

中国中冶(601618)/专业工程 受益资源商品价格大幅上涨, 业绩稳健增长可持续性增强

评级: 买入(首次)

市场价格: 5.07

目标价格: 6.00

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

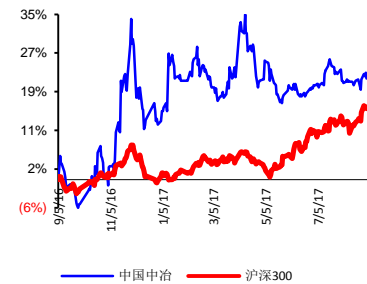
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	217,324.0	219,557.6	238,354.7	255,316.5	268,067.5
增长率 yoy%	0.71%	1.03%	8.56%	7.12%	4.99%
净利润	4,801.6	5,375.9	6,317.5	7,132.1	8,002.8
增长率 yoy%	21.10%	11.96%	17.52%	12.89%	12.21%
每股收益(元)	0.23	0.26	0.30	0.34	0.39
每股现金流量	0.80	0.90	0.19	0.79	0.57
净资产收益率	7.93%	7.62%	9.77%	10.15%	10.45%
P/E	21.9	19.6	16.7	14.8	13.2
PEG	1.41	1.47	1.03	0.95	0.99
P/B	1.74	1.49	1.63	1.50	1.37

备注:

基本状况

总股本(百万股)	20,724
流通股本(百万股)	19,110
市价(元)	5.08
市值(百万元)	105,276
流通市值(百万元)	97,079

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 业绩增长稳健可靠, 营收增速已实现连续六个季度回升。**公司公告 2017 上半年实现营收 1010.85 亿元, 同比增长 5.49%, 其中工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发/其他业务占比分别为 84.41%/9.86%/2.46%/2.44%/0.84%, 分别增长 6.35%/4.63%/-17.24%/36.60%/-41.33%, 其中资源开发业务增长最为迅速。上半年公司实现归母净利润 26.75 亿元, 同比增长 10.71%, 业绩增长稳健。二季度单季实现营收 569.05 亿元, 同比增长 6.86%, 营收增速连续六个季度回升; 实现归母净利润 12.33 亿元, 同比增长 17.33%, 随着公司房建与基建业务实现快速增长, 冶金工程订单向收入转化加快, 资源开发类业务大幅好转, 全年业绩增速有望显著加快。
- 新签订单趋势强劲, 冶金工程订单增速亮眼, 为业绩可持续增长提供基础。**公司 1-6 月份新签订单总额 2980 亿元, 同比增长 22%, 新签订单增速已连续 5 个月持续提升, 订单增长趋势强劲。上半年新签工程承包订单中, 非冶金占比 85%, 冶金工程新签占比 15%, 同比大幅增长 78.4% 表现亮眼。受供给侧改革驱动, 上半年冶金厂商盈利持续向好, 其追加投资翻新改造工厂意愿不断增强, 公司冶金工程业务有望持续受益。
- 资源矿产储备雄厚, 全面受益本轮资源商品价格上涨。**2016 年下半年以来全球资源品价格上涨趋势强劲, 铜、铅、锌等有色金属价格较底部出现大幅抬升。公司资源开发业务 2017 上半年实现营业收入为 25.07 亿元, 同比大幅增长 36.6%, 净利润小幅亏损 4389 万元, 与去年同期亏损 5.87 亿元相比大幅减亏, 全年有望扭亏为盈。根据公司半年报, 巴新瑞木镍钴矿项目上半年产销量提升且受益于钴价大幅上涨, 实现营业收入 9.8 亿元, 同比增长 10.8%, 利润总额 -1.8 亿元, 同比大幅减亏 71.5%, 该项目正实施技术改造, 预计本年末可以实现产量进一步增加。巴基斯坦山达克铜金矿项目上半年实现收入 4.1 亿元, 同比增长 44.01%, 利润总额 0.84 亿元, 同比增长 94.09%。洛阳多晶硅项目盈利大幅增长, 上半年实现营收 9.6 亿元, 同比减少 8.01%, 利润总额 1.8 亿元, 同比增加 168.57%。随着国际资源商品价格强势增长延续, 下半年公司资源开发业务有望继续快速增长。
- 中冶集团与五矿集团战略重组形成产业协同, 国企改革认购定增助力发展, 有望充分受益国改效率提升。**根据公司官网信息, 到 17 年年底中冶集团与五矿集团有望基本完成管理整合, 未来 2 年内有望在有色和黑色金属冶炼、工程承包以及房地产方面实现主业协同, 公司有望充分受益集团丰富业务资源。而随着五矿集团被国资委列为第二批国有资本投资公司试点, 未来有望受益国改运行效率的提升。17 年 1 月, 公司公告中国国企结构调整基金出资 9558 万元认购公司非公开发行 2476 万股, 锁定期 12 个月。这是该基金成立后首次投向 A 股上市公司, 值得充分关注。
- 投资建议:** 我们预测 17/18/19 年公司归母净利为 63.2/71.3/80.0 亿元, EPS0.30/0.34/0.39 元, 当前股价对应 PE 分别为 16.7/14.8/13.2 倍, 考虑到公司估值较低盈利稳健, 房建、基建与冶金工程业务放量, 资源开发类业务大幅好转, 我们给予目标价 6.0 元(对应 17 年 20 倍 PE), 买入评级。
- 风险提示:** 大宗商品价格波动加剧风险, 订单向收入转化不及预期风险, PPP 落地不达预期风险, 国企改革进度不达预期风险。

内容目录

1. 国内冶金投资触底反弹，资源商品价格大幅上涨.....	- 4 -
1.1. 2017 年上半年国内冶金投资触底反弹	- 4 -
1.2. 2016 年下半年以来全球资源商品价格上涨趋势强劲.....	- 5 -
2. 新签订单增长强劲，业绩稳健增长可持续性.....	- 6 -
2.1. 上半年经营情况概览：营收增速连续 6 个季度持续回升.....	- 6 -
2.1.1. 营收增速持续回升，业绩稳健	- 6 -
2.1.2. 公司实际可比毛利率提升明显	- 7 -
2.1.3. 汇兑损失增加致费用提升.....	- 8 -
2.2. 新签订单连续 5 个月提升，持续布局新兴产业	- 9 -
3. 资源矿产储备丰富，有望受益本轮资源商品价格上涨	- 11 -
3.1. 上半年资源开发业务亮眼，毛利率上升 29 个 pct	- 11 -
3.2. 资源矿产储备丰富且种类较多，经营状况大幅改善	- 12 -
4. 中冶集团与五矿集团战略重组形成产业协同，国改基金认购定增助力公司发展.....	- 13 -
4.1. 中冶集团与五矿集团战略重组，主业形成产业协同	- 13 -
4.2. 五矿集团列入国企改革试点，国改基金认购定增助力公司发展	- 14 -
5. 投资建议.....	- 15 -
6. 风险提示.....	- 15 -

