

强烈推荐-A (维持)

中钢国际 000928.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 8.69 元  
 2017年07月27日

国内项目低于预期拖累业绩, 在手订单充足全年业绩可期

基础数据

上证综指	3250
总股本(万股)	125666
已上市流通股(万股)	74316
总市值(亿元)	109
流通市值(亿元)	65
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	12.0
资产负债率	67.3%
主要股东	中国中钢股份有限公司
主要股东持股比例	32.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-6	15
相对表现	-5	-15	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中钢国际(000928)——业绩增长低于预期, 海外业务助力盈利改善》2017-03-29
- 2、《中钢国际(000928)——订单充足保障业绩增长, 多元布局利于长远发展》2017-01-26

王彬鹏

021-68407543  
 wangbinpeng@cmschina.com.cn  
 S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司 2017 年上半年实现营收 35.92 亿元, 同比下降 9.83%; 归母净利润为 2.52 亿元, 同比增长 8.40%, EPS 为 0.20 元/股。

评论:

1、营收略降不具持续性, 净利增长有望延续

公司 2017 年上半年营收略降, 我们认为主要因为受大环境影响, 部分国内项目进度推进未达预期, 但国外项目推进顺利, 国外营收同比增长 53.51%。公司净利润实现一定增长, 增速高于营收增速, 主要是因为: 1) 国内工程延付项目确认的利息收入导致当期财务费用减少 1.34 亿元; 2) 但物业租赁面积及租金增加, 导致管理费用增加 0.25 亿元; 3) 受项目正常推进影响, 毛利率略降 1.15 个 pp。分季度来看, 17Q1/Q2 营收增速分别为 0.93%、-16.11%, 增速有所下降; 17Q1/Q2 净利润增速分别为 0.30%、13.40%, 增速明显提升。目前, 霍邱项目和重钢项目正在努力推进解决, 我们预计今年这两个项目计提的资产减值损失将会改善, 对全年业绩影响将会缩小。截至 6 月底, 公司未完工订单额 149.83 亿元, 已签约未开工订单 233.77 亿元, 合计 383.6 亿元, 是 2016 年营收的 4.06 倍, 充足的订单将提供业绩增长的基础。

2、毛利率下降 1.15 个 pp, 净利率上升 1.13 个 pp, 负债率明显降低

公司毛利率较去年同期下降 1.15 个 pp 至 13.58%, 主要因为部分项目正处于开工初期, 毛利率受到一定影响。公司净利率上升 1.13 个 pp 至 7.04%, 主要因为国内工程延付项目确认的利息收入导致财务费用率下降 3.71 个 pp, 另外, 国外项目短期险投保增加导致销售费用率提升 0.14 个 pp, 物业租赁面积及租金增加导致管理费用率提升 1.17 个 pp, 期间费用率整体下降 2.40 个 pp。

公司经营性现金流净额大幅增加, 主要因为工程项目回款增加, 收现比大幅增加 65.42 个 pp。由于公司 2016 年 12 月成功非公开发行 8.03 亿元, 导致公司 2017H1 负债率下降 8.65 个 pp 至 67.25%。

3、国内外两手抓, 推动原有项目复工, 并拓宽融资渠道

公司下半年将积极推进几个方面: 1) 国内积极推进基建、PPP、环保及传统业务等, 国外积极跟随“一带一路”战略, 加大沿线新兴国家开拓力度; 2) 积极推进现有在手项目的融资和开工, 并积极解决以往项目遗留的问题; 3) 拓宽融资渠道, 目前公司融资环境已得到改善, 银行授信额度明显增加, 对于项目落地更具保障。

4、订单充足, 融资改善, 多元布局, 均衡发展, 维持“强烈推荐-A”评级

公司订单充足, 融资能力提升, 利于订单加速落地, 业绩高增长有保障。此外, 公司积极多元布局, 利于均衡发展, 历史问题有望得到解决, 后续估值空间有望打开, 我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.59 和 0.74 元/股, 对应 PE 分别为 14.6 和 11.8 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

