

中钢国际 (000928)

证券研究报告
2019年04月24日

国内订单高速增长，多元化业务齐发力

主营工程建设，走多元化、国际化道路

公司业务布局主要分为以钢铁、电力、煤化工、石油化工和金属矿业等领域工程建设为主的工业工程和工业服务、以城市基础设施为主的市政工程 PPP 及投资运营、以大气和固废治理及清洁能源利用为主的节能环保、以智能制造和新材料产业为核心的高新技术四个方向。公司坚定不移走国际化经营的道路，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，已成为国际冶金工程领域极有竞争力的中国企业。

国内产能结构优化，新签订单成倍增加

2016年后，去产能工作初见成效，钢铁类大宗商品价格指数逐步上升，钢铁行业投资逐渐回暖。2018年公司新签国内订单实现大幅增长，2018年公司新签国内项目合同金额合计192.08亿元，同比增长318.20%。落后产能被淘汰后，国内钢铁行业产能升级改造需求大，公司作为大型央企子公司，具有竞争优势，预计未来几年国内订单保持增长态势。同时，公司的子公司中钢天橙和中钢石家庄院所发展的环保板块和勘察设计板块发展潜力大，有望成为新的业绩增长点。

国际业务占比下降，未来订单有望企稳回升

2018年，国外项目合同金额合计69.66亿元，同比增长33.19%。从国外订单占总订单金额比例来看，2018年Q1国外订单金额占比出现下跌。2019年一带一路大会于4月召开，有望为公司带来大量一带一路沿线国家的订单，根据中国钢铁协会预测，全球钢铁需求将继续增长，有望带动公司冶金建设及相关的钢厂发电订单上的增长。

资产减值损失大幅降低，经营性现金流情况转好

公司应收账款的长期历史包袱重庆钢铁搬迁项目和霍邱300万吨钢厂项目在2017年得以解决，两笔大额应收账款解决后，2017年与2018年应收账款坏账准备明显降低，资产减值损失在2018年甚至转负，预计未来资产减值损失不会再大幅拉低利润。由于公司2018年新开工项目增多，预收账款大幅增加，公司经营性现金流量净额为12.31亿元，较上年增加4.28亿。经营性现金流的好转将有利于公司承接新订单，拓展新业务。扣除预收账款影响后，2018年公司资产负债率为48.10%，同比降低8.0个百分点，2014年后公司偿债能力在不断好转。

投资建议

2018年公司业绩低于预期，但国内业务的迅速增长，在国内冶金行业需求回暖的背景下，订单有望保持高速增长态势；公司大力发展多元化业务，环保板块、勘察设计板块发展值得期待，有望拉高公司毛利率。综上，我们预测2019-2021年EPS为0.44元、0.53、0.61元/股。对应PE为15、12、11倍，给予公司“增持”评级，目标价7.2元。

风险提示：汇率风险、海外政治经济风险、项目推进不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,859.24	8,366.83	10,034.84	11,536.59	12,716.24
增长率(%)	(16.78)	6.46	19.94	14.97	10.23
EBITDA(百万元)	548.93	667.80	806.03	895.28	1,048.24
净利润(百万元)	417.76	440.96	550.05	662.72	764.65
增长率(%)	(18.47)	5.55	24.74	20.48	15.38
EPS(元/股)	0.33	0.35	0.44	0.53	0.61
市盈率(P/E)	19.37	18.35	14.71	12.21	10.58
市净率(P/B)	1.76	1.79	1.54	1.37	1.21
市销率(P/S)	1.03	0.97	0.81	0.70	0.64
EV/EBITDA	10.23	2.82	4.22	2.53	2.55

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	增持(首次评级)
当前价格	6.44元
目标价格	7.2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)	9,412.41
流通A股市值(百万元)	5,566.26
每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	70.59
一年内最高/最低(元)	7.56/3.70

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 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中钢国际-半年报点评:营业收入持续下滑，现金流状况继续改善》2017-07-28
- 《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



内容目录

1. 主营工程建设，走多元化、国际化道路	4
1.1. 主营工程建设，践行多元化战略	4
1.2. 坚定国际化经营道路，建立稳定合作关系	4
1.3. 股权结构集中，实际控制人为央企	5
2. 国内产能结构优化，新签订单成倍增加	5
2.1. 国内去产能初见成效，新签订单迎来拐点	5
2.2. 多元化业务稳步推进，有望出现新的业绩增长点	6
2.2.1. 中钢天橙：环保行业有望成为新的业绩增长点	6
2.2.2. 中钢石家庄院：提升建筑领域市场影响力	7
3. 国际业务占比下降，未来订单有望企稳回升	7
3.1. 国外业务规模占比收缩，一带一路发展有望迎来订单增长	7
3.2. 全球钢铁需求继续增长，海外订单或将企稳回升	8
3.3. Cudeco 股价存在反弹可能，有望大幅提升利润	8
4. 资产减值损失大幅降低，经营性现金流情况转好	9
4.1. 应收账款历史包袱得以解决，资产减值损失显著减少	9
4.2. 收现比付现比均降低，经营性现金流情况转好	10
4.3. 资产负债率保持稳定，偿债能力不断好转	10
5. 盈利预测与估值	11
5.1. 主要假设和盈利预测	11
5.2. 相对估值法	12
6. 投资建议	13
7. 风险提示	13

图表目录

图 1：2017Q2-2018 公司单季国内国外新签合同额（亿元）	4
图 2：2017Q2-2018 公司在手订单金额（亿元）	4
图 3：公司主营业务收入分产品结构（百万元）	4
图 4：公司主营业务收入分地区（百万元）	4
图 5：土耳其 ISDEMIR3050m3 高炉项目总承包	5
图 6：印度 JSW 钢厂 150 万吨捣固焦炉及化产回收工程	5
图 7：公司前十大股东情况	5
图 8：中国大宗商品价格指数:钢铁类	5
图 9：有色金属固定资产投资情况（万元）	5
图 10：2017Q2-2018Q4 国内单季新签订单金额（亿元）及占比	6
图 11：2014-2018 国内营业收入（百万元）及占比	6
图 12：中钢天橙 2014-2018 年营业收入（万元）及增速	6

图 13: 中钢天橙 2016-2018 年毛利 (万元) 及增速	6
图 14: 2017Q2-2018 国外订单金额 (亿元) 及占比	7
图 15: 2014-2018 国外营业收入 (百万元) 及占比	7
图 16: 2014-2018 应收账款坏账准备 (亿元)	9
图 17: 2014-2018 年资产减值损失 (百万元)	9
图 18: 2017-2018 经营性现金流量净额 (百万元)	10
图 19: 2017-2018 收现比/付现比	10
图 20: 2014-2018 资产负债率 (%)	11
图 21: 2014-2018 流动比率/速动比率	11

