

中钢国际 (000928)

证券研究报告

2017年07月27日

营业收入持续下滑，现金流状况继续改善

公司近期公布了2017年半年度报告，上半年实现营业收入35.92亿元，同比下降9.83%；净利润2.51亿，同比增长8.4%。点评如下：
新签订单大幅减少，公司将大力开拓海外市场

公司17年上半年新签合同40个，总计25.95亿元，同减83%。其中国外项目11个，合同金额合计10.79亿元，同减90%；国内项目29个，合同金额合计15.16亿元，同减63%。随着国内钢铁去产能政策持续推进，国内新签订单形势严峻，去年上半年签署多个重大项目造成海外订单基数较大。加大国内外订单签约落地是下半年的重点工作，下半年订单有望回暖。

营业收入有所下滑，国外业务收入主要由阿尔及利亚项目贡献

公司二季度营收20.50亿元，同比下降16.39%，增速持续下行。分地区来看，上半年国内项目营收5.97亿，同减70.64%，主因部分国内项目进度未达预期：阳泉项目因江西电厂事故预计延期到后年完工；旭阳项目本期未确认收入；为应对国内业务下行，公司加紧在污水处理、发电、节能环保等领域拓展，继续加大基础设施领域BOT、PPP项目的开拓力度。国外项目营收29.95亿，同增53.50%，其中阿尔及利亚4个项目贡献了海外收入83.14%，其他地区项目进展较慢。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”指标来剔除“营改增”影响，用该指标计算得出17年上半年毛利率为13.49%，较16年上半年下降0.69个百分点，主因国内项目毛利率从15.52%大幅下滑至10.46%。

财务费用率显著下降，净利润有所上升

2017年上半年期间费用率2.39%，较去年同期下降2.4个百分点；其中销售费用率0.30%，比去年同期上升0.15个百分点；管理费用率5.69%，比去年同期上升1.16个百分点；财务费用率-3.60%，比去年同期下降3.71个百分点，主因国内工程延付项目确认了较多利息收入以及去年定增资金产生的利息。综合下来，2017年上半年公司净利润2.51亿元，同比增长8.40%。截至2017年上半年，重庆钢铁股份有限公司收购尚未完成，有望下半年解决，这对公司应收款结构有积极影响，有望减少坏账。

2017年上半年收现比1.3716，较去年上升65.42个百分点；付现比1.1667，较去年上升14.83个百分点；经营现金流净额5.67亿元，连续2个季度现金流净额为正值。

投资建议

公司业绩部分低于预期，但下半年国内新业务的探索、海外订单落地值得期待。综上，我们预计2017-2019年EPS为0.51、0.65、0.84元/股。对应PE为17、13、10倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：汇率风险，海外政治经济风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,751.28	9,443.73	10,433.08	12,528.16	15,045.75
增长率(%)	(8.47)	(3.15)	10.48	20.08	20.10
EBITDA(百万元)	645.90	722.50	891.63	1,145.69	1,499.14
净利润(百万元)	470.18	512.41	637.21	816.65	1,054.29
增长率(%)	190.05	8.98	24.35	28.16	29.10
EPS(元/股)	0.37	0.41	0.51	0.65	0.84
市盈率(P/E)	23.23	21.31	17.14	13.37	10.36
市净率(P/B)	3.86	2.60	2.26	1.93	1.63
市销率(P/S)	1.12	1.16	1.05	0.87	0.73
EV/EBITDA	15.03	15.47	10.17	9.32	6.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	8.69元
目标价格	11元
上次目标价	29.28元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,256.66
流通A股股本(百万股)	743.16
A股总市值(百万元)	10,920.40
流通A股市值(百万元)	6,458.05
每股净资产(元)	3.53
资产负债率(%)	67.25
一年内最高/最低(元)	25.38/8.01

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

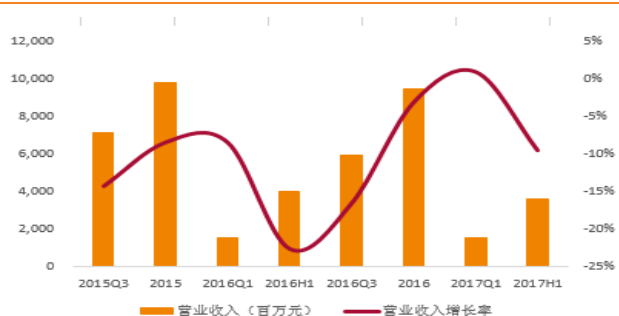


资料来源：贝格数据

相关报告

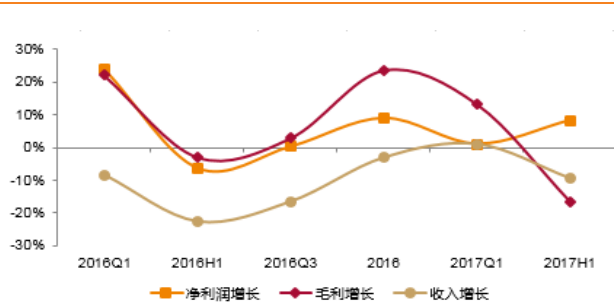
- 《中钢国际-首次覆盖报告:海外业务快速增长，国内PPP业务正式布局》
2017-03-30

