矿权, 采矿权面积 1.05 平方公里, 探矿权面积 84.5 平方公里。矿区资源储备较为丰富, 矿石品位较高, 开采价值强, 为后期公司通过投资项目带动 EPC 工程奠定良好基础。
中石化炼化工程股份有限公司	以 1000 万美元认购公司首发股票	公司作为基石投资者, 使用自有资金 1,000 万美元, 按中石化炼化工程(集团)股份有限公司首次公开发行价格认购总金额等值于 1,000 万美元相应数目 H 股, 构建双方的战略合作关系, 发挥各自优势, 就共同开发海外石油化工、煤化工、电力工程、工业工程领域项目开展合作。
老挝万象新世界项目	通过中工国际投资(老挝)有限公司持有 70% 股权	该项目西接湄公河, 东邻主席府, 占地面积 42 万平方米, 规划建筑面积约 70 万平方米, 由国际文旅中心、国际商务中心、国际生活中心三大板块组成。万象新世界是老挝第一个现代化国际新城, 未来几年间, 万象新世界将建设成为万象的标志及城市中心区。2012 年 11 月 1 日, 一期开发亚欧峰会官邸别墅项目竣工, 做为第九届亚欧峰会与会各国元首的下榻官邸, 迎接了来自 46 个国家的元首、政府首脑和政府高级官员。购物广场已于 2014 年 2 月开工, 预计 2015 年完工。
老挝琅勃拉邦酒店项目	通过中工国际投资(老挝)有限公司持有 70% 股权	该项目位于老挝琅勃拉邦省, 内容为建造占地 4 万平米的高档五星级度假酒店, 酒店建筑包括: 标准客房、沿河别墅、总统套房、容纳 400 人的会展与宴会中心、餐厅、SPA、商务中心等。该酒店的建成, 将填补当地大型会议与组团接待能力的空白。
商业投资业务		
邳州市城北污水处理厂项目	BOT 运营项目	该项目由中工国际全资子公司邳州市中工水务有限责任公司以 BOT 方式建设。项目特许经营期为 30 年(含建设期和特许经营期), 内容为日处理能力为 4 万立方米的城市污水厂一座, 该项目于 2009 年 6 月投入运营。
成都市龙泉驿平安污水处理厂项目	BOT 运营项目	该项目由中工国际全资子公司成都市中工水务有限责任公司以 BOT 方式建设。项目特许经营期为 25 年(含建设期和特许经营期), 内容为日处理能力 4 万立方米的平安污水处理厂及 6 公里的配套管网、道路的建设, 该项目于 2009 年 10 月投入运营。目前已启动二期建设工作, 主体工程累计完成约 90%。
北京沃特尔水技术股份有限公司	持有 50% 股权	公司以自有资金 8,500 万元人民币认购沃特尔股份公司增发的 2,640 万股普通股, 对沃特尔股份公司进行增资。未来将以北京沃特尔公司为平台, 发展环保产业, 围绕工业废水“零排放”解决方案构建核心竞争力, 积极寻觅工业污水处理、海水淡化工程领域的业务机会, 快速做大规模。
园区业务		
中白工业园区项目	公司持有 45% 股权, 哈尔滨投资集团有限责任公司持有 15% 股权, 白方持有 40% 股权	该项目位于白俄罗斯明斯克州斯莫列维奇区, 距首都明斯克市 25 公里, 总占地面积 80 平方公里, 国际公路、洲际公路、铁路穿越园区, 交通便利, 有良好的区位优势。未来园区将以先进制造业和现代服务业为支撑, 并依托首都明斯克众多高校、科研机构, 吸引和积聚智力资源, 建成集生态、宜居、兴业、活力、创新五位一体的国际新城。园区已引入哈尔滨投资集团有限责任公司作为战略投资者, 并与多个政府机构和公司签订了招商合作协议, 影响力持续提升。

来源: 公司公告

事业部改制提升长期运营效率

事业部改制保障公司核心竞争优势。作为项目综合方案解决商和项目管理商，经验丰富项目经理和高效技术服务团队是保障公司持续发展核心驱动要素之一，因此公司管理层需要从内部组织架构和分享公司成长双维度为员工提供成长空间，激发员工潜力。在管理端，虽然公司不断采用多种形式，组织开展多层次专业培训提升员工业务能力，但面对竞争愈发激烈的海外工程承包市场，公司更需在体制上打破既有模式，为优秀员工提供更为广阔发展舞台。2013 年开始，公司逐步对管理机制进行调整，在各区域同步推行事业部制，并在条件成熟的市场，推进境外分、子公司属地化经营，并对重点发展市场和领域予以一定资源倾斜。我们认为作为国有企业，公司在管理机制改革方面又一次走在同行业前列，**事业部改制后将使各项目组工作更为灵活，激励水平明显提升，充分激活员工主管能动性**，有利于推动公司后期经营管理水准再上台阶，保障在国际工程承包市场长期核心竞争优势。

限制性股票激励要求未来 4 年扣非净利润 CAGR 不低于 19%。为使核心员工充分享受公司成长，2014 年初公司推出限制性股票激励计划，向 241 名核心高管、业务技术骨干（约占员工总数 14%）授予 909.55 万股公司股票，授予价格为 7.63 元/股。同时为达到激励效果，公司设置了较为严格行权条件，即 **2014-2017 年公司扣非后净利润 CAGR 不低于 19%，ROE 不低于 13.5%**，并且保障两个指标都不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值。在解禁时间上要求第一期自授予日起 24 个月后首个交易日，第二期和第三期分别是 36 个月和 48 个月，整体解禁时间是 2016-2018 年。我们认为较高解锁条件和较长解锁周期彰显出公司对未来持续增长的信心，而广泛核心人员覆盖也有利于保障团队稳定，提升公司核心竞争实力。

