

2017年01月24日
证券研究报告·调研报告

中钢国际 (000928) 建筑装饰

买入 (首次)

当前价: 16.73 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

资金问题解决, 海外业务发力, 中钢国际或超市场预期

投资要点

- **事件:** 中钢国际是国内钢铁行业工程企业龙头之一, 近年来业务重心向海外拓展。近期, 我们对公司进行了调研, 就公司经营情况及未来发展规划与公司管理层进行了交流。
- **2016年新签订单大幅增长, 在手订单超400亿, 海外业务拓展顺利。** 2016年公司新签订单200亿元以上, 2016年底在手订单未完成额超400亿元。面对国内钢铁行业新建设需求萎靡的状况, 公司提出国内、国外业务各50%, 钢铁、非钢业务各50%的规划, 积极拓展非钢业务和海外市场。国内方面, 公司已开始试水PPP项目, 海外方面, 2016上半年公司海外收入增长13.9%, 远高于整体营收增长率, 海外收入占比近50%, 2016重大签单中海外占比超70%, 市场拓展卓有成效。国外钢铁工程建设需求旺盛, 工程回款较为及时, 公司这一业务区域结构调整对降低应收账款比例、控制坏账风险意义重大。
- **集团是此轮首家完成债转股的国企, 公司融资压力有所缓解, 订单推进、业绩释放将进入快车道。** 公司的实际控制人中钢集团曾陷入债务问题, 影响到了公司从银行获得融资、开展业务的能力。2016年9月中钢集团债转股方案获批, 将缓解市场对公司及其集团母公司偿债能力的担忧, 降低公司融资难度, 提高银行授信额度。2016年12月公司完成定增, 募集资金8.02亿元, 除去发行费用全部用于补充公司流动资金, 目前公司资金充裕, 完成了全资子公司、业务运营平台中钢设备5.5亿元的增资, 对公司业务开展有积极帮助。
- **高瞻远瞩, 开展环保及3D金属打印业务, 将成为未来公司业绩发展新亮点。** 公司控股子公司中钢天澄拥有一流研发团队, 在工业环保节能领域有很强实力, 是公司开展环保业务的重要平台, 预计2016年净利润将超2000万元, 2017年净利润有望达5000万元。公司注资发起成立的武汉天昱是国内金属3D打印标杆, 产品有望在飞机、汽车、精密仪器制造等高端制造领域实现生产应用。新业务或将成为公司新发展亮点。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2016-2018年EPS分别为0.78元、1.02元和1.25元, 对应PE分别为21倍、16倍和13倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险, 公司海外项目因政治、法律、融资等原因无法落地或推进慢于预期的风险, 工程项目回款风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9751.28	9751.88	12442.57	14216.86
增长率	-11.84%	0.01%	27.59%	14.26%
归属母公司净利润(百万元)	470.18	544.83	711.18	871.31
增长率	157.67%	15.88%	30.53%	22.52%
每股收益EPS(元)	1.05	0.78	1.02	1.25
净资产收益率ROE	16.46%	16.25%	18.02%	18.69%
PE	16	21	16	13
PB	2.56	3.42	2.90	2.46

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲
执业证号: S1250514080001
电话: 023-67914902
邮箱: wanglz@swsc.com.cn
联系人: 高远
电话: 021-68415965
邮箱: gyuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	6.99
流通A股(亿股)	4.13
52周内股价区间(元)	11.31-18.72
总市值(亿元)	116.19
总资产(亿元)	137.89
每股净资产(元)	4.99

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：冶金行业的国际工程企业	1
2 四轮驱动，国内国际、钢铁非钢业务共造繁荣	3
2.1 国内冶金工程需求低迷，拓宽其他市场成关键	3
2.2 国内：拓展非钢领域，业务结构优化	4
2.3 国外：“一带一路”加持，保障中钢国际业务高速发展.....	5
3 新兴业务极具潜力，未来有望成为新增长点	8
3.1 武汉天昱：3D 打印行业技术标杆，潜力巨大	8
3.2 中钢天澄：工业环保领域领导者	9
4 集团债转股获批，公司定增完成，项目欲动资金先行	10
4.1 集团债转股方案获批，融资压力缓解	10
4.2 定增完成，公司手头现金充裕，推动项目落地进程.....	11
5 盈利预测与投资建议	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1：公司近年主营业务结构变化.....	1
图 2：公司近年各分项业务毛利率变化.....	1
图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速.....	1
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速.....	1
图 5：公司近年三费率变化.....	2
图 6：公司近年整体毛利率、净利率变化.....	2
图 7：中钢国际股权结构.....	2
图 8：有色金属加工业近六年固定资产投资额及增速.....	3
图 9：有色金属采选业近五年投资额及增速.....	3
图 10：黑色金属加工业近六年固定资产投资额及增速.....	3
图 11：近六年 GDP 及增速.....	4
图 12：基础设施建设近五年投资额及增速.....	4
图 13：武汉天昱微铸锻设备.....	9

表 目 录

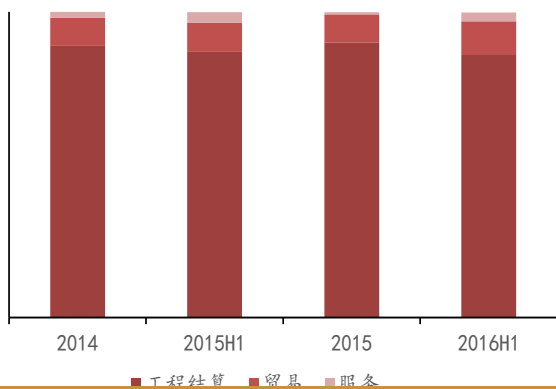
表 1：公司资质证书.....	4
表 2：一带一路近期事件.....	5
表 3：公司公告重大订单推进情况汇总.....	5
表 4：武汉天昱拥有专利.....	8
表 5：中钢天澄特色技术.....	9
表 6：债转股政策.....	10
表 7：分项业务收入预测表.....	11
附表：财务预测与估值.....	13