图表目录

图表 1：制造业固定资产投资月度变化.....	- 4 -
图表 2：黑色金属固定资产投资月度变化.....	- 4 -
图表 3：有色金属固定资产投资月度变化.....	- 4 -
图表 4：LME 铜价格（美元/吨）	- 5 -
图表 5：公司营收及增速.....	- 7 -
图表 6：公司归母净利润及增速.....	- 7 -
图表 7：公司营收构成.....	- 7 -
图表 8：公司工程承包业务营收构成.....	- 7 -
图表 9：公司历年毛利率情况.....	- 8 -
图表 10：公司上半年毛利构成	- 8 -
图表 11：各项子业务毛利率历年走势.....	- 8 -
图表 12：公司现金流情况.....	- 8 -
图表 13：公司收现比情况.....	- 8 -
图表 14：公司费用率情况.....	- 9 -
图表 15：公司历年新签订单情况.....	- 9 -
图表 16：公司上半年新签订单按业务板块分类构成.....	- 9 -

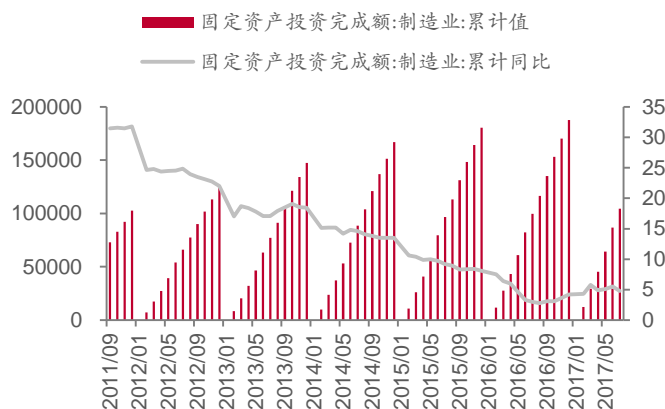
图表 17: 公司冶金工程订单增长情况.....	- 10 -
图表 18: 公司上半年工程承包订单按行业分类构成.....	- 10 -
图表 19: 公司 PPP 总投资额	- 10 -
图表 20: 公司 PPP 项目行业分布图	- 10 -
图表 21: 公司地下管廊投资建设情况.....	- 11 -
图表 22: 上半年资源开发业务总体经营情况.....	- 11 -
图表 23: 中国五矿组织架构	- 13 -
图表 24: 建筑央企估值情况表	- 15 -
图表 25: 公司财务报表预测 (百万元)	- 17 -

1. 国内冶金投资触底反弹，资源商品价格大幅上涨

1.1. 2017 年上半年国内冶金投资触底反弹

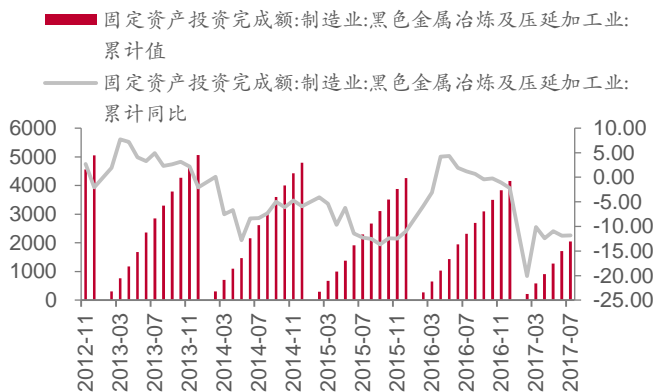
- 受国内供给侧改革影响，冶金厂盈利大幅改善驱动上半年冶金固定资产投资触底反弹。上半年我国制造业固定资产投资增速触底回升，1-6 月累计实现投资额 86809.37 亿元，同比增长 5.5%，增速较去年同期提升 2.2 个 pct。上半年受国内供给侧改革驱动，冶金厂商盈利持续向好，其追加投资翻新改造工厂意愿不断增强，冶金工程行业明显受益。截至 2017 年 7 月，国内制造业黑色金属冶炼及压延加工的固定资产投资完成额为 2045.94 亿元，累计同比减少 11.8%，但较年初收窄 8.3 个 pct；国内制造业有色金属冶炼及压延加工的固定资产投资完成额为 2833.2 亿元，累计同比减少 5.2%，较年初收窄 0.9 个 pct，下半年有望延续反弹趋势。

图表 1：制造业固定资产投资月度变化（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：黑色金属固定资产投资月度变化（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：有色金属固定资产投资月度变化（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

1.2.2016 年下半年以来全球资源商品价格上涨趋势强劲

- 全球基本有色金属经过 2016 年的触底反弹后，2017 年上半年铜、铅、锌等都呈现先涨后跌的态势，2017 年 6 月 14 日美联储宣布本年度第二次加息后，又出现一波快速反弹上涨，但上半年总体价格水平仍然高于去年同期。
- 2017 年上半年铜价高位震荡，总体趋于上涨趋势，截至 2017 年 6 月 30 日，LME 铜现货结算价为 5907.5 美元/吨，较年初增长 5.98%，较去年同期增长 22.38%。2017 年中最高/低价为 5466/6145 美元/吨，最大涨/跌幅为 10.24%/-1.94%。全球几大铜矿生产商陆续迎来罢工潮，对全球铜矿供给产生显著影响。根据国际铜业研究小组(ICSG)4 月发布的最新预测，2017 年全球精炼铜供给量为 2,375 万吨，精炼铜需求量为 2,390 万吨，全球市场短缺 14.7 万吨。

图表 4: LME 铜价格 (美元/吨)

