

**买入 维持**
**中工国际 (002051)**
**2014年11月5日**

## 再签7亿美元斯里兰卡大订单，“一带一路”龙头标的

**2014年11月4日收盘价：23.12元  
目标价：27.4元**

 建筑工程行业首席分析师：赵健  
 SAC 执业证书编号：S0850512080002  
 zhaoj@htsec.com  
 021-23219472

 建筑工程行业高级分析师：张显宁  
 SAC 执业证书编号：S0850513070007  
 zxn6700@htsec.com  
 021-23219813

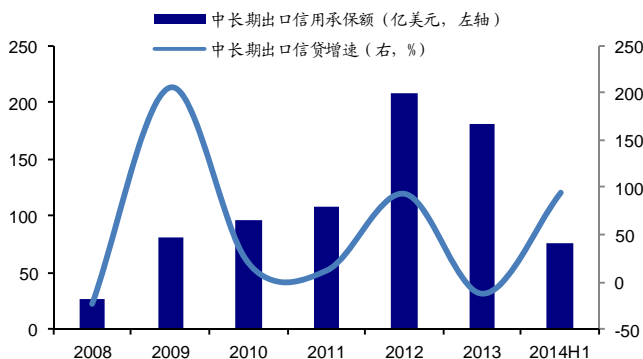
 联系人：金川  
 jc9771@htsec.com  
 021-23219957

**事项：**

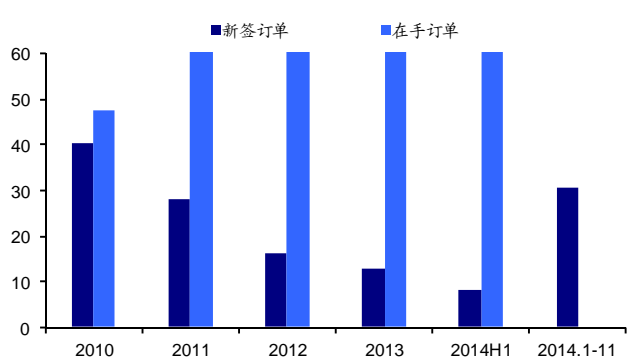
中工国际11月4日晚发布公告，公告计划于11月5日与斯里兰卡灌溉和水资源管理部签署斯里兰卡南部调水项目合同，金额6.9亿美元。

**简要评述：**

- 斯里兰卡是海上丝绸之路的重要一站。**该项目位于斯里兰卡南部省汉班托塔区，内容为新建四座大坝、四条总长度为44公里的输水隧洞和一座20MW的水电站，工作范围包括勘查设计、设备供货、土建施工、安装和调试。合同总工期60个月。**斯里兰卡是印度洋上的明珠，也是海上丝绸之路的重要一站，习主席9月份到访该国，两国签订100亿人民币货币互换协议。**该订单的落地表明“一路一带”逐渐从主题转变为实质性利好。
- 公司海外业务占比98%以上，是“一带一路”龙头标的。**13年公司海外业务收入占比98%，是最纯正的海外工程标的，我们预计后续政策支持力度有望持续落地，海外工程进度加快，公司有望集中受益。
- 传统业务趋势向上明确，后续大单有望持续落地。**宏观：国内经济下滑压力较大，为对冲经济下滑，本届政府大力支持“走出去”；中观：上半年中长期出口信用保险承保额（对应海外工程）同增94%，为近年新高；微观：今年新签已达到31亿美元，是去年全年的2.45倍。总体来看，公司基本面强劲，我们预计后续大单有望持续落地。

**图 1 中长期出口信用承保额**


资料来源：Wind、海通证券研究所

**图 2 14年1-11月新签订单大幅超过13年全年 (亿美元)**


资料来源：2010-2013年公司年半，重大合同公告、海通证券研究所

- 新兴污水处理业务蓄势待发。**我们认为沃特尔各项能力都较强，正渗透技术已经有商业化应用，应用领域也在不断延伸，未来随着政策力度的加强，市场前景看好；同时，公司并非只有正渗透技术，除正渗透外，其他工业领域污水处理

理技术能力也很强劲。我们认为，**沃特爾目前正处于从技术领先者向市场领先者转变的过程中**，借助中工国际和国机集团的帮助，我们**预计下半年收入规模和项目中标将大幅提升。**

