

2017年11月03日

中国中冶 (601618.SH)

扣非净利润增速符合预期，冶金工程新签合同大幅回升

■**事项：**公司发布2017年第三季度报告，前三季度累计实现营业收入1508.01亿元，同比增长6.74%。前三季度累计实现归属于上市公司股东的净利润35.49亿元，同比增长5.71%，扣非后同比增长25.61%。前三季度实现基本每股收益0.16元。1-9月，公司新签合同额累计约4076.2亿元，同比增长26.2%。

■**前三季度营收增速逐季加快，财务费用及资产减值增加拖累 Q3 净利润同比下滑：**公司2017Q1-Q3实现营业收入1508.01亿元（同比+6.74%），相当于公司2016年全年营收2195.58亿元的68.68%。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3单季分别实现营收441.80亿元（同比+3.77%）、569.05亿元（同比+6.86%）、497.16亿元（同比+9.37%），前三季度营收同比均实现了正增长，增速逐季加快，17Q3单季营收增速达到年内最高。**净利润方面，**公司2017Q1-Q3实现归属于上市公司股东的净利润35.49亿元（同比+5.71%），相当于公司2016年全年实现归母净利润53.76亿元的66.02%，创同期历史新高。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3分别实现归母净利润14.42亿元（同比+5.61%）、12.33亿元（同比+17.33%）、8.74亿元（同比-7.11%），17Q3净利润同比出现了下滑，我们认为主要与17Q3财务费用（同比+103.25%）及资产减值损失（同比+68.44%）同比增加较多有关。

■**三季报毛利率同比有所提升，财务费用有所增加，经营现金流大幅净流出：**公司三季报综合毛利率达到12.87%，较去年同期（12.33%）提升了0.54个pct，但较2017年中报（13.02%）有所降低，其中Q3单季毛利率为12.58%，高于去年同期（10.91%）、但低于17Q2（13.83%）毛利水平。**期间费用方面，**公司三季报期间费用率为7.37%，较去年同期（6.70%）提高了0.67个pct，较2017年中报（6.97%）亦有所提升：其中管理费用较去年同期增加约7.15亿元（+10.71%），销售费用较去年同期增加约1.76亿元（+16.40%），财务费用较去年同期增加约7.55亿元（+43.91%），主要为汇率变动导致公司汇兑损失增加所致。**净利润率及ROE方面，**公司三季报销售净利率为2.68%，较去年同期持平，较2017年中报（2.89%）有所降低；ROE（加权）为5.26%，较去年同期（6.04%）降低了0.78个pct。**资产减值方面，**公司前三季度资产减值损失较去年同期增加2.4亿元（+12.85%），其中Q3同比增加3.02亿元。**现金流方面，**2017年前三季度公司经营产生的现金流

公司快报

证券研究报告

建筑施工

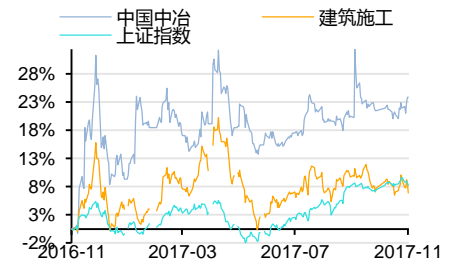
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**5.80元**
股价（2017-11-03）**5.22元**

交易数据

总市值(百万元)	108,177.29
流通市值(百万元)	84,767.58
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	4.25/5.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.27	0.73	19.51
绝对收益	1.95	3.37	28.18

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：资源业务成绩亮眼，PPP、地下综合管廊等领域全面开花/张龙 2017-09-06
- 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

量净额为-140.78 亿元，较去年同期净流出 (-29.44 亿元) 增加 111.34 亿元，较年初 (+185.59 亿元) 净流出大幅增加 326.37 亿元，主要为公司生产经营活动中预付一二线城市的土地出让金支出同比增加较多所致。筹资活动产生的现金流量净额为 109.20 亿元，较去年同期 (+12.0 亿元) 大幅增加 97.2 亿元，主要为公司本期增加了筹资规模所致。

■**货币资金、预收款项及存货同比有所增加，资本结构得到较大改善：**

货币资金方面，期末公司货币资金余额为 353.88 亿元，同比增加 63.95 亿元 (+22.06%)，我们判断主要为期内公司筹资规模同比增加所致；货币资金余额较年初减少 21.12%，我们判断主要为期内公司经营活动和投资活动产生的现金净流出较多所致。**预收款项、应付账款及应收账款方面**，三季度末公司预收款项为 468.48 亿元，同比增加 107.25 亿元 (+29.69%)，较年初增加 41.27%，我们判断主要为公司预收工程款增加及预收房地产售楼款增加所致。应付账款为 1097.69 亿元，同比增加 70.55 亿元 (+6.87%)，较年初基本持平。应收账款为 691.77 亿元，较去年同期及年初基本持平。**存货(含已完工未结算)方面**，存货为 1323.95 亿元，同比增加 42.8 亿元 (+3.34%)，较年初增加 8.35%，我们判断主要为期内公司已完工未结算款及地产存货规模增加所致。**资本结构方面**，报告期末剔除预收账款后公司的资产负债率为 73.51%，同比降低 4.17 个 pct，较 2017 年中报 (74.91%) 亦有所降低，总体负债率水平已得到较大改善。

■**新签合同保持较高增速，新签冶金工程合同同比大幅增加：**

根据公司 2017 年三季度主要经营数据显示，2017 年 1-9 月年公司新签合同额 4076.2 亿元，较去年同期增长 26.2 %。其中，新签工程合同额 3732.8 亿元 (同比+26.7%)，占上半年新签合同总额的 91.6%。在人民币 5000 万元以上新签工程承包项目中，冶金工程合同额 449.7 亿元 (同比+97.5%)、非冶金工程合同额 2963.7 亿元 (同比+21.31%)，分别占同期人民币 5000 万元以上新签工程合同的 13.17%、86.83%，冶金工程合同额同比实现了较快增长，我们判断与年内供给侧改革驱动下上游冶金行业企业资产负债表得到修复、盈利增加后加大资本性开支有关。根据公司中报显示，2017 年上半年公司新中标 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。公司同时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。从 2017H1 公司新签合同的地区分布来看，国内合同约占新签合同总额的 91.4%，海外合同约占新签合同总额的 8.6%。

■**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
主营业务收入	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)	22.5	20.1	17.8	15.3	14.2
市净率(倍)	1.8	1.5	1.7	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%	1.1%	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%	1.1%	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)	22.5	20.1	17.8	15.3	14.2
公允价值变动损失	30.4	3.2	469.5	156.7	-260.9	PB(X)	1.8	1.5	1.7	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	20.6	7.3	31.5	19.2
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	8.8	8.6
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	1.2	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

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