



公司报告

中国机械工程 (1829 HK)

2013年7月23日

评级: 买入

目标价: 6.57 港元

之前评级及目标价: 买入, HK\$ 6.57
最新相关报告: 2013年4月5日

主要数据

股价 (港币)	4.13
上行空间 (%)	59.08
52 周高/低 (港币)	7.61/3.42
发行股数 (百万)	4,125
H-股(百万)	908
内资股(百万)	3,217
市值	
H-股市值 (港币百万)	3,750
30 天平均成交额 (港币百万)	21.8
主要股东 (%):	
中国机械工业集团有限公司	77.99

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2012 年业务组成 (%)

国际工程承包	62.19
贸易	33.64
其他	4.17

来源: 公司, 农银国际证券

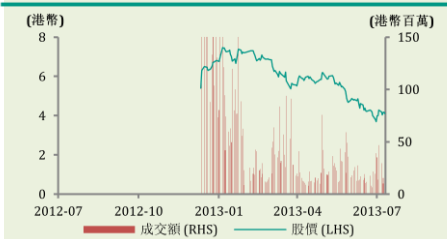
股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(10.41)	(15.24)
3 个月	(30.00)	(28.72)
6 个月	(43.35)	(37.60)

*: 相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现



来源: 彭博, 农银国际证券

研究员信息

陈宋恩
电话: (852) 2147 8805
电邮: philipchan@abci.com.hk

黄焯伟
电话: (852) 2147 8869
电邮: stevecwong@abci.com.hk

2013 年下半年新合同将重拾升轨

尽管 2013 年上半年新单出现放缓, 但基于目前的项目进展我们预期中国机械新合同的增长将在下半年加快。未来集团的交付将不断增长, 在 2014-15 年将是高峰。股票目前估值处于 1.16 倍 2013 年的预测市账率。鉴于其 2013 年和 2014 年预期的平均股本回报率分别达到 18.74% 和 20.53%, 我们认为目前的估值具有吸引力, 重申买入评级, 目标价 6.57 港元。

项目交付如期进行。我们预期上半年中国机械的项目交付同比增加 10.14%。鉴于 2012 年大量的新生效合同 (43.65 亿美元), 我们预期今年下半年集团的项目交付同比增长达到 16.57%。

2013 年下半年新合同签约回升; 2014-15 年交付将飙升。下半年, 我们预计新生效的合同额增长将加速。鉴于截至 2012 年底, 集团未交付项目合同额达到 70.58 亿美元, 加上仍有 121.02 亿美元的已签约未生效合同额, 我们预期未来集团的交付将不断增长, 在 2014-15 年达到交付高峰期。

美国政府解除制裁。美国政府解除了对集团化学和生物武器扩散的制裁, 我们相信集团将从一些美国基金的禁止投资名单中被剔除, 因此预期其潜在的投资者规模将增加。其股票的流动性风险降低, 因此可以享受更高的估值溢价。

鉴于承建项目数量加速上升, 维持买入评级。2012 年年底, 集团账上的净现金为人民币 187.19 亿元, 充足的现金将有助未来取得更多的项目。股票目前估值处于 1.16 倍的 2013 年预测市账率。预期其 2014 年和 2015 年平均股本回报率将出现改善, 我们认为目前的估值具有吸引力, 重申买入评级。

风险因素: 1) 新生效合同增长速度放缓; 2) 汇兑损失; 3) 贸易业务利润率可能下滑; 4) 本年中中期业绩增长放缓

业绩和估值

财年截至 31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (人民币百万)	20,518	21,296	23,163	26,898	35,367
同比变化 (%)	7.55	3.79	8.77	16.12	31.48
净利润 (人民币百万)	1,472	1,928	2,018	2,577	3,358
同比变化 (%)	29.78	30.95	4.67	27.69	30.32
每股盈利 (人民币)	0.447	0.467	0.489	0.624	0.814
同比变化 (%)	29.78	4.53	4.67	27.69	30.32
每股净资产 (人民币)	1.632	2.405	2.815	3.268	3.863
同比变化 (%)	36.13	47.38	17.02	16.10	18.21
市盈率 (倍)	-	6.99	6.68	5.23	4.02
市账率 (倍)	-	1.36	1.16	1.00	0.85
每股股息 (元)	0.043	0.164	0.171	0.219	0.285
股息收益率 (%)	-	5.01	5.24	6.69	8.72
平均净资产回报率 (%)	31.58	25.18	18.74	20.53	22.83
平均总资产回报率 (%)	5.70	6.30	5.70	6.50	7.50

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券预测 (人民币 1.0=港币 1.264)



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国机械设备工程股份有限公司

目录

2013 年上半年业绩预览.....	3
更多项目进入建设期.....	4
美国政府解除制裁.....	5
非核心行业比重上升.....	5
乌干达政府急于引入中国承建商.....	7
将承建更多的项目 – 维持买入评级.....	9
风险因素.....	14
附录 I- 集团在行业中的竞争力.....	16
权益披露.....	17



