

2017年10月25日

中钢国际 (000928.SZ)

Q3 业绩拖累前三季度业绩下滑，现金流大幅转正，新签合同提速

■**事项**：公司发布 2017 年第三季度报告，前三季度累计实现营业收入 48.39 亿元，同比减少 18.34%；其中第三季度实现营业收入 12.46 亿元，同比减少 35.81%。前三季度累计实现归属于上市公司股东的净利润 3.23 亿元，同比减少 12.53%，扣非后同比减少 14.31%；其中第三季度实现归属于上市公司股东的净利润 0.72 亿元，同比减少 47.87%，扣非后同比减少 49.77%。前三季度实现 EPS0.26 元。

■Q3 单季营收及归母净利润下滑较大，拖累前三季度业绩同比下滑：

公司 2017Q1-Q3 实现营业收入 48.39 亿元（同比-18.34%），相当于公司 2016 年全年营收 94.44 亿元的 51.24%。分季度看，公司 2017Q1、Q2、Q3 单季分别实现营收 15.42 亿元（同比+0.93%）、20.50 亿元（同比-16.52%）、12.46 亿元（同比-35.81%），Q2 及 Q3 营收同比出现持续下滑，Q3 下滑幅度较大，我们判断与报告期内公司在手重大项目收入确认较少有关。**净利润方面**，公司 2017Q1-Q3 实现归属于上市公司股东的净利润 3.23 亿元（同比-12.53%），相当于公司 2016 年全年实现归母净利润 5.12 亿元的 63.09%。分季度看，公司 2017Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 1.02 亿元（同比-0.56%）、1.50 亿元（同比+15.47%）、0.72 亿元（同比-47.87%），Q3 归母净利润同比下滑较大，我们判断与同期营收减少密切相关。

■财务费用大幅减少，经营性净现金流较去年同期大幅转正：公司三季报综合毛利率达到 14.85%，较去年同期（15.09%）及今年一季报（16.55%）有所下滑，但较 2017 年中报（13.58%）已有回升。

期间费用方面，公司三季报期间费用率为 4.56%，较去年同期（5.23%）及今年一季报（7.78%）有所降低，但较 2017 年中报（2.39%）增幅较大，主要为营收减少而销售及管理费用较为刚性所致。财务费用同比减少 800%（1.25 亿元），主要是确认垫资项目利息收入金额较大所致。**净利率及 ROE 方面**，公司三季报销售净利率为 6.77%，同比提升了 0.48 个百分点，但较 2017 年中报（7.04%）降低了 0.27 个百分点；ROE（加权）为 7.34%，同比大幅降低了 4.73 个百分点，主要为 2016 年底公司完成非公开发行股票后净资产增加、而报告期内净利润减少所致。**资产减值方面**，公司前三季度资产减值损失 0.84 亿元与去年同期 0.87 亿元基本持平。**现金流方面**，2017 年前三季度公司经营产生的现金流量净额为 4.11 亿元，较去年同期大幅转正（+141.67%，去年同期-9.54 亿元），主要为期内工程项目回款增加所致。

公司快报

证券研究报告

综合

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**11 元**
股价（2017-10-24）**8.21 元**

交易数据

总市值(百万元)	10,317.20
流通市值(百万元)	6,101.33
总股本(百万股)	1,256.66
流通股本(百万股)	743.16
12 个月价格区间	8.06/24.95 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.04	-17.03	-11.21
绝对收益	-4.98	-8.68	-14.14

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 中钢国际：国内收入下滑不掩海外收入高增，国内外业务发展仍具较大潜力/王鑫 2017-07-28
- 中钢国际：Q1 经营现金流及货币资金改善明显，增资有助提升业务承揽能力/苏多永 2017-05-03
- 中钢国际：海外业务占比大幅提升，受益于“一带一路”国际产能合作大格局/张龙 2017-03-29
- 中钢国际：集团“债转股”或将落地，金属 3D 打印板 2016-09-20

