



买入

27% ↑

目标价格:人民币 30.37

原目标价格:人民币 25.69

000928.CH

价格:人民币 23.85

目标价格基础:25倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

中钢国际

海外高增长, 减值拉低业绩

公司2016年盈利5.12亿元, 同比增8.9%, 排除资产减值影响后, 同比增32%, 增长主要来自于由于海外收入占比增长导致的毛利率上升。基于公司海外在手订单占比高于2016年收入占比, 未来公司毛利率有望进一步提升, 同时资产减值主要来源的应收账款有望年内解决, 未来利润乐观。我们将目标价格上调至30.37元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **海外高增长驱动公司盈利能力增长。**公司2016年收入94.4亿, 其中海外49.7亿元, 同比增长80%, 占比由28.2%提至53.6%。由于海外毛利率20.2%要显著高于国内的15.5%, 使毛利率从14.1%上升至18.0%, 净利润5.2亿元, 同比上升8.9%。预计17年海外收入继续高增长, 占比超65%, 未来盈利能力有望进一步提升。
- **大额资产减值计提, 未来资产减值有望大幅缩减。**公司2016年资产减值5.56亿元, 其中重庆钢铁搬迁项目计提2亿, 首矿大昌项目计提0.8亿, 二者占总计提额的50%。基于重庆钢铁将于2017年内重组, 首矿大昌项目年内复工概率较高, 结合公司海外业务进一步扩展和在国内项目承接上的谨慎性提升, 认为未来资产减值将大幅降低。
- **PPP项目蓄势待发, 有望为公司开拓新的收入来源。**公司2016年末与2017年初通过收购分别获取衡阳中钢衡重工程有限公司和湖南万力建设集团市政工程有限公司。从而具备了PPP参与方所需的工程资质, 结合公司多年的工程经验优势, PPP领域有望为公司新的收入来源。
- **母公司债转股初见成效, 公司银行授信得到解封。**公司2016年长期负债增长0.75亿元, 为3年以来首次正增长, 母公司债转股后, 公司面对的银行环境有了明显改善, 为公司未来资金面改善奠定了良好基础。

评级面临的主要风险

- 世界经济增长不及预期, 中国经济下滑。

估值

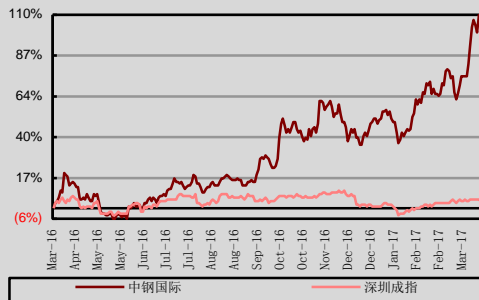
- 基于年报, 认为公司未来三年盈利有较大提升可能, 上调公司2017-2019年预期每股收益至为1.21元、1.55元和1.96元, 基于公司未来3年净利润增长超过30%, 认为合理估值区间在25倍, 目标价由25.69元上调至30.37元, 较目前价格存在27%上升空间, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	9,751	9,444	11,839	13,722	15,970
变动(%)	(8)	(3)	25	16	16
净利润(人民币百万)	479	525	869	1,113	1,409
全面摊薄每股收益(人民币)	0.732	0.733	1.214	1.552	1.959
变动(%)	190.1	0.2	65.5	27.9	26.2
先前预测每股收益(人民币)			1.028	1.403	
调整幅度(%)			18.1	10.6	
全面摊薄市盈率(倍)	32.6	32.5	19.6	15.4	12.2
价格/每股现金流量(倍)	31.6	(11.9)	6.5	5.7	5.9
每股现金流量(人民币)	0.75	(2.00)	3.67	4.15	4.05
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.2	24.2	12.4	7.8	4.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	32.7	20.5	38.5	100.0
相对深证成指	30.2	19.2	35.2	97.7

