

在手订单充足，多元化拓展值得期待

——中国中冶 (601618.SH、1618HK) A+H 跨市场研究跟踪报告

跨市场公司动态

◆**公司公布 1Q19 业绩：**1Q19 公司营收 631.1 亿，YoY+14.3%，归母净利润 17.7 亿，YoY+6.4%；1Q19 公司新签合同额 1,821.2 亿，YoY+5.3%。

◆**收入增速稳健，盈利能力略有下滑：**公司 1Q19 营收 YoY+14.3%，受益于充足在手订单及推进顺利，收入增速维持较高水平，考虑到新签订单增长稳健，我们预计收入将保持稳健增长。1Q19 毛利率为 12.7%，同比变动+0.1pct，毛利率下滑趋势边际企稳。考虑到近年来毛利率较低的主业工程承包业务占比持续提升且料趋势仍将延续，我们判断公司综合毛利率仍有小幅下降空间。1Q19 公司信用减值损失 4.6 亿（公司 2Q18 开始新金融准则，增加信用减值损失科目），占当期收入 0.7%，拖累归母净利率同比下降 0.2pct 至 2.8%，预计未来归母净利率将边际企稳。

◆**在手订单充足，工程业务多元化拓展成效明显：**1Q19 公司新签合同额 1,821.2 亿，YoY+5.3%，同比变动-31.7pcts，增速下滑明显，其中工程承包业务新签合同占比 96.8%，占比持续提升趋势。公司 2014-2018 新签订单金额 Cagr 为 19.2%，领先主要建筑央企，2Q18-1Q19 新签合同合计 6,749.6 亿，为 18 年全年营收的 2.3 倍，在手订单充足。分行业看，1Q19 公司冶金/房建/基建/其他工程新签合同金额分别占工程承包业务新签合同额 12.8%/52.8%/20.3%/14.1%，传统业务冶金工程占比保持较低水平，多元化拓展成效明显。考虑到 19 年基建投资增速持续改善，基建补短板持续深化，公司有望直接受益，预计新签订单增速下滑趋势将改善。

◆**A 股维持“买入”评级，H 股首次覆盖给予“买入”评级：**公司工程业务多元化拓展成效明显，同时大力布局地下管廊等新兴产业，业绩稳定性有望持续提升。考虑到融资环境持续改善，基建补短板持续深化，基建投资增速改善趋势有望延续，公司有望直接受益。考虑到公司 1Q19 主业工程承包新签订单增速下滑超预期，小幅下调公司 19-21 年归母净利至 72.9/82.3/90.5 亿（前值 73.1/83.4/94.0 亿），现价对应公司 A 股/H 股 2019 年 PB 分别为 0.77x/0.43x，均接近近 5 年最低水平。我们给予公司 A 股目标 PB 为 1.0 倍，下调目标价至 4.05 元，维持“买入”评级；给予公司 H 股目标 PB 为 0.7 倍，目标价 3.31 港元，首次覆盖给予“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	333,805	384,936	436,430
营业收入增长率	11.13%	18.66%	15.29%	15.32%	13.38%
净利润 (百万元)	6,061	6,372	7,287	8,226	9,046
净利润增长率	12.75%	5.12%	14.37%	12.88%	9.97%
EPS (元)	0.29	0.31	0.35	0.40	0.44
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.35%	7.59%	8.12%	8.53%	8.72%
P/B (A 股)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
P/B (H 股)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 04 月 30 日，港元兑人民币汇率为 0.8578 元

A 股：买入（维持）

当前价/目标价：3.32/4.05 元

H 股：买入（首次）

当前价/目标价：2.18/3.31 港元

分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-52523822
sunwf@ebsec.com

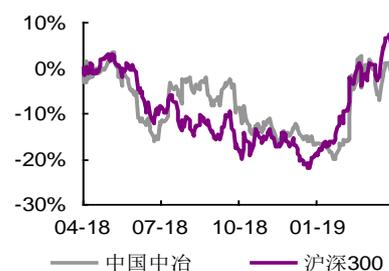
联系人

武慧东
010-58452063
wuhuidong@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：207.24
总市值(亿元)：690.10
一年最低/最高(元)：2.90/3.92
近 3 月换手率：40.23%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.44	-10.34	-11.27
绝对	-2.12	11.82	-7.75

资料来源：Wind

相关研报

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

.....2019-04-01

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

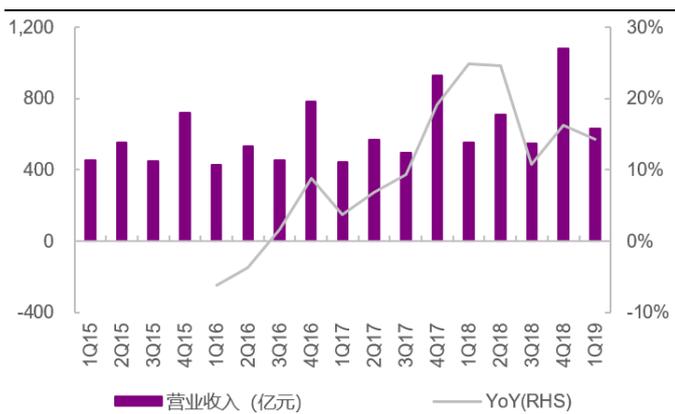
.....2018-08-01

1、1Q19 收入增速稳健，盈利能力略有下滑

收入稳健增长，工程承包占比持续提升，多元化工程拓展持续。公司 2Q18-1Q19 营收 YoY 分别为 24.6%/10.8%/16.2%/14.3%，分别同比变动 +17.8/+1.4/-2.8/-10.6pcts，受益于公司充足在手订单及顺利推进，公司收入增速维持较高水平，考虑到新签订单保持稳健增长，我们预计收入将保持稳健增长。