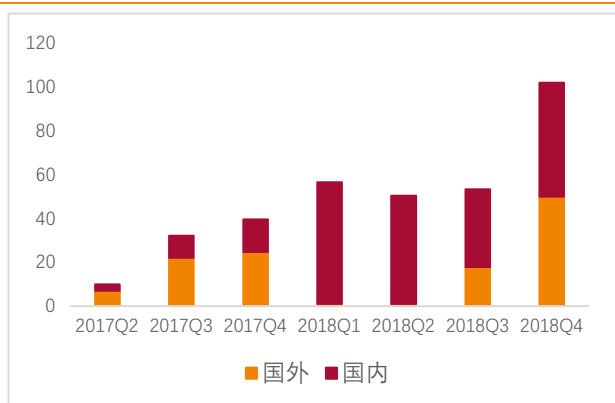
表 1: 公司主要海外市场钢铁需求 (百万吨)	8
表 2: 公司与 Cudeco 签署合同情况	8
表 3: 公司购入 Cudeco 股票行权时间、份额及价格	9
表 4: Cudeco 股票资产减值情况	9
表 5: 应收账款主要欠款人及金额	10
表 6: 分项业务预测	11
表 7: 费用率	12
表 8: 盈利预测	12
表 9: 可比公司 PE 比较	12

1. 主营工程建设，走多元化、国际化道路

1.1. 主营工程建设，践行多元化战略

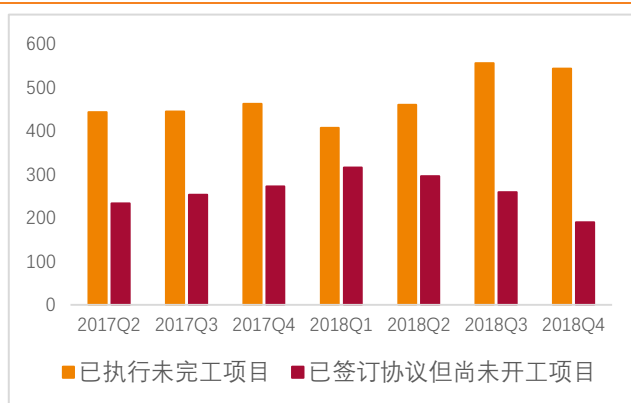
公司由 1972 年成立的中钢设备有限公司发展而来，1999 年并入中国中钢集团公司，2014 年实现借壳上市。公司业务布局主要分为以钢铁、电力、煤焦化工、石油化工和金属矿业等领域工程建设为主的工业工程和工业服务、以城市基础设施为主的市政工程 PPP 及投资运营、以大气和固废治理及清洁能源利用为主的节能环保、以智能制造和新材料产业为核心的高新技术四个方向。

图 1：2017Q2-2018 公司单季国内外新签合同额（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

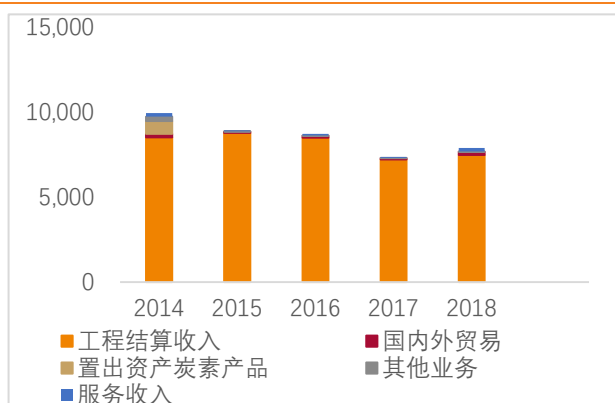
图 2：2017Q2-2018 公司在手订单金额（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

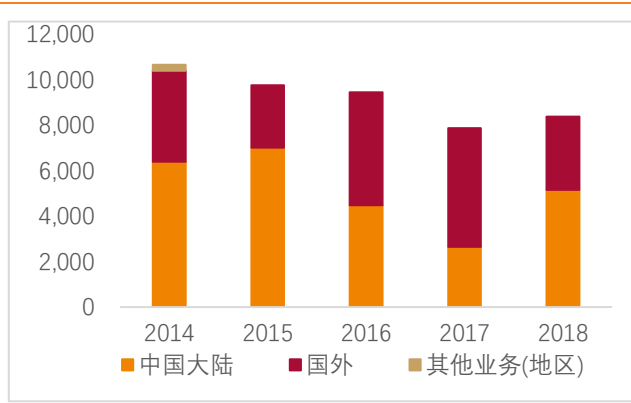
2018 年公司累计新签工程项目合同金额 261.75 亿元，同比增长 166.47%，其中国外项目合同金额合计 69.66 亿元，同比增长 33.19%，国内项目合同金额合计 192.08 亿元，同比增长 318.20%，或受益于国内钢铁行业产能升级改造需求大。公司践行“多元化”战略，多元化业务领域取得新进展：长材技术领域实力进入行业排头兵范围，签署了首例钢铁和化工跨领域项目、首例镍铁合金 EPC 项目和铂金矿 EPC 项目，且积极推进水生态综合治理项目，未来多元化业务有望成为新的业绩增长点。

图 3：公司主营业务收入分产品结构（百万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司主营业务收入分地区（百万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2018 年公司实现营业收入 83.67 亿元，同比增长 3.99%，其中工程结算收入占总营业收入 89.33%。分地区来看，国内营业收入为 51.52 亿，同比增加 81.85%，或受益于近几年国内订单的大幅增加，钢厂扩产；海外营业收入缩减，同比降低 38.33%，或因大量项目完工且新签订单未转化为收入。2018 年公司毛利率为 11.64%，同减 1.5 个百分点，其中海外业务毛利率降低 7.34 个百分点，或因海外业务营收缩减，固定成本高；国内业务毛利率升高 1.78 个百分点。

1.2. 坚定国际化经营道路，建立稳定合作关系

公司坚定不移走国际化经营的道路，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。公司执行的多个海外项目分别荣获国家优质工程奖、冶金行业优质工程奖等奖项，已成为国际冶金工程领域具有重要影响力的工程技术公司和极有竞争力的中国企业。公司已与五十多个国家的企业开展业务，并与这些企业建立了较为稳固的合作关系，客户黏度较高。2018 年公司再次入选美国《工程新闻纪录》(ENR) 评选的全球最大 250 家国际承包商和最大 250 家全球承包商。

