

“一带一路”打开广阔空间，转型升级潜力极大

■ **国内领先的专业工程承包商。**2014年9月，公司完成重大资产重组，置入中钢设备有限公司100%的股权，后者是中钢集团旗下工程及装备业务平台，在冶金等专业工程承包与技术服务领域具有较强实力，是我国最早开拓海外的工程公司之一。公司2014年营业收入为102.8亿元，净利润为4.72亿元，2011-2014年净利润CAGR达到26.7%。公司2014年底结转订单接近300亿元，今年上半年业绩预测为2-2.5亿元。

■ **“一带一路”国家战略推进有望加快公司海外市场拓展。**“一带一路”所覆盖地域大多为发展中国家，基础设施薄弱、工业化程度较低，基建及工业工程市场空间广阔。未来随着“一带一路”战略坚实推进、金融支持措施逐步落实，公司开拓海外市场有望加速，海外收入占比有望由目前30%提升到50%以上。海外项目的高毛利也将有助于公司提高盈利能力。公司近期已连续公告约合10.8亿美元海外订单，海外业务趋势强劲。

■ **大力开拓非钢工程市场，对标中工国际探索经营模式升级。**公司依托在冶金工程领域的技术优势及管理经验，近年来大力开拓矿山、能源、环保等非钢领域工程市场，成效显著。公司未来有望将非钢工程业务占比由目前的30%逐渐提高到50%以上。海外业务方面，公司通过对标中工国际，利用多个行业的专业工程能力，积极探索国际工程承包业务的模式升级。

■ **大股东及高管认购定增锁三年彰显充足信心，转型升级有望加速。**此次非公开增发拟募集资金26亿元，大股东与董监高参与并锁定三年，彰显对公司后续发展的充足信心。募集资金用于补充流动资金，有利于加强业务承接能力。此外，依托公司在冶金工程领域的优势及控股子公司中钢天澄在工业除尘、脱硫脱硝领域的优势，公司未来有望在金属增材制造、智能制造及环保等新领域加速业务转型升级步伐，相关进展值得期待。

■ **投资建议：**我们预测2015-2017年归属股东净利润分别为5.0/6.0/7.2亿元，对应增发后摊薄EPS为0.61/0.72/0.87元。参考同业可比公司估值，我们认为公司工程承包业务合理市值为150亿元(对应2015年30倍PE)，此外，我们还考虑到公司大环保、金属材料等新领域的转型升级潜力，暂给200亿元目标市值，目标价24.3元(对应增发摊薄后股本)，首次给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**应收账款坏账风险、海外业务经营风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,436.2	11,061.3	11,725.0	12,545.8	13,424.0
净利润	-397.8	182.5	497.9	594.7	720.4
每股收益(元)	-0.62	0.28	0.60	0.72	0.87
每股净资产(元)	0.58	3.68	6.32	6.98	7.77

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	-27.8	60.5	28.5	23.8	19.7
市净率(倍)	29.6	4.7	2.7	2.5	2.2
净利润率	-27.7%	1.6%	4.2%	4.7%	5.4%
净资产收益率	-106.7%	7.7%	9.6%	10.3%	11.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	0.4%	0.7%
ROIC	-15.6%	16.1%	32.7%	42.6%	34.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

24.30元

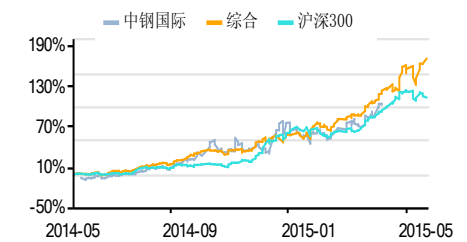
股价(2015-05-20)

18.91元

交易数据

总市值(百万元)	11,045.64
流通市值(百万元)	4,863.03
总股本(百万股)	642.56
流通股本(百万股)	282.90
12个月价格区间	7.66/17.19元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	14.80	-8.85	-28.12
绝对收益	17.74	25.47	95.56

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
0755-88285839

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

报告联系人

宋易璐

021-68766750
songyl@essence.com.cn

相关报告

中钢吉炭：民用碳纤维成关 2010-04-20
注重点：中钢吉炭调研简报

目录:

1、投资聚焦.....	3
2、公司概况.....	3
3、行业分析：“一带一路”打开海外广阔市场空间.....	6
3.1.国内冶金工程市场保持平稳.....	6
3.2. “一带一路”打开海外广阔市场空间.....	7
4、公司分析：海外市场拓展潜力巨大，转型升级前景广阔.....	10
4.1. 公司主营业务分析.....	10
4.2.海外市场拓展潜力巨大.....	11
4.3. 借助冶金工程技术实力发展非钢业务优势明显.....	14
4.4. 对标中工国际，积极探索国际承包业务模式升级.....	16
4.5.大股东及高管认购定增锁三年彰显充足信心，转型升级有望加速推进.....	17
5、风险提示.....	18
6、估值建议.....	18

1、投资聚焦

中钢国际是国内领先的专业工程总承包商，具有突出的海外市场开拓能力。在“一带一路”国家战略推动下，海外市场拓展潜力巨大。公司依靠现有客户资源和技术储备，大力开拓矿山、环保、能源等非钢工程领域业务优势明显。未来海外业务、非钢业务占比都将有望从现有的 30%提高至 50%以上。此外，海外业务未来对标中工国际探索国际工程承包业务模式升级前景广阔。当前公司在手订单充足（2014 年底结转订单接近 300 亿元，接近公司收入的 3 倍）、新签订单趋势良好（近期公告海外订单约 10.8 亿美元），未来业绩有望超预期增长。

此次大股东及高管认购定增并锁定三年彰显对公司中长期发展的充足信心。增发后资金实力增强，承接项目能力加强。未来公司有望加速在环保、金属增材制造、智能制造等领域的转型升级，对公司估值提升具有潜在驱动作用，相关进度值得期待。

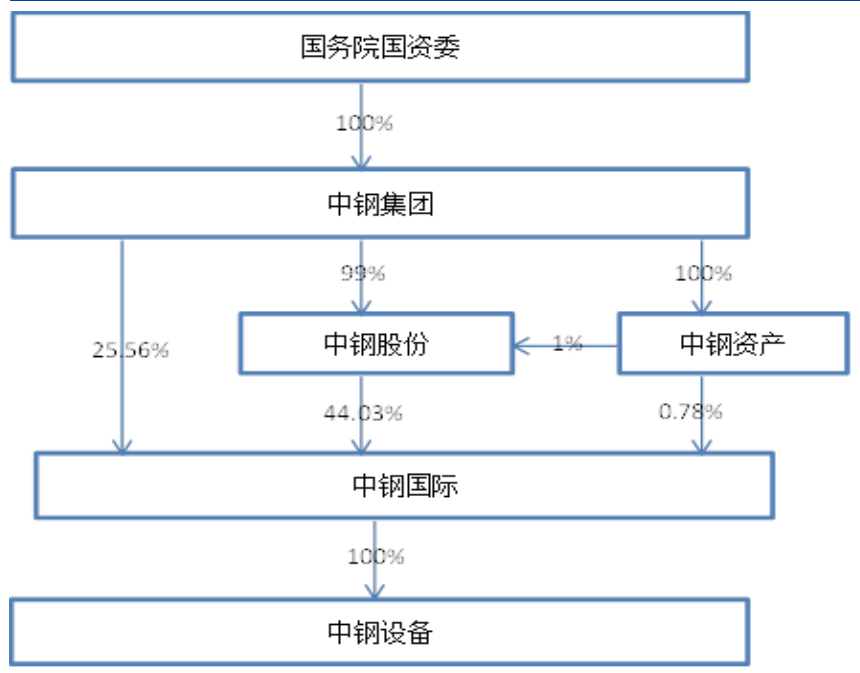
我们预测 2015-2017 年归属股东净利润分别为 5.0/6.0/7.2 亿元，对应增发后摊薄 EPS 为 0.61/0.72/0.87 元。参考同业可比公司估值，我们认为公司工程承包业务合理市值为 150 亿元（对应 2015 年 30 倍 PE），此外，我们还考虑到公司大环保、金属材料等新领域的转型升级潜力，暂给 200 亿元目标市值，目标价 24.3 元（对应增发摊薄后股本），首次给予“买入-A”评级。