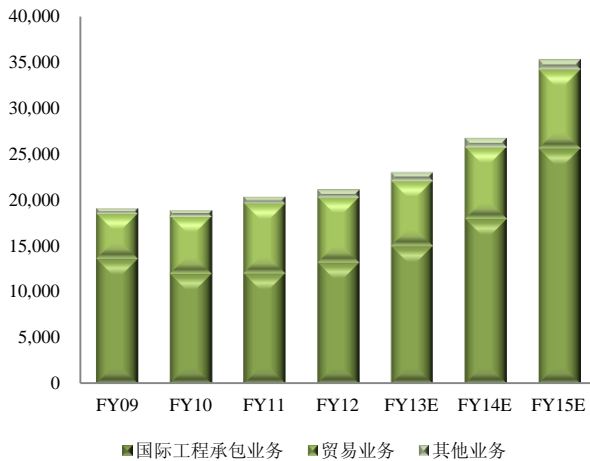
2013 年上半年业绩预览

项目交付增长加速

去年底的 IPO 令中国机械的营运资金得以增强。因此，我们预期其项目的交付速度即将加快。我们估计今年上半年其海外工程承包项目收入的同比增长率达到 10.14%，而全年为 13.45%。

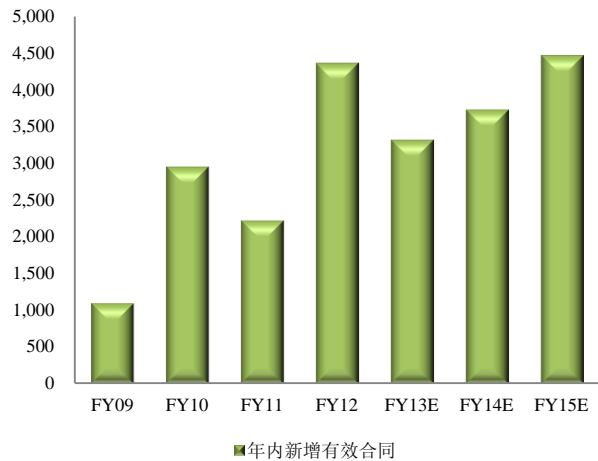
展望未来，鉴于其 2012 年较高的合同金额，我们预期 2013 和 2014 年项目交付将增加。基于目前在手的项目额，我们预期 2014 年该分部收入的同比增长为 6.86%。假设 2013 年将有 33.21 亿美元的新合同生效，我们预期 2014 年整体工程承包项目的利润将同比增长 26.11%。

图表 1: 2009-15 年收入增长预测 (人民币 百万)



来源: 公司, 农银国际证券预测

图表 2: 新增生效合同额及增长 (美元 百万)



来源: 公司, 农银国际证券预测

预期上半年新增合同减少

我们估算今年上半年新生效合同额为 10 亿美元，比去年同期的 21.59 亿美元下跌了 53.68%。我们相信，新生效合同额的下降将是短期内压制中国机械股价以及其估值的一个因素。

今年首五个月中国企业的海外签约额同比增长了 28.9% 至 565.20 亿美元。鉴于今年首五个月，中国企业的海外签约额维持增长，我们预期中国机械下半年新生效合同额将恢复增长达超过 20 亿美元，

7 月份，集团签约尼日利亚两个总计 6.21 亿美元的新项目，这两个项目的合同值相当于我们预估的 2013 年下半年新合同价值的 31.05%。随着中国国家主席习近平同意授予尼日利亚 11 亿美元的低息贷款，我们预计这两个项目将迅速展开。



更多项目进入建设期

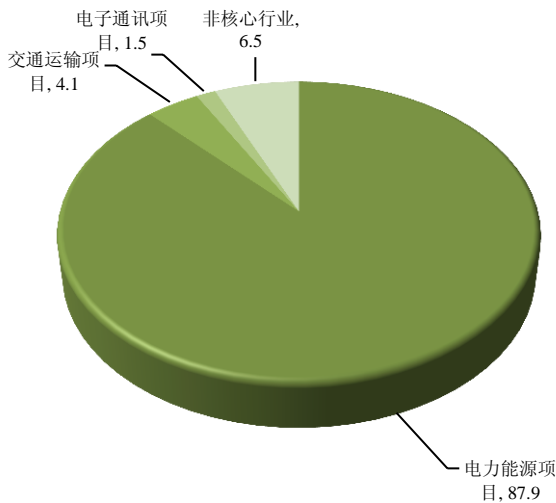
除了用于建设原定计划的 11 个项目，今年 6 月份集团将去年底 IPO 所筹得资金的一部分用于 6 个新项目的建设。相应的，集团计划合同总价值从 95.24 亿美元增加至 123.83 亿美元。

我们对于转变资金使用用途的看法：

- 1) 集团因此增加了 6 个合同额总计达 28.59 亿美元的新项目，预示着 2013 和 2014 年集团在手订单的强劲上升。由于集团可以设法成功地改变所筹集资金的使用用途，我们预期下半年集团的新合同额有望增加。
- 2) 在上述 17 个项目中有 14 个属于电力行业，表明未来几年集团将专注在电力能源设施建设上。得益于电力项目的高利润率，我们预期 2013-15 年集团的毛利率将保持在 17-18% 的稳定水平。2012 年，电力项目的毛利率为 24.27%，而同期交通运输、电子通信和非核心行业的毛利率分别为 6.49%、8.86% 和 15.13%。

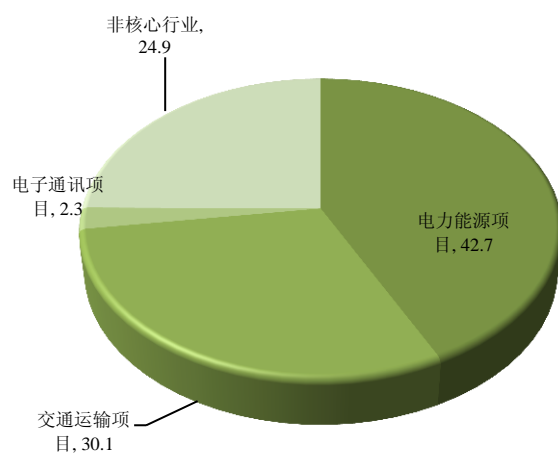
根据其招股说明书中所阐述的计划，我们估计 2013 年生效的合同额为 33.21 亿美元，同比下跌 23.92%。我们的估算中没有包括合同金额约为 25 亿美元的位于南美洲的交通运输建设项目。