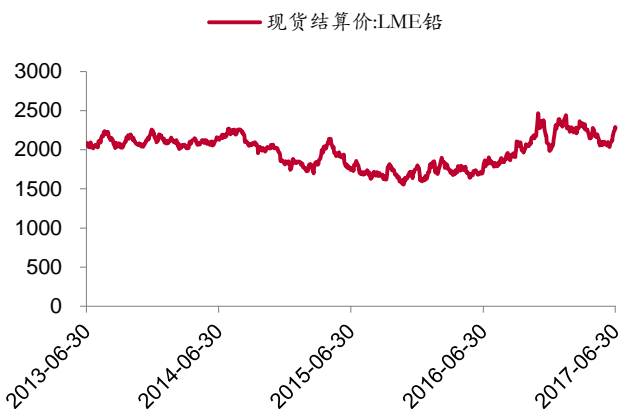


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在经历了 2016 年全年的大幅上涨后，铅锌市场价格 2017 年上半年先涨后跌，高位震荡。截至 2017 年 6 月 30 日，LME 铅现货结算价为 2274 美元/吨，较年初增长 13.3%，较去年同期增长 27.75%，2017 年中最高/低价为 2,442/2,007 美元/吨，最大涨/跌幅为 21.67%/0%。LME 锌现货结算价为 2754 美元/吨，较年初增长 7.89%，较去年同期增长 30.99%。2017 年中最高/低价为 2971/2462 美元/吨，最大涨/跌幅为 16.37%/-3.56%。
- 随着价格回暖，全球铅锌矿山投入加大，铅锌精矿产量回升。国际铅锌研究小组 (ILZSG) 在 2017 年 4 月发布的最新数据预测，2017 年全球矿产锌产量约为 1,370 万吨，比上年增加 9.8%，精炼锌产量约为 1,408 万吨，比上年增加 6.5%，精炼锌产量增幅低于矿产锌 3 个百分点，预计 2017 年全球精炼锌需求量为 1,430 万吨，短缺 22.6 万吨，连续两年维持短缺，但相比 2016 年短缺程度有所降低。与锌不同，铅的产量在 2016 年和 2017 年均有所上升，2017 年全球矿产铅产量约为 492 万吨，比上年增加 3.6%，精炼铅产量约为 1,139.1 万吨，比上年增加 1.4%，

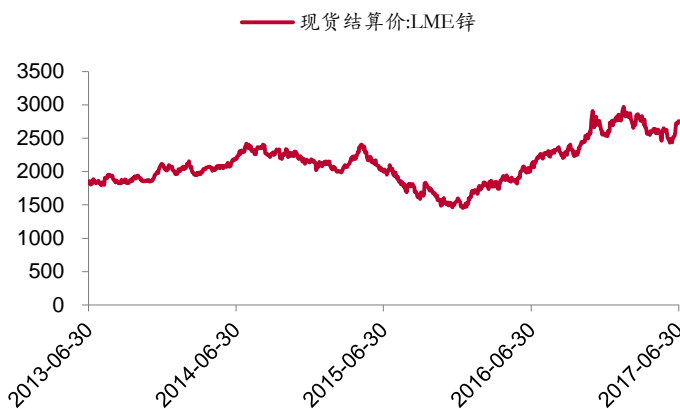
全球精炼铅需求约为 1,139.3 万吨，供需基本平衡。

图表 4: LME 铅价格 (美元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: LME 锌价格 (美元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

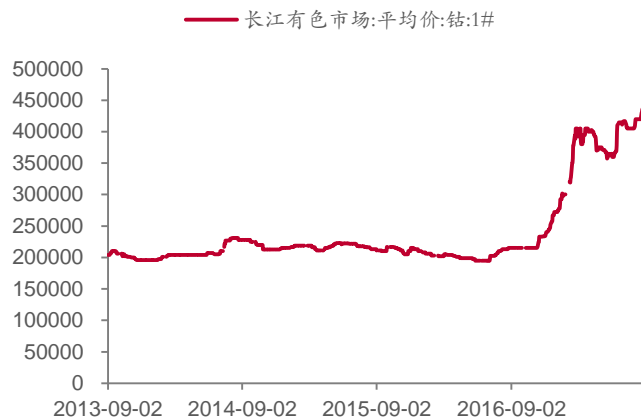
- 国内市场中钴和铁矿石价格也于迅速反弹。截至 9 月初，长江有色市场钴平均现货价为 45 万元/吨，较去年同期增长 109%，价格走势呈大幅上涨趋势，实现翻倍。铁矿石价格自 6 月创低点后也迅速反弹，目前反弹幅度达 51%。

图表 4: 铁矿石期货价格



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 长江有色市场钴价格



来源: Wind, 中泰证券研究所

2. 新签订单增长强劲，业绩稳健增长可持续性高

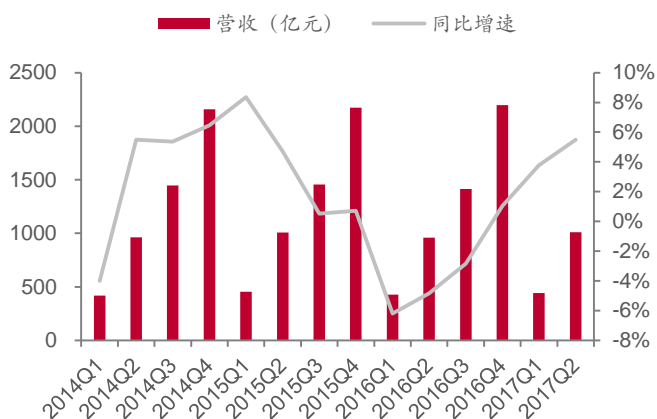
2.1. 上半年经营情况概览：营收增速连续 6 个季度持续回升

2.1.1. 营收增速持续回升，业绩稳健

- 公司 2017 上半年营业收入 1010.85 亿元，同比增长 5.49%，2017Q1-2017Q2 营收增速分别为 -6.18%/-4.83%/-2.83%/1.03%/3.77%/5.49%，营收增速自 2016 年一季度起连续 6 个季度持续回升；上半年

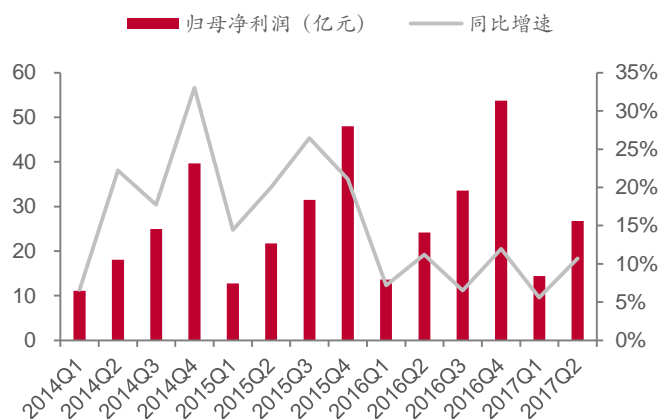
归母净利润 26.75 亿元，同比增长 10.71%，实现稳健增长。

图表 5：公司营收及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

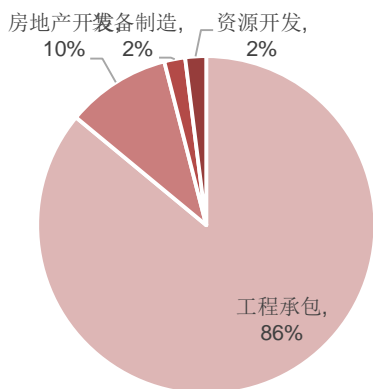
图表 6：公司归母净利润及增速



来源：Wind，中泰证券研究所

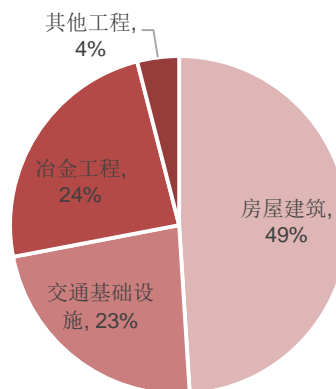
- 公司营收增速的主要贡献方来自于房建和基建的工程承包业务。2017年上半年公司营收 86%来自于工程承包业务，工程承包业务收入同比增长 6.3%；其中工程承包业务中房建/基建/冶金业务占比分别为 49%/23%/24%，二者上半年营收增速分别为 13%/107%/-13%，基建收入实现翻倍增长。

