

➤ 中钢国际：行稳致远，与时偕行

中钢国际，1999年在深交所上市。专注低碳冶金技术开发，为钢铁企业提供全流程、全生命周期的绿色低碳工程技术集成服务。

➤ 低碳冶金技术助力钢企碳减排

2021年中国宝武率先提出“双碳”目标，2023年力争实现碳达峰，2025年具备减碳30%的工艺技术能力。公司低碳冶金技术助力钢企碳减排，自主研发带式焙烧机球团工艺、传统高炉降碳工艺、氢冶金等，技术水平处于市场领先地位。

氢冶金是钢企减碳的远期重点突破路径，可实现近零排放。公司正在执行的八钢全氧富氢碳循环高炉项目，已由400立方米级高炉试验逐步推广到2500立方米高炉。当然，我们提示，当前氢冶金商业化推广主要面临生产成本较高等问题，氢冶金近零排放目前尚不具经济可行性。钢铁行业纳入碳交易市场后，若碳税能一定程度覆盖氢冶金较高的生产成本，将加速氢冶金技术走向商用。

截至2023年1月，公司低碳技术在手合同量约400-500亿。新签订单角度，22H1绿色低碳工程技术合同占新签合同40%。

➤ “一带一路”十周年，境外加速展业

2023年是共建“一带一路”倡议十周年。公司是冶金工程领域最早走出去的中国企业之一，积极落实国家“走出去”及“一带一路”战略。2022年公司“一带一路”业务持续推进，EPC总承包Tosyali阿尔及利亚四期综合钢厂开工建设、承建的蒙古TME布罗巨特2*150MW电厂项目等。22H1海外业务收入15.75亿元，同比+184%，收入占比为20.6%。

➤ “中特估”新风：中钢集团拟整体划入中国宝武，股票期权激励草案发布

2022年12月21日，公司收到控股股东中钢集团通知，中国宝武与中钢集团拟实施重组，中钢集团整体划入中国宝武。中国宝武与中钢集团完成战略重组后，公司将全面提速绿色低碳转型，加速推进与宝武产业深度整合融合，充分发挥协同效应。公司控股股东中钢集团长期负债率偏高，中国宝武资产负债率较为良好，2021年为51.45%，债务重组后有望缓解中钢集团及公司的负债压力。宝钢产品出口比例长期保持在10-15%左右，公司拥有丰富的国际化项目执行和管理经验，低碳技术领先，战略重组后有望助力宝武出海。2023年2月16日，公司发布《2022年股票期权激励计划（草案修订稿）》，拟向90名激励对象授予1210万份（约占总股本0.94%）股票期权。

➤ **投资建议：**我们看好公司①低碳冶金龙头，节能减碳趋势推动行业扩容，公司掌握低碳冶金关键技术，项目承接有望加速落地，②“一带一路”收入占比高，海外工程稳步推进，③“中特估”背景下，国企改革提质增效加速，宝武重组中钢增强业务协同，改善融资成本。我们预计公司2022-2024年归母净利润为6.21、7.6和8.82亿元，现价对应PE分别为17、14、12倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**低碳技术普及节奏不及预期；国际经商环境变化不及预期；冶金行业固定资产投资增速下滑。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15862	18697	21091	23312
增长率(%)	7.0	17.9	12.8	10.5
归属母公司股东净利润(百万元)	649	621	760	882
增长率(%)	7.8	-4.4	22.5	16.0
每股收益(元)	0.51	0.48	0.59	0.69
PE	16	17	14	12
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年3月10日收盘价）

推荐
首次评级
当前价格：
8.05元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

目录

1 中钢国际：行稳致远，与时偕行	3
2 低碳冶金龙头，“一带一路”出海展业	7
2.1 绿色低碳转型升级，业务实现质和量“双突破”	7
2.2 “一带一路”十周年，境外展业提速	10
2.3 “中特估”新风：中钢集团拟整体划入中国宝武，股票期权激励草案发布	11
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测假设与业务拆分	14
3.2 估值分析及投资建议	15
4 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 中钢国际：行稳致远，与时偕行

中钢国际工程技术股份有限公司，国内外领先的工业工程技术与服务公司，1999年在深交所上市。公司基本情况分主营业务、技术、行业资质3个方面如下：

- **冶金工程方面，关键词是“冶金”。**公司可提供工程咨询、可研、设计、设备供货、系统集成及软件编制、施工、安装、项目管理、技术服务与培训、生产指导、运营维护、备品备件供应等全方位工程技术服务，范围覆盖原料场、烧结、球团、焦化、炼铁、炼钢、轧钢及配套公辅等全厂、全工艺流程。
- **技术创新方面，关键词是“低碳”。**公司专注低碳冶金技术开发，为钢铁企业提供全流程、全生命周期的绿色低碳工程技术集成服务。
- **行业资质方面，关键词是“完备”。**公司及所属企业已拥有甲级工程设计资质涉及冶金行业、建筑行业、电子通信广电行业、环境工程、市政行业。拥有建筑工程施工总承包壹级资质等行业资质。

