

证券研究报告
(买入, 维持)

中工国际：“走出去”大战略持续升温，“一带一路”方案有望出台；纯海外工程标的集中受益

海通证券建筑工程团队

赵健 SAC执业证书编号：S0850512080002

张显宁 SAC执业证书编号：S0850513070007

2014年11月4日



海通证券股份有限公司
HAITONG SECURITIES CO.,LTD.

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

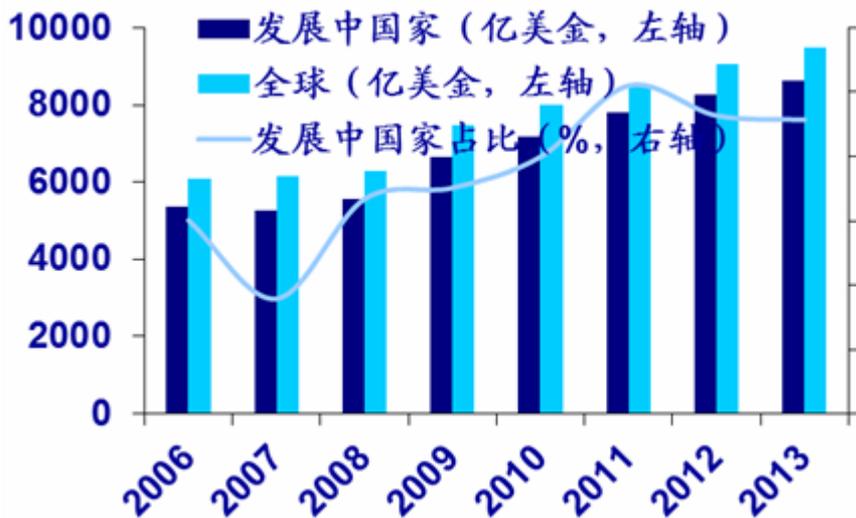
核心观点

- (1) “走出去”大战略持续升温，“一带一路”规划有望出台，中国国际工程公司集中受益；
- (2) 中工国际海外业务占比最高，基本面强劲向上，后续大订单有望持续落地；
- (3) 污水处理等新兴业务蓄势待发，估值水平有望提高；
- (4) 预计14-15年EPS为1.14和1.37元，给予2015年20倍PE，6个月目标价为27.4元，买入评级。