发行股数(百万)	699
流通股(%)	59
流通股市值(人民币百万)	9,847
3个月日均交易额(人民币百万)	261
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
中国中钢股份有限公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 专业工程

王钦*

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

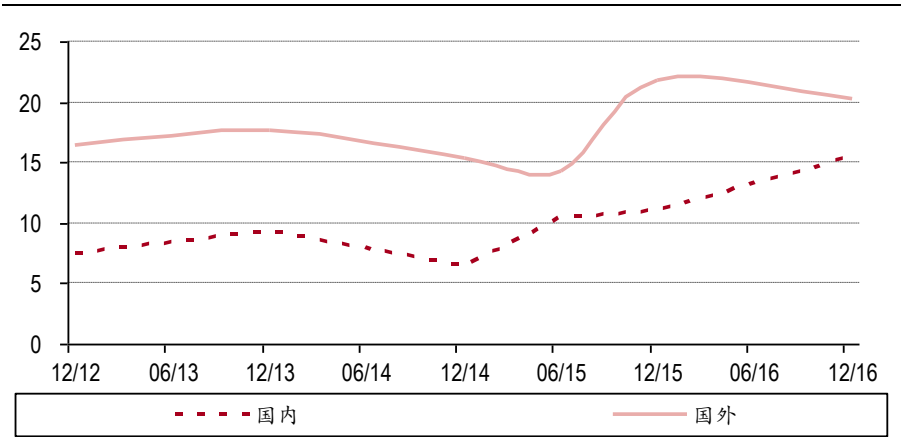
*朱超彦为本报重要贡献者

业绩增长迅猛，盈利能力提升明显。

公司 2016 年收入 94.4 亿人民币，同比下降 3.15%，归母净利润 5.12 亿元，同比上升 8.98%。如果在不考虑资产减值损失口径下，则同比上升 32%。可以说公司在收入受中国经济增长放缓的负面影响下，依然通过盈利能力的提升完成了利润的增长。

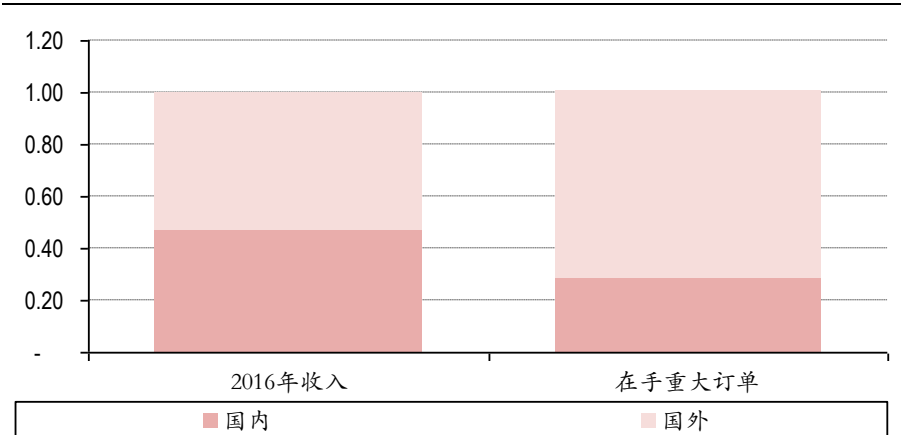
此次增长主要来自于公司毛利率的增长，初步认为公司毛利率的诅咒主要来源于公司日益上升的海外业务比重。基于公司在手订单中海外订单占比要高于收入中海外收入占比，认为未来公司的盈利能力会进一步提升。

图表 1. 公司历年国内外毛利率对比



资料来源：公司公告，中银证券整理

图表 2. 公司在手订单和收入海外占比对比



资料来源：公司公告，中银证券整理

公司 2 大负面资产有望得到清算，未来资产减值有望缩小

通过对于公司 2016 年的坏账计提准备进行分析，公司 2016 年计提的大部分坏账来自于 2 个项目，重庆钢铁和霍邱 300 万吨，占总坏账计提 89.68%。

图表 3. 公司 2016 年末应收账款前 5.

