

2017年04月06日

中国中冶 (601618.SH)

公司快报

证券研究报告

建筑施工

PPP 及海外业务亮点突出，地下管廊及“一带一路”空间广阔

■**事项：**公司发布 2016 年年度报告，实现营业收入 2195.58 亿元，同比增长 1.03%；实现归属于上市公司股东的净利润 53.76 亿元，同比增长 11.96%，扣非后同比增长 19.62%。实现 EPS 0.25 元。拟每 10 股派红 0.60 元（含税）。

■**利润增速较快，海外业务收入占比仍有较大提升空间：**报告期内公司营收与 2015 年基本持平，净利润增速较高略超预期。分季度来看，公司 2016Q1-Q4 分别实现营业收入同比增速-6.18%、-3.72%、1.67%、8.83%，实现归属于上市公司股东的净利润同比增速 7.20%、16.92%、-3.89%、22.34%，Q4 营收及净利润增速较快。从地区结构来看，公司国内收入占比 94.34%，海外收入占比 5.66%，2014-2016 年公司海外收入占比平均为 6.20%，仍有较大的提升空间。公司资源开发业务同比实现了扭亏，实现毛利 4.37 亿元（2015 年为-2.76 亿元）。

■**盈利能力同比基本持平，房地产及资源开发业务毛利有所提升：**公司综合毛利率达到 12.84%，同比降低 0.28 个 pct。从业务结构来看，工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发业务毛利率分别变化-1.49、+7.14、-2.73、+20.83 个 pct，其中工程承包毛利率下滑主要是受“营改增”的影响，房地产开发毛利率提升主要是受公司积极开拓一二线商用及住宅项目的影响，装备制造毛利率下滑主要是受钢铁行业调整影响，资源开发毛利率提升主要是受多晶硅及镍价回升的影响。从地区结构来看，公司境内业务毛利率 13.36%，同比下降 0.49 个 pct，境外业务毛利率 4.07%，同比提升 0.06 个 pct。报告期内公司期间费用率为 6.52%，同比基本持平；销售净利率 2.72%，同比提升 0.44 个 pct。

■**经营性净现金流持续增加，货币资金余额达到 5 年来最高：**报告期末，公司经营性净现金流为 185.59 亿元，较 2015 年增加 20.84%，达到自 2014 年以来的最好水平；投资性净现金流为-31.92 亿元，较 2015 年流出收窄 24.11 亿元。公司货币资金余额达到 448.63 亿元，同比增加 33%，为近 5 年以来的最高值。报告期内公司应收账款同比增加 9.24%，占营收比例 31.67%。预收款项同比增加 10.02%，应付账款同比增加 19.90%，存货同比增加 5.97%。

■**新签合同增速较快，海外及 PPP 项目成绩突出，地下管廊优势显著：**报告期内公司新签合同额达 5024.04 亿元，同比增长 25.10%，其中新

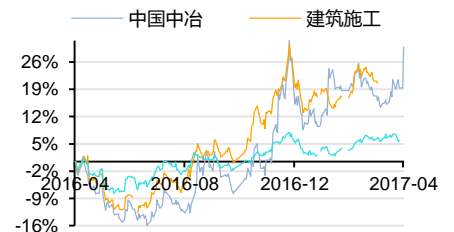
投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**5.80 元**
股价 (2017-04-05) **5.53 元**

交易数据

总市值 (百万元)	114,601.61
流通市值 (百万元)	89,801.67
总股本 (百万股)	20,723.62
流通股本 (百万股)	16,239.00
12 个月价格区间	3.57/5.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.21	12.16	14.24
绝对收益	10.82	15.69	22.91

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

王鑫

报告联系人

wangxin4@essence.com.cn

相关报告

中国中冶：业绩稳健增长，海外业务、地下管廊等成亮点 2016-03-31

签工程合同额 4560 亿元（冶金占比 10.04%，非冶金占比 89.96%），创历史新高；海外新签合同额 573.1 亿元（冶金占比 19.8%，非冶金占比 80.2%），占新签合同额比例 11.41%，同比增长 39.5%，共有工程类驻外机构 139 个，分布在 51 个国家和地区。2016 年公司中标 PPP 项目 122 个，总投资 2537.85 亿元，带动施工合同额 1750.5 亿元。公司积极参与地下综合管廊、主题公园、海绵城市等新兴产业领域项目，管廊项目参与规模及数量优势显著：相继成立管廊投资建设有限公司、管廊技术研究院及管廊建设基金等，2016 年新中标西安市、兰州市、深圳市等 39 个地下综合管廊 PPP 和施工总承包项目，中标项目里程 508.4 公里，投资额 501.32 亿元；新承揽的咨询、设计类项目涉及里程 314.88 公里；规划类项目涉及 995.23 平方公里。

■与五矿重组优势互补，后续发展空间广阔：2015 年 12 月 8 日，经国务院国资委批准，公司实际控制人中冶集团与中国五矿实施战略重组，中冶集团整体进入中国五矿。中冶集团作为“冶金建设国家队”和新中国冶金工业的奠基者，已形成世界领先的、在冶金工程领域可持续发展的核心竞争力，与中国五矿强大的矿业一体化产业链形成了优势互补、强强联合的重组结构。我们看好公司在实际控制人与中国五矿重组后形成新的业务生态模式及业绩增长动力，中国五矿丰富的海外资源也将为公司扩展“一带一路”市场广阔发展空间奠定良好的基础。