图 5：土耳其 ISDEMIR3050m3 高炉项目总承包



资料来源：公司官网、天风证券研究所

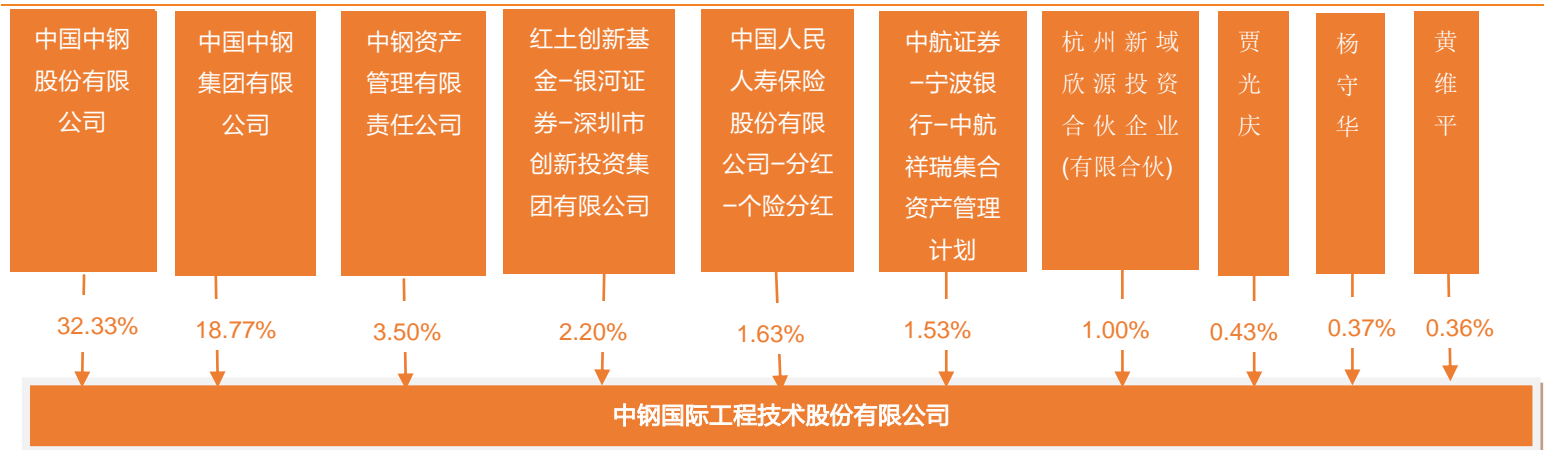
图 6：印度 JSW 钢厂 150 万吨捣固焦炉及化产回收工程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.3. 股权结构集中，实际控制人为央企

图 7：公司前十大股东情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司股权结构相对集中，有利于公司战略实施的延续。截止 2018Q4,中钢集团是公司控股股东，中钢股份、中钢资产分别为中钢集团的控股子公司和全资子公司，存在关联关系，是一致行动人，共占公司股份 54.6%。中钢集团是国务院国资委监管的中央企业，是中国最早“走出去”从事国际经济技术合作的国有大型企业之一，可以为公司进行国际业务提供有力支持。在十大股东中，中航祥瑞集合资产管理计划份额由公司董事、监事、管理人员、骨干员工以及公司下属企业高层管理人员认购，体现了管理层对公司未来发展前景的信心。

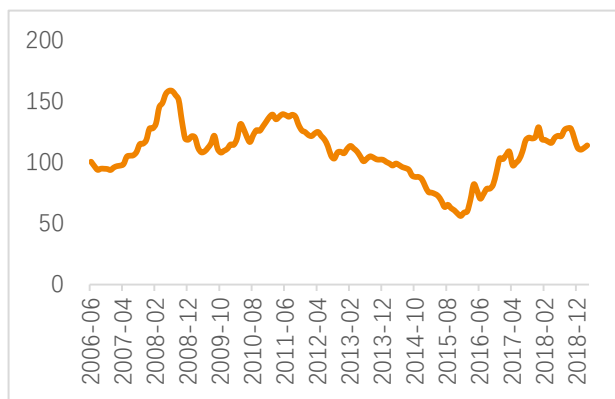
2. 国内产能结构优化，新签订单成倍增加

2.1. 国内去产能初见成效，新签订单迎来拐点

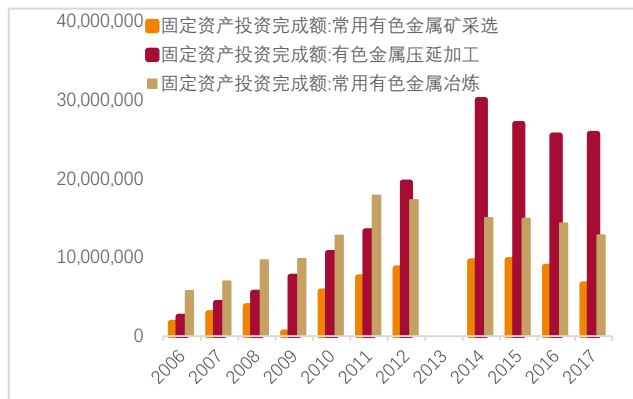
近年来国内钢铁市场产能过剩问题严重，市场上供大于求使得冶金行业陷入低谷，钢铁行业成为我国去产能、供给侧改革的重点。

图 8：中国大宗商品价格指数:钢铁类

图 9：有色金属固定资产投资情况（万元）



资料来源: Wind、天风证券研究所

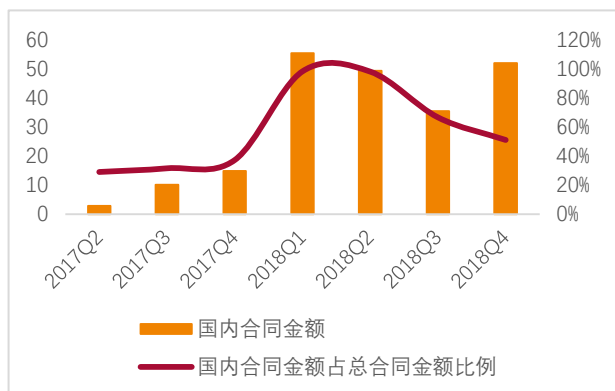


资料来源: Wind、天风证券研究所

从 2011 年后, 钢铁类大宗商品价格指数不断下跌, 2016 年 6 月, 钢铁类大宗商品指数跌入谷底至 70.17, 相较 2011 年最高点时下跌 49.60%。从 2014 年起, 有色金属采选、加工和冶炼的固定资产投资额也出现大幅下滑。在钢铁行业产能收缩、有色冶金行业发展放缓的大环境下, 国内冶金需求低迷, 公司冶金工程业务面临较大压力。

