

中钢国际 (000928.SZ) / 建筑装饰

国改与碳中和双重催化，释放发展活力

评级：买入（维持）

市场价格：6.35

分析师：邢立力

执业证书编号：S0740518100001

电话：021-20315138

Email: xingli@r.qlzq.com.cn

分析师：曾明

执业证书编号：S0740518070008

电话：021-20315138

Email: zengming@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,256.66
流通股本(百万股)	1,256.63
市价(元)	6.35
市值(百万元)	7,979.81
流通市值(百万元)	7,979.61

股价与行业-市场走势对比



1 《中钢国际深度报告：国改先锋，开启发展新里程》20201203

2 《订单高速增长，业绩符合预期》20210118

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13414.1	14827.5	18059.7	21054.4	24164.1
增长率 yoy%	60.3%	10.5%	21.8%	16.6%	14.8%
净利润	534.7	602.0	760.7	899.9	1041.2
增长率 yoy%	21.3%	12.6%	26.4%	18.3%	15.7%
每股收益(元)	0.43	0.48	0.61	0.72	0.83
每股现金流量	0.61	1.22	0.72	1.12	1.17
净资产收益率	11.04%	11.15%	12.92%	13.98%	14.69%
P/E	14.92	13.26	10.49	8.87	7.66
P/B	1.55	1.41	1.30	1.18	1.07

备注：股价取自3月26日收盘价

投资要点

- **事件：公司发布2020年年报，2020年实现营业收入148.27亿元，同比增长10.54%；实现归母净利润6.02亿元，同比增长12.59%；实现扣非归母净利润5.88亿元，同比增长19.69%。**
- **优势不断巩固，冶金订单逆势增长。**2020年公司与中新钢铁、武钢集团昆明钢铁等一批新客户顺利签约，不断扩大在烧结、球团、高端长材轧制等领域的市场份额，全年新签烧结机、高炉、线棒生产线、球团生产线等项目合同额近140亿元。国际业务方面，公司与ArcelorMittal乌克兰子公司正式签订年产500万吨带式焙烧机球团EPC总承包合同（乌克兰规模最大的带式焙烧机球团项目），海外竞争优势不断凸显。2020年公司累计新签合同总额287.68亿，同比增长40.82%，四季度末在手订单537.12亿，订单保障倍数3.62，充裕订单为业绩增长提供保障。
- **疫情下业绩持续修复，收入利润增长稳定。**疫情影响下，公司Q1-Q4单季度营业收入分别增长-12.19%、6.08%、6.92%、28.48%，归母净利润分别增长-94.62%、103.65%、77.25%、36.41%，业绩持续修复，充分彰显韧性。公司2020年全年实现营业收入148.27亿元，同比增长10.54%；实现归母净利润6.02亿元，同比增长12.59%；实现扣非归母净利润5.88亿元，同比增长19.69%，收入利润增长稳定。
- **毛利率略有下滑，现金流表现优异。**受疫情影响，2020年公司工程承包业务毛利率下滑1.32pct，导致综合毛利率下滑1.57pct至11.0%，但期间费用管控良好，全年期间费用率5.92%（-0.17pct），其中管理和研发费用率合计4.38%（-0.57pct），销售费用率0.11%（-0.14pct），财务费用率略有上升（+0.54pct），系人民币升值带来的汇兑损失增加所致。毛利率下滑情况下，公司全年净利润率逆势提升0.13pct，主要系应收款项质量改善，信用减值损失减少1.67亿。公司经营质量持续提升，现金流表现优异，全年经营活动现金流净流入15.31亿元（+98.2%），2.6倍覆盖净利润，主要因为新签项目预收款增加、在手执行项目回款较好。
- **宝武托管，开启发展新篇章。**公司控股股东中钢集团拟由宝武集团进行托管，宝武集团是国内最大的钢铁集团，确立了以钢铁制造业为基础的一基五元战略布局，与公司业务存在协同，公司丰富的国际工程经验和全球领先的冶金技术也可以为宝武的国际化拓展提供发展思路和技术支持。此外，宝武集团托管后预计公司债务风险扰动减弱，融资成本有望下降。
- **碳中和不断推进，中钢天澄有望深度受益。**中钢天澄是公司旗下中钢设备的控股子公司，主要从事大气污染治理、尘源控制、土壤修复等环保业务，是武汉市上市后备“金种子”企业。中钢天澄2018-2020年收入增速分别为24.4%、16.5%、20.7%，净利润增速分别为9.9%、37.1%、-2.1%。随着碳中和的不断推进和落实，中钢天澄有望深度受益，实现业绩稳定增长。
- **盈利预测：**我们预计中钢国际2021-2023年营业收入分别为180.6亿、210.5亿、241.6亿，归母净利润分别为7.6亿、9.0亿、10.4亿，基本每股收益分别为0.61元、0.72元、0.83元，对应PE分别为10.5X、8.9X、7.7X，维持买入评级。
- **风险提示：**经济恢复不及预期、多元业务增长不及预期、应收账款回收风险