■投资建议：我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 7.8%、8.5%、9.6%，净利润增速分别为 12.9%、16.9%、8.4%，对应 EPS 分别为 0.29、0.34、0.37 元，维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 5.80 元，相当于 2017 年 20 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	217,324.0	219,557.6	236,683.1	256,801.1	281,454.0
净利润	4,801.6	5,375.9	6,067.8	7,094.5	7,688.7
每股收益(元)	0.23	0.25	0.29	0.34	0.37
每股净资产(元)	2.92	3.40	3.15	3.46	3.81
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	23.9	21.3	18.9	16.2	14.9
市净率(倍)	1.9	1.6	1.8	1.6	1.5
净利润率	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	2.7%
净资产收益率	7.9%	7.6%	9.3%	9.9%	9.7%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.5%	0.7%	0.5%
ROIC	6.8%	7.7%	8.7%	9.9%	10.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	217,324.0	219,557.6	236,683.1	256,801.1	281,454.0	成长性					
减:营业成本	188,817.4	191,369.8	206,004.5	223,487.7	245,078.2	营业收入增长率	0.7%	1.0%	7.8%	8.5%	9.6%
营业税费	5,597.2	3,288.1	5,302.1	5,404.2	5,910.5	营业利润增长率	12.3%	17.8%	3.5%	20.3%	11.8%
销售费用	1,512.2	1,665.3	1,695.9	1,858.2	2,062.7	净利润增长率	21.1%	12.0%	12.9%	16.9%	8.4%
管理费用	10,067.1	10,425.2	10,730.8	11,910.8	13,059.7	EBITDA 增长率	-8.6%	6.4%	23.5%	9.1%	8.3%
财务费用	2,526.6	2,228.7	4,843.5	4,745.4	5,079.0	EBIT 增长率	-9.1%	8.9%	31.0%	11.3%	10.1%
资产减值损失	4,569.5	4,023.1	2,413.8	1,931.1	1,351.7	NOPLAT 增长率	-2.7%	22.8%	31.7%	11.3%	10.1%
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%	-2.3%	0.6%	14.0%
投资和汇兑收益	1,735.2	440.1	1,076.3	1,083.8	1,080.1	净资产增长率	22.6%	16.8%	-5.8%	8.9%	9.3%
营业利润	5,938.8	6,994.3	7,238.2	8,704.3	9,731.3	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%	13.0%	13.0%	12.9%
利润总额	7,143.1	7,647.8	8,329.2	9,687.3	10,640.5	营业利润率	2.7%	3.2%	3.1%	3.4%	3.5%
减:所得税	2,194.4	1,678.1	1,790.8	2,082.8	2,287.7	净利润率	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	2.7%
净利润	4,801.6	5,375.9	6,067.8	7,094.5	7,688.7	EBITDA/营业收入	5.3%	5.6%	6.4%	6.4%	6.3%
						EBIT/营业收入	3.9%	4.2%	5.1%	5.2%	5.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	52	49	44	37	30
						流动资产周转天数	73	91	95	91	97
						流动营业资本周转天数	433	474	447	456	458
						应收账款周转天数	139	159	139	146	148
						存货周转天数	184	195	186	188	189
						总资产周转天数	555	591	558	553	543
						投资资本周转天数	149	166	164	150	147
						投资回报率					
						ROE	7.9%	7.6%	9.3%	9.9%	9.7%
						ROA	1.4%	1.6%	1.8%	1.8%	2.0%
						ROIC	6.8%	7.7%	8.7%	9.9%	10.8%
						费用率					
						销售费用率	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
						管理费用率	4.6%	4.7%	4.5%	4.6%	4.6%
						财务费用率	1.2%	1.0%	2.0%	1.8%	1.8%
						三费/营业收入	6.5%	6.5%	7.3%	7.2%	7.2%
						偿债能力					
						资产负债率	79.3%	78.0%	78.1%	80.3%	77.6%
						负债权益比	383.1%	354.2%	355.9%	406.5%	347.4%
						流动比率	1.17	1.18	1.17	1.13	1.20
						速动比率	0.68	0.71	0.67	0.68	0.69
						利息保障倍数	3.35	4.14	2.49	2.83	2.92
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.03	0.04	0.03
						分红比率	21.9%	0.0%	10.0%	10.6%	6.9%
						股息收益率	0.9%	0.0%	0.5%	0.7%	0.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,948.7	5,969.6	6,067.8	7,094.5	7,688.7	EPS(元)	0.23	0.25	0.29	0.34	0.37
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	3.15	3.46	3.81
资产减值准备	4,569.5	4,023.1	-	-	-	PE(X)	23.9	21.3	18.9	16.2	14.9
公允价值变动损失	30.4	3.2	469.5	156.7	-260.9	PB(X)	1.9	1.6	1.8	1.6	1.5
财务费用	3,670.6	2,764.6	4,843.5	4,745.4	5,079.0	P/FCF	-8.7	21.8	7.7	39.6	23.7
投资损失	24.8	-410.4	-1,076.3	-1,083.8	-1,080.1	P/S	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	147.2	593.8	470.6	510.0	664.0	EV/EBITDA	12.9	11.1	10.4	9.1	8.9
营运资金的变动	8,508.2	-21,102.2	-535.8	-2,080.1	-18,877.8	CAGR(%)	15.4%	11.8%	14.6%	15.4%	11.8%
经营活动产生现金流量	15,357.4	18,558.5	13,218.9	12,322.2	-3,807.5	PEG	1.6	1.8	1.3	1.0	1.3
投资活动产生现金流量	-5,602.6	-3,192.0	-670.5	534.5	2,028.6	ROIC/WACC	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-9,719.4	-5,597.9	-10,075.2	-8,833.1	6,709.5	REP	2.0	1.4	1.4	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034