2、公司概况

2014 年 9 月，公司完成重大资产重组，置出原公司中钢吉炭所有资产和负债，置入中国中钢股份有限公司所持有的中钢设备有限公司 99%股权，同时向中钢资产管理有限责任公司购买其持有的中钢设备 1%股权，并随后以不低于 8.8 元/股的价格非公开发行股票募集 11.71 亿元资金。交易完成后，上市公司持有中钢设备有限公司 100%的股权。主营业务从原石墨、碳素研发生产变更为工程技术服务和设备集成及备品备件供应业务。2014 年 10 月 13 日中钢吉炭正式公告更名为中钢国际。

重组完成后，中钢集团直接持有中钢国际 25.56%的股份，并通过中钢股份和中钢资产间接持有中钢国际 44.81%的股份，合计持有 70.37%的股份，为公司实际控制人。

图 1：重组后公司股权结构图



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

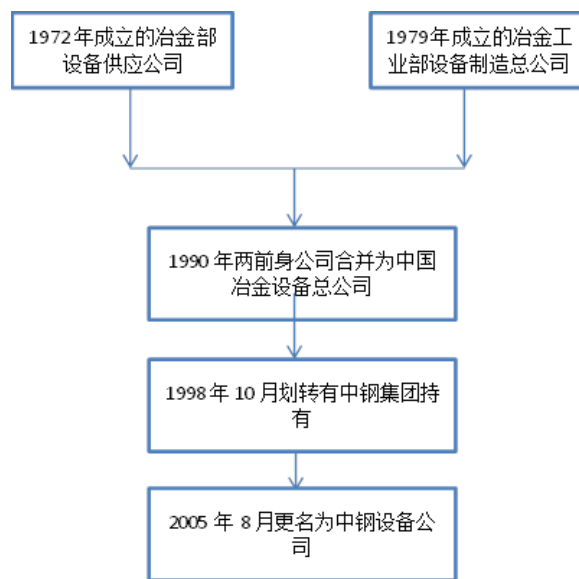
重组置入的中钢设备前身为中国冶金设备总公司，在冶金工程与设备领域具有领先优势。主营业务为国内外黑色金属冶炼及能源、电力、环保等非钢领域工程承包业务，工程承包业务占收入的 90%。公司为我国首批对外承包工程 AAA 级信用企业，并先后被评为中国机电进出口企业(大型成套设备) AAA 级信用企业、中国对外贸易 AAA 级信用企业和国际经营信用 AAAAA 级企业。2014 年，公司工程总承包完成合同额位列全行业第 6 名、冶金行业第 1 名。连续 6 年入选美国《工程新闻纪录》(ENR) 全球最大 250 家国际承包商和最大 250 家全球承包商，2014 年位列国际承包商 147 位，位列全球承包商 140 位。

表 1：勘察设计行业工程项目管理和工程总承包企业完成合同额排名（2014 年）

排名	单位名称	完成合同额 (万元)
1	中国寰球工程公司	1991437
2	中国中材国际工程股份有限公司	1535378
3	中国石油集团工程设计有限公司	1470129
4	中国电力工程顾问集团公司	1463799
5	中国石油工程建设公司	1374930
6	中钢设备有限公司	1285179
7	中石化洛阳工程有限公司	1167004
8	中国核电工程有限公司	1052514
9	中冶京诚工程技术有限公司	965991
10	中国天辰工程有限公司	949401

数据来源：勘察设计行业协会，安信证券研究中心

图 2：中钢设备发展历程

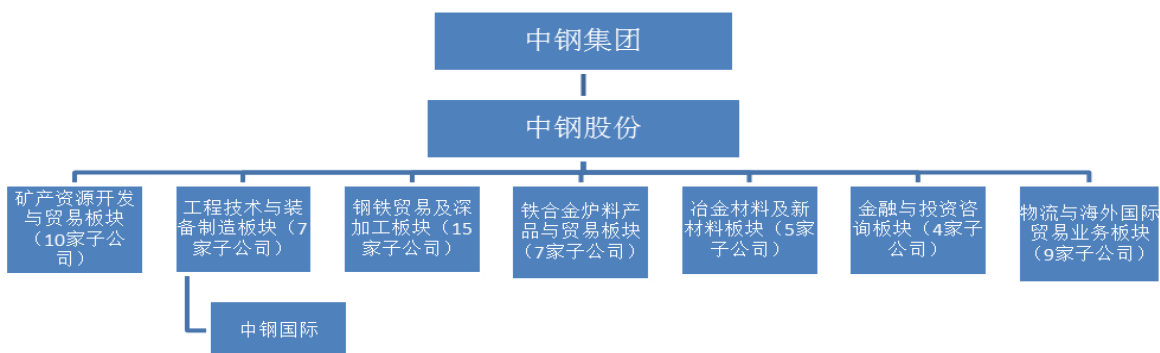


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司的控股股东中钢集团是国务院国资委管理的中央企业。所属二级单位 65 家，其中：境内 49 家，境外 16 家。拥有上市公司两家，分别为此次重组的中钢国际和中钢天源（主营磁性材料生产销售）。2013 年中钢集团实现主营业务收入 1400 亿元。

中钢集团下属业务主要分为矿产资源开发与贸易、钢铁贸易及深加工、工程技术与装备制造、铁合金炉料产品及贸易、冶金材料及新材料、金融与投资咨询、物流与国际贸易七大业务板块，是一家为钢铁工业和钢铁生产企业及相关战略性新兴产业提供综合配套、系统集成服务的集资源开发、贸易物流、工程科技、设备制造、专业服务为一体的大型跨国企业集团。

图 3：中钢股份下属板块分布



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

截至 2013 年底，中钢集团资产总计 1101 亿元人民币，负债总计 1033.5 亿元，资产负债率 93.87%，流动性较为紧张。受国内钢铁市场与信贷环境双

重恶化影响，中钢集团出现经营困难，据媒体报道中钢集团正进行潜在的债务重组。中钢国际是集团公司最优质的资产，其上市及增发加快了集团公司改革脱困步伐。未来上市公司在集团公司潜在的债务重组中有望扮演重要角色，上市公司的业务推进将得到集团公司的大力支持，上市公司层面的国企改革有望得到更大力度的推进。

表 2：中钢股份公司下属工程技术与装备制造板块所属公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
中钢设备	60,000.00 万元	99%	国内外工程总承包；冶金机电成套设备集成及备品备件供应和服务；工程项目管理
中钢集团邢台机械轧辊有限公司	65,351.77 万元	100%	冶金轧辊和冶金成套设备及备件的设计、制造和销售
中钢集团西安重机有限公司	71,543.54 万元	51%	钢铁生产用冶金设备以及矿山机械等大型机械设备的设计和制造
中钢集团衡阳重机有限公司	31,854.00 万元	100%	重型冶金、矿山设备及配件的制造
中钢集团吉林机电设备有限公司	11,500.00 万元	100%	冶金矿山及钢铁生产配套的机电设备、变压器及电控设备加工制作

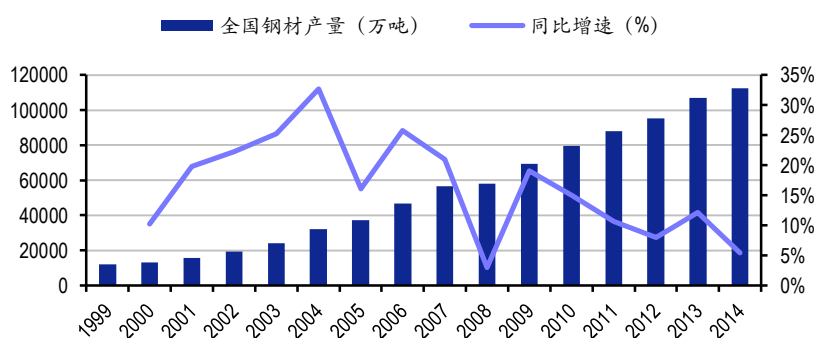
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3、行业分析：“一带一路”打开海外广阔市场空间