图表 30: 公司限制性股票激励条件

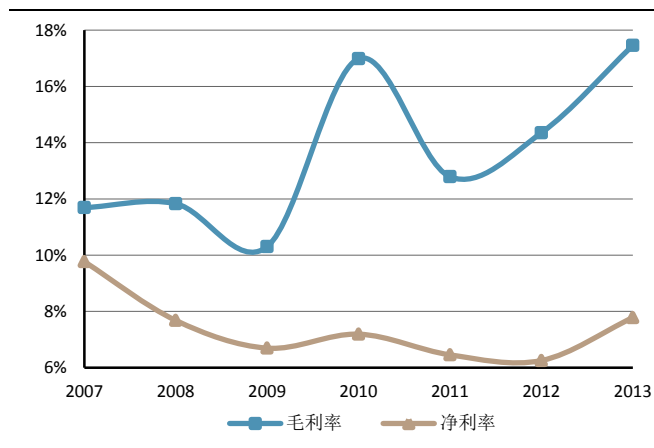
解锁安排	解锁时间	解锁比例	行权考核目标
第一个解锁期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止。	1/3	1、解锁前一年度较 2013 年净利润复合增长率不低于 19% 2、ROE 不低于 13.5% 3、且两个指标都不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值 4、解锁前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 95%
第二个解锁期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止。	1/3	1、解锁前一年度较 2013 年净利润复合增长率不低于 19% 2、ROE 不低于 13.5% 3、且两个指标都不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值 4、解锁前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 95%
第三个解锁期	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止。	1/3	1、解锁前一年度较 2013 年净利润复合增长率不低于 19% 2、ROE 不低于 13.5% 3、且两个指标都不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值 4、解锁前一年度主营业务收入占营业收入的比重不低于 95%

来源:公司公告

财务分析

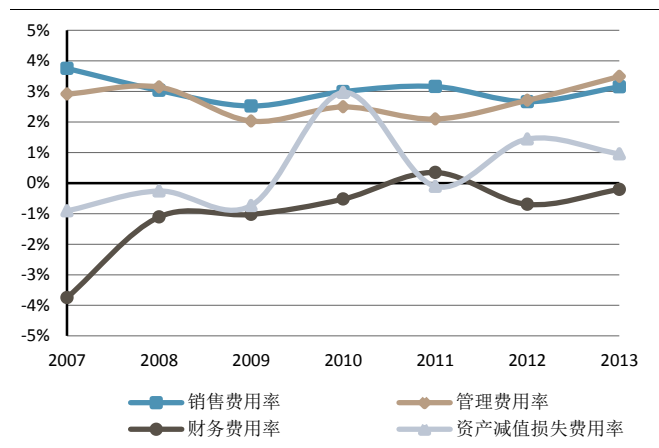
毛利率上行态势或将放缓，费用率有望逐步下降。2009 年前公司毛利率基本维持在 10%-12% 左右，而从 2010 年开始公司毛利率则呈现明显跳升态势，至 2013 年末已达到 17.46%，创近几年新高。我们认为，公司毛利率水提升主要得益于在南美洲尤其是在委内瑞拉等国家工程承包市场开拓，部分大型项目较高盈利水平拉升了工程业务毛利率，同时低毛利贸易业务主动收缩也起到了一定积极作用。我们预计随着 2014 年南美洲项目交付竣工，公司毛利率持续上行趋势将有所放缓，后期毛利率或将逐步回落至 17% 以下。虽然持续加大海外市场开拓力度和投资子公司并表使公司销售费用率和管理费用率有所增加，但得益于人民币升值幅度放缓和单项金额重大并单项计提坏账准备的工程减少（主要为委内瑞拉项目）带来的财务费用和资产减值损失下降，我们预计未来几年公司综合费用率或将呈现逐级下行态势。综合毛利率和费用率变化趋势来看，我们认为未来公司净利率将保持平稳，预计将维持在 8% 左右。

图表 31: 公司毛利率和净利率后期有望保持平稳



来源: Wind

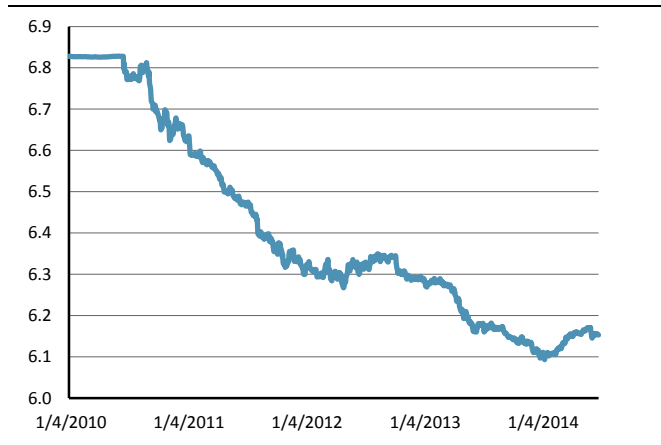
图表 32: 综合费用率或将保持平稳



来源: Wind

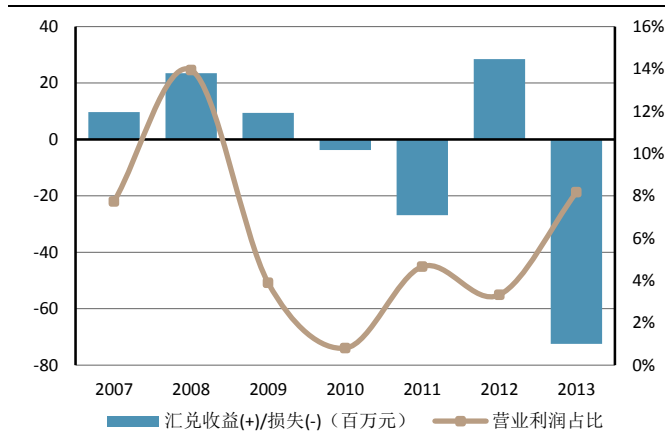
汇兑收益或将明显降低公司财务费用。公司几乎全部收入均来自于海外市场，但由于收入确认时点与实际结算日、会计结算日之间差异，外币对本币汇率变化将对公司财务费用（汇兑损益）产生一定影响。从 2010 年至 2013 年间，由于人民币对美元、玻利瓦尔等货币保持持续升值态势，4 年间公司仅在 2012 年录得汇兑收益，其余三年均有汇兑损失，其中 2013 年汇兑损失达到了 0.72 亿元，占公司同期营业利润的 8.17%。2014 年初至今人民币对美元等主要货币升值步伐已经明显放缓，人民币兑美元汇率已由 6.09 升至 6.15 附近，我们预计 2014 年半年报公司汇兑收益将有明显改善。而根据瑞银宏观团队预测，2014 年人民币或将保持小幅贬值态势，后期对美元汇率或将攀升至 6.25 左右，这将有利于公司海外业务收入结算，提升汇兑收益水平，如考虑下半年有望明显加速生效订单所带来预收款增长，我们预计 2014 年公司财务费用将出现较为明显下降。

图表 33: 人民币兑美元汇率



来源: 中国人民银行

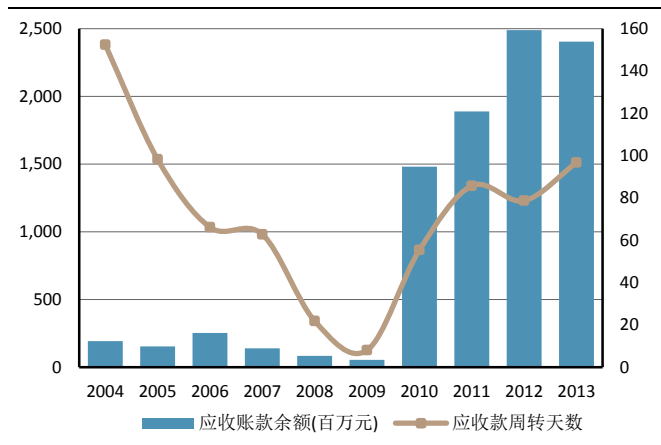
图表 34: 公司汇兑损失



来源: Wind, 公司年报

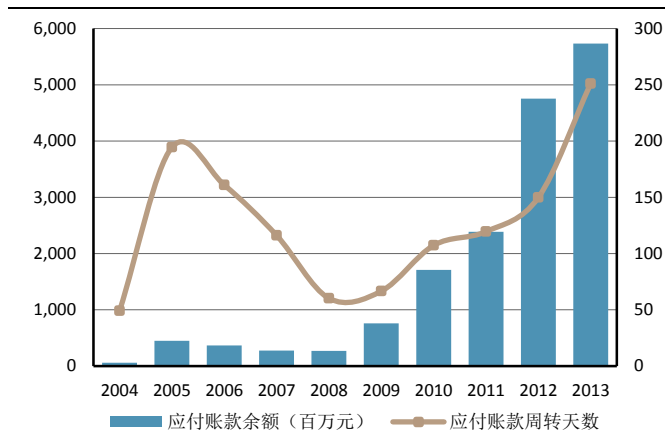
应收账款周转率有望快速提升, 应付账款或将保持平稳。随着承接项目规模不断提升, 从 2010 年起公司应收账款余额和周转天数均有大幅增加, 至 2013 年末应收账款已超过 24 亿元。但详细拆分应收账款构成, 我们发现主要受委内瑞拉农业发展署和委内瑞拉电力公司等项目影响, 2010-2013 年间其分别占当期应收账款 37%、55%、53%和 37%, 并造成应收账款周转放缓, 而以账龄统计应收账款则仍保持较好回款情况⁴。我们认为, 随着委内瑞拉项目在 2014 年逐步竣工, 其对应应收账款影响将明显减弱, 后期公司应收账款周转率或将有快速提升。另一方面, 随着公司规模和品牌竞争力增强, 作为工程总承包商, 公司对下游供应商议价能力不断增加, 至 2013 年末公司应付账款余额已达到 57.33 亿元, 周转天数超过 250 天。我们认为, 考虑到工程施工业务特殊属性和采购设备占款周期, 公司应付账款周转率持续下降空间已较为有限, 未来应付账款将保持较为平稳增长态势。