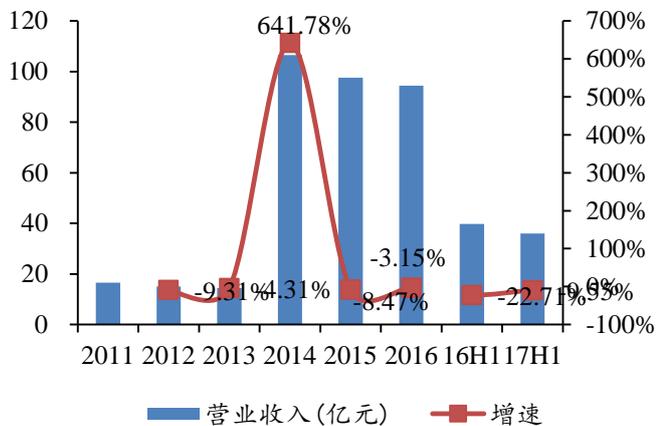
5、风险提示: 投资不及预期, 融资改善不及预期, 回款风险

表 1: 公司盈利预测简表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9444	11427	13484	15506
同比增长	-3%	21%	18%	15%
营业利润(百万元)	669	990	1230	1437
同比增长	7%	48%	24%	17%
净利润(百万元)	512	747	925	1077
同比增长	9%	46%	24%	16%
每股收益(元)	0.73	0.59	0.74	0.86
P/E(倍)	11.8	14.6	11.8	10.1
P/B(倍)	1.4	2.2	1.9	1.7

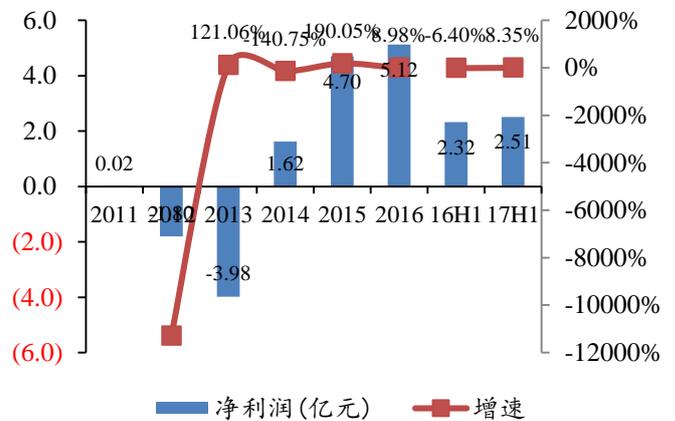
资料来源: Wind、招商证券

图 1: 2017 年上半年营收减少 9.83%



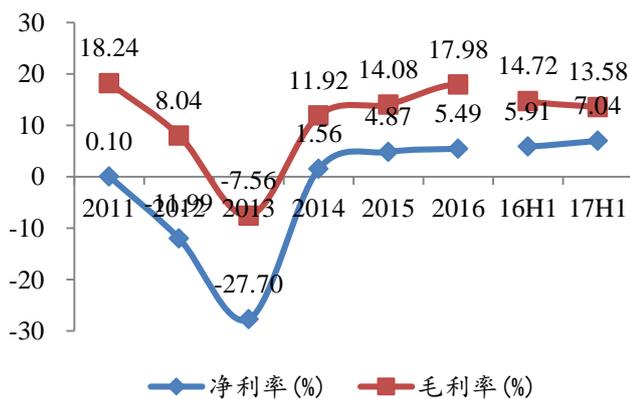
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 2017 年上半年净利润增长 8.40%



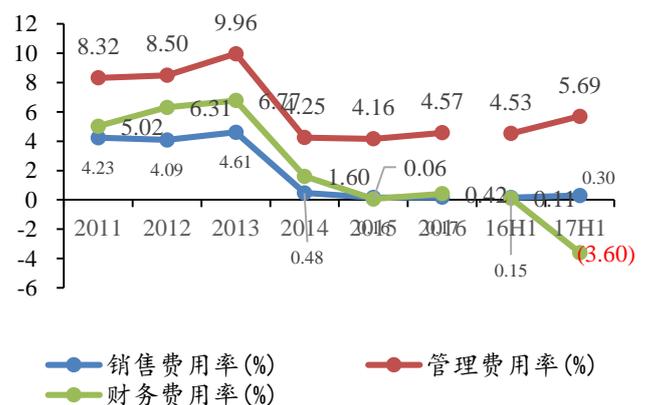
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 17H1 毛利率降 1.15 个 pp, 净利率升 1.13 个 pp



