

中国中冶 (601618)

PPP、海外项目促进订单高增长，资源板块大幅扭亏

PPP 订单提升迅速，海外订单快速增长

2016 年公司新签合同额 5024 亿元，同比增长 25.10%。非冶金业务新签合同额占比 90%，其中基建工程新签合同额 1050.8 亿元，同比增长 115.6%；房屋建设新签合同额 2170.9 亿元，同比增长 28.1%。全年中标 PPP 项目 122 个，总投资 2537.85 亿元；海外新签合同额 573.1 亿元，较去年同期增长 39.5%。公司未来将城市管廊、智慧城市、海绵城市和美丽乡村等新兴产业作为拓展重点，并坚持践行“一带一路”战略和国家基础建设，PPP 项目和海外订单有望为公司订单带来持续增量。

营业收入略有上升，毛利率较去年同期稍有增长

2016 年公司营业收入 2195 亿元，同增 1.03%。其中工程承包收入同增 0.72%，占全年收入 85.46%；在建 PPP 项目确认收入 94 亿元，较 15 年 2.8 亿元的水平快速增长，预计该类项目未来收入会继续提升；房地产开发收入同增 15.77%；装备制造收入同减 44.86%。2017 年，公司计划实现营业收入 2300 亿元，增长 4.76%。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，计算得出 2016 年度的毛利率为 11.34%，较去年同期上升 0.8 个百分点。可能由于多晶硅和镍价上升、资源开发毛利率上升(同增 20.83 个百分点)，以及一二线城市商用和住宅建设毛利率上升、房地产开发业务毛利率上升(同增 7.14 个百分点)所致。未来大宗商品价格持续上升对资源开发业务利好，整体毛利率有望持续上升。

期间费用基本不变，归母净利润大幅上升

2016 年期间费用率 6.52%，较去年上升 0.03 个百分点。其中，销售费用率 0.76%，管理费用率 4.75%，财务费用率 1.02%，三项费用率均与去年基本持平。综合起来，全年实现归母净利润 53.76 亿元，同比增长 11.98%。

经营现金流净流入增加，付现比下降

并入五矿成矿冶巨头，斩获国改基金第一单

中冶集团整体进入中国五矿，多领域合作逐步展开同时主业优势更加突出，公司规模和核心竞争力得以增强；国企结构调整基金首次参与公司定增，部分缓解资金压力，期待公司后续国企改革动作。

投资建议

公司 PPP 订单提升迅速，投资“一带一路”沿线国家项目众多，与国家鼓励政策契合，预计未来订单收入增长稳健。公司资源开发业务、地产业务毛利突出，未来收入和盈利水平存在较大增长空间，并入五矿后核心竞争力显著增强。综上，公司经营情况持续向好，我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.29、0.31、0.34 元/股。对应 PE 为 18、16、15 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：PPP 项目落地不及预期；海外投资项目存在政治、汇率等风险。

投资评级

行业 建筑装饰/专业工程

6 个月评级 增持(首次评级)

当前价格 5.08 元

目标价格 5.9 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)	16,239.00
A 股总市值(百万元)	90,691.31
流通 A 股市值(百万元)	82,494.12
每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	77.98
一年内最高/最低(元)	5.85/3.47