图表 3: 2012 年底未完成合同按行业分布 (%)



来源: 公司

图表 4: 2012 年底已签约未生效合同按行业分布 (%)



来源: 公司



美国政府解除制裁

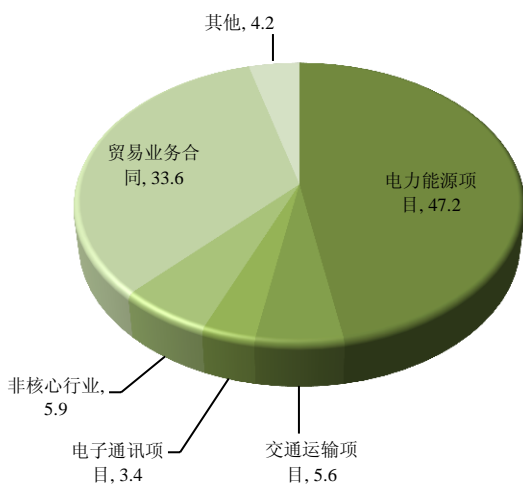
美国政府解除了对集团化学和生物武器（CBW）扩散的制裁，我们预期这将帮助集团进入美国市场。实际上，7月11日美国的通用电气国际公司宣布就与中国机械的战略合作订立谅解备忘录。两家公司将探索发电设备领域的商业合作。

制裁解除后，集团或从一些美国基金的禁止投资名单中被剔除，我们因此预期其潜在的投资者规模将增加。流动性风险降低，其股票可以享受更高的估值溢价。

非核心行业比重上升

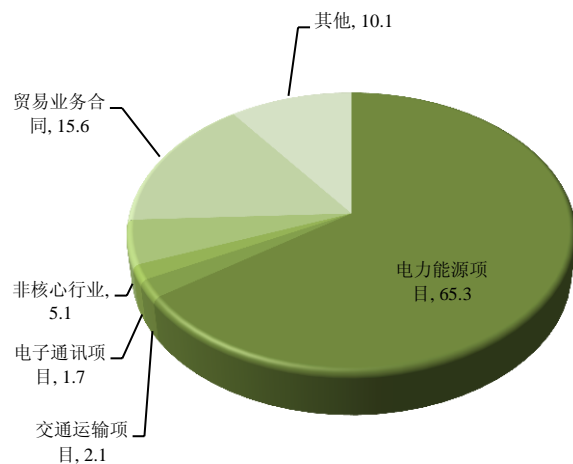
今年首七个月集团自愿公布的一系列新签订或动工的重大项目中，有4个是集团的非核心行业(来自基建、电力能源设施、交通运输或电信以外的行业项目)。

图表 5: 2012 年收入按产品线分类组成 (%)



来源: 公司

图表 6: 2012 年毛利按产品线分类组成 (%)



来源: 公司

4 个非核心行业项目的合同总价值为 7.288 亿美元，占上述自愿公布的总合同额的 51.12%。我们看出集团有意拓展电力能源设施建设之外的工程承建。尽管这一举动长远来说可以帮助其多元化收入来源，但我们认为由于缺乏相关经验，发展非核心行业项目将使集团面临成本超支的风险。

此外，竞争对手在中国机械的非核心领域具有深厚的专业知识，如中工国际（002051 CH）专门从事农业建设；中交建（1800 HK）在交通建设领域有优势，这些为中国机械进入这些行业造成了挑战。为了与已有的承建商竞争，集团可能会降低招标价格，最终拖累集团的整体毛利率。