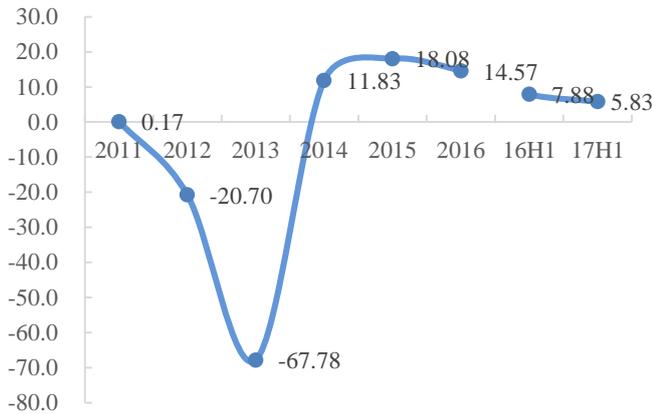
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 17H1 期间费用率下降 2.40 个 pp



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 公司 ROE 较上年同期有所下降



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 公司 ROIC 较上年同期有所下降



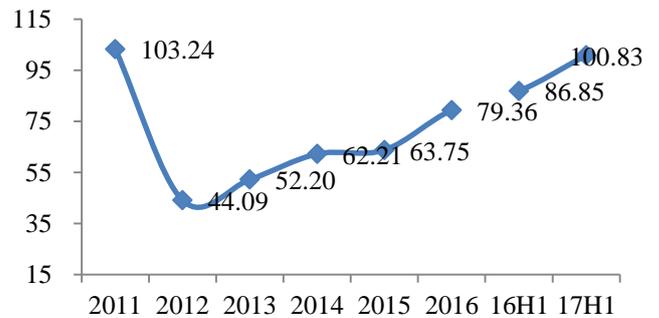
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 公司 17H1 收现比较上年同期大幅提升



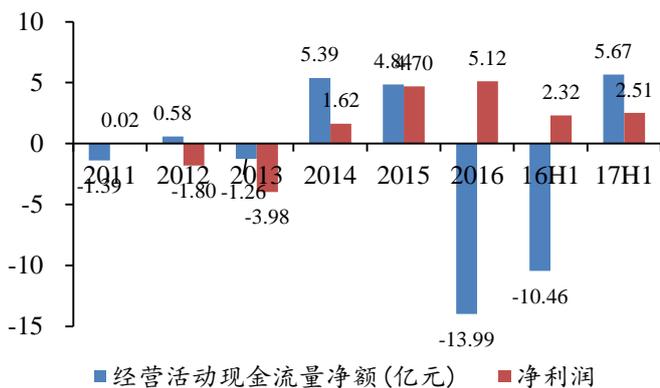
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 公司付现比逐年提升