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030004
tangx@tfzq.com

股价走势



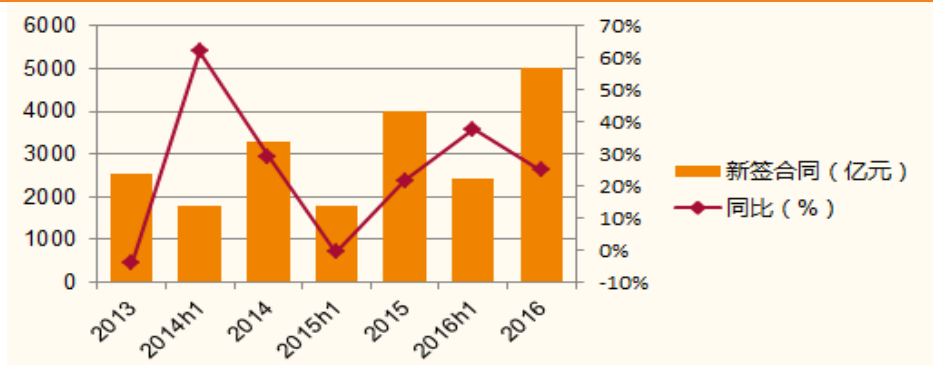
资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	217,323.97	219,557.58	233,139.46	247,576.99	261,418.52
增长率(%)	0.71	1.03	6.19	6.19	5.59
EBITDA(百万元)	11,469.60	12,198.93	12,262.28	13,359.29	14,556.94
净利润(百万元)	4,801.56	5,375.86	5,952.00	6,522.00	7,042.55
增长率(%)	21.10	11.96	10.72	9.58	7.98
EPS(元/股)	0.23	0.26	0.29	0.31	0.34
市盈率(P/E)	22.18	19.81	17.90	16.33	15.13
市净率(P/B)	1.76	1.51	1.60	1.46	1.33
市销率(P/S)	0.49	0.49	0.46	0.43	0.41
EV/EBITDA	12.91	11.08	13.87	11.49	11.43

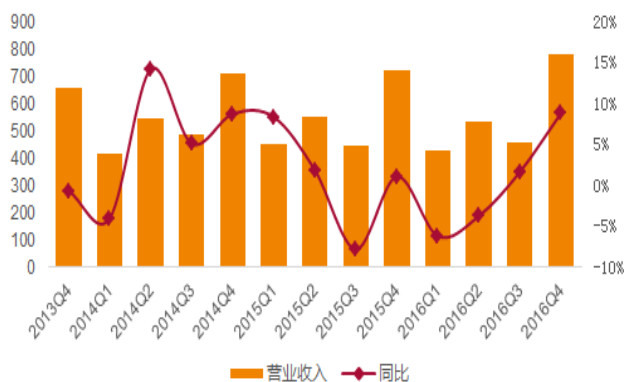
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1: 16 年新签合同 5024.04 亿, 同增 25.10%



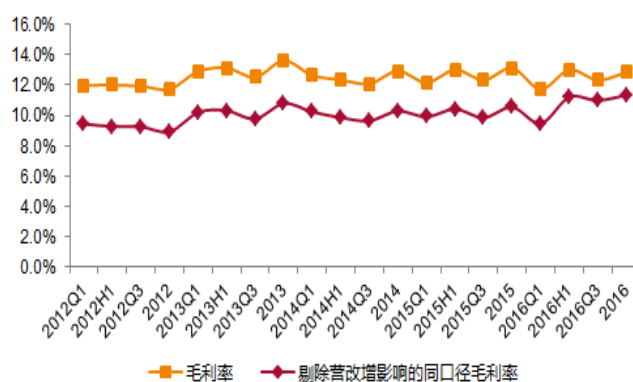
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 2: 营业收入 2195.58 亿, 同增 1.03%