**表 1 央企和央企下属建筑公司海外业务收入占比（%）**

	2010	2011	2012	2013	2014H1	所有权性质	业务类型	项目涉及“一带一路”国家
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	埃塞俄比亚、乌兹别克斯坦、尼泊尔、俄罗斯、玻利维亚、斯里兰卡、委内瑞拉、伊朗、老挝
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	伊朗、老挝、俄罗斯、缅甸、埃塞俄比亚
中材国际	55.98	38.19	41.23	57.60	74.07	央企下属公司	水泥工程	尼日利亚、印度尼西亚、马来西亚、安哥拉
中国电建	25.93	25.42	27.71	25.56	25.55	央企	水利、电力、基建等	菲律宾、肯尼亚、新加坡、柬埔寨、老挝、巴基斯坦、埃塞俄比亚、卡塔尔
葛洲坝	12.42	15.34	19.41	18.91	19.41	央企	基建	阿根廷、波黑、巴基斯坦、安哥拉、埃塞俄比亚
中国交建	9.90	10.82	13.02	16.96	16.90	央企	基建	肯尼亚、埃塞俄比亚、哥斯达黎加、塞内加尔、马尔代夫、智利
中国化学	17.18	16.72	13.75	15.41	16.35	央企	化学工程、房建	沙特、孟加拉、印尼、迪拜、土耳其
中国中冶	6.81	6.01	4.14	5.85	8.21	央企	冶金工程、基建	印度、斯里兰卡、越南、马来西亚
东华科技	0.15	1.67	3.17	16.17	7.49	央企下属公司	化学工程	白俄罗斯
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	泰国、印尼、文莱、俄罗斯、缅甸
中国建筑	8.34	5.81	6.36	5.68	5.48	央企	房建	阿尔及利亚、新加坡、阿联酋、越南
中国铁建	4.78	3.76	3.60	3.62	4.39	央企	铁路等	委内瑞拉、印尼
中国中铁	5.02	3.87	4.58	4.00	4.28	央企	铁路等	墨西哥、越南、马来西亚

资料来源：各公司 2010-2013 年报，2014 年半年报，经营合同公告，海通证券研究所整理

5. **盈利预测和估值。**公司近两年在经营层面上也发生了积极变化，市场区域更为分散，业务结构持续拓展，推出股权激励后也更为积极。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。**预计14-15年EPS为1.14和1.37元，给予15年20倍动态市盈率，对应目标价27.4元，维持“买入”投资评级。**
6. **主要风险：**人民币升值；国际政治、经济风险；海外项目管理人员流失风险。