(亿元)	期初余额	坏账计提	计提比例
河北渤海煤焦化有限公司	10.85	0.57	5.22%
重庆钢铁股份有限公司	9.92	3.72	37.47%
安徽首矿大昌金属材料有限公司	8.2	2.05	25.00%
新疆国泰新华化工有限责任公司	5.38	0.96	1.80%
Tosyali Iron Steel Industry Algeria Spa	4.97	0	0.00%
合计	39.33	6.44	16.36%

资料来源：公司公告，中银证券整理

这两个项目都有望在 2017 年内得到解决：

1. 2017 年重庆钢铁重组有望解决重钢搬迁工程导致的应收账款问题。

首先，钢铁价格近期高位，钢铁企业盈利能力提升，根据重庆钢铁发布的 2017 年规划，公司有望在 2017 年扭亏为盈，偿债能力得到较大提升。

其次，重庆钢铁作为上市公司，可能将壳转让给同属重庆国资委的渝富集团，此次行为将迫使重庆钢铁对于债务问题进行一次彻底的清理。

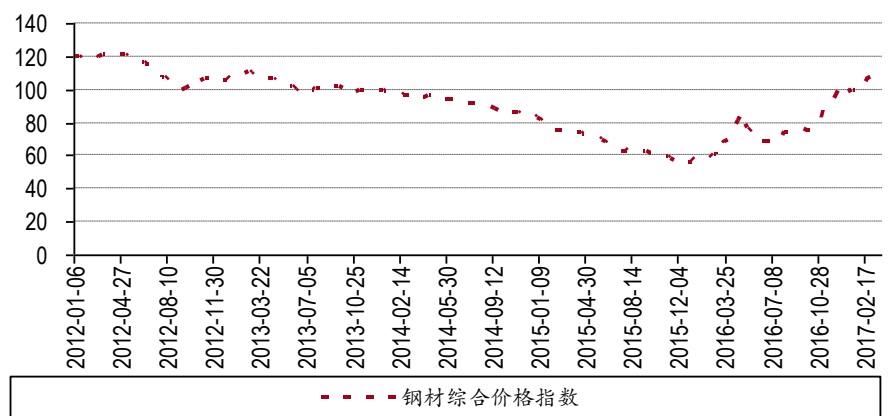
最后，基于国家专题文件《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》，重钢在重组时得到银行业金融机构资金援助的概率上升。

2. 杨先静贪污案件审理结束，霍邱复工成为众多参与者一致期望。

首先，霍邱 300 万吨项目的停工主要原因为业主大昌矿业老板吉立昌牵涉安徽省国土厅原副厅长杨先静贪污案件，案件的审理结束为复工提供了基础。

其次，霍邱脱贫计划主要的构成部分即为该 300 万吨钢材，当地政府对于复工存在显著的正向激励，也成立了专题小组。

最后，钢铁价格上涨且国家原则上不批准新增产能建设，使得该项目的盈利能力得到了较为显著的提升，使得业主复产的动力增强。

图表 4. 中国钢铁价格综合指数


资料来源：中国钢铁工业协会，中银证券整理

公司完成相关资质收购，PPP 项目扬帆起航。

为适应 PPP 项目拓展需要，公司于 2016 年，2017 年初先后完成了对衡阳中钢衡重工程有限公司 70% 股权的收购和对湖南万力建设集团市政工程有限公司 100% 股权的收购。从而具备了在国内 PPP 领域的重要施工资质。

图表 5. 公司 PPP 资质收购

原公司	新命名	股权比例	相关资质
衡阳中钢衡重工程有限公司	湖南中钢设备工程有限公司	70%	压力容器安装一级、工业管道 GC2
湖南万力建设集团市政工程有限公司	湖南中钢设备市政工程有限公司	100%	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

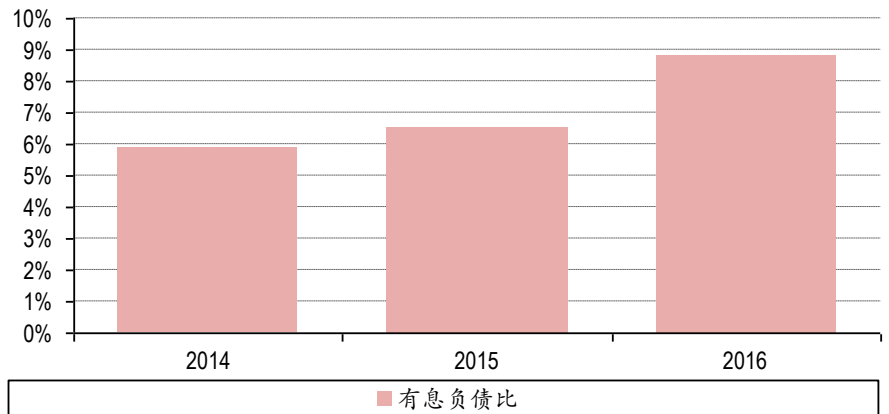
资料来源：公司公告，中银证券整理

母公司债转股正面效应凸显，公司长期负债首次增长。

公司母公司中钢集团于 2016 年完成 28 家主要银行合同签署，宣告着债转股流程的基本结束。在此次债转股前，公司受母公司拖累，无法从这 28 家主要银行获得授信与保函，业务开展基本依赖自有资金。

公司自上市以来，首次获得长期负债，说明银行授信正在逐步解冻。

图表 6. 公司有息负债比



资料来源：公司公告，中银证券整理

投资建议：

公司在不考虑资产减值情况下，2016 年净利润增长超过 30%，基于公司在手订单数量较高，银行授信环境有所改善，认为公司未来 3 年维持收入 25% 以上增长为大概率事件，预期 2017、2018、2019 年收入分别超过 110、130、150 亿人民币。

同时考虑到公司未来收入中海外收入占比不断提升，根据重大合同拆分计算，预测公司 2017 年海外收入占比超过 60%，2018 年海外收入占比超过 67%，2019 年海外收入占比超过 70%，推算得出公司 2017 年毛利率有望突破 18.0%，2018 年毛利率有望突破 18.1%，2019 年有望超过 18.4%。

在管理财务销售费率和所得税率无重大改变的假设下，且资产计提减值每年仍超过 3 亿的假设下，推算得出公司 2017、2018、2019 年归母净利润分别超过 8 亿，11 亿和 14 亿，对应每股收益分别为 1.21 元、1.55 元和 1.96 元。

考虑到公司收入增长较高，且利润增长要进一步高过收入增长，给予公司 25 倍动态市盈率合理估值，2017 年对应目标价格 30.37 元，较 2017 年 3 月 29 日收盘价高出 27% 以上，维持 **买入** 评级。

