

# 收入继续提速，新签仍亮眼，盈利能力有望修复

## ——中国中冶 (601618.SH、1618.HK) 19 年三季报点评

跨市场公司简报

### A 股：买入（维持）

当前价：2.74 元

### H 股：买入（维持）

当前价：1.66 港元

### 分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

[sunwf@ebsecn.com](mailto:sunwf@ebsecn.com)

### 联系人

武慧东

010-58452064

[wuhuidong@ebsecn.com](mailto:wuhuidong@ebsecn.com)

### 市场数据

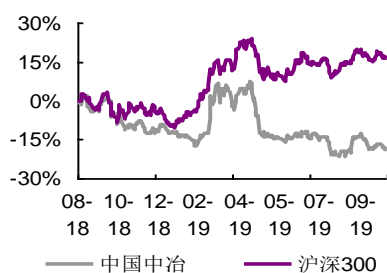
总股本(亿股)：207.24

总市值(亿元)：571.97

一年最低/最高(元)：2.66/3.83

近 3 月换手率：12.64%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.88	-7.53	-36.78
绝对	-1.88	-6.57	-10.32

资料来源：Wind

### 相关研报

收入及订单提速，提示镍钴资源未来的利润弹性——中国中冶 (601618.SH、1618.HK) 2019 年半年报点评

..... 2019-08-31

在手订单充足，多元化拓展值得期待——中国中冶 (601618.SH、1618.HK)

A+H 跨市场研究跟踪报告

..... 2019-05-06

### 事件：

中国中冶发布 19 年三季报。前三季度公司实现收入 2,280.9 亿，YoY 25.9%，归母净利 40.4 亿，YoY 7.2%；单三季度收入 690.7 亿，YoY 25.4%，归母净利 8.8 亿，YoY 2.3%。

### 点评：

#### ◆收入继续提速，新签仍亮眼：

19 年前三季度公司收入 YoY 25.9%，增速同比+5.7pcts，单三季度收入 YoY 25.4%，同比+14.6pcts。收入提速明显，判断源于：1) 受益于基建投资温和复苏，项目开工、推进节奏有所加快；2) 3Q18 收入增速相对较低。考虑到新签订单仍保持较快增长，在手订单充沛，经济下行压力加大背景下逆周期调节预期正在升温，有望带动基建投资增速进一步向上修复，收入较快增长有望延续。

19 年前三季度公司新签合同额合计 5,347.0 亿，YoY 18.8%，增速同比+8.4pcts；单三季度新签合同额 1,532.4 亿，YoY 15.0%，增速同比-6.3pcts。前三季度新签合同额与当期收入比例高达 2.34 倍，在手订单非常充沛，后续业绩具备坚实支撑。前三季度新签工程承包合同额 YoY 20.1%，增速同比+6.7pcts，新签工程承包合同额占比同比提升 0.7pct 至 95.1%。金额超过 5,000 万的工程承包新签订单中，前三季度房建/基建/冶金/其他工程新签合同额 YoY 分别为 36.0%/-20.8%/42.6%/31.4%，增速分别同比+22.9/-69.8/+24.0/+51.3 pcts；单三季度四项工程业务新签合同额 YoY 分别为 9.7%/22.5%/20.2%/16.1%，增速分别同比-34.3pcts/+0.3pct/+5.8pcts/-6.5pcts；房建有韧性、基建回暖、冶金继续提速。

#### ◆3Q19 毛利率回升明显，归母净利率承压：

19 年前三季度公司综合毛利率 12.0%，同比-0.3pcts，单三季度毛利率 14.3%，同比+1.8pcts。三季度毛利率提升明显，判断主要源于：1) 工程承包新签订单结构在改善；2) 三季度镍价大幅上涨带动资源开发业务毛利率明显改善；判断毛利率后续大概率延续边际向上。