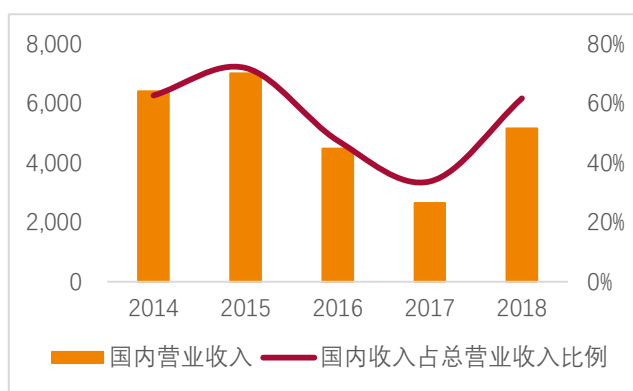
2016 年后, 去产能工作初见成效, 钢铁类大宗商品价格指数逐步上升, 钢铁行业投资逐渐回暖。2018 年公司新签国内订单实现大幅增长, 2018 年公司新签国内项目合同金额合计 192.08 亿元, 同比增长 318.20%。2018 年实现国内营业收入达到 51.52 亿, 同比增加 81.85%。落后产能被淘汰后, 国内钢铁行业产能升级改造需求大, 公司作为大型央企子公司, 具有竞争优势, 预计未来几年国内订单保持增长态势, 并带动国内业务营收增长。

图 10: 2017Q2-2018Q4 国内单季新签订单金额 (亿元) 及占比



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 11: 2014-2018 国内营业收入 (百万元) 及占比



资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2. 多元化业务稳步推进, 有望出现新的业绩增长点

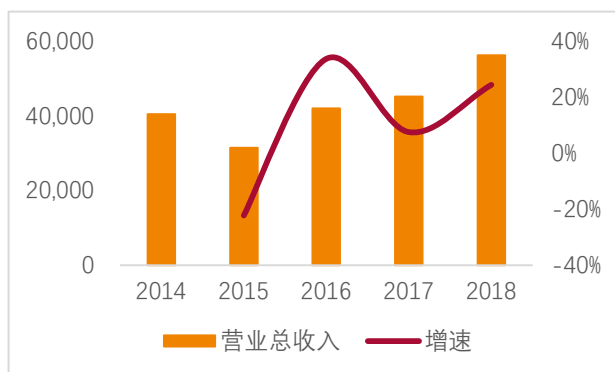
2.2.1. 中钢天橙: 环保行业有望成为新的业绩增长点

公司对子公司中钢天橙持股 86.95%, 中钢天橙主要从事大气污染治理、尘源控制、土壤修复、冶金灰渣资源化利用、有机废弃物处理等业务, 为冶金、能源、石油化工、市政、煤化工、建材等行业提供环保技术研发、工程设计与咨询、装备制造、工程总承包、项目投资与运营等一体化解决方案。

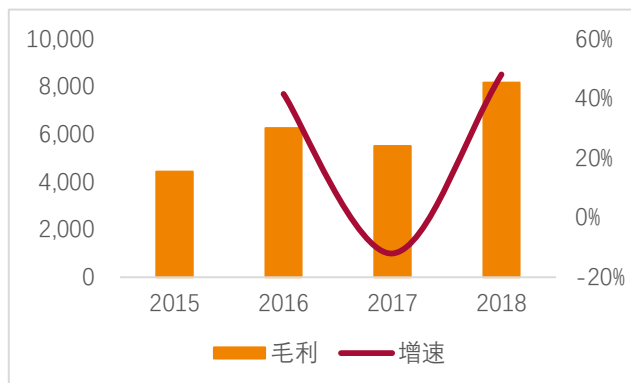
中钢天橙拥有生态建设和环境工程资信甲级资质、环境工程设计专项甲级、环保工程专业承包壹级、环境修复甲级、除尘脱硫脱硝运营壹级、进出口经营许可等资质, 资源优势明显, 处于环保行业前端水平。2018 年中钢天橙签约新疆塔城农业有机废弃物资源化综合利用建设项目, 实现了在有机废弃物资源化利用业务领域的突破。中钢天橙连续承担国家多项“863 计划”课题及多项省部级课题, 已建成国家环境保护示范工程近二十余项, 在节能环保领域具有较强的市场竞争力。

图 12: 中钢天橙 2014-2018 年营业收入 (万元) 及增速

图 13: 中钢天橙 2016-2018 年毛利 (万元) 及增速



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

从中钢天橙的营业收入来看,从 2015 年到 2018 年一直保持着稳定增长,增速保持在 20% 左右。毛利在 2017 年略有下降,但 2018 年又创新高。虽然现阶段中钢天橙的环保业务收入仅占公司总营业收入的不到 7%,但环保业务未来有望成为公司的重要业绩增长点。

十九大以来,中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,并再次强调推进绿色发展、着力解决突出环境问题、加大生态系统保护力度。2018 年 6 月 27 日,国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》,对未来三年国家大气污染防治工作进行了部署。各地要全力贯彻落实打赢蓝天保卫战三年行动计划,持续推动产业、能源、运输、用地结构调整,抓好重污染天气应对,全面深入开展大气污染防治工作,共同推动环境质量持续改善。在此背景下,预计环保业务将有很大的市场发展空间。

2.2.2. 中钢石家庄院: 提升建筑领域市场影响力

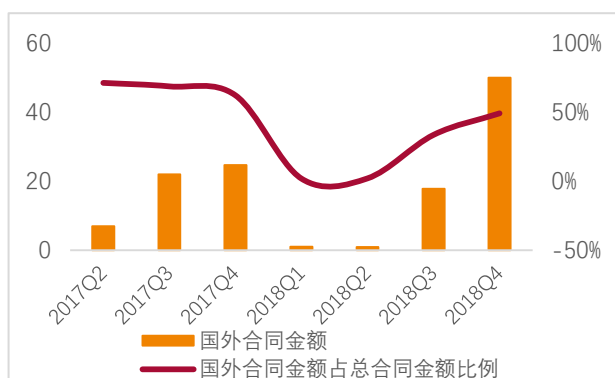
中钢石家庄工程设计研究院有限公司于 2014 年成立。公司主要从事设计工作,包括冶金行业、建筑行业建筑工程、电子通信广电行业通信工程类工程设计;市政公用行业市政规划、景观、装饰、人防、建材行业、环境工程的专项工程设计;钢铁、建筑工程咨询等。2018 年,中钢石家庄院中标京雄高速公路河北段房建工程勘察设计项目,进一步提升了中钢石家庄院在建筑领域的市场影响力,未来公司或将进一步发展毛利率较高的设计咨询业务,提升公司毛利率。