非核心行业比重的提高是集团面临的重大风险之一，我们预期市场将注意其未来毛利率走势的变化。



图表 7: 2013 年上半年新增合同和生效合同项目

公布日期	合同签署日期	所属分部	国家	项目开工日期	项目描述	项目需时 (月)	项目合同 金额 (美元 百万)
2013 年 4 月 12 日	2013 年 4 月 12 日	电力能源	蒙古		蒙古乌兰巴托市阿木古朗地区建设供热站及其附属设施项目: 供热站及辅助系统 (含 3 台 116MW 循环流化床热水锅炉)、场内铁路翻车及输煤系统、外部约 910 米供热管网、110KV 变电站扩建及 110/10KV 双回线输电线路。承包商将以交钥匙方式, 负责项目的勘测、工程设计、土建、供货、安装、调试、培训和质保期服务。	18	75.90
2013 年 4 月 24 日	2013 年 4 月 24 日	非核心行业	南苏丹共和国		南苏丹上尼罗河区 33 所初级卫生保健中心建设项目: 33 所初级卫生保健中心, 总建筑面积约 42,000 平方米。本公司作为承包方将负责保健中心设计、建筑施工、医疗设备供货、安装和调试等。	24	215.00
2013 年 3 月 6 日	2013 年 5 月 16 日	非核心行业	斯里兰卡		阿塔纳水厂项目: 作为承包方将负责设计、采购、土建、安装和调试等。	36	229.50
2013 年 5 月 31 日	2012 年	非核心行业	孟加拉国	2013 年 5 月	孟加拉国国家宽带基础网二期项目: 延伸政府骨干数据网的覆盖及建立数据中心等。本公司作为承包方将负责此项目的设计、设备供货、安装、调试, 及相关的培训、厂验、质保和维保服务等。	14	140.27 ¹
2013 年 6 月 28 日	2010 年	非核心行业	津巴布韦	2013 年 6 月	哈拉雷城市供水及污水处理系统改造项目: 对现有的水厂、污水厂及相关的清水泵站和污水泵站进行改造, 并提供所需的相关设备。	36	144.00
2013 年 7 月 11 日	2013 年 7 月 11 日	电力能源	尼日利亚		尼日利亚 Sapele 电站项目: 建设一座 500MW 单循环电站。集团作为总承包商, 将以交钥匙的方式, 提供设计、供货、土建、安装、调试、培训和质保期服务。	31	420.00
2013 年 7 月 11 日	2013 年 7 月 11 日	电力能源	尼日利亚		尼日利亚包奇州 Yankari 电站项目: 建设一座 120MW 联合循环电站、建设储油区以及改造包奇州首府包奇镇的电网。公司作为总承包商, 将以交钥匙的方式, 提供设计、供货、土建、安装、调试、培训和质保期服务。	33	201.00
						总计	1,425.67

¹ 该项目造价为 8.6 亿元人民币
来源: 公司



乌干达政府急于引入中国承建商

乌干达政府正在到处寻找中国公司承建国内的基建项目，其引入中国资金的意图非常强烈。如乌干达总理阿马马 姆巴巴齐在其对中国进行的为期一周的访问期间与中国机械管理层举行的会议中所述，“由于资金不足，政府将集中资源攻克几个重点项目，而这其中大量项目资金将来自中国”。乌干达国务部长 Charles Bakabulindi、总统高级顾问 Jacqueline Mbabazi、乌干达驻中国大使 Charles Madibo 均出席了上述于中国机械总部北京举行的会议。

乌干达政府计划之中的中期项目包括四个水力发电站的建设，如尼罗河沿岸位于 Ayago 的 600MW 发电站和位于 Isimba 的 140MW 发电站。另外，全国各地的 21 条道路已预备升级到沥青标准。中国机械的副总裁暨高级工程师李朝阳先生表达了集团对于使用中国技术承接基建、电信、农业和医疗健康等项目的兴趣。

我们的观点

据我们所知，集团目前并没有在乌干达承接任何项目。没有可靠的项目资金来源，即使中国机械签约承接了项目，合同也较难顺利地进入执行阶段。

为了稳定的石油和天然气供应，中国政府需要拉近和乌干达政府的关系（同安哥拉的情况类似），所以我们普遍预期中国政府将通过中资银行和/或出口保险公司来发放项目贷款以间接资助项目。因此，尽管乌干达政府资金不足，这不会成为中国机械最大的风险。

随着中国政府强调“走出去”的国策，我们预期近期关于中国公司承接海外项目的新闻会增加。我们也预期中国机械新的海外订单会加速上升。

3 月，中国国家主席习近平表示中国在未来三年将为非洲提供 200 亿美元贷款，意图促进双方实现基建开发和制造等行业的合作。此外，中国还将帮助非洲利用自己的资源优势实现经济的独立和可持续发展。后来在 7 月，习主席同意授予尼日利亚 11 亿美元低息贷款，用于在该地区建设急需的基础设施。我们相信，中国与非洲关系的加强将有助于锁定石油供应，以及方便未来中国企业进行海外项目的开发。



截至 2012 年年底，中国机械在世界各地超过 46 个国家和地区有承包工程项目，其中主要的地区是非洲。下图对其 2009-12 年承包项目的位置做出了标注。

图表 8: 公司全球项目分布图 (截至 2012 年 12 月 31 日)



来源: 公司

图表 9: 公司收入按地区分布

	2009 年 (人民币 百万)		2010 年 (人民币 百万)		2011 年 (人民币 百万)		2012 年 (人民币 百万)	
		(%)		(%)		(%)		(%)
中国 (大陆地区)	1,984	10.29	2,407	12.62	4,010	19.54	2,403	11.28
委内瑞拉	3	0.02	3	0.02	34	0.17	2208	10.37
安哥拉	1,746	9.05	1,717	9.00	850	4.14	2,082	9.78
白俄罗斯	-	-	-	-	442	2.15	1900	8.92
斯里兰卡	1,893	9.81	1,041	5.46	2,184	10.64	1418	6.66
赤道几内亚	1,912	9.91	1,886	9.89	1,919	9.35	1,269	5.96
土耳其	2,978	15.44	2,438	12.78	939	4.58	1093	5.13
美国	840	4.36	907	4.75	1,257	6.13	1076	5.05
刚果共和国	2,031	10.53	1,932	10.13	1,575	7.68	670	3.15
尼日利亚	7	0.04	554	2.90	1,339	6.53	453	2.13
其他地区	5,894	30.56	6,192	32.46	5,969	29.09	6,724	31.57
总收入	19,288	100.00	19,077	100.00	20,518	100.00	21,296	100.00

来源: 公司

将承建更多的项目 – 维持买入评级

我们相信今年 2 季度以来其股价的疲软主要原因在于今年上半年利润没有大幅增长和市场对于其新合同增长的忧虑。尽管去年 4 季度集团于 IPO 集资以加大资本，但其上半年新订单增长却低于预期，我们和市场表示失望。