1 公司概况：冶金行业的国际工程企业

中钢国际是借壳炭素行业第一家上市企业吉林炭素股份有限公司上市的企业。2014 年公司实施重大资产重组，通过重大资产置换及发行股份购买资产将主营业务变更为工程技术服务和设备集成及备品备件供应业务，成为集国内外冶金、矿业、电力、煤焦化工、节能环保、基础设施等领域工程总承包、成套设备及备品备件供应、工程项目管理、工程及设备监理、机电产品设计与制造为一体，开展专业化、国际化经营的工程技术公司。

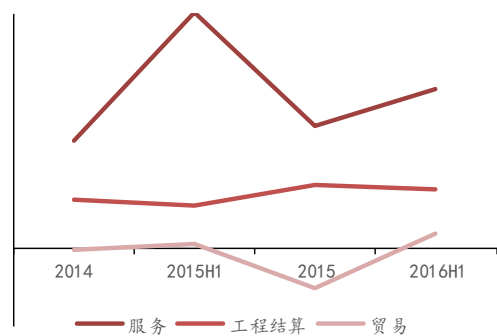
公司主营业务结构：公司自 2014 年实行资产重组，主营业务变更，故本报告中仅列出 2014 年至今的营收构成，其中涉及 12、13 年数据是从公司资产重组相关文件中摘取。公司 2014 年起，营收已形成以工程业务为主，贸易业和服务业为辅的三驾马车，近年来营收结构稳定，2016 年上半年，公司营收构成中工程业务占比为 85.8%，贸易和服务收入分别占比 11%与 3%。毛利率方面，工程施工业务毛利率在 2014 到 2016 年上半年分别为 12.3%、16.3%和 15%，较为稳定。2016 年上半年国际贸易和服务与去年同期相比变化均不大。

图 1：公司近年主营业务结构变化



数据来源：Wind，西南证券整理

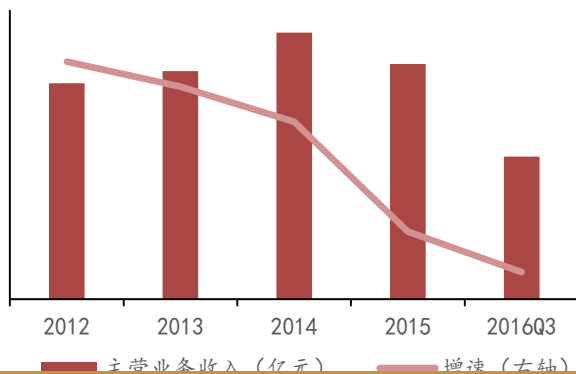
图 2：公司近年各分项业务毛利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

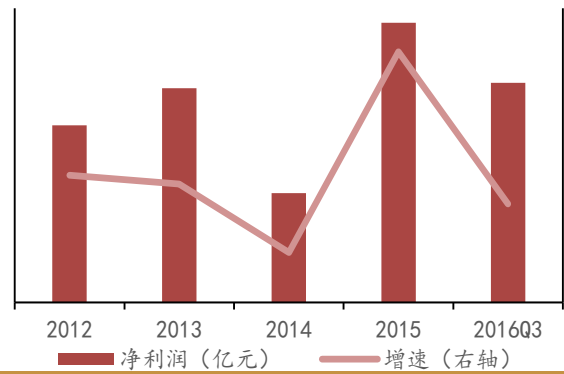
公司经营状况：2016 年前三季度，受国内经济增速下行、投资减少的影响，部分国内项目建设进度放缓，一些国外订单仍处于融资阶段，工程暂未开工，因此项目结算金额减少，公司实现营业收入 59.2 亿元，同比减少 16.7%。公司 2014、2015 年净利润分别为 1.86 亿元、4.75 亿元，2016 年前三季度净利润 3.69 亿元，比去年同期略增 0.19%。

图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

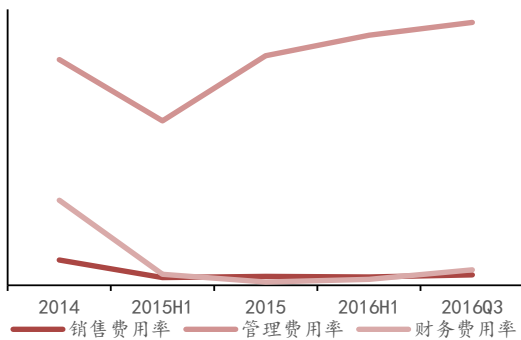
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速



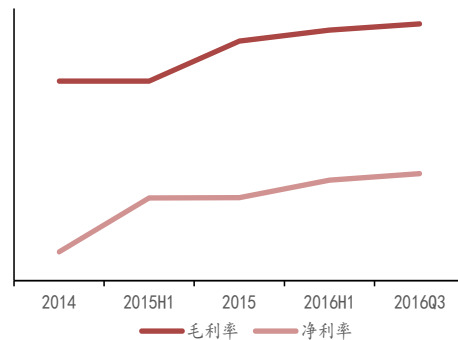
数据来源：Wind，西南证券整理

2013-2015 年公司三费率总体呈下降趋势，三费率总和分别为 7%、6.1%、4.4%。2016 年前三季度销售费率、管理费用率、财务费率分别为 0.19%、4.76%和 0.28%，其中管理费用率略有上升。

公司自重组后盈利能力持续改善。2013-2015 年毛利率分别为 13%、13.5%、14.08%，净利率为 3.8%、4.5%和 4.82%，毛利率与净利率持续走高，2016 年前三季度毛利率与净利率分别为 15.1%与 6.3%。

