

# 中钢国际 (000928)

2016年3月11日

## 海外订单饱满，盈利能力将大幅提升

投资评级：买入（首次）

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

0512-62938653

huanghf@dwzq.com.cn

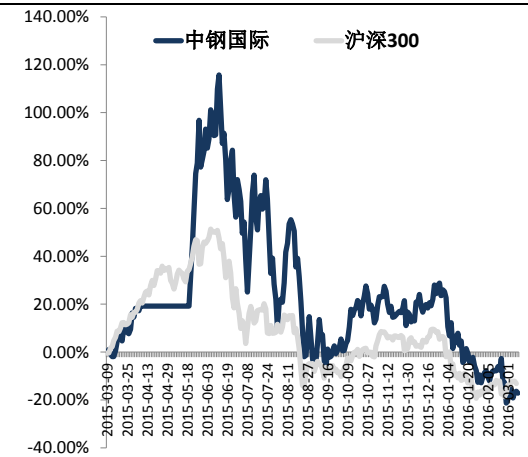
### 2015 年报公告

2015 年，公司实现收入 97.5 亿元，同减 11.84%；归属于上市公司股东的净利润 4.7 亿元，同增 157.67%。

### 投资要点

- 公司是国内冶金工程总包行业龙头之一，由 2014 年借壳 st 吉碳上市而来：注入标的物中钢设备 2012-2014 年收入分别为 90、95、103 亿元，净利润分别为 3、3.6、4.7 亿元，资产质量优质。中钢设备 2015 扣非净利润 5.3 亿元，完成业绩对赌。中钢设备业绩承诺 2014-2016 扣非净利润分别为 4.37、4.79 和 5.17 亿元。
- 公司上市以来重大国际订单应接不暇，目前在国际重大订单 206 亿元，为 2015 年收入的 211%；结转至下一年的国内外订单已经超过 300 亿元：公司积极把握国家“一带一路”、国际产能合作、中国装备走出去重大战略机遇，在持续巩固和深度挖掘土耳其、印度等海外传统市场的基础上，持续加大对俄罗斯、东南亚、中东等“一带一路”沿线国家新兴、成长性市场的开拓力度，海外市场签约额逆势而上，成功签署俄罗斯电解锰、阿尔及利亚短流程综合钢厂、伊朗综合钢厂、印尼热轧搬迁等一批国外重大工程项目，签约合同金额创历史最好成绩，国际化业务布局逐步完善。
- 非公开发行：向中钢资产等 6 名特殊对象以 14.31 元/股募集不超过 95.5 亿元将用于补充流动资金。发行目的：1) 改善资本结构，降低财务风险，提高经营业绩；2) 重大资产重组完成后，新业务的注入，公司对资金的需求较大。3) 随着国内工程服务市场与国际模式逐步接轨，工程总承包运作方式日益多元化，BOT、BOO、BOOT 等业务模式越来越多地出现在国内外工程项目中，这些运营模式均要求总承包商具有较强的资金实力和融资能力。
- 公司加大在新兴产业领域的布局，切入金属增材制造领域。公司与华中科技大学技术团队展开在金属增材制造领域的技术合作，合资成立了武汉天昱智能制造有限公司，应用最先进的金属 3D 打印技术，为公司开拓航空、航天，以及高铁、核电装备的高端零部件和工模具制造业务提供切入点。
- 盈利预测与投资评级：假设 1) 公司非公开发行在 2016 年顺利完成；2) 由于年报显示收入占比 70% 的国内工程毛利率为 11%，而海外工程毛利率为 21.8%，随着海外工程进入集中结算期，公司复合毛利率大幅提升。我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 17.6、23.9、30.3 亿元，实现 EPS 分别为 1.13、1.67 和 2.19 元，对应 PE 分别为 11、7、和 5 倍，估值较低，基于目前增发价格倒挂 16%，6 名增发对象已经确定，公司订单饱满，践行一带一路国家战略，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：汇率波动对公司业绩影响较大。

### 公司近一年股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	12.02
一年最低价/最高价	11.12 / 32.25
市净率	2.97
流通A股市值(百万元)	4962.6