图表 7：公司营收构成



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：公司工程承包业务营收构成

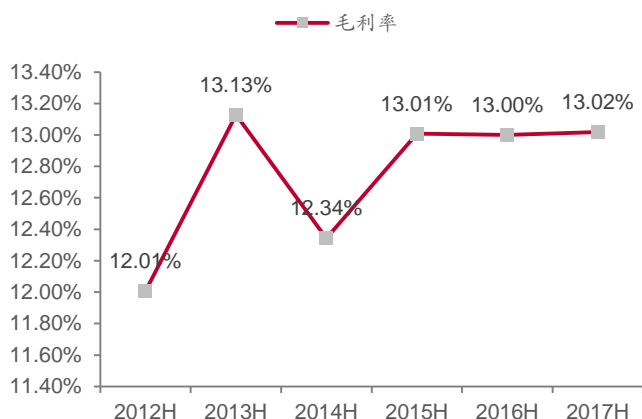


来源：Wind，中泰证券研究所

2.1.2.公司实际可比毛利率提升明显

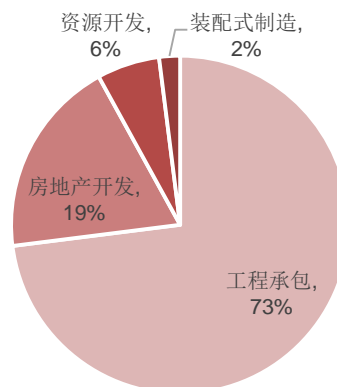
- 上半年公司毛利率 13.02%，较上年同期小幅增加 0.02 个 pct，工程承包业务贡献 73%的毛利。公司上半年营业税金及附加占收入比下降 0.85 个 pct。剔除营改增影响，公司实际可比毛利率得到明显提升。公司上半年毛利率的提升主要由工程承包业务毛利率的提升拉动。在地产毛利率和装配制造毛利率下滑的背景下，工程承包业务毛利率由 10.65%提升至 10.95%，拉动公司整体毛利率的提升。

图表 9：公司历年毛利率情况



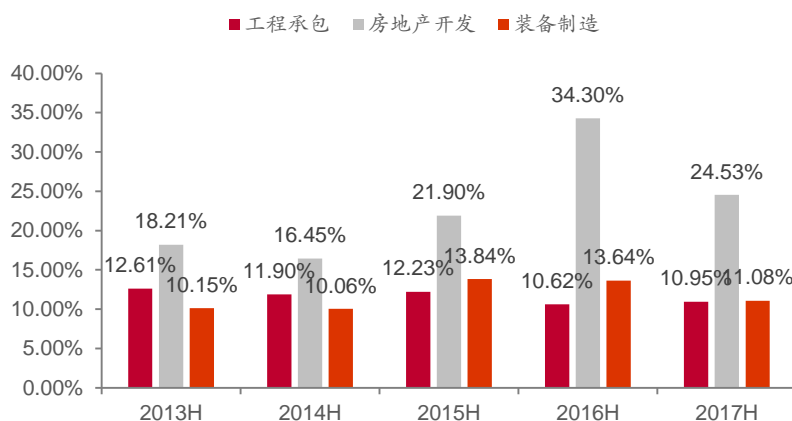
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：公司上半年毛利构成



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：各项子业务毛利率历年走势



来源：Wind，中泰证券研究所

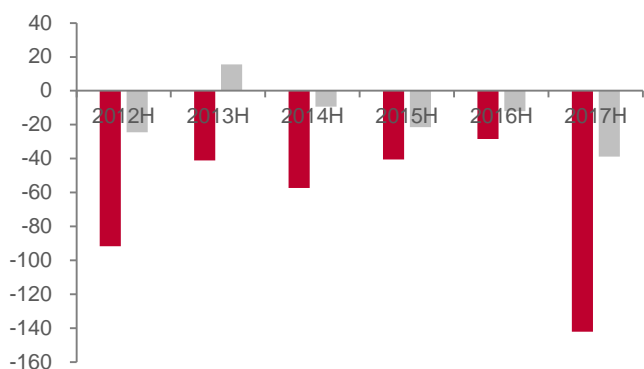
2.1.3. 汇兑损失增加致费用提升

- 三项费用率 6.97%，较上年同期提升 0.31 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.06/+0.01/+0.24 个 pct，财务费用上升主要系公司汇兑损失同比增加较多，上半年汇兑损失 1.22 亿元，去年同期为汇兑收益 1.21 亿元。资产减值损失较上年同期减少 0.62 亿元。投资收益较上年同期减少 3.01 亿元，主要系去年处置长期股权投资产生的投资收益达 4.39 亿元，而今年此类项目较少。净利率上升 0.12 个 pct，为 2.65%。公司经营性现金流净额-142 亿元，去年同期为-28.49 亿元，同比下降 398.35%，主要因公司上半年购置土地，致经营活动现金流同比大幅下降。上半年公司收现比和付现比分别为 106%/123%，较去年同期上升 4.37/14.99 个 pct。

图表 12：公司现金流情况

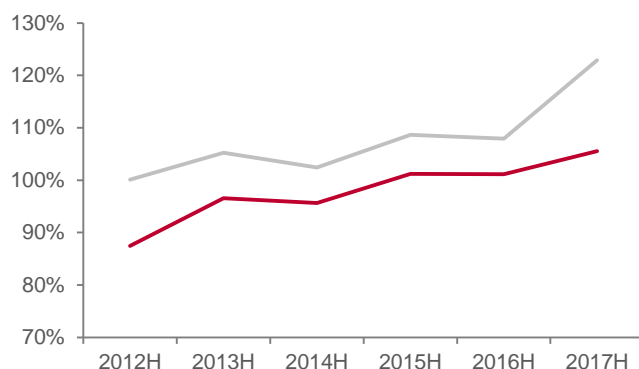
图表 13：公司收现比情况

■ 经营性现金流量净额 (亿元) ■ 投资性现金流量净额 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