■**预收款项年内持续增加，资本结构同比得到较大优化：**货币资金方面，期末公司货币资金余额为 13.37 亿元，同比增加 2.05 亿元 (+18.09%)。**预收款项、应付账款及应收账款方面**，三季度末公司预收款项为 12.85 亿元，同比减少 3.32 亿元 (-20.53%)，但较 2017 年一季报 (9.15 亿元) 及中报 (11.30 亿元) 已持续增加，反映出公司在手项目执行已有持续改善迹象，预收工程款增加，Q4 营收或有较大概率获得提速；应付账款为 47.19 亿元，同比减少 11.69 亿元 (-19.85%)；应收账款为 52.93 亿元，同比减少 13.01 亿元 (-19.73%)。**资本结构方面**，报告期末剔除预收账款后公司的资产负债率为 63.23%，同比大幅降低了 9.99 个 pct，主要为 2016 年底公司完成非公开发行股票后较好地优化了资本结构。

■**Q3 新签合同大幅提速，未完工及待开工项目合计仍有近 400 亿元：**根据公司公告，2017 年第三季度公司新签工程项目合同 31 个，合同金额总计 32.06 亿元 (国外项目合同金额合计 21.94 亿元，国内项目合同金额合计 10.12 亿元)，较 2017 年第二季度新签项目合同金额 9.85 亿元大幅增加。截至报告期末，公司已执行未完工项目 129 个，预计总收入 444.20 亿元，累计已确认收入 302.77 亿元，未完工部分金额为 141.44 亿元；已签订协议但尚未开工项目 46 个，合同金额总计为人民币 253.22 亿元；已执行项目未完工部分、以及未开工项目合同金额总计约 394.66 亿元，相当于公司 2016 年全年营收 94.44 亿元的 4.2 倍，为公司未来 2-3 年的可持续发展奠定了良好的基础。

■**中钢天澄挂牌新三板有助公司环保业务发展，拟收购控股股东旗下资产：**根据公司公告，公司通过子公司中钢设备控股的孙公司中钢天澄已于 2017 年 8 月在新三板挂牌。中钢天澄主要从事大气污染治理 (包括除尘、脱硫、脱硝、VOCs 治理)、尘源控制、土壤修复等业务，为冶金、能源、市政、建材等行业提供相关环保项目一体化解决方案。中钢天澄此次新三板挂牌是公司在大力发展“以大气及固废治理、清洁能源利用为主的节能环保”业务方面的一项重要举措。此外，公司 9 月公告拟收购控股股东中钢集团下属的 (通过中钢股份持有) 中钢招标、中钢金信、中钢期货、中钢安环院等企业股权，我们认为上述资产如成功并入有助于完善公司的产业链结构，增强公司国内外业务的整体解决能力和盈利能力。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 15.8%、15.6%、15.3%，净利润增速分别为 35.9%、18.8%、17.9%，对应 EPS 分别为 0.55、0.66、0.78 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11.0 元，相当于 2017 年 20 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险，项目履约不达预期风险，一带

一路战略推进不达预期风险，海外工程项目承揽实施风险，回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	9,751.3	9,443.7	10,935.8	12,641.8	14,576.0
净利润	470.2	512.4	696.5	827.4	975.4
每股收益(元)	0.37	0.41	0.55	0.66	0.78
每股净资产(元)	2.25	3.34	4.36	4.98	5.72