3. 国际业务占比下降, 未来订单有望企稳回升

3.1. 国外业务规模占比收缩, 一带一路发展有望迎来订单增长

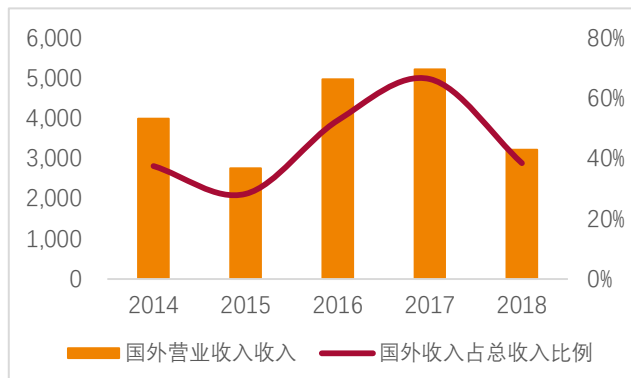
2018 年,国外项目合同金额合计 69.66 亿元,同比增长 33.19%。从国外订单占总订单金额比例来看,2018 年 Q1 国外订单金额占比出现断崖式下跌,或因国内市场好转,国内订单金额和数量都有所增加,公司在选择订单时将重心转移到国内。2019 年一带一路大会于 4 月召开,有望为公司带来大量一带一路沿线国家的订单,提升国外订单占比。

图 14: 2017Q2-2018 国外订单金额 (亿元) 及占比



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 15: 2014-2018 国外营业收入 (百万元) 及占比



资料来源: Wind、天风证券研究所

从国外营业收入来看，虽然 2018 年订单金额同比有所增长，但营业收入呈现下滑趋势，同比降低 38.33%，或因 2018 年新签订单集中在三、四季度，尚未开始转化为收入，因此预计 2019 年国外营业收入将会有所回升。

3.2. 全球钢铁需求继续增长，海外订单或将企稳回升

在世界钢铁需求量最大的十个国家中，印度、俄罗斯、土耳其在公司的海外市场占有重要地位。根据世界钢铁协会预测，印度经济目前预计将在大选后的 2019 年下半年开始恢复快速的增长，一系列基础设施项目的持续推进可能会在 2019 年和 2020 年支撑钢铁需求增长 7% 以上；俄罗斯钢铁需求量将保持稳定；土耳其经济仍受到 2018 年 8 月的货币危机的影响，钢铁需求萎缩。这一趋势预计将持续到 2019 年，并在 2020 年有所企稳。

表 1：公司主要海外市场钢铁需求（百万吨）

	2018	2019E	2020E
印度	96.0	102.8	110.2
俄罗斯	41.2	41.6	42.2
土耳其	30.6	29.1	31.4

资料来源：世界钢铁协会官网、天风证券研究所

公司在土耳其扎根已久，最早的焦炉与钢厂配套项目在土耳其完成，在俄罗斯和印度也有较为浓厚的客户基础。印度、俄罗斯和土耳其对钢铁需求的增长有望带动公司在该国市场上冶金建设及相关的钢厂发电订单上的增长。

3.3. Cudeco 股价存在反弹可能，有望大幅提升利润

CuDeco 公司是一家以矿产勘探为主要业务、在澳大利亚证券交易所挂牌交易的上市公司，CuDeco 公司的主要业务为勘探、开发和建设位于澳大利亚昆士兰州西北部、矿权编号为 EPM13049 的 Rocklands 铜矿。中钢设备自 2010 年开始与澳洲 CuDeco 公司开展业务合作，按照双方约定，合同款中 8,923 万美元和 1,660 万澳元以现金方式支付，剩余合同款共计折合 6,920 万澳元以 CuDeco 公司定向增发的股票作为对价支付。

表 2：公司与 Cudeco 签署合同情况

序号	签约时间	工作内容	合同金额	备注
1	2010 年 7 月	选矿厂基本设计	90 万美元	
2	2011 年 2 月	选矿厂详细设计和设备供货	5,801 万美元	
	2012 年 5 月	增加	1,300 万美元	全部股票支付
	2012 年 11 月	增加	600 万美元	
3	2012 年 4 月	钢结构供货	1,332 万美元	
4	2012 年 11 月	设备、钢结构、管道安装	4,910 万澳元	部分股票支付
	2013 年 5 月	增加	300 万澳元	
5	2012 年 11 月	配套柴油电站建设	1,870 万澳元	全部股票支付
	2013 年 6 月	增加	200 万澳元	
6	2013 年 10 月	管道供货	1,100 万美元	
	合同额总计		10,223 万美元+7,280 万澳元	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司在 2013 年三次持股 Cudeco 股份，2016 年 Cudeco 公司向股东配售无限售流通股股票，以每 4 股配 1 股、每股 0.8 澳元的方式向所有股东进行配售。在四次持股后，公司合计持股 2163.76 万股，持股均价 3.36 澳元。

表 3：公司购入 Cudeco 股票行权时间、份额及价格

行权年份	股数（万股）	价格（澳元）	总价（万澳元）
2013	333.33	3.9	1,299.99
2013	760.00	4.5	3,420.00
2013	637.68	3.45	2,200.00
2016	432.75	0.8	346.20
合计/均价	2163.76	3.36	7,266.18

资料来源：公司公告、天风证券研究所

由于铜价格下跌与公司未达产，2013 到 2018 年公司持有的 Cudeco 股票股价不断下跌。公司 2013-2018 年股票资产减值情况如下。

表 4：Cudeco 股票资产减值情况

年份	期初账面价值（万元）	减值损失（万元）	期末账面价值（万元）
2013	42,380.31	25,461.96	16,919.25
2014	16,919.25	-	16,936.12
2015	16,936.12	7,876.43	9,042.82
2016	9,042.82	5,055.73	5,643.46
2017	5,643.46	2,337.57	3,305.89
2018	3,305.89	1,217.86	2,088.04

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司控股股东中钢集团在资产重组时做出承诺：中钢集团将以 1.8 澳元/股为首期基准价格，自 2014 年起，每年对中钢设备持有的 CuDeco Ltd.股票进行价值测试；如果中钢设备持有的 CuDeco Ltd.股票本年度末收盘价低于基准价格，则中钢集团按中钢设备届时持有的 CuDeco Ltd.股票数量以现金向中钢设备补足差价，并在确定差价后 10 日内一次性支付给中钢设备；同时，基准价格调整为 CuDeco Ltd.股票本年度末收盘价。

由于中钢集团对股票亏损进行补差价，但补足部分直接进入资本公积部分，未体现在利润表中，中钢国际损失被高估。Cudeco 股票 2018 年底基准价格为 0.235 澳元/股，价格已经远低于公司增持价，继续下跌可能性不大，Cudeco 股票引起的资产减值预计将减少，甚至转为负数。若 Cudeco 公司股票反弹上涨，预计将使利润水平显著提高。