图 5：公司近年三费率变化


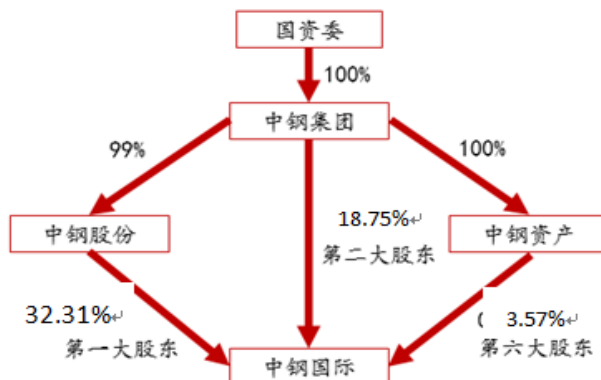
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司近年整体毛利率、净利率变化


数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构：国资委旗下的中钢集团为中钢国际实际控制人，其除直接持有中钢国际 18.75%的股权，还通过中钢股份与中钢资产间接持有中钢国际 32.31%和 3.57%股权，共计持有公司 54.63%的股权。

2016 年 9 月中钢集团债转股方案获批，成为此轮完成市场化债转股的首家国企。经银监会、国资委各部门协调后初步达成方案，对于中钢集团 600 亿元左右的债务，留债规模约 300 亿元，另外 300 亿元将成为时限为 6 年的可转债。中钢集团的债转股方案获批，将缓解市场对公司及其集团母公司偿债能力的担忧，降低公司融资难度，项目的推进速度能够进一步加快；同时中钢国际作为中钢集团下的上市平台，预计会在集团未来债务重组中起到关键性作用，并充分受益此次债转股，缓解融资压力。

图 7：中钢国际股权结构


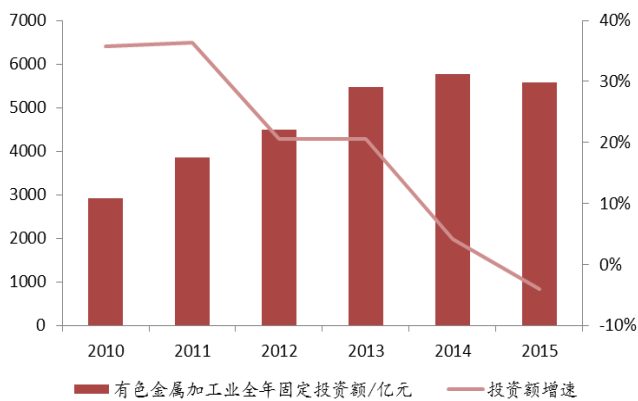
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 四轮驱动，国内国际、钢铁非钢业务共造繁荣

2.1 国内冶金工程需求低迷，拓宽其他市场成关键

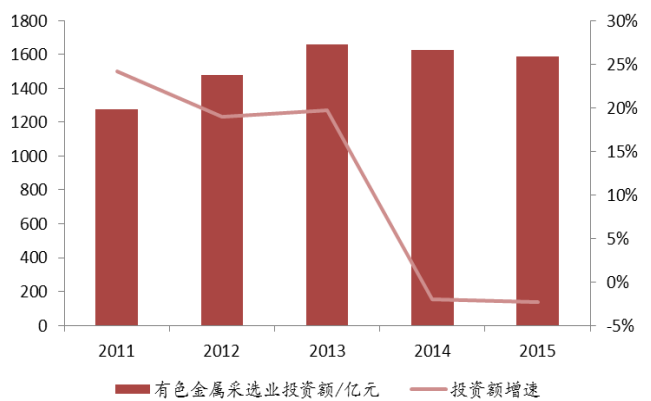
近年来，国内钢铁市场呈严重的产能过剩状况，钢铁行业成为去产能、供给侧改革的重点行业。在钢铁行业产能收缩，有色冶金行业发展放缓的大环境下，自 2013 年开始，有色金属和黑色金属的加工业及采选业投资额增速都出现大幅下滑，冶金工程建设行业面临较大压力。因此，对于中钢国际而言，开拓冶金工程以外的市场显得尤为重要。

图 8：有色金属加工业近六年固定投资额及增速



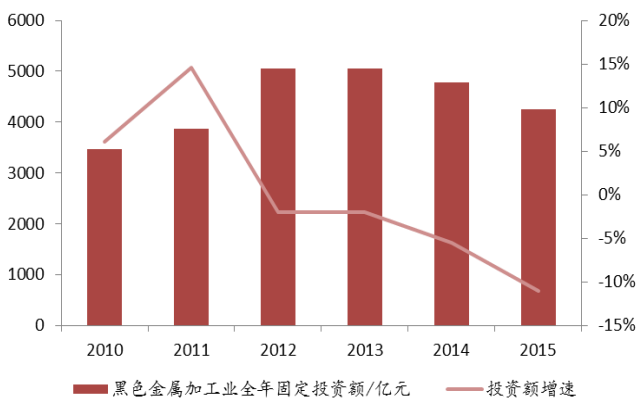
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：有色金属采选业近五年投资额及增速



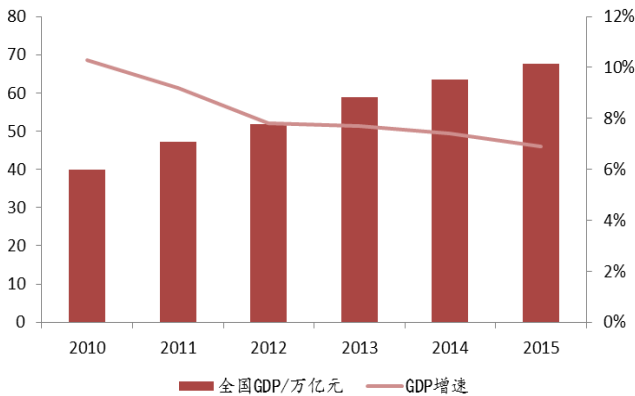
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：黑色金属加工业近六年固定投资额及增速

