

中钢国际 (000928.SZ)

建筑与工程行业

评级：买入 维持评级

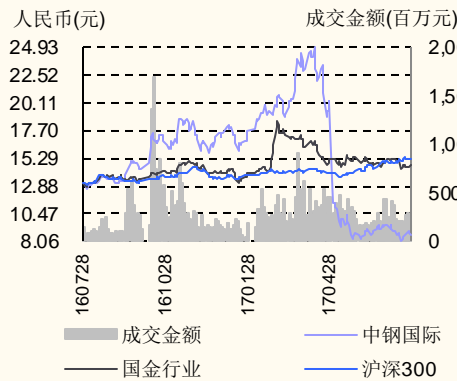
公司点评

市场价格 (人民币): 8.69 元
 目标价格 (人民币): 11.40-12.50 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)	743.16
总市值(百万元)	10,920.40
年内股价最高最低(元)	24.95/8.06
沪深 300 指数	3712.19
深证成指	10395.19



相关报告

- 《现金流明显改善, 在手订单足业绩无忧-中钢国际一季报点评》, 2017.5.2
- 《业绩迎拐点高增可期, 转型春风徐来-中钢国际公司研究》, 2017.4.10

石人望 联系人
 shirenwang@gjzq.com.cn

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

业绩增速较低但不掩海外业务/现金流亮点

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	0.520	0.623	0.675
每股净资产(元)	4.41	6.01	6.75	7.64	8.60
每股经营性现金流(元)	0.75	-2.00	0.30	0.60	0.54
市盈率(倍)	24.18	23.90	16.70	13.94	12.88
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%	27.61%	19.81%	8.22%
净资产收益率(%)	16.60%	12.20%	13.88%	14.68%	14.11%
总股本(百万股)	642.56	698.65	1,256.66	1,256.66	1,256.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017H1 营收 36 亿 (-9.8%), 归母净利润 2.5 亿 (+8.4%), Q2 营收 20.5 亿 (-16%), 归母净利 1.5 亿 (+14%), 略低于市场预期。

经营分析

- **Q2 营收下滑, 但现金流改善明显:** 1) 公司上半年营收同比下降 9.8%, 分季度来看, Q1/Q2 营收分别为 15.4/20.5 亿, 同比+1%/-16%, Q2 营收下滑较多系部分国内项目进度未达预期所致; 2) 期间费用率大幅下降致净利率有较大提升: 公司上半年销售毛利率为 13.6%, 下降 1.14pct, 而净利率从 5.9%提升到 7%, 主要因上半年期间费用率下降 2.4 个 pct 为 2.4%, 而期间费用率下降系国内工程延付项目确认利息收入致财务费用为 -1.3 亿大幅减少 (-3058%); 3) 应收账款大幅减少回款加速, 现金流改善明显: 公司 Q2 应收账款为 56.6 亿, 去年同期应收账款达 61.8 亿, 应收账款大幅减少; 公司上半年经营活动现金流净额+5.7 亿, 去年同期为 -10.5 亿, 分季度来看, Q1/Q2 经营活动现金流净额分别为 2.7/3 亿, 去年同期分别为 -6.2/-4.3 亿, 公司工程项目回款明显加快; 4) 公司 H1 资产减值损失 8546 万 (+8%) 主要为应收账款所计提的资产减值损失。
- **在手订单充足, 业绩有望保持增长:** 1) 公司上半年新签合同 26 亿元, 去年同期为 150 亿元, 但公司在手项目仍然充足, 公司未确认收入在手订单金额达 384 亿元, 为 2016 年营收的 4 倍; 3) 在经营现金流大幅好转的情况下, 公司债转股、定增相继落地, 且积极推进中钢设备公司债发行, 公司前期因融资不及导致俄罗斯奇克苏电解锰、玻利维亚穆通铁矿综合钢厂等工程停滞问题或将大大缓解, 业绩大概率将延续增长势头。
- **一带一路风口标的 H1 海外业务亮眼, 钢铁回暖改善国内需求:** 1) 2017 年 H1 我国企业在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程合同金额达 714 亿美元, 同比增长 38.8%, 公司 2017H1 海外营收占比高达 83%, 仍旧保持同比+34%的增速, 长期来看公司作为最早走出去的中国工程企业之一, 有望继续受益一带一路政策红利承接更多海外订单; 3) 2017 年上半年, 钢铁行业有所回暖, 一方面下游企业业绩好转有助于改善公司营收质量, 减少坏账, 一方面有望带来更多订单。

盈利调整

- 由于 2017H1 订单以及业绩低于预期, 我们调整公司 2017/2018 净利润

6.5/7.8 亿的盈利预测，EPS 分别为 0.52/0.62 元。

投资建议

- 由于近期市场风险偏好下降，且公司中期业绩略低于预期，参考可比公司（北方国际/中材国际/中工国际），我们下调 2017 年对应 PE 估值到 22-24 倍，对应未来 6-12 个月 11.4-12.5 元目标价。

风险提示

- 海外市场风险，应收账款过高应注意资产减值损失风险。

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	10,765	12,087	13,456
增长率		-8.5%	-3.2%	14.0%	12.3%	11.3%
主营业务成本	-9,383	-8,378	-7,746	-8,764	-9,900	-10,987
%销售收入	88.1%	85.9%	82.0%	81.4%	81.9%	81.7%
毛利	1,270	1,373	1,698	2,001	2,187	2,469
%销售收入	11.9%	14.1%	18.0%	18.6%	18.1%	18.3%
营业税金及附加	-28	-38	-41	-62	-74	-69
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
营业费用	-51	-16	-16	-22	-18	-24
%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%	5.1%	5.3%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	739	913	1,209	1,371	1,459	1,614
%销售收入	6.9%	9.4%	12.8%	12.7%	12.1%	12.0%
财务费用	-171	-6	-39	-92	-224	-308
%销售收入	1.6%	0.1%	0.4%	0.9%	1.9%	2.3%
资产减值损失	-302	-340	-557	-434	-231	-172
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%	3.9%	4.6%	2.3%
营业利润	299	625	669	879	1,052	1,161
营业利润率	2.8%	6.4%	7.1%	8.2%	8.7%	8.6%
营业外收支	11	14	8	8	8	8
税前利润	310	639	677	887	1,060	1,169
利润率	2.9%	6.6%	7.2%	8.2%	8.8%	8.7%
所得税	-144	-164	-158	-225	-269	-313
所得税率	46.4%	25.7%	23.4%	25.4%	25.4%	26.8%
净利润	166	475	519	662	791	856
少数股东损益	4	4	6	8	8	8
归属于母公司的净利润	162	470	512	654	783	848
净利率	1.5%	4.8%	5.4%	6.1%	6.5%	6.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	186	475	519	662	791	856
非现金支出	351	355	571	471	292	244
非经营收益	59	-94	-166	-43	-41	-12
营运资金变动	-38	-252	-2,322	-880	-620	-710
经营活动现金净流	559	484	-1,399	210	423	378
资本开支	-8	-8	-72	0	-239	-100
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	102	-144	-149
股权募资	1,135	0	852	0	0	0
债权募资	-1,547	201	129	-149	-30	214
其他	426	-25	-22	-191	-204	-224
筹资活动现金净流	15	175	959	-340	-235	-10
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
应收款项	6,142	7,519	8,014	7,426	8,290	9,521
存货	1,088	1,786	1,529	2,065	2,495	3,010
其他流动资产	1,908	1,511	1,581	2,033	2,246	2,507
流动资产	10,095	12,769	12,472	12,843	14,396	16,621
%总资产	94.3%	95.0%	91.2%	91.7%	91.6%	91.9%
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%	1.0%	2.0%	1.9%
无形资产	28	28	164	229	235	239
非流动资产	614	676	1,203	1,156	1,324	1,462
%总资产	5.7%	5.0%	8.8%	8.3%	8.4%	8.1%
资产总计	10,709	13,445	13,676	13,999	15,720	18,084
短期借款	487	688	752	676	645	856
应付款项	7,597	9,650	8,248	8,123	9,313	10,669
其他流动负债	204	223	318	395	325	438
流动负债	8,288	10,561	9,318	9,194	10,283	11,963
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	9,198	10,288	11,971
普通股股东权益	2,367	2,832	4,200	4,713	5,335	6,008
少数股东权益	50	51	81	89	97	105
负债股东权益合计	10,709	13,445	13,676	13,999	15,720	18,084

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.252	0.732	0.733	0.520	0.623	0.675
每股净资产	3.684	4.408	6.011	6.745	7.637	8.600
每股经营现金净流	0.870	0.754	-2.002	0.301	0.605	0.540
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%	13.88%	14.68%	14.11%
总资产收益率	1.51%	3.50%	3.75%	4.67%	4.98%	4.69%
投入资本收益率	13.63%	18.99%	18.13%	18.66%	17.91%	16.94%
增长率						
主营业务收入增长率	641.78%	-8.47%	-3.15%	13.99%	12.28%	11.33%
EBIT 增长率	N/A	23.50%	32.37%	13.41%	6.46%	10.64%
净利润增长率	-140.75%	190.05%	8.98%	27.61%	19.81%	8.22%
总资产增长率	406.83%	25.55%	1.72%	2.37%	12.29%	15.04%
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	4.0	9.0	9.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.45%	-43.86%	-12.16%	-13.33%	-13.15%	-11.76%
EBIT利息保障倍数	4.3	160.6	30.7	14.9	6.5	5.2
资产负债率	77.43%	78.55%	68.70%	65.70%	65.45%	66.20%

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	1	1	1	7
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.30

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。

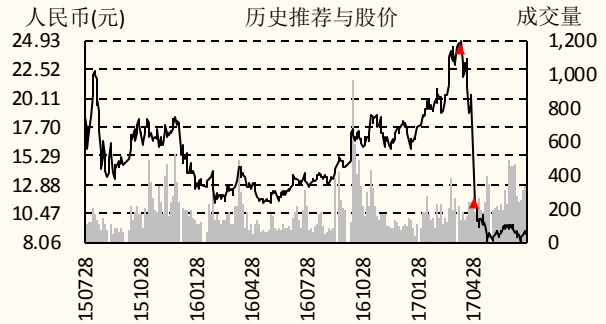
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-10	买入	24.19	28.00~32.00
2	2017-05-02	买入	20.17	28.00~32.00

来源：国金证券研究所



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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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