不过随着中国“走出去”的政策深入，我们预期更多来自海外发展中国家的项目即将展开，相信下半年集团的新合同额将会上升。

随着现有工程的进度，加上我们预期的新生效合同的增长，我们预期项目交付将不断上升，2015 年将会是个收入增长的高峰。

由于预期今年上半年合同生效额有倒退的情况，我们将 2014 年净利润调低 8.49%，不过我们相信下半年新合同将重拾增长动力，因此，我们维持目标价：6.57 港元。

截至 2012 年年底，集团手上的现金总额为人民币 190.08 亿元，债务总额为人民币 2.89 亿元，因此集团净现金为人民币 187.19 亿元（相当于每股净现金人民币 4.538 元），这表示集团有充足的营运资金去获取更多的合同订单。股票目前估值位于 1.16 倍的 2013 年预测市盈率。鉴于其 2013 年和 2014 年预期的平均股本回报率分别高达 18.74% 和 20.53%，我们认为目前的估值具有吸引力，重申“买入”评级。

图表 10: 预测值的主要变动

	2013 年			2014 年			2015 年		
	前值	现值	变化 (%)	前值	现值	变化 (%)	前值	现值	变化 (%)
收入 (人民币 百万)	23,163	23,163	(0.00)	29,466	26,898	(8.72)	35,828	35,367	(1.29)
国际工程承包业务	15,027	15,027	(0.00)	20,550	17,982	(12.50)	26,089	25,627	(1.77)
贸易业务	7,159	7,159	0.00	7,861	7,861	(0.00)	8,631	8,631	0.00
其他业务	977	977	(0.02)	1,055	1,055	(0.01)	1,108	1,108	(0.03)
毛利润 (人民币 百万)	4,030	4,030	0.00	5,343	4,787	(10.40)	6,554	6,433	(1.84)
毛利率 (%)	17.40	17.40	0.00ppts	18.13	17.80	-0.33ppts	18.29	18.19	-0.10ppts
净利润 (人民币 百万)	2,052	2,018	(1.68)	2,815	2,576	(8.49)	3,374	3,357	(0.52)
净利润率 (%)	8.86	8.71	-0.15ppts	9.55	9.58	0.02ppts	9.42	9.49	0.08ppts
每股收益 (人民币)	0.497	0.489	(1.61)	0.682	0.624	(8.49)	0.818	0.814	(0.52)
每股净资产 (人民币)	2.823	2.815	(0.30)	3.331	3.268	(1.90)	3.910	3.863	(1.21)
每股股息 (人民币)	0.174	0.171	(1.61)	0.239	0.219	(8.53)	0.286	0.285	(0.38)

来源: 农银国际证券预测



图表 11: 主要同业估值和盈利预测 (2013 年 7 月 22 日)