## 报表分析和预测

利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	9235.72	10594.95	12583.3	14686.3	货币资金	8052.53	9034.62	8831.05	11782.01
营业成本	7623.26	8885.25	10518.9	12254.9	存货	1982.25	2221.31	2629.73	2450.97
营业税金及附加	7.13	15.89	12.58	14.69	应收账款	2403.95	2949.63	3853.64	4497.66
营业税率(%)	0.08	0.15	0.10	0.10	其他流动资产	1322.38	1567.29	1893.05	2508.79
销售费用	290.71	323.15	358.62	403.87	<b>流动资产</b>	<b>13761.1</b>	<b>15772.9</b>	<b>17207.5</b>	<b>21239.4</b>
销售费用率(%)	3.15	3.05	2.85	2.75	流动资产占比	0.83	0.85	0.86	0.88
管理费用	322.12	339.04	352.33	440.59	固定资产	1249.86	1318.92	1374.50	1396.37
管理费用率(%)	3.49	3.20	2.80	3.00	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-19.16	-116.17	-130.57	-150.58	无形资产	244.26	244.26	244.26	244.26
财务费用率(%)	-0.21	-1.10	-1.04	-1.03	其他非流动资产	1247.50	1216.62	1185.64	1175.75
期间费用率(%)	<b>6.43</b>	<b>5.15</b>	<b>4.61</b>	<b>4.72</b>	<b>非流动资产</b>	<b>2741.62</b>	<b>2779.80</b>	<b>2804.40</b>	<b>2816.38</b>
资产减值损失	88.00	30.17	104.14	96.73	非流动资产占比	0.17	0.15	0.14	0.12
投资收益	-36.78	25.00	25.00	25.00	<b>资产总计</b>	<b>16502.7</b>	<b>18552.7</b>	<b>20011.9</b>	<b>24055.8</b>
<b>营业利润</b>	<b>886.88</b>	<b>1142.62</b>	<b>1392.27</b>	<b>1651.08</b>	短期借款	564.38	0.00	0.00	0.00
营业外收入	4.45	0.00	3.77	4.41	应付账款	5733.66	5331.15	5785.40	6740.18
营业外支出	31.16	0.00	25.17	22.03	其他流动负债	4779.40	6763.11	6749.61	8625.26
<b>利润总额</b>	<b>860.18</b>	<b>1142.62</b>	<b>1370.88</b>	<b>1633.45</b>	<b>流动负债</b>	<b>11077.4</b>	<b>12094.3</b>	<b>12535.0</b>	<b>15365.4</b>
所得税	151.46	205.67	246.76	294.02	流动负债占比	0.98	0.98	0.98	0.99
所得税率	17.61	18.00	18.00	18.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-9.77	56.22	67.45	80.37	其他长期负债	210.22	210.22	210.22	210.22
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>718.48</b>	<b>880.73</b>	<b>1056.67</b>	<b>1259.07</b>	<b>非流动性负债</b>	<b>210.22</b>	<b>210.22</b>	<b>210.22</b>	<b>210.22</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.93</b>	<b>1.14</b>	<b>1.37</b>	<b>1.63</b>	非流动负债占比	0.02	0.02	0.02	0.01
<b>盈利能力指标(%)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>负债合计</b>	<b>11287.7</b>	<b>12304.5</b>	<b>12745.2</b>	<b>15575.7</b>
毛利率	17.46	16.14	16.41	16.56	股本	637.20	773.74	773.74	773.74
EBITDA Margin	12.54	10.04	10.94	10.96	资本公积	1755.37	1815.62	1815.62	1815.62
EBIT Margin	10.75	9.74	10.66	10.71	留存收益	2387.84	3069.28	4020.29	5153.45
营业利润率	9.60	10.78	11.06	11.24	少数股东权益	533.32	589.54	656.99	737.35
净利率	7.78	8.31	8.40	8.57	<b>股东权益合计</b>	<b>5215.08</b>	<b>6248.18</b>	<b>7266.64</b>	<b>8480.16</b>
ROA	4.26	5.02	5.48	5.71	<b>负债股东权益总计</b>	<b>16502.7</b>	<b>18552.7</b>	<b>20011.9</b>	<b>24055.8</b>
ROE	16.11	17.03	17.23	17.54	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>盈利增长(%)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	净利润	718.48	880.73	1056.67	1259.07
主营收入增长率	-9.05	14.72	18.77	16.71	折旧摊销	165.25	32.35	35.41	37.45
主营利润增长率	10.64	6.03	20.75	17.78	营运资金变动	-116.35	521.38	-1301.56	1652.69
EBITDA 增长率	15.24	-8.10	29.35	16.96	其他	200.87	33.87	6.02	-8.48
EBIT 增长率	9.76	3.94	29.98	17.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>968.25</b>	<b>1468.32</b>	<b>-203.45</b>	<b>2940.72</b>
净利润增长率	13.15	22.58	19.98	19.15	资本支出	-3456.24	-73.73	-50.02	-39.43
<b>偿债能力指标(%)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	投资收益	2821.27	25.00	25.00	25.00
资产负债率	68.40	66.32	63.69	64.75	其他	0.00	13.20	0.00	0.00
流动比率	1.24	1.30	1.37	1.38	<b>投资活动现金流</b>	<b>-634.98</b>	<b>-35.53</b>	<b>-25.02</b>	<b>-14.43</b>
速动比率	1.06	1.12	1.16	1.22	债务变化	202.39	-448.21	130.57	150.58
现金比率	0.73	0.75	0.70	0.77	股票发行	-10.74	69.35	0.00	0.00
<b>经营效率指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	其他	0.00	-71.85	-105.67	-125.91
应收帐款周转天数(天)	95.36	90.95	97.32	102.36	<b>筹资活动现金流</b>	<b>191.65</b>	<b>-450.71</b>	<b>24.90</b>	<b>24.67</b>
存货周转天数(天)	101.50	85.16	83.01	74.63	<b>现金净流量</b>	<b>524.92</b>	<b>982.09</b>	<b>-203.57</b>	<b>2950.97</b>
总资产周转率(次)	0.55	0.60	0.65	0.67	每股经营性现金流(元)	1.52	1.90	-0.26	3.80

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

赵 健：建筑工程行业首席分析师

张显宁：建筑工程行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、中国建筑、海油工程、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国水电、国海股份、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林、精工钢构、鸿路钢构、江河幕墙、中化岩土、成都路桥、苏交科。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	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%。
2. 投资建议的评级标准	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。