

海外业务占比大幅提升，受益于“一带一路”国际产能合作大格局

■**事项：**公司发布 2016 年年度报告，实现营业收入 94.44 亿元，同比减少 3.33%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.12 亿元，同比增加 8.65%，扣除非经常性损益后为 5.59 亿元，同比增加 4.53%。实现 EPS0.79 元。拟每 10 股派红 0.5 元（含税），并以资本公积金每 10 股转增 8 股。

■**业绩增速略低于预期、四季度增速显著，计提资产减值增幅较大：**公司 2016 年营收同比略有下降，实现归属于上市公司股东的净利润 5.12 亿元，增速 8.65%，略低于业绩预告数值，基本符合预期。子公司中钢设备扣除非经常性损益后实现盈利 5.57 亿元，已完成重大资产重组的利润承诺，非经常性损益主要为政府补助（0.10 亿）及可供出售金融资产减值损失（CUDECO 股票，-0.51 亿元）。分季度来看，公司 2016Q1-Q4 分别实现营收同比增速-8.50%、-29.55%、-0.81%、32.54%，实现归属母公司股东的净利润同比增速 23.91%、-21.16%、14.00%、38.76%，Q4 增速明显。公司 2016 年共计提资产减值 5.57 亿元，同比大增 82.26%，其中主要为重庆钢铁及安徽首矿大昌公司的应收账款。

■**盈利能力进一步提升，财务费用增加无碍净利率水平稳步向上：**报告期内，公司综合毛利率达到 17.98%，同比提升 3.9 个 pct，从业务结构来看工程总承包毛利率 19.21%及服务收入毛利率 48.22%都较 2014、2015 年有较大提升。从地区结构来看，国外收入毛利率 20.18%基本与 2015 年持平，国内收入毛利率 15.53%同比提升 4.5 个 pct。报告期内公司期间费用率为 5.16%，同比增加了 0.78 个 pct，主要由于利息支出及对供应商现金折扣减少导致财务费用率增幅较大（+571.38%）。公司销售净利率达到 5.49%，同比提升了 0.62 个 pct。

■**海外收入占比大幅提升，经营性现金流呈现较大净流出：**报告期内，公司实现海外收入 49.69 亿元，占比 52.61%，较 2015 年大幅增加 80.50%。海外业务毛利贡献占比达到 59.06%，同比增加 66.83%，公司双五十战略已初现业务调整成果。报告期末公司经营性现金流为-13.99 亿元，较 2015 年出现了较大净流出，主要原因为公司国内外项目收、付款出现了跨期，后续随着合同的正常履约或将有所改善。公司在手货币资金仍有 13.47 亿元，我们认为完全可满足生产经营正常需要。

■**冶金工程“走出去”的先行者，海外多元化发展受益于“一带一路”战略下国际产能合作大格局：**公司是冶金工程领域最早走出去的中国

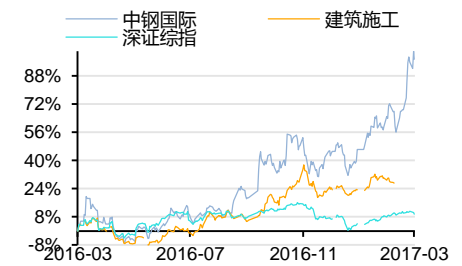
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**27.40 元**
股价（2017-03-29） **23.85 元**

交易数据

总市值(百万元)	16,662.86
流通市值(百万元)	9,846.85
总股本(百万股)	698.65
流通股本(百万股)	412.87
12 个月价格区间	11.31/24.40 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.19	34.53	87.64
绝对收益	19.73	36.91	95.36

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-35082939

相关报告

中钢国际：集团“债转股”或落地，金属 3D 打印极具潜力 2016-09-20

企业，已在国际冶金工程领域形成重要影响力和竞争力，在全球 16 个国家和地区设有分支机构，其中俄罗斯、哈萨克斯坦、伊朗、马来西亚、印尼、巴基斯坦等均为“一带一路”重点市场。公司在海外市场已形成“市场开发与商务—项目融资—专业技术支持—设备采购与项目管理—产品监造与施工管理—开车服务—交钥匙”项目全生命周期运作模式。公司公告目前已生效正在执行的重要合同总额 478.90 亿元，已签约未生效重要合同总额 71.4 亿元，合计 550.3 亿元，其中海外项目 368 亿元，占比 66.88%。我们看好公司凭借强大的海外营销网络及项目承揽实施能力，受益于“一带一路”战略下国际产能合作大格局。

■**设计咨询施工资质齐备，开拓 PPP 项目奠定良好基础：**公司具有冶金行业、建筑行业、生态建设及环境工程多项甲级工程设计资质、工程咨询资质。公司公告相继于 2016 及 2017 年完成了对湖南衡阳中钢衡重工程有限公司 70% 股权的收购及对湖南万力建设集团市政工程有限公司 100% 股权的收购，获得了建筑工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包一级、公路工程施工总承包二级资质、特种设备安装改造维修许可（压力容器安装一级、工业管道 GC2）等重要资质，为公司在国内拓展 PPP 项目奠定了良好的基础。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 19.8%、17.6%、15.3%，净利润增速分别为 48.6%、26.8%、19.1%，对应 EPS 分别为 1.09、1.38、1.65 元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 27.40 元，相当于 2017 年 25 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动风险，项目履约不达预期风险，一带一路战略推进不达预期风险，海外工程项目承揽实施风险，回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	9,751.3	9,443.7	11,313.6	13,304.8	15,340.4
净利润	470.2	512.4	761.5	965.2	1,149.5
每股收益(元)	0.67	0.79	1.09	1.38	1.65
每股净资产(元)	4.05	6.01	7.15	8.51	10.15