公司名称	股票代码	市值 ¹ (港元百万)		股价	市盈率 (倍)		每股收益变化 (%)		市帐率 (倍)		平均股权收益率 (%)	
					2013 财年	2014 财年	2013 财年	2014 财年	2013 财年	2014 财年	2013 财年	2014 财年
交通运输工程承包商												
VINCI SA	DG FP	241,183	欧元	39.46	11.24	10.85	-1.62	3.59	1.56	1.46	13.94	13.39
中国交通建设-H 股	1800 HK	24,841	港币	5.61	5.26	4.73	9.48	11.27	0.74	0.67	14.56	14.22
中国交通建设-A 股	601800 CH	56,983	人民币	3.84	4.63	4.21	7.79	10.00	0.64	0.57	14.44	14.17
中国铁建-H 股	1186 HK	15,093	港币	7.27	7.53	6.93	10.72	8.64	0.88	0.81	12.30	11.91
中国铁建-A 股	601186 CH	57,557	人民币	4.44	5.89	5.40	9.28	9.02	0.70	0.61	12.37	11.76
中国中铁-H 股 ²	390 HK	16,197	港币	3.85	7.45	6.61	18.45	12.73	0.76	0.69	10.62	10.90
中国中铁-A 股 ²	601390 CH	54,415	人民币	2.52	6.16	5.47	18.45	12.73	0.63	0.57	10.62	10.90
BOUYGUES SA	EN FP	66,524	欧元	20.42	8.66	7.95	17.43	9.51	0.72	0.71	8.71	9.23
SKANSKA AB-B	SKAB SS	60,334	瑞典克朗	120.70	14.18	13.18	21.95	7.23	2.44	2.30	18.49	19.58
HOCHTIEF AG	HOT GR	42,333	欧元	53.86	17.25	13.88	45.21	24.28	1.30	1.24	8.86	10.55
OBRASCON HUARTE	OHL SM	28,527	欧元	28.02	9.01	7.96	-69.15	13.15	1.18	1.11	13.95	14.21
STRABAG SE-BR	STR AV	18,967	欧元	16.30	15.61	12.84	80.00	21.55	0.57	0.56	3.68	4.37
FCC	FCC SM	12,016	欧元	9.25	26.05	11.59	-104.00	124.79	0.89	0.80	4.19	7.31
行业加权平均					10.13	9.09	7.17	11.00	1.20	1.12	12.64	12.71
建筑工程承包商												
中国建筑	601668 CH	121,274	人民币	3.20	5.24	4.55	17.50	15.22	0.81	0.70	17.04	17.61
中国建筑国际	3311 HK	47,754	港币	12.28	17.49	13.78	22.64	26.74	3.07	2.68	18.73	20.34
LEND LEASE GROUP	LLC AU	36,083	澳元	8.79	9.32	9.18	1.73	1.48	1.28	1.20	14.04	13.72
BAM GROEP	BAMNB NA	10,372	欧元	4.14	11.87	10.85	-144.18	9.46	1.13	1.04	12.86	21.39
远东环球	830 HK	4,958	港币	2.30	38.33	23.00	-187.59	66.67	4.18	3.71	11.74	16.73
远大中国	2789 HK	3,104	港币	0.50	6.59	4.55	-14.29	45.00	0.54	0.56	8.22	11.18
行业加权平均					9.58	7.97	3.56	16.75	1.46	1.29	16.48	17.63
电力工程承包商												
ACS	ACS SM	66,182	欧元	20.61	8.86	8.15	-135.20	8.64	2.02	1.82	25.23	24.12
上海电气	2727 HK	48,173	港币	2.60	8.43	7.70	17.15	7.66	0.78	0.73	8.88	8.10
JACOBS ENGIN GRP	JEC US	60,396	美元	59.52	18.06	15.95	10.94	13.26	1.85	1.64	10.92	11.13
HYUNDAI ENG&CONS	000720 KS	44,848	韩元	58100	10.38	7.72	80.26	33.98	1.27	1.13	13.85	14.66
中国水电	601669 CH	33,472	人民币	2.76	5.54	4.71	16.76	17.67	0.50	0.47	15.35	16.41
WORLEYPARSONS	WOR AU	37,971	澳元	21.89	16.15	14.70	-5.92	9.69	2.59	2.46	16.38	16.98
东方电气	1072 HK	24,519	港币	10.54	7.26	6.93	5.41	4.70	0.93	0.83	13.38	12.06
中国机械设备工程 ²	1829 HK	17,036	港币	4.13	6.68	5.23	4.67	27.69	1.16	1.00	18.74	20.53
中工国际	002051 CH	22,217	人民币	27.60	21.10	16.09	17.57	30.27	3.53	3.02	18.59	21.22
ABENGOA	ABG SM	8,818	欧元	1.84	10.45	7.24	-23.48	44.32	0.70	0.67	6.07	5.96
哈尔滨电气	1133 HK	6,595	港币	4.79	4.58	4.47	-19.16	2.42	0.41	0.37	8.85	8.06
行业加权平均					11.43	9.85	-8.79	15.91	1.58	1.43	15.36	15.48
市政、土木与水工程项目承包商												
FERROVIAL SA	FER SM	96,810	欧元	12.93	30.28	28.93	-58.57	8.48	1.71	1.73	4.52	6.23
SNC-LAVALIN GRP	SNC CN	50,375	加元	44.39	38.77	27.12	-22.34	30.72	3.10	3.03	12.46	13.09
DAEWOO ENG & CON	047040 KS	20,888	韩元	7250	10.98	7.88	70.17	39.30	0.83	0.77	7.80	10.54
中国葛洲坝	600068 CH	17,094	人民币	3.88	8.08	7.32	7.14	10.42	0.96	0.88	12.95	13.08
IMPREGILO	IPG IM	13,194	欧元	3.16	13.17	12.15	-83.89	8.33	0.99	1.03	3.04	4.89
行业加权平均					27.35	23.27	-31.84	17.53	1.86	1.84	7.51	8.93
加权平均					12.67	11.00	-2.55	13.96	1.42	1.32	13.21	13.64
中间值					9.32	7.95	7.79	12.73	0.96	0.88	12.46	13.08

1: 市值已经转换成以港元计算;

2: 农银国际证券预测值;

来源: 彭博, 农银国际证券预测



综合利润表 (2011-2015财年)

年结12月31日 (人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入	20,518	21,296	23,163	26,898	35,367
国际工程承包业务	12,055	13,245	15,027	17,982	25,627
贸易业务	7,689	7,163	7,159	7,861	8,631
其他业务	774	888	977	1,055	1,108
销售成本	(16,859)	(17,564)	(19,133)	(22,110)	(28,933)
毛利	3,659	3,732	4,030	4,787	6,433
销售、管理及行政费用	(1,385)	(1,565)	(1,749)	(2,057)	(2,708)
其他收入和收益	(287)	449	446	752	813
税前利润	1,987	2,616	2,727	3,482	4,538
营业税	(515)	(688)	(709)	(905)	(1,180)
净利润	1,472	1,928	2,018	2,577	3,358
应占溢利:					
少数股东权益	(3)	0	0	1	1
公司股东	1,475	1,928	2,018	2,576	3,357
基本每股收益 (人民币元)	0.447	0.467	0.489	0.624	0.814
每股股息 (人民币元)	0.043	0.164	0.171	0.219	0.285

来源: 公司, 农银国际证券预测

综合资产负债表 (2011-2015财年)