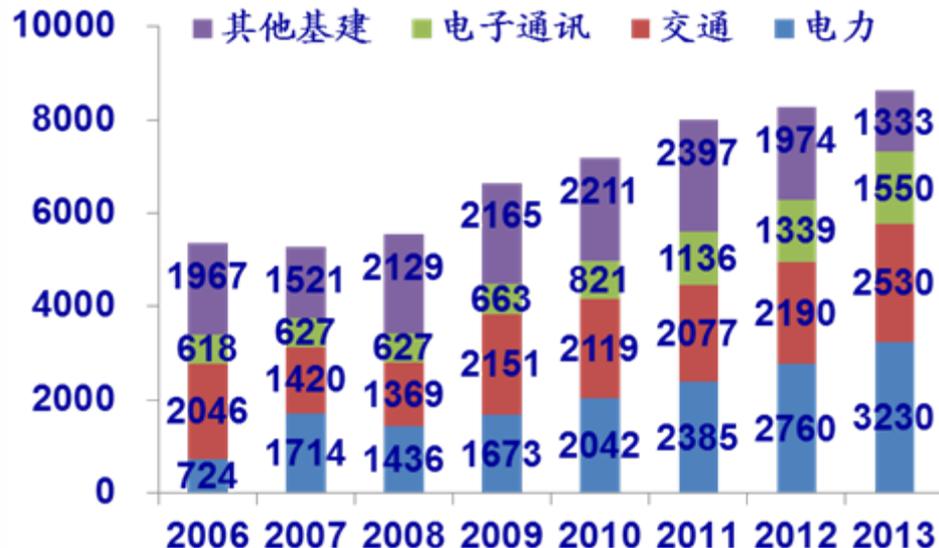
背景：政府支持“走出去”大战略的路线愈发清晰

我们从年初以来持续强调本届政府对“走出去”战略的支持力度明显加大，主席、总理有近一半时间忙于外交，比例显著高于上届政府。除了外交需要以外，更重要的背景在于国内经济下滑和转型压力较大，由于能带动多种物资资料出口，国际工程能够显著带动经济增长，因此也成为维持经济增长的重要抓手。历史上看，任何世界性强国的建立都经过不同类型的海外扩张，经济利益正是核心驱动因素，而中国巨大的外汇储备客观上要求加大对外投资。本届政府并非光说不练，从实施上看，持续加大对海外投资规模（最近又将与巴基斯坦签订超过**300亿美元**基础设施项目合同），近期成立的亚洲基础设施投资银行正是资本输出的一条路径。

全球发展中国家基建订单额



全球发展中国家基建订单额结构 (亿美元)

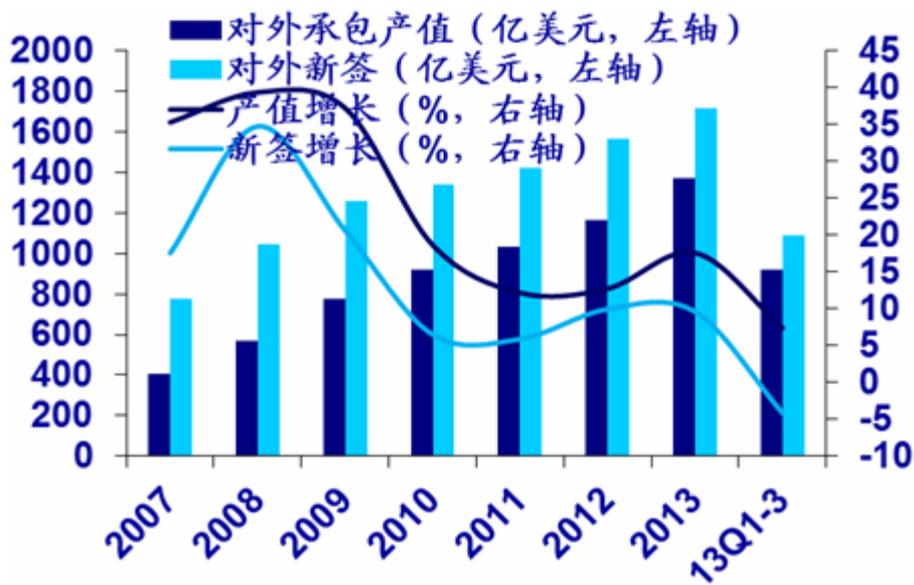


资料来源：Wind

展望：“一带一路”方案有望出台

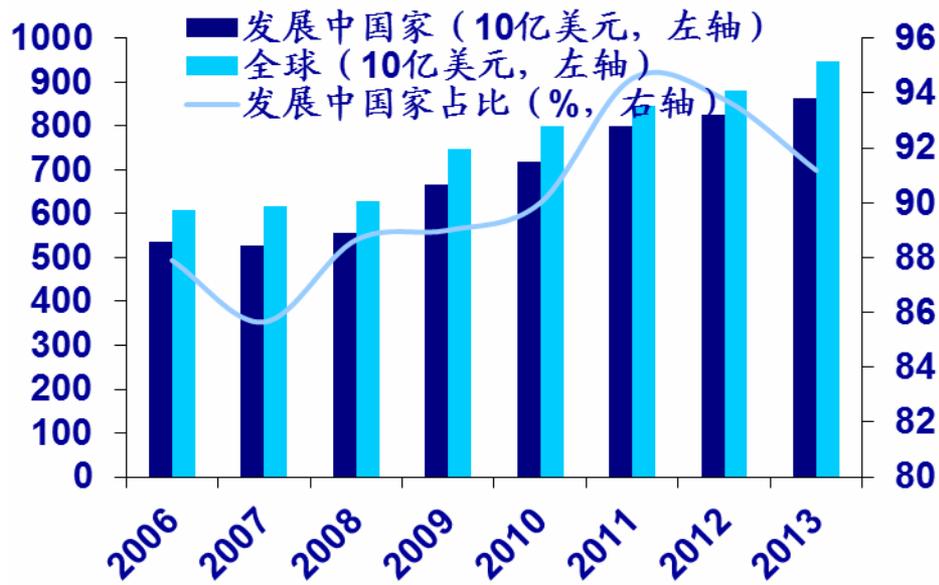
APEC会议于11月5-11日在北京举办，会议主题之一就是加强全方位基础设施与互联互通建设，同时在11月15-16日在澳大利亚布里斯班将举行**G20**领导人会议，有望继续重申全球基础设施投资倡议。我们判断会议上领导人达成的经济合作共识有望加速我国“一带一路”（“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”）方案的出台，方案确定后意味着更多资金支持，海外项目进展有望加速。从区域上看，“一带一路”是我国具备外交优势的市场，其建设将成为我国实施全方位“走出去”战略的重大突破口。东盟国家和中亚地区工业化程度均不高，基础设施落后，基建在构建“一路一带”中处于基础性的地位，中国国际工程公司市场空间巨大。

我国对外工程承包产值和订单



资料来源：Wind

2006-2013年全球及发展国家基建新签合同额



海外业务占比最高，预计未来大订单有望持续

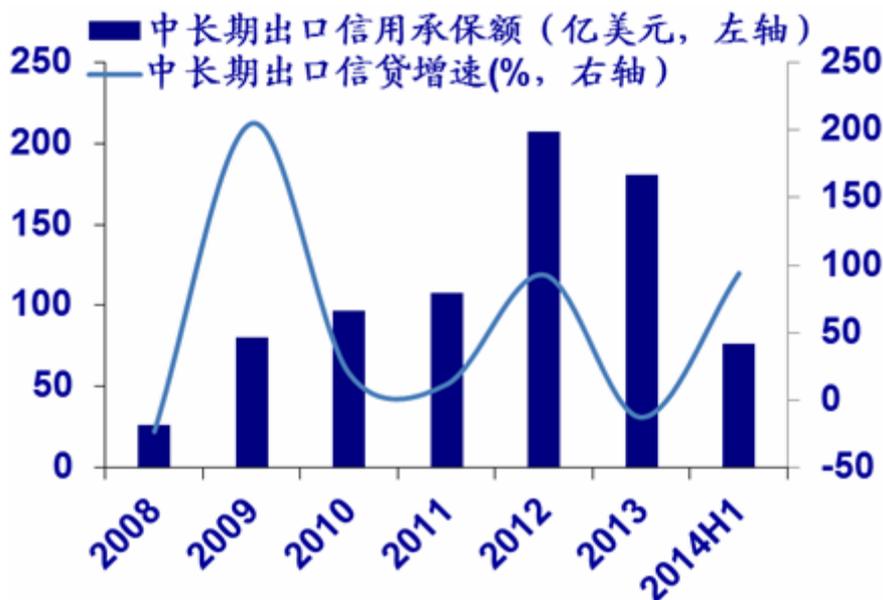
- 中工国际海外业务占比最高，14年上半年占比达**98%**。
- 公司已经在超过半数“一带一路”国家业务布局多年，项目经验丰富，预计未来海外订单有望持续落地。