3.1.国内冶金工程市场保持平稳

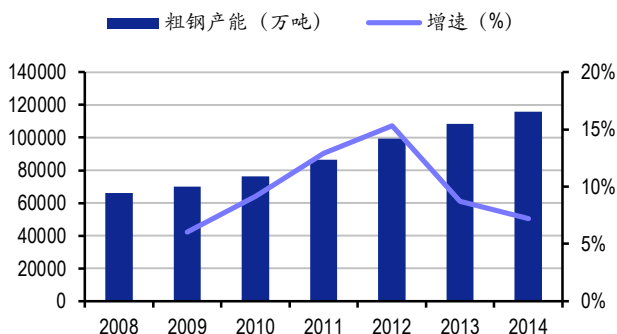
目前国内钢铁产量增速逐渐放缓，2014 年全国钢材产量达 11.26 亿吨，同比仅增长 5.4%。粗钢产能 11.6 亿吨，同比增长 7.2%，增速也在放缓。总体来看，自 2013 年下半年来，国内钢铁产能投资景气度较低，预计未来国内冶金工程行业在经历前几年快速增长后将迎来一段稳定发展时期。虽然增速放缓，但钢铁产业布局调整、特殊钢行业继续做强做大而引致技术升级和大型企业改扩建、节能减排等新技术应用以及淘汰落后产能均有望带来较大规模的钢铁行业投资需求和工程建设需要，为我国工程技术服务行业带来机遇和挑战，拥有丰富的项目执行经营、突出的项目管理能力和长期稳定客户基础的工程技术服务企业将获益。

图 4：全国钢材产量



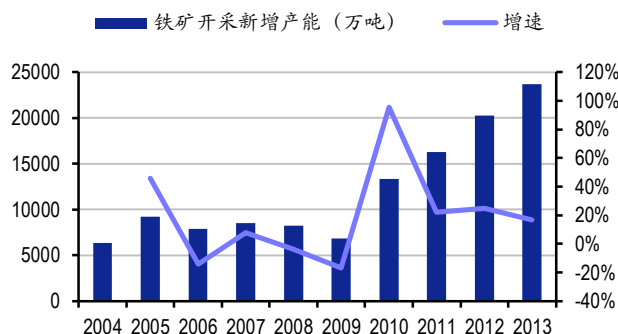
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：中国粗钢产能



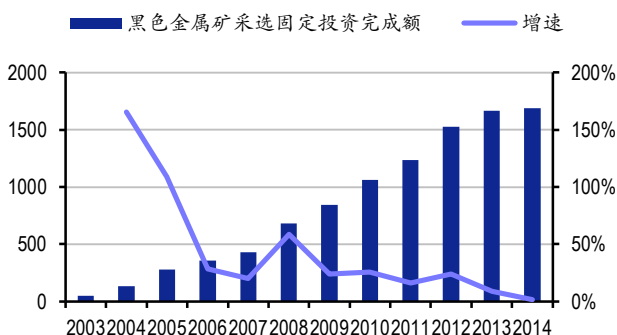
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：铁矿开采新增产能



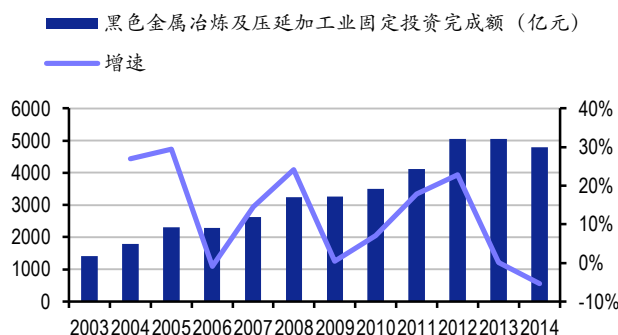
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：黑色金属矿采选固体投资完成额



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：黑色金属冶炼及压延工业固定投资完成额



数据来源：Wind，安信证券研究中心

3.2. “一带一路” 打开海外广阔市场空间

当前，“一带一路”已上升为国家战略，在未来相当长一段时间内，我国将充分利用 4 万亿美元外汇储备优势，通过对“一带一路”国家基础设施项目提供金融支持，来拉动我国基建及成套设备出口，进而推动我国与相关国家经济及政治关系融合、升级。今年 4 月博鳌会议发布路线图，一带一路战略已进入实质推进期。

以亚投行为代表的多层次金融合作将稳步推进，未来“一带一路”建设融资来源将极大丰富。“一带一路路线图”提出共同推进亚投行、金砖国家开发银行筹建，就建立上海合作组织融资机构开展磋商，加快丝路基金组建运营，深化中国-东盟银行联合体、上合组织银行联合体务实合作，以银团贷款、银行授信等方式开展多边金融合作，支持发行本外币债券，共同参与“一带一路”重点项目建设。国开行针对“一带一路”已建立项目库，涉及 64 个国家约 900 个项目、投资金额逾 8000 亿美元。预计未来几年“一带一路”项目建设融资来源将极大丰富、资金充裕度有望大幅提升，项目真实需求将显著增加，我国建筑企业海外业务开拓有望迎来跨越式发展。

2014 年，我国对外承包工程完成营业额 1424 亿美元，同比增长 3.8%；新签合同额 1918 亿美元，同比增长 11.7%。2015 年一季度，对外承包工程完成额和新签合同额分别同比增长 17.6%和 29.7%，分别较去年全年增速提升 13.8

和 18.0 个 pct，增长显著加快。

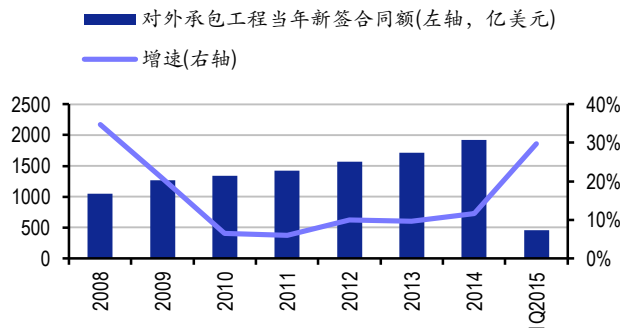
随着多领域政策支持力度加强及亚投行等机构的设立，互联互通项目将陆续落地，将逐渐反应到建筑公司的订单和业绩上。

