

业绩稳中有升，订单生效加速

核心观点：

- **业绩增速平稳，订单加速落地充足保证未来业绩增长。**公司 8 月 21 日发布 14 年半年报：14H1 实现营收 40.95 亿、归属上市公司净利 4.24 亿，分别同比增长 6.43%、22.74%，实现每股收益 0.55 元，同增 22.22%，基本符合我们预期。报告期内，公司新生效项目金额 8.80 亿美元，已超过 13 年全年生效合同 7.79 亿美元；实现新签合同 8.12 亿美元，在手合同余额累计为 67.24 亿美元。14 年 H1 生效订单同比增长 47.90%，合同加速落地，加上最近一周公告新签玻利维亚 0.56 亿美元西库尼大坝建设项目与乌兹别克 4.4 亿美元 PVC 生产综合体建设项目合同，我们判断公司新签与生效订单增速将保持趋势向上态势，公司在手订单与 13 年收入比约 4.5 倍，已奠定未来三年业绩成长基础。
- **管理机制改革提升经营效率，盈利能力逐步改善。**公司 14H1 实现综合毛利率 17.97%、净利率 9.97%，分别同比提高 2.03pct、0.81pct。我们判断主要由于公司深入落实项目管理体系使盈利能力逐步提升。报告期销售费用率有所提高，同比提高 0.39pct。公司管理费用率同比降低 0.88pct 至 2.98%，财务费用率降低 2.51pct 至 -2.37%，主要是由于报告期内人民币贬值使公司汇兑收益增加所致。同期资产减值损失率增加至 2.06%，同增 2.58pct，主要是上年同期收回大额应收账款所致。
- **应收账款增长较快，收现比下降，盈利质量有所降低。**公司 14H1 实现经营现金流净额 -2.51 亿元，同比降低 125.26%，原因为报告期内支付的工程款较多。报告期末应收账款 32 亿元，同比增长 25.89%，高于同期收入增速，收现比为 76.85%，比去年同期降低 20.05pct，盈利质量有所降低。我们判断公司业务规模的不断增长以及业务领域的延伸使项目回款条件有所降低，随着公司在新区的项目业绩积累与管控能力的提升，项目与盈利质量有望提升。
- **新领域延伸与海外扩张推进全产业链布局，股权激励揭业绩增长底线。**(1) 公司近年订单区域分布更为广泛，委内瑞拉以外的合同逐渐增多，分处非洲、拉美、南亚等地。从签约项目细分行业看，除工农业、水务、电力、交通等传统业务，建材、基建项目增多，显示公司的渠道扩张速度加快，拿单能力明显提升。(2) 公司布局业务转型，近年不断进行海外投资，并于 6 月在上海自贸区设立贸易子公司，同月中白工业园区开工建设，EPC 工程、海外投资与贸易三相联动逐步落实。(3) 公司通过收并购不断扩展新业务领域，公司于 11 年收购加拿大普康控股 60% 股权，13 年 12 月收购北京沃特尔水技术 50% 股权，分别通过上述平台介入矿业工程和水务工程。(4) 公司 14 年股票激励草案于 3 月底获国资委正式批复，覆盖公司中高层管理人员和核心骨干人员共 252 人，覆盖面较广。方案要求 2014-17 年 4 年净利润复合增长达到 19%。
- **盈利预测和估值：**基于公司战略规划和近期的在手订单情况，我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 为 1.15/1.44/1.77 元，未来 3 年 CAGR23.49%，根据行业可比估值及公司成长性，给予 14 年 20 倍 PE，目标价 23.0 元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**行业政策风险、应收账款风险、海外扩张风险等。

中工国际 (002051.SZ)

推荐 维持评级

目标价：23.0 元

分析师

鲍荣富

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

傅盈

☎：021-20252602

✉：fuying@chinastock.com.cn

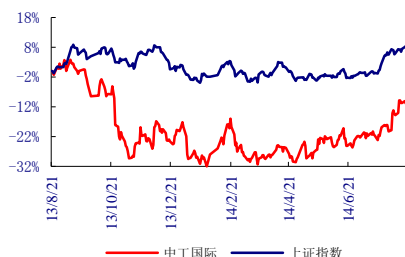
执业证书编号：S0130514050008

市场数据

时间 2014.08.21

A 股收盘价(元)	18.63
A 股一年内最高价(元)	26.45
A 股一年内最低价(元)	13.99
上证指数	2230.46
市净率	3.11
总股本(万股)	77373.88
实际流通 A 股(万股)	76414.59
限售的流通 A 股(万股)	959.30
流通 A 股市值(亿元)	144.15

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《公司跟踪点评报告—合同落地加速，股权激励奠定长期增长基础》

2014/7/5

《建筑工程行业专题报告之三一工程咨询子行业：行业整合渐破局，外延拓展创价值》

2014/6/30


财务指标:

主要经营指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	9236	10446	12347	14705
增长率(%)	-9	13	18	19
归母净利润(百万)	718	877	1100	1353
增长率(%)	13	22	25	23
每股收益	0.94	1.15	1.44	1.77
市盈率	19.8	16.2	12.9	10.5