### 基础数据

每股净资产 (元)	4.41
资产负债率 (%)	78.6
总股本 (百万股)	642.56
流通A股 (百万股)	412.87

### 相关研究

图表 1 公司借壳上市以来的重大国际订单汇总（单位：亿元）

公告日期	合同内容	金额	预计完工日期
2014 年 11 月 17 日	与加拿大 ESAI 公司签署了 4 座热风炉重建项目总承包合同	7.24	2018 年 12 月
2014 年 12 月 19 日	与伊朗中东矿业发展股份有限公司（MIDHCO）的全资子公司伊朗扎兰德钢铁公司（ZARAND IRANIAN STEEL COMPANY）签署 ZISCO 煤气发电 EPC 总承包合同。	11.47	2016 年 10 月
2015 年 5 月 9 日	与印尼 PT DINASTY BAJA MAKMUR（简称 DBM）公司签署了年产 150 万吨热轧厂总承包项目合	7.2	未注明
2015 年 5 月 9 日	与马拉维共和国 H.E. POWER LIMITED 公司签署了 41MW 水电项目工程总承包合同	13.04	未注明
2015 年 5 月 18 日	与俄罗斯奇克苏公司签署了电解锰项目总承包合同	46.2	未注明
2015 年 6 月 11 日	与 Tosyali Iron Steel Industry Algeria SPA 公司签署了阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目总承包合同	31.08	未注明
2015 年 10 月 23 日	与南苏丹 SUDAR 石油公司分别签署了南苏丹 tharjiath 重油电站及附属线路工程项目商务合同	24.00	未注明
2015 年 11 月 3 日	与 Norvilex Technologies Limited 公司签署了阿尔及利亚 250 万吨直接还原铁项目工程总承包合同，	8.72	未注明
2015 年 11 月 11 日	与印度尼西亚 PT. CPS INDONESIA MEDAN 公司签署了印尼棉兰城市垃圾焚烧发电厂项目工程总承包合同	11.13	未注明
2016 年 1 月 7 日	与 SPA Tosyali Iron & Steel Industry Algeria 公司就阿尔及利亚 250 万吨直接还原铁项目	15.1	未注明
2016 年 1 月 25 日	与伊朗 BAFGH KASRA 钢铁公司签署了 100 万吨综合钢厂项目总承包合同，	31.08	未注明
<b>合计</b>		<b>206.26</b>	

资料来源：公司经营合同公告，东吴证券研究所

## 财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>12768.7</b>	<b>32031.5</b>	<b>40025.1</b>	<b>48442.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>9751.3</b>	<b>17609.6</b>	<b>23883.7</b>	<b>30287.8</b>
现金	1952.4	8505.1	8152.7	8050.4	营业成本	8378.4	14596.5	19665.1	24842.3
应收款项	7519.1	16885.9	22902.2	29043.1	营业税金及附加	38.2	70.4	95.5	121.2
存货	1786.4	3999.0	5387.7	6806.1	营业费用	15.8	29.9	40.6	51.5
其他	1510.9	2641.4	3582.6	4543.2	管理费用	407.2	740.5	1004.0	1273.0
<b>非流动资产</b>	<b>676.3</b>	<b>888.7</b>	<b>931.8</b>	<b>1040.3</b>	财务费用	5.7	-75.0	-124.9	-121.5
长期股权投资	149.3	149.3	149.3	149.3	投资净收益	57.1	50.0	50.0	50.0
固定资产	52.1	265.4	309.4	418.9	其他	-338.3	-299.1	-299.1	-299.1
无形资产	27.6	26.7	25.8	24.9	<b>营业利润</b>	<b>624.9</b>	<b>1998.1</b>	<b>2954.3</b>	<b>3872.3</b>
其他	447.3	447.3	447.3	447.3	营业外净收支	14.1	20.0	20.0	20.0
<b>资产总计</b>	<b>13445.0</b>	<b>32920.3</b>	<b>40956.9</b>	<b>49483.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>639.0</b>	<b>2018.1</b>	<b>2974.3</b>	<b>3892.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>10561.1</b>	<b>19956.7</b>	<b>26888.4</b>	<b>33968.6</b>	所得税费用	164.4	518.7	764.4	1000.3
短期借款	687.5	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	4.4	13.8	20.3	26.6
应付账款	7605.4	15996.2	21550.8	27224.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>470.2</b>	<b>1485.7</b>	<b>2189.6</b>	<b>2865.4</b>
其他	2268.2	3960.5	5337.6	6744.2	EBIT	913.0	2173.1	3079.4	4000.8
<b>非流动负债</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EBITDA	928.3	2219.8	3146.6	4100.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>10561.1</b>	<b>19956.7</b>	<b>26888.4</b>	<b>33968.6</b>	每股收益(元)	0.73	1.13	1.67	2.19
少数股东权益	51.4	58.3	68.5	81.8	每股净资产(元)	4.41	9.85	10.69	11.78
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	642.6	1309.9	1309.9	1309.9
益	2832.4	12905.2	14000.0	15432.7	ROIC(%)	21.8%	30.6%	27.9%	28.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13445.0</b>	<b>32920.3</b>	<b>40956.9</b>	<b>49483.1</b>	ROE(%)	16.6%	11.5%	15.6%	18.6%
					毛利率(%)	14.1%	17.1%	17.7%	18.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBIT Margin(%)	9.4%	12.3%	12.9%	13.2%
经营活动现金流	484.3	-1127.2	1152.6	1839.0	销售净利率(%)	4.8%	8.4%	9.2%	9.5%
投资活动现金流	-269.8	-219.6	-410.3	-508.6	资产负债率(%)	78.6%	60.6%	65.7%	68.6%
筹资活动现金流	156.6	7899.6	-1094.8	-1432.7	收入增长率(%)	-11.8%	80.6%	35.6%	26.8%
现金净增加额	389.9	6552.8	-352.4	-102.3	净利润增长率(%)	157.7%	216.0%	47.4%	30.9%
折旧和摊销	15.3	46.7	67.2	100.0	P/E	33.49	10.60	7.19	5.50
资本开支	298.0	-219.6	-410.3	-508.6	P/B	5.56	1.22	1.12	1.02
营运资本变动	405.4	-2966.5	-1414.3	-1439.7	EV/EBITDA	28.34	16.08	13.55	12.12
企业自由现金流	1628.2	-1524.7	530.6	1124.3					

数据来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