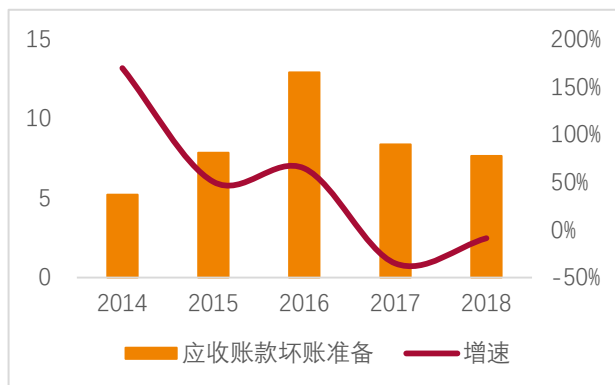
4. 资产减值损失大幅降低，经营性现金流情况转好

4.1. 应收账款历史包袱得以解决，资产减值损失显著减少

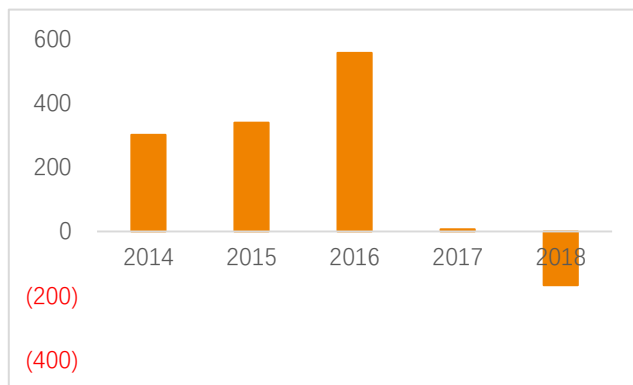
2014-2016 年公司应收账款呈不断上升趋势，主要因为重庆钢铁搬迁项目和霍邱 300 万吨钢厂项目无法回款，每年都在应收款前五中并每年造成约 3 亿减值准备。2017 年 12 月，公司将霍邱 300 万吨钢厂项目债务人安徽首矿大昌金属材料有限公司的应收账款中 6 亿元转让给唐山市德龙钢铁有限公司，转让价格 6 亿；2017 年 11 月重庆市第一中级人民法院裁定批准重庆钢铁债务重整计划，根据重整方案，中钢设备债权受偿额结果为现金 50 万元和 252,411,692 股重庆钢铁 A 股股票（公允价值 6.53 亿元）。

图 16：2014-2018 应收账款坏账准备（亿元）

图 17：2014-2018 年资产减值损失（百万元）



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

两笔大额应收账款解决后, 2017 年与 2018 年应收账款坏账准备明显降低, 资产减值损失在 2018 年甚至转负。从 2017、2018 年公司应收账款主要欠款人来看, 长期位于前五的债务人安徽首矿大和河北渤海煤焦化在 2018 年都已经从榜单中消失, 公司长期的坏账包袱得以解决。霍邱项目已重新开工, 预计于 2019 年 7 月底完工, 预计不会再产生大笔的坏账准备, 未来资产减值损失情况或将保持在较低的水平。

表 5: 应收账款主要欠款人及金额

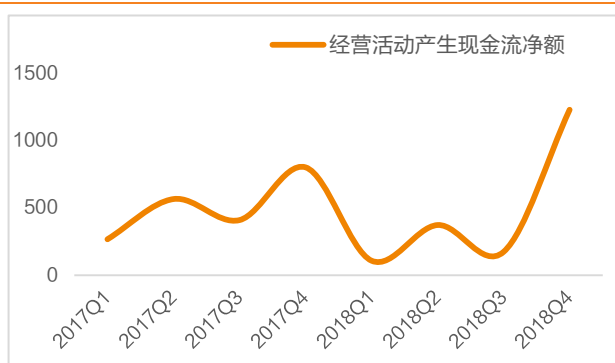
2018		2017	
债务人名称	金额 (亿元)	债务人名称	金额 (亿元)
旭阳控股有限公司	5.91	河北旭阳焦化有限公司	4.01
阳煤集团寿阳化工有限责任公司	4.06	安徽首矿大昌金属材料有限公司	4.00
TosyalIronSteelIndustryAlgeriaSpa	3.62	新疆国泰新华化工有限责任公司	3.06
六安钢铁控股集团特钢有限公司	2.29	Public Joint Stock CompanyMagnitogorsk Iron;Steel Works	2.95
SPAALGERIANQATARISTEEL	1.88	河北渤海煤焦化有限公司	2.63

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

4.2. 收现比付现比均降低, 经营性现金流情况转好

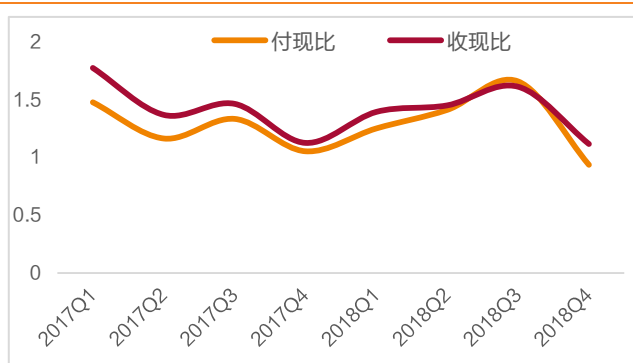
2018 年公司收现比 1.12, 降低 0.5 个百分点; 付现比 0.94, 降低 0.73 个百分点。2018 年公司经营性现金流量净额为 12.31 亿元, 较上年增加 4.28 亿, 主要因为新项目开工增加, 预收账款增幅较大。公司经营性现金流的好转有利于公司承接新订单, 拓展新业务。

图 18: 2017-2018 经营性现金流量净额 (百万元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 19: 2017-2018 收现比/付现比