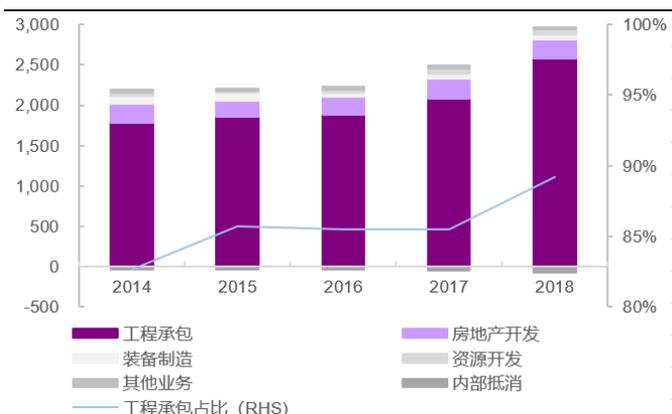
公司收入以工程承包为主，2018 年工程承包收入占总收入比例为 89.2%，考虑到近年来工程承包新签订单占总新签订单占比高于 90%并呈上升趋势（图 9），我们预计未来工程承包收入占比将呈上升趋势。工程承包业务中，公司传统主业冶金工程近年来收入占比整体呈下行趋势，2018 年冶金工程收入占工程承包收入比例为 25.1%，较 17 年提升 2.0pcts，主要由于 16 年以来国家环保督察力度加大，钢铁等冶金产能置换/升级加快拉动冶金工程订单增长，考虑到 1Q16 以来工程承包新签订单中冶金工程新签订单占比均 <20%（除 4Q18 单季度，图 11），我们预计未来冶金工程占比存在进一步下行空间，冶金工程业务增长更多集中于国内钢铁企业产能置换/升级及海外市场拓展。房建/基建工程业务收入占比将进一步提升，多元化拓展将提升公司抵御风险能力，未来业绩更趋稳健。

图 1：中国中冶营收及增速（单季度）



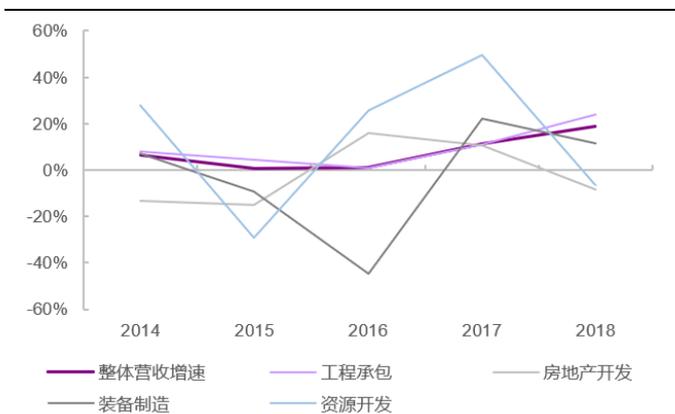
资料来源：公司公告

图 2：中国中冶营收结构（亿元）及承包业务占比



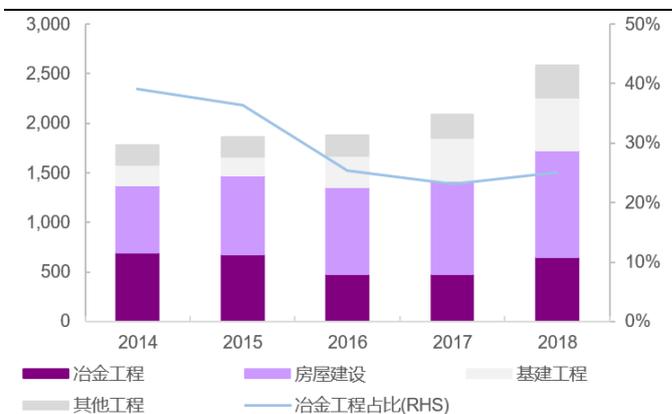
资料来源：公司公告

图 3：中国中冶主要业务收入增速



资料来源：公司公告

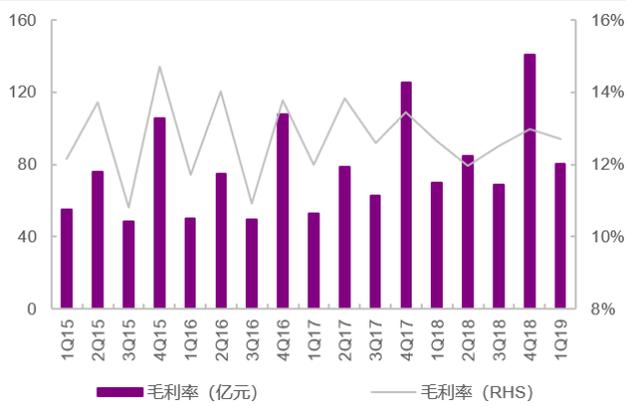
图 4：工程承包收入拆分（亿元）及冶金工程收入占比



资料来源：公司公告

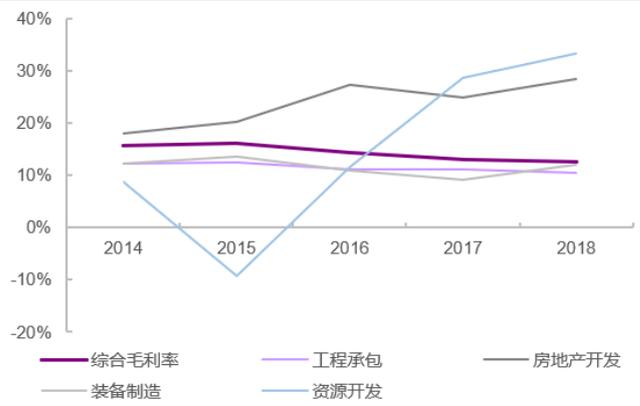
盈利能力略有下滑，预计将边际趋稳。2Q18-1Q19 毛利率分别为 12.0%/12.5%/13.0%/12.7%，分别同比变动-1.9/-0.1/-0.5/+0.1pcts，毛利率下滑趋势边际企稳。考虑到近年来毛利率较低的主业工程承包业务占比持续提升且料趋势仍将延续，我们判断公司综合毛利率仍有小幅下降空间。1Q19 公司期间费用率为 6.5%，较上年同期下降 0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/3.5%/1.0%/1.3%，分别同比变动-0.0/-0.2/+0.1/-0.3pct，期间费用率基本处于合理水平。1Q19 公司信用减值损失 4.6 亿（公司 2Q18 开始新金融准则，增加信用减值损失科目），当期收入占比 0.7%，拖累归母净利率同比下降 0.2pct 至 2.8%。考虑到公司毛利率或仍微幅下滑，但公司运营效率持续改善/费用管控合理，预计未来归母净利率将边际企稳。

图 5：中国中冶毛利润及毛利率变动（单季度）



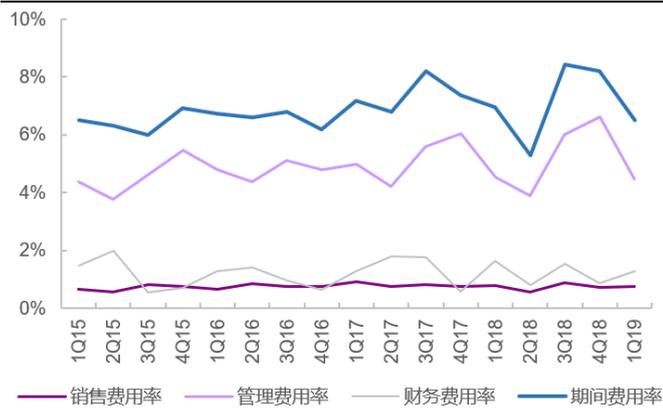
资料来源：公司公告

图 6：中国中冶主要毛利率变动情况



资料来源：公司公告

图 7：中国中冶期间费用率（单季度）



资料来源：公司公告

注：管理费用中加回研发费用

图 8：中国中冶归母净利及归母净利率变动（单季度）

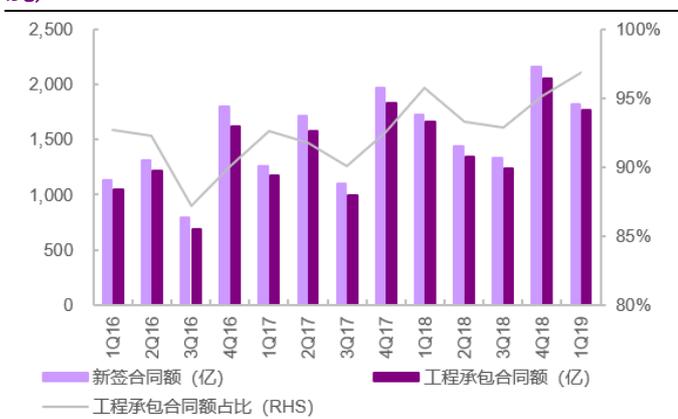


资料来源：公司公告

2、在手订单充足，工程业务多元化拓展成效明显

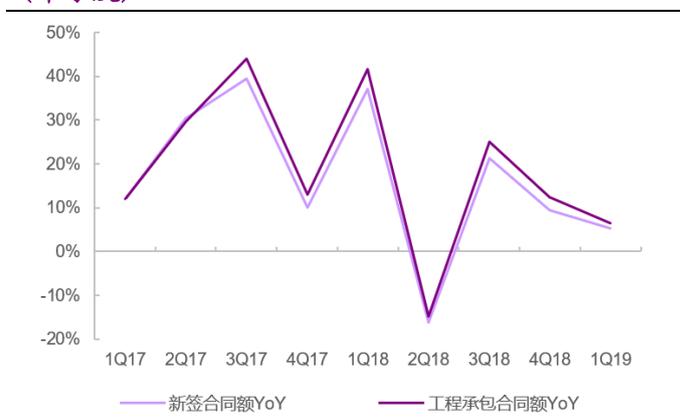
1Q19 公司新签合同额 1,821.2 亿，YoY+5.3%，增速较上年同期下降 31.7pcts，其中工程承包业务新签合同占比 96.8%，占比延续近年来逐渐提升趋势。公司 2014-2018 新签订单金额 Cagr 为 19.2%，领先主要建筑央企，2Q18-1Q19 新签合同合计 6,749.6 亿，为 18 年全年营收的 2.3 倍，公司在手订单充足，未来业绩保障性强。分行业看，1Q19 公司工程承包业务中冶金/房建/基建/其他工程业务新签合同金额 YoY 分别+5.4%/+26.5%/-34.2%/65.0%，分别占比 12.8%/52.8%/20.3%/14.1%，传统业务冶金工程占比保持较低水平，工程业务多元化拓展成效明显。考虑到 19 年基建投资增速持续改善，基建补短板持续深化，公司有望受益，预计新签订单将保持稳健增长。

图 9：中国中冶新签合同及工程承包新签合同额（单季度）



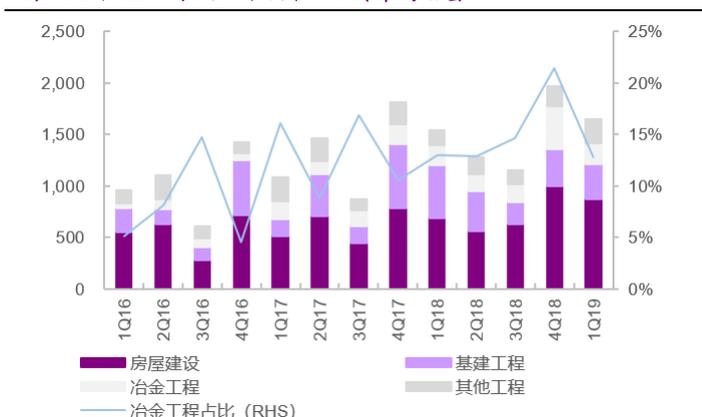
资料来源：公司公告

图 10：中国中冶新签合同及工程承包新签合同同比增速（单季度）



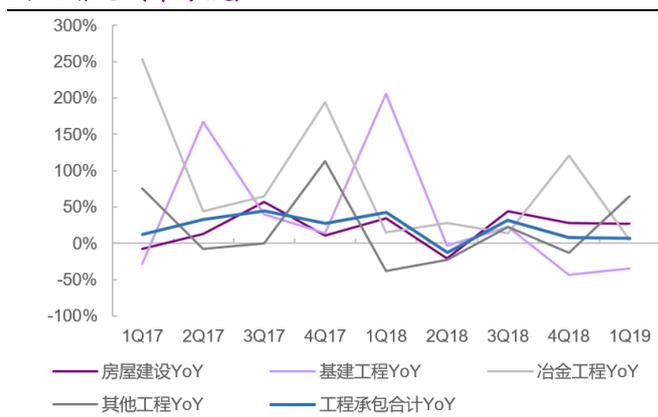
资料来源：公司公告

图 11：中国中冶 5,000 万以上新签工程承包合同拆分（亿元）及冶金工程合同额占比（单季度）



资料来源：公司公告

图 12：中国中冶 5,000 万以上四类工程承包新签合同额同比增速（单季度）



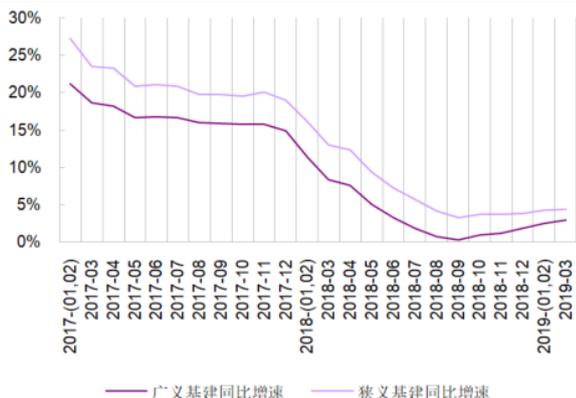
资料来源：公司公告

3、基建投资持续改善，补短板成为重要抓手

3.1、基建投资改善趋势延续，融资环境改善

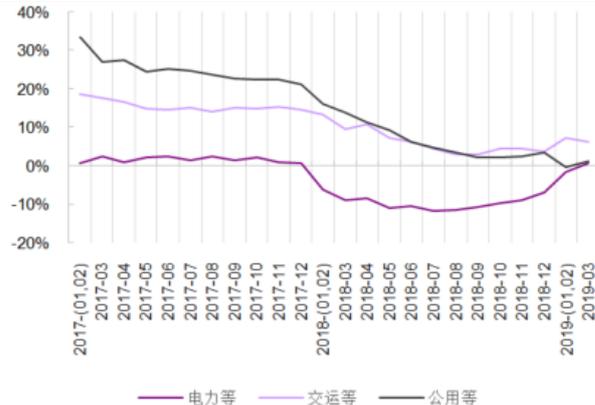
基建投资增速改善趋势延续。2019年1-3月广义基建累计实现投资2.65万亿，同比增速2.9%，同比增速较2019年1-2月变动+0.4pct；狭义基建累计实现投资2.24万亿元，同比增速4.4%，较1-2月变动+0.1pct。基建投资增速边际改善趋势延续，大中型基建项目开工资金支持持续改善。

图 13：广义/狭义基建累计投资增速持续回升



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

图 14：基建投资分行业累计增速



资料来源：Wind，国家统计局，光大证券研究所整理

19年开年基建相关新增社融亮眼，地方债融资明显好转

2019年1-3月新增社融规模8.18万亿，同增40.2%，增速较2018年同期变动+59.1pcts。其中基建相关的新增社融规模39,251亿，去年同期为29,399亿，新增社融规模增加9,852亿。非标下滑减弱：新增委托贷款-2,278亿，去年同期为-3,314亿，新增信托贷款836亿（同比+78亿）；企业债券融资9,071亿（同比+3,669亿）；地方政府专项债增加5,391亿（同比+4,622亿）；新增非金融企业中长期贷款2.57万亿（同比+1,200亿）。企业债券融资、新增地方政府专项债表现亮眼。

2019年1-3月地方债务（地方政府债+专项债）净融资额为14,210亿，较18年同期大增10,046亿。其中地方政府债融资净额10,943（同比+8,747亿），城投债净融资额3,267亿（同比+1,299亿）。

表 1：2012-2019 年一季度与基建相关社融新增情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
新增委托贷款 (亿元)	2,810	5,235	7,183	3,242	5,485	6,347	-3,314	-2,278
新增信托贷款 (亿元)	1,787	8,245	2,877	13	1,592	7,349	758	836
企业债券融资 (亿元)	3,960	7,573	3,865	3,928	13,550	-1,506	5,402	9,071
非金融企业境内股票融资 (亿元)	875	617	975	1,707	2,841	2,596	1,283	531
地方政府专项债券 (亿元)	0	0	0	0	0	1,806	769	5,391
新增非金融企业中长期贷款 (亿元)	5,906	8,454	11,200	14,800	20,700	26,700	24,500	25,700
基建相关新增社融增加 (亿元)	15,338	30,124	26,100	23,690	44,168	43,291	29,399	39,251
较上年同期增长 (亿元)		14,786	-4,024	-2,410	20,478	-877	-13,893	9,852

资料来源：Wind

注：表格中均为对应年份1-3月累计数据

表 2: 2013-2019 年一季度地方债融资净额情况

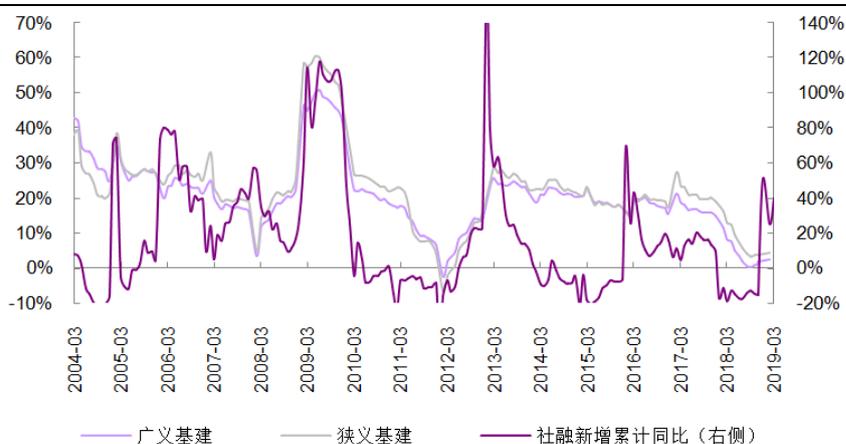
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
地方政府债融资净额 (亿元)	0	0	0	9,147	3,830	2,195	10,943
城投债融资净额 (亿元)	2,593	3,560	961	5,769	-442	1,968	3,267
地方债合计融资净额 (亿元)	2,593	3,560	961	14,916	3,388	4,163	14,210
较上年统计增长 (亿元)		967	-2,599	13,954	-11,528	775	10,046

资料来源: Wind

注: 表格中均为对应年份 1-3 月累计数据

判断基建投资增速改善趋势将延续。历史上看, 融资是基建投资重要的先行指标, 基建投资增速与新增社融存在较明显正相关。考虑到基建融资环境持续改善, 我们判断基建投资增速改善趋势将延续。

图 15: 新增社融累计同比增速与广义/狭义基建累计同比增速比较



资料来源: Wind

3.2、补短板成为基建投资重要抓手

在基建投资持续低迷的背景下, 18 年下半年基建补短板成为政府关注重点之一, 18 年 7 月 23 日国常会首次明确提出要加强基建“补短板”。10 月 31 日国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 明确基建补短板推进四项基本原则, 同时提出九大重点领域补短板措施/意见, 明确负责部门, 并提出加强重大项目储备、加快推进项目前期工作和开工建设、极大金融支持力度等保障补短板顺利推进的配套政策措施。补短板将成为基建投资发力的重要抓手。

表 3: 中央持续推进基建补短板

时间	事件
2018.07.23	国常会提出“确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施”, 同时强调积极的财政政策要更加积极
2018.07.31	政治局会议强调“把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务, 加大基础设施领域补短板的力度”
2018.09.18	发改委召开专题新闻发布会, 主题为“加大基础设施等领域补短板力度, 稳定有效投资”, 提出要精准聚焦短板领域、建立补短板协调机制、推进补短板重大项目储备、加快推进前期工作和项目开工建设、加快落实补短板重点任务
2018.10.31	国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 明确基建补短板的四项原则、九大领域、十项配套政策措施
2019.01.09	国常会部署加快发行和用好地方政府专项债券, 支持在建工程及补短板项目建设并带动消费扩大

资料来源: 中国政府网, 光大证券研究所整理

表4：国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》聚焦九大领域

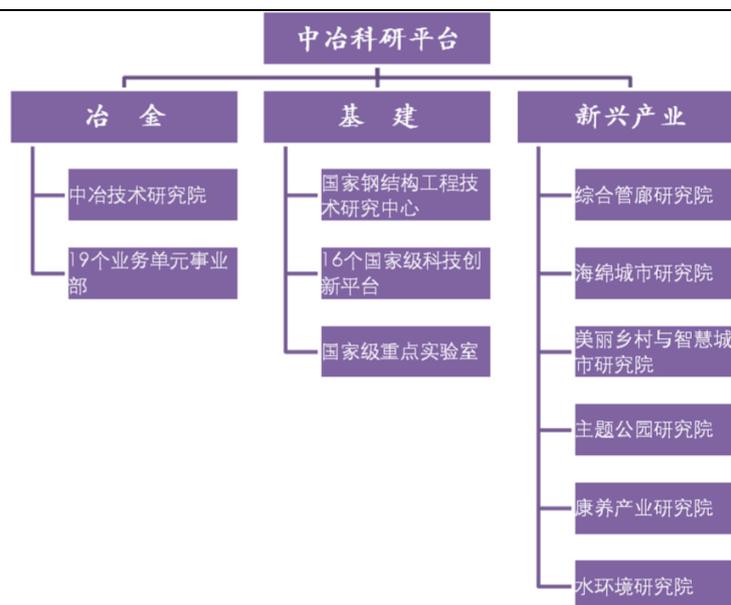
领域	重点任务	责任部门
脱贫攻坚领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 深入推进易地扶贫搬迁工程，大力实施以工代赈，加强贫困地区特别是“三区三州”等深度贫困地区基础设施和基本公共服务设施建设； 2. 大力支持革命老区、民族地区、边疆地区和资源枯竭、产业衰退地区加快发展 	发改委/扶贫办
铁路领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络； 2. 加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设； 3. 推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设； 4. 加快国土开发性铁路建设。实施一批集疏港铁路、铁路专用线建设和枢纽改造工程。 	发改委/铁总/交通运输部/各铁路局
公路/水运领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目，加快推进重点省区沿边公路建设； 2. 加快推进三峡枢纽水运新通道和葛洲坝航运扩能工程前期工作，加快启动长江干线、京杭运河等一批干线航道整治工程，同步推动实施一批支线航道整治工程 	交通运输部/水利部
机场领域	加快北京大兴国际机场建设，重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作，力争尽早启动建设	民航局
水利领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 加快建设一批引调水、重点水源、江河湖泊治理、大型灌区等重大水利工程，推进引江济淮、滇中引水、珠江三角洲水资源配置、碾盘山水利水电枢纽、向家坝灌区一期等重大水利工程建设，进一步完善水利基础设施网络； 2. 加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。 	水利部
能源领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 进一步加快金沙江拉哇水电站、雅砻江卡拉水电站等重大水电项目开工建设； 2. 加快推进跨省跨区输电，优化完善各省份电网主网架，推动实施一批特高压输电工程； 3. 加快实施新一轮农村电网改造升级工程； 4. 继续推进燃煤机组超低排放与节能改造，加大油气勘探开发力度，做好天然气产供储销体系和重点地区应急储气能力建设； 5. 积极推进一批油气产能、管网等重点项目 	能源局
农业农村领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 大力实施乡村振兴战略，统筹加大高标准农田、特色农产品优势区、畜禽粪污资源化利用等农业基础设施建设力度，促进提升农业综合生产能力； 2. 持续推进农村产业融合发展。扎实推进农村人居环境整治三年行动，支持农村改厕工作，促进农村生活垃圾和污水处理设施建设，推进村庄综合建设 	中央农办/发改委/农业农村部
生态环保领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 加大对天然林资源保护、重点防护林体系建设、水土保持等生态保护重点工程支持力度； 2. 支持城镇生活污水、生活垃圾、危险废物处理设施建设，加快黑臭水体治理； 3. 支持煤炭减量替代等重大节能工程和循环经济发展项目； 4. 支持重点流域水环境综合治理 	发改委/生态环境部、住建部/水利部/林草局
社会民生领域	<ol style="list-style-type: none"> 1. 支持教育、医疗卫生、文化、体育、养老、婴幼儿托育等设施建设，进一步推进基本公共服务均等化； 2. 推进保障性安居工程和城镇公共设施、城市排水防涝设施建设； 3. 加快推进“最后一公里”水电气路邮建设。 	教育部/卫健委/文旅部、体育总局/广电总局/民政部/住建部/邮政局

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

4、多元化拓展成效明显，新兴产业打开成长空间

多元化拓展成效明显，大力布局新兴产业。公司传统主业冶金工程领域近年来随着供给侧改革、环保改造等持续推进下处于调整期，市场景气度不佳。公司积极拓展房建、基建等工程承包业务及房地产、装备制造、资源开发等多元化业务，1Q19 冶金工程新签订单额仅占全部新签订单的 12.4%，多元化拓展成效明显。2015 年以来，公司以科研带动实业，深度参与国家基建大潮，在原各冶金工业研究院基础上设立六个新兴产业技术研究院，分别为管廊技术研究院、海绵城市技术研究院、美丽乡村与智慧城市技术研究院、主题公园技术研究院、康养产业技术研究院、水环境技术研究院。

图 16：公司现有科研平台结构示意图



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.1、国内地下管廊行业领跑者，有望受益行业成长

地下管廊有望成为基建补短板抓手之一，潜在投资空间巨大。地下管廊相较过去地下管网具备可解决城市内涝痼疾、综合社会效益好、显著延长管线寿命、抗震防灾性强、便于维护等优势，有望成为基建补短板抓手之一。截止到 2015 年，我国地下管线的存量规模约 200 万公里，其中仅供水/排水/燃气/供热 4 类市政地下管线长度已超过 172 万公里，且仍以每年约 10 万公里速度递增。考虑到地下管廊替代过去的地下管线为不可逆趋势，我们假设现有主要地下管线 80% 实现入廊，管廊总里程达到入廊管线总里程的 1/5，则需新建管廊的长度有望超过 30 万公里。按照目前进入实施阶段的管廊平均造价约 0.83 亿元/公里进行测算，未来我国地下管廊总体投资空间有望超过 25 万亿。

公司是我国最早研究和建设管廊技术的行业领跑者，有望受益行业成长。公司已完成多项国内大型综合管廊系统项目的建设，并于2015年成立了全国第一家综合管廊技术研究院。2015年5月22日，由管廊技术研究院主编的《城市综合管廊工程技术规范》（GB 50838-2015）正式施行，对地下管廊的定义/规划/设计/施工/验收及维护管理等关键技术内容进行明确的规定，彰显公司在地下管廊领域的技术优势与话语权。此后管廊技术研究院继续参与《综合管廊运行维护及安全技术标准》、《现浇混凝土综合管廊》等多项国家标准。同时，针对地下管廊在施工和后期维护运营方面的技术难点，管廊技术研究院研发和应用了“装配式管廊”和“管廊机器人+VR动态观测技术”等，对地下综合管廊的成本控制和运营监控带来明显技术提升，业内产生较大影响。截止2018年末，公司已累计中标PPP和施工总承包管廊项目里程超千公里，累计中标合同金额超千亿，国内管廊市场继续保持领跑地位。

表5：15年以来公司中标重大地下管廊项目统计

年份	项目名称	合同金额（亿元）
2015年	白银市地下综合管廊建设工程	20.4
	银川滨河新区长河大街地下管廊工程项目	6.0
	兰州新区地下综合管廊一期工程25条管廊项目	46.5
	西安市地下综合管廊建设PPP项目	62.9
	长春空港经济开发区综合管廊及市政路网东区项目（PPP项目）	35.6
	长春空港经济开发区综合管廊及市政路网西区项目	16.8
2016年	吴忠市城市东部地下综合管廊一期工程（PPP项目）	7.3
	深圳市空港新城启动区综合管廊及道路一体化工程	68.6
	广东省梅州市梅县新城地下综合管廊等市政基础设施建设施工总承包（PPP项目）	19.3
	邢东新区综合管廊项目（EPC总承包）	10.3
	银川市地下综合管廊及配套基础设施PPP项目III标段（PPP项目）	9.9
	南昌市洛阳东路综合改造工程（昌东达到一天祥大道）综合管廊施工项目	6.1
	河北省衡水市滏南新区综合管廊项目（PPP项目）	35.4
	昆明市春雨路及金马路延长线道路和综合管廊建设工程施工总承包项目（PPP项目）	35.2
2017年	吉林珲春市城市地下综合管廊二期工程（合作区）PPP项目（PPP项目）	21.8
	乌鲁木齐高新区（新市区）城北新区地下综合管廊PPP工程（B区）项目（PPP项目）	20.2
	云南省瑞丽市城市地下综合管廊建设工程（一期）项目（PPP项目）	18.2
	贵州省兴义市地下综合管廊一期建设施工项目	28.1
	河北保定市北三环、东风路西延地下综合管廊建设工程项目（PPP项目）	24.8
2018年	广东省深圳市空港新城综合管廊二期项目设计采购施工总承包项目	24.1
	广东省中山翠亨新区翠城道北段地下综合管廊及同步建设工程PPP项目（PPP项目）	23.1
	河北省邯郸市东区中央商务区综合路网和磁山路及地下综合管廊工程项目	22.0
	重大项目合计	562.6

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.2、美丽乡村/主题公园等领域初具竞争力

公司近年重点在美丽乡村、主题公园等建筑子领域中深耕，18年主题公园领域中标北京环球影城主题公园及度假区项目标段5/标段6（北京首家国际一流特大型现代主题公园）、印尼MNC主题公园项目等重大项目；美丽乡村/智慧城市领域打造了全国初级农产品产销对接公益服务平台，为目前唯一全国综合性初级农产品产销对接平台。新兴产业建筑子领域取得靓丽的经营成绩，体现出较强的竞争优势。这些优势可集中为两个方面：第一，公司的传统强项为冶金工程建设，不仅涉及冶金设备和各类厂房的建设业务，还包括厂区综合规划、生活区建设、道路与公建配套等基础设施建设等。**这类综合建设业务与美丽乡村、主题公园等具有较强共性，因此公司具有丰富的实施经验与技术优势**；第二，公司现已发展完善出一套“**城市发展系统解决方案**”，可完整覆盖项目的规划端、设计端、施工端、验收端及后续运营端，具有很强的技术竞争力。同时，美丽乡村与智慧城市研究院、海绵城市研究院发布《中国中冶美丽乡村PPP建设指南》、《中国中冶海绵城市建设技术标准》等一系列企业标准，提高公司在新兴产业领域的标准化建设能力，提高设计、施工效率。

5、盈利预测与估值评级

5.1、盈利预测

公司冶金工程行业龙头地位稳固，多元业务布局收获成效，业绩增长稳定性提高。考虑到基建投资增速边际改善趋势有望延续，基建补短板逐渐深化，公司有望直接受益。

考虑到公司 1Q19 主业工程承包新签订单增速下滑超预期，我们小幅下调公司 2019E-2021E 营业收入预测至 3338.1/3849.4/4364.3 亿（前值 3,390.5/3,935.1/4,542.1 亿），YoY 分别为 15.3%/15.3%/13.4%；下调毛利润预测至 398.6/442.1/486.7 亿（前值 403.9/450.6/504.2 亿），YoY 分别为 9.5%/10.9%/10.1%；下调归母净利预测至 72.9/82.3/90.5 亿（前值 73.1/83.4/94.0 亿），YoY 分别为 14.4%/12.9%/10.0%。

表 6：中国中冶分业务业绩预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,440	2,895	3,338	3,849	4,364
YoY	11.1%	18.7%	15.3%	15.3%	13.4%
工程承包	2,086	2,583	3,047	3,572	4,102
YoY	11.2%	23.8%	18.0%	17.2%	14.8%
房地产开发	249	229	229	240	252
YoY	10.7%	-8.2%	0.0%	5.0%	5.0%
装备制造	63	70	77	85	93
YoY	22.4%	11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
资源开发	57	53	53	53	53
YoY	49.5%	-6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他工程	40	37	35	33	31
YoY	-4.5%	-7.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
内部抵消	-54	-76	-103	-133	-167
YoY	48.8%	40.9%	35.0%	30.0%	25.0%
毛利润	319	364	399	442	487
YoY	13.3%	14.0%	9.5%	10.9%	10.1%
综合毛利率	13.1%	12.6%	11.9%	11.5%	11.2%
工程承包毛利率	11.1%	10.5%	10.2%	10.0%	9.8%
房地产开发毛利率	24.8%	28.5%	25.0%	23.0%	22.0%
装备制造毛利率	9.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
资源开发毛利率	28.6%	33.2%	30.0%	27.0%	25.0%
其他工程毛利率	10.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
内部抵消毛利率	2.0%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润	61	64	73	82	90
YoY	12.8%	5.1%	14.4%	12.9%	10.0%
净利率	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：除百分比外，其余单位均为亿元

5.2、估值与投资评级

19年开年以来基建投资增速呈边际改善趋势，考虑到融资环境持续改善，基建补短板持续深化，基建投资增速改善趋势有望延续，公司有望直接受益。最新股价分别对应公司A股/H股2019年PB分别为0.77x/0.43x，均接近近5年最低水平。A股主要央企建筑类可比公司2019年PB均值为1.0倍，给予公司2019年目标PB 1.0倍，小幅下调目标价至4.05元，维持“买入”评级；港股建筑施工类可比企业2019年PB均值为0.7倍，中国中冶（H股）明显低估，给予公司H股2019年目标PB 0.7倍，目标价3.31港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：中国中冶（A股）可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 元	市值 亿元	P/E				P/B			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601668.SH	中国建筑	6.13	2,573	6.7	6.1	5.5	4.9	1.05	0.93	0.82	0.77
601800.SH	中国交建	12.32	1,734	10.1	8.9	8.0	7.2	1.01	1.01	0.94	0.89
601669.SH	中国电建	5.34	817	10.6	9.3	8.4	7.2	0.95	0.92	0.88	1.39
601117.SH	中国化学	6.21	306	15.9	11.5	9.3	8.1	0.93	0.90	0.84	0.77
600970.SH	中材国际	7.27	126	9.2	7.5	6.2	5.4	1.45	1.24	1.06	0.91
平均值				10.5	8.7	7.5	6.6	1.08	1.00	0.91	0.95
中位数				10.1	8.9	8.0	7.2	1.01	0.93	0.88	0.89
601618.SH	中国中冶	3.32	646	10.8	9.4	8.4	7.6	0.82	0.77	0.71	0.66

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：除中国中冶外，其他公司P/E、P/B均来自wind一致预期，股价截止2019.04.30

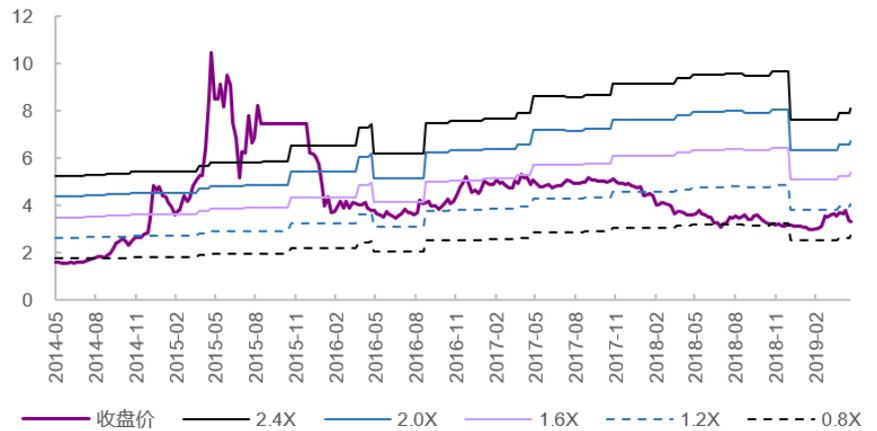
表8：中国中冶（H股）可比公司估值表

股票代码	股票简称	股价 港元	市值 亿港元	P/E				P/B			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
0390.HK	中国中铁	6.27	1,793	7.3	6.2	5.7	5.7	0.65	0.63	0.58	0.00
1800.HK	中国交通建设	7.55	2,021	5.4	4.7	4.2	4.2	0.54	-	-	-
3311.HK	中国建筑国际	8.01	404	9.0	7.1	6.1	6.1	1.05	0.92	0.85	0.74
3996.HK	中国能源建设	0.94	282	5.4	4.8	4.5	4.5	0.49	0.45	0.42	0.40
1829.HK	中国机械工程	3.80	157	6.4	7.1	6.9	6.9	0.84	0.77	0.72	0.00
平均值				6.7	6.0	5.5	5.5	0.71	0.69	0.64	0.28
中位数				6.4	6.2	5.7	5.7	0.65	0.70	0.65	0.20
1618.HK	中国中冶	2.18	754	6.1	5.3	4.7	4.3	0.46	0.43	0.40	0.37

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

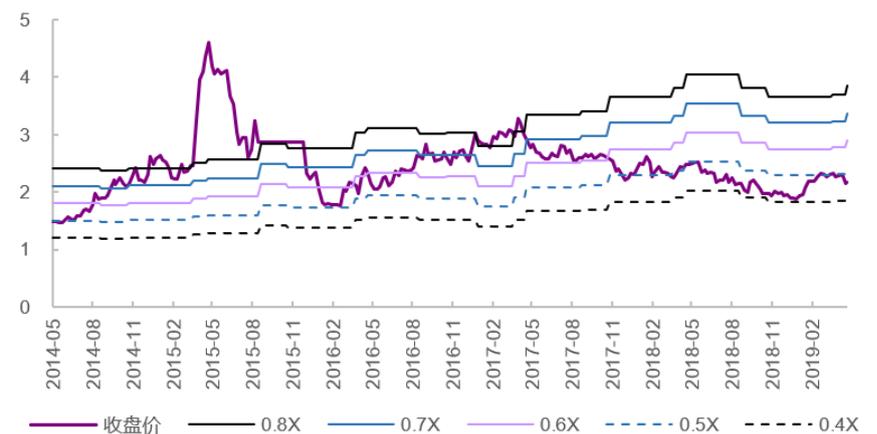
注：除中国中冶外，其他公司P/E、P/B均来自wind一致预期，1港币兑0.8578人民币元，股价、汇率截止2019.05.03

图 17: 中国中冶 (A 股) 近 5 年 PB



资料来源: Wind; 股价截止 2019.04.30; 价格单位: 元

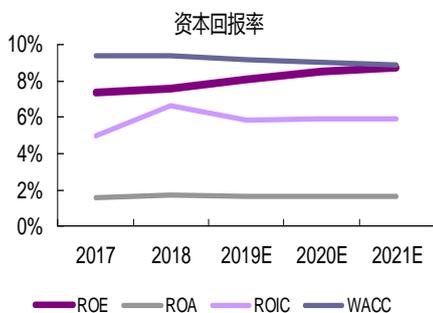
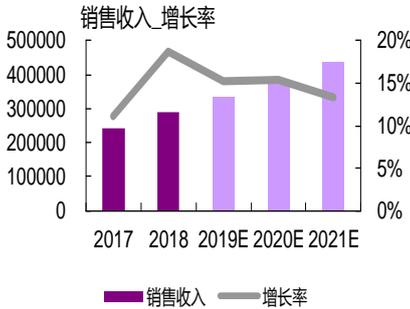
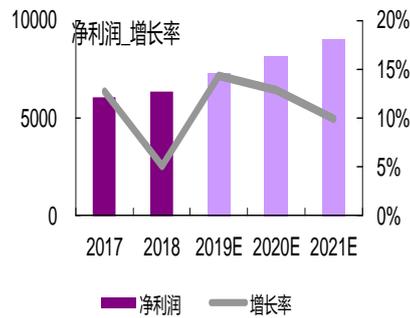
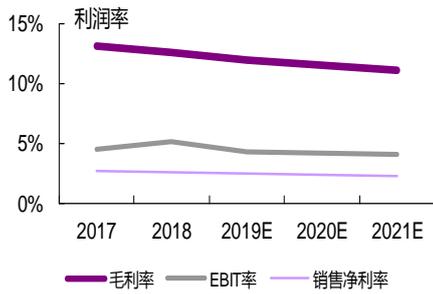
图 18: 中国中冶 (H 股) 近 5 年 PB



资料来源: Wind; 股价截止 2019.04.30; 价格单位: 港元

6、风险分析

工程项目进展不及预期: 工程项目若推进不及预期将影响公司收入、利润。
 基建投资不及预期: 基建投资增速改善趋势若严重不及预期, 将影响公司新签项目及工程项目顺利推进, 将影响公司业绩及市场对基建板块估值。



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	244,000	289,535	333,805	384,936	436,430
营业成本	212,052	253,122	293,950	340,731	387,755
折旧和摊销	2,995	2,939	5,419	5,717	6,018
营业税费	2,109	2,413	2,670	2,964	3,273
销售费用	1,961	2,109	2,431	2,803	3,178
管理费用	13,018	15,752	17,692	20,209	22,389
财务费用	3,020	3,252	3,773	4,383	5,042
公允价值变动损益	0	29	0	0	0
投资收益	549	376	400	400	400
营业利润	8,779	9,832	11,126	12,206	13,138
利润总额	8,975	9,524	10,426	11,606	12,638
少数股东损益	650	1,199	1,000	1,000	1,000
归属母公司净利润	6,061	6,372	7,287	8,226	9,046

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	414,565	438,916	491,164	549,834	608,590
流动资产	322,329	339,421	386,661	439,935	493,560
货币资金	43,594	44,477	53,409	61,590	69,829
交易型金融资产	151	1,124	1,124	1,124	1,124
应收帐款	73,496	66,958	77,621	89,511	101,484
应收票据	20,757	20,436	23,561	27,170	30,804
其他应收款	41,328	56,196	64,847	74,779	84,783
存货	118,293	57,608	65,810	76,602	87,450
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
总负债	317,245	336,246	381,658	432,690	483,169
无息负债	228,838	241,478	273,822	312,288	349,159
有息负债	88,407	94,769	107,836	120,403	134,009
股东权益	97,320	102,669	109,506	117,143	125,421
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
公积金	23,866	23,948	24,677	25,499	26,404
未分配利润	20,008	23,547	28,655	34,470	40,843
少数股东权益	14,821	18,726	19,726	20,726	21,726

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	18,418	14,050	6,688	7,186	7,042
净利润	6,061	6,372	7,287	8,226	9,046
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	13,037	14,808	16,753
其他	15,219	-5,466	-19,056	-21,566	-24,776
投资活动产生现金流	-18,282	-11,737	-5,600	-5,600	-5,600
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
融资活动现金流	-2,100	-5,930	7,844	6,595	6,797
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-7,466	6,362	13,067	12,566	13,607
无息负债变化	30,327	12,640	32,344	38,466	36,872
净现金流	-2,248	-3,313	8,932	8,181	8,239

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.13%	18.66%	15.29%	15.32%	13.38%
净利润增长率	12.75%	5.12%	14.37%	12.88%	9.97%
EBITDA 增长率	17.79%	28.45%	11.19%	9.98%	8.63%
EBIT 增长率	24.64%	36.74%	-3.18%	11.66%	9.82%
估值指标					
PE	11	11	9	8	8
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	12	10	10	10	10
EV/EBIT	15	12	14	13	13
EV/NOPLAT	20	15	17	16	16
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	13.09%	12.58%	11.94%	11.48%	11.15%
EBITDA 率	5.72%	6.19%	5.97%	5.69%	5.45%
EBIT 率	4.49%	5.17%	4.34%	4.21%	4.07%
税前净利润率	3.68%	3.29%	3.12%	3.02%	2.90%
税后净利润率 (归属母公司)	2.48%	2.20%	2.18%	2.14%	2.07%
ROA	1.62%	1.72%	1.69%	1.68%	1.65%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.35%	7.59%	8.12%	8.53%	8.72%
经营性 ROIC	4.98%	6.65%	5.85%	5.93%	5.91%
偿债能力					
流动比率	1.15	1.14	1.13	1.12	1.11
速动比率	0.73	0.95	0.94	0.92	0.91
归属母公司权益/有息债务	0.93	0.89	0.83	0.80	0.77
有形资产/有息债务	4.46	4.40	4.36	4.40	4.40
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.29	0.31	0.35	0.40	0.44
每股红利	0.07	0.07	0.08	0.09	0.09
每股经营现金流	0.89	0.68	0.32	0.35	0.34
每股自由现金流(FCFF)	0.83	-0.03	0.02	-0.01	-0.03
每股净资产	3.98	4.05	4.33	4.65	5.00
每股销售收入	11.77	13.97	16.11	18.57	21.06

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