

证券研究报告—动态报告/公司快评

建筑装饰

专业工程

中国中冶 (601618)

2018 年 8 月经营情况点评

买入

(维持评级)

2018 年 9 月 16 日

订单充沛业绩稳健，冶金龙头成功转型

 证券分析师： 周松
 联系人： 江剑

 021-60875163
 021-60933161

 zhousong@guosen.com.cn
 jiangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518030001

事项：

公司发布最新经营情况简报，2018 年 1-8 月份新签订单 3938.4 亿元，较上年同期增长 8.0%。

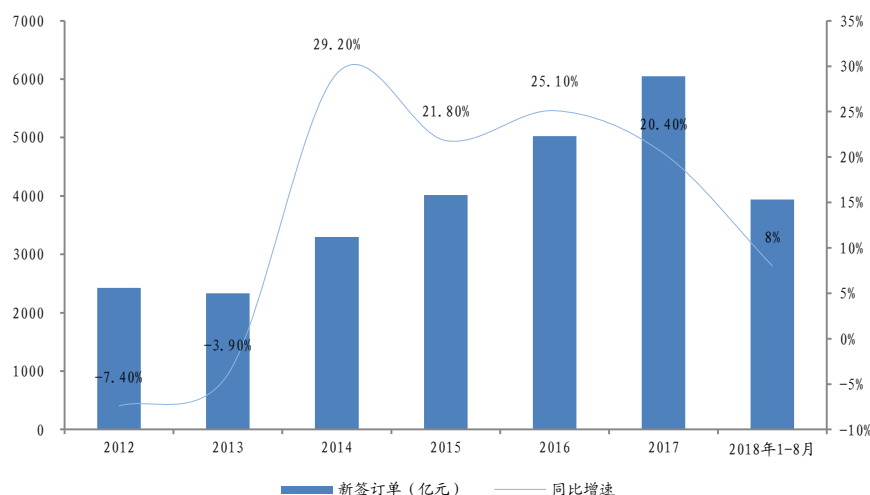
评论：

■ 新签订单增速连续 4 年超过 20%，在手订单充沛

2014 年以来，公司新签订单持续保持快速增长，连续 4 年的增速都超过了 20%。其中 2017 年新签订单额突破 6000 亿大关，达到 6049 亿元，同比增长 20.4%。

2018 年 1-8 月份，受基建投资整体回落影响，公司新签订单增速有所下降，但继续保持正增长，新签订单额 3938.4 亿元，同比增长 8.0%。

图 1：公司今年 1-8 月新签订单同比增长 8.0%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

由于公司未披露在手订单余额（未完工订单）的情况，我们根据公司近几年的新签订单和营收情况做了一个粗略测算。我们假设公司 2013 年底在手订单余额为 0（实际大于 0），测算结果显示，截至 2018 年 8 月底，公司在手订单余额大约有 12097 亿元，实际情况可能更多，超 2017 年营收的 4 倍。

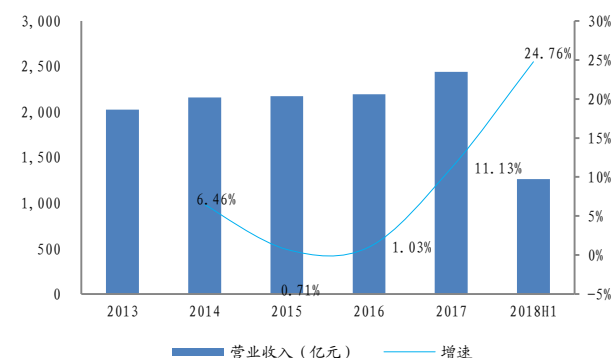
表 1: 公司剩余合同金额数

项目	金额 (亿元)
2013 年剩余合同总额 (假设)	0
减: 2014 年营业收入	2158
加: 2014 年新签合同额	3298
2014 年剩余合同总额	1140
减: 2015 年营业收入	2173
加: 2015 年新签合同额	4016
2015 年剩余合同总额	2983
减: 2016 年营业收入	2196
加: 2016 年新签合同额	5024
2016 年剩余合同总额	5811
减: 2017 年营业收入	2440
加: 2017 年新签合同额	6049
2017 年剩余合同总额	9420
减: 2018H1 营业收入	1261
加: 2018 年 1-8 月新签合同额	3938
截至 2018 年 8 月底剩余合同总额 (预计)	12097

