

中钢国际 (000928.SZ)

金属制品行业

评级：买入 首次评级

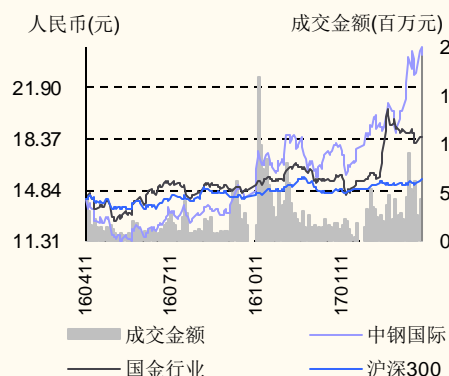
公司研究

市场价格 (人民币): 24.19 元
 目标价格 (人民币): 28.00-32.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	412.87
总市值(百万元)	16,900.40
年内股价最高最低(元)	24.70/11.31
沪深 300 指数	3517.46
深证成指	10669.48



业绩迎拐点高增可期，转型春风徐来

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.732	0.733	1.071	1.319	1.636
每股净资产(元)	4.41	6.01	6.88	7.97	9.35
每股经营性现金流(元)	0.75	-2.00	0.19	0.84	1.06
市盈率(倍)	24.18	23.90	21.32	17.30	13.95
行业优化市盈率(倍)	17.30	17.30	17.30	17.30	17.30
净利润增长率(%)	190.05%	8.98%	45.96%	23.21%	24.00%
净资产收益率(%)	16.60%	12.20%	15.56%	16.55%	17.49%
总股本(百万股)	642.56	698.65	698.65	698.65	698.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **四季度现业绩拐点，毛利率有所提高：**1) 公司 2016 年营收 94.4 亿 (-3.33%)，净利润 5.1 亿 (+8.65%)，前三季度营收均同比下滑，Q4 业绩现拐点，营收达 35.21 亿元 (+32.54%)，占全年总营收 37.28%；2) 公司 2016 年毛利率 17.98%，同比提升 3.90%，主要源于国内业务毛利率大幅提升，工程总承包（占比为 89.98%）毛利率为 19.21%，提升 2.74 个 pct；3) 公司 2016 年资产减值损失达 5.89 亿 (+64%)，主要因为其中重庆钢铁计提的坏账准备增加了 2.16 亿元；4) 2016 年经营现金流-13.99 亿，去年为正 4.86 亿，主要因国内外项目工程收款与付款存在时间性差异所致。
- **海外业务占比高一带一路纯正标的，在手订单足业绩无忧：**1) 公司为一带一路风口标的，2016 年公司海外营收占比近 50%，海外新签订单占比达 70%；2) 17 年订单充足有望实现业绩爆发：根据统计公司进行中订单预计尚有 153 亿元收入空间，未完成订单有 196 亿元收入空间，合计 349 亿元为 2016 年营收的 3.7 倍。
- **资金到位流动性向好，新业务转型提升想象力：**1) 公司定增顺利完成，募集资金 8.02 亿元全部用于补充流动性，集团债转股公司内部融资条件向好；2) 3D 打印、环保新业务转型春风徐来：公司注资武汉天昱进军 3D 打印领域，武汉天昱拥有行业顶尖的技术其微铸锻技术应用广泛，公司持续增持中钢天澄拓展环保业务，中钢天澄技术实力雄厚业绩增长快：2016 年营收同比+35.5%，利润同比+124.53%。

投资建议

- 我们认为中钢国际在手订单足业绩爆发可期，预测公司 2017-2019 年 EPS 1.07/1.32/1.64 元。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 30-34 元目标价位，对应 28-32X2017EPS。

风险

- 融资受困、新业务拓展不及预期、利率、汇率变动以及海外市场风险。

黄俊伟 联系人
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

1.冶矿工程承包领域的领跑者，海外业务比重大	3
2.公司四季度业绩向好，在手订单充足业绩有望爆发释放	3
3.加速转型 3D 打印、环保新业务	4

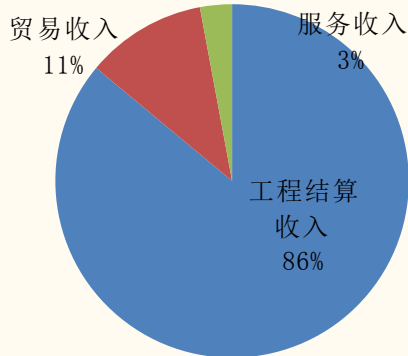
图表目录

图表 1：2016 年公司主营构成	3
图表 2：2016 年公司海外订单增加较快	3
图表 3：公司股权结构	3
图表 4：公司重要订单完成情况（单位：亿元）	3
图表 5：公司订单融资详情（亿元）	4
图表 6：3D 打印业务发展路径	4
图表 7：2014-2016 年中钢天澄利润高增长	5

1. 冶矿工程承包领域的领跑者，海外业务比重大

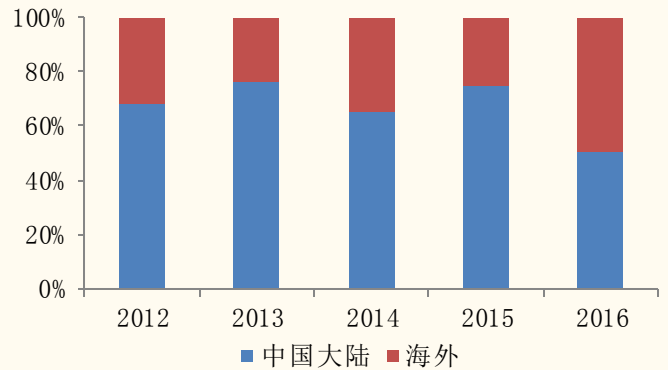
- 中钢国际是中钢集团旗下上市公司，2014 年通过借壳上市。主营业务涵盖工程承包、机电设备、备品备件集成供应服务，其中工程承包业务包括冶金、矿山、电力、环保、煤焦化工等领域，贡献公司营收约 9 成，公司具有钢铁联合企业总承包业务能力和国际大型冶金工程总承包业务能力。
- 近年来公司海外业务扩张迅速，占比接近 50%，全年新签海外项目占比达 70%。公司紧跟“一带一路”战略，随着政策红利继续释放，公司未来海外市场会进一步扩张。

图表 1：2016 年公司主营构成



来源：wind、国金证券研究所

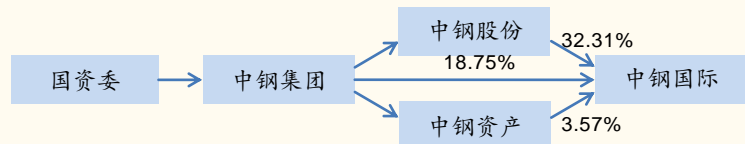
图表 2：2016 年公司海外订单增加较快



来源：wind、国金证券研究所

- 2016 年前三季度出现了较为严重的现金流危机，直接原因是项目建设进度放缓，国外订单仍处于融资阶段，因此项目结算金额减少。公司实际受控于国资委旗下的中钢集团，在完成 2016 年定增后，公司总股本 6.99 亿股，其中非限售流通股 4.13 亿股。

图表 3：公司股权结构



来源：wind、国金证券研究所

2. 公司四季度业绩向好，在手订单充足业绩有望爆发释放

- 公司 2016 年营收连续 3 个季度出现同比下滑，第四季度业绩出线拐点实现营收 35.21 亿元，同比增长 32.54%，占全年营收 37.28%，订单落地量超过全年的 45%，订单确认收入占全年的 36.14%。

图表 4：公司重要订单完成情况 (单位：亿元)