截至12月31日(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	19,331	27,936	29,115	35,565	38,104
现金及等价	9,516	19,008	20,146	26,264	26,333
应收账款及票据	3,381	3,052	3,706	4,018	6,138
项目建造合同	3,176	3,191	2,036	1,981	1,576
库存	212	226	522	326	783
其他流动资产	3,046	2,459	2,705	2,975	3,273
非流动资产	7,277	6,834	6,520	7,687	8,396
物业、厂房及设备	392	444	856	1,248	1,627
租赁预付款项	1,630	1,827	1,792	1,757	1,723
无形资产	5	8	6	5	5
应收账款及其他应收款	107	39	183	199	303
项目建造合同	4,774	4,114	2,488	2,972	2,928
其他非流动资产	369	402	1,194	1,506	1,811
总资产	26,608	34,770	35,635	43,252	46,500
流动负债	20,497	24,271	23,069	28,637	28,994
应付账款及票据	8,320	9,596	6,895	10,406	10,481
预收款项	10,316	12,710	14,799	16,350	16,972
短期贷款	160	134	90	90	90
其他流动负债	1,701	1,831	1,285	1,791	1,451
非流动负债	737	582	959	1,138	1,572
长期应付款	131	61	393	576	1,009
长期借款	226	155	105	55	5
其他非流动负债	381	366	461	507	558
总负债	21,234	24,853	24,028	29,775	30,566
少数股东权益	(6)	(3)	(3)	(2)	(1)
股东权益	5,380	9,920	11,609	13,479	15,935

来源: 公司, 农银国际证券预测



合并现金流量表 (2011-2015财年)

年结12月31日(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
除税前溢利	1,987	2,616	2,727	3,482	4,538
折旧及摊销	72	99	113	136	153
营运资本	1,434	(20,939)	(23,936)	(20,486)	(14,882)
净财务支出 (收入)	(174)	1,444	1,012	871	861
已付所得税	(683)	(3,705)	(3,858)	(4,344)	(4,872)
已收利息	195	3,308	5,448	5,834	6,113
其他	192	24,421	20,220	21,633	8,641
来自经营活动的现金流量	3,023	7,244	1,726	7,127	552
物业、厂房及设备 (增加) /减少	(51)	(84)	(486)	(490)	(494)
无形资产 (增加) /减少	(1,001)	(237)	(0)	(0)	(0)
其他	324	(2,548)	353	246	970
投资活动 (所用) /产生的现金净额	(728)	(2,869)	(134)	(244)	475
资本注入	20	610	-	-	-
净借款所得款项	(1,450)	(97)	(94)	(50)	(50)
付与公司权益持有人股息	(698)	(354)	(675)	(706)	(902)
已缴利息	(20)	(11)	(140)	(10)	(7)
其他	18	2,401	455	1	1
融资活动产生的现金流	(2,130)	2,549	(454)	(766)	(958)
现金变动净额	165	6,924	1,138	6,118	69
期初现金金额	9,623	9,516	19,008	20,146	26,264
对于定期存款与汇率变动影响的调整	(272)	2,568	-	-	-
期末现金金额	9,516	19,008	20,146	26,264	26,333

来源: 公司, 农银国际证券预测



主要财务比率 (2011-2015财年)

年结12月31日(人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入组成 (%)					
国际工程承包业务	58.75	62.19	64.87	66.85	72.46
贸易业务	37.47	33.64	30.91	29.23	24.41
其他业务	3.77	4.17	4.22	3.92	3.13
总收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
损益表比率 (%)					
毛利率	17.83	17.52	17.40	17.80	18.19
经营利润率	10.45	9.69	8.92	9.46	9.81
税前利润率	9.69	12.28	11.77	12.95	12.83
净利润率	7.19	9.05	8.71	9.58	9.49
销售与营销费用/营业收入	4.77	5.10	5.36	5.44	5.51
行政管理费用/营业收入	1.98	2.24	2.19	2.20	2.15
有效税率	25.91	26.30	26.00	26.00	26.00
增长率 (%)					
收入	7.55	3.79	8.77	16.12	31.48
毛利润	24.36	1.99	7.99	18.79	34.39
营业利润	39.69	(3.81)	0.19	23.09	36.42
净利润	29.78	30.69	4.67	27.69	30.32
资产负债表比率					
流动比率 (倍)	0.94	1.15	1.26	1.24	1.31
速动比率 (倍)	0.93	1.14	1.24	1.23	1.29
现金比率 (倍)	0.46	0.78	0.87	0.92	0.91
应收账款和票据天数	51.00	56.38	55.00	55.00	55.00
应付账款和票据天数	175.08	186.15	157.30	142.80	131.75
存货周转天数	4.19	4.55	7.13	7.00	7.00
总负债/股东权益 (%)	7.18	2.91	1.68	1.08	0.60
净负债/股东权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
平均总资产回报率	5.70	6.30	5.70	6.50	7.50
平均净资产回报率	31.58	25.18	18.74	20.53	22.83
派息比率	9.59	35.01	35.00	35.00	35.00

来源: 公司, 农银国际证券预测



风险因素

新生效合同增长速度放缓

我们预期中国机械新生效的合同额在上半年同比下降 53.68%。而在今年首五个月，中国企业的新增海外合同额却同比上升 28.9% 至 565.20 亿美元。

我们相信中国机械的新合同增长低于预期是市场最主要的忧虑，其股价在 3 个月内已经回落了 30.00%。但进入下半年，我们预期新合同增长将有所改善。

汇兑损失

2012 年底，集团的外汇资产为人民币 96.18 亿元，我们预期会在今年上半年给其带来 2.68 亿的汇兑损失。

图表 12: 2012 年底公司以外汇计价的资产和负债（已转换成人民币）

	美元 (人民币 百万)	欧元 (人民币 百万)	其他 (人民币 百万)
现金及现金等价物	1,800	237	3,194
应收账款及其他应收款	1,807	307	1
项目建造合同	6,658	76	104
借款	(223)	(12)	0
贸易及其他应付款项	(2,240)	(135)	(46)
已确认的资产负债产生的风险总额	7,803	473	3,252
远期外汇合同名义金额	(1,909)		
已确认的资产负债产生的风险净额	5,893	473	3,252

