

研究所：

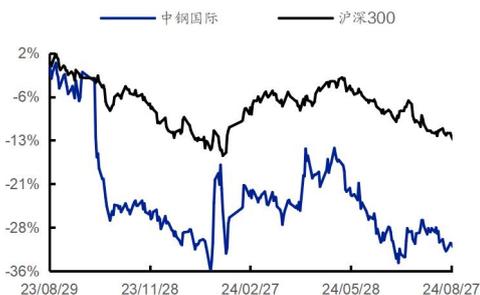
证券分析师：

张艺露 S0350523110003
zhangyl01@ghzq.com.cn

海外订单高增，盈利能力同比改善

——中钢国际（000928）公司点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/28

表现	1M	3M	12M
中钢国际	-3.2%	-11.5%	-31.2%
沪深300	-3.6%	-8.9%	-12.4%

市场数据

2024/08/28

当前价格(元)	5.39
52周价格区间(元)	5.03-8.35
总市值(百万)	7,732.73
流通市值(百万)	7,732.61
总股本(万股)	143,464.46
流通股本(万股)	143,462.12
日均成交额(百万)	50.12
近一月换手(%)	0.79

事件：

2024年8月28日，中钢国际发布2024年中报：2024H1，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润90.7/4.2/3.7亿元，分别同比-15.2%/+22.4%/+27.5%；2024Q2，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润41.7/2.0/1.6亿元，分别同比-25.3%/+52.0%/+21.5%。

投资要点：

- 工程主业收入承压，海外占比大幅提升：**2024H1工程总承包/商品销售/服务/其他业务收入为84.3/5.0/1.3/0.2亿元，同比-15.8%/-8.5%/-0.5%/+11.0%；收入占比为92.9%/5.5%/1.4%/0.2%，同比-0.6%/+0.4%/+0.2%/+0.1pct。工程总承包毛利率为10.7%，同比+3.2pct。分地区，境内/境外收入为43.9/46.9亿元，同比-41.7%/+47.7%；收入占比为48.3%/51.7%，同比-22.0%/+22.0pct；毛利率为10.3%/12.5%，同比+1.5%/+4.2pct。
- 海外订单增长较快，国内降碳需求有望逐步释放：**2024H1，公司新签订单97.0亿元，同比+3.5%。其中，国内/国外分别新签15.9/81.1亿元，同比-59.2%/+48.0%；海外订单占比为83.6%，同比+25.1pct。国内订单下滑较多主要系国内钢铁景气度下行所致，国外订单增长较快主要得益于俄语区、非洲区以及南美地区、中东地区钢铁需求增长较快。单季度看，2024Q2新签36.8亿元，同比-30.7%。其中，国内/国外分别新签8.2/28.6亿元，同比-27.5%/-31.6%，国外订单下滑主要系2023Q2海外高基数所致。展望全年，我们认为得益于海外基建景气度拉动的钢铁需求以及国内钢铁降碳需求双轮驱动，全年订单有望延续高增。
- 2024Q2现金流大幅改善，盈利能力同比改善：**2024H1毛利率/归母净利率/扣非归母净利率分别为11.5%/4.6%/4.1%，分别同比+2.8/+1.4/1.4pct，盈利能力改善主要得益于毛利率提升。2024H1，公司期间费用率为4.8%，同比+0.7pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.3%/3.6%/1.5%/-0.7%，同比+0.1/+1.2/+0.3/-0.9pct。管理费用率提升较大主要系职工薪酬同比+47.6%所致，财务费用率下降较多主要系汇兑变动增加汇兑收益。2024H1公司资产负债率/有息负债率为69.0%/3.0%，同比-6.0/-3.6pct。2024H1公司经营性现金流-15.6亿元，同比多流出7.3亿，主要系营业收入降低导致回款减

少但现金流出较为刚性所致；同期，收现比为 83.6%，同比+4.1pct。单季度来看，2024Q2 毛利率/归母净利率/扣非归母净利率为 12.5%/4.9%/3.9%，同比+3.9/+2.5+1.5pct、环比+1.9/+0.5/-0.4pct。2024 Q2 经营性净现金流 12.4 亿元，同比+1709.1%，主要得益于销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加；同期，收现比 135.6%、同/环比为+54.4/+96.3pct。

- **股权激励指引清晰，测算 2024 年股息率有望达 6.8%：** 根据公司股权激励目标，2024/2025 年归母净利润不低于 9.2/10.4 亿元，复合增长率不低于 12.5%。同时，公司现金流持续表现优异，2014-2023 年净现比均值为 1.5，为公司持续分红奠定基础。公司 2021-2023 年股息率分别为 2.7%/5.9%/4.6%，分红比例分别为 49.4%/70.8%/50.1%。我们以 2024 年 8 月 28 日收盘价测算，假设 2024 年分红比例不低于 2021-2023 年均值 56.8%，根据我们对公司 2024 年的盈利预测，测算 2024 年股息率有望达 6.8%
- **盈利预测和投资评级：** 公司为全球冶金工程优质服务商，我们认为未来公司看点主要有：1) 海外钢铁需求景气度较高，公司海外订单占比高，有望充分受益；2) 公司前瞻布局低碳冶金，有望受益全球钢铁降碳需求；3) 随着公司融入宝武体系后，有望进一步参与宝武集团国际化工程；4) 盈利能力以及现金流较为优秀，未来有望保持持续分红。我们预计 2024-2026 年营业收入为 244.9/268.4/294.6 亿元，归母净利润为 9.3/10.5/11.7 亿元，EPS 为 0.6/0.7/0.8 元，PE 为 8.4/7.4/6.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 冶金工程需求不及预期，订单转化率不及预期，海外市场风险，海外汇率波动风险，应收账款减值风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	26377	24492	26840	29463
增长率(%)	41	-7	10	10
归母净利润（百万元）	761	925	1047	1165
增长率(%)	21	21	13	11
摊薄每股收益（元）	0.53	0.64	0.73	0.81
ROE(%)	10	11	12	12
P/E	10.09	8.36	7.38	6.64
P/B	1.06	0.92	0.87	0.81
P/S	0.32	0.32	0.29	0.26
EV/EBITDA	-0.27	-0.45	-0.21	-0.06

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中钢国际盈利预测表

证券代码:	000928				股价:	5.39				投资评级:	买入				日期:	2024/08/28			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	10%	11%	12%	12%	EPS	0.58	0.64	0.73	0.81										
毛利率	9%	10%	10%	10%	BVPS	5.49	5.86	6.22	6.63										
期间费率	3%	2%	2%	2%	估值														
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	10.09	8.36	7.38	6.64										
成长能力					P/B	1.06	0.92	0.87	0.81										
收入增长率	41%	-7%	10%	10%	P/S	0.32	0.32	0.29	0.26										
利润增长率	21%	21%	13%	11%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.93	0.83	0.89	0.91	营业收入	26377	24492	26840	29463										
应收账款周转率	6.35	5.70	7.11	6.71	营业成本	24058	22031	24131	26526										
存货周转率	10.69	11.25	12.98	13.23	营业税金及附加	80	73	81	88										
偿债能力					销售费用	53	49	54	59										
资产负债率	73%	70%	70%	70%	管理费用	575	539	590	648										
流动比	1.03	1.01	0.98	0.96	财务费用	53	8	16	25										
速动比	0.74	0.71	0.68	0.67	其他费用/(-收入)	377	367	403	442										
					营业利润	1023	1242	1409	1569										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	1	4	2	1										
现金及现金等价物	9737	9366	9237	9165	利润总额	1024	1246	1411	1569										
应收款项	5431	3788	4356	5084	所得税费用	221	269	305	339										
存货净额	2126	1791	1926	2085	净利润	804	977	1106	1230										
其他流动资产	4806	4759	5068	5403	少数股东损益	42	52	59	65										
流动资产合计	22099	19704	20588	21737	归属于母公司净利润	761	925	1047	1165										
固定资产	126	105	109	122															
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	7252	8562	9831	11070	经营活动现金流	1368	1292	1603	1703										
长期股权投资	521	541	556	566	净利润	761	925	1047	1165										
资产总计	29998	28912	31083	33494	少数股东损益	42	52	59	65										
短期借款	370	420	470	520	折旧摊销	76	72	72	78										
应付款项	15006	13464	14411	15473	公允价值变动	8	0	0	0										
合同负债	4943	4898	5368	5893	营运资金变动	331	40	198	203										
其他流动负债	1124	801	823	851	投资活动现金流	1363	-1182	-1307	-1284										
流动负债合计	21442	19583	21073	22737	资本支出	0	-146	-143	-130										
长期借款及应付债券	146	246	296	346	长期投资	1342	-1223	-1218	-1213										
其他长期负债	241	329	379	429	其他	21	187	54	59										
长期负债合计	387	575	675	775	筹资活动现金流	-973	-501	-423	-490										
负债合计	21829	20158	21748	23513	债务融资	-497	-39	150	150										
股本	1435	1435	1435	1435	权益融资	0	4	0	0										
股东权益	8169	8754	9335	9982	其它	-476	-466	-573	-640										
负债和股东权益总计	29998	28912	31083	33494	现金净增加额	1788	-368	-127	-70										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【建材&建筑小组介绍】

张艺露，建材建筑行业首席分析师，3年建材建筑、2年钢铁煤炭及中小盘卖方研究经验，香港科技大学硕士、北京理工大学本科，曾就职于华泰证券，曾获2022年机构投资者·财新行业最佳分析师团队建筑材料第二名，2021年建筑材料第一名、基础设施建筑与工程第一名。

【分析师承诺】

张艺露，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。