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	35.4	32.5	21.9	17.3	14.5
市净率(倍)	5.9	4.0	3.3	2.8	2.3
净利润率	4.8%	5.4%	6.7%	7.3%	7.5%
净资产收益率	16.6%	12.2%	15.2%	16.2%	16.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	30.8%	46.3%	25.0%	32.3%	39.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,751.3	9,443.7	11,313.6	13,304.8	15,340.4	成长性					
减:营业成本	8,378.4	7,745.8	9,379.0	11,016.4	12,667.1	营业收入增长率	-8.5%	-3.2%	19.8%	17.6%	15.3%
营业税费	38.2	41.3	41.2	53.0	61.4	营业利润增长率	109.1%	7.0%	49.4%	26.7%	19.4%
销售费用	15.8	16.4	30.7	26.9	33.1	净利润增长率	190.1%	9.0%	48.6%	26.8%	19.1%
管理费用	405.8	431.6	489.4	579.1	677.5	EBITDA 增长率	24.5%	11.9%	42.6%	22.2%	19.1%
财务费用	5.7	39.4	23.2	-14.4	-20.5	EBIT 增长率	34.2%	12.3%	44.4%	22.4%	19.2%
资产减值损失	339.6	556.6	399.4	431.9	462.6	NOPLAT 增长率	86.2%	15.9%	44.2%	22.4%	19.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-23.0%	167.0%	-5.3%	-2.0%	45.3%
投资和汇兑收益	57.1	56.2	48.6	54.0	52.9	净资产增长率	19.3%	48.4%	18.9%	18.9%	19.2%
营业利润	624.9	668.7	999.3	1,266.0	1,512.1	利润率					
加:营业外净收支	14.1	8.0	11.0	11.0	10.0	毛利率	14.1%	18.0%	17.1%	17.2%	17.4%
利润总额	639.0	676.7	1,010.3	1,277.0	1,522.1	营业利润率	6.4%	7.1%	8.8%	9.5%	9.9%
减:所得税	164.4	158.1	237.4	300.1	357.7	净利润率	4.8%	5.4%	6.7%	7.3%	7.5%
净利润	470.2	512.4	761.5	965.2	1,149.5	EBITDA/营业收入	6.6%	7.7%	9.1%	9.5%	9.8%
						EBIT/营业收入	6.5%	7.5%	9.0%	9.4%	9.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	2	5	7	6	5
						流动营业资本周转天数	42	67	79	64	71
						流动资产周转天数	422	481	397	434	438
						应收帐款周转天数	228	258	228	238	241
						存货周转天数	53	63	50	55	56
						总资产周转天数	446	517	433	463	464
						投资资本周转天数	50	82	97	79	84
						投资回报率					
						ROE	16.6%	12.2%	15.2%	16.2%	16.2%
						ROA	3.5%	3.8%	5.7%	4.7%	6.2%
						ROIC	30.8%	46.3%	25.0%	32.3%	39.3%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
						管理费用率	4.2%	4.6%	4.3%	4.4%	4.4%
						财务费用率	0.1%	0.4%	0.2%	-0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	4.4%	5.2%	4.8%	4.4%	4.5%
						偿债能力					
						资产负债率	78.6%	68.7%	62.4%	70.8%	61.8%
						负债权益比	366.2%	219.5%	166.1%	242.1%	161.6%
						流动比率	1.21	1.34	1.48	1.34	1.52
						速动比率	1.04	1.17	1.29	1.17	1.33
						利息保障倍数	110.90	17.97	43.99	-86.71	-72.71
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	474.6	518.6	761.5	965.2	1,149.5	EPS(元)	0.67	0.79	1.09	1.38	1.65
加:折旧和摊销	15.3	14.4	7.9	7.9	7.9	BVPS(元)	4.05	6.01	7.15	8.51	10.15
资产减值准备	339.6	556.6	-	-	-	PE(X)	35.4	32.5	21.9	17.3	14.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	4.0	3.3	2.8	2.3
财务费用	41.8	22.7	23.2	-14.4	-20.5	P/FCF	16.3	-12.8	93.3	17.6	-100.9
投资损失	-57.1	-56.2	-48.6	-54.0	-52.9	P/S	1.7	1.8	1.5	1.3	1.1
少数股东损益	4.4	6.2	11.4	11.7	14.9	EV/EBITDA	15.0	15.5	14.2	10.8	9.2
营运资金的变动	-583.7	-2,166.0	322.9	11.2	-1,350.5	CAGR(%)	27.2%	30.9%	67.0%	27.2%	30.9%
经营活动产生现金流量	484.3	-1,398.8	1,078.2	927.6	-251.6	PEG	1.3	1.1	0.3	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-269.8	112.7	6.1	71.0	55.8	ROIC/WACC	2.9	4.4	2.4	3.1	3.8
融资活动产生现金流量	156.6	922.2	-734.8	-80.9	17.6	REP	2.8	0.8	2.1	1.5	0.9

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张龙声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034