来源: 公司

图表 13: 税后利润对于汇率变化的敏感度分析（基于 2012 年底资产负债数字）

	汇率上升/（下降） (%)	税后利润上升/（下降） (人民币 百万)
美元	5	221
美元	(5)	(221)
欧元	10	35
欧元	(10)	(35)
其他	5	122
其他	(5)	(122)

来源: 公司

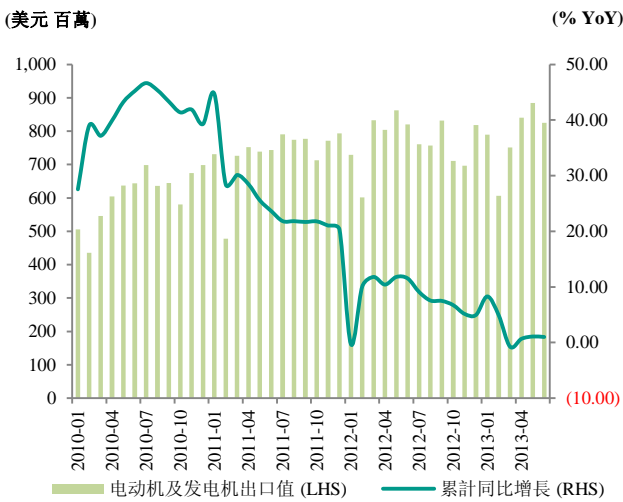


贸易业务利润率可能下滑

中国疲弱的出口环境下，集团贸易业务的利润率可能缩小。今年上半年，发动机和发电设备的出口额增长（以美元计价）放缓至 1.0%，而出口量的增长下降至-1.3%。发电设备出口的下滑可能会给集团贸易业务的毛利率带来压力。

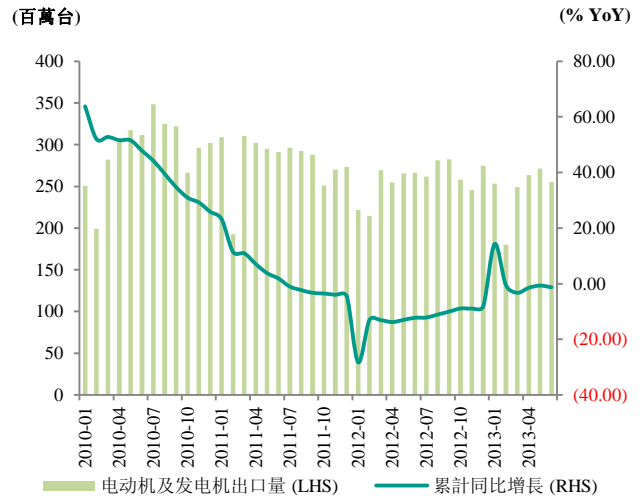
2012 年，贸易业务分别占集团总收入和毛利润的 33.64% 和 15.59%。我们预期，2013 年贸易业务的毛利率从 2012 年的 8.13% 下降至 7.96%。

图表 14: 发动机和发电设备出口值 (2010 年 1 月-2013 年 6 月)



来源: 中国海关

图表 15: 发动机和发电设备出口量 (2010 年 1 月-2013 年 6 月)



来源: 中国海关



附录 I - 集团在行业中的竞争力

中国机械拥有多年的发展中国家电力能源设备建设经验，因此集团具有更好的项目设计和建设的风险控制能力。

根据中国商务部公布的数据，据 2012 年的海外承包工程额以及新签订合同总价值计算，集团分别在同业中排第七位和第九位。

图表 16: 2012 年海外承包项目排名前十的中国公司

排名	海外承包工程营业额合计	新签订合同总价值
1	华为技术有限公司	华为技术有限公司
2	中国水利水电建设股份有限公司	中国水利水电建设股份有限公司
3	中国建筑工程总公司(附注 1)	中国建筑工程总公司(附注 1)
4	中兴通讯股份有限公司	中信建设有限责任公司
5	中国港湾工程有限责任公司 (附注 2)	中国葛洲坝集团股份有限公司
6	中信建设有限责任公司	中国港湾工程有限责任公司(附注 2)
7	中国机械设备工程股份有限公司	中兴通讯股份有限公司
8	山东电力基本建设总公司	中国土木工程集团有限公司(附注 3)
9	中国葛洲坝集团股份有限公司	中国机械设备工程股份有限公司
10	中国路桥工程有限责任公司 (附注 2)	中铁国际经济合作有限公司 (附注 4)

附注 1: 为中国建筑股份有限公司 (601668 CH) 和中国建筑国际 (3311 HK) 的母公司;

附注 2: 为中国交通建设 (1800 HK; 601800 CH) 的子公司;

附注 3: 为中国铁建 (1186 HK; 601186 CH) 的子公司;

附注 4: 为中国中铁 (390 HK; 601390 CH) 的子公司;

来源: 商务部, 农银国际证券

除了华为和中兴两家公司专注于电子通讯行业的业务，其他排名前十位的合同承包商均专注于海外基建项目，这些基建项目跨越各种行业，包括电力能源、公路、铁路、港口等。除了这些大型的公司，国内还有很多规模相对较小的公司与集团争夺国外基建项目的承建。



权益披露

分析员，陈宋恩、黄焯伟，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或关联的公司，曾在过去 12 个月内向本报告提及的某些公司提供投资银行服务。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

基准指数指恒生指数

免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183