建筑公司海外业务收入占比 (%)	2010	2011	2012	2013	2014H	所有权性质	业务类型
中工国际	98.04	72.10	81.00	96.65	97.69	央企下属公司	国际工程总包
北方国际	82.52	91.03	91.50	80.42	86.27	央企下属公司	国际工程总包
中材国际	55.98	38.19	41.23	57.60	74.07	央企下属公司	水泥工程
中国电建	25.93	25.42	27.71	25.56	25.55	央企	水利、电力、基建等
江河创建	38.30	27.13	39.45	33.49	22.73	民企	幕墙
葛洲坝	12.42	15.34	19.41	18.91	19.41	央企	基建
中国交建	9.90	10.82	13.02	16.96	16.90	央企	基建
中国化学	17.18	16.72	13.75	15.41	16.35	央企	化学工程、房建
中国中冶	6.81	6.01	4.14	5.85	8.21	央企	冶金工程、基建
东华科技	0.15	1.67	3.17	16.17	7.49	央企下属公司	化学工程
海油工程	6.08	6.54	10.50	6.81	7.18	央企下属公司	石油工程及钢结构制造
精工钢构	5.17	0.69	4.62	10.32	5.86	民企	钢结构
中国建筑	8.34	5.81	6.36	5.68	5.48	央企	房建
中国铁建	4.78	3.76	3.60	3.62	4.39	央企	铁路等
中国中铁	5.02	3.87	4.58	4.00	4.28	央企	铁路等

传统海外工程趋势向上，中工国际主业持续回升

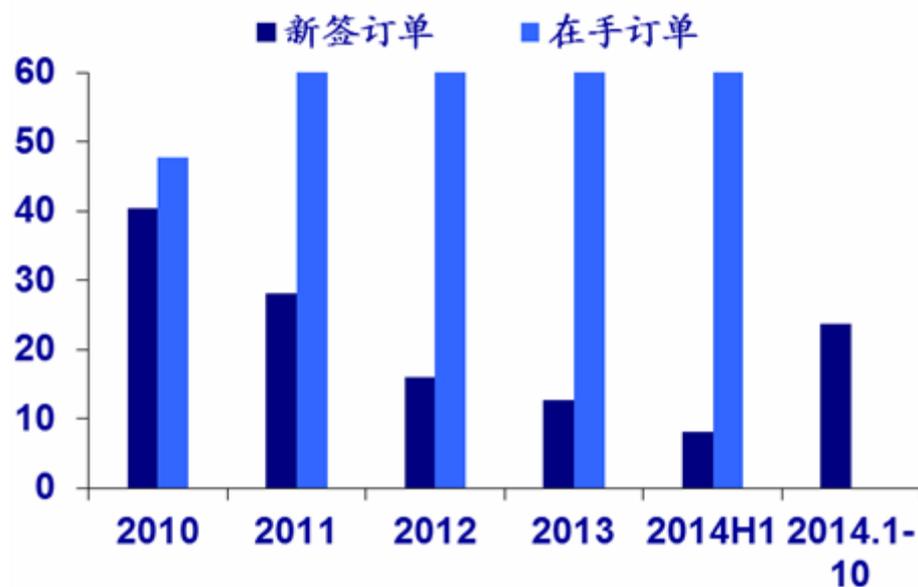
- 宏观：为对冲经济下滑，大力支持“走出去”；
- 中观：上半年中长期出口信用保险承保额同增**94%**；
- 微观：新签**24**亿美元，已超过去年全年**90%**

中长期出口信用承保额



资料来源：Wind

公司新签和在手订单情况 (亿美元)

