

Q1 经营现金流及货币资金改善明显， 增资有助提升业务承揽能力

■**事项:** 1) 公司发布 2017 年第一季度报告, 实现营业收入 15.42 亿元, 较上年同期增 0.93%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.02 亿元, 比上年同期减少 0.56%, 扣非后同比增加 2.39%。实现 EPS 0.15 元。2) 公司拟向全资子公司中钢设备有限公司 (“中钢设备”) 以现金增资 8 亿元。

■**Q1 业绩较为平淡, 或因期内重大项目确认收入比例较少原因:** 公司 2017Q1 实现营收增速 0.93% (同比+9.43 个 pct、环比-31.61 个 pct)、归母净利润增速-0.56% (同比-24.47 个 pct、环比-39.32 个 pct), Q1 营收增速同比提升、环比下降, 归母净利润增速同比、环比均出现下降。我们认为主要受一季度工程施工传统淡季因素影响, 项目结算金额较少。报告期内, 公司已生效正在执行的重要经营合同中, 除 Tosyali 阿尔及利亚 250 万吨直接还原铁项目 (Q1 确认收入 4.68 亿元)、Tosyali 公司年产 400 万吨球团 EPC 总承包项目 (Q1 确认收入 3.66 亿元)、Tosyali 阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目 (Q1 确认收入 1.61 亿元)、阿尔及利亚卡塔尔公司 250 万吨直接还原铁项目 (Q1 确认收入 1.14 亿元)、伊朗 SISCO250 万吨氧化球团项目 (Q1 确认收入 0.32 亿元) 及阳煤西上庄热电超临界煤热电项目 (Q1 确认收入 0.18 亿元) 外, 其余项目 Q1 未确认收入。我们判断随着后续项目执行进度的有序推进, 营收及净利润增速将重回正常水平。

■**Q1 维持较高毛利水平, 经营性净现金流及货币资金大幅改善:** 报告期内, 公司销售毛利率为 16.55 % (同比+1.8 个 pct, 比 2016 期末-1.4 个 pct), 仍保持了较高的毛利水平; 净利率为 6.62 % (同比-0.04 个 pct, 比 2016 期末+1.13 个 pct); 期间费用率为 7.78 % (同比+1.97 个 pct, 比 2016 期末+2.62 个 pct), 主要为财务费用率受报告期内利息支出及金融机构手续费增加影响、同比大幅增加 1.59 个 pct。报告期末经营活动现金净流量为 2.68 亿元, 较 2016Q1 同比流出减少 8.9 亿元, 较 2016 期末流出减少 16.67 亿元, 主要是期内工程项目回款增加所致。预收款项同比减少 50.37%, 较 2016 期末减少 9.67%, 我们判断主要与 Q1 项目确认收入比例较少有关; 预付款项同比增加 53.17%, 较 2016 期末增加 38.82%, 主要是期内支付给海外项目的尚未结算的进度款项增加。货币资金余额 18.35 亿元 (同比+65.74%), 较 2016 期末增加 36.16%, 主要是期内海外项目执行顺利、工程款按期回款。

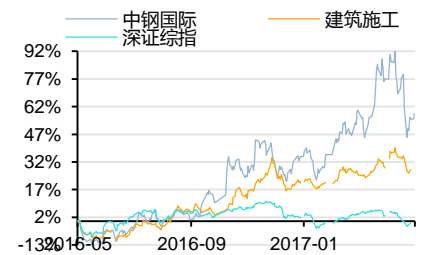
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **27.40 元**
股价 (2017-05-02) **20.53 元**

交易数据

总市值 (百万元)	14,343.33
流通市值 (百万元)	8,476.13
总股本 (百万股)	698.65
流通股本 (百万股)	412.87
12 个月价格区间	11.31/24.95 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.73	16.73	58.83
绝对收益	-10.74	16.19	60.59

苏多永 分析师
SAC 执业证书编号: S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

王鑫 报告联系人
wangxin4@essence.com.cn

相关报告

- 中钢国际: 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 2017-03-29
- 中钢国际: 集团“债转股”或将落地, 金属 3D 打印极具潜力 2016-09-20

■在手合同储备丰厚，设计咨询施工资质齐备，增资子公司或有利于国内 PPP 业务拓展：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。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，并公告相继于 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。此次公司对中钢设备现金增资 8 亿元，将有助于中钢设备增强自身资本实力、资金实力及业务承揽能力，为公司在国内拓展 PPP 等项目奠定坚实基础。

■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
						流动资产周转天数	42	67	79	64	71
						流动营业资本周转天数	422	481	397	434	438
						应收账款周转天数	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

苏多永声明，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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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