图1：中钢国际国家优质工程奖金奖



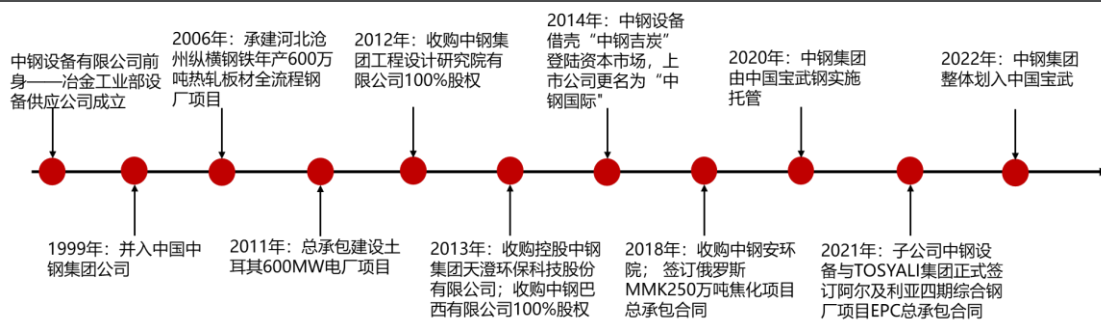
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图2：公司业务分布网络遍及全球



资料来源：公司官网，民生证券研究院

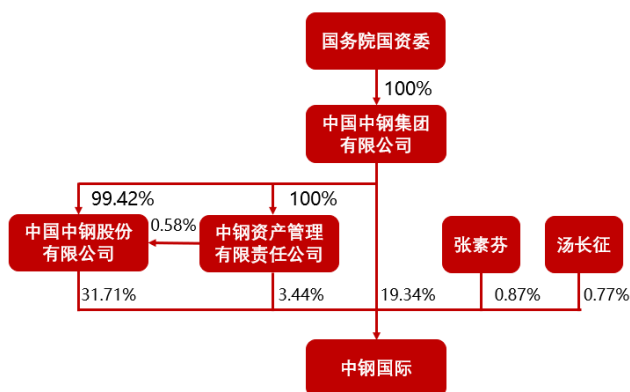
图3：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司实控人为国资委，控股股东中钢集团。截至 22Q3，中钢集团直接+间接合计持股 54.49%。2022 年 12 月 21 日，公司收到控股股东中钢集团通知，中国宝武与中钢集团拟实施重组，**中钢集团整体划入中国宝武**。本次划转已获得多国认证，后续公司将配合中国宝武及时披露本次重组反垄断审查、境外外商投资审查等必要的审批程序进展情况。中国宝武与中钢集团完成战略重组后，公司将全面提速绿色低碳转型，加速推进与宝武产业深度整合融合。

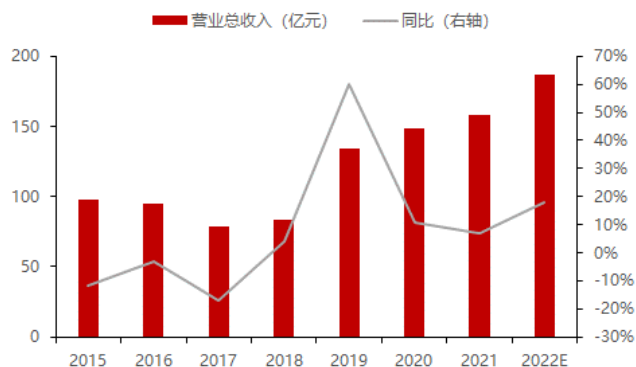
图4：公司股权架构（截至 22Q3）



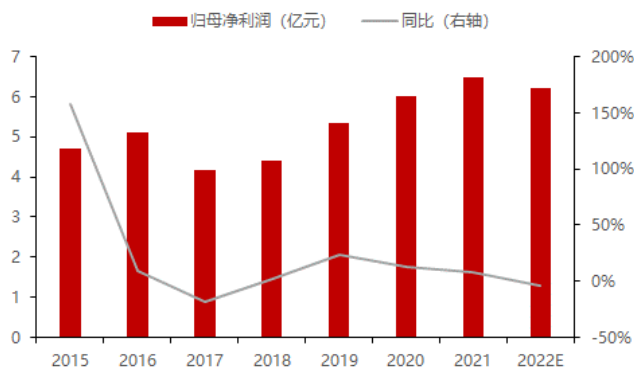
资料来源：wind，民生证券研究院

2018 年以来收入稳健增长。2015-2022 年营收从 97.51 亿增至 186.97 亿元，CAGR 为 9.7%。2015-2017 年公司营收呈现下降，主因国内部分项目建设进度放缓、海外业务稳中有升；2019 年收入 134.14 亿元，同比+60.3%，主因公司把握国内钢铁行业新一轮去产能、产能置换、节能环保机遇，深耕传统客户，同时受益一批在手工程总承包项目顺利投产。2022 年公司预计收入 186.97 亿元，同比+17.9%（根据业绩快报）。

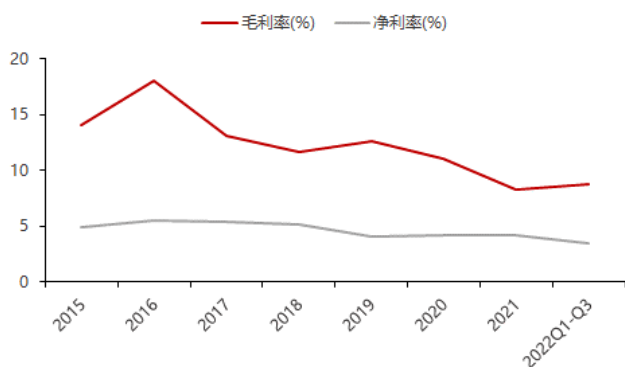
2015-2022 年归母净利润从 4.7 亿增至 6.21 亿元，CAGR 为 4.1%。2017 年归母净利润实现 4.18 亿元，同比-18.6%，主因国内部分项目建设进度放缓；2021 年 6.49 亿元，同比+7.8%，2022 年公司克服钢铁行业下行等不利因素影响，在项目精益管理、降本增效等方面多措并举，根据年度业绩快报数据，2022 年公司预计实现营收 186.97 亿元，同比+17.87%，归母净利润 6.21 亿元，同比-4.26%，扣非归母净利润 5.61 亿元，同比+69.45%。归母净利润同比下降而扣非大幅增长，主因 2021 年非经常性损益偏高，达 3.18 亿元，彼时出售部分所持的重庆钢铁股票确认了投资收益，2022 年在原材料价格下降、精益管控成本的背景下，扣非归母净利润同比大幅增长。