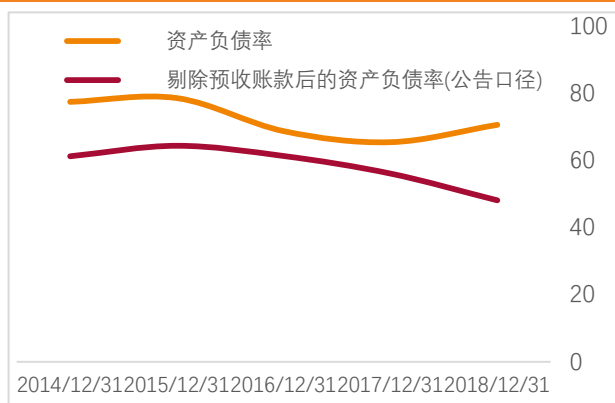


资料来源: Wind、天风证券研究所

4.3. 资产负债率保持稳定, 偿债能力不断好转

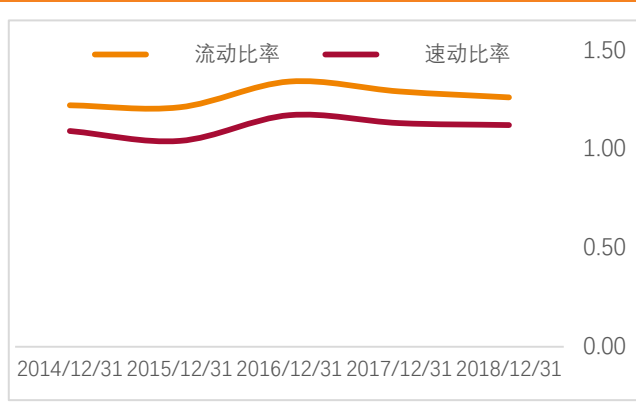
公司 2018 年资产负债率为 70.6%, 同比上升 5.2 个百分点, 主要因为 2018 年项目开工增多, 预收账款增多。扣除预收账款影响后, 2018 年资产负债率为 48.10%, 同比降低 8.0 个百分点。2016 年公司资产负债率有较大幅度的降低, 近两年较为稳定, 保持在 68% 左右, 扣除预收账款影响后可以看出, 公司偿债能力在不断好转。

图 20：2014-2018 年资产负债率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：2014-2018 年流动比率/速动比率



资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 主要假设和盈利预测

假设一：公司一方面大力发展国内市场，在产能优化的背景下，订单大幅增长，另一方面积极巩固海外业务。我们预计公司业绩未来几年会保持增长态势，我们预测公司 2019、2020、2021 年营收增速分别为 19.94%、14.97%和 10.23%。

假设二：公司经营稳健，期间费用率保持稳定，预测 2019、2020、2021 的期间费用率分别为 7.3%、6.9%和 6.8%。2018 年产生较多汇兑收益，预测 2019 年财务费用略有上升，预测 2019、2020、2021 年的财务费用率分别为 0.6%、0.3%和 0.3%

假设三：由于公司国内市场业务毛利率高于国外市场业务毛利率，预计公司毛利会随着国内业务的扩张而上升。因此，预测 2019、2020、2021 年的毛利率分别为 13.04%、13.64%和 14.40%。

表 6：分项业务预测

单位：人民币百万元						
项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
工程结算收入	8,497.29	7,209.83	7,473.79	8,890.07	10,071.56	11,012.25
增长率	-3.17%	-15.15%	3.66%	18.95%	13.29%	9.34%
毛利率	19.21%	13.76%	11.10%	12.44%	12.97%	13.73%
国内外贸易	829.79	560.77	679.06	833.61	1,008.59	1,159.88
增长率	-7.04%	-32.42%	21.09%	22.76%	20.99%	15.00%
毛利率	1.41%	2.53%	10.49%	11.45%	10.66%	11.21%
服务收入	100.95	72.86	192.18	288.27	432.41	518.89
增长率	54.86%	-27.83%	163.77%	50.00%	50.00%	20.00%
毛利率	48.22%	28.46%	33.41%	34.89%	35.22%	35.00%
其他业务	15.69	15.78	21.80	22.89	24.03	25.24
增长率	-11.85%	0.57%	38.15%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	31.65%	38.14%	38.18%	30.00%	30.00%	30.00%
合计收入	9,443.72	7,859.24	8,366.83	10,034.85	11,536.59	12,716.25
增长率	-3.15%	-16.78%	6.46%	19.94%	14.97%	10.23%
毛利率	17.98%	13.14%	11.64%	13.04%	13.64%	14.40%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 7：费用率

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	4.6%	6.7%	6.6%	6.1%	6.0%	6.0%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
财务费用率	0.4%	-3.9%	-0.2%	0.6%	0.3%	0.3%
四费/营业收入	5.2%	3.0%	7.0%	7.3%	6.9%	6.8%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 8：盈利预测

收入（百万元）	2017	2019	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,859.24	8,366.83	10,034.84	11,536.59	12,716.24
营业成本	6,826.56	7,393.30	8,726.02	9,963.29	10,885.06
营业税金及附加	19.45	16.19	19.07	19.61	20.35
营业费用	21.02	18.55	18.06	20.77	21.62
管理费用	524.07	555.93	615.14	694.50	766.79
研发费用	0.00	27.66	39.14	43.84	44.51
财务费用	(310.10)	(17.19)	57.88	32.86	34.71
资产减值损失	7.28	(166.91)	(70.12)	20.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.95	58.35	90.23	90.12	87.35
其他	(106.85)	(135.29)	(180.46)	(180.24)	(174.70)
营业利润	830.87	616.25	719.89	831.84	980.56
营业外收入	6.76	27.86	27.23	13.62	25.23
营业外支出	275.69	18.60	15.12	45.23	19.54
利润总额	561.95	625.51	732.00	800.23	986.25
所得税	134.89	199.22	196.62	160.05	207.11
净利润	427.06	426.28	535.39	640.18	779.14
少数股东损益	9.30	(14.67)	(14.67)	(22.53)	14.49
归属于母公司净利润	417.76	440.96	550.05	662.72	764.65
每股收益（元）	0.33	0.35	0.44	0.53	0.61

资料来源：Wind、天风证券研究所

综上，我们预测公司 2019-2021 年营收分别为 100.35、115.37、127.16 亿元，同比增速分别为 19.94%、14.97%、10.23%；公司归母净利润分别为 5.50、6.63、7.65 亿元，同比增速分别为 24.74%、20.49%、15.38%；EPS 分别为 0.44、0.53、0.61 元/股，对应 PE 分别为 16、13、11 倍。

5.2. 相对估值法

我们选取对外工程行业上市公司中工国际、北方国际、中国化学、中国海诚、中国核建、中材国际作为可比公司，取 2019 年 4 月 23 日 Wind 一致预期作为这些公司 2019、2020 年 PE 值，运用相对估值法对公司进行估值。上述四家可比公司 2020 年对应 PE 中位数为 13.58。结合盈利预测结果，我们给予公司 13.58 倍 PE，对应目标价为 7.20 元。

表 9：可比公司 PE 比较

	2018A	2019E	2020E
中工国际	10.27	12.33	10.65
北方国际	10.03	13.58	11.42

中国化学	13.69	11.93	9.61
中国海诚	13.48	18.88	15.95
中国核建	25.14	21.72	19.05
中位数	13.69	13.58	11.42

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 投资建议

2018 年公司业绩低于预期，但国内业务的迅速增长，在国内冶金行业需求回暖的背景下，订单有望保持高增长态势；公司大力发展多元化业务，环保板块、勘察设计板块发展值得期待，有望拉高公司毛利率。综上，我们预测 2019-2021 年 EPS 为 0.44 元、0.53、0.61 元/股。对应 PE 为 15、12、11 倍，给予公司“增持”评级，目标价 7.2 元。

7. 风险提示

汇率风险、海外政治经济风险、项目推进不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,528.64	3,059.13	3,798.90	5,047.03	4,468.94
应收票据及应收账款	6,489.12	6,429.82	3,549.27	6,705.47	3,538.17
预付账款	1,332.64	2,082.19	1,465.43	2,285.75	1,947.33
存货	1,411.34	1,468.91	1,930.53	1,741.49	2,612.53
其他	518.18	470.35	4,874.97	626.47	5,360.52
流动资产合计	11,279.91	13,510.41	15,619.10	16,406.22	17,927.49
长期股权投资	252.52	309.37	309.37	309.37	309.37
固定资产	264.23	264.17	273.76	303.43	332.15
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	192.94	277.64	263.80	249.95	236.10
其他	1,558.12	1,206.51	1,241.44	1,239.87	1,226.96
非流动资产合计	2,267.81	2,057.70	2,124.37	2,172.22	2,176.34
资产总计	13,547.72	15,568.10	17,743.47	18,578.43	20,103.83
短期借款	299.29	523.33	300.00	423.00	221.00
应付票据及应付账款	6,742.25	6,199.07	9,944.07	8,064.02	11,186.81
其他	1,711.36	4,027.56	2,157.52	4,087.85	1,895.29
流动负债合计	8,752.89	10,749.96	12,401.59	12,574.86	13,303.11
长期借款	75.15	75.15	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.48	164.06	67.01	88.52	106.53
非流动负债合计	109.63	239.21	67.01	88.52	106.53
负债合计	8,862.52	10,989.17	12,468.60	12,663.38	13,409.64
少数股东权益	88.48	45.38	30.71	8.18	22.67
股本	1,256.66	1,256.66	1,256.66	1,256.66	1,256.66
资本公积	1,992.15	1,765.51	1,765.51	1,765.51	1,765.51
留存收益	3,371.60	3,437.44	3,987.50	4,650.21	5,414.86
其他	(2,023.69)	(1,926.06)	(1,765.51)	(1,765.51)	(1,765.51)
股东权益合计	4,685.20	4,578.93	5,274.87	5,915.05	6,694.19
负债和股东权益总	13,547.72	15,568.10	17,743.47	18,578.43	20,103.83

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	427.06	426.28	550.05	662.72	764.65
折旧摊销	41.36	61.14	28.26	30.58	32.97
财务费用	67.51	61.65	57.88	32.86	34.71
投资损失	(46.95)	(58.35)	(90.23)	(90.12)	(87.35)
营运资金变动	23.76	1,038.81	388.80	527.38	(1,138.46)
其它	290.38	(298.45)	(14.67)	(22.53)	14.49
经营活动现金流	803.11	1,231.08	920.09	1,140.89	(378.99)
资本支出	177.43	41.20	157.05	58.49	31.99
长期投资	73.52	56.85	0.00	0.00	0.00
其他	(524.85)	(40.25)	(126.82)	(48.37)	5.36
投资活动现金流	(273.90)	57.81	30.23	10.12	37.35
债权融资	401.64	634.21	320.98	450.97	249.23
股权融资	292.50	(338.08)	103.06	(32.48)	(34.33)
其他	(983.41)	(543.31)	(634.59)	(321.36)	(451.36)
筹资活动现金流	(289.27)	(247.18)	(210.55)	97.13	(236.46)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	239.95	1,041.71	739.76	1,248.13	(578.10)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,859.24	8,366.83	10,034.84	11,536.59	12,716.24
营业成本	6,826.56	7,393.30	8,726.02	9,963.29	10,885.06
营业税金及附加	19.45	16.19	19.07	19.61	20.35
营业费用	21.02	18.55	18.06	20.77	21.62
管理费用	524.07	555.93	615.14	694.50	766.79
研发费用	0.00	27.66	39.14	43.84	44.51
财务费用	(310.10)	(17.19)	57.88	32.86	34.71
资产减值损失	7.28	(166.91)	(70.12)	20.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.95	58.35	90.23	90.12	87.35
其他	(106.85)	(135.29)	(180.46)	(180.24)	(174.70)
营业利润	830.87	616.25	719.89	831.84	980.56
营业外收入	6.76	27.86	27.23	13.62	25.23
营业外支出	275.69	18.60	15.12	45.23	19.54
利润总额	561.95	625.51	732.00	800.23	986.25
所得税	134.89	199.22	196.62	160.05	207.11
净利润	427.06	426.28	535.39	640.18	779.14
少数股东损益	9.30	(14.67)	(14.67)	(22.53)	14.49
归属于母公司净利润	417.76	440.96	550.05	662.72	764.65
每股收益(元)	0.33	0.35	0.44	0.53	0.61

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-16.78%	6.46%	19.94%	14.97%	10.23%
营业利润	24.25%	-25.83%	16.82%	15.55%	17.88%
归属于母公司净利润	-18.47%	5.55%	24.74%	20.48%	15.38%
获利能力					
毛利率	13.14%	11.64%	13.04%	13.64%	14.40%
净利率	5.32%	5.27%	5.48%	5.74%	6.01%
ROE	9.09%	9.73%	10.49%	11.22%	11.46%
ROIC	12.65%	20.11%	60.04%	124.53%	1013.70%
偿债能力					
资产负债率	65.42%	70.59%	70.27%	68.16%	66.70%
净负债率	-24.05%	-52.96%	-65.93%	-77.70%	-63.04%
流动比率	1.29	1.26	1.26	1.30	1.35
速动比率	1.13	1.12	1.10	1.17	1.15
营运能力					
应收账款周转率	1.11	1.30	2.01	2.25	2.48
存货周转率	5.35	5.81	5.90	6.28	5.84
总资产周转率	0.58	0.57	0.60	0.64	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.35	0.44	0.53	0.61
每股经营现金流	0.64	0.98	0.73	0.91	-0.30
每股净资产	3.66	3.61	4.17	4.70	5.31
估值比率					
市盈率	19.37	18.35	14.71	12.21	10.58
市净率	1.76	1.79	1.54	1.37	1.21
EV/EBITDA	10.23	2.82	4.22	2.53	2.55
EV/EBIT	11.06	3.09	4.38	2.62	2.63

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com