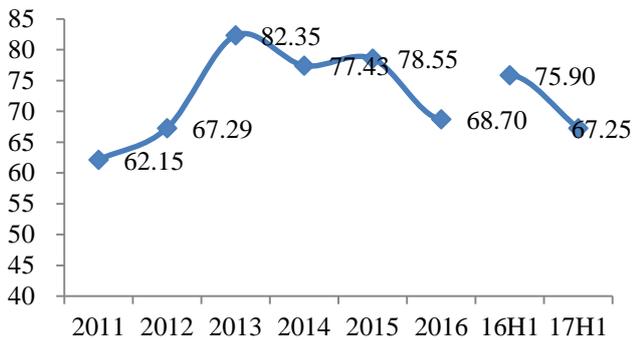
资料来源: Wind、招商证券

图 9: 公司经营活动现金流净额明显改善



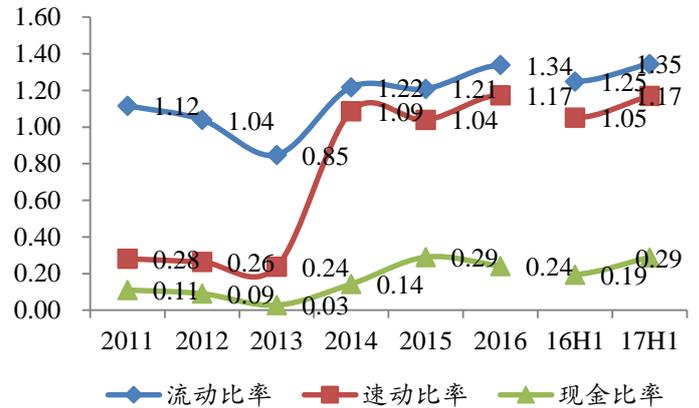
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 公司近年资产负债率有所下降



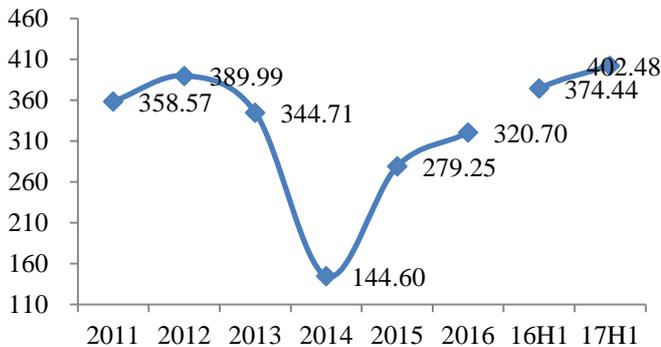
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 短期偿债能力较上年同期有所上升



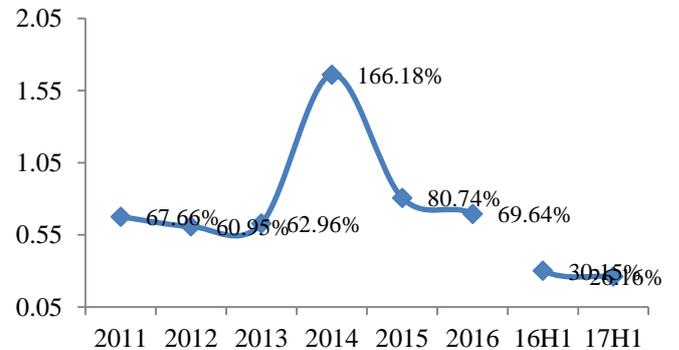
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 营业周期较上年同期有所增加



资料来源: Wind、招商证券

图 13: 总资产周转率较上年同期略降



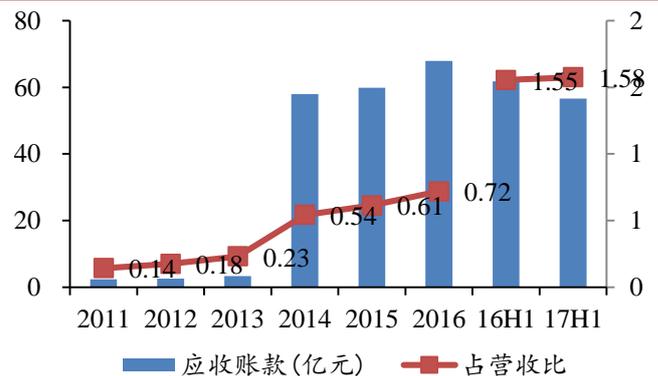
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 存货占营收比重较上年同期有所下降