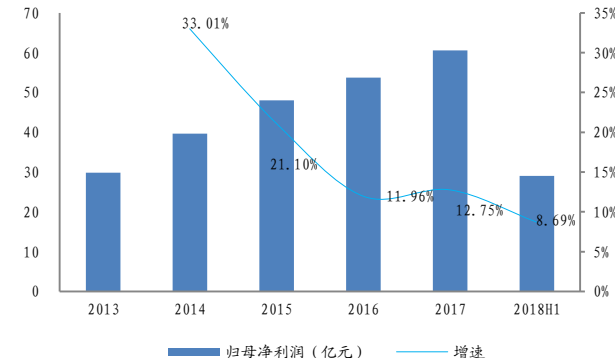
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 营收拐点向上, 净利润增速被非经常性损益掩盖

2018 年上半年公司完成营业收入 1261 亿元, 同比增长 24.76%, 营收增长经过拐点后继续提速; 实现归母净利润 29 亿元, 同比增长 8.69%, 扣非净利润增速 18.47%, 归母净利润远低于扣非利润增速主要有两方面原因, 一方面是公司在资产减值及信用减值等方面同比多计提了 6.4 亿元损失, 另一方面是公司增加了 3.9 亿元的国有企业“三供一业”分离移交费用的营业外支出, 以上两者合计占比归母净利润的 35.5%。

图 2: 公司营收从 2016 年开始拐点向上


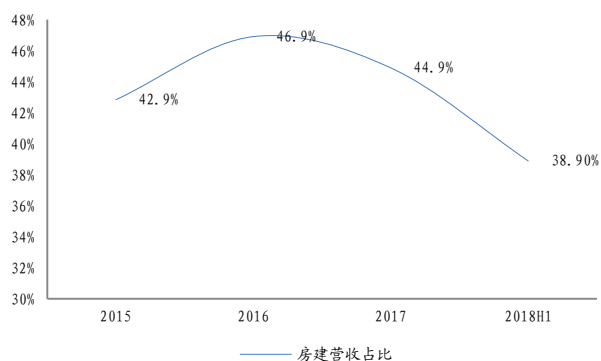
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润增速被掩盖, 2018H1 增长 8.69%


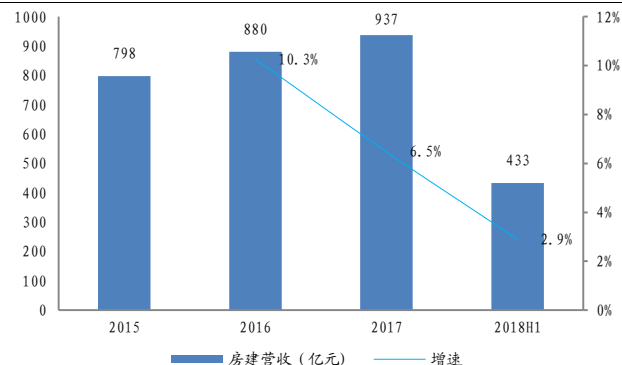
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

■ 房建成最大业务领域, 基建增长迅猛

近几年, 房建工程已经替代冶金工程, 成为公司第一大业务领域, 并保持较快增长。2017 年, 房建工程完成营收 937 亿元, 同比增长 6.5%, 占比工程承包总营收超过 44.9%。2018 年上半年房建营收 433 亿元, 同比增长 2.9%, 占比总承包比重下降到 38.9%, 但仍是公司最大业务领域。