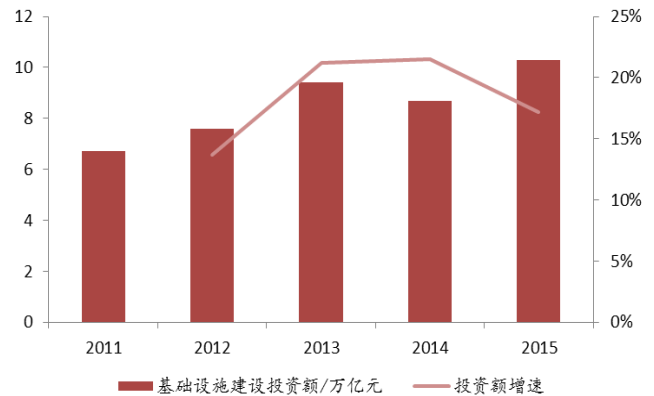


数据来源：Wind，西南证券整理

在 2016 年 G20 峰会上，财政部部长楼继伟表示“货币政策的边际效益在下降，要实施更多增长友好型的财政政策”，意味着政府财政支出可能会增大，基建投资将成为重点领域。我们预计未来两年我国基础设施建设投资将保持 15% 以上的高速增长。

图 11: 近六年 GDP 及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 12: 基础设施建设近五年投资额及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 国内: 拓展非钢领域, 业务结构优化

面对冶金业务持续低迷的现状, 公司提出“以工程总承包、工程设计和咨询、机电产品集成及专业服务和运营管理为主业, 具有较强工艺技术、工程设计和工程管理能力、开展国际化经营、钢铁领域业务特强, 矿业、电力、煤焦化工、节能环保及其他非钢铁领域协调发展”的战略目标, 贯彻双五十经营方针, 即国内、国外业务各 50%, 钢铁、非钢业务各 50%。

公司在国内冶金行业处于领先地位, 且拥有齐全的专业资质, 这为公司进行冶金工程上下游发展提供了支撑。2016 年公司新签合同金额为 220 亿元, 大力发展矿山、环保、电力等领域的工程承包业务开拓、延伸服务链, 积极推进工业气体、城市污水处理等业务。

PPP 方面, 公司参与态度较为谨慎, 目前涉及不多, 但是随着 PPP 政策的进一步完善, 更多 PPP 项目落地带来的示范效应, 以及公司融资压力的缓解, 不排除公司在 PPP 方面发力, 通过自身平台或收购一些优良标的公司来作为 PPP 项目破局手段的可能, 并借此渗透入市政工程建设领域。

表 1: 公司资质证书

企业	资质证书
中钢设备	对外承包工程资质
	设备监理单位资质
中钢设计院	钢铁、建筑行业甲级工程咨询资质
	冶金、建筑行业甲级工程设计资质
	冶炼工程乙级监理资质
中钢天澄	生态建设和环境工程甲级工程咨询资质
	环境工程甲级设计证书
	环保工程一级建筑资质

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3 国外：“一带一路”加持，保障中钢国际业务高速发展

自 2013 年国家首次提出“一带一路”以来，已有 100 多个国家与地区参与其中，我国和 30 多个“丝绸之路”沿线国家签署了合作协议，同 20 多个国家开展了国际产能合作。这些国家大多为亚洲、非洲的发展中国家，他们存在庞大的基建工程需求与本国建设能力不足的矛盾，为中国企业开辟了新的市场和巨大发展空间，也解决了这些国家迫切增长的建设需求，可谓双赢。

表 2：一带一路近期事件

时间	项目名称
2013 年 9 月	习近平总书记访问哈萨克斯坦时首次提出共同建设“丝绸之路经济带”。
2013 年 10 月	习近平总书记在印度尼西亚国会发表演讲提出共同建设“海上丝绸之路”。
2014 年 5 月	作为“丝绸之路经济带”首个实体平台，中国-哈萨克斯坦物流合作基地启用。
2014 年 11 月	习近平总书记在 APEC 峰会宣布中国将出资 400 亿美元成立丝路基金。
2015 年 3 月	中国发改委、外交部和商务部共同发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。
2015 年 5 月	中俄双方共同签署并发表了《关于丝绸之路经济带建设与欧亚经济联盟建设对接合作的联合声明》。
2015 年 11 月	中国同中东欧 16 国共同发表《中国-中东欧国家中期合作规划》。
2015 年 12 月	亚洲基础设施投资银行正式成立
2016 年 6 月	中国已经与 56 个国家和地区合作组织发表了对接“一带一路”倡议的联合声明，并且签订了相关谅解备忘录或协议。

数据来源：新华网，西南证券整理

2016 年上半年，公司海外收入达 19.5 亿元，同比增长 13.9%，收入占比已接近 50%，而从公司近两年新签订单来看，海外订单占比则超过了 70%。同时公司海外订单的毛利率一般高于国内订单，2015 年，公司海外工程和国内工程的毛利率分别为 21.8% 与 11%。公司海外建设项目大多集中于人口多、需求旺盛、资源条件好且有一定发展规划的国家，不仅能保证稳定的工程建设环境，还为公司在当地的持续性发展打下基础。

相比于国内工程，海外订单普遍融资、生效进度偏慢，项目不确定性和不可控性较大，且许多国家对本地建筑工人有保护政策，在施工方面公司无法派出国内工人，需要和国外施工企业进行合作，对工期进度也难以把控，导致公司一些海外订单签订后迟迟不能开工，或推进不达预期，公司对于海外业务的收入确认也较为谨慎。但海外订单回款信用风险小，我们认为国家对“一带一路”战略的扶持力度加大，将给公司带来海外订单融资加速的实质性利好，公司的业绩有望进入快车道，存在超市场预期可能。