图 9：对外承包工程完成营业额



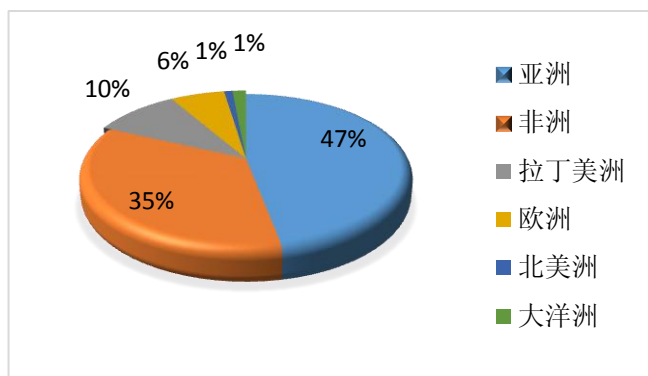
数据来源：商务部，安信证券研究中心

图 10：对外承包工程新签合同额



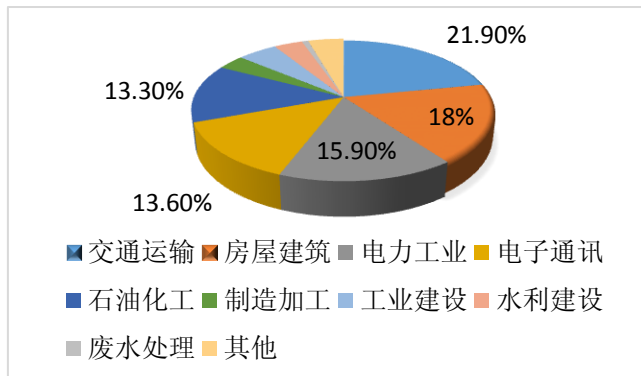
数据来源：商务部，安信证券研究中心

图 11：2013 对外工程承包完成营业额地区分布



数据来源：Wind，安信证券研究中心

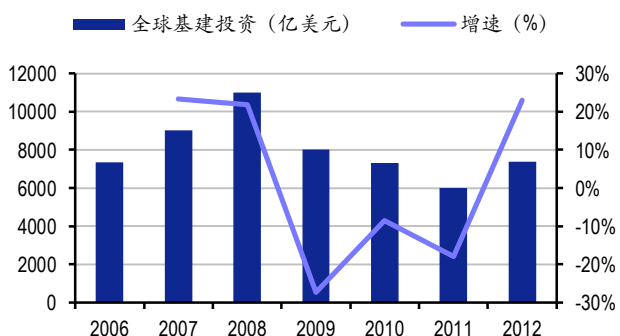
图 12：2013 新签对外承包合同行业领域分布



数据来源：Wind，安信证券研究中心

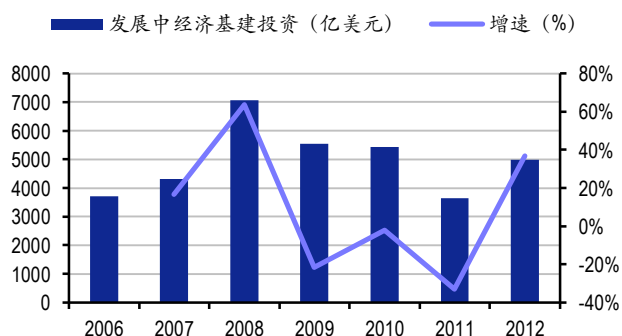
根据联合国 UNCTAD 数据，2003-2012 全球基础设施投资符合增长率为 8.4%，发展中国家投资符合增速高于全球平均，达到 12.0%。发展中国家基建投资占全球比重不断上升。2012 年，在发展中国家中，亚洲基建投资占比达 60%。目前，发展中国家基础设施仍不完善，未来基建投资仍将保持较高增速。

图 13：全球基建投资



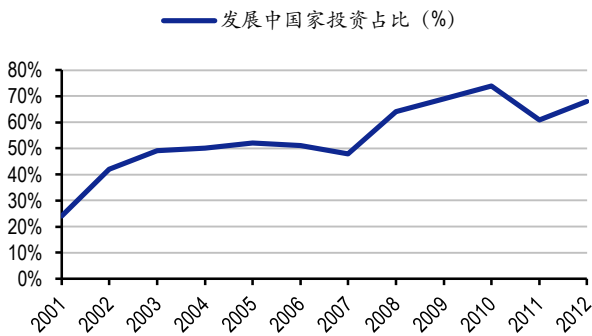
数据来源：UNCTAD，安信证券研究中心

图 14：发展中经济基建投资



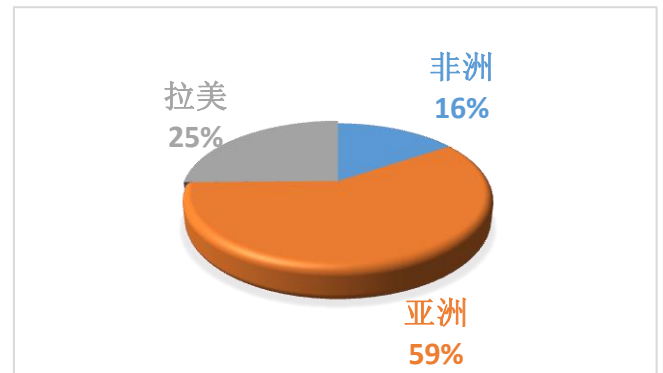
数据来源：UNCTAD，安信证券研究中心

图 15: 发展中经济全球基建投资占比



数据来源: UNCTAD, 安信证券研究中心

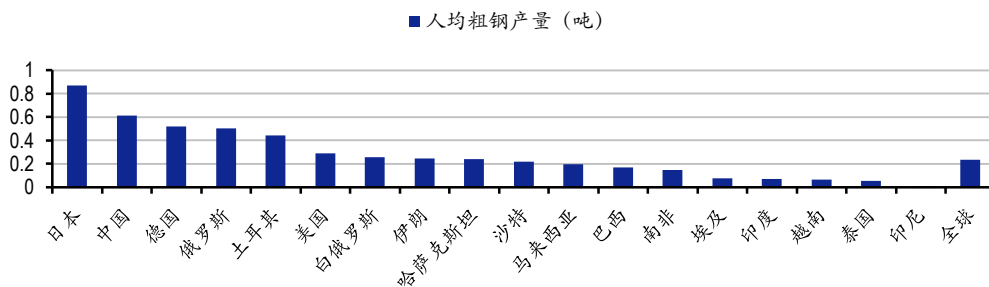
图 16: 2012 年发展中经济体基建投资中各州占比



数据来源: UNCTAD, 安信证券研究中心

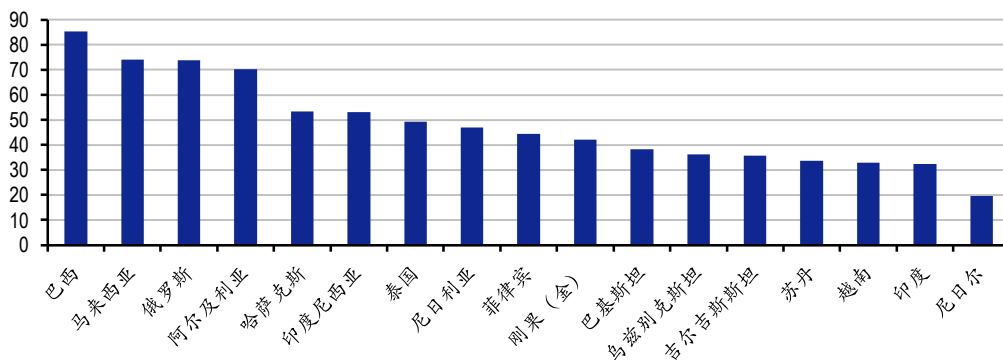
“一带一路”沿线总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63%和 29%。陆上线路分别为中巴、孟中印缅、新亚欧大陆桥以及中蒙俄等陆上经济走廊，海上丝路则是沿海重点港口城市。覆盖区域大多数为发展中国家，城镇化水平较低，未来基础设施发展潜力巨大。人均钢铁、电力消费量也处在较低水平，还有大幅上升空间。这为冶金工程、电力工程等提供了广阔的市场前景。

图 17: 部分国家人均粗钢产量



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 部分国家城镇化率



数据来源: 世界银行, 安信证券研究中心

4、公司分析：海外市场拓展潜力巨大，转型升级前景广阔

4.1. 公司主营业务分析

中钢国际的主要业务分为四个板块：冶金工程总承包、机电设备与备品备件供应、工程服务、能源与环保。

图 19：中钢设备主营业务分布



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

冶金工程总承包：该业务为公司传统优势领域，为公司最主要的收入来源。公司可以为客户提供规划设计、设备供货、土建施工、安装调试到开工及生产指导、备件集成供应的全流程“一站式”服务，拥有承包建设综合性钢铁联合企业的能力，在冶金工程总承包领域拥有综合优势，并积累了丰富的项目经验。

机电设备与备品备件供应：机电设备与备品备件服务、供货范围覆盖钢铁生产流程中的每个环节。从矿山机械、焦炉与烧结、炼铁炼钢、连铸、再到轧钢，以及轧钢后处理环节，都能给客户提供完备的备件保障。

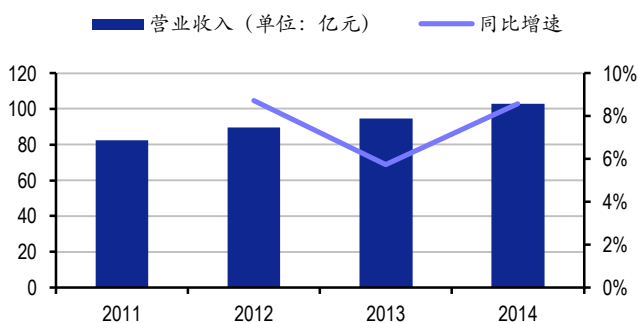
工程服务：公司为客户提供包括设备制造监理、工程施工监理、设备安装及监理、试车、开工指导、人员培训等一系列的工程服务。

能源环保：公司在冶金领域提供各种环保与节能服务，已经成功完成 20 多个 TRT 总包项目，数十个其他环保节能项目，包括烟气余热发电、烧结烟气脱硫、铁水脱硫、除尘、固体废物处理、污水处理等项目。

公司 2011-2014 年营业收入分别为 82.3/89.5/94.7/102.8 亿元，CAGR 为 7.67%，净利润由 2.32 亿元增长到 4.72 亿元，CAGR 为 26.72%。在手订单充裕，

