

2019年03月29日

中钢国际 (000928.SZ)

业绩触底反转，新签合同大幅提升

■**事项**：公司发布2018年度报告，2018年实现营业收入83.67亿元，比上年同期增加3.99%；实现归属于上市公司股东的净利润4.41亿元，比上年同期增加2.01%，扣非后同比增加21.07%。实现EPS 0.35元，拟每10股派现金1.20元（含税）。

■**营收及净利润增速触底反转，国内业务收入规模及占比大幅提升**：公司2018年分别实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润同比增速3.99%、2.01%，营收增速自2014年以来首次转正，归母净利润增速较2017年由负转正并大幅提升20.6个pct。期内非经常性损益合计0.53亿元，较2017年1.12亿元同比减少52.68%，主要为计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费、债务重组损益等因素产生较大变化。**分季度来看**，公司2018Q1~Q4分别实现营收同比增速-11.51%、-29.55%、29.57%、22.95%，Q3、Q4营收增速由负转正并显著加快；实现归属于上市公司股东的净利润同比增速-9.66%、-3.77%、-36.62%、46.34%，Q4净利润增速较高或与在建项目的集中结转有关。**从业务结构来看**，公司各主业分别实现营收及增速（不考虑分部抵消）：工程总承包74.74亿元（同比+3.39%）、国内外贸易6.79亿元（同比+5.41%）、服务收入1.92亿元（同比+25.19%），工程总承包业务收入占比达89.33%，仍为公司最主要收入来源，同时服务业务营收增速较快。**从市场结构来看**，国内业务实现营收51.52亿元（同比+81.85%），收入占比61.58%（同比+26.37个pct）；海外业务实现营收32.15亿元（同比-38.33%），收入占比38.42%（同比-26.37个pct）。报告期内公司国内业务营收增幅较大，安徽霍邱300万吨钢铁项目期内确认收入9.43亿元形成较大贡献。

■**盈利能力有所降低，国内业务毛利贡献占比大幅提升，资产减值损失减少**：**毛利率方面**，报告期内公司综合毛利率达到11.64%，较2017年降低1.5个pct，为2014年以来毛利率水平较低的年度。**分业务看**，工程总承包、国内外贸易、服务业务毛利率分别为11.10%（同比-2.66个pct）、10.49%（同比+7.96个pct）、33.41%（同比+4.95个pct）。报告期公司工程总承包业务毛利贡献占比达85.23%，其毛利率降低拉低了公司整体毛利水平。**分市场看**，国内业务毛利率为15.07%（同比+1.78个pct），毛利贡献占比79.74%（同比+47.76个pct）；海外业务毛利率为6.13%（同比-7.34个pct），毛利贡献占比20.26%（同比-47.76个pct）；期内公司国内业务毛利贡献占比大幅提升。**期间费用方面**，2018年公司管理费用（加回研发费用）、销售费用及财务费用率分别为6.98%（同

公司快报

证券研究报告

综合

投资评级 **增持-A**

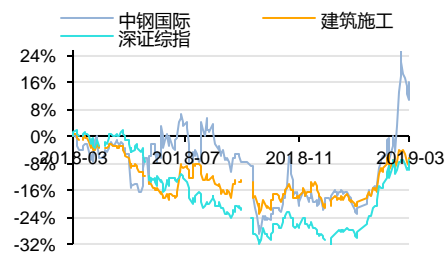
首次评级

6个月目标价：**7.15元**
 股价（2019-03-29）**6.18元**

交易数据

总市值(百万元)	7,766.18
流通市值(百万元)	4,592.72
总股本(百万股)	1,256.66
流通股本(百万股)	743.16
12个月价格区间	3.79/6.68元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.84	8.37	21.96
绝对收益	24.85	42.07	17.73

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004
 wangxin4@essence.com.cn
 010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
 sudu@essence.com.cn
 021-35082325

相关报告

比-0.43 个 pct)、0.22% (同比-0.05 个 pct)、-0.21% (同比+3.74 个 pct), 其中财务费用同比增加较多主要为 2017 年度确认了重钢项目和霍邱项目业主方债务重整利息收入致当年财务费用减少较多所致。期内公司发生资产减值损失-1.67 亿元, 较去年减少 1.74 亿元, 主要为本期坏账损失冲回较多所致。**净利率及 ROE 方面**, 期内销售净利润率为 5.09%, 较 2017 年降低了 0.34 个 pct, 主要为毛利率降低影响; ROE (加权) 为 9.20%, 较 2017 年微降 0.17 个 pct。

