

中国中冶 (601618)

出表 PPP 项目收入快速增长，资源板块增利明显

公司近期公布 2017 年年报，公司全年实现营收 2440 亿元，同增 11.13%；实现归母净利润 60.61 亿元，同增 12.74%，我们点评如下：

PPP 项目订单快速增长，基建类大项目增速快

2017 年公司新签订单总额增至 6049.01 亿元，同增 20.4%，累计新签合同金额为同期营收的 2.48 倍。大项目增速快于总体订单增速，5000 万元以上新签工程承包项目中新签冶金工程合同额 640.9 亿元，同增 119%，增速迅猛，基建工程新签合同额 1365.9 亿元，同增 30%，房屋建设新签合同额 2447.4 亿元，同增 12%。2017 年公司新中标 PPP 项目 143 个，项目总投资 2724 亿元，同比增长 7.3%。预计未来 PPP 项目和海外新签额将继续增长。

PPP 相关收入多由出表项目贡献，资源开发毛利率提升显著

公司 17 年营业收入 2440 亿元，同增 11.13%，四季度单季收入快速增长，增速为 19.06%。其中工程承包收入 2086.13 亿元，同增 11.8%，占全年收入的 85.49%，资源开发业务收入 56.65 亿元，同增 49.5%。2017 年在新建 PPP 项目合同 149 个，营业收入 282 亿元，占营收 11.56%，较 2016 年的 94 亿快速增长；2017 年与 PPP 出表相关的联营企业和合营企业数量约有 150 个，2016 年为 50 家左右，同比大幅增加，向关联方提供工程劳务约 239 亿，说明公司 PPP 收入多由出表项目贡献。公司 2018 年经营计划营收 2580 亿元，较今年同比增长 5.74%。

2017 年度的同口径毛利率为 12.23%，较去年提高 0.89 个百分点。其中工程承包毛利率微增 0.1%，房地产开发和装备制造分别降低 2.41 和 1.68 个百分点，资源开发板块毛利率大幅提升 17.06 个百分点，主要是由于多晶硅和镍价企稳回升，预计 PPP 项目和资源开发板块高毛利将带动总体毛利率不断提升。

研发开展增加带动管理费用率提升，现金流保持稳定

公司 2017 年期间费用率 7.38%，较去年提高 0.85 个百分点。其中，销售费用率 0.80%，基本持平；财务费用率 1.24%，较去年上升 0.22 个百分点；管理费用率 5.34%，较去年上升 0.59 个百分点，主因公司研究开发费用的增加。17 年资产减值损失减少 1.2 亿元，主因坏账损失大幅降低。综合起来，全年实现归母净利润 60.61 亿元，同比增长 12.74%，略高于收入增速。公司 17 年付现比 0.90，收现比 0.97，基本保持不变。经营活动净现金流 184.2 亿元，同比微降 0.76%，基本保持稳定。

投资建议

公司新签合同金额稳步提升，其中 PPP 订单提升迅速，收入增长显著；受益于大宗商品价格上涨，资源开发板块毛利率大幅提升，并有望维持。我们小幅上调 2018-2020 年 EPS 至 0.33、0.36 元（原为 0.33、0.35 元/股），对应 PE 为 12、11、10 倍。去年 10 月以来行业受投资行为影响估值持续下行，我们相应下调公司目标价，由 6.6 下调至 4.7 元，维持“买入”评级。

风险提示：PPP 项目落地不及预期；大宗商品价格波动的风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	219,557.58	243,999.86	263,067.11	283,872.18	307,860.74
增长率(%)	1.03	11.13	7.81	7.91	8.45
EBITDA(百万元)	12,198.93	14,415.32	14,759.66	16,603.09	18,019.35
净利润(百万元)	5,375.86	6,061.49	6,771.48	7,416.22	8,035.53
增长率(%)	11.96	12.75	11.71	9.52	8.35
EPS(元/股)	0.26	0.29	0.33	0.36	0.39
市盈率(P/E)	14.65	12.99	11.63	10.62	9.80
市净率(P/B)	1.12	0.95	1.10	1.00	0.91
市销率(P/S)	0.36	0.32	0.30	0.28	0.26
EV/EBITDA	11.08	8.42	11.05	7.09	9.32