前三季度归母净利率同比下降 0.3pct 至 1.8%，接近毛利率变动幅度；其中单三季度归母净利率同比下降 0.3pct 至 1.3%。单三季度归母净利率明显下降主要源于：1) 两金减值确认同比大幅增加，致减值损失占收入比例同比大幅提升 2.6pcts 至 4.3%；2) 有效所得税税率同比提升 11.5pcts 至 28.4%；3) 永续债计提利息等致当季少数股东损益同比增加 76.8%。此外，业务开拓提效、负债率下降、资产结构优化带动期间费用率同比下降 0.6pct 至 7.3%，部分抵消不利因素影响。考虑到两金压降成效将逐渐显现，后续减值损失压力有望减弱，有效所得税税率后续有望回归合理水平 (20-25%)，管理运营继续提效，后续归母净利率有望随毛利率改善而向上修复。

◆ **负债率持续下降，两金压降效果明显，现金流阶段性承压：**

截止 3Q19 末，公司资产负债率、带息负债比率分别为 75.1%、29.0%，分别同比下降 2.2pcts、0.6pcts，负债率继续向下，接近国资委考核目标，带息负债控制得力，资产结构进一步优化。3Q19 末应收账款、存货（含合同资产）占总资产比例分别为 15.1%、12.5%，分别同比下降 1.1、1.3pcts，两金压降效果明显。19 年前三季度收付现比分别为 92.7%、96.5%，分别同比-6.7、-3.6pcts，收付现比差距有所缩窄，经营性现金流净流出规模有所扩大，现金流阶段性承压。投资性现金流净流出规模同比有所缩窄，判断与土地储备开支规模减少有关。

◆ **维持公司 A 股、H 股“买入”评级：**

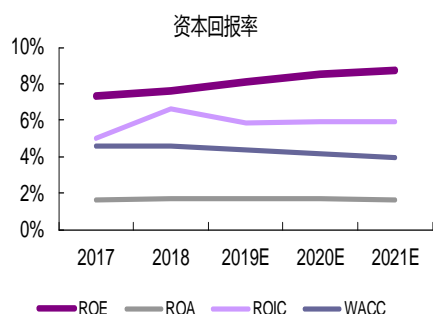
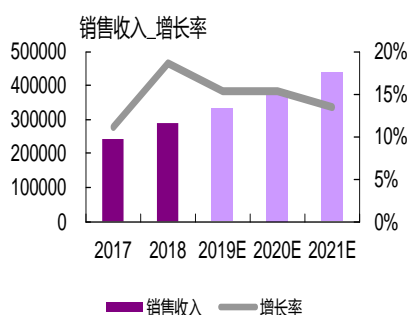
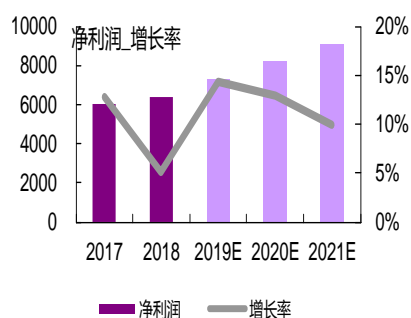
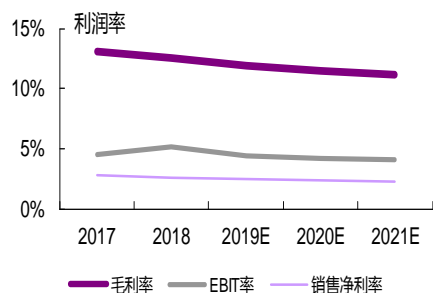
订单充足，基建投资有望继续边际向上，收入有望维持较高增长，后续利润率有望修复。两金压降、去杠杆成效明显，维持公司 19-21 年盈利预测，对应 EPS 分别为 0.35、0.40、0.44 元，现价对应公司 A 股、H 股 19 年 PE 分别仅 8x、4x，A 股、H 股均维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**项目开工、进度不及预期，基建投资不及预期，汇率风险

**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/E（A 股）	9	9	8	7	6
P/E（H 股）	5	5	4	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 31 日，港元兑人民币汇率为 0.9000



利润表 (百万元)	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

资产负债表 (百万元)	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
应收账款	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

现金流量表 (百万元)	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
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
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%
<b>估值指标</b>					
PE	9	9	8	7	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	10	9	9	9
EV/EBIT	14	11	13	12	12
EV/NOPLAT	19	14	16	15	15
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<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	0.44
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曾与、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