	完工	进行中	未进行	合计
前三季度收入	11.64	31.01	0.00	42.65
第四季度收入	1.48	22.66	0.00	24.14
本年收入	13.12	53.67	0.00	66.79
合同总金额	72.16	282.60	195.54	550.30
合同剩余金额	0	152.92	195.54	348.46
总金额占比	13.11%	51.35%	35.53%	100%

来源：公司公告整理、wind、国金证券研究所

- 公司完成签订但未确认收入的订单额占总订单额的 41.57%，大量订单因融资不及时停滞；公司进行中订单预计尚有 1532 亿元收入空间，未完成订单有 196 亿元收入空间，合计 349 亿元，为 2016 年营收的 3.7 倍。公司 17 年订单充足，有望实现业绩爆发。
- **资金到位缓解压力，收入确认有望加速。**公司近期债转股、定增相继落地大大缓解资金压力，订单融资过程加速，收入确认有望加速实现。定增顺利完成，募集资金 8.02 亿元全部用于补充流动性，极大解决项目融资受限问题；集团债转股，公司内部融资条件向好，资信改善为订单融资作保障。“债转股”的推进有效的改善公司融资困境，将会为公司贡献更大利润和稳定现金流。大股东作为上市公司市场化债转股的首个案例，有望得到政府的大力支持。

图表 5：公司订单融资详情 (亿元)

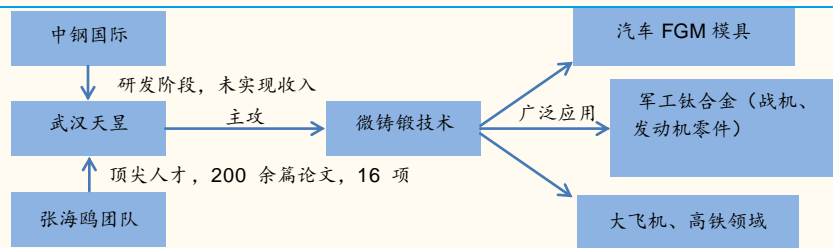
融资中待开工项目			未来融资项目	
项目	金额	状态	项目	金额
印尼 DBM150 万吨热轧厂项目	7.2	办理融资过程	加拿大 ESAI 热风炉重建总承包项目	7.24
马拉维 H. E. POWER 41MW 水电工程项目	13.04	办理融资过程	南苏丹 SUDAR 重油电站及附属线路项目	24
俄国奇克苏电解锰项目	46.2	融资中	伊朗 BAFGH KASRA 钢铁公司 100 万吨综合钢厂项目总承包项目	31.08
印尼棉兰城市垃圾焚烧发电	11.13	办理融资过程	印尼 BOSOWA 集团 2×55MW 燃煤电站 EPC 总承包项目	9.08
玻利维亚穆通钢铁公司 (ESM) 年产 15 万吨综合钢厂 EPC 总承包项目	27.31	银行评估融资	俄罗斯 TGK 公司铂金矿选矿工程总承包合同	11.9

来源：公司公告整理、wind、国金证券研究所

3.加速转型 3D 打印、环保新业务

- **注资武汉天昱，进军 3D 打印工业应用领域。**武汉天昱张海鸥教授团队拥有行业顶尖的技术力量和丰富的研发经验，曾全程参与超过 12 平方米的复杂钛合金构件的制造，其微铸锻技术应用领域广泛。未来，公司该项业务有望在军工、高铁、汽车生产等领域广泛推广，与智能制造，高精度汽配件生产实现对接，抢占工业领域高端制造市场。

