

收购市政资质公司, 向市政 PPP 领域迈进

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 下属子公司中钢设备有限公司于 2017 年 1 月 22 日收购湖南万力建设集团市政工程有限公司 100% 股权, 后者具备建筑工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、公路工程施工总承包二级资质。
- **进军市政 PPP 领域:** 公司传统业务是钢铁相关工程建设, 近年来受宏观经济影响, 钢铁行业陷入萧条, 下游产业在供给侧改革的背景下新增投资意愿不强, 影响到公司的业务发展。通过本次收购, 公司具备了从事市政工程类业务的资质, 对公司达到“钢铁和非钢业务各 50%”的业务结构调整目标起到有力保障。公司希望在未来几年打造百亿 PPP 工程规模。但考虑中钢集团“债转股”仍在推进, 公司受到影响流动资金仍有一定压力, 且公司之前未有参与 PPP 项目的经验, 我们认为相关业务未来两年可能仍是在探索发展阶段。
- **国内钢厂搬迁项目为公司 2017 年新签订单提供保障:** 2017 年, 国内有多个钢厂搬迁项目即将启动。河北省办公厅于 2016 年 8 月 23 日公开河北省六大钢铁集团搬迁改造项目产能置换方案, 涉及炼钢产能 1762 万吨。参考国丰钢铁 800 万吨产能搬迁项目 380 亿的投资额, 每吨钢铁产能的搬迁投资近 5000 元, 则河北省钢铁搬迁项目的投资额将在 800 亿以上, 另有柳钢可能在今年开始搬迁工作。公司是钢铁工程领域龙头企业, 将受益于这些钢铁类项目, 2017 年国内接单有充足保障。
- **在手订单充裕, 国际大宗商品涨价有利下游投资意愿向固定资产投资端传导:** 我们之前的报告中曾对公司的订单推进情况进行过详细梳理, 考虑未公告小单, 目前公司已开工或 17 年大概率将开工、可以在未来两年确认收入的订单余额约 230 亿元。公司国外业务生效订单多, 但融资较慢, 不过考虑去年来国际大宗商品涨价带来下游企业盈利改善, 固定资产投资意愿增强, 项目推进或将加速。
- **“一带一路”峰会召开在即, 市场情绪或将起, 公司有望享受估值溢价, 突破 20 倍市盈率的市场认知。**
- **盈利预测与投资建议。** 我们提高对公司的盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.78 元、1.11 元、1.3 元(原预测值为 0.78 元、1.02 元、1.25 元), 2017-2018 年归母净利润复合增长率达 29%, 对应 2017 年估值 19 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外工程推进不及预期的风险, 国内外钢铁行业大幅下滑的风险, PPP 项目开展不及预期的风险。

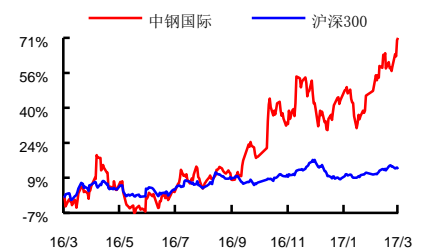
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9751.28	9751.88	12881.35	14721.46
增长率	-11.84%	0.01%	32.09%	14.29%
归属母公司净利润(百万元)	470.18	544.83	778.79	906.76
增长率	157.67%	15.88%	42.94%	16.43%
每股收益 EPS(元)	0.67	0.78	1.11	1.30
净资产收益率 ROE	16.46%	16.25%	19.40%	19.09%
PE	31	27	19	16
PB	5.04	4.30	3.59	3.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn
联系人: 高远
电话: 021-68415965
邮箱: gyuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.99
流通 A 股(亿股)	4.13
52 周内股价区间(元)	11.31-20.81
总市值(亿元)	145.39
总资产(亿元)	137.89
每股净资产(元)	4.99

相关研究

1. 中钢国际 (000928): 资金问题解决, 海外业务发力, 中钢国际或超市场预期 (2017-01-26)

关键假设：

假设 1：集团债转股事宜积极推进，公司融资能力提升，PPP 项目有序开展；

假设 2：全球大宗商品涨价背景下，公司已签约钢铁相关海外订单加速推进，如阿尔及利亚 250 万吨直接还原铁项目，之前我们预计可能在 2018 年完工，但目前工程推进情况预计将提前完工，因而我们也调整了 2017 年公司工程端收入预期；