图表 35: 应收账款周转天数持续上升



来源: Wind

图表 36: 应付账款继续快速增长

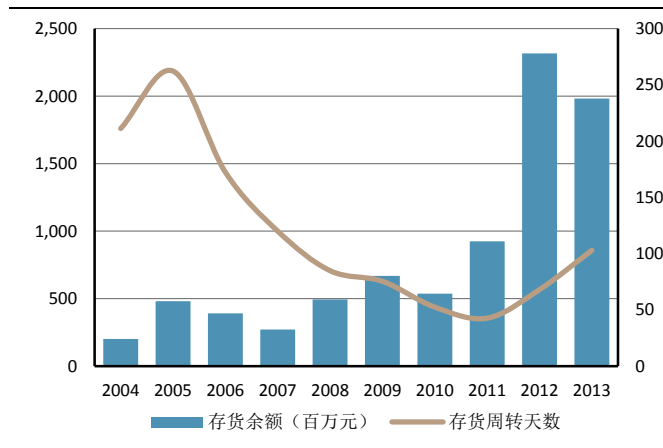


来源: Wind

⁴ 可参考公司竞争优势分析部分。

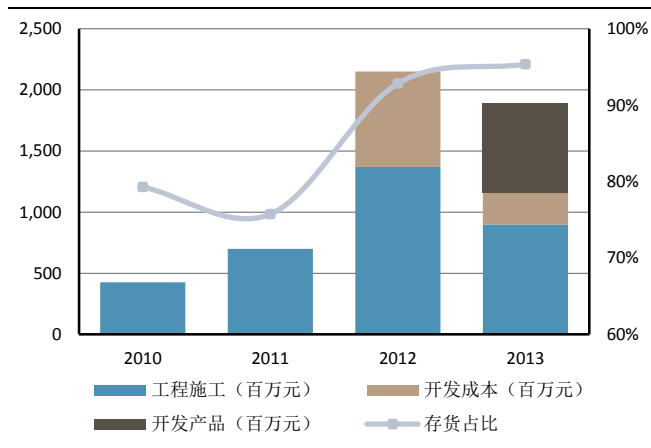
存货周转率有望逐步恢复。近几年公司存货余额快速增长，2012 年存货同比增长超过 150%，周转率明显下降，我们认为主要是受两方面短期因素影响：第一，2012 年和 2013 年公司存货中开发成本和开发产品明显增加，主要是受老挝万象滨河综合开发项目影响，我们预计随着 2016 年初项目完工以及别墅产品逐步开始销售，未来影响将逐步减弱；第二，由于业主、公司和分包商在结算时间上差异，造成工程施工余额增加，而随着 2014 年相关项目逐步结转收入，工程施工余额有望快速下降，并带动存货周转率提升。

图表 37: 存货周转余额增加明显



来源: Wind

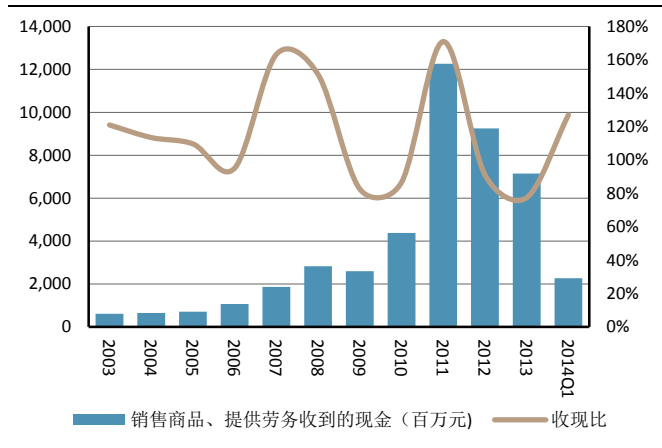
图表 38: 公司存货主要构成



来源: Wind, 公司公告

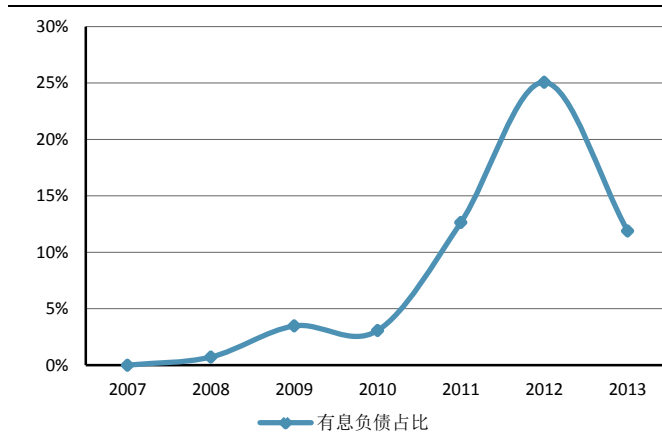
现金回款充裕，有息负债占比较低。从 2003 年至今公司收现比一直维持在较高水平，考虑到部分大型项目较高预付款比例，2011 年时公司收现比一度超过 170%，而近几年也基本维持在 80%-120% 之间。充沛的现金流使公司较少应用杠杆，2010 年前公司有息负债占净资产比例长期维持在 5% 以下，即便近几年部分大型订单对资金要求有所提升，至 2013 年末其占净资产比例也仅为 11.9%，在保障公司资产质量同时，也为后期公司杠杆规模提升留予充分空间。

图表 39: 公司收现比持续维持高位



来源: Wind

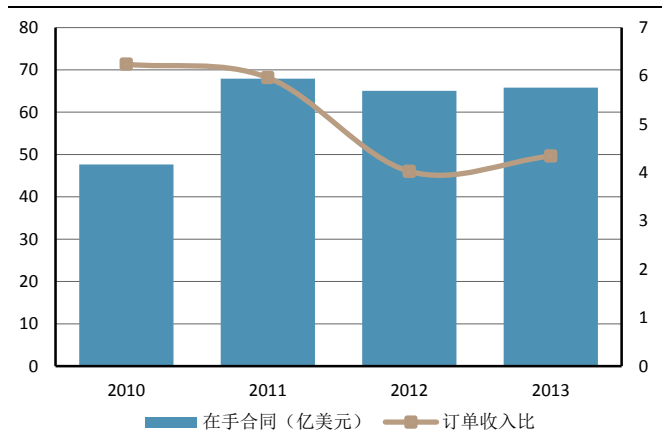
图表 40: 公司有息负债净资产占比不到 12%



来源: Wind

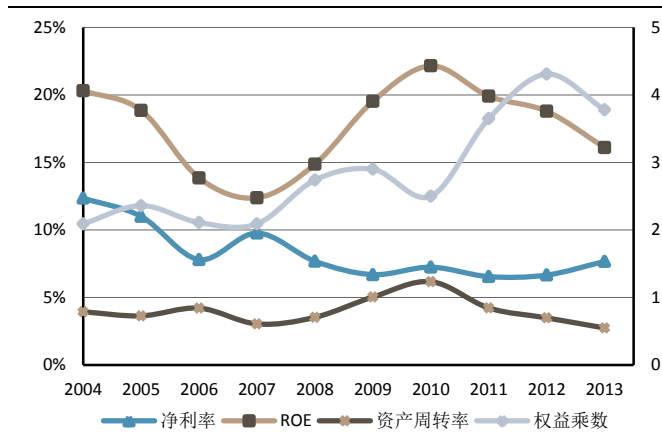
在手订单充裕，投资加快或将带来 ROE 提升。随着公司在发展中国家市场开拓力度不断增强，公司在手订单余额一直维持在较高水平，至 2013 年末已达到 65.8 亿美元，当期订单收入比为 4.34，为后期公司业绩持续增长奠定坚实基础。从盈利能力维度来看，2010 年后由于受到资产周转率下降影响，公司 ROE 出现连续下滑。但从公司战略布局来看，随着后期投资业务开拓力度加大、存货及应付账款周转率提升，我们预计公司资产周转率或将有望出现恢复性增长，并带动公司 ROE 趋势性回升。