表 3：公司公告重大订单推进情况汇总

	项目	合同总金额/亿元	2016 年 1-6 月收入确认/万元	2016 年三季度收入确认/万元	合同剩余金额/亿元	项目状态	2016 年四季度度预计收入/万元	16 年预计全年收入/万元	17 年预计全年收入/万元
1	湖北金盛兰高炉、烧结项目	10.68	16782.9	17735.04	1.22	已完结	2200	36717.94	0
2	新疆国泰准东动力站	24.87	35939.97	35504	5.75	已完结	33000	104443.97	0
3	澳大利亚 CUDECO 公司铜矿项目	13.41	0	0	0	已完结		0	0

	项目	合同总金额/亿元	2016年1-6月收入确认/万元	2016年三季度收入确认/万元	合同剩余金额/亿元	项目状态	2016年四季度预计收入/万元	16年预计全年收入/万元	17年预计全年收入/万元
4	阳煤寿阳化工40万吨乙二醇项目	22.45	8438.79	0	4.37	已完结	21000	29438.79	0
5	渤海煤焦化综合节能工程焦化项目	22.71	35673.8	8602.75	4	已投产	18000	62276.55	0
6	伊朗ZARAND综合钢厂项目	45.33	45317.68	0	10	预计2017年年底全面投产	25000	70317.68	55000
7	伊朗ZISCO 250万吨氧化球团项目	8.5	4245.86	1083	0.32	已投产	0	5328.86	0
8	伊朗SISCO 250万吨氧化球团项目	8.68	12994.9	427	1.27	已投产	8285	21706.9	0
9	安徽霍邱300万吨钢铁项目	52.66	0	0	39.4	预计2017年复工	0	0	100000
10	定州天鹭130万吨焦化项目	8.18	4078.08	0	0.83	已投产	0	4078.08	0
11	印度JSPL焦化项目	5.45	0	5009	1.7	已投产	14157	19166	0
12	Tosyali阿尔及利亚230万吨综合钢厂项目	31.08	105166	36160	17	土建施工接近40%，设备发货完成30%	50000	191326	100000
13	伊朗ZISCO煤气发电项目	11.47			11.47	合同已生效，尚未确认收入	0	0	30000
14	印尼DBM 150万吨热轧厂项目	7.2			7.2	办理融资过程中	0	0	0
15	马拉维H.E. POWER 41MW水电工程项目	13.04			13.04	办理融资过程中	0	0	0
16	俄国奇克苏电解锰项目	46.2			46.2	融资中	0	0	0
17	印尼棉兰城市垃圾焚烧发电厂项目	11.13			11.13	办理融资过程中	0	0	0
18	俄罗斯马格尼托哥尔斯克钢铁公司(MMK)新建2×300m ² 烧结项目	5.85			5.85	基本设计完成，尚未确认收入	0	0	30000
19	Tosyali阿尔及利亚250万吨直接还原铁项目	15.1	0	23,484.4	11.8	建设中	30000	53484.4	40000
20	玻利维亚穆通钢铁公司(ESM)年产15万吨综合钢厂EPC总承包项目	27.31			27.31	项目融资正在进行银行评估	0	0	50000
21	阳泉煤业集团西上庄低热值煤热电有限公司2×660MW超临界低热值煤热电EPC总承包项目	40.72			40.72	建安工程逐步展开	40000	40000	300000

	项目	合同总金额/亿元	2016年1-6月收入确认/万元	2016年三季度收入确认/万元	合同剩余金额/亿元	项目状态	2016年四季度预计收入/万元	16年预计全年收入/万元	17年预计全年收入/万元
22	Tosyali Iron Steel Industry Algeria SPA 公司年产 400 万吨球团 EPC 总承包项目	17.34			17.34	详细设计和主要设备采购正在进行	30000	30000	100000
23	阿尔及利亚卡塔尔公司 250 万吨直接还原铁 (DRI) 项目	10.82			10.82	信用证已收到, 正在进行基本设计	12000	12000	45000
24	加拿大 ESAI 热风炉重建总承包项目	7.24			7.24	合同尚未生效		0	0
25	南苏丹 SUDAR 重油电站及附属线路项目	24			24	合同尚未生效		0	0
26	伊朗 BAFGH KASRA 钢铁公司 100 万吨综合钢厂项目总承包项目	31.08			31.08	合同尚未生效		0	50000
27	印尼 BOSOWA 集团 2×55MW 燃煤电站 EPC 总承包项目	9.08			9.08	合同尚未生效		0	0
28	俄罗斯 TGK 公司铂金矿选矿工程总承包合同	11.91			11.91	已签署总承包合同		0	0
29	澳大利亚 NML 重稀土选矿中试工厂总承包合同	2.46			2.46	已签署总承包合同		0	0
	合计		268637.98	128005.19	374.51		283642	680285.17	900000

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

通过表 3 中我们对公司公告并仍在建的重大项目跟进, 公司 2016 年三季度后在手重大订单存量为 374.51 亿, 考虑还有部分小订单, 即便不统计签约时间已长于两年且仍在融资进程中的项目, 公司在手订单仍超 400 亿, 与 2015 年营收比在 4 倍以上, 公司未来收入有稳定保障。

我们可见, 在近期公告的 29 个大单中, 国外项目有 22 个, 公司海外业务拓展迅速。海外业务的回款一般比国内更有保障, 但前期融资和项目论证的时间较长, 不确定性较高。之前公司受集团债务问题的影响, 融资能力受限, 也限制了公司国外业务的快速推进。随着集团债务问题解决, 公司项目推进将进入快车道。

