

2017年07月24日

中国中冶 (601618.SH)

新签合同额稳步提升，PPP 及综合管廊成绩突出

■**事项：**公司发布 2017 年上半年新签合同情况简报，2017 年上半年新签合同总额 2980 亿元，较上年同期增长 22.0%；其中新签国内合同额 2723.7 亿元，新签海外合同额 256.3 亿元。

■**H1 新签合同额同比稳健增长，工程承包合同仍是主要驱动因素：**公司公告显示，2017 年 1-6 月累计新签合同总额 2980 亿元(同比+22.0%)；其中 2017Q1 新签合同额 1262.3 亿元(同比+12.0%)，Q2 新签合同额 1717.7 亿元(同比+30.6%)。得益于第二季度新签合同额的较高增幅(Q2 同比增速较 Q1 增长 18.6 个 pct)，公司 2017 年上半年新签合同额稳健增长，已达到 2016 年全年新签合同额 5024 亿元的 59.3%，我们判断公司全年新签合同额有望取得突破。公司公告 2017H1 新签 5 亿元以上重大工程承包合同 124 个，合同总额 1496 亿元，占全部新签合同总额 50.2%；5 亿元以上重大合同占比超过半数，反映出公司具有较强的工程承揽能力。工程承包业务仍然是公司新签合同增长的最主要驱动因素。从公司新签合同的地区分布来看，2017H1 新签国内合同 2723.7 亿元，同比增长 21.9%，占新签合同总额的 91.4%；新签海外合同 256.3 亿元，同比增长 23.0%，占新签合同总额的 8.6%。国内新签合同仍然是公司新签合同增长的最主要来源。

■**现金流改善为 Q1 业绩提升奠基，Q2 新签合同额提速保障业绩增速：**公司 2017Q1 实现营收 441.8 亿元(同比+3.77%)，相当于 2016 年全年营收规模的 20.12%；实现归母净利润 14.4 亿元(同比+5.61%)，相当于 2016 年全年归母净利润规模的 26.82%。截至 2016 年年底，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。充足的现金流为公司 2017H1 业绩的稳健增长提供了坚实的基础。2017Q2 新签合同额增速较 2017Q1 大幅提升 18.6 个 pct，我们认为公司 2017、2018 年业绩有望受惠于今年以来新签合同额增速提高的良好发展态势而取得更高的同比增速。

■**在手 PPP 合同额充裕，进一步发力地下管廊 PPP 和施工总包项目：**我们根据公司公告统计，2017 年上半年 124 个 5 亿元以上重大工程承包合同中，PPP 项目有 36 个，合计投资额达到 512.6 亿元。叠加 2016 年全年中标 PPP 项目 122 个(总投资 2537.85 亿元)，公司在手 PPP 项

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**5.80 元**
股价 (2017-07-24) **5.17 元**

交易数据

总市值(百万元)	107,141.11
流通市值(百万元)	83,955.63
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	3.71/5.64 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.73	0.32	27.88
绝对收益	5.67	2.76	35.77

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：PPP 及海外业务亮点突出，地下管廊及“一带一路”空间广阔/苏多永

2017-04-06

目合同额充足，未来随着新签项目的逐步落地，有望进一步推动公司业绩增长。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公司、管廊技术研究院及管廊建设基金等，2016 年中标西安市、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；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。公司 2017H1 中标云南省瑞丽市城市地下综合管廊建设工程（一期）项目（18.2 亿元），湖北省孝感市临空经济区城市地下综合管廊工程设计—施工（EPC）工程总承包项目（12.7 亿元）及银川市地下综合管廊及配套基础设施 PPP 项目 IV 标段（11.7 亿元）等重大管廊项目，进一步确立了公司在地下综合管廊建设项目上的优势地位。

■与五矿重组优势互补，海外业务得到进一步发展：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。公司共有工程类驻外机构 139 个，分布在 51 个国家和地区；中国五矿同样拥有丰富的海外资源，二者结合将进一步夯实公司扩展“一带一路”市场广阔发展空间的良好基础。公司 2017H1 公告的 124 个新签 5 亿元以上重大项目中，俄罗斯圣彼得堡中俄友谊会展中心项目以 40.2 亿元合同额位居首位；科威特医保医院项目则以 36.5 亿元合同额居于第四位。海外新签合同大单不断涌现，凸显公司重组后海外市场优势进一步扩大。

■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	7,077.6	7,630.4
每股收益(元)	0.23	0.26	0.29	0.34	0.37
每股净资产(元)	2.92	3.40	3.15	3.43	3.75
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E

市盈率(倍)	22.3	19.9	17.7	15.1	14.0
市净率(倍)	1.8	1.5	1.6	1.5	1.4
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%	9.8%
股息收益率	1.0%	1.2%	0.6%	1.2%	1.2%
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%	19.9%	11.2%
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%	16.6%	7.8%
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	4,768.4	5,159.7	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%	8.2%	8.4%
营业利润	5,938.8	6,994.3	7,238.2	8,681.2	9,650.6	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	9,664.2	10,559.8	营业利润率	2.7%	3.2%	3.1%	3.4%	3.4%
减:所得税	2,194.4	1,678.1	1,790.8	2,077.8	2,270.3	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	7,077.6	7,630.4	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%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	52	49	44	37	30
货币资金	33,730.7	44,863.4	47,336.6	51,360.2	56,290.8	流动资产周转天数	73	91	95	91	97
交易性金融资产	1,410.0	1.0	470.5	627.2	366.3	流动资产周转天数	433	474	447	456	458
应收账款	92,719.9	100,954.6	81,652.8	126,185.1	104,886.2	应收帐款周转天数	139	159	139	146	148
应收票据	11,360.7	16,027.0	9,282.0	18,954.0	13,096.5	存货周转天数	184	195	186	188	189
预付帐款	13,698.5	13,421.1	18,826.5	15,310.7	21,532.6	总资产周转天数	555	591	558	553	543
存货	115,305.2	122,191.1	122,002.4	146,233.1	150,036.8	投资资本周转天数	149	166	164	150	147
其他流动资产	7,333.8	5,316.4	5,951.6	6,200.6	5,822.9	投资回报率					
可供出售金融资产	1,680.2	2,665.6	1,996.3	2,114.0	2,258.6	ROE	7.9%	7.6%	9.3%	9.9%	9.8%
持有至到期投资	0.0	-	0.0	0.0	0.0	ROA	1.4%	1.6%	1.8%	1.8%	2.0%
长期股权投资	3,915.0	5,163.5	5,163.5	5,163.5	5,163.5	ROIC	6.8%	7.7%	8.7%	9.9%	10.8%
投资性房地产	2,170.3	2,486.6	2,486.6	2,486.6	2,486.6	费用率					
固定资产	30,154.2	30,037.8	27,422.0	24,806.3	22,190.5	销售费用率	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	3,578.9	3,653.2	3,653.2	3,653.2	3,653.2	管理费用率	4.6%	4.7%	4.5%	4.6%	4.6%
无形资产	14,527.3	14,416.9	14,053.0	13,689.1	13,325.2	财务费用率	1.2%	1.0%	2.0%	1.9%	1.8%
其他非流动资产	12,178.1	16,293.6	16,528.2	14,871.4	15,733.4	三费/营业收入	6.5%	6.5%	7.3%	7.2%	7.2%
资产总额	343,762.8	377,491.6	356,825.2	431,655.0	416,843.1	偿债能力					
短期债务	36,798.2	49,740.4	60,755.5	69,109.6	75,588.7	资产负债率	79.3%	78.0%	78.1%	80.4%	78.0%
应付帐款	109,708.4	130,680.4	96,617.8	159,373.7	126,955.4	负债权益比	383.1%	354.2%	355.9%	409.9%	354.2%
应付票据	15,641.6	17,638.3	11,383.5	22,896.7	15,349.4	流动比率	1.17	1.18	1.17	1.13	1.19
其他流动负债	73,326.4	57,964.2	74,759.9	72,398.5	77,530.7	速动比率	0.68	0.71	0.67	0.68	0.68
长期借款	19,259.9	25,038.8	14,963.7	6,125.6	12,817.7	利息保障倍数	3.35	4.14	2.49	2.82	2.87
其他非流动负债	17,873.2	13,321.7	20,084.9	17,093.3	16,833.3	分红指标					
负债总额	272,607.8	294,383.9	278,565.2	346,997.4	325,075.3	DPS(元)	0.05	0.06	0.03	0.06	0.06
少数股东权益	10,597.4	12,554.6	13,001.7	13,501.9	14,146.3	分红比率	21.9%	23.1%	10.0%	18.3%	17.2%
股本	19,110.0	20,723.6	20,723.6	20,723.6	20,723.6	股息收益率	1.0%	1.2%	0.6%	1.2%	1.2%
留存收益	31,357.8	39,742.9	44,534.6	50,432.0	56,897.9						
股东权益	71,155.0	83,107.7	78,259.9	84,657.5	91,767.8						

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	7,077.6	7,630.4	EPS(元)	0.23	0.26	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	3.43	3.75
资产减值准备	4,569.5	4,023.1	-	-	-	PE(X)	22.3	19.9	17.7	15.1	14.0
公允价值变动损失	30.4	3.2	469.5	156.7	-260.9	PB(X)	1.8	1.5	1.6	1.5	1.4
财务费用	3,670.6	2,764.6	4,843.5	4,768.4	5,159.7	P/FCF	-8.2	20.4	7.2	31.1	19.0
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	508.7	659.0	EV/EBITDA	12.9	11.1	9.9	8.7	8.5
营运资金的变动	8,508.2	-21,102.2	-535.8	-2,080.1	-18,877.8	CAGR(%)	15.3%	11.6%	14.6%	15.3%	11.6%
经营活动产生现金流量	15,357.4	18,558.5	13,218.9	12,327.2	-3,790.1	PEG	1.5	1.7	1.2	1.0	1.2
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	-8,838.0	6,692.1	REP	2.0	1.4	1.4	1.1	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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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