图 1: 2015Q3-2017H1 营业收入及同比增长情况



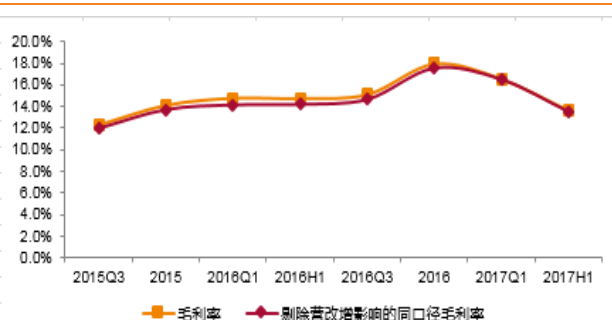
资料来源: wind、天风证券研究所

图 2: 净利润、毛利和收入增长变动情况



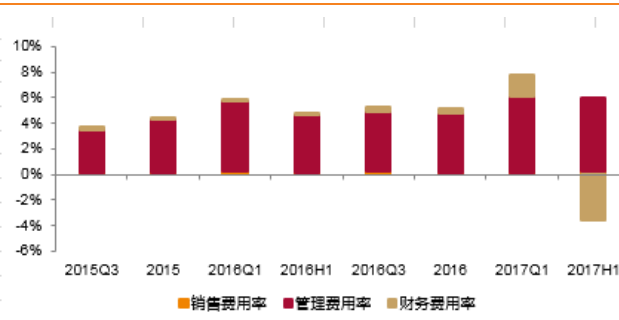
资料来源: wind、天风证券研究所

图 3: 毛利率变化情况



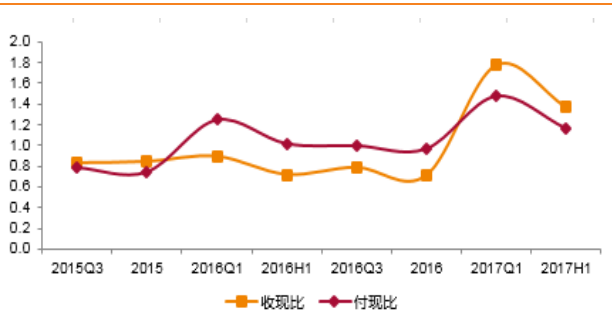
资料来源: wind、天风证券研究所

图 4: 期间费用率占比情况



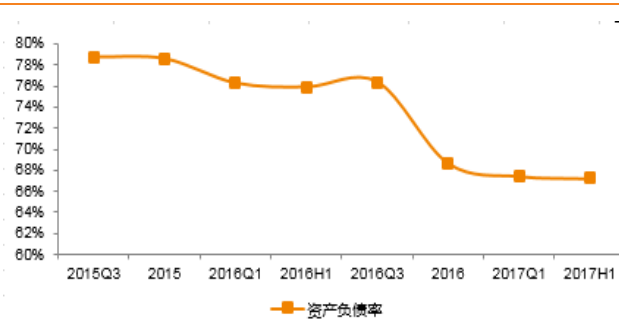
资料来源: wind、天风证券研究所

图 5: 收现比、付现比变化情况



资料来源: wind、天风证券研究所

图 6: 资产负债率变动情况



资料来源: wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,952.36	1,347.50	1,564.96	1,879.22	2,256.86
应收账款	6,414.72	7,114.49	8,940.85	11,730.62	14,181.50
预付账款	1,161.45	1,497.26	1,057.69	2,345.82	1,633.94
存货	1,786.38	1,529.28	2,503.06	2,888.98	4,249.87
其他	1,453.82	983.79	568.48	1,779.56	1,052.93
流动资产合计	12,768.72	12,472.32	14,635.04	20,624.20	23,375.11
长期股权投资	149.32	178.99	178.99	178.99	178.99
固定资产	51.74	227.39	269.52	306.91	385.15
在建工程	0.36	2.42	2.05	1.83	1.70
无形资产	27.61	162.97	179.32	175.67	172.03
其他	447.26	631.51	466.23	506.51	534.46
非流动资产合计	676.29	1,203.28	1,096.12	1,169.92	1,272.33
资产总计	13,445.01	13,675.60	15,731.16	21,794.12	24,647.45
短期借款	687.52	751.73	99.74	1,663.74	1,742.56
应付账款	5,482.84	5,816.84	7,249.59	8,947.89	11,111.44
其他	4,390.77	2,749.11	3,466.32	5,056.20	4,882.07
流动负债合计	10,561.13	9,317.68	10,815.65	15,667.82	17,736.06
长期借款	0.00	75.15	0.00	378.03	86.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	2.49	2.08	1.52	2.03
非流动负债合计	0.00	77.64	2.08	379.55	88.85
负债合计	10,561.13	9,395.32	10,817.73	16,047.37	17,824.90
少数股东权益	51.44	80.57	83.17	99.84	121.35
股本	642.56	698.65	1,256.63	1,256.63	1,256.63
资本公积	1,738.39	2,530.88	2,530.88	2,530.88	2,530.88
留存收益	2,188.17	3,495.34	3,573.63	4,390.28	5,444.56
其他	(1,736.68)	(2,525.17)	(2,530.88)	(2,530.88)	(2,530.88)
股东权益合计	2,883.88	4,280.28	4,913.43	5,746.74	6,822.54
负债和股东权益总	13,445.01	13,675.60	15,731.16	21,794.12	24,647.45