图表 41: 公司在手订单充裕



来源: 公司公告

图表 42: 公司 ROE 杜邦拆分



来源: Wind。注: 右轴为资产周转率、权益乘数

图表 43: 公司收入拆分表

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
工程承包和成套设备						
收入 (百万元)	5271.29	8157.32	8965.45	10579.23	13329.83	16528.98
增速%	12.95%	54.75%	9.91%	18.00%	26.00%	24.00%
成本 (百万元)	4523.15	6787.77	7395.36	8749.02	11037.10	13702.53
毛利率%	14.19%	16.79%	17.51%	17.30%	17.20%	17.10%
国内外贸易						
收入 (百万元)	1892.51	1991.27	261.01	313.21	375.85	451.02
增速%	401.46%	5.22%	-86.89%	20.00%	20.00%	20.00%
成本 (百万元)	1733.14	1908.47	227.07	272.49	326.99	392.39
毛利率%	8.42%	4.16%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
其他业务						
收入 (百万元)	11.36	5.83	9.27	12.05	15.66	20.36
增速%	-9.27%	-48.66%	58.83%	30.00%	30.00%	30.00%
成本 (百万元)	1.22	0.80	0.84	1.20	1.57	2.04
毛利率%	89.28%	86.36%	90.95%	90.00%	90.00%	90.00%

来源: Wind, 瑞银证券估算

损益表

图表 44: 公司损益表 (单位: 百万元)

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,057	7,175	10,154	9,236	10,904	13,721	17,000
营业成本	4,198	6,258	8,697	7,623	9,023	11,366	14,097
销售费用	151	227	270	291	360	439	544
管理费用	126	150	275	322	387	467	570
财务费用	(26)	25	(71)	(19)	(48)	(42)	(48)
投资收益	24	63	27	(35)	0	0	0
营业税金及其他	141	2	155	94	122	144	173
营业利润	463	577	856	887	1,061	1,348	1,664
营业外净收入	0	0	(3)	(27)	0	0	0
利润总额	463	577	853	860	1,061	1,348	1,664
所得税	97	108	177	151	180	229	283
净利润	366	469	676	709	881	1,119	1,382
少数股东损益	3	6	41	(10)	0	0	0
归属于母公司净利润	364	463	635	718	881	1,119	1,382
全面摊薄 EPS (元)	0.47	0.60	0.82	0.94	1.14	1.45	1.79
扣非 EPS (元)	0.46	0.53	0.80	1.01	1.14	1.45	1.79

来源: Wind, 瑞银证券估算。全面摊薄 EPS 基于本地 GAAP。历史 EPS 数据已根据最新股本数调整, 和公告数据有所不同。

资产负债表

图表 45: 公司资产负债表 (单位: 百万元)

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,687	7,302	8,702	8,053	9,510	11,966	14,849
应收款项	1,857	3,067	4,054	3,655	4,497	5,567	6,839
存货	537	924	2,316	1,982	2,439	3,072	3,810
其他流动资产	0	0	1	72	72	72	72
金融资产	401	65	90	127	127	127	127
长期股权投资	37	9	135	271	271	271	271
投资性房地产	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	359	372	1,259	1,250	1,151	1,049	942
在建工程	5	0	96	112	162	212	262
其他非流动资产	187	182	543	982	966	950	935
总资产	5,070	11,922	17,199	16,503	19,193	23,282	28,102
短期借款	7	271	1,043	576	564	564	564
经营性应付款项	1,722	2,459	4,755	5,734	0	0	0
预收款项	989	6,422	6,075	4,455	0	0	0
其他流动负债	38	38	207	196	226	284	352
长期借款	59	53	142	43	43	43	43
其他非流动负债	16	27	170	168	168	168	168
负债合计	2,892	9,354	12,460	11,288	13,176	16,366	20,084
股本	339	441	637	637	774	774	774
盈余公积	232	272	335	407	495	607	745
未分配利润	935	1,240	1,526	1,981	2,460	3,247	4,210
归属于母公司所有者权益合计	2,134	2,518	4,239	4,682	5,484	6,383	7,484
少数股东权益	44	50	499	533	533	533	533
股东权益合计	2,178	2,568	4,739	5,215	6,017	6,916	8,018

来源: Wind, 瑞银证券估算

现金流量表

图表 46: 公司现金流量表 (单位: 百万元)

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	366	469	676	709	881	1,119	1,382
资产减值准备	150	(8)	146	88	114	133	160
折旧摊销	32	35	113	181	220	223	227
财务费用	14	33	48	84	(48)	(42)	(48)
存货的减少	177	(387)	(1,392)	334	(456)	(633)	(738)
经营性应收项目的减少	(1,319)	(791)	(1,419)	597	(956)	(1,203)	(1,432)
经营性应付项目的增加	724	5,837	2,786	(1,047)	1,900	3,190	3,719
其它	(36)	(62)	(45)	51	(0)	0	0
经营活动产生的现金流量净额	109	5,127	913	968	1,653	2,787	3,269
收回投资所收到的现金	1,040	10,102	18	2,771	0	0	0
购置资产支付现金	54	77	144	164	155	155	155
投资所支付的现金	1,136	9,701	103	3,293	(2)	(2)	(2)
其他	0	0	766	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(128)	388	(977)	(635)	(153)	(153)	(153)
吸收投资收到的现金	21	0	1,378	9	0	0	0
取得借款收到的现金	60	209	1,277	1,079	564	564	564
偿还债务支付的现金	85	59	922	1,663	576	564	564
利息股利支付的现金	84	126	194	221	129	178	232
其他	33	(25)	(1,025)	988	99	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	(56)	(1)	513	192	(42)	(178)	(232)

