天风证券 TF SECURITIES

中国中冶（601618）

证券研究报告
2017 年 10 月 15 日

新签合同情况良好，持续受益国企改革和资源商品价格上涨

公司近期发布 2017 年 1~9 月份新签合同简报，新签合同投资额 4076.2 亿元，同增 26.2%，其中新签海外合同投资额 359.7 亿元；5 亿以上重大合同 21 个，合同总额 211.3 亿元。点评如下。

大额订单不断涌现，单月新签合同情况良好

公司 1~9 月份新签合同累计增速 26.2%，与 1~8 月累计增速基本持平。9 月份新签合同额 429.5 亿元，其中 5 亿以上重大合同 21 个，合同总额 211.3 亿元，占比 49.20%；签订的最大项目“深圳宝龙湖 EPC 项目”合同投资额 24.9 亿元，占比 2.27%。9 月份新签海外合同额 24 亿元，其中吉隆坡凯宾斯基大酒店合同总额 22.6 亿元，占比 94.17%。今年新签海外合同单季度分布较为平均，一至三季度分别为 36.39%、34.86%和 28.75%，去年比例则为 47.81%、13.44%和 38.75%。

资源矿产储备丰富，全面受益今年大宗商品价格上涨

公司控制的矿产数量为 4 个(阿根廷希拉格兰德铁矿、巴新瑞木镍钴矿、巴基斯坦杜达铅锌矿、巴基斯坦山达克铜金矿)，尚在谈判的矿产 1 个(阿富汗艾娜克铜矿)。今年大宗商品价格涨势强劲，公司的海外镍矿项目逐步实现盈利（同样受益于新能源汽车电池的发展），同时锌矿、铜矿、铁矿等海外资源开发项目也不同程度受益，致公司上半年资源业务小亏-0.44 亿元，与去年同期亏损 5.87 亿元相比大幅减亏。今年下半年公司资源业务有望扭亏为盈，直接助力公司业绩的增长。

国企改革意愿强，经营效率提升空间大

行业内建筑国企净利率普遍偏低，需通过改革绑定公司和管理层、核心骨干利益，提高经营效率。在供给侧改革周期行业盈利复苏的市场条件下，国改压力小；以及对建筑行业景气度逐渐下行的行业趋势研判下，国企改革已经进入了难得的黄金窗口期。中国中冶母公司五矿集团作为第二批国有资本投资公司试点单位，于 16 年年底提出打造“千亿内部市场”的企业发展愿景，国改预期强；公司与五矿的重组有望在有色和黑色金属冶炼、工程承包及房地产业务上实现协同效应，将极大增强公司的市场竞争力，促进业绩的进一步释放，前景值得期待。

投资建议

公司不断获取大额订单，新签合同情况良好；资源板块充分受益大宗商品价格上涨行情；国企改革叠加 PPP、一带一路助力公司稳增长。预计 2017~2019 年 EPS 为 0.29、0.33、0.35 元/股。对应 PE 为 17、16、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外项目存政治、汇率等风险；PPP 落地不及预期

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	242,521.39	263,620.10	278,263.78
增长率(%)	0.71	1.03	10.46	8.70	5.55
EBITDA(百万元)	11,469.60	12,198.93	12,655.92	14,064.49	15,339.22
净利润(百万元)	4,801.56	5,375.86	6,093.91	6,773.51	7,330.89
增长率(%)	21.10	11.96	13.36	11.15	8.23
EPS(元/股)	0.23	0.26	0.29	0.33	0.35
市盈率(P/E)	22.14	19.78	17.45	15.70	14.50
市净率(P/B)	1.76	1.51	1.60	1.45	1.32
市销率(P/S)	0.49	0.48	0.44	0.40	0.38
EV/EBITDA	12.91	11.08	13.94	11.22	11.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.13 元
目标价格	6.6 元
上次目标价	6.6 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)	91,583.94
流通 A 股市值(百万元)	83,306.07
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	77.33
一年内最高/最低(元)	5.85/4.08

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com
岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com
陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com
肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

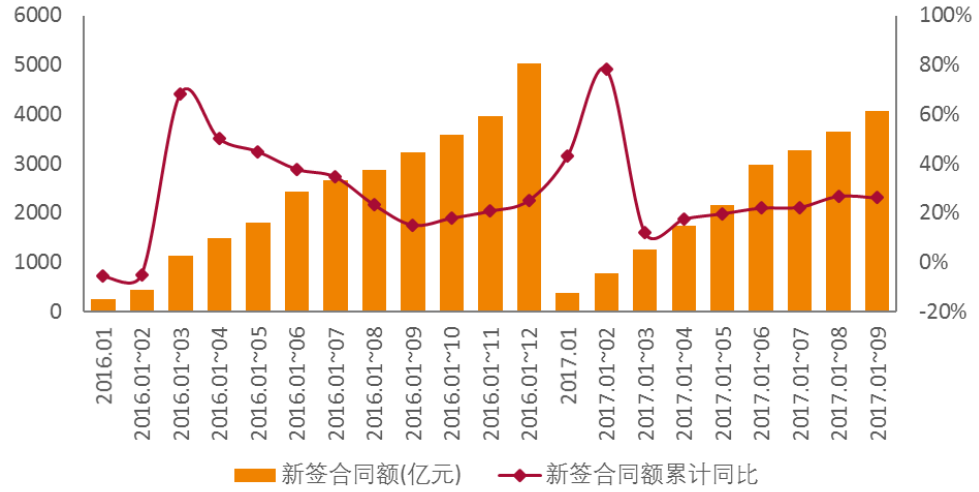
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

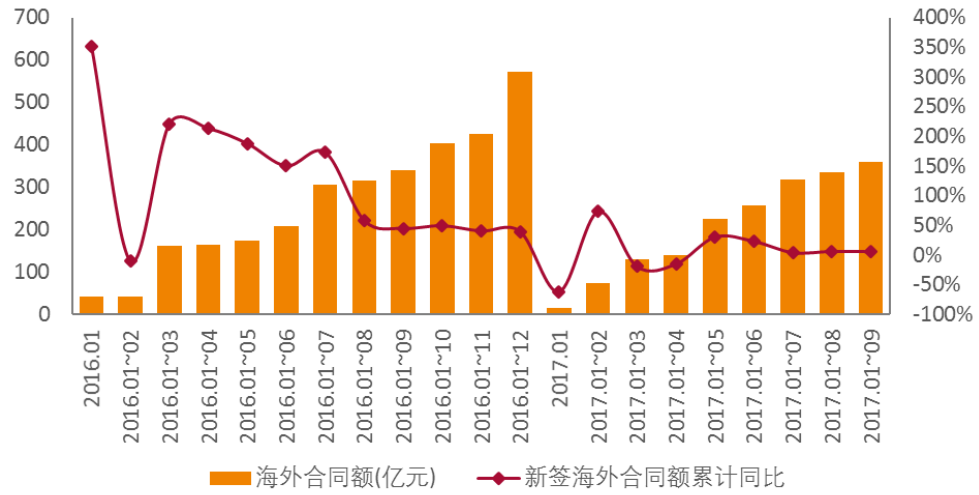
1 《中国中冶-半年报点评:基建业务推进加速，资源板块成为公司另一亮点》2017-09-03
2 《中国中冶-公司点评:新签合同额增速提升，PPP 项目数量、占比持续增加》2017-07-17
3 《中国中冶-公司深度研究:PPP、海外业务强势推进，资源板块有望持续减亏》2017-04-14

图 1：公司累计新签合同额（左-亿元人民币，右-%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司累计新签海外合同额（左-亿元人民币，右-%）



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	36,378.21	39,543.01	41,739.57
应收账款	92,719.91	100,954.60	117,314.66	124,337.10	135,375.76
预付账款	13,698.47	13,421.06	19,758.39	15,296.43	21,025.08
存货	115,305.24	122,191.10	148,643.58	150,975.18	171,167.98
其他	20,104.47	21,344.40	15,693.20	25,023.07	18,290.42
流动资产合计	**275,558.79**	**302,774.54**	**337,788.04**	**355,174.79**	**387,598.81**
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**	**411,181.45**	**427,471.34**	**459,154.69**
短期借款	36,798.15	49,740.44	71,082.20	74,796.42	88,864.13
应付账款	109,708.44	130,680.43	143,200.89	159,037.92	166,478.73
其他	88,968.03	75,602.50	76,980.31	85,580.63	85,258.08
流动负债合计	**235,474.62**	**256,023.38**	**291,263.41**	**319,414.97**	**340,600.93**
长期借款	19,259.93	25,038.82	27,008.68	7,886.61	10,419.97
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**	**40,330.38**	**21,208.32**	**23,741.67**
负债合计	**272,607.80**	**294,383.90**	**331,593.79**	**340,623.29**	**364,342.61**
少数股东权益	10,597.39	12,554.63	13,027.23	13,514.11	14,147.25
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	45,836.81	52,610.32	59,941.22
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**	**79,587.66**	**86,848.05**	**94,812.09**
负债和股东权益总	**343,762.82**	**377,491.60**	**411,181.45**	**427,471.34**	**459,154.69**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,948.74	5,969.65	6,093.91	6,773.51	7,330.89
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	3,375.78	3,714.22	3,934.30
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)	(29,045.94)	10,457.05	(23,290.76)
其它	(4,862.58)	28,283.52	942.09	643.54	372.20
经营活动现金流	**15,357.38**	**18,558.55**	**(17,751.76)**	**22,536.35**	**(10,842.09)**
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	119,185.13	103,777.29	120,378.35
股权融资	7,808.82	4,770.73	(12,634.91)	(2,886.79)	(3,106.87)
其他	(97,955.60)	(106,242.17)	(96,700.94)	(120,012.56)	(104,604.72)
筹资活动现金流	**(9,719.38)**	**(5,597.93)**	**9,849.28**	**(19,122.06)**	**12,666.77**
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**	**(8,485.18)**	**3,164.81**	**2,196.55**

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**	**242,521.39**	**263,620.10**	**278,263.78**
营业成本	188,817.36	191,369.84	211,957.58	229,495.22	241,607.37
营业税金及附加	5,597.16	3,288.12	3,632.03	3,948.01	4,167.31
营业费用	1,512.23	1,665.26	1,839.43	1,999.45	2,110.52
管理费用	10,067.08	10,425.17	11,515.56	12,517.38	13,078.40
财务费用	2,526.56	2,228.71	3,375.78	3,714.22	3,934.30
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**	**7,321.44**	**8,318.41**	**9,293.65**
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**	**8,412.42**	**9,301.36**	**10,202.80**
所得税	2,194.39	1,678.12	1,845.91	2,040.97	2,238.76
净利润	**4,948.74**	**5,969.65**	**6,566.51**	**7,260.40**	**7,964.03**
少数股东损益	147.18	593.79	472.60	486.88	633.14
归属于母公司净利润	**4,801.56**	**5,375.86**	**6,093.91**	**6,773.51**	**7,330.89**
每股收益（元）	0.23	0.26	0.29	0.33	0.35

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.71%	1.03%	10.46%	8.70%	5.55%
营业利润	12.26%	17.77%	4.68%	13.62%	11.72%
归属于母公司净利润	21.10%	11.96%	13.36%	11.15%	8.23%
获利能力					
毛利率	13.12%	12.84%	12.60%	12.94%	13.17%
净利率	2.21%	2.45%	2.51%	2.57%	2.63%
ROE	7.93%	7.62%	9.16%	9.24%	9.09%
ROIC	6.75%	7.69%	7.65%	6.87%	8.27%
偿债能力					
资产负债率	79.30%	77.98%	80.64%	79.68%	79.35%
净负债率	200.87%	190.66%	193.05%	202.69%	208.10%
流动比率	1.17	1.18	1.16	1.11	1.14
速动比率	0.68	0.71	0.65	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	0.62	0.63	0.63
每股指标（元）					
每股收益	0.23	0.26	0.29	0.33	0.35
每股经营现金流	0.74	0.90	-0.86	1.09	-0.52
每股净资产	2.92	3.40	3.21	3.54	3.89
估值比率					
市盈率	22.14	19.78	17.45	15.70	14.50
市净率	1.76	1.51	1.60	1.45	1.32
EV/EBITDA	12.91	11.08	13.94	11.22	11.27
EV/EBIT	17.49	14.66	16.49	13.12	13.07

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 37 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