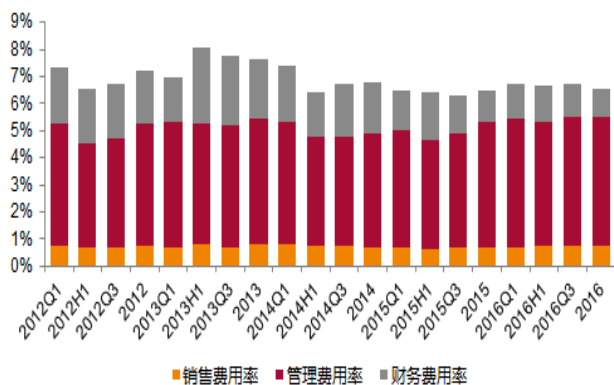
资料来源: wind、天风证券研究所

图 3: 毛利率同减 0.82 百分点、剔除营改增毛利率同增 0.8 百分点



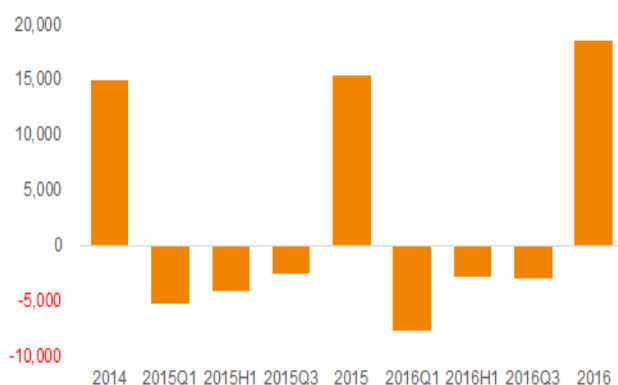
资料来源: wind、天风证券研究所

图 4: 三项费用率



资料来源: wind、天风证券研究所

图 5: 经营现金流 185.59 亿, 同增 20.85%



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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	33,730.71	44,863.39	34,970.92	37,136.55	39,212.78
应收账款	92,719.91	100,954.60	108,870.92	118,074.66	125,915.96
预付账款	13,698.47	13,421.06	18,454.25	14,429.39	19,653.48
存货	115,305.24	122,191.10	137,998.22	143,063.13	159,225.08
其他	20,104.47	21,344.40	14,689.98	24,262.31	17,132.93
流动资产合计	275,558.79	302,774.54	314,984.27	336,966.03	361,140.22
长期股权投资	3,915.03	5,163.49	5,163.49	5,163.49	5,163.49
固定资产	30,154.22	30,037.76	30,161.10	29,933.77	29,753.05
在建工程	3,578.92	3,653.17	2,233.90	1,382.34	829.41
无形资产	14,527.35	14,416.86	14,101.72	13,785.32	13,467.66
其他	16,028.52	21,445.80	21,733.20	22,031.64	22,342.29
非流动资产合计	68,204.03	74,717.07	73,393.40	72,296.56	71,555.89
资产总计	343,762.82	377,491.60	388,377.68	409,262.59	432,696.11
短期借款	36,798.15	49,740.44	64,735.83	68,090.22	80,303.93
应付账款	109,708.44	130,680.43	132,435.77	151,083.34	154,370.43
其他	88,968.03	75,602.50	72,978.11	82,670.72	80,787.55
流动负债合计	235,474.62	256,023.38	270,149.71	301,844.27	315,461.91
长期借款	19,259.93	25,038.82	25,471.52	7,671.06	9,836.16
应付债券	10,972.49	6,654.00	6,654.00	6,654.00	6,654.00
其他	6,900.75	6,667.70	6,667.70	6,667.70	6,667.70
非流动负债合计	37,133.17	38,360.52	38,793.22	20,992.76	23,157.86
负债合计	272,607.80	294,383.90	308,942.93	322,837.04	338,619.77
少数股东权益	10,597.39	12,554.63	13,016.22	13,485.03	14,093.27
股本	19,110.00	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62
资本公积	17,876.69	22,438.34	22,438.34	22,438.34	22,438.34
留存收益	31,357.81	39,742.90	45,694.90	52,216.90	59,259.45
其他	(7,786.87)	(12,351.79)	(22,438.34)	(22,438.34)	(22,438.34)
股东权益合计	71,155.02	83,107.70	79,434.75	86,425.55	94,076.34
负债和股东权益总	343,762.82	377,491.60	388,377.68	409,262.59	432,696.11

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,948.74	5,969.65	5,952.00	6,522.00	7,042.55
折旧摊销	3,067.63	3,053.34	1,958.70	2,031.86	2,111.27
财务费用	3,670.61	2,764.61	3,178.05	3,354.39	3,553.32
投资损失	24.80	(410.39)	(1,076.29)	(1,083.84)	(1,300.00)
营运资金变动	8,508.18	(21,102.18)	(22,416.79)	8,765.68	(20,875.58)
其它	(4,862.58)	28,283.52	931.09	625.47	347.30
经营活动现金流	15,357.38	18,558.55	(11,473.25)	20,215.57	(9,121.13)
资本支出	1,260.64	4,299.49	320.00	620.00	1,050.00
长期投资	(24.19)	1,248.46	0.00	0.00	0.00
其他	(6,839.05)	(8,739.92)	(902.71)	(869.48)	(678.12)
投资活动现金流	(5,602.60)	(3,191.97)	(582.71)	(249.48)	371.88
债权融资	80,427.40	95,873.51	111,301.60	96,855.53	111,234.34
股权融资	7,808.82	4,770.73	(12,437.18)	(2,526.97)	(2,725.90)
其他	(97,955.60)	(106,242.17)	(96,700.94)	(112,129.02)	(97,682.96)
筹资活动现金流	(9,719.38)	(5,597.93)	2,163.48	(17,800.46)	10,825.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	35.40	9,768.65	(9,892.47)	2,165.63	2,076.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	217,323.97	219,557.58	233,139.46	247,576.99	261,418.52
营业成本	188,817.36	191,369.84	203,626.42	215,281.03	226,716.15
营业税金及附加	5,597.16	3,288.12	3,491.53	3,707.75	3,915.04
营业费用	1,512.23	1,665.26	1,768.27	1,877.77	1,982.76
管理费用	10,067.08	10,425.17	11,070.08	11,755.61	12,286.67
财务费用	2,526.56	2,228.71	3,178.05	3,354.39	3,553.32
资产减值损失	4,569.53	4,023.06	4,425.36	4,867.90	5,111.29
公允价值变动收益	(30.45)	(3.22)	469.49	156.66	(260.94)
投资净收益	1,735.16	440.05	1,076.29	1,083.84	1,300.00
其他	(3,409.43)	(873.68)	(3,091.57)	(2,480.99)	(2,078.12)
营业利润	5,938.77	6,994.26	7,125.54	7,973.04	8,892.34
营业外收入	1,375.81	1,306.71	1,460.55	1,381.02	1,382.76
营业外支出	171.44	653.20	369.57	398.07	473.61
利润总额	7,143.14	7,647.77	8,216.52	8,955.99	9,801.49
所得税	2,194.39	1,678.12	1,802.92	1,965.18	2,150.71
净利润	4,948.74	5,969.65	6,413.60	6,990.81	7,650.78
少数股东损益	147.18	593.79	461.60	468.81	608.24
归属于母公司净利润	4,801.56	5,375.86	5,952.00	6,522.00	7,042.55
每股收益(元)	0.23	0.26	0.29	0.31	0.34

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.71%	1.03%	6.19%	6.19%	5.59%
营业利润	12.26%	17.77%	1.88%	11.89%	11.53%
归属于母公司净利润	21.10%	11.96%	10.72%	9.58%	7.98%
获利能力					
毛利率	13.12%	12.84%	12.66%	13.04%	13.27%
净利率	2.21%	2.45%	2.55%	2.63%	2.69%
ROE	7.93%	7.62%	8.96%	8.94%	8.81%
ROIC	6.75%	7.69%	7.37%	6.80%	8.10%
偿债能力					
资产负债率	79.30%	77.98%	79.55%	78.88%	78.26%
净负债率	200.87%	190.66%	193.43%	188.22%	200.74%
流动比率	1.17	1.18	1.17	1.12	1.14
速动比率	0.68	0.71	0.66	0.64	0.64
营运能力					
应收账款周转率	2.58	2.27	2.22	2.18	2.14
存货周转率	1.96	1.85	1.79	1.76	1.73
总资产周转率	0.65	0.61	0.61	0.62	0.62
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.26	0.29	0.31	0.34
每股经营现金流	0.74	0.90	-0.55	0.98	-0.44
每股净资产	2.92	3.40	3.20	3.52	3.86
估值比率					
市盈率	22.18	19.81	17.90	16.33	15.13
市净率	1.76	1.51	1.60	1.46	1.33
EV/EBITDA	12.91	11.08	13.87	11.49	11.43
EV/EBIT	17.49	14.66	16.51	13.55	13.37

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 3 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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com