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	21.9	20.1	14.8	12.5	10.6
市净率(倍)	3.6	2.5	1.9	1.6	1.4
净利润率	4.8%	5.4%	6.4%	6.5%	6.7%
净资产收益率	16.6%	12.2%	12.7%	13.2%	13.6%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%
ROIC	30.8%	46.3%	23.1%	35.6%	46.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,751.3	9,443.7	10,935.8	12,641.8	14,576.0	成长性					
减:营业成本	8,378.4	7,745.8	9,131.4	10,555.9	12,171.0	营业收入增长率	-8.5%	-3.2%	15.8%	15.6%	15.3%
营业税费	38.2	41.3	39.8	50.3	58.3	营业利润增长率	109.1%	7.0%	36.5%	18.7%	18.3%
销售费用	15.8	16.4	29.6	25.6	31.5	净利润增长率	190.1%	9.0%	35.9%	18.8%	17.9%
管理费用	405.8	431.6	473.1	550.3	643.7	EBITDA 增长率	24.5%	11.9%	31.6%	20.1%	17.4%
财务费用	5.7	39.4	30.0	51.0	52.0	EBIT 增长率	34.2%	12.3%	33.2%	20.3%	17.5%
资产减值损失	339.6	556.6	367.5	379.1	391.0	NOPLAT 增长率	86.2%	15.9%	32.9%	20.3%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-23.0%	167.0%	-22.1%	-9.6%	35.3%
投资和汇兑收益	57.1	56.2	48.6	54.0	52.9	净资产增长率	19.3%	48.4%	30.0%	14.3%	14.9%
营业利润	624.9	668.7	913.0	1,083.6	1,281.6	利润率					
加:营业外净收支	14.1	8.0	11.0	11.0	10.0	毛利率	14.1%	18.0%	16.5%	16.5%	16.5%
利润总额	639.0	676.7	924.0	1,094.6	1,291.6	营业利润率	6.4%	7.1%	8.3%	8.6%	8.8%
减:所得税	164.4	158.1	217.1	257.2	303.5	净利润率	4.8%	5.4%	6.4%	6.5%	6.7%
净利润	470.2	512.4	696.5	827.4	975.4	EBITDA/营业收入	6.6%	7.7%	8.7%	9.0%	9.2%
						EBIT/营业收入	6.5%	7.5%	8.6%	9.0%	9.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	2	5	7	6	5
						流动资产周转天数	42	67	78	63	69
						流动营业资本周转天数	422	481	415	466	472
						应收账款周转天数	228	258	228	238	241
						存货周转天数	53	63	50	55	57
						总资产周转天数	446	517	452	497	499
						投资资本周转天数	50	82	92	66	64
						投资回报率					
						ROE	16.6%	12.2%	12.7%	13.2%	13.6%
						ROA	3.5%	3.8%	5.1%	4.0%	5.1%
						ROIC	30.8%	46.3%	23.1%	35.6%	46.3%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
						管理费用率	4.2%	4.6%	4.3%	4.4%	4.4%
						财务费用率	0.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
						三费/营业收入	4.4%	5.2%	4.9%	5.0%	5.0%
						偿债能力					
						资产负债率	78.6%	68.7%	58.7%	68.9%	60.3%
						负债权益比	366.2%	219.5%	142.3%	222.0%	152.1%
						流动比率	1.21	1.34	1.61	1.42	1.64
						速动比率	1.04	1.17	1.41	1.25	1.44
						利息保障倍数	110.90	17.97	31.43	22.25	25.65
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.03	0.01	0.02	0.03
						分红比率	0.0%	6.8%	2.3%	3.0%	4.0%
						股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	474.6	518.6	696.5	827.4	975.4	EPS(元)	0.37	0.41	0.55	0.66	0.78
加:折旧和摊销	15.3	14.4	7.9	7.9	7.9	BVPS(元)	2.25	3.34	4.36	4.98	5.72
资产减值准备	339.6	556.6	300.0	300.0	300.0	PE(X)	21.9	20.1	14.8	12.5	10.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	2.5	1.9	1.6	1.4
财务费用	41.8	22.7	30.0	51.0	52.0	P/FCF	10.1	-7.9	39.4	13.6	-100.5
投资损失	-57.1	-56.2	-48.6	-54.0	-52.9	P/S	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	4.4	6.2	10.4	10.0	12.7	EV/EBITDA	15.0	15.5	7.7	5.5	4.5
营运资金的变动	-583.7	-2,166.0	549.5	-114.2	-1,113.8	CAGR(%)	20.8%	24.0%	62.1%	20.8%	24.0%
经营活动产生现金流量	484.3	-1,398.8	1,545.6	1,028.1	181.2	PEG	1.1	0.8	0.2	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-269.8	112.7	6.1	71.0	55.8	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	156.6	922.2	-277.6	-93.1	-94.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王鑫、苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034