图表 1: 盈利预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,521.11	15,879.60	19,858.22	22,841.56	26,216.50	营业收入	13,414.08	14,827.49	18,059.70	21,054.44	24,164.15
现金	3,984.56	5,200.58	6,544.30	7,608.30	8,586.27	营业成本	11,727.70	13,196.87	15,961.30	18,581.88	21,291.67
应收账款	6,144.99	5,192.03	6,140.30	7,579.60	8,699.09	营业税金及附加	15.87	28.29	34.46	40.17	46.11
预付款项	1,829.85	1,734.12	2,394.20	2,787.28	3,193.75	销售费用	33.30	16.64	45.15	52.64	60.41
存货	1,606.03	1,537.15	2,090.42	2,038.89	2,692.60	管理费用	608.30	423.49	586.94	686.37	792.58
其他	1,955.68	2,215.71	2,689.02	2,827.50	3,044.79	财务费用	120.01	212.63	138.61	112.19	131.97
非流动资产	2,805.33	3,829.30	3,738.71	3,644.19	3,511.95	研发费用	55.17	225.60	288.96	336.87	410.79
长期股权投资	331.76	430.26	430.26	430.26	430.26	资产及信用减值损失	270.92	113.80	184.21	219.81	239.23
固定资产	228.09	205.67	247.58	286.97	323.85	加: 投资净收益	50.25	103.53	50.00	50.00	50.00
无形资产	247.51	154.98	150.40	145.45	140.12	其他收益	11.24	14.08	32.51	37.90	43.50
长期应收款	55.05	870.67	696.53	487.57	243.79	营业利润	644.29	727.78	902.58	1,112.40	1,284.89
其他	1,942.91	2,167.72	2,213.94	2,293.94	2,373.94	营业外净收支	37.44	(2.12)	80.00	50.00	60.00
资产总计	18,326.44	19,708.89	23,596.93	26,485.75	29,728.45	利润总额	681.73	725.66	982.58	1,162.40	1,344.89
流动负债	12,797.90	13,667.73	16,102.08	18,392.55	20,937.53	所得税费用	143.96	112.09	206.34	244.10	282.43
短期借款	1,087.40	1,413.23	1,444.78	1,579.08	1,691.49	少数股东损益	3.07	11.56	15.52	18.37	21.25
应付账款	4,488.11	5,120.49	6,224.91	7,302.68	8,410.21	归属母公司净利润	534.71	602.00	760.72	899.93	1,041.21
其他	7,222.39	7,134.02	8,432.39	9,510.78	10,835.83	EBIT	752.71	799.67	1,081.19	1,229.59	1,416.85
非流动负债	311.19	284.47	1,234.65	1,215.56	1,201.11	EBITDA	793.29	834.73	1,112.86	1,264.15	1,454.30
长期借款	75.15	75.15	75.15	75.15	75.15						
其他	236.04	209.32	1,159.50	1,140.41	1,125.96	重要财务与估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债总计	13,109.10	13,952.21	17,336.73	19,608.11	22,138.63	每股收益(元)	0.43	0.48	0.61	0.72	0.83
股本	1,256.66	1,256.66	1,256.66	1,256.66	1,256.66	每股净资产(元)	4.10	4.49	4.88	5.36	5.92
少数股东权益	63.97	115.32	125.40	137.77	152.04	每股经营现金流(元)	0.61	1.22	0.72	1.12	1.17
归属母公司股东权益	5,153.37	5,641.37	6,134.80	6,739.87	7,437.78	ROIC(%)	9.31%	9.01%	9.71%	10.07%	10.73%
负债和股东权益总计	18,326.44	19,708.89	23,596.93	26,485.75	29,728.45	ROE(%)	11.04%	11.15%	12.92%	13.98%	14.69%
						销售毛利率(%)	12.57%	11.00%	11.62%	11.74%	11.89%
现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	4.01%	4.14%	4.30%	4.36%	4.40%
经营活动现金流	772.51	1,530.80	901.12	1,407.38	1,464.09	资产负债率(%)	71.53%	70.79%	73.47%	74.03%	74.47%
投资活动现金流	(1,112.40)	(16.03)	(196.46)	(214.15)	(273.48)	收入增长率(%)	60.32%	10.54%	21.80%	16.58%	14.77%
筹资活动现金流	826.09	(200.53)	639.06	(129.23)	(212.64)	净利润增长率(%)	21.26%	12.59%	26.36%	18.30%	15.70%
货币资金期初余额	3,059.13	3,984.56	5,200.58	6,544.30	7,608.30	P/E	14.92	13.26	10.49	8.87	7.66
货币资金期末余额	3,984.56	5,200.58	6,544.30	7,608.30	8,586.27	P/B	1.55	1.41	1.30	1.18	1.07
现金净增加额	925.42	1,216.03	1,343.71	1,064.00	977.97	EV/EBITDA	6.58	5.25	3.63	8.38	7.36

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。