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	3.80 元
目标价格	4.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	17,852.62
流通 A 股股本(百万股)	17,852.62
A 股总市值(百万元)	67,839.95
流通 A 股市值(百万元)	67,839.95
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	76.52
一年内最高/最低(元)	5.79/3.63

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

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



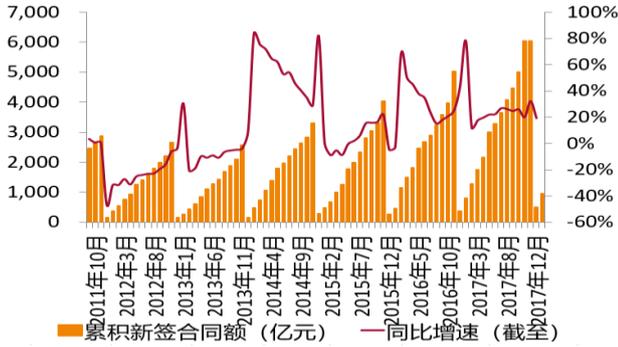
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国中冶-公司点评:新签合同情况良好，持续受益国企改革和资源商品价格上涨》 2017-10-15
- 《中国中冶-半年报点评:基建业务推进加速，资源板块成为公司另一亮点》 2017-09-03
- 《中国中冶-公司点评:新签合同额增速提升，PPP 项目数量、占比持续增加》 2017-07-17

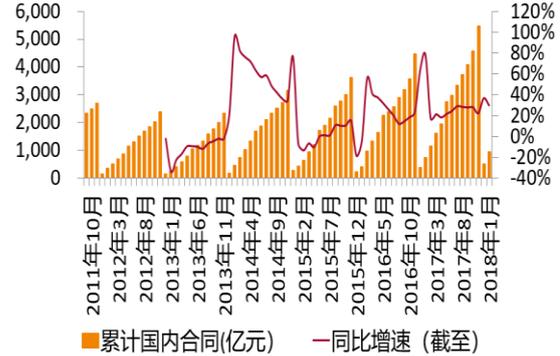


图 1：累计新签合同额



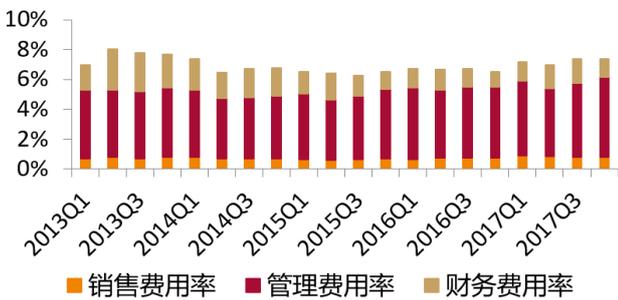
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：国内累计新签合同额



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：期间费用率



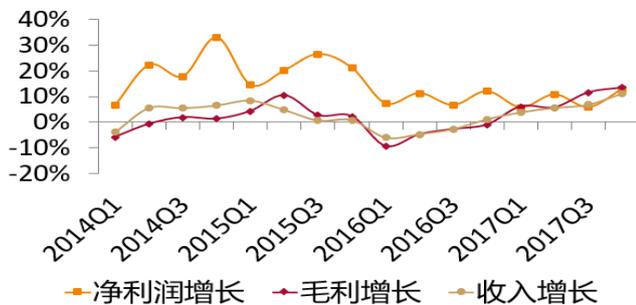
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：资产负债率



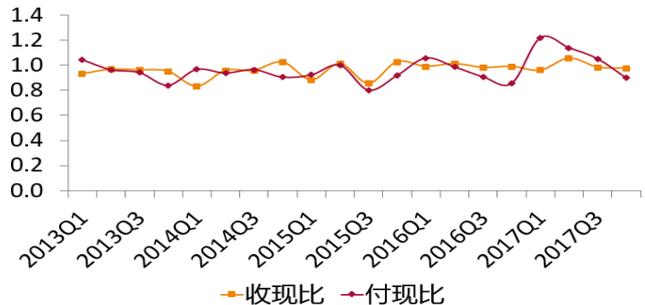
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：成长能力



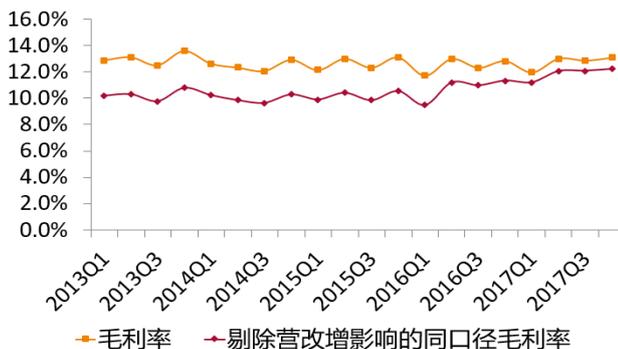
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：收现比/付现比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：毛利率情况



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：单季度营业收入（亿）及增长率



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	44,863.39	43,593.62	39,460.07	42,580.83	46,179.11
应收账款	100,954.60	114,824.24	121,936.16	138,280.01	149,056.69
预付账款	13,421.06	19,230.01	15,473.30	21,241.44	19,117.65
存货	122,191.10	118,292.88	173,642.49	147,637.55	207,117.48
其他	21,344.40	26,388.20	18,010.85	31,548.31	21,871.59
流动资产合计	302,774.54	322,328.95	368,522.86	381,288.13	443,342.51
长期股权投资	5,163.49	8,916.07	8,916.07	8,916.07	8,916.07
固定资产	30,037.76	28,603.50	28,416.80	28,022.41	27,760.40
在建工程	3,653.17	2,826.22	1,737.73	1,084.64	650.78
无形资产	14,416.86	15,419.18	15,071.52	14,722.57	14,372.33
其他	21,445.80	36,471.26	36,758.55	37,056.19	37,360.05
非流动资产合计	74,717.07	92,236.23	90,900.66	89,801.86	89,059.63
资产总计	377,491.60	414,565.17	459,423.52	471,090.00	532,402.14
短期借款	49,740.44	39,425.86	91,134.28	79,195.35	122,880.87
应付账款	130,680.43	142,721.98	153,802.10	173,758.04	188,622.61
其他	75,602.50	97,987.35	83,104.84	109,601.06	93,784.86
流动负债合计	256,023.38	280,135.18	328,041.22	362,554.45	405,288.34
长期借款	25,038.82	23,470.74	31,001.62	0.00	9,771.07
应付债券	6,654.00	7,086.68	7,086.68	7,086.68	7,086.68
其他	6,667.70	6,552.09	6,552.09	6,552.09	6,552.09
非流动负债合计	38,360.52	37,109.51	44,640.39	13,638.77	23,409.84
负债合计	294,383.90	317,244.69	372,681.61	376,193.21	428,698.18
少数股东权益	12,554.63	14,820.65	15,372.61	16,111.27	16,882.91
股本	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62
资本公积	22,438.34	22,527.67	22,527.67	22,527.67	22,527.67
留存收益	39,742.90	43,874.20	50,645.68	58,061.90	66,097.43
其他	(12,351.79)	(4,625.66)	(22,527.67)	(22,527.67)	(22,527.67)
股东权益合计	83,107.70	97,320.48	86,741.91	94,896.79	103,703.96
负债和股东权益总	377,491.60	414,565.17	459,423.52	471,090.00	532,402.14

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	5,969.65	6,711.85	6,771.48	7,416.22	8,035.53
折旧摊销	3,053.34	2,995.47	1,968.77	2,031.99	2,105.44
财务费用	2,764.61	3,303.25	3,682.91	4,178.08	4,601.24
投资损失	(410.39)	(548.87)	(908.03)	(632.32)	(1,300.00)
营运资金变动	(21,102.18)	(9,041.78)	(53,673.67)	36,598.05	(59,246.45)
其它	28,283.52	14,997.92	921.35	442.26	846.11
经营活动现金流	18,558.55	18,417.85	(41,237.20)	50,034.29	(44,958.14)
资本支出	4,299.49	5,511.78	320.00	620.00	1,050.00
长期投资	1,248.46	3,752.58	0.00	0.00	0.00
其他	(8,739.92)	(27,546.33)	(870.75)	(414.89)	(1,348.93)
投资活动现金流	(3,191.97)	(18,281.96)	(550.75)	205.11	(298.93)
债权融资	95,873.51	88,407.18	147,646.48	104,705.93	158,162.53
股权融资	4,770.73	5,941.83	(20,527.83)	(3,121.00)	(3,544.15)
其他	(106,242.17)	(96,449.34)	(89,464.26)	(148,703.57)	(105,763.01)
筹资活动现金流	(5,597.93)	(2,100.34)	37,654.39	(47,118.64)	48,855.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9,768.65	(1,964.45)	(4,133.56)	3,120.76	3,598.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	219,557.58	243,999.86	263,067.11	283,872.18	307,860.74
营业成本	191,369.84	212,052.31	228,471.16	246,086.84	266,066.27
营业税金及附加	3,288.12	2,109.02	2,367.60	2,554.85	2,770.75
营业费用	1,665.26	1,961.29	2,288.68	1,703.23	1,847.16
管理费用	10,425.17	13,017.91	14,126.70	14,562.64	17,671.21
财务费用	2,228.71	3,020.03	3,682.91	4,178.08	4,601.24
资产减值损失	4,023.06	3,908.63	4,299.49	4,729.44	4,965.91
公允价值变动收益	(3.22)	0.22	369.38	(296.39)	74.47
投资净收益	440.05	548.87	908.03	632.32	1,300.00
其他	(873.68)	(1,397.53)	(2,554.82)	(671.85)	(2,748.93)
营业利润	6,994.26	8,779.12	9,107.98	10,393.02	11,312.67
营业外收入	1,306.71	438.64	1,040.39	928.58	802.53
营业外支出	653.20	243.07	355.90	417.39	338.79
利润总额	7,647.77	8,974.69	9,792.46	10,904.20	11,776.42
所得税	1,678.12	2,262.83	2,469.02	2,749.33	2,969.25
净利润	5,969.65	6,711.85	7,323.44	8,154.87	8,807.17
少数股东损益	593.79	650.37	551.96	738.66	771.64
归属于母公司净利润	5,375.86	6,061.49	6,771.48	7,416.22	8,035.53
每股收益(元)	0.26	0.29	0.33	0.36	0.39

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1.03%	11.13%	7.81%	7.91%	8.45%
营业利润	17.77%	25.52%	3.75%	14.11%	8.85%
归属于母公司净利润	11.96%	12.75%	11.71%	9.52%	8.35%
获利能力					
毛利率	12.84%	13.09%	13.15%	13.31%	13.58%
净利率	2.45%	2.48%	2.57%	2.61%	2.61%
ROE	7.62%	7.35%	9.49%	9.41%	9.26%
ROIC	7.69%	8.08%	9.24%	7.00%	10.11%
偿债能力					
资产负债率	77.98%	76.52%	81.12%	79.86%	80.52%
净负债率	190.66%	157.88%	213.56%	195.55%	220.73%
流动比率	1.18	1.15	1.12	1.05	1.09
速动比率	0.71	0.73	0.59	0.64	0.58
营运能力					
应收账款周转率	2.27	2.26	2.22	2.18	2.14
存货周转率	1.85	2.03	1.80	1.77	1.74
总资产周转率	0.61	0.62	0.60	0.61	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.29	0.33	0.36	0.39
每股经营现金流	0.90	0.89	-1.99	2.41	-2.17
每股净资产	3.40	3.98	3.44	3.80	4.19
估值比率					
市盈率	14.65	12.99	11.63	10.62	9.80
市净率	1.12	0.95	1.10	1.00	0.91
EV/EBITDA	11.08	8.42	11.05	7.09	9.32
EV/EBIT	14.66	10.55	12.75	8.08	10.55

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