图表 6：3D 打印业务发展路径



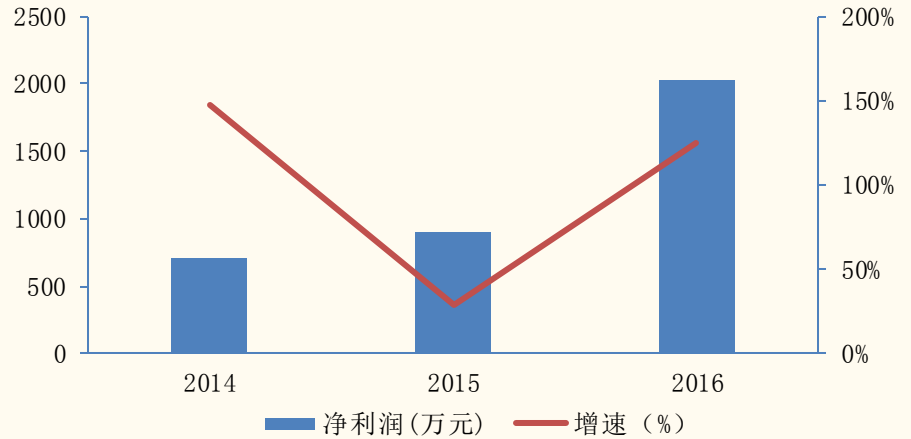
来源：公司公告、国金证券研究所

- **持续增持中钢天澄，拓展工业环保业务。**中钢天澄主营工业除尘减排领域。公司当前持股中钢天澄 68.15%，其 2013-2016 年营收分别为 2.4、4.0、3.1、4.2 亿，利润总额分别为 285、705、905、2032 万元，2016 年营收同比+35.5%，利润同比+124.53%。
- **中钢天澄技术实力雄厚。**直接与 2 个国家一流技术中心对接，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，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。

- 根据“十三五”规划,我国将“实施工业污染源全面达标排放计划”。工业环保市场需求达到万亿规模,具备形成大市值企业条件,而工业废气处理市场空间达 6600 亿以上,是工业环保的重要一环。中钢天澄正在执行的《城市料场(灰场)扬尘控制阳光膜封闭技术与材料》项目被列入“十三五”国家重点研发计划。

图表 7: 2014-2016 年中钢天澄利润高增长



来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	10,654	9,751	9,444	11,600	13,800	16,000
增长率		-8.5%	-3.2%	22.8%	19.0%	15.9%
主营业务成本	-9,383	-8,378	-7,746	-9,350	-11,032	-12,700
%销售收入	88.1%	85.9%	82.0%	80.6%	79.9%	79.4%
毛利	1,270	1,373	1,698	2,250	2,768	3,300
%销售收入	11.9%	14.1%	18.0%	19.4%	20.1%	20.6%
营业税金及附加	-28	-38	-41	-67	-84	-82
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
营业费用	-51	-16	-16	-23	-21	-29
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-452	-406	-432	-546	-636	-762
%销售收入	4.2%	4.2%	4.6%	4.7%	4.6%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	739	913	1,209	1,613	2,027	2,428
%销售收入	6.9%	9.4%	12.8%	13.9%	14.7%	15.2%
财务费用	-171	-6	-39	-92	-219	-285
%销售收入	1.6%	0.1%	0.4%	0.8%	1.6%	1.8%
资产减值损失	-302	-340	-557	-559	-623	-612
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	33	57	56	35	48	27
%税前利润	10.5%	8.9%	8.3%	3.4%	3.9%	1.7%
营业利润	299	625	669	997	1,233	1,558
营业利润率	2.8%	6.4%	7.1%	8.6%	8.9%	9.7%
营业外收支	11	14	8	14	11	10
税前利润	310	639	677	1,010	1,244	1,568
利润率	2.9%	6.6%	7.2%	8.7%	9.0%	9.8%
所得税	-144	-164	-158	-256	-315	-420
所得税率	46.4%	25.7%	23.4%	25.4%	25.4%	26.8%
净利润	166	475	519	754	928	1,148
少数股东损益	4	4	6	6	7	5
归属于母公司的净利润	162	470	512	748	922	1,143
净利率	1.5%	4.8%	5.4%	6.4%	6.7%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	186	475	519	754	928	1,148
非现金支出	351	355	571	596	684	683
非经营收益	59	-94	-166	-48	-49	-36
营运资金变动	-38	-252	-2,322	-1,171	-980	-1,056
经营活动现金净流	559	484	-1,399	131	584	738
资本开支	-8	-8	-72	67	-236	-98
投资	-591	-296	160	67	47	-76
其他	-21	34	24	35	48	27
投资活动现金净流	-620	-270	113	168	-141	-147
股权募资	1,135	0	852	0	0	0
债权募资	-1,547	201	129	-136	-199	-170
其他	426	-25	-22	-191	-200	-201
筹资活动现金净流	15	175	959	-327	-399	-372
现金净流量	-47	390	-327	-27	44	219

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	957	1,952	1,347	1,320	1,364	1,583
应收账款	6,142	7,519	8,014	7,911	9,043	10,524
存货	1,088	1,786	1,529	2,203	2,781	3,479
其他流动资产	1,908	1,511	1,581	2,162	2,495	2,884
流动资产	10,095	12,769	12,472	13,595	15,683	18,471
%总资产	94.3%	95.0%	91.2%	92.5%	92.5%	92.9%
长期投资	336	331	410	343	295	371
固定资产	62	52	230	134	315	347
%总资产	0.6%	0.4%	1.7%	0.9%	1.9%	1.7%
无形资产	28	28	164	169	174	178
非流动资产	614	676	1,203	1,095	1,263	1,402
%总资产	5.7%	5.0%	8.8%	7.5%	7.5%	7.1%
资产总计	10,709	13,445	13,676	14,690	16,946	19,872
短期借款	487	688	752	690	491	316
应付款项	7,597	9,650	8,248	8,679	10,421	12,397
其他流动负债	204	223	318	425	370	518
流动负债	8,288	10,561	9,318	9,793	11,281	13,230
长期贷款	0	0	75	0	0	0
其他长期负债	4	0	2	4	4	8
负债	8,292	10,561	9,395	9,797	11,285	13,238
普通股股东权益	2,367	2,832	4,200	4,807	5,568	6,536
少数股东权益	50	51	81	86	93	98
负债股东权益合计	10,709	13,445	13,676	14,690	16,946	19,872

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.252	0.732	0.733	1.071	1.319	1.636
每股净资产	3.684	4.408	6.011	6.880	7.969	9.355
每股经营现金净流	0.870	0.754	-2.002	0.187	0.836	1.056
每股股利	0.120	0.150	0.170	0.200	0.230	0.250
回报率						
净资产收益率	6.85%	16.60%	12.20%	15.56%	16.55%	17.49%
总资产收益率	1.51%	3.50%	3.75%	5.09%	5.44%	5.75%
投入资本收益率	13.63%	18.99%	18.13%	21.54%	24.58%	25.54%
增长率						
主营业务收入增长率	641.78%	-8.47%	-3.15%	22.83%	18.97%	15.94%
EBIT 增长率	N/A	23.50%	32.37%	33.47%	25.67%	19.76%
净利润增长率	-140.75%	190.05%	8.98%	45.96%	23.21%	24.00%
总资产增长率	406.83%	25.55%	1.72%	7.42%	15.35%	17.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.9	220.5	247.0	219.7	223.3	227.3
存货周转天数	41.7	62.6	78.1	86.0	92.0	100.0
应付账款周转天数	96.5	221.0	261.9	220.4	218.8	218.1
固定资产周转天数	2.1	1.9	8.8	3.8	7.9	7.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.45%	-43.86%	-12.16%	-12.80%	-15.36%	-18.97%
EBIT 利息保障倍数	4.3	160.6	30.7	17.4	9.2	8.5
资产负债率	77.43%	78.55%	68.70%	66.69%	66.60%	66.62%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	12	19
增持	0	0	1	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.14	1.10

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD