

## 营收增速亮眼，多元化布局初现成效

### ——中国中冶 (601618.SH) 2018 年度报告点评

公司简报

◆事件：中国中冶发布 2018 年度报告，公司全年实现营业收入 2,895.3 亿元，YoY +18.7%，实现归属于上市公司股东净利润 63.7 亿元，YoY +5.1%；4Q18 公司实现营业收入 1,083.2 亿元，YoY +16.2%，实现归母净利润 26.1 亿元，YoY +3.7%。盈利基本符合市场和我们预期。

◆营收增速亮眼，盈利能力略有下滑：公司 18 年营收增速 18.7%（较 17 年+7.6 pcts），其中传统业务工程承包收入增速 23.8%（占比 89.2%，增速较 17 年+12.6pcts）；工程承包业务中冶金工程/房建/交建收入 YoY 分别为 34.8%/14.8%/23.2%，较 17 年+34.0/+8.4/-14.5pcts。公司 2018 年全年毛利率 12.6%，较 17 年降低 0.5pct，源于毛利率较低工程承包业务收入占比提升及原材料成本上涨。受“三供一业”分离移交费用的影响，2018 年营业外支出 7.6 亿元，YoY +211.6%，拖累全年归母净利率降低 0.2pct 至 2.6%，预计公司未来盈利能力将边际企稳。

◆订单增长稳健，多元化布局初现成效：18 年全年公司累计新签合同额 6,657.4 亿元，YoY +10.1%，增速较 17 年明显放缓（降低 10.3 pcts）。新签合同以工程承包合同为主（18 年占比 94.4%），其中冶金工程/房建/交建新签合同金额增速分别 49.1%/17.8%/7.2%，分别较 17 年变动-69.9/+5.1/-22.8pcts。公司 2014-2018 年新签订单金额 Cagr 为 19.2%，大幅领先主要建筑央企，其中 18 年新签订单金额是 2018 年营业收入的 2.3 倍，公司在手订单充沛，未来业绩保障性强。2018 年工程承包新签订单中冶金工程/房建/基建/其他工程占比分别为 16.1%/48.6%/24.7%/10.7%，传统业务冶金工程占比保持较低水平，多元化布局初现成效。

◆受益基建改善，维持“买入”评级：公司冶金工程行业龙头地位稳固，新签订单增速亮眼，在手订单充沛，公司未来业绩保障性强。考虑到 19 年基建投资增速有望边际改善，公司将受益。上调公司 19/20 年归母净利润预测至 73.1/83.4 亿元（前值 67.8/77.4 亿元），同时预测 21 年归母净利润为 94.0 亿元，对应 19-21 年 EPS 分别为 0.35/0.40/0.45 元，现价对应 PE 分别为 10.0x/8.7x/7.8x。现价对应 2019 年 PB 为 0.81 倍，参考可比公司 PB 中位数 0.95 倍，小幅下调目标价至 4.11 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：工程项目进展不及预期，基建投资增速不及预期

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	244,000	289,535	339,054	393,512	454,241
营业收入增长率	11.13%	18.66%	17.10%	16.06%	15.43%
净利润 (百万元)	6,061	6,372	7,310	8,337	9,396
净利润增长率	12.75%	5.12%	14.72%	14.05%	12.70%
EPS (元)	0.29	0.31	0.35	0.40	0.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.35%	7.59%	8.14%	8.64%	9.02%
P/E	12	11	10	9	8
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 03 月 29 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价：3.52/4.11 元

### 分析师

孙伟凤 (执业证书编号：S0930516110003)  
021-52523822  
[sunwf@ebsec.com](mailto:sunwf@ebsec.com)