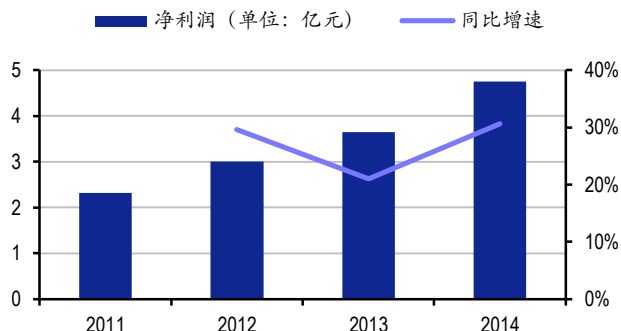
2014 年底在手订单接近 300 亿元，为当年收入的 2.92 倍。毛利率与净利率稳步提升，毛利率由 2011 年的 9.54% 提高到 2014 年的 13.54%，净利率则由 2.81% 提高到 4.63%。2014 年海外收入占比约 36%，较 2013 年继续提升。工程承包业务占总收入约 90%。

图 20：公司营业务收入变化



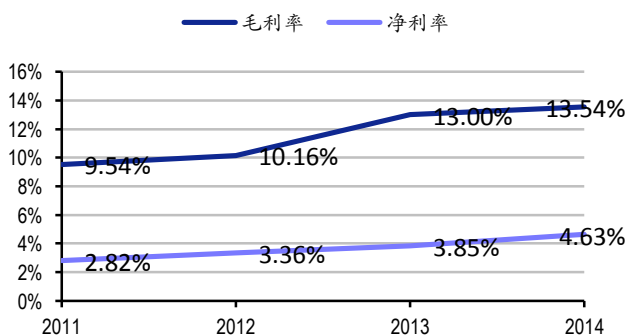
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 21：公司净利润变化



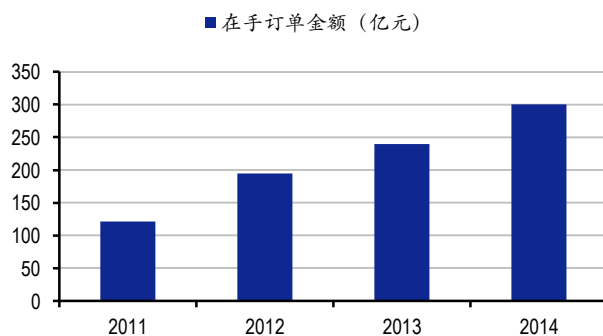
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：公司毛利率和净利率变化



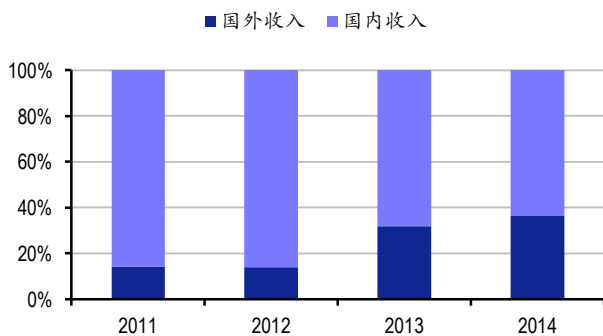
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23：公司在手订单情况



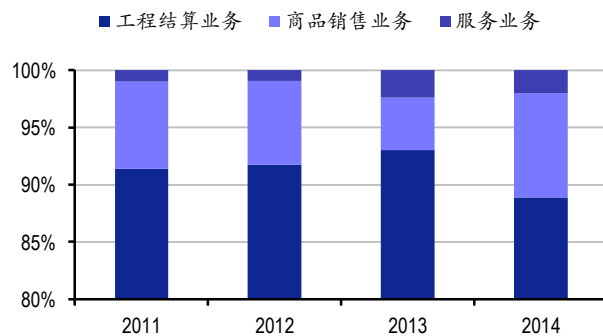
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：公司海外收入与国内收入占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：公司各业务占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 海外市场拓展潜力巨大

公司是最早一批积极参与国际竞争，提供设备供应、集成服务的中国企

业，较之同类企业在海外市场的发展已领先一步。在机电设备集成及备品备件供应方面，中钢设备已向包括 ArcelorMittal、JFE、OMK、AHMSA 在内的许多国际知名钢铁企业提供长期的设备和备件供货服务，逐渐成为这些企业在中国市场的采购和服务平台。公司已经逐渐改变原有低附加值单纯贸易业务，逐步发展海外大型冶金工程总承包和成套设备供货业务，实现了向高附加值、综合业务模式的转变，成为国际冶金工程领域具有重要影响力的工程技术服务和设备集成及备品备件供应服务商。根据 Metal Bulletin 统计，中钢设备与全球粗钢产量千万吨企业中的一半都有业务往来，海外竞争优势明显。

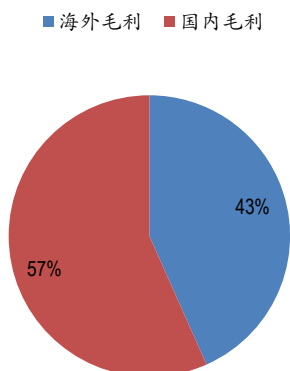
图 26：中钢国际全球业务分部地区



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

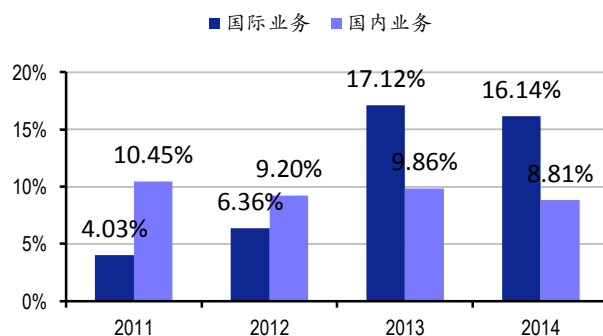
公司业务目前主要集中在地区为中东地区、南亚地区、东南亚地区、哈萨克斯坦、俄罗斯等，这些地区基础设施和工业水平比较落后，还有很大发展空间。同时，这些国家和地区与“一带一路”所覆盖区域高度重合。公司有望依靠现有扎实的客户基础，借助国家政策东风，继续加速海外市场拓展。同时，海外业务毛利较高，海外收入比例的提升也会对公司盈利能力有所促进。

图 27：2014 年海内外毛利润占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 28：海内外项目毛利率对比



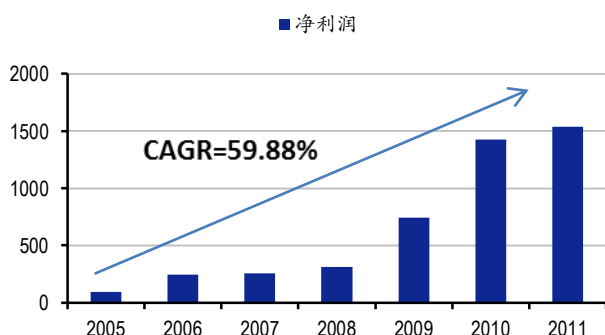
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

以中材国际开拓海外市场为例，中国海外工程承包行业具有世界级竞争力。中钢国际在国内钢铁冶炼工程领域具有非常明显的竞争优势，类似的，

中材国际在国内水泥生产工程处于龙头地位。中材国际在国内水泥市场产能逐渐饱和的情况下，在 2003 年左右开始重点开拓海外市场，在短短几年就取得了显著成果。

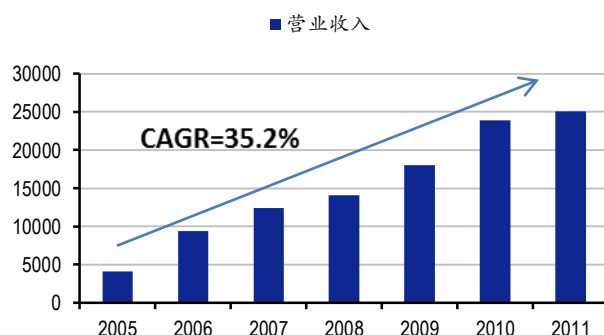
中材国际 2005 年收入为 41.1 亿元，海外收入占比约为 26.6%，随后公司海外业务占比迅速提升，2007 年即达到 60%，总收入扩大近三倍。2005 年-2011 年，公司收入从 41.1 亿元增长至 251 亿元，GAGR 为 35.2%，归属上市公司股东净利润由 0.92 亿元增长至 15.37 亿元，CAGR 达 59.9%。海外收入占比迅速增长的这段时期也是公司实现跨越式增长的黄金时期。