风险提示：

世界经济复苏不及预期，中国经济增长不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	9,751	9,444	11,839	13,722	15,970
销售成本	(8,417)	(7,787)	(9,762)	(11,299)	(13,110)
经营费用	(746)	(990)	(960)	(975)	(1,064)
息税折旧前利润	589	666	1,116	1,449	1,796
折旧及摊销	(15)	(14)	(6)	(6)	(6)
经营利润(息税前利润)	573	652	1,110	1,443	1,790
净利息收入/(费用)	(6)	(39)	(56)	(78)	(99)
其他收益/(损失)	71	64	66	69	122
税前利润	639	677	1,120	1,434	1,812
所得税	(164)	(158)	(262)	(335)	(423)
少数股东权益	4	6	10	14	20
净利润	479	525	869	1,113	1,409
核心净利润	483	527	872	1,116	1,412
每股收益(人民币)	0.732	0.733	1.214	1.552	1.959
核心每股收益(人民币)	0.751	0.754	1.248	1.598	2.021
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(8)	(3)	25	16	16
息税前利润增长(%)	31	14	70	30	24
息税折旧前利润增长(%)	21	13	68	30	24
每股收益增长(%)	190	0	66	28	26
核心每股收益增长(%)	176	0	66	28	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2,302	1,431	4,153	7,154	10,186
应收帐款	7,519	8,014	7,442	6,357	6,153
库存	1,786	1,529	2,354	1,892	2,597
其他流动资产	1,161	1,497	1,793	1,954	2,028
流动资产总计	12,769	12,472	15,741	17,356	20,963
固定资产	52	230	227	225	222
无形资产	28	163	160	156	153
其他长期资产	481	728	531	520	514
长期资产总计	561	1,121	918	901	889
总资产	13,445	13,676	16,660	18,258	21,852
应付帐款	7,605	7,186	7,375	7,547	7,728
短期债务	688	752	700	800	1,000
其他流动负债	2,268	1,380	3,083	2,980	4,534
流动负债总计	10,561	9,318	11,158	11,327	13,262
长期借款	0	75	369	699	969
其他长期负债	0	2	0	0	0
股本	643	699	699	699	699
储备	2,188	3,495	4,344	5,428	6,797
股东权益	2,831	4,194	5,042	6,127	7,496
少数股东权益	51	81	91	105	125
总负债及权益	13,445	13,676	16,660	18,258	21,852
每股帐面价值(人民币)	4.41	6.00	7.22	8.77	10.73
每股有形资产(人民币)	4.36	5.77	6.99	8.55	10.51
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.97)	(0.75)	(3.98)	(7.63)	(11.30)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	639	677	1,120	1,434	1,812
折旧与摊销	15	14	6	6	6
净利息费用	6	39	56	78	99
运营资本变动	444	(2,590)	2,267	993	1,866
税金	(160)	(152)	(262)	(335)	(423)
其他经营现金流	(459)	613	(627)	723	(532)
经营活动产生的现金流	484	(1,399)	2,561	2,898	2,828
购买固定资产净值	(1)	135	0	0	0
投资减少/增加	7	27	52	55	108
其他投资现金流	(276)	(49)	82	0	0
投资活动产生的现金流	(270)	113	134	55	108
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	201	139	(127)	100	200
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(44)	756	(115)	(181)	(321)
融资活动产生的现金流	157	922	(189)	22	101
现金变动	371	(364)	2,506	2,976	3,037
期初现金	957	1,952	1,347	3,853	6,829
公司自由现金流	214	(1,286)	2,694	2,953	2,936
权益自由现金流	421	(1,107)	2,624	3,131	3,236

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.0	7.1	9.4	10.6	11.2
息税前利润率(%)	5.9	6.9	9.4	10.5	11.2
税前利润率(%)	6.6	7.2	9.5	10.4	11.3
净利率(%)	4.9	5.6	7.3	8.1	8.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	100.9	16.5	19.7	18.6	18.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.2	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	32.6	32.5	19.6	15.4	12.2
核心业务市盈率(倍)	31.8	31.6	19.1	14.9	11.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	40.4	40.3	24.3	19.0	15.0
市净率(倍)	5.4	4.0	3.3	2.7	2.2
价格/现金流(倍)	31.6	(11.9)	6.5	5.7	5.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.2	24.2	12.4	7.8	4.9
周转率					
存货周转天数	62.3	77.7	72.6	68.6	62.5
应收帐款周转天数	255.7	300.2	238.3	183.5	143.0
应付帐款周转天数	249.0	285.8	224.5	198.5	174.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	18.4	14.9	18.8	19.9	20.7
资产收益率(%)	3.5	3.7	5.6	6.3	6.8
已运用资本收益率(%)	3.6	3.0	3.8	3.9	4.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371