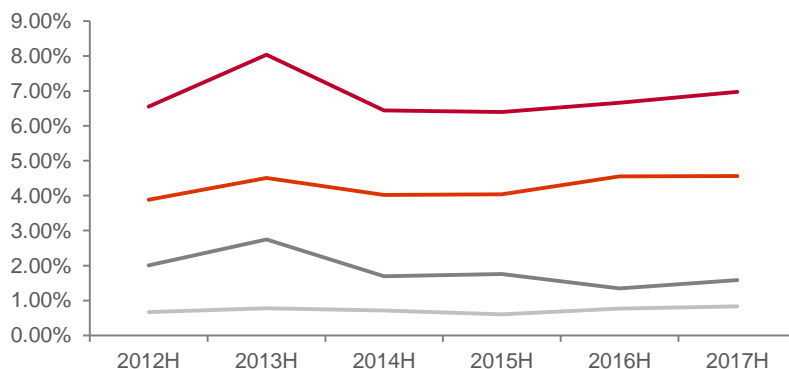
— 收现比 — 付现比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 公司费用率情况

— 期间费用率 — 销售费用率 — 管理费用率 — 财务费用率



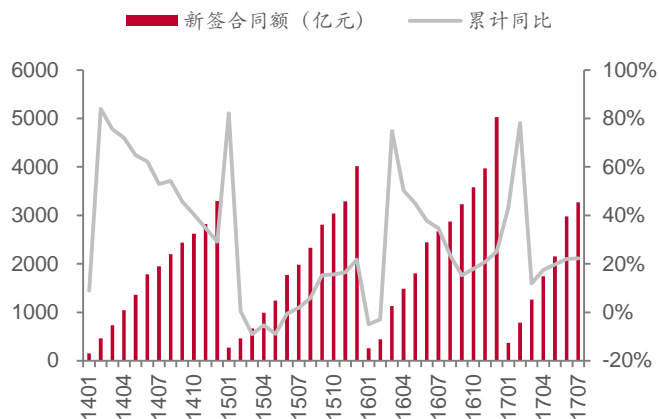
来源: Wind, 中泰证券研究所

2.2. 新签订单连续 5 个月提升, 持续布局新兴产业

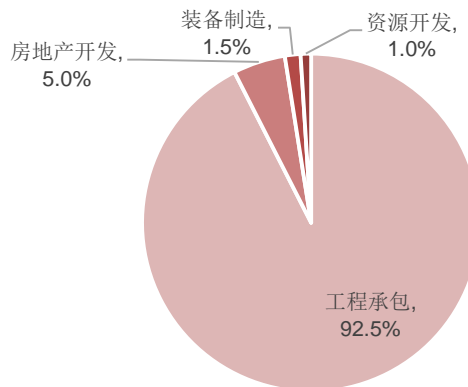
- 公司上半年新签订单总额 2980 亿元, 同比增长 22%, 1-7 月份同比新签订单总额 3267.8 亿元, 增长 22.3%, 继续延续上半年的较快增长增速, 新签订单增速已连续 5 个月持续提升。上半年新签订单按业务板块拆分, 工程承包占比 92.5%, 房地产开发/装备制造/资源开发新签订单分别占比 5%/1.5%/1%。
- 工程承包板块中房建/基建/冶金工程/其他业务 4 大业务领域订单占比分别为 46%/21%/15%/18%, 房建和基建订单订单占据主要比重。值得注意的是, 公司上半年冶金工程订单 407.38 亿元, 同比大幅增长 78.4%。

图表 15: 公司历年新签订单情况

图表 16: 公司上半年新签订单按业务板块分类构成



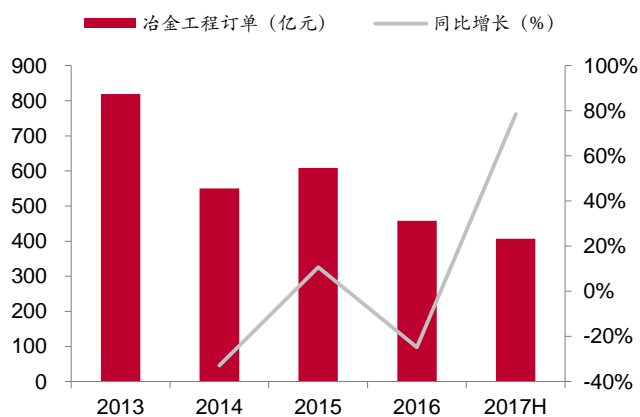
来源: Wind, 中泰证券研究所



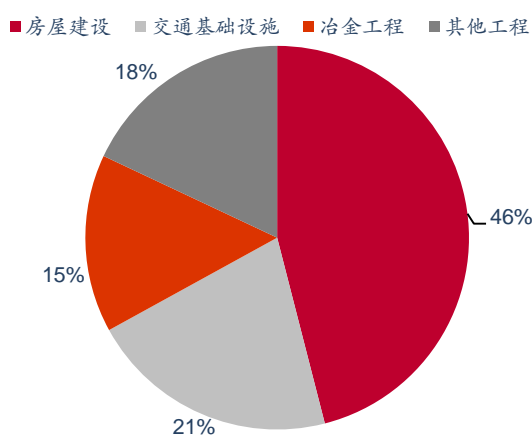
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 公司冶金工程订单增长情况

图表 18: 公司上半年工程承包订单按行业分类构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

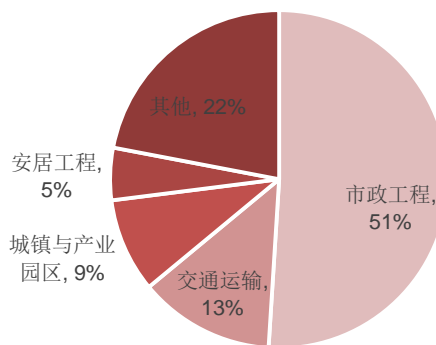
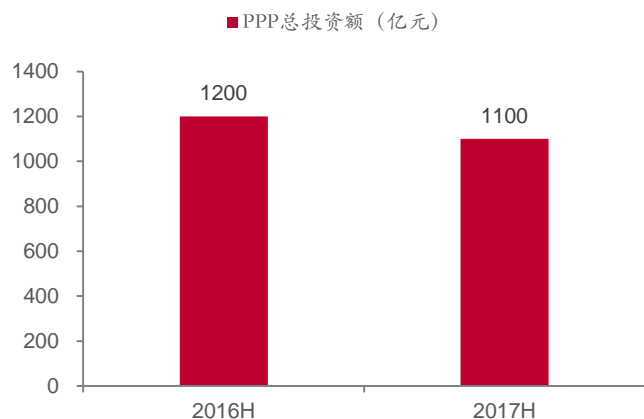


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ **持续推进 PPP 业务, 成为公司新业务增长点。**2017 年上半年, 中国中冶新中标 PPP 项目 56 个, 同比增加 11 个; 总投资 1100 亿元, 投资额与 2016 年上半年基本持平。从行业分布情况来看, 主要包括道路、产业园区及其基础设施建设、综合管廊、棚改保障房类、公建类及生态建设项目。

图表 19: 公司 PPP 总投资额

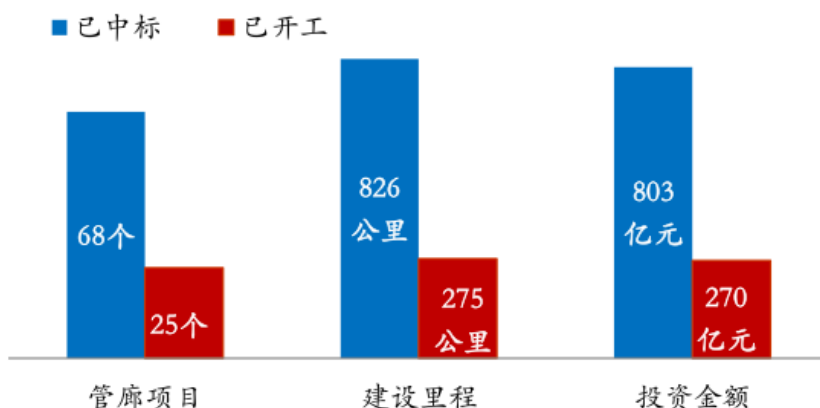
图表 20: 公司 PPP 项目行业分布图



来源：公司公告，中泰证券研究所

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 持续布局新兴产业，是中国地下管廊的奠基人。**作为国内最早的地下综合管廊建设者，公司依托管廊技术研究院的科研实力，抓住机遇，打造“中冶管廊”品牌。公司具备项目全过程、全产业链专业集成综合能力和整体优势。2017年5月，公司在河北衡水成功举办2017中国城市钢制综合管廊新技术应用推广会，发布了国内首创的装配式波纹钢制管廊新产品，极大地丰富了综合管廊的新材料应用，解决了普通钢材产能过剩问题，提高了钢结构产品在建筑中的应用和城市建设水平。报告期内，公司新中标郑州、昆明、孝感等一批极具社会影响力的综合管廊项目，在国内管廊市场中继续保持领跑地位。
- 基本建设主力军、新兴产业建设领跑者。**除地下管廊领域外，公司还全方位布局特色小镇、海绵城市、美丽乡村与智慧城市、康养、水环境治理等领域，持续优化公司的产品结构，提升了公司品牌影响力，增强抵御市场风险的能力。

图表 21：公司地下管廊投资建设情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

3. 资源矿产储备丰富，有望受益本轮资源商品价格上涨

3.1. 上半年资源开发业务亮眼，毛利率上升 29 个 pct

- 2017年上半年，在国内外有色金属市场价格总体表现良好的背景下，随着公司下属巴新瑞木镍钴矿项目的达产达标，公司境外资源开发业务营业收入较去年同期同比大幅增长 36.6%。同时毛利率同比增加 29.43 个 pct。上半年资源开发业务净利润小幅亏损 4389 万元，与去年同期亏损 5.87 亿元相比大幅减亏，全年有望扭亏为盈。

图表 22：上半年资源开发业务总体经营情况

	2017 年上半年	占总额比例	2016 年上半年	同比增长
分部营业收入	25.07	2.44%	18.34	36.60%

毛利率	28.60%	-	-0.83%	增加 29.43 个 pct
-----	--------	---	--------	----------------

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2.资源矿产储备丰富且种类较多，经营状况大幅改善

- 巴新瑞木镍钴矿项目营收上半年实现翻倍增长，利润大幅减亏。**2017年上半年，该项目累计生产氢氧化镍钴含镍 16,955 吨、含钴 1,623 吨，销售氢氧化镍钴含镍 15,861 吨、含钴 1,528 吨。其中 2017 年 5 月份的单月产量 3,068 吨，达到了设计产能的 114.5%。上半年累计实现营业收入 98,249 万元，较去年同期增加 107.7%，累计实现利润总额-18,292 万元，较去年同期减亏 71.5%。较去年同期营业收入的提升和亏损的下降主要得益于产量销量的提升和钴价的大幅上涨。为努力实现项目进一步减亏，克服当前镍价低迷的状况，该项目按照稳定超产 10%的工作方案，正在实施技术改造，预计本年末可以实现产量的进一步增加。
- 巴基斯坦山达克铜金矿项目盈利大幅改善。**2017年上半年，该项目累计生产粗铜 5,935 吨，销售粗铜 6,633 吨，累计实现营业收入 40,782 万元，较去年同期增加 44.01%，累计实现利润总额 8,423 万元，较去年同期增加 94.09%。
- 巴基斯坦杜达铅锌矿项目经营良好。**2017年上半年，该项目上部系统累计生产铅精矿 2,526 吨、锌精矿 19,311 吨，销售铅精矿 2,516 吨、锌精矿 18,568 吨，累计实现销售收入 14,028 万元，利润总额 2,715 万元。
- 洛阳多晶硅项目盈利大幅增长。**2017年上半年，洛阳中硅高科技有限公司累计生产多晶硅 8,850 吨，销售多晶硅 9,103 吨，累计实现营业收入 95,767 万元，同比减少 8.01%，累计实现利润 18,425 万元，同比增加 168.57%。

图表 23：公司矿产资源储备情况表

项目	持股比例	资源量 (亿吨)	品位	产能	2016 年产量	2017H1 产量
巴基斯坦山达克铜金矿	100%	0.51	铜平均品位 0.47%，金平均品位 0.46 克/吨	矿石开采能力 430 万吨；铜精矿选矿能力 7 万吨；粗铜及合金粗铜冶炼能力 3.5 万吨	粗铜 14136 吨	粗铜 5935 吨
阿根廷希拉格兰德铁矿	70%	2.66	赤铁矿平均品位 54.8%，磁铁平均品位 57.3%	采矿能力 360 万吨；铁精矿生产能力 120 万吨	铁精粉 15.65 万吨	停产
巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿	52%	1.43	镍平均品位 1.01%，钴平均品位 0.10%	采矿能力 340 万吨	镍 22234 吨、钴 2187 吨	镍 16955 吨、钴 1623 吨
阿富汗艾娜克铜矿	75%	6.67	铜平均品位 1.85%	电解铜生产能力 22 万吨、铜精矿含铜生产能力 10 万吨、硫酸 30 万吨	谈判过程	谈判过程

巴基斯坦杜达铅锌矿	41%	0.11	锌平均品位 9.9%，铅平均品位 3.4%	采矿能力 66 万吨；锌精矿选矿能力 9.72 万吨、铅精矿选矿能力 2.2 万吨	锌精矿 15403 吨、铅精矿 1994 吨	铅精矿 2526 吨、锌精矿 19311 吨
澳大利亚兰伯特角铁矿	100%	19.15	磁铁平均品位 30.7%	铁矿生产能力 1500 万吨	准备阶段	准备阶段

来源：公司公告，中泰证券研究所

4. 中冶集团与五矿集团战略重组形成产业协同，国改基金认购定增助力公司发展

4.1. 中冶集团与五矿集团战略重组，主业形成产业协同

- 2015 年 12 月 8 日，经报国务院批准，中国冶金科工集团有限公司整体并入中国五矿集团公司，成为其全资子公司。中冶集团不再作为国资委直接监管企业。目前整合重组工作正在有序推进，预计在 17 年年底之前管理整合基本完成，而未来 2 年内可能在业务融合上进行进一步的整合，最终实现整体完全的融合。目前五矿集团通过中冶集团间接持股公司 59.18% 股权，中国五矿也借此资产规模超过 8000 亿元，成为国际矿业巨头之一。2016 年，中国五矿实现营业收入 4355 亿元，世界 500 强排名第 120 位，其中在金属行业中排名第一。
- 中国五矿金属矿产资源储量丰富，境外矿山遍及亚洲、澳洲、南美和非洲等地，在国内外拥有一批世界级优质矿山，铜、锌、镍等资源量进入世界第一梯队，钨、锑、铋资源量位居全球第一；在冶金工业建设领域，公司积累了贯穿各环节的核心技术优势和设计施工能力，承担了中国大中型钢铁企业超过 90% 的设计施工任务和全球 60% 冶金建设任务，是冶金建设的绝对龙头；公司是全球最大的钨资源生产商，硬质合金产量全球第一；公司拥有遍布全球的贸易流通网络，全球采购、全球营销，金属矿产品流通规模稳居国内第一。

图表 24：中国五矿组织架构



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 中国五矿主要业务含有色金属、黑色金属、金融服务、房地产、科研、勘察、海外等业务。而中国中冶主营中含冶金工程、房屋建筑。因此预计中国中冶和中国五矿在未来实现完全整合后可在有色金属和黑色金属冶炼方面、工程承包方面、以及房地产方面实现主业协同。

4.2.五矿集团列入国企改革试点，国改基金认购定增助力公司发展

- 2016年7月14日，国资委公布包括五矿集团在内的十项改革试点第二批名单，中国五矿被列入国有资本投资公司试点。随着改革的推进，未来有望不断完善国资监管运行方式，以及探索市场化经营机制。随着未来国资运行效率的提升，公司有望充分受益国改。
- 国改基金首单落户中国中冶，有望助力公司发展。2017年1月11日公司公告，中国国有企业结构调整基金股份有限公司出资9558万元认购公司非公开发行2476万股，锁定期12个月。这是该基金成立后首次投向A股上市公司。
- 中国国有企业结构调整基金（国改基金）系国务院国资委去年设立的两大国企改革基金之一。基金于2016年9月26日成立于北京，基金总规模为人民币3500亿元，首期募集资金1310亿元，是目前国内规模最大的私募股权投资基金。受国务院国资委委托，由中央企业国有资本运营

公司试点企业中国诚通控股集团有限公司牵头，携手中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商局集团有限公司等公司共同发起。基金主要目的是为国企改革提供启动资金，推进国家供给侧改革的实施。公司获国改基金首单投资，值得充分关注。

5. 投资建议

- 我们预测 17/18/19 年公司归母净利为 63.2/71.3/80.0 亿元，EPS0.30/0.34/0.39 元，当前股价对应 PE 分别为 16.7/14.8/13.2 倍，考虑到公司估值较低盈利稳健，房建、基建与冶金工程业务放量，资源开发类业务大幅好转，给予目标价 6.0 元（对应 17 年 20 倍 PE），买入评级。

图表 25：建筑央企估值情况表

股票简称	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）		PB（倍）
		2017E	2018E	2017E	2018E	
中国建筑	9.80	1.13	1.28	8.67	7.66	1.59
中国铁建	12.36	1.16	1.3	10.66	9.51	1.24
葛洲坝	10.54	0.89	1.07	11.84	9.85	1.23
中国中铁	8.77	0.61	0.68	14.38	12.90	1.36
中国交建	15.78	1.16	1.31	13.60	12.05	1.66
中国化学	7.33	0.52	0.62	14.10	11.82	1.30
中国中冶	5.08	0.30	0.34	16.93	14.94	1.38
中国电建	8.12	0.52	0.6	15.62	13.53	1.68

来源：Wind，中泰证券研究所（股价取 2017 年 9 月 1 日收盘价）

6. 风险提示

- **大宗商品价格波动加剧风险。**2016 年下半年以来全球资源品价格上涨趋势强劲，铜、铅、锌等有色金属价格较底部出现大幅抬升。但 2017 年上半年铜、铅、锌等都呈现先涨后跌的态势，2017 年 6 月 14 日美联储宣布本年度第二次加息后，又出现一波快速反弹上涨。可以看出大宗商品价格波动幅度大，如后续价格出现连续大幅下跌，可能会对公司资源开发业务造成较大负面影响，拖累整体业绩。
- **订单向收入转化不及预期风险。**施工进度可能会受到业主资金情况、融资进度、天气等诸多因素影响，可能会出现项目施工进度延缓，收入确认不达预期的情况。
- **PPP 项目落地不达预期风险。**PPP 项目前期准备工作时间较长、程序复杂，进入执行阶段的时间具有不确定性。此外相关政策的变化、外部融资环境的变化也都会对 PPP 项目落地产生影响。当前公司 PPP 业务占收入比重不断提高，有望成为拉动公司业绩的重要增长点。如 PPP 项目进入执行阶段进度低于预期，则可能会造成公司整体业绩增长不达预期。

- **国企改革进度不达预期风险。**中冶集团与五矿集团战略重组正在执行中，如整合进度或效果不达预期可能会对上市公司业绩造成影响。此外五矿集团被列入国企改革试点、国改基金认购公司定增等事项对公司影响还无法具体评估，可能存在相关改革措施效果不达预期的情况。