图 29：中材国际净利润增长情况（百万元）



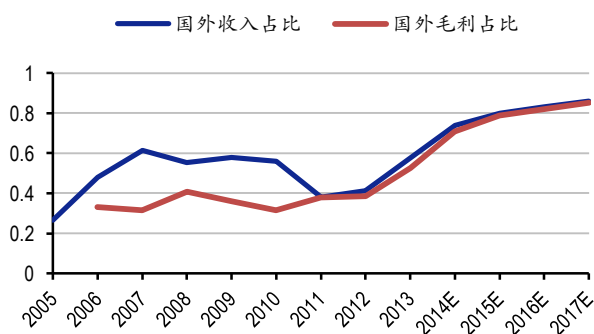
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 30：中材国际收入增长情况（百万元）



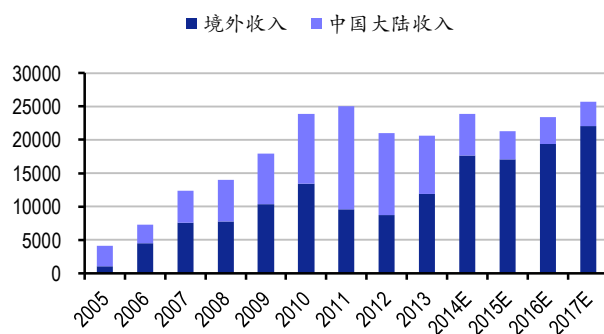
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：中材国际海外收入和海外毛利占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

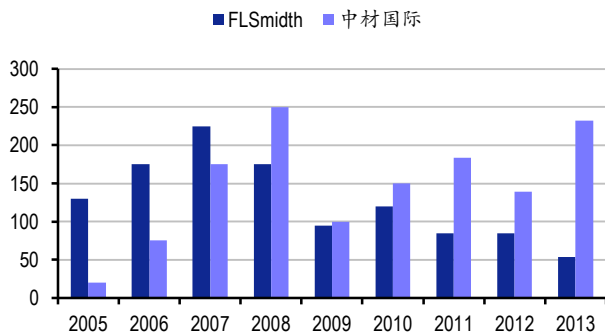
图 32：中材国际海内外收入占比变化



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

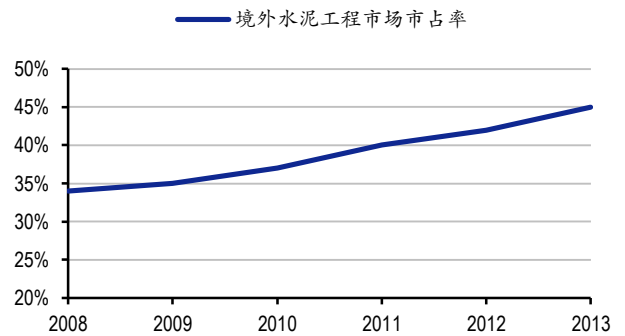
中材国际在海外市场保持明显优势，自进入海外市场以来，市场份额不断扩大，短短几年就取得了市场份额第一的地位。公司 2008-2015 年连续 6 年均排名世界第一，国际市场份额达到 45%。和主要竞争对手 FLSmidth 相比，在 2005 年，FLSmidth 的海外订单量还是公司的 6 倍左右，至 2008 年，公司海外订单量实现反超，并在之后一直保持领先水平，在 2013 年为 FLSmidth 的 5 倍，显示出了公司极强的海外竞争力。

图 33: 中材国际与 FLSmidth 海外订单对比



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 34: 中材国际海外水泥工程市占率变化



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

中材国际的海外发展历程表明了中国建筑工程公司在海外极强的竞争力。中钢国际作为国内某一专业领域的龙头企业, 同样具有开发海外广阔市场的巨大潜能。未来中钢国际有望依靠国家“一带一路”战略的巨大推动力, 加速开拓海外市场, 海外收入从目前的占比约三分之一, 在 2-3 年内达到 50% 以上, 实现新一轮的快速增长。

4.3. 借助冶金工程技术实力发展非钢业务优势明显

由于公司在钢铁冶炼领域具有较强技术优势及管理经验, 近年来公司大力开拓矿山、环保、能源等非钢领域工程业务, 未来有望将非钢工程业务占比由目前的 30% 逐渐提高到 50%。

矿山工程总承包业务: 项目类型主要包括矿山勘查、环境测评、破碎、选矿厂等, 客户主要集中在澳大利亚、巴西、智利等国家。矿山工程总承包业务已逐步成为中钢设备的重点业务发展方向和新的利润增长点。

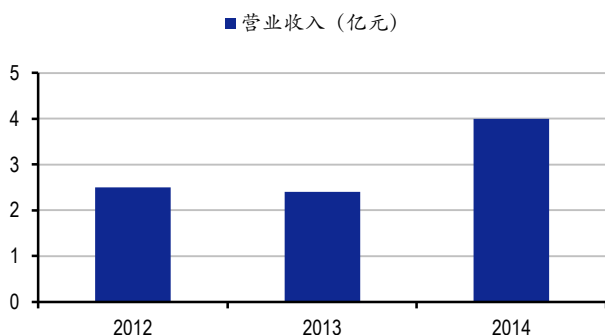
电力工程总承包业务: 项目类型主要包括火力发电、垃圾焚烧发电、富余煤气发电等, 客户主要集中在中国、土耳其、孟加拉、印尼、马来西亚等国家。

环保工程总承包: 依托中钢天澄优势平台发展环保业务。公司为中钢天澄公司的控股股东, 持有中钢天澄 53.33% 股权。中钢天澄是国内环境保护产业的领军企业之一, 致力于成为工业大气污染控制综合解决方案提供商。在除尘、脱硫脱硝、固废处理、环境修复等领域都有涉猎。在钢铁、电力、建材、石化等行业建成了数十项示范工程。

中钢天澄环保技术资质齐全, 拥有生态建设和环境工程咨询甲级、环境工程(废气、固废)专项设计甲级在内的五项技术资质。在大气污染控制技术、检测检验技术、环境智能控制技术等领域储备丰富。

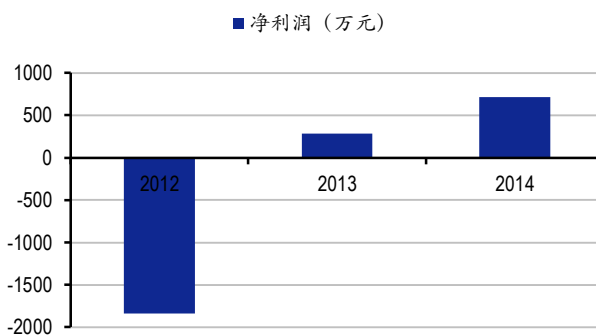
中钢天澄 2012-2014 年收入分别为 2.5/2.4/4.0 亿元, 利润总额为 -1837/285/716 万元。随着国内环境保护政策趋于严格, 未来业绩有望保持更快的增长速度。

图 35: 中钢天澄收入情况



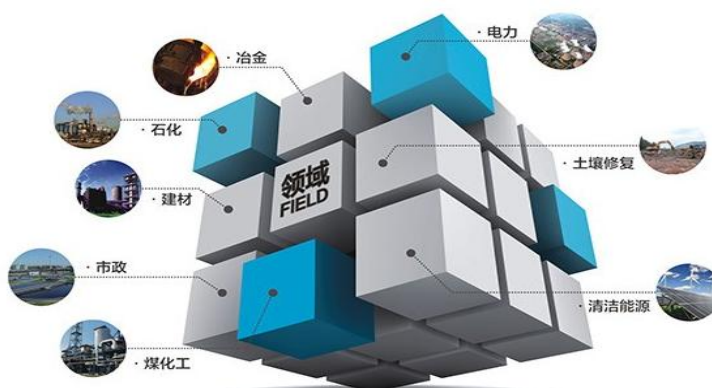
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 36: 中钢天澄利润情况



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 37: 公司控股公司中钢天澄公司环保涉及领域



数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

表 3: 中钢天澄大气污染物控制核心技术

大气污染物控制技术	
1	PM2.5 高效控制技术
2	节能高效除尘技术
3	超净化湿式电除尘器
4	烟气脱硫技术
5	烟气脱硝技术
6	工业煤气燃气高效干法净化技术

数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

由于公司在钢铁冶炼领域具有明显优势, 积累了众多优质客户资源, 例如宝钢集团、河北钢铁集团、武汉钢铁集团等。随着国内环保要求的提升, 国家对淘汰落后产能, 节能减排等方面提出了更高标准, 大型钢铁公司普遍面临更大的环保压力。公司依靠在钢铁冶炼工程领域的技术优势和一站式综合服务能力, 拓展环保、能源等领域具有先天优势, 特别是在钢铁冶炼相关的烟气脱硫、污水处理、燃气-蒸汽联合循环发电 (CCCP) 等领域更具竞争力。

表 4：中钢国际部分非钢领域代表工程

工程名称	时间	承包方式	承包范围	非钢领域
萍钢 75t/h 锅炉+15MW 燃气发电工程	2010.02-	EPC	1×75t/h 高炉煤气(掺烧转炉煤气) 中温中压锅炉+1×15MW 凝汽式汽轮发电机组。	能源
唐山荣信节能项目总承包	2009.1	EPC	3×130t/h 锅炉+2×25MW 燃气发电+8 万 m3 转炉煤气柜+10 万 m3 高炉煤气柜+1080m3 高炉喷煤及 TRT 工程	能源
土耳其 ICDAS 1*600MW 电厂项目	2011.05-2013.12	EPC	二期工程工厂设计、全部设备和安装材料的供货、锅炉高压部分的现场焊接工作、设备安装的指导工作、系统联调和性能试验	能源
南非 Tubatse30MW 矿热炉余热发电项目	2011.08-2015.12	EP	矿热炉余热发电电厂的设计、采购，以及安装、调试指导	能源
承钢余热回收综合利用工程	2010	EPC	35MW 富余蒸汽发电和 2×360m2 烧结机从环冷机改造、余热锅炉建设至汽轮机发电系统及水处理等附属设施建设总承包方式。	能源
营口天盛重工废污水处理动力项目	2011-2014			环保
邢钢烧结机烟气脱硫项目	2007-2008	EPC	烟气脱硫项目的设计·设备材料采购·施工·调试·验收·人员培训等总承包，交钥匙工程	环保
包钢 240 万吨球团项目总承包	2010-2013	EPC	240 万 t/a 链算机-回转窑球团生产线及配套设施	矿山
马来西亚 PERWAJA2X240 万吨球团项目总承包	2011--2012	EP	从铁精矿原料接收开始至成品储存输出为止的完整球团生产线及公辅配套设施。包括全部专业的设备供货、材料供货、安装工程、自动化系统、软件编程。	矿山

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

4.4. 对标中工国际，积极探索国际承包业务模式升级

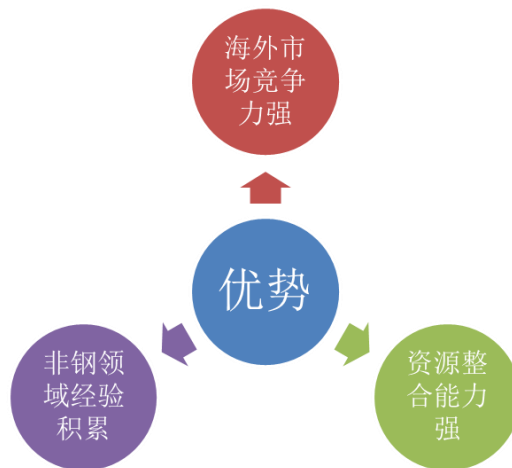
在一带一路政策的红利下，未来海外业务具有广泛机会，公司有望对标中工国际，探索国际工程承包经营模式升级。公司打造多元国际平台的优势主要有：

1) 在**多国海外市场具有广泛影响力**。特别是在土耳其及周边地区、南美、印度等地有明显优势，与当地政府有较好合作关系，有助于在其他工程领域开展业务。

2) 具有**较强海外资源整合能力**。公司已经成为国际冶金工程领域具有重要影响力的工程技术服务和设备集成及备品备件供应服务商，具备提供“一站式”服务能力，EPC 等模式应用娴熟。特别在海外融资等环节具有丰富经验，公司与法国兴业银行合作的土耳其焦炉、焦炉机械和高炉喷煤融资项目被国际知名杂志《TRADE FINANCE》评为 2005 年度最佳融资方案，该方案为中国出口信用保险公司第一次承担土耳其公司的风险；土耳其 ISDEMIR 第一次使用中国的出口融资。

3) 在**冶金、矿山、能源、环保等多个领域具有专业能力**。相比中工国际，公司在冶金、及非冶金工程领域具有专业能力，公司未来可依托这些专业工程领域能力，可对标中工国际、探索国际工程承包业务模式升级。

图 38: 公司开拓海外市场优势



数据来源: 安信证券研究中心

4.5. 大股东及高管认购定增锁三年彰显充足信心，转型升级有望加速推进

大股东及高管认购锁三年彰显充足信心。此次非公开增发预案为:以不低于 14.31 元/股向中钢资产、祥瑞计划等 8 名特定投资者非公开发行 181,691,125 股股份，共筹集资金不超过 26 亿元。其中中钢资产（控股股东全资子公司）认购 20,964,360 股，占此次发行比例 11.54%；祥瑞计划的委托人为公司的董监高，共认购 10,831,586 股，占发行比例 5.96%。募集资金用于公司补充流动资金。大股东及高管认购锁三年彰显对公司未来发展的充足信心。

表 5: 发行前后股权变化情况

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数(股)	持股比例	持股数(股)	持股比例
中钢集团	131,025,539	20.39%	131,025,539	15.90%
中钢股份	225,701,248	35.13%	225,701,248	27.38%
中钢资产	3,995,149	0.62%	24,959,509	3.03%
祥瑞计划	-	-	10,831,586	1.31%
华富资管-吉洲 投资定增 31 号 资产管理计划	-	-	62,893,080	7.63%
浙江物产-新城 欣源	-	-	27,952,480	3.39%
中再资产	-	-	20,964,360	2.54%
山南中和	-	-	20,614,959	2.50%
红土基金拟设 立的资产管理 计划	-	-	15,373,864	1.87%
长江钢管	-	-	2,096,436	0.25%
公众投资者	281,840,163	43.86%	281,840,163	34.19%
合计	642,562,009	100.00%	824,253,224	100.00%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

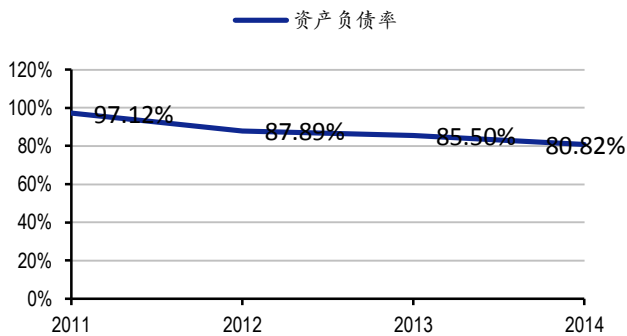
增发募资将增强工程承接能力，并有望加速环保、金属材料等领域的业务转型升级。公司过往资产负债率较高，2011 年甚至高达 97.12%。上市之前融资渠道较为单一，主要依靠短期借款，在一定程度上限制了公司承接项目。此次配套募集资金带来的充足现金流使得公司能够进一步增加项目执行规模，并利于保持传统领域优势，加快开拓新领域业务。特别是公司有望依托在冶

金工程领域的技术优势，未来通过自设或外延扩张的方式，在环保、金属材料领域加速转型升级。

金属增材制造、智能制造领域拓展战略符合《中国制造 2025》纲要精神。公司在年报中披露，拟利用公司在金属材料工程领域的资源优势，积极推进国家鼓励的金属增材制造、智能制造领域的业务拓展，通过与高校及其他科研机构的合作，形成相关优势产业，这一战略方向契合国务院近日印发的《中国制造 2025》纲要，极具潜力。