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 应收账款占营收比重较上年同期略有提升



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	12769	12472	14292	16859	19621
现金	1952	1347	874	1026	1412
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1104	900	1089	1285	1477
应收款项	5990	6793	8196	9671	11122
其它应收款	424	321	389	459	527
存货	1786	1529	1836	2167	2492
其他	1511	1581	1909	2253	2590
<b>非流动资产</b>	676	1203	1344	1474	1593
长期股权投资	149	179	179	179	179
固定资产	52	227	384	529	662
无形资产	28	163	147	132	119
其他	448	634	634	634	634
<b>资产总计</b>	<b>13445</b>	<b>13676</b>	<b>15636</b>	<b>18333</b>	<b>21214</b>
<b>流动负债</b>	10561	9318	10558	12542	14611
短期借款	688	752	294	497	813
应付账款	5347	5767	6962	8215	9447
预收账款	1909	1013	1222	1442	1659
其他	2617	1786	2080	2389	2692
<b>长期负债</b>	0	78	78	78	78
长期借款	0	75	75	75	75
其他	0	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	<b>10561</b>	<b>9395</b>	<b>10635</b>	<b>12620</b>	<b>14689</b>
股本	643	699	1258	1258	1258
资本公积金	1739	2535	1976	1976	1976
留存收益	451	966	1678	2378	3178
少数股东权益	51	81	90	101	114
归属于母公司所有者权益	2832	4200	4912	5612	6412
<b>负债及权益合计</b>	<b>13445</b>	<b>13676</b>	<b>15636</b>	<b>18333</b>	<b>21214</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	484	(1399)	205	361	545
净利润	470	512	747	925	1077
折旧摊销	15	14	36	48	59
财务费用	42	23	46	54	62
投资收益	(57)	(56)	(49)	(54)	(53)
营运资金变动	88	(1766)	(601)	(640)	(629)
其它	(74)	(127)	26	28	29
<b>投资活动现金流</b>	(270)	113	(140)	(134)	(135)
资本支出	(8)	(72)	(188)	(188)	(188)
其他投资	(262)	184	49	54	53
<b>筹资活动现金流</b>	157	922	(539)	(75)	(23)
借款变动	491	209	(458)	203	316
普通股增加	0	56	559	0	0
资本公积增加	(5)	796	(559)	0	0
股利分配	(321)	(103)	(35)	(224)	(277)
其他	(8)	(37)	(46)	(54)	(62)
<b>现金净增加额</b>	<b>371</b>	<b>(364)</b>	<b>(474)</b>	<b>152</b>	<b>387</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	9751	9444	11427	13484	15506
营业成本	8378	7746	9350	11033	12687
营业税金及附加	38	41	50	59	68
营业费用	16	16	31	37	42
管理费用	406	432	579	684	786
财务费用	6	39	46	54	62
资产减值损失	340	557	430	442	476
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	57	56	49	54	53
<b>营业利润</b>	625	669	990	1230	1437
营业外收入	15	15	15	15	15
营业外支出	1	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	639	677	998	1238	1445
所得税	164	158	242	302	355
<b>净利润</b>	475	519	756	936	1090
少数股东损益	4	6	9	11	13
<b>归属于母公司净利润</b>	470	512	747	925	1077
<b>EPS (元)</b>	0.73	0.73	0.59	0.74	0.86

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-12%	-3%	21%	18%	15%
营业利润	92%	7%	48%	24%	17%
净利润	158%	9%	46%	24%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.1%	18.0%	18.2%	18.2%	18.2%
净利率	4.8%	5.4%	6.5%	6.9%	6.9%
ROE	16.6%	12.2%	15.2%	16.5%	16.8%
ROIC	12.7%	10.3%	14.4%	15.2%	15.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.6%	68.7%	68.0%	68.8%	69.2%
净负债比率	5.1%	6.0%	2.4%	3.1%	4.2%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	5.8	4.7	5.6	5.5	5.4
应收帐款周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
应付帐款周转率	1.7	1.4	1.5	1.5	1.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.73	0.73	0.59	0.74	0.86
每股经营现金	0.75	-2.00	0.16	0.29	0.43
每股净资产	4.41	6.01	3.91	4.46	5.10
每股股利	0.16	0.05	0.18	0.22	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	11.9	11.8	14.6	11.8	10.1
PB	2.0	1.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	55.3	49.5	33.3	26.8	22.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王彬鹏：**上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

**李富华：**上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。