根据我们对每个项目 2016 及 2017 年进度的估测, 这些公告大单 16 年可确认收入 68.03 亿, 17 年保守估计可确认收入 90 亿。2016 年半年报中, 公司工程结算收入 34.08 亿, 而公告大单当期确认收入 26.8 亿, 大单收入约占总工程结算收入的 78.8%。假定近两年公司大单收入/工程总收入维持这一比例, 2016 年全年约能确认工程收入 86.4 亿, 2017 年可确认工程收入 114.3 亿。公司贸易、服务类业务近年增长动力不足, 我们预估近年这块业务可能维持之前 10 亿元的年收入水平, 则 16、17 年公司营收应在 96.4 亿和 124.3 亿。

2016 年，公司许多项目进入收尾期，这些项目能否在年内完成验收、回收部分尾款成为影响该年收入的最大变量。而对于 2017 年收入测算，如果一些融资中的海外项目能够在 2017 年开工，或之前滞工的项目推进进度快于我们的谨慎预期，则公司业绩具备超市场预期可能的可能。

3 新兴业务极具潜力，未来有望成为新增长点

3.1 武汉天昱：3D 打印行业技术标杆，潜力巨大

武汉天昱智能制造有限公司是由中钢设备有限公司注资发起，是一家立足于金属 3D 打印、金属部件修复与再制造、工业智能系统等领域的公司，主要从事高端金属零部件与模具制造工艺研发与生产、高端部件与模具的微铸微锻复合增量制造等 3D 打印制造以及专用工业机器人制造等业务。公司的合作客户包括了中国一汽、中航工业、中信重工等大型企业。

公司拥有一支实力领先的技术研发团队。武汉天昱的首席技术专家为华中科技大学教授、数字制造装备与技术国家重点实验室数字制造工艺方向学术带头人张海鸥教授，曾获日本模具技术协会奖，研究成果列入日本粉体粉末协会研究功绩奖，在国内外权威和核心期刊发表论文 200 多篇。其中微铸微锻同步复合增材制造发明专利技术与装置先于英国 Cranfield 大学，获中国发明专利和美国发明专利授权，是我国独创的高端金属零件优质高效低成本增材制造新方法。在张海鸥教授带领下的研发团队目前已获得自主知识产权的国家发明专利 16 项。

表 4：武汉天昱拥有专利

序号	专利名称	专利号/申请号
1	金属模具熔射制造方法	ZL99116449.0
2	直接制造金属模具与零件的方法及装置	ZL00131288.X
3	固体氧化物燃料电池三合一电极制作方法	ZL200410061276.7
4	熔射制造模具的方法	ZL03119035.9
5	零件与模具的无模直接制造方法	ZL200510120552.7
6	制造功能梯度零件或材料的送粉器	ZL 200710053241.2
7	零件与模具的熔积成形复合制造方法	201010147632.2
8	工模具的熔积制造方法	ZL200910305296.7
9	零件或模具的无模熔融层积制造方法	ZL200810197001.4
10	一种固体氧化物燃料电池的制备方法	ZL200710168675.7
11	一种多孔材料等离子喷涂直接快速制造方法	ZL 200710053702.6
12	一种制备梯度功能材料的方法	201110262455.7
13	直接制备球墨高合金铸铁的方法	201110188339.5
14	一种用于增材制造的变胞成形装置	201210344045.1
15	多功能梯度零件的电磁柔性复合熔积直接制备成形方法	201210405132.3
16	功能梯度材料 CAD/CAM 系统	2013SR071506

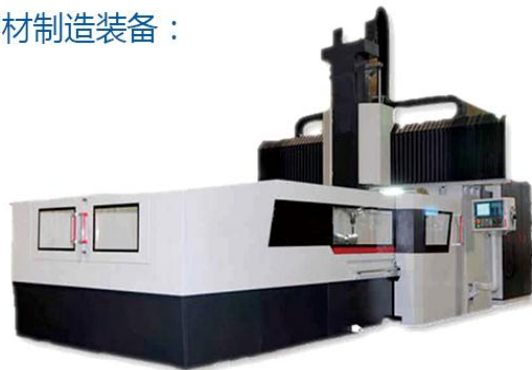
数据来源：公司官网，西南证券整理

根据有关已公开的信息，我国研究的新一代战斗机上，将有一部分零件采用 3D 打印的钛合金接头。在原先传统的制造方法中，零件需要拆分成多个部位进行制造再进行连接，与 3D 打印的零件相比使用寿命较短且强度、性能较低。目前我国已具备超过 12 平方米的复杂钛合金构件的制造能力，是世界上唯一掌握了激光成型钛合金大型主承力构件制造且付诸实用的国家。张海鸥教授研发团队的微铸锻技术为其中一环，全程参与了该项目的合作研发攻关。随着武汉天昱在这方面技术的进一步成熟，后续有望在汽车模具、高铁等领域实现市场化推广，为公司带来丰厚利润和持续增长点。

图 13：武汉天昱微铸锻设备

电弧/等离子弧/激光微铸锻铣复合增材制造装备：

基于世界首创的 3D 打印核心专利技术进行自主开发的集电弧/等离子弧/激光于一体的微铸锻复合 3D 打印大型装备，可打印金属范围：5000mm*2000mm*1500mm，涵盖大、中、小各种规格不同材料复杂样件。



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 中钢天澄：工业环保领域领导者

公司于 2013 年受让中钢天澄 53.3% 的股份，又于 2015、2016 年通过两次受让，对中钢天澄的持股比例提高至 68.15%。中钢天澄主要从事节能环保、新能源开发，包括技术及产品的研发研制、设备制造及技术咨询、技术服务等，是中国环境保护产业协会骨干企业及国家火炬计划重点高新技术企业，在环保节能领域有很强的实力。