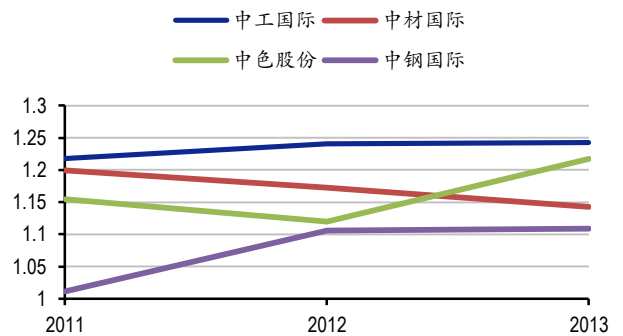
国务院近日印发《国务院关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》，**推进国际产能和装备制造合作，钢铁为重点支持行业之一，公司将迎来重要发展机遇。**文件提出要立足国内优势，推动钢铁、有色行业对外产能合作。结合国内钢铁行业结构调整，以成套设备出口、投资、收购、承包工程等方式，在资源条件好、配套能力强、市场潜力大的重点国家建设炼铁、炼钢、钢材等钢铁生产基地，带动钢铁装备对外输出，对公司主业形成重大利好。

图 39：公司资产负债率变化



数据来源：公司公告,安信证券研究中心

图 40：公司与主要海外工程公司流动比率对比



数据来源：公司公告,安信证券研究中心

5、风险提示

应收账款风险、海外经营风险。

6、估值建议

我们预测 2015-2017 年归属股东净利润分别为 5.0/6.0/7.2 亿元，对应增发后摊薄 EPS 为 0.61/0.72/0.87 元。参考同业可比公司估值，我们认为公司工程承包业务合理市值为 150 亿元（对应 2015 年 30 倍 PE），此外，我们还考虑到公司大环保、金属材料等新领域的转型升级潜力，暂给 200 亿元目标市值，目标价 24.3 元（对应增发摊薄后股本），首次给予“买入-A”评级。

表 6：可比公司对比

代码	名称	股价	2015EPS	2015PE
002051.SZ	中工国际	32.73	1.38	23.77
600970.SH	中材国际	17.77	0.75	23.62
000758.SZ	中色股份	22.97	0.54	42.54
	平均			29.98

数据来源：Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月20日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,436.2	11,061.3	11,725.0	12,545.8	13,424.0	成长性					
减:营业成本	1,544.9	9,763.8	10,137.4	10,833.3	11,578.2	营业收入增长率	-4.3%	670.2%	6.0%	7.0%	7.0%
营业税费	8.4	28.0	35.2	43.9	47.0	营业利润增长率	103.7%	-181.2%	102.2%	25.0%	17.7%
销售费用	66.2	50.8	70.4	62.7	67.1	净利润增长率	121.1%	-145.9%	172.9%	19.4%	21.1%
管理费用	143.1	452.3	598.0	652.4	671.2	EBITDA 增长率	547.9%	-326.9%	39.9%	23.6%	16.7%
财务费用	97.2	170.9	4.8	-11.0	-15.1	EBIT 增长率	197.0%	-263.2%	33.6%	22.5%	17.5%
资产减值损失	14.8	302.0	250.0	170.0	140.0	NOPLAT 增长率	196.6%	-190.1%	81.3%	22.5%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-13.0%	-10.7%	-6.0%	43.5%	48.9%
投资和汇兑收益	36.7	32.5	30.0	30.0	35.0	净资产增长率	-53.5%	548.3%	117.7%	10.9%	11.5%
营业利润	-401.7	326.0	659.3	824.4	970.6	利润率					
加:营业外净收支	4.2	10.9	9.2	12.0	16.0	毛利率	-7.6%	11.7%	13.5%	13.7%	13.8%
利润总额	-397.4	336.9	668.5	836.4	986.6	营业利润率	-28.0%	2.9%	5.6%	6.6%	7.2%
减:所得税	0.4	150.7	167.1	209.1	246.7	净利润率	-27.7%	1.6%	4.2%	4.7%	5.4%
净利润	-397.8	182.5	497.9	594.7	720.4	EBITDA/营业收入	-16.8%	4.9%	6.5%	7.5%	8.2%
						EBIT/营业收入	-21.2%	4.5%	5.7%	6.5%	7.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	142	10	2	3	3
货币资金	16.8	956.8	4,647.0	4,201.1	3,681.9	流动营业资本周转天数	294	39	40	44	62
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	395	188	309	327	314
应收账款	336.5	5,914.9	2,553.1	3,719.7	2,619.3	应收账款周转天数	76	102	130	90	85
应收票据	31.8	227.2	98.5	284.9	162.6	存货周转天数	290	35	35	35	43
预付帐款	23.0	1,829.3	1,549.8	3,265.0	2,202.5	总资产周转天数	572	209	327	344	334
存货	1,054.9	1,087.6	1,165.2	1,242.2	1,974.0	投资资本周转天数	459	53	45	50	69
其他流动资产	2.3	78.9	28.2	36.5	47.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	175.2	75.6	83.6	111.4	ROE	-106.7%	7.7%	9.6%	10.3%	11.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-18.8%	1.7%	4.7%	4.7%	6.4%
长期股权投资	23.2	98.8	98.8	98.8	98.8	ROIC	-15.6%	16.1%	32.7%	42.6%	34.9%
投资性房地产	-	61.6	61.6	61.6	61.6	费用率					
固定资产	541.4	61.7	63.9	135.7	92.3	销售费用率	4.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
在建工程	5.2	0.5	0.5	0.5	0.5	管理费用率	10.0%	4.1%	5.1%	5.2%	5.0%
无形资产	75.2	28.5	30.4	31.2	30.9	财务费用率	6.8%	1.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	2.5	188.0	200.0	240.0	400.0	三费/营业收入	21.3%	6.1%	5.7%	5.6%	5.4%
资产总额	2,112.9	10,708.8	10,572.6	13,400.8	11,483.6	偿债能力					
短期债务	1,349.0	486.7	800.0	800.0	800.0	资产负债率	82.4%	77.4%	50.2%	56.4%	43.3%
应付帐款	293.1	4,960.4	3,825.4	4,829.2	3,644.1	负债权益比	466.7%	343.0%	100.9%	129.5%	76.4%
应付票据	-	901.9	-	-	-	流动比率	0.85	1.22	2.03	1.69	2.15
其他流动负债	85.3	1,938.7	319.3	1,922.2	519.4	速动比率	0.24	1.09	1.80	1.52	1.76
长期借款	-	-	351.1	-	-	利息保障倍数	-3.13	2.91	139.29	-74.29	-63.18
其他非流动负债	12.6	3.7	13.2	9.9	8.9	分红指标					
负债总额	1,740.1	8,291.5	5,309.0	7,561.3	4,972.4	DPS(元)	-	-	0.18	0.07	0.12
少数股东权益	-	49.9	53.3	85.9	105.5	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	10.0%	13.3%
股本	282.9	642.6	824.3	824.3	824.3	股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	0.4%	0.7%
留存收益	88.6	1,718.8	4,386.0	4,929.3	5,581.5						
股东权益	372.9	2,417.3	5,263.6	5,839.4	6,511.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-397.8	186.3	497.9	594.7	720.4	EPS(元)	-0.62	0.28	0.60	0.72	0.87
加:折旧和摊销	64.0	49.4	99.8	130.4	145.8	BVPS(元)	0.58	3.68	6.32	6.98	7.77
资产减值准备	14.8	302.0	-	-	-	PE(X)	-27.8	60.5	28.5	23.8	19.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	29.6	4.7	2.7	2.5	2.2
财务费用	94.8	153.8	4.8	-11.0	-15.1	P/FCF	-135.4	-22.2	11.3	-37.4	-50.1
投资损失	-36.7	-32.5	-30.0	-30.0	-35.0	P/S	7.7	1.0	1.2	1.1	1.1
少数股东损益	-	3.8	3.4	32.6	19.6	EV/EBITDA	-15.2	14.5	13.6	11.1	9.8
营运资金的变动	142.3	-185.4	84.5	-590.1	-1,207.0	CAGR(%)	-216.4%	58.4%	-240.7%	-216.4%	58.4%
经营活动产生现金流量	-126.0	538.7	660.4	126.7	-371.4	PEG	0.1	1.0	-0.1	-0.1	0.3
投资活动产生现金流量	57.1	-620.4	25.6	-181.0	-94.9	ROIC/WACC	-1.6	1.6	3.3	4.3	3.5
融资活动产生现金流量	15.5	18.1	3,004.2	-391.5	-53.0	REP	-1.4	3.2	2.2	1.2	1.0

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