图5：2015-2022E 公司营收及增速


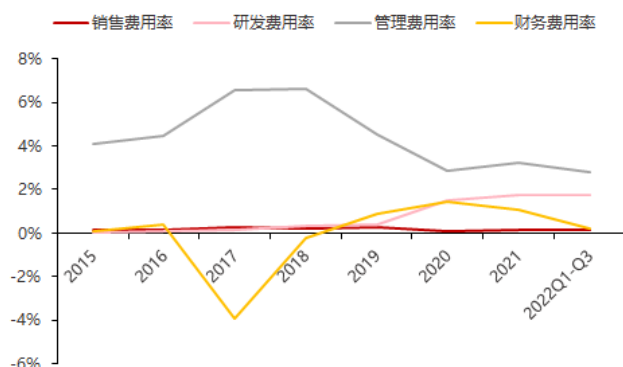
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2015-2022E 公司归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

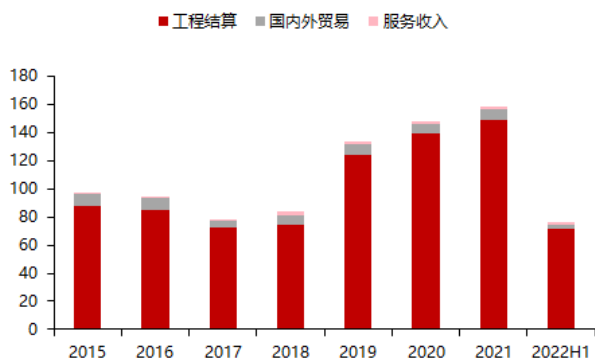
图7：2015-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

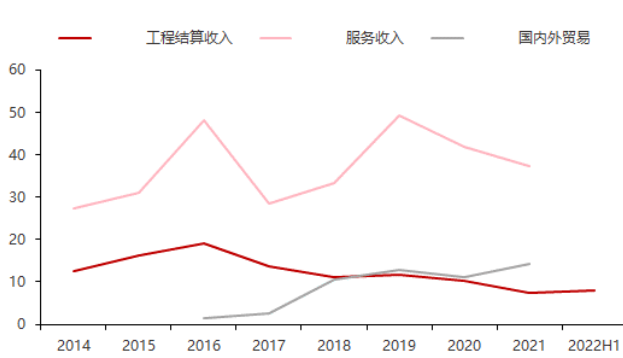
图8：2015-2022Q1-Q3 公司期间费用率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

公司收入主要来源为工程结算，此外还包括少量国内外贸易和服务收入，2022H1 工程结算收入占比 93.84%。受疫情影响，人工成本上涨，叠加原材料价格提高，2021 年公司工程结算业务毛利率 7.39%，同比-2.99pct，22H1 公司工程结算业务毛利率 8.09%，同比+1.1pct。

图9：2015-2022H1 公司营收结构 (亿元)


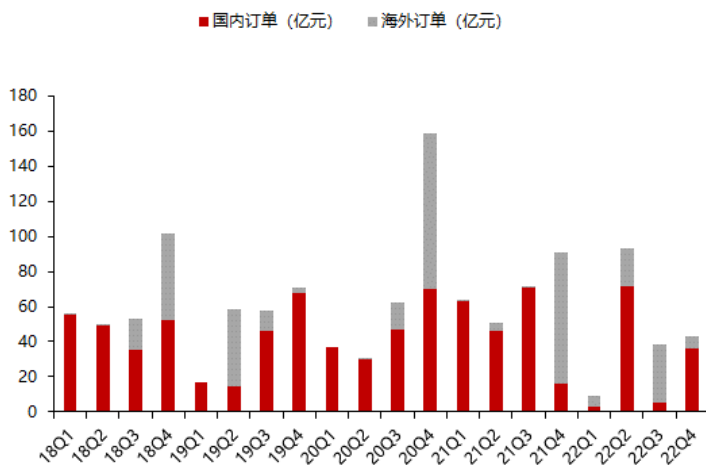
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2014-2022H1 公司各业务毛利率情况 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年新签订单金额同比有一定回落，在手订单仍较为充裕。2022 年公司新签工程项目合同共 111 个，合同金额总计 184.02 亿元，同比-33.5%。其中国内项目合同 96 个，合同金额合计 115.96 亿元，同比-40.6%；国外项目合同 15 个，合同金额合计 68.06 亿元，同比-16.5%。截至 2022 年末，已执行未完工项目 268 个，预计总收入 1066.74 亿元，累计已确认收入 672.82 亿元，未完工部分预期收入 393.92 亿元；已签订合同但尚未开工项目 23 个，合同金额合计 114.22 亿元。

图11：2018-2022 年公司单季度国内外新签订单情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年 3 月公开发行可转债，拟募资 9.6 亿元。2021 年 4 月公司可转债正式上市，2021 年 9 月开始转股，截至 22Q4，公司可转债共转股 2439 万股（公司股本 12.81 亿股）。后续可转债转股或将对公司 EPS 带来稀释影响。

2 低碳冶金龙头，“一带一路”出海展业

2.1 绿色低碳转型升级，业务实现质和量“双突破”

公司是国内冶金工程龙头企业之一，近两年充分受益“双碳”背景下钢企加速“碳减排”。2021年中国宝武率先提出“双碳”目标，2023年力争实现碳达峰，2025年具备减碳30%的工艺技术能力，2035年力争减碳30%，2050年力争实现碳中和。

公司低碳冶金技术助力钢企碳减排。自主研发的创新技术主要指带式焙烧机球团工艺、传统高炉降碳工艺、氢冶金等低碳冶金技术等，上述技术水平领先行业。

图12：宝武建成首座 400 立方米级低碳冶金高炉



资料来源：央视，民生证券研究院

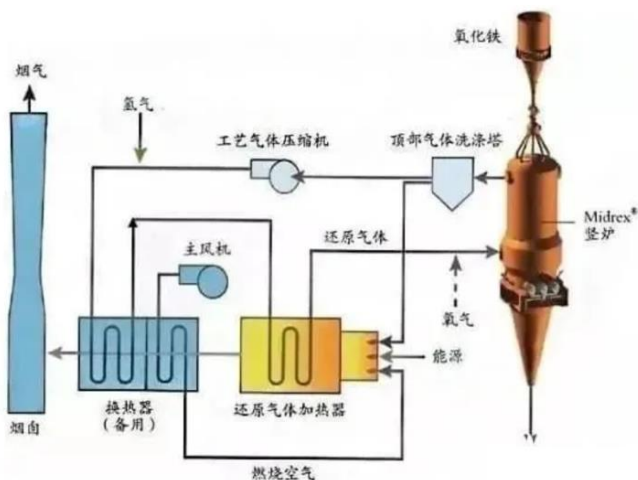
图13：宝武绿色冶金试验高炉



资料来源：中国宝武官网，民生证券研究院

氢冶金是钢企减碳的远期重点突破路径。氢冶金本质是在还原冶炼过程中用气体氢代替碳作还原剂，且生成物是对环境友好的 H_2O ，冶炼过程中使用“绿电”，可实现近零排放。以氢代替碳是当前低碳发展、能源变革的重要方向。公司正在执行的**八钢全氧富氢碳循环高炉项目**，已由400立方米级高炉试验逐步推广到2500立方米高炉：2022年11月16日，我国建成首座400立方米级的低碳冶金高炉，中钢国际在规模化工业生产级别上对富氢碳循环氧气高炉的工艺路径完成了首次验证，**项目实现减碳20%的阶段目标**；宝武已开展将该工艺逐步大型化的工作，**计划将富氢碳循环氧气高炉三期工程试验项目成功经验移植到八钢3座2500m³大高炉上**，中钢国际同样承担该项目。

图14：氢冶金技术原理

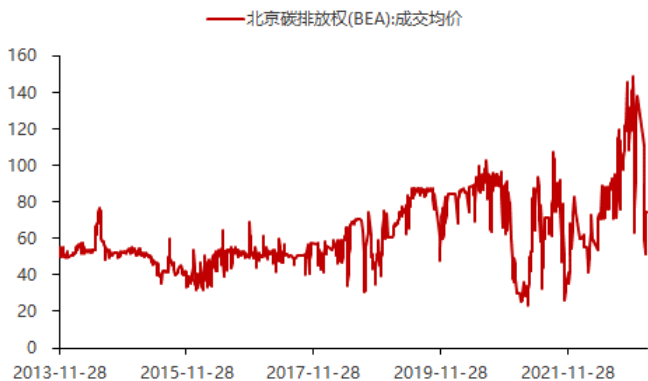


资料来源：氢能日参，民生证券研究院

当然，我们提示，当前氢冶金技术推广主要受制于：①绿氢经济性有待提升，②技术应用缺乏经验，③氢能储存运输成本高，④氢基直接还原铁产品下游市场需求不足。**整体而言，氢冶金近零排放需绿色制氢技术，目前尚不具经济可行性。**以公司承建的宝钢湛江钢铁零碳**示范工厂**百万吨级氢基竖炉项目为例，目前已进入氢基竖炉本体设备安装阶段，是国内首条**集成氢气和焦炉煤气**进行工业化生产的直接还原铁生产线。项目投产后，相较湛钢现有高炉炼铁单工序产品二氧化碳排放量可降低 58%-89%。

钢铁行业纳入碳交易市场有望推动氢冶金技术走向商用。目前全国碳交易体系第一阶段只纳入火力发电行业，而钢铁、石化、有色等能源密集型行业预计“十四五”期间将逐步纳入全国碳交易市场。钢铁行业纳入碳交易市场后，参考欧盟经验，工业企业碳排放多余指标可在交易所出售，**若碳税能一定程度覆盖氢冶金绿色制氢较高的生产成本**，同时绿色制氢经济性提升，有望加速氢冶金技术走向商用；同时，相较于其他全球主要碳排放权交易体系，中国碳排放强度处于较高水平，**而全国碳市场成交均价和价格波动率处于较低水平**。截至 2023 年 2 月末，北京碳排放权成交均价为 74.2 元/吨，同期欧盟基准碳配额主力期货合约价格（EUA）首次突破 100 欧元/吨。

图15: 截至 2023 年 2 月末, 北京碳排放权成交均价为 74.2 元/吨



资料来源: 北京环境交易所, wind, 民生证券研究院

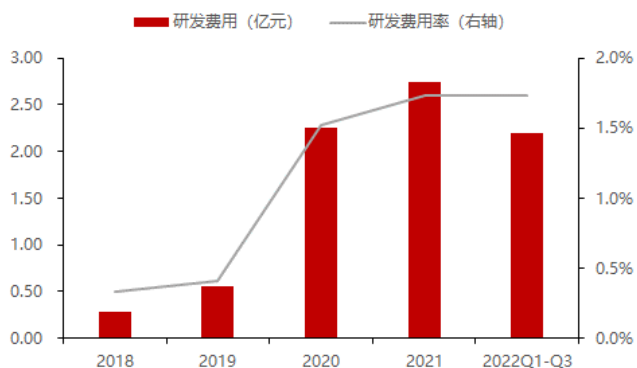
在手合同角度, 核心低碳技术目前在手合同量约 400-500 亿(数据来源: 2023 年 1 月 17 日投资者公告), 可转为收入的储备项目处在高位, 保障经营稳健发展。

新签订单角度, 22H1 绿色低碳工程技术合同占新签合同 40%, 新签六安钢铁绿色带式球团、中厚板, 建龙西钢双高棒、数字化示范带式球团, 山西宏达连铸机项目, 铜陵景钢宽厚板等一批自主技术项目。

已承接项目角度, 马钢股份 400 万吨球团、广西盛隆 300 万吨球团、中钢滨海 500 万吨球团项目等一批低碳冶金工程顺利竣工。多项工程获得新突破, 建邦集团高速棒材项目稳定轧制速度 42.75m/s, 刷新全连续式高速棒材轧制系统关键技术最高纪录, 承建的首个量子电炉设计工程河源德润钢铁量子电炉顺利达产。

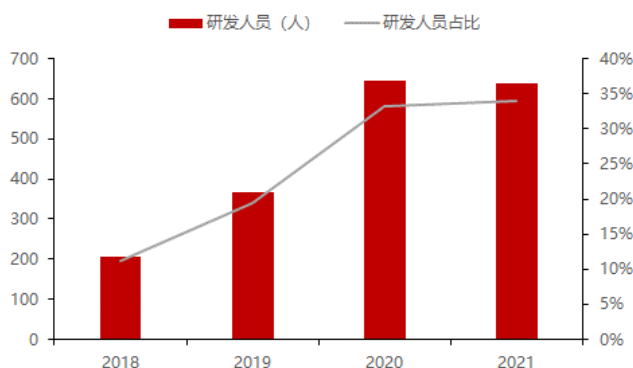
公司构建了以高炉低碳化、带式球团、高端长材轧制、直接还原铁、氢冶金、减污降碳协同增效、碳资产管理与咨询为核心的低碳冶金工程技术体系, 加快核心技术产品数字化转型。**研发投入方面**, 2022Q1-Q3 公司研发费用率为 1.74%, 研发费用同比+45%; 2021 年末研发人员 639 人。

图16: 2022Q1-Q3 公司研发费用率 1.74%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2021 年公司研发人员占比 34%



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 “一带一路”十周年，境外展业提速

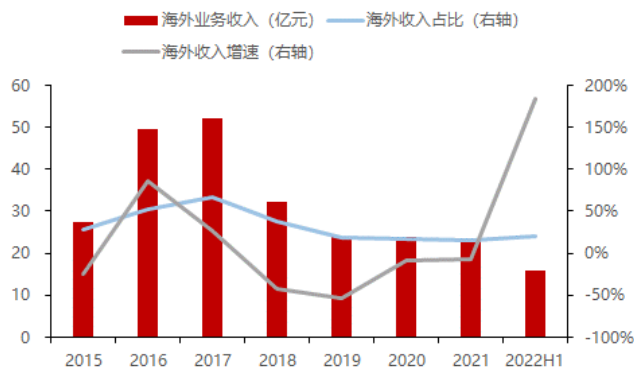
2023年是共建“一带一路”倡议十周年，十年来中国已与151个国家和32个国际组织签署200余份共建“一带一路”合作文件。下一个十年，基建或仍是重点内容。

公司是冶金工程领域最早走出去的企业之一，积极落实国家“走出去”及“一带一路”战略。截至2022年中，公司已在全球40余个国家搭建起较为完善的经营网络，与50余个国家的知名企业建立了稳固的合作伙伴关系。20年来，海外工程总承包合同总额累计超过百亿美元，业务领域涉及27个国家，其中“一带一路”沿线国家签约总额占比超过80%。

2022年公司“一带一路”业务持续推进：EPC总承包的Tosyali阿尔及利亚四期综合钢厂开工建设，该项目是公司在海外总承包的第三座短流程综合钢厂；承建的蒙古TME布罗巨特2*150MW电厂项目是中国公司首次在铁矿领域采用重介质选矿工艺的海外EPC总承包项目等。伴随国家疫情放开+宝武加快海外战略布局，公司将持续推进与俄罗斯、印度、非洲、南美等国家的大型钢厂业务合作，进一步加大在非洲、东南亚、俄语区等市场开拓力度，寻求更多发展机遇。

2018年起公司海外业务收入占比明显降低，主要受地缘政治风险加剧、海外项目落地周期变长、疫情干扰等因素影响。2021年公司海外业务收入23.58亿元，同比-8%，收入占比为14.87%；**22H1收入15.75亿元，同比+184%，占比20.6%**。国际化是公司未来关键发展方向，跟随国内钢企“走出去”，同时国外工程尤其是低碳绿色工程方面，公司技术领先。**盈利能力角度**，2021年公司海外业务毛利率5.92%，同比-8.15pct，22H1为6.16%。主因疫情后成本（如工程进展成本+人员成本+疫情等）均有一定程度上涨，利润率压力比较大。

图18：2022H1公司海外业务收入占比达20.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：2022H1公司海外业务毛利率6.16%



资料来源：wind，民生证券研究院

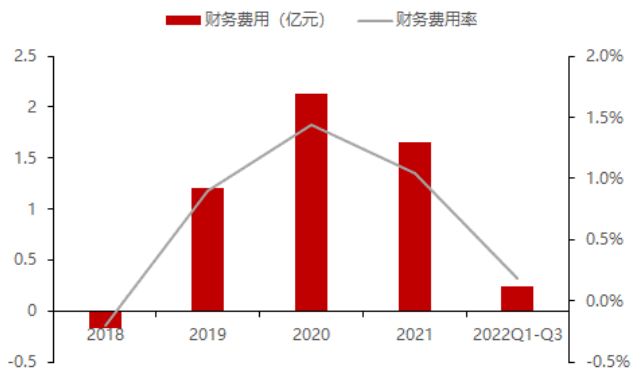
2.3 “中特估”新风：中钢集团拟整体划入中国宝武，股票期权激励草案发布

央企国企加码高质量发展，2023 年有望加速估值重估。2020-2022 年国企改革三年行动计划成效显著，2021 年国有企业营收、利润总额较 2020 年分别增长 18.7%、26.3%，2022 年国资委监管中央企业年化全员劳动生产率较三年行动之初增长 32.5%。2022 年 11 月，证监会易主席首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系，上市公司尤其是国有上市公司，要‘练好内功’；要强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值”。2023 年以来，央国企高质量发展要求持续加码。2023 年 1 月，国资委对国有企业提出了“一利五率”考核指标的概念，提质增效导向更加明确。2023 年 3 月，国资委指出“深入开展世界一流企业创建示范行动，对标世界一流管理提升行动、价值创造行动，专注重点领域打造具有全球竞争力的产品服务，培育享誉全球的知名品牌，不断提高企业竞争力影响力”。**建筑央企一方面提效降本、依靠内生发展增强盈利能力，另一方面有望借助“一带一路”的高质量发展，收获估值与业绩双升。**

2022 年 12 月 21 日，中钢国际收到控股股东中钢集团通知，中国宝武与中钢集团实施重组，**中钢集团整体划入中国宝武**。本次划转已获得多国认证：中国宝武已取得澳大利亚外商投资审查、日本经营者集中申报、土耳其经营者集中申报无异议的反馈意见。**中国宝武与中钢集团完成战略重组后，预计中钢国际可全面提速绿色低碳转型，加速推进与宝武产业深度整合融合，充分发挥协同效应。**

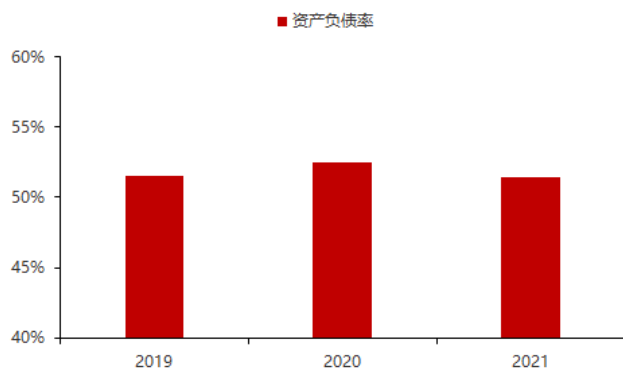
战略重组后中钢集团资产负债率有望改善。公司控股股东中钢集团长期负债率高，2016-2017 年中钢集团资产负债率在 100%以上，2021 年资产负债率降至 93.2%。而中国宝武资产负债率较为健康，2021 年为 51.45%，债务重组后有望缓解中钢集团及公司的负债压力。

图20：中钢国际 2018-2022Q1-Q3 财务费用率

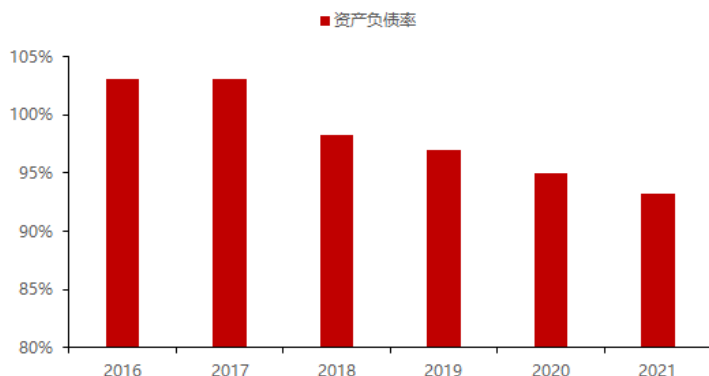


资料来源：wind，民生证券研究院

图21：中国宝武 2018-2022 年前三季度资产负债率

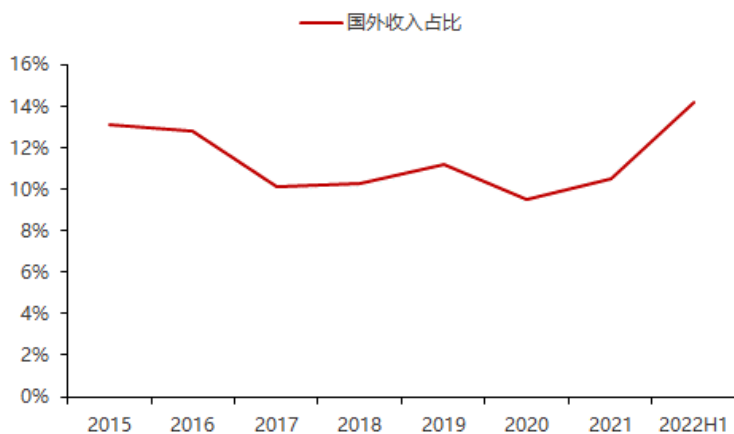


资料来源：中钢国际收购报告书，中国宝武官网，民生证券研究院

图22：中钢集团 2016-2021 年资产负债率


资料来源：中钢集团可持续发展报告，民生证券研究院

战略重组后有望助力宝武出海。 宝钢产品出口比例长期保持在 10-15%左右，2022 年 3 月宝武集团积极响应“一带一路”战略，成立“一带一路”优势产能国际合作领导小组、工作小组、工作办公室，按照“以集团公司战略为导向的择点布局”和“以用户需求为导向的产能合作”两条主线，集团“一带一路”优势产能国际合作工作重点在**巴基斯坦、印度等环印度洋区域**国家开展寻源与对接。**截至 2023 年 3 月，已有 30 多个项目在进一步寻源和对接中。** 中钢国际拥有丰富的国际化项目执行和管理经验，低碳技术领先，有望为宝武出海提供工程业务及低碳技术方面的支持。

图23：宝钢股份 2015-2022H1 海外收入占比


资料来源：wind，民生证券研究院

2023 年 2 月 16 日，中钢国际发布《2022 年股票期权激励计划（草案修订稿）》，拟向 90 名激励对象授予 1210 万份（约占总股本 0.94%）股票期权，授予价格 6.24 元/股。授予的股票期权对 2023-2027 年的**会计成本**影响估计为 632.1、758.51、466.78、213.94、29.17 万元，共计 2100.5 万元。

表1：中钢国际 2022 年股票期权激励计划

行权期	净资产收益率考核目标	归母净利润考核目标	现金流考核目标
第一个行权期	2023 年加权净资产收益率不低于 12.0%，且不低于 2023 年度对标企业 75 分位值水平	以 2021 年归母净利润为基数，2023 年归属于母公司的净利润复合增长率不低于 12.5%，且不低于 2023 年度同行业平均业绩（或者对标企业 75 分位值）水平	2023 年经营活动产生的现金流量净额占营业收入比例不低于 5%
第二个行权期	2024 年加权净资产收益率不低于 12.3%，且不低于 2024 年度对标企业 75 分位值水平	以 2021 年归母净利润为基数，2024 年归属于母公司的净利润复合增长率不低于 12.5%，且不低于 2024 年度同行业平均业绩（或者对标企业 75 分位值）水平	2024 年经营活动产生的现金流量净额占营业收入比例不低于 5%
第三个行权期	2025 年加权净资产收益率不低于 12.6%，且不低于 2025 年度对标企业 75 分位值水平	以 2021 年归母净利润为基数，2025 年归属于母公司的净利润复合增长率不低于 12.5%，且不低于 2025 年度同行业平均业绩（或者对标企业 75 分位值）水平	2025 年经营活动产生的现金流量净额占营业收入比例不低于 5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设:

工程总承包业务: 2021 年工程总承包业务收入占比 94%。2023 年海内外疫情影响预计消退,“一带一路”沿线工程有望率先受益,带动公司海外业务增长。宝武收购中钢集团后有望带来融资成本降低及业务协同。我们预计 2022-2024 公司工程总承包业务收入分别为 175.56、198.56、219.61 亿元,同比增速分别为 18%、13.1%、10.6%;考虑中国特色估值背景,盈利能力提高,毛利率分别为 8.45%、9.5%、9.95%。

国内外贸易业务: 2021 年工程总承包业务收入占比 4.5%,我们预计 2022-2024 公司工程总承包业务收入同比增速分别为 15%、10%、12%,毛利率分别为 12%、12%、11%。

服务收入与业务: 2021 年工程总承包业务收入占比 1.5%,我们预计 2022-2024 公司工程总承包业务收入同比增速分别为 20%、4%、3%,毛利率分别为 39%、40%、35%。

表2: 公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
工程总承包					
收入 (亿元)	138.97	148.82	175.56	198.56	219.61
YoY	11.93%	7.08%	17.97%	13.10%	10.60%
毛利率	10.38%	7.39%	8.45%	9.50%	9.95%
整体					
收入 (亿元)	148.27	158.62	186.97	210.91	233.12
YoY	10.54%	6.98%	17.87%	12.80%	10.53%
毛利率	11.00%	8.25%	9.18%	10.14%	10.41%
业绩					
归母净利润 (亿元)	6.02	6.49	6.21	7.60	8.82
YoY	13%	8%	-4%	23%	16%
归母净利润/收入	4.06%	4.09%	3.32%	3.60%	3.78%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

根据以上假设,我们预计 2022-2024 年公司整体营收分别为 186.97、210.91、233.12 亿元,同比增速分别为 18%、13%、11%,2022-2024 年归母净利润分别为 6.21、7.6 和 8.82 亿元,同比增速分别为-4%、23%、16%。

3.2 估值分析及投资建议

可比公司包括：中国中冶（主营业务为冶金建设承包）、中材国际（主营业务为水泥工程建设，国际工程占比较大）、北方国际（主营业务为国际工程承包，国际工程占比较大）、中工国际（主营业务为国际工程总承包）。可比公司现价对应 2022-2024 年平均 PE 分别为 15x、13x、10x，公司现价对应 2022-2024 年 PE 分别在 17x、14x、12x，估值略高于可比公司。

表3：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601618.SH	中国中冶	3.62	0.47	0.53	0.60	8	7	6
600970.SH	中材国际	10.19	0.81	0.97	1.14	13	11	9
000065.SZ	北方国际	11.26	0.82	1.02	1.24	14	11	9
002051.SZ	中工国际	8.77	0.34	0.40	0.49	26	22	18
可比公司均值						15	13	10
000928.SZ	中钢国际	8.05	0.48	0.59	0.69	17	14	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：可比公司均采用 wind 一致预期（180 天），股价时间为 2023 年 3 月 10 日

投资建议：我们看好公司①低碳冶金龙头，节能减碳趋势推动行业扩容，公司掌握低碳冶金关键技术，项目承接有望加速落地，②“一带一路”收入占比高，海外工程稳步推进，③“中特估”背景下，国企改革提质增效加速，宝武重组中钢增强业务协同，改善融资成本。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.21、7.6 和 8.82 亿元，现价对应 PE 分别为 17、14、12 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) **低碳技术普及节奏不及预期。**公司氢冶金技术成本较高，降本存在一定不确定性，商业化推进节奏可能不及预期。

2) **国际经商环境变化不及预期。**国际环境复杂，项目落地进展可能不及预期。

3) **冶金行业固定资产投资增速下滑。**我国钢铁行业开支与固定资产投资增速有关，未来存在固定资产投资增速下滑的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15862	18697	21091	23312
营业成本	14553	16980	18953	20885
营业税金及附加	22	28	40	56
销售费用	23	26	30	33
管理费用	514	581	618	683
研发费用	274	280	316	350
EBIT	539	864	1119	1294
财务费用	165	134	179	201
资产减值损失	-26	-28	-31	-34
投资收益	219	93	105	117
营业利润	836	798	1016	1178
营业外收支	0	2	2	2
利润总额	836	800	1017	1180
所得税	173	152	224	260
净利润	662	648	794	920
归属于母公司净利润	649	621	760	882
EBITDA	622	957	1158	1334

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6927	5538	7215	8252
应收账款及票据	4350	4798	5334	5902
预付款项	2289	2517	2809	3096
存货	1990	2763	3084	3399
其他流动资产	2439	3050	2419	2638
流动资产合计	17995	18667	20862	23286
长期股权投资	471	471	471	471
固定资产	173	188	188	188
无形资产	174	174	174	174
非流动资产合计	6293	7427	7481	7481
资产合计	24288	26094	28343	30766
短期借款	773	773	773	773
应付账款及票据	10276	10902	12169	13409
其他流动负债	5376	6105	6551	7194
流动负债合计	16425	17780	19492	21376
长期借款	619	734	734	734
其他长期负债	966	937	991	991
非流动负债合计	1585	1671	1726	1726
负债合计	18010	19451	21218	23102
股本	1281	1281	1281	1281
少数股东权益	98	125	158	197
股东权益合计	6278	6643	7126	7665
负债和股东权益合计	24288	26094	28343	30766

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.98	17.87	12.80	10.53
EBIT 增长率	-37.04	60.37	29.51	15.69
净利润增长率	7.79	-4.38	22.53	15.98
盈利能力 (%)				
毛利率	8.25	9.18	10.14	10.41
净利润率	4.09	3.32	3.60	3.78
总资产收益率 ROA	2.67	2.38	2.68	2.87
净资产收益率 ROE	10.50	9.52	10.91	11.81
偿债能力				
流动比率	1.10	1.05	1.07	1.09
速动比率	0.76	0.68	0.74	0.76
现金比率	0.42	0.31	0.37	0.39
资产负债率 (%)	74.15	74.54	74.86	75.09
经营效率				
应收账款周转天数	96.85	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	49.92	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.72	0.74	0.77	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.48	0.59	0.69
每股净资产	4.82	5.09	5.44	5.83
每股经营现金流	0.47	0.33	1.06	1.12
每股股利	0.25	0.24	0.30	0.35
估值分析				
PE	16	17	14	12
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.46	7.58	4.69	3.29
股息收益率 (%)	3.13	3.02	3.70	4.29

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	662	648	794	920
折旧和摊销	84	94	39	40
营运资金变动	65	-362	472	428
经营活动现金流	604	422	1363	1437
资本开支	-23	-50	-35	-35
投资	616	-1169	0	0
投资活动现金流	690	-1348	937	81
股权募资	76	0	0	0
债务募资	801	-28	-213	0
筹资活动现金流	412	-463	-623	-482
现金净流量	1680	-1389	1677	1037

插图目录

图 1: 中钢国际国家优质工程奖金奖.....	3
图 2: 公司业务分布网络遍及全球.....	3
图 3: 公司发展历程.....	3
图 4: 公司股权架构 (截至 22Q3)	4
图 5: 2015-2022E 公司营收及增速.....	5
图 6: 2015-2022E 公司归母净利及增速.....	5
图 7: 2015-2022Q1-Q3 公司毛利率及净利率	5
图 8: 2015-2022Q1-Q3 公司期间费用率表现	5
图 9: 2015-2022H1 公司营收结构 (亿元)	5
图 10: 2014-2022H1 公司各业务毛利率情况 (%)	5
图 11: 2018-2022 年公司单季度国内外新签订单情况.....	6
图 12: 宝武建成首座 400 立方米级低碳冶金高炉	7
图 13: 宝武绿色冶金试验高炉.....	7
图 14: 氢冶金技术原理	8
图 15: 截至 2023 年 2 月末, 北京碳排放权成交均价为 74.2 元/吨.....	9
图 16: 2022Q1-Q3 公司研发费用率 1.74%.....	9
图 17: 2021 年公司研发人员占比 34%	9
图 18: 2022H1 公司海外业务收入占比达 20.6%.....	10
图 19: 2022H1 公司海外业务毛利率 6.16%	10
图 20: 中钢国际 2018-2022Q1-Q3 财务费用率.....	11
图 21: 中国宝武 2018-2022 年前三季度资产负债率.....	11
图 22: 中钢集团 2016-2021 年资产负债率	12
图 23: 宝钢股份 2015-2022H1 海外收入占比.....	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中钢国际 2022 年股票期权激励计划.....	13
表 2: 公司营收拆分-假设表.....	14
表 3: 可比公司 PE 对比.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026