中钢天澄拥有一流研发团队，并设立有两个国家级技术研究中心，284 名员工中享受国务院政策津贴专家、国家、省部级入库专家、教授级高级工程师和各类注册执业技术人员近 200 人，拥有国家、省部级科研成果奖 50 余项，发明及实用新型专利 36 项，在钢铁、电力、石化、建材、有色、市政等行业建成了数十项环境保护及清洁能源示范工程，并且拥有国家科技部、环境保护部批准的“国家工业烟气除尘工程技术研究中心”、“国家环境保护工业烟气控制工程技术中心”，同时公司参与了编写和主持了多项技术标准规范。

表 5：中钢天澄特色技术

名称	特点	应用
烧结灰提钾技术	生产工艺流程不产生任何固、液、气态废弃物的全循环，彻底实现了烧结灰无害化处理的零排放、无污染	沧州中铁装备制造材料有限公司 5 台烧结机头电除尘器
石油裂解烟尘干法	不耗水、无污染，相比湿法成本更低	中石化、中海油下部分工厂
电袋复合除尘技术	结合静电除尘与布袋除尘，效率高，稳定且滤袋阻力低	山西兴能机组
工业煤气干法净化及	PM2.5 捕捉效率 99.9%	吉林铁合金 12500KVA 全封闭矿热炉煤气干法净化系统

名称	特点	应用
回收技术		
烟气脱硫脱硝技术	脱硫效率>98%	武钢矿业有限公司 500 万吨脱硫工程
防暴、节能、高浓度煤粉收集技术	国家火炬计划项目	

数据来源：公司网站，西南证券整理

中钢天澄 2013-2015 年的营收分别为 2.4、4.0、3.1 亿元，利润总额为 285、716、905 万元，总体呈现稳步增长态势。截至 2016 年 9 月，公司已签合同总额为 6 亿元，我们认为公司 2016 年营收很大可能超 8 亿元，净利润超 2000 万，相比 2015 年有大幅增长。虽然目前在中钢国际的营收中占比较少，但是未来将成为中钢国际重要的一个板块。

4 集团债转股获批，公司定增完成，项目欲动资金先行

4.1 集团债转股方案获批，融资压力缓解

中钢集团作为中钢国际的实际控制人，是国务院国资委直接管理的央企，但是出现过严重的债务危机：2013 年末其总资产为 1100 亿元，总负债高达 1033 亿元，资产负债率达到 93%，2014 年 9 月中钢集团对国家开发银行的 6.9 亿元贷款逾期。近两年来中钢集团深陷债务危机，中钢国际也受集团影响较大，一方面银行会对公司的融资请求予以限制，公司出现流动资金短缺；另一方面，公司海外项目进度因履约保函的原因受影响较大。

2014 年 12 月，在国务院的安排下，银监会法规部协调召开中钢债务协调会议，终于在 2016 年初敲定以债转股为主的处置方案。该债转股方案于 2016 年 9 月底获批，2016 年 12 月 9 日，中行等六大银行与中钢集团正式签署债务重组协议，对本息总额 600 多亿元的债权进行整体重组，中国集团将成为此轮第一家市场化债转股的国企。

目前这一轮的债转股方案，政府相关文件都强调“一企一论，一事一议”，并不会大规模实施，仅在分地区、分类别的骨干、龙头企业里试点进行。中钢集团能够成为第一家债转股国企，证明了其公司的价值以及国家对其的重视程度。

中钢国际有望成为本次债转股方案的最大受益者之一。一方面，公司拥有大量在手海外订单，受限于融资问题而进度缓慢，这一点在 2016 上半年的报告中也可以看出，一旦债转股方案得以实施，公司海外项目定能一飞冲天；另一方面，当债务问题解决后，公司的业务承接能力和执行能力定能得到提升，同时股价也能够摆脱债务危机的影响。

表 6：债转股政策

时间	事件
2016/3	李克强总理出席博鳌论坛，表态可通过市场化债转股方式来降低企业杠杆率
2016/4	首批相关政策出台
2016/7	《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》
2016/8	《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务处置的若干意见》 《降低实体经济企业成本工作方案》
2016/10	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》 《关于市场化银行债权转股的指导意见》

数据来源：新华网，西南证券整理

4.2 定增完成，公司手头现金充裕，推动项目落地进程

2015年5月，公司审议通过了《关于公司非公开发行股票的相关议案》，2016年9月正式取得证监会对于该次定增的核准批复，并于2016年12月最终完成定增。通过本次定增，公司募集资金8.02亿元，扣除发行费后的净额全部用于补充流动资金。近年来公司承接了大量BOT、BOO、BOOT等业务模式的项目，这些项目的实施要求总承包商具有较强的资金实力和融资能力，本次定增对受集团债务问题影响而融资受限的公司来说解了众多项目启动资金的燃眉之急。

5 盈利预测与投资建议

假设1：集团债转股事宜积极推进，公司融资能力提升；

假设2：公司已签约海外订单至少一半可在2017年内完成融资，开始建设，确认收入；

假设3：公司对项目回款严格管控，2016年、2017年每年坏账计提准备控制在1.5亿以内。

表7：分项业务收入预测表

单位/百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	9,751.28	9,751.88	12,442.56	14,216.86
	增速	-11.84%	0.01%	27.59%	14.26%
	成本	8,378.36	8,297.05	10,783.02	12,309.53
	毛利率	14.08%	14.92%	13.34%	13.42%
工程结算收入	收入	8,775.70	8,775.70	11,408.41	13,119.67
	增速	-1.6%	0.00%	30.00%	15.00%
	成本	7,338.60	7,371.59	9,811.23	11,282.92
	毛利率	16.38%	16.00%	14.00%	14.00%
贸易收入	收入	892.59	892.59	937.22	984.08
	增速	-2.4%	0.00%	5.00%	5.00%
	成本	983.17	883.66	918.48	964.40
	毛利率	-10.15%	1.00%	2.00%	2.00%
服务收入	收入	65.19	58.67	64.54	70.99
	增速	-67.9%	-10.00%	10.00%	10.00%
	成本	44.88	29.34	35.50	39.05
	毛利率	31.16%	50.00%	45.00%	45.00%
其他	收入	17.80	24.92	32.40	42.11
	增速	-98.3%	40.00%	30.00%	30.00%
	成本	11.71	12.46	17.82	23.16
	毛利率	34.21%	50.00%	45.00%	45.00%