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	474.57	518.57	637.21	816.65	1,054.29
折旧摊销	15.33	14.40	12.89	17.48	26.54
财务费用	41.76	22.69	41.26	51.82	78.76
投资损失	(57.15)	(56.18)	(55.00)	(60.50)	(72.60)
营运资金变动	(583.68)	(2,165.97)	369.28	(2,427.49)	(411.25)
其它	593.45	267.74	13.00	16.67	21.52
经营活动现金流	484.28	(1,398.75)	1,018.64	(1,585.38)	697.25
资本支出	58.69	354.66	71.41	51.55	100.49
长期投资	50.56	29.67	0.00	0.00	0.00
其他	(379.06)	(271.62)	(87.41)	(42.05)	(128.89)
投资活动现金流	(269.81)	112.71	(16.00)	9.50	(28.40)
债权融资	687.52	826.88	99.74	2,041.77	1,829.37
股权融资	(10.47)	813.19	(47.63)	(51.59)	(78.59)
其他	(520.50)	(717.88)	(837.29)	(100.03)	(2,041.99)
筹资活动现金流	156.56	922.19	(785.18)	1,890.15	(291.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	371.03	(363.85)	217.47	314.26	377.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,751.28	9,443.73	10,433.08	12,528.16	15,045.75
营业成本	8,378.36	7,745.85	8,539.08	10,216.49	12,238.03
营业税金及附加	38.25	41.32	41.73	50.11	60.18
营业费用	15.83	16.42	20.87	25.06	30.09
管理费用	405.85	431.60	497.66	597.59	717.68
财务费用	5.69	39.40	41.26	51.82	78.76
资产减值损失	339.57	556.62	510.00	571.20	599.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	57.15	56.18	55.00	60.50	72.60
其他	(114.29)	(112.35)	(110.00)	(121.00)	(145.20)
营业利润	624.88	668.70	837.48	1,076.39	1,393.84
营业外收入	15.20	14.55	13.82	14.52	14.30
营业外支出	1.13	6.55	2.83	3.50	4.30
利润总额	638.95	676.69	848.47	1,087.41	1,403.84
所得税	164.38	158.12	198.26	254.10	328.04
净利润	474.57	518.57	650.21	833.31	1,075.80
少数股东损益	4.39	6.15	13.00	16.67	21.52
归属于母公司净利润	470.18	512.41	637.21	816.65	1,054.29
每股收益(元)	0.37	0.41	0.51	0.65	0.84

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-8.47%	-3.15%	10.48%	20.08%	20.10%
营业利润	109.08%	7.01%	25.24%	28.53%	29.49%
归属于母公司净利润	190.05%	8.98%	24.35%	28.16%	29.10%
获利能力					
毛利率	14.08%	17.98%	18.15%	18.45%	18.66%
净利率	4.82%	5.43%	6.11%	6.52%	7.01%
ROE	16.60%	12.20%	13.19%	14.46%	15.73%
ROIC	30.76%	46.31%	21.53%	28.99%	20.89%
偿债能力					
资产负债率	78.55%	68.70%	68.77%	73.63%	72.32%
净负债率	237.46%	185.06%	146.96%	159.27%	177.74%
流动比率	1.21	1.34	1.35	1.32	1.32
速动比率	1.04	1.17	1.12	1.13	1.08
营运能力					
应收账款周转率	1.58	1.40	1.30	1.21	1.16
存货周转率	6.79	5.70	5.17	4.65	4.22
总资产周转率	0.81	0.70	0.71	0.67	0.65
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.41	0.51	0.65	0.84
每股经营现金流	0.39	-1.11	0.81	-1.26	0.55
每股净资产	2.25	3.34	3.84	4.49	5.33
估值比率					
市盈率	23.23	21.31	17.14	13.37	10.36
市净率	3.86	2.60	2.26	1.93	1.63
EV/EBITDA	15.03	15.47	10.17	9.32	6.72
EV/EBIT	15.39	15.78	10.32	9.46	6.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com