图表 26: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	217,324.0	219,557.6	238,354.7	255,316.5	268,067.5	成长性					
减: 营业成本	188,817.4	191,369.8	208,000.9	222,915.8	233,422.4	营业收入增长率	0.7%	1.0%	8.6%	7.1%	5.0%
营业税费	5,597.2	3,288.1	2,860.3	2,042.5	1,662.0	营业利润增长率	12.3%	17.8%	14.2%	15.3%	16.0%
销售费用	1,512.2	1,665.3	1,811.5	1,914.9	2,027.0	净利润增长率	21.1%	12.0%	17.5%	12.9%	12.2%
管理费用	10,067.1	10,425.2	11,321.8	12,076.5	12,713.8	EBITDA增长率	-8.6%	6.4%	16.8%	11.2%	9.6%
财务费用	2,526.6	2,228.7	3,280.4	3,648.0	3,701.3	EBIT增长率	-9.1%	8.9%	22.2%	14.1%	11.9%
资产减值损失	4,569.5	4,023.1	3,963.7	4,185.4	4,057.4	NOPLAT增长率	-2.7%	22.8%	17.4%	14.1%	11.9%
加: 公允价值变动收益	-30.4	-3.2	469.5	156.7	-260.9	投资资本增长率	7.8%	16.6%	5.6%	-3.3%	-0.8%
投资和汇兑收益	1,735.2	440.1	400.0	520.0	460.0	净资产增长率	22.6%	16.8%	-6.5%	7.9%	8.3%
营业利润	5,938.8	6,994.3	7,985.6	9,210.1	10,682.7	利润率					
加: 营业外净收支	1,204.4	653.5	1,091.0	983.0	909.1	毛利率	13.1%	12.8%	12.7%	12.7%	12.9%
利润总额	7,143.1	7,647.8	9,076.6	10,193.0	11,591.9	营业利润率	2.7%	3.2%	3.4%	3.6%	4.0%
减: 所得税	2,194.4	1,678.1	2,269.1	2,548.3	2,898.0	净利润率	2.2%	2.4%	2.7%	2.8%	3.0%
净利润	4,801.6	5,375.9	6,317.5	7,132.1	8,002.8	EBITDA/营业收入	5.3%	5.6%	6.0%	6.2%	6.5%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	3.9%	4.2%	4.7%	5.0%	5.4%
货币资金	33,730.7	44,863.4	35,753.2	38,297.5	40,210.1	运营效率					
交易性金融资产	1,410.0	1.0	470.5	627.2	366.3	固定资产周转天数	52	49	43	37	32
应收账款	92,719.9	100,954.6	95,025.9	117,737.8	102,673.3	流动营业资本周转天数	73	91	101	100	96
应收票据	11,360.7	16,027.0	9,460.7	18,612.0	11,914.1	流动资产周转天数	433	474	448	444	443
预付账款	13,698.5	13,421.1	19,139.0	14,910.8	20,180.2	应收账款周转天数	139	159	148	150	148
存货	115,305.2	122,191.1	124,368.9	143,180.2	138,999.3	存货周转天数	184	195	186	189	189
其他流动资产	7,333.8	5,316.4	5,951.6	6,200.6	5,822.9	总资产周转天数	555	591	558	541	531
可供出售金融资产	1,680.2	2,665.6	1,996.3	2,114.0	2,258.6	投资资本周转天数	149	166	169	160	149
持有至到期投资	0.0	-	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
长期股权投资	3,915.0	5,163.5	5,163.5	5,163.5	5,163.5	ROE	7.9%	7.6%	9.8%	10.1%	10.4%
投资性房地产	2,170.3	2,486.6	2,486.6	2,486.6	2,486.6	ROA	1.4%	1.6%	1.9%	1.9%	2.3%
固定资产	30,154.2	30,037.8	27,422.0	24,806.3	22,190.5	ROIC	6.8%	7.7%	7.7%	8.4%	9.7%
在建工程	3,578.9	3,653.2	3,653.2	3,653.2	3,653.2	费用率					
无形资产	14,527.3	14,416.9	14,053.0	13,689.1	13,325.2	销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	12,178.1	16,293.6	16,528.2	14,871.4	15,733.4	管理费用率	4.6%	4.7%	4.8%	4.7%	4.7%
资产总额	343,762.8	377,491.6	361,472.6	406,350.1	384,977.1	财务费用率	1.2%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%
短期债务	36,798.2	49,740.4	53,358.3	47,126.4	41,463.5	三费/营业收入	6.5%	6.5%	6.9%	6.9%	6.9%
应付账款	109,708.4	130,680.4	103,421.5	144,330.8	127,454.5	偿债能力					
应付票据	15,641.6	17,638.3	11,664.7	22,527.7	13,899.4	资产负债率	79.3%	78.0%	78.5%	79.4%	76.4%
其他流动负债	73,326.4	57,964.2	75,263.9	71,456.7	74,524.7	负债权益比	383.1%	354.2%	365.3%	384.8%	324.0%
长期借款	19,259.9	25,038.8	20,000.0	20,000.0	20,000.0	流动比率	1.17	1.18	1.19	1.19	1.24
其他非流动负债	17,873.2	13,321.7	20,084.9	17,093.3	16,833.3	速动比率	0.68	0.71	0.68	0.69	0.70
负债总额	272,607.8	294,383.9	283,793.3	322,534.9	294,175.5	利息保障倍数	3.35	4.14	3.43	3.52	3.89
少数股东权益	10,597.4	12,554.6	13,020.1	13,524.2	14,200.0	分红指标					
股本	19,110.0	20,723.6	20,723.6	20,723.6	20,723.6	DPS(元)	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09
留存收益	31,357.8	39,742.9	43,935.6	49,567.4	55,878.0	分红比率	21.9%	23.1%	23.0%	22.7%	23.0%
股东权益	71,155.0	83,107.7	77,679.3	83,815.2	90,801.6	股息收益率	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.7%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,948.7	5,969.6	6,317.5	7,132.1	8,002.8	EPS(元)	0.23	0.26	0.30	0.34	0.39
加: 折旧和摊销	3,067.6	3,053.3	2,979.6	2,979.6	2,979.6	BVPS(元)	2.92	3.40	3.12	3.39	3.70
资产减值准备	4,569.5	4,023.1	-	-	-	PE(X)	21.9	19.6	16.7	14.8	13.2
公允价值变动损失	30.4	3.2	469.5	156.7	-260.9	PB(X)	1.7	1.5	1.6	1.5	1.4
财务费用	3,670.6	2,764.6	3,280.4	3,648.0	3,701.3	P/FCF	-8.0	20.0	25.4	46.2	33.9
投资收益	24.8	-410.4	-400.0	-520.0	-460.0	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	147.2	593.8	489.9	512.7	691.2	EV/EBITDA	12.9	11.1	10.9	9.2	8.0
营运资金的变动	8,508.2	-21,102.2	-9,177.7	2,450.1	-2,937.7	CAGR(%)	15.6%	13.4%	16.2%	15.6%	13.4%
经营活动产生现金	15,357.4	18,558.5	3,959.2	16,359.2	11,716.1	PEG	1.4	1.5	1.0	0.9	1.0
投资活动产生现金	-5,602.6	-3,192.0	-1,346.8	-29.4	1,408.5	ROIC/WACC	0.9	1.0	1.0	1.1	1.3
融资活动产生现金	-9,719.4	-5,597.9	-11,722.6	-13,785.5	-11,212.0	REP	1.8	1.2	1.3	1.2	1.0

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。