来源: Wind, 瑞银证券估算

估值

目标价推导

我们首次覆盖中工国际, 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.14、1.45 和 1.79 元, CAGR 为 25.31%。在充分考虑公司“方案解决+分包管理”服务商独特经营定位前提下, 参考建筑工程行业可比公司估值及 PEG 水平, 我们给予公司 2014 年 19 倍 PE, 得到目标价 21.66 元, 对应 2014-2016 年 PE 分别为 19/15/12 倍。我们认为公司是典型以轻资产高效运营的海外工程服务商, 随着新一届政府对企业走出去战略扶持力度加大, 公司未来新签及生效订单有望出现快速增长, 而“三相联动”战略也有利于公司依托投资项目不断切入新型工程领域, 带动业绩持续稳定提升, 建议买入。

估值比较

从近 3 年公司动态 PE 变化趋势来看, 公司股价基本在 17-28 倍 PE 区间运行, 估值中枢约为 22 倍左右。但在最近一年, 由于受到新签/生效订单增速放缓以及定向增发锁定期满解禁等因素影响, 公司股价出现较为明显调整, 根据我们盈利预测, 目前股价对应 2014 年 PE 约为 14 倍, 对应 2015 年股价仅为 11 倍, 不仅远低于估值中枢, 也处于 2010 年以来估值底部区域。我们认为在发展中国家对基础设施建设仍保持旺盛需求的背景下, 随着本届政府在政

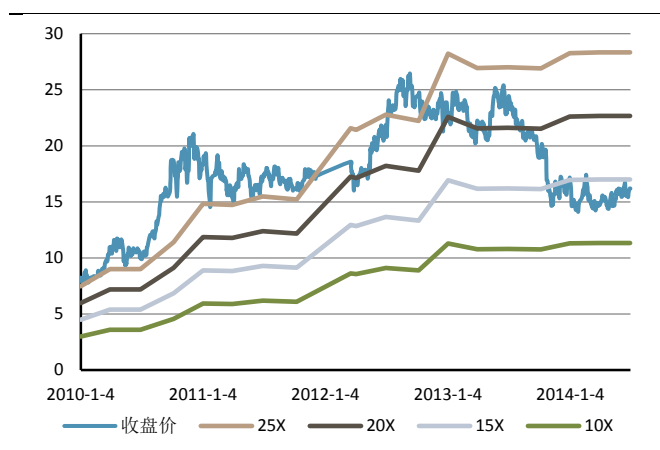
策审批、税收优惠、金融信贷等方面加大鼓励国内企业“走出去”，未来公司新签/生效订单将有望逐步回升，这将有望拉动公司估值回归正常区间。

图表 47: 可比公司估值比较表

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)				净利润增长率		市盈率				市销率
		7/8/2014	2013	2014E	2015E	2016E	2014-2016	2013	2014E	2015E	2016E	2013		
300284.SZ	苏交科	9.49	0.39	0.51	0.66	0.81	25.27%	24.33	18.61	14.38	11.72	2.80		
002116.SZ	中国海诚	10.8	0.52	0.66	0.83	1.03	25.36%	20.77	16.36	13.01	10.49	0.58		
002586.SZ	围海股份	12.01	0.32	0.41	0.57	0.72	32.52%	37.53	29.29	21.07	16.68	2.70		
600970.SH	中材国际	6.95	0.08	0.98	1.13	1.15	8.33%	86.88	7.09	6.15	6.04	0.37		
	平均						22.87%	42.38	17.84	13.65	11.23	1.61		
002051.SZ	中工国际	16.42	0.94	1.14	1.45	1.79	25.31%	17.47	14.40	11.32	9.17	1.38		

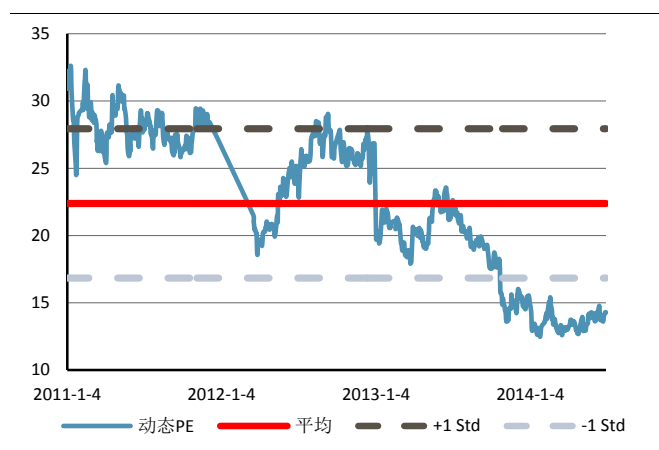
来源: Wind, 瑞银证券估算。其中除中工国际为瑞银证券估算外, 其余均采用市场一致预期, 股价及市场预期均为 2014 年 7 月 8 日数据。中工国际 EPS 基于本地会计准则。

图表 48: 公司历史动态 PE-Band (单位: 元)



来源: Wind (采用市场一致预期)

图表 49: 目前估值处于历史底部区域



来源: Wind (采用市场一致预期)

公司背景

公司是经中华人民共和国商务部批准, 由国内著名外贸公司、设计院、机械制造商和施工单位共同发起设立的股份有限公司。主营业务是国际工程总承包, 公司具有丰富的国际工程总承包管理经验, 已完成了数十个大型交钥匙工程和成套设备进出口项目。业务范围涉及东南亚、南亚、中亚、中东、非洲、南美洲及加勒比地区诸国, 业务领域涉及交通运输、市政建设、水利工程、电力工程、建筑材料、食品加工、轻工纺织、电信、石油化工、农业机械与工程设备等领域, 已完成项目获得了所在国家业主的广泛认可和好评。

中工国际 (002051.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	7,175	10,154	9,236	10,904	18.1	13,721	25.8	17,000	20,733	24,882
毛利	918	1,457	1,612	1,882	16.7	2,356	25.2	2,903	3,522	4,229
息税折旧摊销前利润(UBS)	574	872	1,085	1,232	13.6	1,530	24.1	1,844	2,218	2,612
折旧和摊销	(35)	(113)	(181)	(220)	21.5	(223)	1.7	(227)	(231)	(235)
息税前利润(UBS)	538	758	905	1,013	12.0	1,306	29.0	1,617	1,987	2,377
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(25)	71	19	48	150.6	42	-12.4	48	60	28
例外项目(包括商誉)	63	25	(63)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	577	853	860	1,061	23.3	1,348	27.1	1,664	2,047	2,405
税项	(108)	(177)	(151)	(180)	-19.1	(229)	-27.1	(283)	(348)	(409)
税后利润	469	676	709	881	24.2	1,119	27.1	1,382	1,699	1,997
优先股股息及少数股权	(6)	(41)	10	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	463	635	718	881	22.6	1,119	27.1	1,382	1,699	1,997
净利润(UBS)	413	616	771	881	14.2	1,119	27.1	1,382	1,699	1,997
税率(%)	18.6	20.8	17.6	17.0	-3.5	17.0	0.0	17.0	17.0	17.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.60	0.90	1.01	1.14	12.8	1.45	27.1	1.79	2.20	2.58
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.67	0.92	0.94	1.14	21.1	1.45	27.1	1.79	2.20	2.58
每股收益(UBS, 基本)	0.60	0.90	1.01	1.14	12.8	1.45	27.1	1.79	2.20	2.58
每股股息净值(Rmb)	0.22	0.28	0.25	0.23	-8.4	0.28	24.2	0.36	0.45	0.55
每股账面价值	3.66	5.54	6.12	7.09	15.8	8.25	16.4	9.67	11.42	13.45
平均股数(稀释后)	687.50	687.50	764.64	773.74	1.2	773.74	0.0	773.74	773.74	773.74
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	7,302	8,702	8,053	9,510	18.1	11,966	25.8	14,849	18,343	22,140
其他流动资产	3,991	6,373	5,709	7,005	22.7	8,707	24.3	10,716	12,892	15,433
流动资产总额	11,294	15,075	13,761	16,516	20.0	20,673	25.2	25,565	31,234	37,573
有形固定资产净值	372	1,356	1,362	1,314	-3.6	1,261	-4.0	1,204	1,144	1,079
无形固定资产净值	133	464	553	539	-2.5	525	-2.6	511	497	483
投资/其他资产	123	305	827	825	-0.3	823	-0.2	821	820	819
总资产	11,922	17,199	16,503	19,193	16.3	23,282	21.3	28,102	33,695	39,954
应付账款和其他短期负债	9,002	11,105	10,502	12,401	18.1	15,591	25.7	19,310	23,549	28,236
短期债务	271	1,043	576	564	-1.97	564	0.00	564	564	564
流动负债总额	9,273	12,148	11,077	12,966	17.0	16,156	24.6	19,874	24,114	28,800
长期债务	53	142	43	43	0.0	43	0.0	43	43	43
其它长期负债	27	170	168	168	0.0	168	0.0	168	168	168
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	9,354	12,460	11,288	13,176	16.7	16,366	24.2	20,084	24,324	29,011
普通股股东权益	2,518	4,239	4,682	5,484	17.1	6,383	16.4	7,484	8,838	10,410
少数股东权益	50	499	533	533	0.0	533	0.0	533	533	533
负债和权益总计	11,922	17,199	16,503	19,193	16.3	23,282	21.3	28,102	33,695	39,954
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	463	635	718	881	22.6	1,119	27.1	1,382	1,699	1,997
折旧和摊销	35	113	181	220	21.5	223	1.7	227	231	235
营运资本变动净值	4,659	(26)	(116)	488	-	1,354	177.6	1,548	1,901	1,941
其他营业性现金流	(31)	191	185	66	-64.7	91	39.3	112	101	175
经营性现金流	5,127	913	968	1,653	70.7	2,787	68.6	3,269	3,932	4,347
有形资本支出	(76)	(140)	(156)	(155)	0.4	(155)	0.0	(155)	(155)	(155)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	464	(836)	(479)	2	-	2	-	2	2	2
投资性现金流	388	(977)	(635)	(153)	75.8	(153)	0.0	(153)	(153)	(153)
已付股息	(119)	(154)	(191)	(191)	0.0	(177)	7.3	(220)	(280)	(345)
股份发行/回购	0	1,378	9	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(140)	(1,571)	941	161	-82.93	(1)	-	(12)	(6)	(51)
债务及优先股变化	258	860	(567)	(11)	97.99	0	-	0	0	0
融资性现金流	(1)	513	192	(42)	-	(178)	-325.1	(232)	(285)	(396)
现金流量中现金的增加/(减少)	5,514	450	525	1,458	177.7	2,456	68.4	2,883	3,493	3,797
外汇/非现金项目	102	949	(1,174)	0	100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	5,616	1,399	(649)	1,458	-	2,456	68.4	2,883	3,493	3,797