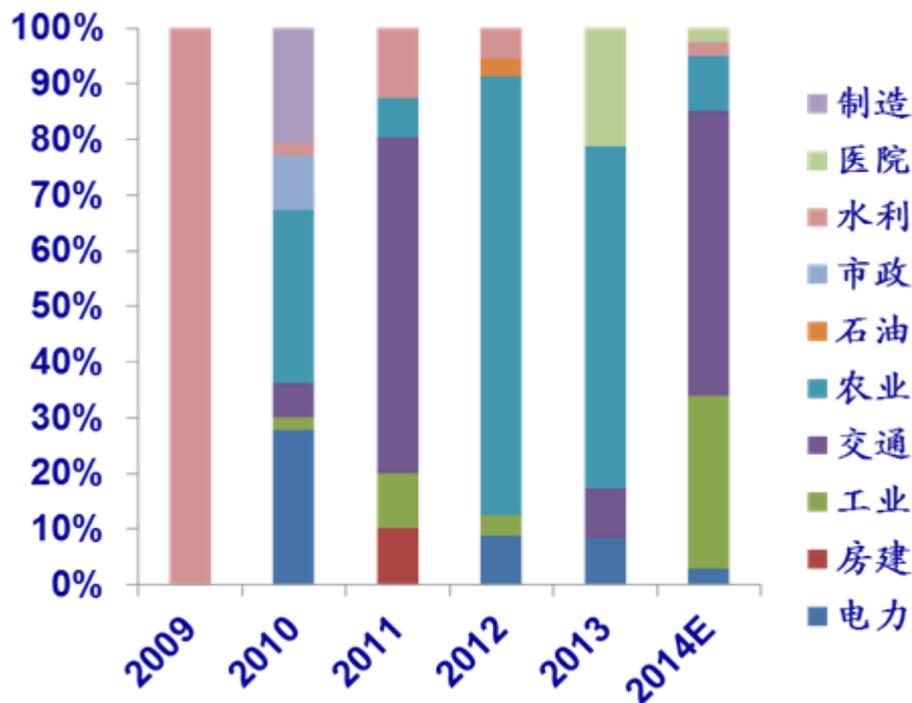


资料来源：公司年报、半年报

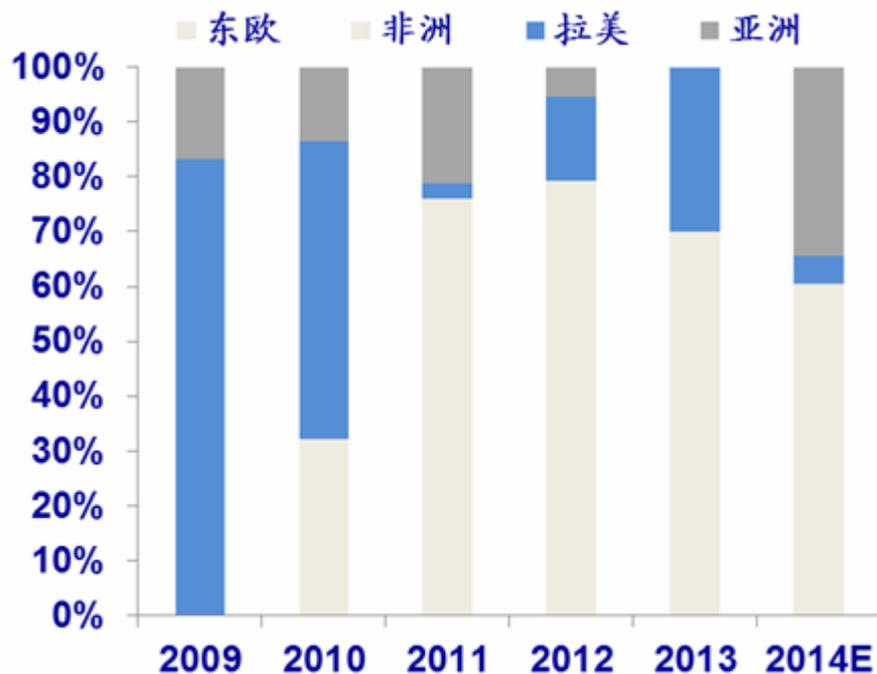
中工国际：区域拓展成效显著，业务结构显著改善

- 对委内瑞拉地区订单依赖程度逐年降低，订单分布更加均匀：亚洲、非洲、东欧（俄罗斯）
- 早年以农业类项目较多，但目前订单类型多样

委内瑞拉地区大订单占比逐年降低



大订单洲际分布

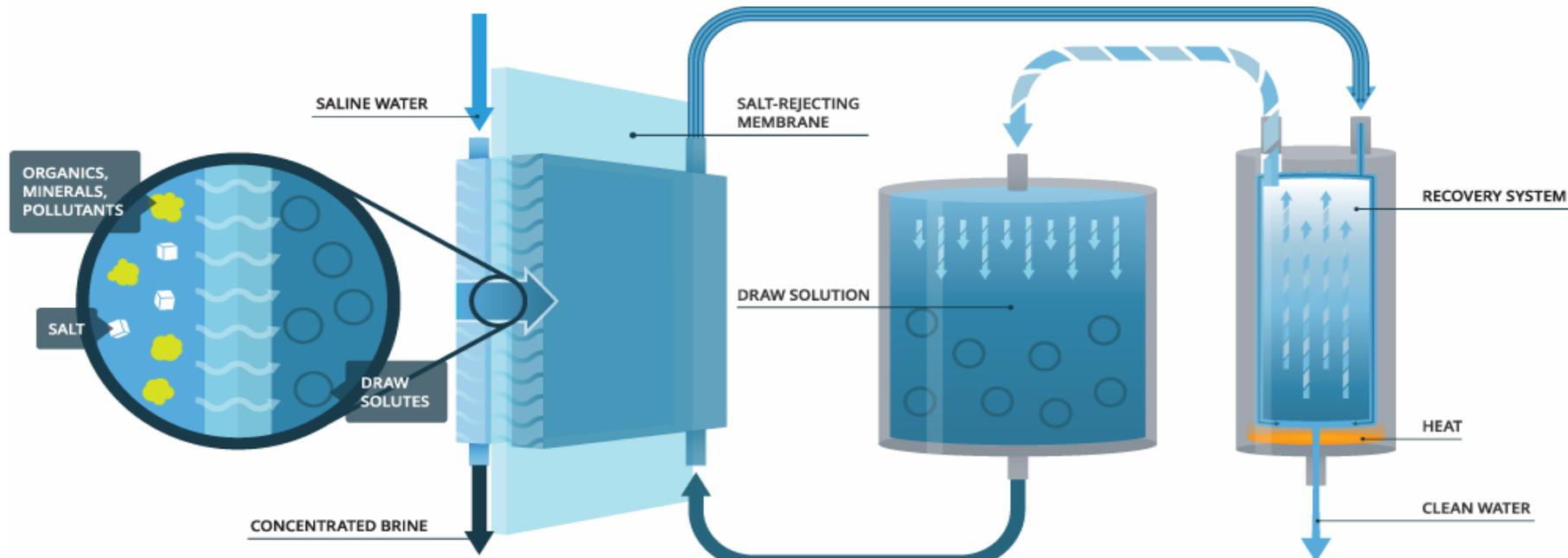


中工国际：污水处理业务有望逐步推广，提升估值水平

沃特尔各项能力都较强，正渗透技术已经有商业化应用，未来随着政策力度的加强，市场前景看好；同时，除正渗透外，其他工业领域污水处理技术能力也很强劲。沃特尔目前正处于从技术领先者向市场领先者转变的过程中，未来2年，借助中工国际和国机集团的支持，收入增长将逐步呈现加速态势。

市场风格逐渐转变，公司行业景气、业绩确定、低估值逐渐得到市场认可。我们预计在国家持续支持“走出去”的大背景下，公司已经步入业绩回升的收获期，维持14-15年eps为1.14和1.37元，维持“买入”评级。

中工国际的正渗透膜技术流程



风险提示:

- 海外经济波动风险
- 政治风险
- 订单执行风险

分析师声明

分析师声明

赵健、张显宁

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

海通证券建筑工程研究团队：

赵健

SAC执业证书编号：S0850512080002

电话：021-23219472

Email: zhaoj@htsec.com

张显宁

SAC执业证书编号：S0850513070007

电话：021-23219813

Email: zxn6700@htsec.com

信息披露和法律声明

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务