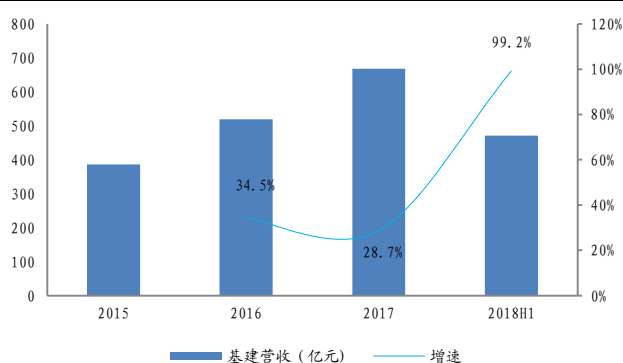
图 4：房建工程稳居公司第一大业务


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

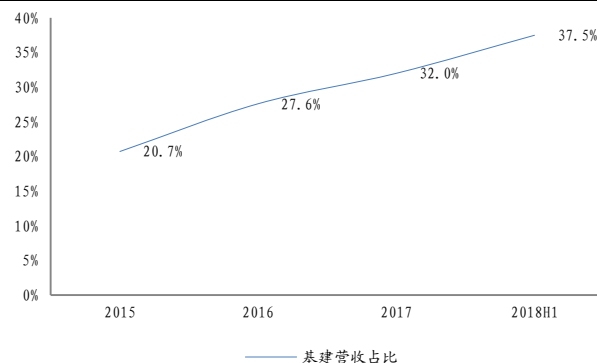
图 5：房建业务保持稳健增长


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

在 PPP 项目等的推动下，公司基建业务（主要包括交通基础设施和其他建设工程）取得迅猛发展，2015-2017 年公司基建业务营收从 386 亿元增长到 668 亿元，CAGR 达到 31.6%，占比也从 20.7%增长到 32.0%。2018 年上半年基建业务继续保持高速增长，完成营收 471 亿元，同比增长 99.2%，占比继续提升至 37.5%，与房建业务的差距进一步缩小。

图 6：公司近几年基建业务增长迅猛


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司基建业务占比大幅提升


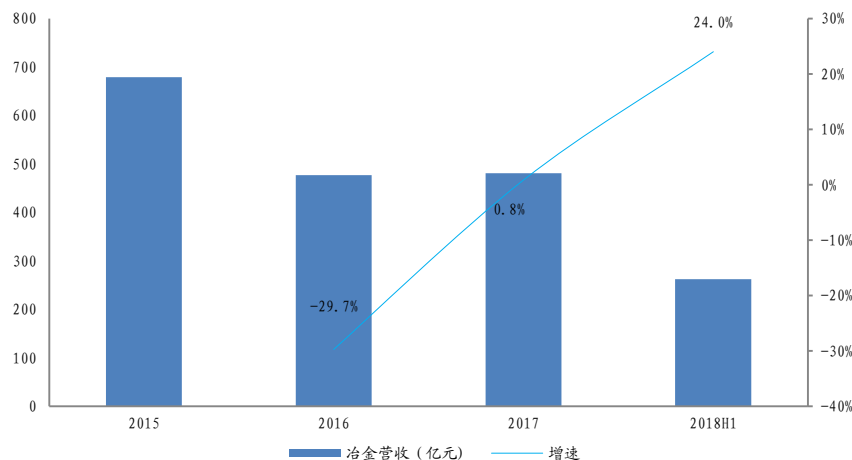
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

■ 冶金业务企稳回升

2016 年以来，公司冶金业务开始企稳回升。一方面，国内钢铁行业在供给侧结构改革的推动下，通过“去产能”调整，产能过剩情况得到好转，行业景气度有所回升。另一方面，随着国家“一带一路”的持续推进，公司在海外冶金建设市场的订单逐步增多。