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中工国际 (002051.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	26.3	23.5	22.8	14.1	11.1	9.0	7.3	6.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	29.5	24.3	21.3	14.1	11.1	9.0	7.3	6.2
股价/每股现金收益	27.2	20.5	17.2	11.3	9.3	7.7	6.4	5.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	41.4	5.2	5.0	12.2	21.4	25.3	30.7	34.1
净股息收益率(%)	1.3	1.3	1.2	1.4	1.8	2.2	2.8	3.4
市净率	4.8	3.9	3.5	2.3	1.9	1.7	1.4	1.2
企业价值/营业收入(核心)	0.7	0.8	1.0	0.4	0.1	NM	NM	NM
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.2	9.1	8.8	3.2	1.0	-0.8	-2.2	-3.3
企业价值/息税前利润(核心)	9.8	10.5	10.5	3.9	1.1	NM	NM	NM
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.0	9.5	9.0	3.2	0.9	NM	NM	NM
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	0.3	0.7	0.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	12,197	14,959	16,406	12,288	12,288	12,288	12,288	12,288
净债务 (现金)	(6,977)	(7,517)	(7,434)	(8,904)	(11,359)	(14,243)	(17,736)	(21,533)
少数股东权益	50	499	533	533	533	533	533	533
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	5,270	7,942	9,505	3,918	1,462	(1,421)	(4,915)	(8,712)
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	5,270	7,942	9,505	3,918	1,462	(1,421)	(4,915)	(8,712)
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	41.9	41.5	-9.0	18.1	25.8	23.9	22.0	20.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	24.9	51.9	24.5	13.6	24.1	20.5	20.3	17.8
息税前利润(UBS)	26.0	40.8	19.3	12.0	29.0	23.8	22.9	19.6
每股收益(UBS 稀释后)	16.0	49.1	12.7	12.8	27.1	23.5	23.0	17.5
每股股息净值	30.0	23.9	-10.1	-8.4	24.2	27.1	23.5	23.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	12.8	14.4	17.5	17.3	17.2	17.1	17.0	17.0
息税折旧摊销前利润率	8.0	8.6	11.8	11.3	11.1	10.8	10.7	10.5
息税前利润率	7.5	7.5	9.8	9.3	9.5	9.5	9.6	9.6
净利 (UBS) 率	5.8	6.1	8.4	8.1	8.2	8.1	8.2	8.0
ROIC (EBIT)	(27.9)	(20.7)	(34.0)	(36.8)	(33.8)	(29.2)	(26.5)	(24.6)
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	17.8	18.2	17.3	17.3	18.9	19.9	20.8	20.7
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(12.2)	(8.6)	(6.9)	(7.2)	(7.4)	(7.7)	(8.0)	(8.2)
净债务/总权益 %	(271.7)	(158.6)	(142.6)	(148.0)	(164.2)	(177.6)	(189.3)	(196.8)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	NM	(94.6)	(78.2)	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/折旧 %	NM	139.9	94.2	76.2	74.7	73.2	71.8	70.5
资本支出/营业收入(%)	1.1	1.4	1.7	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6
息税前利润/净利息	21.7	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.7	3.2	4.0	5.0	5.1	4.9	4.9	4.7
股息支付率 (UBS) %	37.4	31.1	24.8	20.1	19.7	20.3	20.3	21.3
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	7,175	10,154	9,236	10,904	13,721	17,000	20,733	24,882
总计	7,175	10,154	9,236	10,904	13,721	17,000	20,733	24,882
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	538	758	905	1,013	1,306	1,617	1,987	2,377
总计	538	758	905	1,013	1,306	1,617	1,987	2,377

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+34.8%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+36.2%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+27.0%

风险声明

公司收入主要来自海外工程项目，对国家政策依赖性较大，若后期政府扶持政策落地放缓，将影响公司海外新签订单增速。未来海外项目工程若出现重大质量问题，也将伤害公司海外声誉，妨碍后期新项目签订。此外所在国地缘政治及战争因素的出现将影响公司项目进度甚至引发项目停工。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：于洋

涉及报告中提及的公司的披露

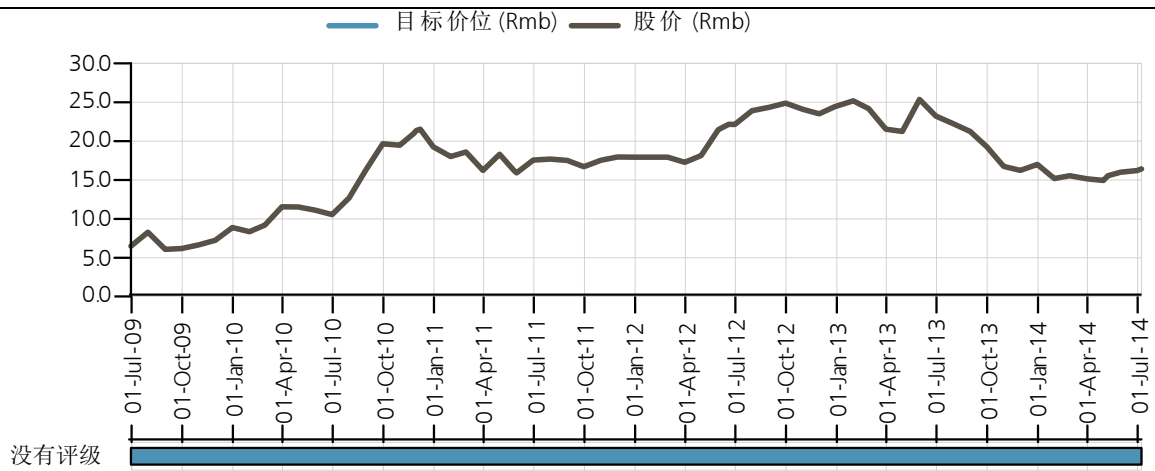
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中工国际	002051.SZ	未予评级	不适用	Rmb16.42	2014 年 07 月 08 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中工国际 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 7 月 8 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的特牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte. Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India)400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

