

## 海外订单趋势强劲，转型升级值得期待

■**事项:**全资子公司中钢设备与 Tosyali Iron Steel Industry Algeria SPA 签署了阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目总承包合同,金额折合人民币 31.08 亿元,占 2014 年收入的 28.1%。

■**在手订单充裕保障业绩增长,“一带一路”战略推进有望加快海外拓展。**此次项目是公司在非洲承建的第一座大规模综合性钢厂,对进一步提升公司海外工程总承包实力、拓展非洲和中东市场具有重要意义。公司去年 11 月以来累计新签合同额折合人民币 116.7 亿元,占 2014 年收入的 105%,海外业务趋势强劲,保障业绩增长。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。

■**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开拓矿山、能源、环保等非钢领域工程市场,成效显著。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。公司海外业务领域通过对标中工国际,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。**大股东与董监高参与定增并锁定三年,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 180 亿元(对应 2016 年 30 倍 PE),考虑到公司大环保、金属材料等新领域的转型升级潜力,暂给予 230 亿元目标市值,目标价 35.8 元,“买入-A”评级。

■**风险提示:**应收账款坏账风险、海外经营风险。

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)	-44.4	96.8	45.5	38.1	31.5
市净率(倍)	47.4	7.5	4.4	3.9	3.5
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%	0.7%	0.3%	0.4%
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

维持评级

6 个月目标价

35.8 元

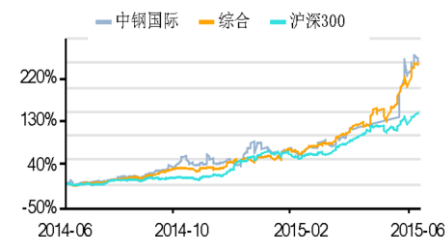
股价 (2015-06-10)

27.50 元

交易数据

总市值(百万元)	17,670.46
流通市值(百万元)	7,779.72
总股本(百万股)	642.56
流通股本(百万股)	282.90
12 个月价格区间	7.85/29.01 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	43.51	37.94	104.22
绝对收益	59.98	88.74	249.87

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050002  
yangt@essence.com.cn  
021-68765859

夏天

分析师

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

报告联系人

宋易路

021-68766750  
songyl@essence.com.cn

相关报告

“一带一路”打开广阔空间, 2015-05-20  
转型升级潜力极大  
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

表 1: 公司新签订单情况

时间	项目	金额 (亿美元)
2014/11/18	加拿大 ESAI 公司签署了 4 座热风炉重建项目总承包合同	1.18
2014/12/20	伊朗扎兰德钢铁公司签署 ZISCO 煤气发电 EPC 总承包合同	1.85
	印尼 PT DBM 公司签署了年产 150 万吨热轧厂总承包项目合同	1.16
2015/05/09	马拉维共和国 H.E. POWER LIMITED 公司签署了 41MW 水电项目工程总承包合同	2.1
2015/05/18	俄罗斯奇克苏公司签署了电解锰项目总承包合同	7.45
2015/06/10	阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目总承包合同	5.08
	合计	18.82

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年06月10日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,436.2</b>	<b>11,061.3</b>	<b>11,725.0</b>	<b>12,545.8</b>	<b>13,424.0</b>	<b>成长性</b>					
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%
<b>营业利润</b>	<b>-401.7</b>	<b>326.0</b>	<b>659.3</b>	<b>824.4</b>	<b>970.6</b>	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	<b>-397.4</b>	<b>336.9</b>	<b>668.5</b>	<b>836.4</b>	<b>986.6</b>	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%
<b>净利润</b>	<b>-397.8</b>	<b>182.5</b>	<b>497.9</b>	<b>594.7</b>	<b>720.4</b>	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%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	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	<b>投资回报率</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>2,112.9</b>	<b>10,708.8</b>	<b>10,572.6</b>	<b>13,400.8</b>	<b>11,483.6</b>	<b>偿债能力</b>					
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	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,740.1</b>	<b>8,291.5</b>	<b>5,309.0</b>	<b>7,561.3</b>	<b>4,972.4</b>	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%	0.7%	0.3%	0.4%
留存收益	88.6	1,718.8	4,386.0	4,929.3	5,581.5						
<b>股东权益</b>	<b>372.9</b>	<b>2,417.3</b>	<b>5,263.6</b>	<b>5,839.4</b>	<b>6,511.2</b>						
						<b>现金流量表</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>						
净利润	-397.8	186.3	497.9	594.7	720.4	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	64.0	49.4	99.8	130.4	145.8	EPS(元)	-0.62	0.28	0.60	0.72	0.87
资产减值准备	14.8	302.0	-	-	-	BVPS(元)	0.58	3.68	6.32	6.98	7.77
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	-44.4	96.8	45.5	38.1	31.5
财务费用	94.8	153.8	4.8	-11.0	-15.1	PB(X)	47.4	7.5	4.4	3.9	3.5
投资损失	-36.7	-32.5	-30.0	-30.0	-35.0	P/FCF	-216.7	-35.5	18.1	-59.8	-80.2
少数股东损益	-	3.8	3.4	32.6	19.6	P/S	12.3	1.6	1.9	1.8	1.7
营运资金的变动	142.3	-185.4	84.5	-590.1	-1,207.0	EV/EBITDA	-15.2	14.5	24.7	20.1	17.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-126.0</b>	<b>538.7</b>	<b>660.4</b>	<b>126.7</b>	<b>-371.4</b>	CAGR(%)	-216.4%	58.4%	-240.7%	-216.4%	58.4%
投资活动产生现金流量	57.1	-620.4	25.6	-181.0	-94.9	PEG	0.2	1.7	-0.2	-0.2	0.5
融资活动产生现金流量	15.5	18.1	3,004.2	-391.5	-53.0	ROIC/WACC	-1.5	1.6	3.2	4.2	3.4
						REP	-1.4	3.3	4.1	2.2	1.8

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