2018 年上半年冶金业务在 2017 年冶金新签订单 72.3% 的高增长推动下，重回高速增长，完成营收 262 亿元，同比增长 24%。

图 8: 公司冶金工程稳健向好, 2018H1 增长 24%

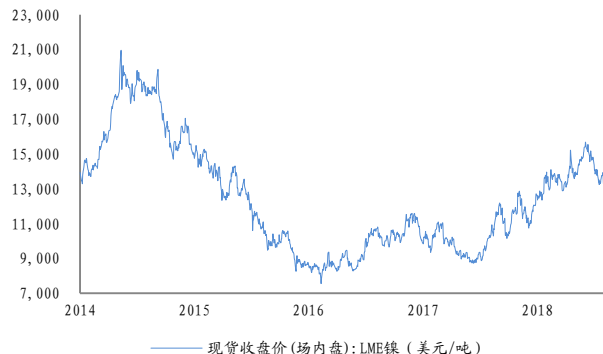


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

■ 受益金属价格上涨, 资源板块盈利能力显著改善

公司在国内外拥有多个优质金属矿产资源开发项目。在多重因素的推动下, 国际金属矿产价格从 2016 年开始全线触底反弹, 主要产品价格震荡走高。与 2016 年低点相比, 2018 年镍、铜、锌、铅的高点价格分别反弹超过 90%、57%、107%和 48%。

图 9: 2016 年以来, 镍价涨幅超过 90%



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 2016 年以来, 铜价涨幅超过 57%



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2016 年以来, 锌价涨幅超过 107%



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2016 年以来, 铅价涨幅超过 48%



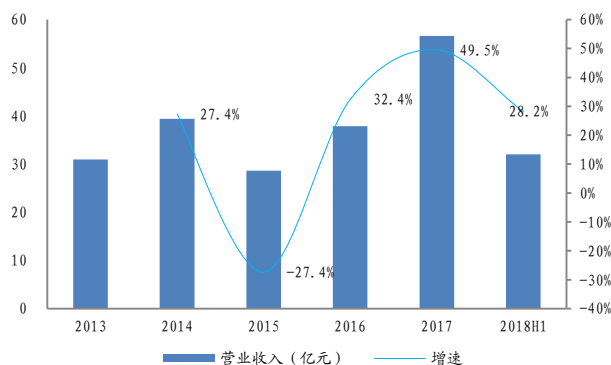
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

受益于金属价格的全面上涨, 公司 2017 年的矿产资源营收有了大幅提升, 盈利能力明显改善。2017 年, 公司资源

板块完成营收 57 亿元，同比增长 49.5%；实现毛利润 16.19 亿元，同比大增 270.5%。

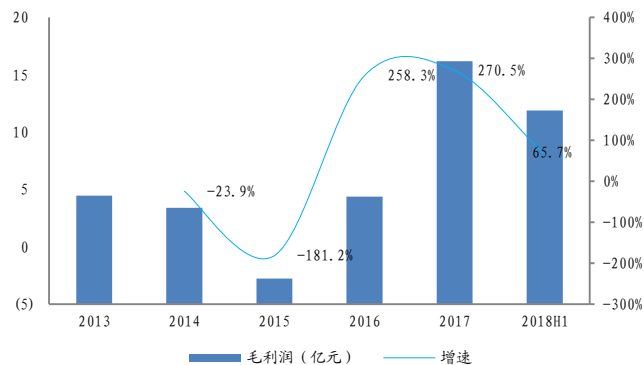
2018 年上半年，公司资源板块业务规模和盈利能力继续同步提升。完成营收 32 亿元，同比增长 28.2%；实现毛利润 11.88 亿元，同比增长 65.7%；毛利率为 36.98%，同比提升 8.38pct。

图 13: 公司 2018H1 资源板块营收 32 亿元，增长 28.2%



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司 2018H1 资源板块毛利润 11.88 亿，增长 65.7%



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

■ 多元业务布局有利于长期可持续发展

公司传统的冶金工程领域近年来处在环保改造、结构调整和转型升级的深度调整期，市场景气度不佳。在复杂多变的竞争环境下，公司积极拓展房建、基建等其他领域工程承包业务以及房地产、资源开发、制造等新型业务。目前，公司的冶金工程新签合同额已不足公司新签合同总额的 20%，房建、基建和冶金工程承包业务基本达到 2:2:1 的比例。公司成功向多元化业务转型，有效化解冶金工程市场的风险，促进了公司的长期可持续发展。

■ 盈利预测与估值

公司作为一家建筑央企，在传统的冶金工程领域具有雄厚的实力，是绝对的行业龙头。目前公司已成功向基建、房建、房地产、资源开发等多元化业务转型，具备长期可持续发展的动力。我们将公司各业务进行分拆，具体每项的预测如下。

核心假设:

- (1) 工程承包业务在充足订单推动下，业绩保持较快增长；
- (2) 房地产开发业务和装备制造业务发展放缓；
- (3) 资源板块保持较快增长，并维持较高毛利率水平；

表 2: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2016	2017	2018E	2019E	2020E
工程承包					
收入	1,876.39	2,086.13	2503.36	2903.89	3339.48
增长率	2.38%	11.18%	20.00%	16.00%	15.00%
毛利率	11.05%	11.15%	11.20%	11.50%	11.50%
房地产开发					
收入	225.06	249.14	261.60	274.68	288.41
增长率	16.58%	10.70%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	27.24%	24.83%	26.00%	25.00%	24.00%
装备制造					
收入	51.12	62.55	71.93	75.53	79.31
增长率	-38.66%	22.36%	15.00%	5.00%	5.00%

毛利率	10.83%	9.15%	9.30%	9.00%	9.00%
资源开发					
收入	37.89	56.65	67.98	78.18	89.90
增长率	32.39%	49.51%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	11.53%	28.59%	35.00%	25.00%	25.00%
其他业务					
收入	0.00	39.52	43.47	45.45	52.17
增长率	-100.00%	185.00%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	0.00%	10.75%	11.00%	11.00%	11.00%
合计					
收入	2,195.57	2,439.99	2,948.34	3,377.72	3,849.26
增长率	1.03%	11.13%	20.83%	14.56%	13.96%
毛利率	12.83%	13.10%	13.01%	12.85%	12.69%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

中国中冶的同业可比公司主要是中国建筑等央企, 根据 wind 一致预期数据, 同行业可比公司 2018/2019 年估值均值为 8.96/7.73 倍, 当前公司的估值为 8.40 倍, 处于行业中枢的位置。

表 3: 行业同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
				2018E	2019E	2018E	2019E
601668.SH	中国建筑	5.18	217,483	0.87	0.98	5.92	5.31
601186.SH	中国铁建	10.12	133,662	1.41	1.62	7.19	6.26
601390.SH	中国中铁	7.23	160,593	0.80	0.91	9.04	7.95
601800.SH	中国交建	11.75	166,815	1.38	1.52	8.52	7.73
601669.SH	中国电建	5.24	8,0167	0.53	0.59	9.86	8.85
601117.SH	中国化学	6.63	32,706	0.50	0.64	13.24	10.30
	平均	7.69	131,904	0.92	1.04	8.96	7.73
601618.SH	中国中冶	3.41	65,913	0.35	0.41	9.70	8.40

资料来源: wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理预测 (其他可比公司数据均来源于 wind)

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况, 预计公司 2018-2020 年净利润分别为 72.56/84.05/96.20 亿元, 分别同比增长 19.7%/15.8%/14.4%, 对应的 EPS 为 0.35/0.41/0.46 元, PE 分别为 9.7/8.4/7.3 倍。维持“买入”评级。

主要财务指标

盈利预测和财务指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	219,558	244,000	294,835	337,774	384,928
(+/-%)	1.0%	11.1%	20.8%	14.6%	14.0%
净利润(百万元)	5376	6061	7255.74	8405.40	9619.53
(+/-%)	12.0%	12.8%	19.7%	15.8%	14.4%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.29	0.35	0.41	0.46
EBIT Margin	5.8%	6.1%	6.0%	5.7%	5.6%
净资产收益率(ROE)	7.6%	7.3%	8.9%	10.5%	12.2%
市盈率 PE	13.1	11.7	9.7	8.4	7.3
EV/EBITDA	23.1	21.8	19.9	20.4	20.5
市净率(PB)	1.00	0.86	0.87	0.88	0.90

来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

■ 风险提示

应收账款坏账、金属价格下跌、基建投资放缓等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	43594	40729	40729	40729
应收款项	135581	154040	176474	201110
存货净额	118293	153033	175836	200898
其他流动资产	22538	22109	25329	28865
流动资产合计	322329	372235	420691	473926
固定资产	31495	28115	24716	21077
无形资产及其他	15419	14802	14186	13569
投资性房地产	36406	36406	36406	36406
长期股权投资	8916	10575	12234	13893
资产总计	414565	462134	508233	558872
短期借款及交易性金融负债	57850	65131	73308	82480
应付款项	139831	168850	194009	221662
其他流动负债	82454	95098	109424	125000
流动负债合计	280135	329079	376742	429143
长期借款及应付债券	30557	30557	30557	30557
其他长期负债	6552	6365	6177	5990
长期负债合计	37110	36922	36735	36548
负债合计	317245	366001	413477	465691
少数股东权益	14821	14706	14572	14420
股东权益	82500	81427	80184	78762
负债和股东权益总计	414565	462134	508233	558872

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.29	0.35	0.41	0.46
每股红利	0.34	0.40	0.47	0.53
每股净资产	3.98	3.93	3.87	3.80
ROIC	7%	8%	8%	9%
ROE	7%	9%	10%	12%
毛利率	13%	13%	13%	13%
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%
收入增长	11%	21%	15%	14%
净利润增长率	13%	20%	16%	14%
资产负债率	80%	82%	84%	86%
息率	9.8%	11.8%	13.7%	15.6%
P/E	11.7	9.7	8.4	7.3
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	21.8	19.9	20.4	20.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	244000	294835	337774	384928
营业成本	212052	256469	294378	336066
营业税金及附加	2109	2536	3040	3464
销售费用	1961	2359	2871	3272
管理费用	13018	15653	18181	20633
财务费用	3020	3205	3589	3979
投资收益	549	908	908	908
资产减值及公允价值变动	(3908)	(4178)	(4178)	(4178)
其他收入	299	0	0	0
营业利润	8779	11343	12445	14243
营业外净收支	196	(600)	0	0
利润总额	8975	10743	12445	14243
所得税费用	2263	2709	3138	3591
少数股东损益	650	779	902	1032
归属于母公司净利润	6061	7256	8405	9620

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6061	7256	8405	9620
资产减值准备	(114)	(176)	(491)	(514)
折旧摊销	2916	4074	4409	4670
公允价值变动损失	3908	4178	4178	4178
财务费用	3020	3205	3589	3979
营运资本变动	(7065)	(11471)	(9650)	(10707)
其它	18	61	358	361
经营活动现金流	5725	3921	7209	7608
资本开支	3756	(4079)	(4079)	(4079)
其它投资现金流	1423	0	0	0
投资活动现金流	1427	(5738)	(5738)	(5738)
权益性融资	10240	0	0	0
负债净变化	(1568)	0	0	0
支付股利、利息	(6958)	(8329)	(9648)	(11042)
其它融资现金流	(1610)	7281	8177	9172
融资活动现金流	(8422)	(1047)	(1471)	(1870)
现金净变动	(1270)	(2864)	0	0
货币资金的期初余额	44863	43594	40729	40729
货币资金的期末余额	43594	40729	40729	40729
企业自由现金流	10720	1848	5116	5957
权益自由现金流	7542	6733	10610	12153

相关研究报告

《中国中冶（601618）2018 年中报点评：主业稳健向好，多元业务全面回暖》——2018-09-03

《建筑工程行业 2018 年中报总结：行业增速放缓，设计咨询、化学工程高增长，投资迎来拐点》——2015-09-05

《建筑工程行业 9 月投资策略：政策放松，重点推荐补短板基建、设计咨询和装饰龙头》——2018-09-07

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032