■**经营性现金流入增加, 有息负债水平较低, 货币资金余额充裕: 现金流及货币资金方面**, 报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为 12.31 亿元, 同比流入增加 4.28 亿元, 主要为 2018 年新开工项目增加、预收账款增幅较大; **投资活动产生的现金流量净额**为 0.58 亿元, 同比流入增加 3.32 亿元, 主要为 2018 年收回了部分投资款, 以及募集资金变更用途为补充流动资金; **筹资活动产生的现金流量净额**为-2.47 亿元, 同比流出减少 0.42 亿元。**货币资金余额**为 30.59 亿元, 较期初增加 15.3 亿元, 主要为经营及投资性现金流入增加所致。**资本结构方面**, 期末公司资产负债率为 70.59%, 较 2017 年期末提升了 5.17 个 pct, 但在剔除预收账款后负债率为 62.05%, 与 2017 年末基本持平, 反映出公司负债增加主要为新开工项目增加致预收账款增加所致。根据我们计算, 公司当期有息负债 (统计短期借款+长期借款+应付债券+一年内到期的非流动性负债) 规模为 6.34 亿元, 有息负债/资产总额仅为 4.07%, 较低的有息负债率有助于公司进一步扩大业务规模。**应收账款方面**, 期末公司应收账款及票据合计 64.30 亿元, 同比略减 0.59 亿元。期内应收账款周转率为 1.99, 较 2017 年周转率 1.41 有较大幅度提高。

■**新签合同增速大幅提升, 订单/收入比较高, 积极拓展多元化业务**: 根据 2018 年第四季度工程业务经营情况简报, 公司 2018 年全年累计新签工程项目合同金额总计 261.75 亿元, 同比增长 166.47%, 其中国外项目合同金额合计 69.66 亿元, 同比增长 33.19%; 国内项目合同金额合计 192.08 亿元, 同比增长 318.20%。截至报告期末, 公司已执行未完工项目 211 个, 未完工部分预期收入 201.06 亿元; 已签订合同但尚未开工项目 55 个, 合同金额合计 190.24 亿元; 以上合计 391.30 亿元, 相当于公司 2018 年营业收入的 4.68 倍, 合同储备充裕, 为公司后续发展打下坚实基础。2018 年公司在继续巩固自身在钢铁冶金工程行业竞争优势之外, 还积极拓展多元化业务领域: 1) 山西立恒钢铁 30 万吨乙二醇及联产 LNG 项目成为首例钢铁和化工跨领域项目; 2) 内蒙古经安年产 120 万吨镍铁合金项目实现了公司在铁合金领域工程总承包技术的突破; 3) 武汉青山北湖生态试验区水生态综合治理一期 PPP 项目为公司水治理等市政工程业务提供重要机遇; 4) 南非铂金矿项目是公司也是中国企业在南非矿业领域签订的第一个铂金 EPC 项目。投资企业中国天澄及中钢石家庄院报告期内亦在各自领域有所突破。

■ **投资建议：**公司国际化经营优势显著，是冶金工程领域最早走出去的中国企业之一，在海外冶金工程市场享有较高的声誉。我们看好公司品牌优势及在相关领域技术、承揽能力壁垒，预测公司2019年-2021年的收入增速分别为14.8%、15.9%、15.3%，归母净利润增速分别为18.8%、18.4%、17.0%，实现EPS分别为0.42、0.49、0.58元。首次覆盖给予公司增持-A投资评级，6个月目标价为7.15元，相当于2019年17.0倍的预期市盈率估值。

■ **风险提示：**宏观经济大幅波动，汇率变动，海外业务拓展不及预期，工程项目进度不及预期，多元化业务增长不及预期等风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	7,859.2	8,366.8	9,606.0	11,137.0	12,836.2
净利润	417.8	441.0	523.9	620.3	725.8
每股收益(元)	0.33	0.35	0.42	0.49	0.58
每股净资产(元)	3.66	3.61	4.11	4.46	4.83

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	18.6	17.6	14.8	12.5	10.7
市净率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
净利润率	5.3%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%
净资产收益率	9.1%	9.7%	10.1%	11.1%	11.9%
股息收益率	1.9%	1.9%	2.0%	2.4%	2.8%
ROIC	12.7%	20.1%	51.0%	53.4%	38.3%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,859.2	8,366.8	9,606.0	11,137.0	12,836.2	成长性					
减:营业成本	6,826.6	7,393.3	8,403.7	9,621.1	11,121.4	营业收入增长率	-16.8%	6.5%	14.8%	15.9%	15.3%
营业税费	19.4	16.2	19.7	22.2	25.6	营业利润增长率	24.3%	-25.8%	16.4%	18.8%	16.9%
销售费用	21.0	18.5	21.2	26.4	29.1	净利润增长率	-18.5%	5.6%	18.8%	18.4%	17.0%
管理费用	524.1	555.9	639.4	741.3	853.9	EBITDA 增长率	-24.0%	21.7%	7.4%	25.6%	12.1%
财务费用	-310.1	-17.2	-61.8	-13.2	-47.6	EBIT 增长率	-28.3%	19.8%	7.8%	28.0%	13.0%
资产减值损失	7.3	-166.9	-79.8	-59.9	-86.9	NOPLAT 增长率	-27.1%	3.2%	18.5%	28.4%	12.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-35.1%	-53.3%	22.6%	57.4%	-55.6%
投资和汇兑收益	46.9	58.3	53.8	53.0	55.1	净资产增长率	9.5%	-2.3%	14.1%	8.6%	8.6%
营业利润	830.9	616.2	717.4	852.1	995.7	利润率					
加:营业外净收支	-268.9	9.3	7.3	3.2	6.6	毛利率	13.1%	11.6%	12.5%	13.6%	13.4%
利润总额	561.9	625.5	724.8	855.4	1,002.3	营业利润率	10.6%	7.4%	7.5%	7.7%	7.8%
减:所得税	134.9	199.2	190.2	222.4	261.8	净利润率	5.3%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%
净利润	417.8	441.0	523.9	620.3	725.8	EBITDA/营业收入	7.0%	8.0%	7.5%	8.1%	7.9%
						EBIT/营业收入	6.5%	7.3%	6.8%	7.5%	7.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	11	11	9	6	4
						流动营业资本周转天数	89	34	13	26	20
						流动资产周转天数	544	533	564	565	565
						应收帐款周转天数	270	194	197	196	196
						存货周转天数	67	62	61	61	61
						总资产周转天数	623	626	642	633	622
						投资资本周转天数	118	64	40	48	37
						投资回报率					
						ROE	9.1%	9.7%	10.1%	11.1%	11.9%
						ROA	3.2%	2.7%	2.9%	3.1%	3.1%
						ROIC	12.7%	20.1%	51.0%	53.4%	38.3%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						管理费用率	6.7%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
						财务费用率	-3.9%	-0.2%	-0.6%	-0.1%	-0.4%
						三费/营业收入	3.0%	6.7%	6.2%	6.8%	6.5%
						偿债能力					
						资产负债率	65.4%	70.6%	72.1%	72.3%	74.2%
						负债权益比	189.2%	240.0%	258.0%	260.7%	287.9%
						流动比率	1.29	1.26	1.26	1.30	1.24
						速动比率	1.13	1.12	1.13	1.16	1.11
						利息保障倍数	-1.64	-35.37	-10.61	-63.74	-19.93
						分红指标					
						DPS(元)	0.12	0.12	0.13	0.15	0.17
						分红比率	36.1%	34.2%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	1.9%	1.9%	2.0%	2.4%	2.8%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,528.6	3,059.1	3,842.4	4,454.8	5,134.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	4,657.2	4,362.6	6,153.5	5,945.6	8,053.1
应收票据	2,160.1	2,355.2	2,776.1	3,203.6	3,670.8
预付帐款	1,332.6	2,082.2	1,799.3	2,644.5	2,492.3
存货	1,411.3	1,468.9	1,805.0	1,943.2	2,389.5
其他流动资产	190.0	182.4	186.2	186.2	185.0
可供出售金融资产	732.0	518.1	625.1	625.1	589.4
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	252.5	309.4	309.4	309.4	309.4
投资性房地产	279.3	244.8	244.8	244.8	244.8
固定资产	264.2	264.2	216.2	168.3	120.3
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	192.9	277.6	263.8	250.0	236.1
其他非流动资产	546.8	443.6	479.5	477.2	464.4
资产总额	13,547.7	15,568.1	18,701.2	20,452.5	23,889.6
短期债务	299.3	523.3	809.3	1,417.1	1,059.2
应付帐款	4,810.9	4,391.9	7,379.9	5,346.5	9,798.5
应付票据	2,172.0	2,132.4	2,757.0	2,842.5	3,629.2
其他流动负债	1,470.6	3,702.4	2,164.8	4,572.7	3,138.3
长期借款	75.2	75.2	299.3	514.4	-
其他非流动负债	34.5	164.1	67.0	88.5	106.5
负债总额	8,862.5	10,989.2	13,477.4	14,781.8	17,731.7
少数股东权益	88.5	45.4	56.1	68.7	83.5
股本	1,256.7	1,256.7	1,256.7	1,256.7	1,256.7
留存收益	3,371.6	3,437.4	3,911.1	4,345.4	4,817.7
股东权益	4,685.2	4,578.9	5,223.9	5,670.8	6,158.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	427.1	426.3	523.9	620.3	725.8
加:折旧和摊销	41.4	61.1	61.8	61.8	61.8
资产减值准备	7.3	-166.9	-79.8	-59.9	-86.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	67.5	61.6	-61.8	-13.2	-47.6
投资损失	-46.9	-58.3	-53.8	-53.0	-55.1
少数股东损益	9.3	-14.7	10.7	12.7	14.8
营运资金的变动	13.2	1,046.1	-311.9	-726.3	967.2
经营活动产生现金流量	803.1	1,231.1	89.1	-157.5	1,580.0
投资活动产生现金流量	-273.9	57.8	-53.1	53.0	90.7
融资活动产生现金流量	-289.3	-247.2	747.3	716.9	-991.1

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.33	0.35	0.42	0.49	0.58
BVPS(元)	3.66	3.61	4.11	4.46	4.83
PE(X)	18.6	17.6	14.8	12.5	10.7
PB(X)	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
P/FCF	7.1	4.4	9.6	9.9	8.9
P/S	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.2	2.8	5.2	4.4	2.5
CAGR(%)	14.0%	20.2%	1.0%	14.0%	20.2%
PEG	1.3	0.9	14.5	0.9	0.5
ROIC/WACC	1.2	1.9	4.9	5.2	3.7
REP	2.3	1.0	0.7	0.4	0.8

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

王鑫、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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@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