假设 3：各地钢厂搬迁项目稳步推进，公司年内会有相关订单落地，并贡献收入。

表 1：分项业务收入预测表

单位/百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	9,751.28	9,751.88	12,881.35	14,721.46
	增速	-11.84%	0.01%	32.09%	14.29%
	成本	8,378.36	8,297.05	11,160.38	12,743.48
	毛利率	14.08%	14.92%	13.36%	13.44%
工程结算收入	收入	8,775.70	8,775.70	11,847.20	13,624.27
	增速	-1.6%	0.00%	35.00%	15.00%
	成本	7,338.60	7,371.59	10,188.59	11,716.88
	毛利率	16.38%	16.00%	14.00%	14.00%
贸易收入	收入	892.59	892.59	937.22	984.08
	增速	-2.4%	0.00%	5.00%	5.00%
	成本	983.17	883.66	918.48	964.40
	毛利率	-10.15%	1.00%	2.00%	2.00%
服务收入	收入	65.19	58.67	64.54	70.99
	增速	-67.9%	-10.00%	10.00%	10.00%
	成本	44.88	29.34	35.50	39.05
	毛利率	31.16%	50.00%	45.00%	45.00%
其他	收入	17.80	24.92	32.40	42.11
	增速	-98.3%	40.00%	30.00%	30.00%
	成本	11.71	12.46	17.82	23.16
	毛利率	34.21%	50.00%	45.00%	45.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9751.28	9751.88	12881.35	14721.46	净利润	474.57	549.91	786.06	915.22
营业成本	8378.36	8297.05	11160.38	12743.49	折旧与摊销	15.33	14.12	14.13	14.14
营业税金及附加	38.25	38.25	50.52	57.74	财务费用	5.69	9.75	12.88	14.72
销售费用	15.83	15.83	20.91	23.90	资产减值损失	339.57	300.00	150.00	150.00
管理费用	405.85	405.87	489.49	559.42	经营营运资本变动	343.11	-426.85	-184.42	-300.90
财务费用	5.69	9.75	12.88	14.72	其他	-693.99	-348.62	-184.62	-191.88
资产减值损失	339.57	300.00	150.00	150.00	经营活动现金流净额	484.28	98.31	594.04	601.31
投资收益	57.15	45.00	50.00	50.00	资本支出	54.80	-19.35	-5.39	-6.27
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-324.62	-15.00	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-269.81	-34.35	34.61	33.73
营业利润	624.88	730.13	1047.16	1222.20	短期借款	200.80	190.15	281.65	165.61
其他非经营损益	14.07	10.26	11.16	10.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	638.95	740.39	1058.33	1232.23	股权融资	-0.77	56.09	0.00	0.00
所得税	164.38	190.47	272.27	317.01	支付股利	-40.14	-103.43	-119.85	-171.31
净利润	474.57	549.91	786.06	915.22	其他	-3.34	-1.46	-2.88	-4.72
少数股东损益	4.39	5.08	7.27	8.46	筹资活动现金流净额	156.56	141.35	158.92	-10.43
归属母公司股东净利润	470.18	544.83	778.79	906.76	现金流量净额	389.94	205.31	787.57	624.61
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1952.36	2157.67	2945.24	3569.85	成长能力	-11.84%	0.01%	32.09%	14.29%
应收和预付款项	8680.54	8392.20	11237.80	12795.03	销售收入增长率	91.66%	16.84%	43.42%	16.72%
存货	1786.38	1486.20	2127.13	2381.12	营业利润增长率	154.75%	15.88%	42.94%	16.43%
其他流动资产	349.44	256.17	379.45	418.01	净利润增长率	18.23%	16.74%	42.46%	16.47%
长期股权投资	149.32	149.32	149.32	149.32	EBITDA 增长率				
投资性房地产	66.31	66.31	66.31	66.31	获利能力	14.08%	14.92%	13.36%	13.44%
固定资产和在建工程	52.10	39.39	26.67	13.94	毛利率	4.38%	4.42%	4.06%	4.06%
无形资产和开发支出	27.61	45.55	49.52	54.38	三费率	4.87%	5.64%	6.10%	6.22%
其他非流动资产	380.95	440.95	450.95	460.95	净利率	16.46%	16.25%	19.40%	19.09%
资产总计	13445.01	13033.75	17432.40	19908.91	ROE	3.53%	4.22%	4.51%	4.60%
短期借款	687.52	877.67	1159.32	1324.93	ROA	14.17%	17.25%	20.79%	20.43%
应付和预收款项	9736.40	8623.67	12017.75	13548.28	ROIC	6.62%	7.73%	8.34%	8.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入				
其他负债	137.21	147.66	204.37	240.83	营运能力	0.81	0.74	0.85	0.79
负债合计	10561.13	9649.01	13381.44	15114.05	总资产周转率	171.99	214.44	391.57	727.34
股本	642.56	698.65	698.65	698.65	固定资产周转率	1.65	1.66	1.92	1.79
资本公积	1738.39	1738.39	1738.39	1738.39	应收账款周转率	5.82	5.06	6.17	5.64
留存收益	449.78	891.17	1550.12	2285.56	存货周转率	84.27%	—	—	—
归属母公司股东权益	2832.44	3328.22	3987.16	4722.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	51.44	56.53	63.80	72.26	资本结构	78.55%	74.03%	76.76%	75.92%
股东权益合计	2883.88	3384.75	4050.96	4794.86	资产负债率	6.51%	9.10%	8.66%	8.77%
负债和股东权益合计	13445.01	13033.75	17432.40	19908.91	带息债务/总负债	1.21	1.28	1.25	1.27
					流动比率	1.04	1.12	1.09	1.11
					速动比率	8.54%	18.98%	15.39%	18.89%
					股利支付率				
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		0.67	0.78	1.11	1.30
EBITDA	645.90	754.00	1074.18	1251.06	每股收益	4.13	4.84	5.80	6.86
PE	30.92	26.69	18.67	16.03	每股净资产	0.69	0.14	0.85	0.86
PB	5.04	4.30	3.59	3.03	每股经营现金	0.06	0.15	0.17	0.25
PS	1.49	1.49	1.13	0.99	每股股利	-11.84%	0.01%	32.09%	14.29%
EV/EBITDA	17.85	16.74	11.27	9.30					
股息率	0.28%	0.71%	0.82%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn