

中钢国际 (000928)

Q4 业绩表现亮眼，海外订单持续发力

Q4 业绩实现较快增长，在手订单充足静待业绩释放

公司披露业绩快报，23 年实现营收 264.1 亿元，同比增长 41.10%，归母净利润为 7.86 亿元，同比增长 24.5%；其中 Q4 单季实现收入 92.52 亿，同比增长 51%，归母净利润为 2.95 亿，同比增长 36%，扣非净利润为 2.6 亿，同比大增 84%，净利率为 3.19%，同比下滑 0.35pct。四季度营收及利润增速表现亮眼，23Q1-3 公司共计新签合同金额 144.16 亿元，其中国内新签合同金额 76.08 亿元，同比-4.8%；国外新签合同金额 68.08 亿元，同比+12.1%，海外订单占比为 47.23%，截至 23Q3 末，公司已签约未完工合同额 458 亿元，约为 23 年收入的 1.73 倍，在手订单充裕。

加入宝武集团，业务协同有望进一步加深

中国宝武重组中钢集团，有望加快推进公司国际化、绿色低碳、数字化战略落地。我们认为后续业务协同有望进一步加深：1) 宝钢工程存在整合预期，22 年宝钢工程营收和净利润分别为 49/2.6 亿元，且中钢国际现任董事长兼任宝钢工程技党委书记、董事长，绿色建筑工程业务是中钢国际和宝钢工程整合后的重点业务之一，未来有望充分发挥“1+1>2”的整合效应。2) 中钢国际曾多次参与宝武系钢铁企业的项目升级改造，公司 EPC 总承包的八钢 2500 m³ HyCROF 商业示范项目成功点火、正式投运，进一步巩固公司低碳冶金领域核心竞争力。3) 2021 年中国宝武开始接管中钢集团之后，关联方收入大幅增加，2020-2022 年 CAGR 为 589%，随着中钢国际并入宝武集团，关联方收入或将进一步提升。

“一带一路”需求旺盛，海外布局进一步加速

“一带一路”沿线铁矿石资源开发潜力较大，亚洲将新增 9500 万吨粗钢产能，主要来自印度和东南亚。据 Mysteel，未来 3-5 年东南亚地区将有 15 个新增钢铁产能项目投产，总产能约 8220 万吨，主要为中国钢铁企业投资。中国宝武加速出海进程，其海外在建钢铁产能 2137 万吨，铁矿石 2500 万吨，中钢国际有望持续受益。截止 22 年底中钢国际已布局 49 个国家和地区，并设有 14 个海外分支机构。23H1 海外营收同比+102%，23Q1-3 公司新签海外订单 68.08 亿，同比增长 12.1%，随着“一带一路”沿线需求高增，预计公司海外营收或将稳步提升。

低碳冶金龙头助力钢铁行业减碳，看好公司中长期发展潜力

公司承担工程化集成与创新的中国宝武富氢碳循环高炉 HyCROF、氢冶金电熔炼工艺 HyRESP 两项主要低碳冶金技术，掌握了钢铁长、短流程低碳冶金的核心工艺。考虑到公司国内新签订单下滑以及海外经营风险较大，我们下调公司 23-25 年归母净利润为 7.86/8.87/10.12 亿（前值 8.24/9.53/11.09 亿），认可给予公司 24 年 12 倍 PE，对应目标价为 7.42 元，维持“买入”评级。

风险提示：订单落地不及预期；海外市场风险；钢铁行业低碳改造需求不及预期；业绩快报仅为初步核算结果。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,862.34	18,717.84	26,417.79	30,307.86	34,486.91
增长率(%)	6.98	18.00	41.14	14.73	13.79
EBITDA(百万元)	1,286.03	1,399.07	1,206.76	1,324.71	1,488.81
归属母公司净利润(百万元)	648.90	631.11	786.23	887.09	1,012.35
增长率(%)	7.79	(2.74)	24.58	12.83	14.12
EPS(元/股)	0.45	0.44	0.55	0.62	0.71
市盈率(P/E)	12.60	12.96	10.40	9.22	8.08
市净率(P/B)	1.32	1.25	1.18	1.14	1.09
市销率(P/S)	0.52	0.44	0.31	0.27	0.24
EV/EBITDA	1.11	(4.29)	(5.44)	(5.71)	(5.82)

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	5.7 元
目标价格	7.42 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,434.64
流通 A 股股本(百万股)	1,434.62
A 股总市值(百万元)	8,177.47
流通 A 股市值(百万元)	8,177.34
每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	75.85
一年内最高/最低(元)	12.18/5.57

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中钢国际-首次覆盖报告:宝武赋能增长，“一带一路”先锋“碳”索转型升级》2023-09-04
- 《中钢国际-季报点评:Q3 单季度净利润大增，可转债助力国内业务拓展》2020-10-30
- 《中钢国际-公司研究简报:冶金工程底蕴深厚，多点发力培育新业务领域》2020-07-02

表 1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价 格(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002051.SZ	中工国际	92.31	7.46	0.27	0.35	0.43	0.52	27.64	21.57	17.27	14.23
600970.SH	中材国际	263.70	9.98	0.83	1.03	1.21	1.39	12.02	9.66	8.24	7.16
000065.SZ	北方国际	104.21	10.40	0.63	0.84	1.00	1.17	16.38	12.36	10.36	8.85
601618.SH	中国中冶	572.92	3.00	0.50	0.59	0.68	0.78	6.05	5.10	4.41	3.82
	平均							15.52	12.17	10.07	8.52
000928.SZ	中钢国际	81.77	5.70	0.44	0.55	0.62	0.71	12.96	10.40	9.22	8.08

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 截止于 20240118, 除中钢国际外其余均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,926.98	8,196.42	8,962.03	10,127.17	11,112.92
应收票据及应收账款	4,350.26	3,286.21	5,079.42	4,686.45	6,234.41
预付账款	2,288.69	2,206.48	3,548.48	3,208.33	4,131.23
存货	1,990.45	2,374.22	3,380.74	3,222.51	3,767.56
其他	2,122.07	2,796.91	3,302.57	3,180.79	3,452.85
流动资产合计	17,678.45	18,860.25	24,273.24	24,425.25	28,698.97
长期股权投资	471.44	493.24	493.24	493.24	493.24
固定资产	173.41	139.07	133.49	126.91	128.82
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	174.19	135.77	146.79	160.61	178.93
其他	5,473.79	6,790.40	7,121.65	7,282.79	7,484.72
非流动资产合计	6,292.83	7,558.48	7,895.17	8,063.55	8,285.72
资产总计	24,287.76	26,674.25	32,168.41	32,488.80	36,984.69
短期借款	772.59	640.76	726.00	789.00	857.00
应付票据及应付账款	10,275.82	11,553.08	14,946.51	15,919.84	18,506.23
其他	857.04	554.17	7,790.61	6,705.23	8,129.35
流动负债合计	11,905.45	12,748.02	23,463.11	23,414.07	27,492.58
长期借款	619.09	728.41	523.00	616.00	729.60
应付债券	765.76	799.91	771.89	779.18	783.66
其他	200.17	207.96	205.82	204.65	206.14
非流动负债合计	1,585.01	1,736.27	1,500.70	1,599.83	1,719.40
负债合计	18,009.62	19,875.99	24,963.82	25,013.90	29,211.98
少数股东权益	97.89	259.67	271.98	285.32	300.97
股本	1,280.92	1,281.05	1,434.64	1,434.64	1,434.64
资本公积	1,895.74	1,963.09	1,965.11	1,965.11	1,965.11
留存收益	2,928.95	3,236.90	3,472.07	3,725.49	4,011.10
其他	74.64	57.55	60.79	64.33	60.89
股东权益合计	6,278.14	6,798.26	7,204.60	7,474.90	7,772.72
负债和股东权益总计	24,287.76	26,674.25	32,168.41	32,488.80	36,984.69

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	662.39	664.32	786.23	887.09	1,012.35
折旧摊销	37.42	38.32	34.56	36.76	39.76
财务费用	155.99	66.28	64.78	59.52	68.10
投资损失	(219.38)	(46.93)	(50.00)	(10.00)	(5.00)
营运资金变动	(2,204.09)	(1,258.72)	500.76	599.79	640.82
其它	2,171.28	1,698.92	43.19	45.70	54.95
经营活动现金流	603.62	1,162.19	1,379.51	1,618.86	1,810.99
资本支出	73.48	(22.03)	42.14	45.17	58.51
长期投资	41.18	21.80	0.00	0.00	0.00
其他	575.10	0.02	(34.93)	50.29	(220.41)
投资活动现金流	689.76	(0.20)	7.22	95.46	(161.91)
债权融资	579.99	(213.23)	(200.07)	114.33	106.64
股权融资	(123.73)	(396.69)	(421.05)	(663.51)	(769.98)
其他	(44.52)	123.36	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	411.74	(486.56)	(621.12)	(549.18)	(663.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,705.12	675.43	765.61	1,165.14	985.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,862.34	18,717.84	26,417.79	30,307.86	34,486.91
营业成本	14,553.28	16,979.66	24,090.53	27,641.50	31,455.29
营业税金及附加	22.33	28.69	39.63	45.46	51.73
销售费用	23.09	38.05	43.25	48.75	53.78
管理费用	514.37	504.43	695.12	786.88	900.40
研发费用	273.95	328.30	449.10	521.30	593.17
财务费用	165.29	17.41	64.78	59.52	68.10
资产/信用减值损失	1.92	(168.77)	(59.50)	(40.00)	(28.00)
公允价值变动收益	255.08	99.09	2.04	(1.02)	(0.49)
投资净收益	219.38	46.93	50.00	10.00	5.00
其他	(1,002.13)	17.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	835.79	826.62	1,027.92	1,173.42	1,340.95
营业外收入	0.02	1.50	2.13	2.22	2.25
营业外支出	0.24	0.47	0.52	0.56	0.62
利润总额	835.57	827.65	1,029.53	1,175.08	1,342.58
所得税	173.18	163.33	202.15	241.26	274.79
净利润	662.39	664.32	827.38	933.81	1,067.80
少数股东损益	13.49	33.21	41.15	46.72	55.44
归属于母公司净利润	648.90	631.11	786.23	887.09	1,012.35
每股收益(元)	0.45	0.44	0.55	0.62	0.71

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	6.98%	18.00%	41.14%	14.73%	13.79%
营业利润	14.84%	-1.10%	24.35%	14.15%	14.28%
归属于母公司净利润	7.79%	-2.74%	24.58%	12.83%	14.12%
获利能力					
毛利率	8.25%	9.29%	8.81%	8.80%	8.79%
净利率	4.09%	3.37%	2.98%	2.93%	2.94%
ROE	10.50%	9.65%	11.34%	12.34%	13.55%
ROIC	-71.61%	-15.75%	-12.55%	-12.54%	-13.10%
偿债能力					
资产负债率	74.15%	74.51%	77.60%	76.99%	78.98%
净负债率	-70.62%	-86.77%	-94.38%	-104.23%	-110.67%
流动比率	1.10	1.05	1.03	1.04	1.04
速动比率	0.97	0.92	0.89	0.91	0.91
营运能力					
应收账款周转率	3.30	4.90	6.32	6.21	6.32
存货周转率	8.99	8.58	9.18	9.18	9.87
总资产周转率	0.72	0.73	0.90	0.94	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.44	0.55	0.62	0.71
每股经营现金流	0.42	0.81	0.96	1.13	1.26
每股净资产	4.31	4.56	4.83	5.01	5.21
估值比率					
市盈率	12.60	12.96	10.40	9.22	8.08
市净率	1.32	1.25	1.18	1.14	1.09
EV/EBITDA	1.11	-4.29	-5.44	-5.71	-5.82
EV/EBIT	1.14	-4.41	-5.61	-5.88	-5.98

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com