

建筑装饰

2014年08月20日

中工国际 (002051)

——撬开千亿美元石化类市场，以更大优势迎接“一带一路”战略红利

报告原因：有信息公布需要点评

买入

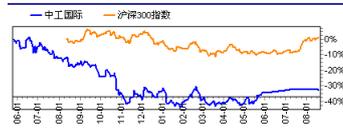
维持

市场数据:	2014年08月19日
收盘价(元)	18.46
一年内最高/最低(元)	26.45/13.99
上证指数/深证成指	2245/8043
市净率	2.4
息率(分红/股价)	1.63
流通A股市值(百万元)	14106

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	7.57
资产负债率%	67.34
总股本/流通A股(百万)	774/764
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《晨会推荐 140813》 2014/08/13
《中工国际(002051)——正渗透技术实现商业化,进军近千亿水处理市场》 2014/08/12

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

研究支持

李杨 A0230114080001
liyong@swsresearch.com

联系人

李杨
(8621)23297818x7201
liyong@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	9,236	-9	718	13	1.13	17.5	15.4	15	6
2014Q1	1,784	17	187	23	0.29	19.1	3.9		
2014E	10,149	9.9	891	24.0	1.15	17.7	15.8	16.2	13.2
2015E	12,438	22.6	1,112	24.8	1.44	17.3	16.5	13.0	10.9
2016E	15,357	23.5	1,334	19.9	1.72	17.0	16.5	10.8	9.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

事件：新签 4.4 亿美元乌兹别克 PVC 生产综合体建设项目大单：该项目位于乌兹别克纳沃伊市西郊，甲方是纳沃伊氮肥股份公司，项目内容为建设聚氯乙烯（PVC）、烧碱和甲醇生产综合体。合同金额为 4.4 亿美元，约合人民币 27.03 亿元，占 13 年收入 29.27%，总工期 36 个月。

● **维持盈利预测，维持“买入”评级：**预计公司 2014/2015 年 EPS 分别为 1.15/1.44 元，对应增速分别为 24%/25%，对应 PE 分别为 16.2X/13.0X。目标价 25 元（对应 14 年 PE 22X），离目前股价还有 35%空间，维持买入评级。

● **我与大众的不同：**（1）**首个石化类大单意义重大，撬开千亿美元石化工程市场。**这是公司签下的第一个石化类大单，为今后继续承接石化类国际工程打下重要基础。根据美国化学理事会的数据，2012 年全球石油及化工企业资本性开支约 6248 亿美元，和 12 年全球基础设施投资额 7385 亿美元相差不远。石化工程是国际工程承包市场第二大的细分领域，ENR 中前 225 家工程承包商的海外收入中，2012 年石化工程有 1198 亿美元，占有类型工程的 23.4%，仅略小于交通运输工程的 25.6%。（2）**石化类工程壁垒高，竞争环境相对宽松。**由于能够在国际市场承接石化类项目的中国企业较少，所以竞争相对没有其它工程领域激烈，石化类工程具有单个项目金额大、技术等进入壁垒高、利润率相对高等特点。

（3）**有利于巩固和扩大公司在中亚独联体的市场份额，以更大优势迎接“丝绸之路经济带”战略红利。**

大项目斩获有利于巩固公司在中亚独联体国家的资信，而中亚五国是“丝绸之路经济带”建设的重点区域，未来可以期待中国与该区域在基建等各种固投上展开诸多合作，而公司在各区域资信的提高将为项目承接带来更大优势，更充分享受“丝绸之路”战略红利。（4）**“国十六条”与“一带一路”、“互联互通”战略红利有望持续带来惊喜。**5 月中旬国务院发布的“关于支持外贸稳定增长的若干意见”将给海外工程承包带来信贷和保险的大力支持。此外本届政府高度重视“一带一路”战略，高度重视与海外诸国在交通上的互联互通，也推动大量海外工程承包的机会。我们相信未来几年国家战略红利将持续释放。（5）**订单趋势不断向上，正渗透技术商业化应用锦上添花。**今年以来公司已经新签合同 21.61 亿美元，较上年全年新签的 12.73 亿美元已经高出 70%，今年以来生效合同 8.8 亿美元，也已高于去年全年生效的 7.79 亿美元。

订单趋势好转的行业因素和公司因素都从今年开始发生变化并有望在未来若干年都持续下去。

● **股价表现的催化剂：**订单新签或生效公告、污水处理技术等投资在效果上有所突破等。**核心假设的风险：**地缘政治动荡导致订单生效或执行放缓（但公司市场已大为分散）等。

● **股价表现的催化剂：**订单新签或生效公告、污水处理技术等投资在效果上有所突破等。**核心假设的风险：**地缘政治动荡导致订单生效或执行放缓（但公司市场已大为分散）等。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1：公司订单趋势明显好转

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	14 至今已公告
新签合同额 (亿美元)	4.3	6.6	40.5	28.11	16	12.7	21.6
生效合同额 (亿美元)						7.8	8.8
工程收入 (约合亿美元)	2.9	5.0	7.4	8.4	13.1	14.5	
工程收入增速		68.4%	49.2%	12.9%	56.1%	10.7%	
在手订单 (亿美元)	13.5	15.1	48.2	67.93	65.05	65.8	
订单收入比	4.6	3.0	6.5	8.1	5.0	4.6	

资料来源：公司公告、申万研究

表 2：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 1.15 元/1.44 元

百万元、元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	7,175	10,154	9,236	10,149	12,438	15,357
二、营业总成本	6,662	9,326	8,312	9,064	11,096	13,743
其中：营业成本	6,258	8,697	7,623	8,352	10,290	12,751
营业税金及附加	10	8	7	8	10	12
销售费用	227	270	291	315	348	430
管理费用	150	275	322	355	399	493
财务费用	25	(71)	(19)	(27)	(26)	(34)
资产减值损失	(8)	146	88	61	75	92
加：公允价值变动收益	0	0	(1)	0	0	0
投资收益	63	27	(35)	12	26	30
三、营业利润	577	856	887	1,096	1,368	1,644
加：营业外收入	1	4	4	0	0	0
减：营业外支出	1	7	31	0	0	0
四、利润总额	577	853	860	1,096	1,368	1,644
减：所得税	108	177	151	184	228	274
五、净利润	469	676	709	912	1,140	1,370
少数股东损益	6	41	(10)	21	28	36
归属于母公司所有者的净利润	463	635	718	891	1,112	1,334
六、基本每股收益	1.05	1.11	1.13	1.15	1.44	1.72
全面摊薄每股收益	0.60	0.82	0.93	1.15	1.44	1.72

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。