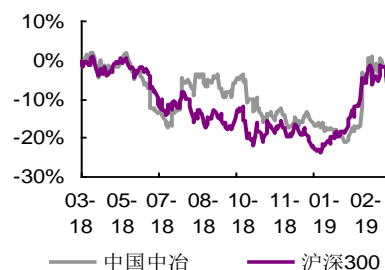
### 联系人

武慧东  
010-58452063  
[wuhuidong@ebsec.com](mailto:wuhuidong@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：207.24  
总市值(亿元)：729.47  
一年最低/最高(元)：2.90/3.92  
近 3 月换手率：30.49%

### 股价表现(一年)



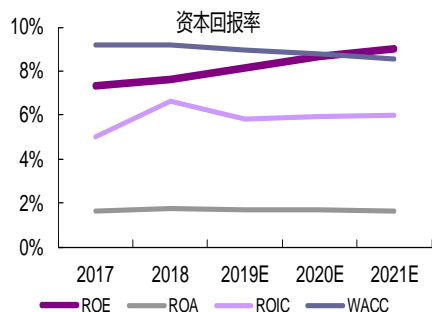
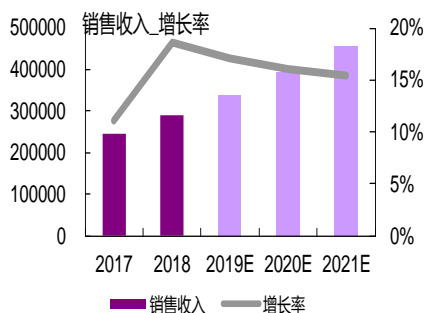
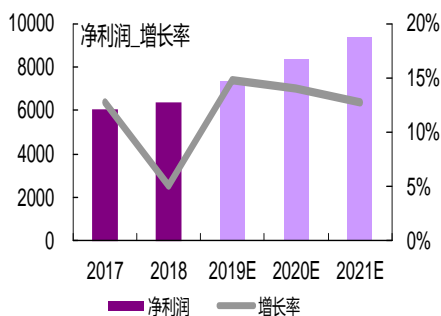
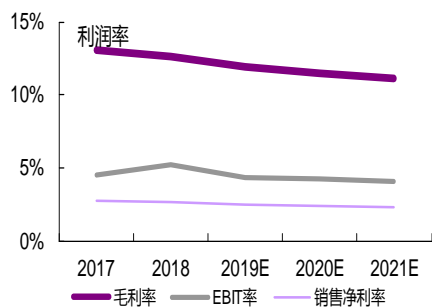
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.53	-15.58	-4.67
绝对	-0.26	13.04	-5.34

资料来源：Wind

### 相关研报

“补短板”急先锋，估值仍处底部——中国中冶 (601618.SH) 跟踪研究  
..... 2018-08-01



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>244,000</b>	<b>289,535</b>	<b>339,054</b>	<b>393,512</b>	<b>454,241</b>
营业成本	212,052	253,122	298,663	348,448	403,821
折旧和摊销	2,995	2,939	5,419	5,717	6,018
营业税费	2,109	2,413	2,712	3,030	3,407
销售费用	1,961	2,109	2,469	2,866	3,308
管理费用	13,018	15,752	18,446	20,463	22,712
财务费用	3,020	3,252	3,860	4,597	5,404
公允价值变动损益	0	29	0	0	0
投资收益	549	376	400	400	400
<b>营业利润</b>	<b>8,779</b>	<b>9,832</b>	<b>11,154</b>	<b>12,347</b>	<b>13,579</b>
<b>利润总额</b>	<b>8,975</b>	<b>9,524</b>	<b>10,454</b>	<b>11,747</b>	<b>13,079</b>
少数股东损益	650	1,199	1,000	1,000	1,000
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,061</b>	<b>6,372</b>	<b>7,310</b>	<b>8,337</b>	<b>9,396</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>414,565</b>	<b>438,916</b>	<b>497,644</b>	<b>559,990</b>	<b>629,137</b>
流动资产	322,329	339,421	392,616	449,234	512,326
货币资金	43,594	44,477	54,249	62,962	72,679
交易型金融资产	151	1,124	1,124	1,124	1,124
应收帐款	73,496	66,958	78,156	90,709	104,708
应收票据	20,757	20,436	23,931	27,775	32,062
其他应收款	41,328	56,196	65,866	76,445	88,243
存货	118,293	57,608	68,098	79,583	92,356
可供出售投资	4,410	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	8,916	13,855	13,855	13,855	13,855
固定资产	28,603	27,370	28,384	29,079	29,448
无形资产	15,419	16,134	15,327	14,561	13,833
<b>总负债</b>	<b>317,245</b>	<b>336,246</b>	<b>388,115</b>	<b>442,716</b>	<b>503,257</b>
无息负债	228,838	241,478	277,606	318,480	362,041
有息负债	88,407	94,769	110,509	124,236	141,215
<b>股东权益</b>	<b>97,320</b>	<b>102,669</b>	<b>109,529</b>	<b>117,273</b>	<b>125,880</b>
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
公积金	23,866	23,948	24,679	25,513	26,452
未分配利润	20,008	23,547	28,675	34,586	41,253
少数股东权益	14,821	18,726	19,726	20,726	21,726