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 1: 中工国际近两年生效与新签重大合同情况

合同	签订时间	生效时间	项目名称	合同金额	合同金额	合同执行期
				(万美元)	(万元)	(月)
2013年新签		合计		127300	782895	—
	2014.5.9		赞比亚粮仓建设项目商务合同	9990	61439	30
	2014.5.20		俄罗斯水泥厂改造项目商务合同	17541	107877	36
	2014.5.22		尼泊尔博卡拉机场项目商务合同	24855	152858	48
2014年新签	2014.7.2		厄瓜多尔基多市埃斯梅拉达斯医院项目商务合同	5160	32009	18
	2014.8.1		几内亚科纳克里自治港东区扩建项目商务合同	85300	526500	36
	2014.8.15		玻利维亚米西库尼大坝建设项目商务合同	5644	34697	16
	2014.8.19		乌兹别克 PVC 生产综合体建设项目商务合同	43,980	270477	36
		合计		192470	1185857	—
2013年生效		合计		77900	479085	—
	2012.9.25	2014.2.27	孟加拉帕德玛水厂项目商务合同	28956	178077	42
2014年生效	2011.4.15	2014.4.30	赞比亚穆巴拉-纳孔德公路建设项目	18000	110700	36
	2013.10.2	2014.5.12	玻利维亚蒙特罗-布洛布洛铁路建设项目	10376	63812	24.33
		合计		57332	352589	—



资产负债表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	13761	16277	19530	23365
现金	8053	9390	11375	13659
应收账款	2404	2987	3601	4290
其它应收款	118	162	191	228
预付账款	1119	1354	1571	1878
存货	1982	2303	2708	3223
其他	85	81	84	87
非流动资产	2742	2381	2373	2374
长期投资	198	192	192	192
固定资产	1250	1191	1088	967
无形资产	244	341	450	571
其他	1050	657	643	644
资产总计	16503	18658	21903	25738
流动负债	11077	12460	14771	17422
短期借款	564	649	774	820
应付账款	5734	6006	7318	8607
其他	4779	5805	6678	7995
非流动负债	210	209	208	209
长期借款	43	43	43	43
其他	168	166	166	166
负债合计	11288	12669	14979	17630
少数股东权益	533	523	510	493
股本	637	765	765	765
资本公积	1755	1755	1755	1755
留存收益	2388	2946	3894	5094
归属母公司股东权益	4682	5467	6414	7615
负债和股东权益	16503	18658	21903	25738

现金流量表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	968	1327	1899	2228
净利润	709	867	1087	1337
折旧摊销	181	145	151	155
财务费用	-19	-207	-247	-302
投资损失	35	0	0	0
营运资金变动	-116	22	799	928
其它	179	499	108	110
投资活动现金流	-635	-90	-136	-142
资本支出	164	0	0	0
长期投资	-521	-25	7	-2
其他	-993	-115	-129	-144
筹资活动现金流	192	101	222	198
短期借款	-404	85	125	46
长期借款	-100	0	0	0
普通股增加	0	127	0	0
资本公积增加	-11	0	0	0
其他	706	-111	97	152
现金净增加额	469	1338	1985	2284

资料来源：银河证券研究所，单位：百万元

利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	9236	10446	12347	14705
营业成本	7623	8785	10359	12315
营业税金及附加	7	8	10	12
营业费用	291	328	385	459
管理费用	322	360	407	485
财务费用	-19	-207	-247	-302
资产减值损失	88	107	101	103
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	-35	0	0	0
营业利润	887	1063	1332	1633
营业外收入	4	5	6	7
营业外支出	31	18	20	21
利润总额	860	1051	1317	1619
所得税	151	184	230	282
净利润	709	867	1087	1337
少数股东损益	-10	-11	-13	-16
归属母公司净利润	718.48	877.18	1100.49	1353.19
EBITDA	1048	1002	1235	1486
EPS (元)	0.94	1.15	1.44	1.77

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-9.05%	13.10%	18.20%	19.10%
营业利润	3.6%	19.9%	25.2%	22.6%
归属于母公司净利润	13.15%	22.09%	25.46%	22.96%
获利能力				
毛利率	17.5%	15.9%	16.1%	16.3%
净利率	7.8%	8.4%	8.9%	9.2%
ROE	15.3%	16.0%	17.2%	17.8%
ROIC	-25.6%	-24.1%	-23.1%	-22.3%
偿债能力				
资产负债率	68.4%	67.9%	68.4%	68.5%
净负债比率	5.48%	5.55%	5.55%	4.99%
流动比率	1.24	1.31	1.32	1.34
速动比率	1.06	1.12	1.14	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.59	0.61	0.62
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	1.45	1.50	1.55	1.55
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.15	1.44	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	1.73	2.48	2.91
每股净资产(最新摊薄)	6.12	7.15	8.39	9.96
估值比率				
P/E	19.8	16.2	12.9	10.5
P/B	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	7	7	6	5

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。

鲍荣富、傅盈，建筑与工程行业证券分析师。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受到任何形式的补偿。（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）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn