

2017年09月06日

中国中冶 (601618.SH)

资源业务成绩亮眼，PPP、地下综合管廊等领域全面开花

■**事项：**公司发布 2017 年半年报，实现营业收入 1010.85 亿元，同比增长 5.49%；实现归属于上市公司股东的净利润 26.75 亿元，同比增长 10.71%，扣非后同比增长 40.21%。实现 EPS 0.11 元。

■**2017H1 收入稳健增长，资源开发业务收入增速显著，Q2 增速加快：**公司 2017 年上半年实现营业收入 1010.85 亿元（同比+5.49%），相当于公司 2016 年全年营收 2195.58 亿元的 46.04%。**从业务结构来看**，公司各项主营业务分别实现收入：工程承包业务 868.48 亿元（同比+6.35%），占营收比重 85.92%；房地产开发业务 101.44 亿元（同比+4.63%），占营收比重 10.04%；装备制造业务 25.30 亿元（同比-17.24%），占营收比重 2.50%；资源开发业务 25.07 亿元（同比+36.60%），占营收比重 2.48%。**公司资源业务收入同比实现较大增幅，主要为公司下属巴新瑞木镍钴矿项目达产达标（实现收入 9.82 亿元，同比+107.7%），提升了资源业务板块整体收入。****从市场结构来看**，境内市场实现营收 936.45 亿元（同比+4.64%），占比 92.64%（同比-0.75 个 pct）；境外市场实现营收 74.40 亿元（同比+29.13%），占比 7.36%（同比+1.35 个 pct，因统计口径差异境外收入占比增幅高于境内降幅）。我们认为境外市场收入及占比提升主要来自于公司境外项目新签及履约顺利、营收规模不断增长。**分季度看**，公司 2017Q1、Q2 分别实现营收 441.80 亿元（同比+3.77%）、569.05 亿元（同比+6.86%）；Q2 营收环比增速达到 28.80%，营收有加速增长趋势。

■**盈利能力同比基本持平，资源开发业务实现扭亏，汇兑损失加大财务费用：****毛利率方面**，报告期内公司综合毛利率为 13.02%，同比基本持平。**从业务结构来看**，公司各项主营业务毛利率分别为：工程承包业务 10.95%（同比+0.34 个 pct）、房地产开发业务 24.53%（同比-9.40 个 pct）、装备制造业务 11.08%（同比-2.02 个 pct）、资源开发业务 28.60%（同比+29.43 个 pct）。资源开发业务毛利率成功扭亏且同比大幅提升，主要为巴新瑞木镍钴矿项目达产达标叠加 2017 年上半年钴价上涨等因素所致；期内受益于资源品价格的上涨，公司巴基斯坦山达克铜金矿项目、杜达铅锌矿项目及洛阳多晶硅项目均实现了利润总额的大幅提升。**期间费用方面**，报告期内公司费用率为 6.97%，同比增长 0.31 个 pct。其中销售费用同比增长 14.27%，主要为公司市场开拓费用增加；管理费用同比增长 5.75%，主要为研发费用增加；财务费用同比增长 23.97%，主要为美元汇率波动导致汇兑损失较上年同期有所增加。

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 (2017-09-05) **5.07 元**

交易数据

总市值 (百万元)	105,068.75
流通市值 (百万元)	82,331.73
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	3.92/5.64 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.95	-6.26	11.68
绝对收益	0.8	3.21	21.84

张龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-35082939

王鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 中国中冶：新签合同额稳步提升，PPP 及综合管廊成绩突出/苏多永 2017-07-25
- 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

资产减值方面，报告期内公司发生资产减值损失 13.61 亿元（同比-4.34%），主要为报告期内公司坏账损失及存货跌价损失较去年同期减少所致。**净利率及 ROE 方面**，公司报告期内销售净利率为 2.89%，较 2016 年同期下降 0.06 个 pct；ROE（加权）为 3.80%，较 2016 年同期下降了 0.42 个 pct。**资产负债率方面**，公司报告期末资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率分别为 77.33%、74.91%，均较 2016 年同期有所下降。

■**购地支出增加导致经营活动现金流出加大，筹资活动现金大幅流入：****经营性净现金流方面**，报告期末公司经营活动产生的现金流量净额为-142 亿元，较 2016 年同期净流出增加 113.51 亿元，主要为房地产业务预付一二线城市的土地出让金支出同比增加。**投资性净现金流方面**，报告期末公司投资活动产生的现金流量净额为-38.75 亿元，较 2016 年同期净流出增加 26.83 亿元，主要为公司因大力拓展 PPP 项目增加的股权投资和基金投资支出。**筹资性净现金流方面**，报告期末公司筹资活动产生的现金流量净额为 148.78 亿元，较 2016 年同期净流入增加 89.14 亿元，主要为公司调整了筹资规模和结构。**在手资金方面**，公司报告期末货币资金余额为 404.33 亿元，较 2016 年同期增加 59.16 亿元（同比+17.14%），较期初减少 44.30 亿元。**应收、预收及应付账款方面**，报告期末公司应收账款为 694.07 亿元，较去年同期增加 35.77 亿元（同比+5.43%），较期初减少 1.38 亿元；预收款项为 388.40 亿元，较 2016 年同期增加 64.24 亿元（同比+19.82%）；应付账款为 1131.60 亿元，较 2016 年同期增加 152.83 亿元（同比+15.61%）。

■**新签合同实现较高增速，PPP、地下综合管廊等领域全面开花：**公司中报显示，2017 年上半年公司新签合同额 2977.79 亿元，较去年同期增长 21.92%。其中，新签工程合同额 2745.84 亿元（同比+22.1%），占上半年新签合同总额的 92.21%。新签工程合同中冶金工程合同额 407.38 亿元，非冶金工程合同额 2338.46 亿元、占同期新签工程合同的比重已达 85.16%。报告期内公司新中标 PPP 项目 56 个（同比+11 个），项目总投资额约 1100 亿元，与去年同期持平。公司积极参与国内地下综合管廊、主题公园、海绵城市等新兴产业领域项目：地下综合管廊领域上半年公司相继中标郑州、昆明、孝感等一批重大综合管廊项目；主题公园领域公司承揽了海南海花岛水上乐园等重点工程；海绵城市领域公司中标云南省玉溪大河下游黑臭水体治理及海绵工程 EPC 总承包合同（PPP 项目）及贵安新区海绵城市试点两湖一河 PPP 项目等重大项目。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%。新签海外合同中，工程合同为 221.02 亿元（同比+25.81%），占合同总额的 86.23%，其中冶金类合同占 12.46%、非冶金类项目合同额占 87.54%。2017 年上半年公司在建海外项目共 393 个，合同金额 188.80 亿美元。

■**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%、16.6%、7.8%，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)	21.9	19.5	17.3	14.8	13.8
市净率(倍)	1.7	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%
						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%	9.8%
						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%	1.9%	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%	80.4%	78.0%
						负债权益比	383.1%	354.2%	355.9%	409.9%	354.2%
						流动比率	1.17	1.18	1.17	1.13	1.19
						速动比率	0.68	0.71	0.67	0.68	0.68
						利息保障倍数	3.35	4.14	2.49	2.82	2.87
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.06	0.03	0.06	0.06
						分红比率	21.9%	23.1%	10.0%	18.3%	17.2%
						股息收益率	1.0%	1.2%	0.6%	1.2%	1.2%

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)	21.9	19.5	17.3	14.8	13.8
公允价值变动损失	30.4	3.2	469.5	156.7	-260.9	PB(X)	1.7	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	-8.0	20.0	7.1	30.5	18.7
投资损失	24.8	-410.4	-1,076.3	-1,083.8	-1,080.1	P/S	0.5	0.5	0.4	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	9.7	8.6	8.4
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	1.4	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	1.3	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

张龙、王鑫、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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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