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>18,418</b>	<b>14,050</b>	<b>4,942</b>	<b>6,775</b>	<b>5,530</b>
净利润	6,061	6,372	7,310	8,337	9,396
折旧摊销	2,995	2,939	5,419	5,717	6,018
净营运资金增加	-5,858	10,205	15,207	15,743	19,531
其他	15,219	-5,466	-22,995	-23,023	-29,415
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-18,282</b>	<b>-11,737</b>	<b>-5,600</b>	<b>-5,600</b>	<b>-5,600</b>
净资本支出	-3,849	-5,192	-6,000	-6,000	-6,000
长期投资变化	8,916	13,855	0	0	0
其他资产变化	-23,349	-20,401	400	400	400
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,100</b>	<b>-5,930</b>	<b>10,429</b>	<b>7,538</b>	<b>9,786</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-7,466	6,362	15,740	13,727	16,979
无息负债变化	30,327	12,640	36,128	40,874	43,561
<b>净现金流</b>	<b>-2,248</b>	<b>-3,313</b>	<b>9,771</b>	<b>8,713</b>	<b>9,717</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	11.13%	18.66%	17.10%	16.06%	15.43%
净利润增长率	12.75%	5.12%	14.72%	14.05%	12.70%
EBITDA 增长率	17.79%	28.45%	11.84%	11.11%	10.51%
EBIT 增长率	24.64%	36.74%	-2.40%	13.20%	12.33%
<b>估值指标</b>					
PE	12	11	10	9	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	12	10	10	10	10
EV/EBIT	15	12	14	13	13
EV/NOPLAT	21	16	17	17	16
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	13.09%	12.58%	11.91%	11.45%	11.10%
EBITDA 率	5.72%	6.19%	5.91%	5.66%	5.42%
EBIT 率	4.49%	5.17%	4.31%	4.20%	4.09%
税前净利润率	3.68%	3.29%	3.08%	2.99%	2.88%
税后净利润率 (归属母公司)	2.48%	2.20%	2.16%	2.12%	2.07%
ROA	1.62%	1.72%	1.67%	1.67%	1.65%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.35%	7.59%	8.14%	8.64%	9.02%
经营性 ROIC	4.98%	6.65%	5.82%	5.95%	5.99%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.15	1.14	1.13	1.11	1.10
速动比率	0.73	0.95	0.93	0.92	0.90
归属母公司权益/有息债务	0.93	0.89	0.81	0.78	0.74
有形资产/有息债务	4.46	4.40	4.31	4.35	4.32
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.29	0.31	0.35	0.40	0.45
每股红利	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	0.89	0.68	0.24	0.33	0.27
每股自由现金流(FCFF)	0.83	-0.03	-0.10	-0.03	-0.11
每股净资产	3.98	4.05	4.33	4.66	5.03
每股销售收入	11.77	13.97	16.36	18.99	21.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