数据来源：西南证券

我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.78 元、1.02 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

宏观经济下行风险，公司海外项目因政治、法律、融资等原因无法落地或推进慢于预期的风险，工程项目回款风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9751.28	9751.88	12442.57	14216.86	净利润	474.57	549.91	717.81	879.45
营业成本	8378.36	8297.05	10783.02	12309.53	折旧与摊销	15.33	14.12	14.13	14.14
营业税金及附加	38.25	38.25	48.80	55.76	财务费用	5.69	9.75	12.44	14.22
销售费用	15.83	15.83	20.20	23.08	资产减值损失	339.57	300.00	200.00	150.00
管理费用	405.85	405.87	472.82	540.24	经营营运资本变动	343.11	-426.85	-128.28	-290.25
财务费用	5.69	9.75	12.44	14.22	其他	-693.99	-348.62	-236.63	-192.17
资产减值损失	339.57	300.00	200.00	150.00	经营活动现金流净额	484.28	98.31	579.47	575.38
投资收益	57.15	45.00	50.00	50.00	资本支出	54.80	-19.35	-5.39	-6.27
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-324.62	-15.00	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-269.81	-34.35	34.61	33.73
营业利润	624.88	730.13	955.28	1174.03	短期借款	200.80	190.15	242.16	159.69
其他非经营损益	14.07	10.26	11.16	10.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	638.95	740.39	966.44	1184.06	股权融资	-0.77	56.09	0.00	0.00
所得税	164.38	190.47	248.63	304.62	支付股利	-40.14	-103.43	-119.85	-156.44
净利润	474.57	549.91	717.81	879.45	其他	-3.34	-1.46	-2.44	-4.22
少数股东损益	4.39	5.08	6.64	8.13	筹资活动现金流净额	156.56	141.35	119.87	-0.97
归属母公司股东净利润	470.18	544.83	711.18	871.31	现金流量净额	389.94	205.31	733.95	608.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1952.36	2157.67	2891.62	3499.76	成长能力				
应收和预付款项	8680.54	8392.20	10855.42	12356.89	销售收入增长率	-11.84%	0.01%	27.59%	14.26%
存货	1786.38	1486.20	2055.09	2299.91	营业利润增长率	91.66%	16.84%	30.84%	22.90%
其他流动资产	349.44	256.17	366.53	403.68	净利润增长率	154.75%	15.88%	30.53%	22.52%
长期股权投资	149.32	149.32	149.32	149.32	EBITDA 增长率	18.23%	16.74%	30.22%	22.46%
投资性房地产	66.31	66.31	66.31	66.31	获利能力				
固定资产和在建工程	52.10	39.39	26.67	13.94	毛利率	14.08%	14.92%	13.34%	13.42%
无形资产和开发支出	27.61	45.55	49.52	54.38	三费率	4.38%	4.42%	4.06%	4.06%
其他非流动资产	380.95	440.95	450.95	460.95	净利率	4.87%	5.64%	5.77%	6.19%
资产总计	13445.01	13033.75	16911.43	19305.15	ROE	16.46%	17.56%	19.24%	19.75%
短期借款	687.52	877.67	1119.83	1279.52	ROA	3.53%	3.67%	3.72%	4.03%
应付和预收款项	9736.40	8623.67	11610.75	13086.26	ROIC	8.33%	10.26%	11.62%	12.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.62%	7.73%	7.89%	8.46%
其他负债	137.21	147.66	198.14	233.65	营运能力				
负债合计	10561.13	9649.01	12928.72	14599.43	总资产周转率	0.81	0.69	0.73	0.69
股本	642.56	698.65	698.65	698.65	固定资产周转率	171.99	214.44	378.23	702.41
资本公积	1738.39	1738.39	1738.39	1738.39	应收账款周转率	1.65	1.66	1.89	1.79
留存收益	449.78	891.17	1482.50	2197.37	存货周转率	5.82	5.06	6.08	5.64
归属母公司股东权益	2832.44	3328.22	3919.54	4634.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.27%	—	—	—
少数股东权益	51.44	56.53	63.17	71.30	资本结构				
股东权益合计	2883.88	3384.75	3982.71	4705.72	资产负债率	78.55%	77.43%	79.34%	78.43%
负债和股东权益合计	13445.01	13033.75	16911.43	19305.15	带息债务/总负债	6.51%	24.46%	22.79%	22.13%
					流动比率	1.21	1.23	1.21	1.23
					速动比率	1.04	1.10	1.08	1.10
					股利支付率	8.54%	18.98%	16.85%	17.95%
					每股指标				
					每股收益	0.67	0.78	1.02	1.25
					每股净资产	4.13	4.84	5.70	6.74
					每股经营现金	0.69	0.14	0.83	0.82
					每股股利	0.06	0.15	0.17	0.22
业绩和估值指标									
EBITDA	645.90	754.00	981.86	1202.39					
PE	24.61	21.24	16.27	13.28					
PB	4.01	3.42	2.90	2.46					
PS	1.19	1.19	0.93	0.81					
EV/EBITDA	13.62	12.80	9.32	7.23					
股息率	0.35%	0.89%	1.04%	1.35%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn