

营收及新签合同额持续提升，冶金工程龙头多元化转型升级

■**事项**：公司发布 2018 年度报告，2018 年实现营业收入 2,895.35 亿元，比上年同期增加 18.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 63.72 亿元，比上年同期增加 5.12%，扣非后同比增加 12.53%。实现基本 EPS 0.26 元，拟每 10 股派现金 0.70 元（含税）。

■营收增速位居近五年最高水平，工程承包业务营收占比持续提升：

公司 2018 年分别实现营业收入同比增速 18.66%（同比+7.53pct），营收增速提升，位于 2014-2018 年的最高水平。从业务结构来看，公司各主业分别实现营收及增速（不考虑分部抵消）：工程承包 2,583.31 亿元（同比+23.83%）、房地产开发 228.70 亿元（同比-8.20%）、装备制造 69.88 亿元（同比+11.73%）、资源开发 52.83 亿元（同比-6.74%），工程承包营收增速较快。各主业营收占比为：工程承包 89.22%（同比+3.73pct）、房地产开发 7.90%（同比-2.31pct）、装备制造 2.41%（同比-0.15pct）、资源开发 1.82%（同比-0.50pct）。工程承包业务营收增速达到近五年的最高水平，是公司营收的主要增长点。期内公司冶金/房建/交通/其他工程收入占比为 25%/42%/21%/12%，房建及交通工程收入合计占比 63%，较 2017 年降低约 3 个 pct。分季度来看，公司 2018Q1~Q4 分别实现营收同比增速 24.94%、24.62%、10.81%、16.24%。从市场结构来看，期内公司在大陆实现营收 2,670.15 亿元（同比+17.03%），海外地区实现营收 225.19 亿元（同比+42.15%），中国大陆营收占比 92.22%（同比-1.29pct），仍为公司收入结构的主要来源，但海外市场业务收入实现快速增加。净利润增速方面，公司 2018 年实现归属于上市公司股东的净利润同比增速 5.12%（同比-7.64pct），扣非归母净利润同比增速 12.53%（同比-7.09pct），增速均位于 2014-2018 年间的低位水平。我们认为归母净利润下滑主要是由于工程承包业务毛利率下滑同时收入及毛利贡献占比提升，并且营业外支出（同比+211.61%）受期内“三供一业”分离移交费用增加 5.59 亿元影响所致。

■盈利水平略有下滑，期间费用控制有效，研发费用投入增幅较大：

毛利率方面，报告期内公司综合毛利率达到 12.58%，较 2017 年下跌了 0.51 个 pct。从业务结构来看，公司工程承包、房产开发、装备制造、资源开发及其他主营业务毛利率分别为 10.52%（同比-0.63 个 pct）、28.48%（同比+3.65 个 pct）、12.02%（同比+2.87 个 pct）、33.17%（同

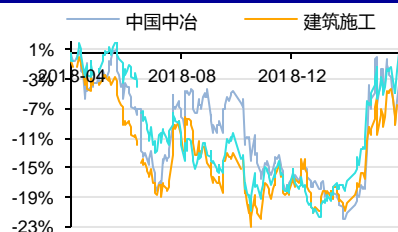
投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**4.30 元**
股价（2019-04-01）**3.60 元**

交易数据

总市值(百万元)	74,605.03
流通市值(百万元)	64,269.43
总股本(百万股)	20,723.62
流通股本(百万股)	17,852.62
12 个月价格区间	2.92/3.87 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.82	-11.37	-3.32
绝对收益	1.98	15.76	-3.28

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

比+4.58 个 pct)、15.65%(同比+4.90 个 pct);毛利贡献占比分别为 74.67% (同比+1.88 个 pct)、17.89% (同比-1.47 个 pct)、2.31% (同比+0.51 个 pct)、4.81% (同比-0.26 个 pct)、1.58% (同比+0.25 个 pct)。受市场竞争激烈及分包、材料成本等价格上升因素的影响,工程承包业务毛利率有所下降,但毛利贡献占比提升。期间费用方面,报告期内公司期间费用率为 7.29%,较去年同期降低约 0.10 个 pct,其中管理费用、研发费用、销售费用及财务费用率分别为 2.96% (同比-0.19 个 pct)、2.48%(同比+0.29 个 pct)、0.73% (同比-0.07 个 pct)、1.12% (同比-0.12 个 pct)。研发费用率提升幅度较大主要为期内公司增加了研发人员、加大了研发投入。资产及信用减值损失方面,期内公司合计发生资产及信用减值损失 38.36 亿元,较 2017 年减少 0.73 亿元。净利率及 ROE 方面,期内销售净利润率为 2.61%,较 2017 年下跌了 0.14 个 pct; ROE (加权)为 8.25%,较 2017 年下跌了 0.19 个 pct。

■经营性净现金流持续为正,在手资金充足,应收账款管理显成效:

现金流方面,报告期内公司经营活动产生的现金流量净额为 140.50 亿元,同比净流入减少 43.68 亿元 (-23.72%);投资活动产生的现金流量净额为-117.37 亿元,同比流出减少 35.80%;筹资活动产生的现金流量净额为-59.3 亿元,同比流出增加 182.34%。筹资活动现金流净流出增幅较大,主要是期内公司偿还债务本息、分配股利和利润所支付的现金增加所致。货币资金方面,期末公司货币资金余额为 444.77 亿,较年初增加 2.03%。应收账款方面,期内公司应收账款及应收票据为 873.94 亿元,较年初减少 7.28%,主要是公司期内注重应收账款回款,加大催款力度及进行坏账计提准备等。资本结构方面,期末公司资产负债率为 76.61%,较 2017 年期末提升了 0.09 个 pct,但仍处于近五年低位水平;剔除预收账款后负债率为 76.60%,同比提升了 2.85 个 pct。

■新签合同增速有所放缓,订单充足业绩增长可期:公司 2018 年累计新签合同额 6,657.44 亿元 (同比+10.06%),在连续 3 年实现高速增长的基础上再次达到两位数增速,2015 年至今新签合同年均复合增速达到 18.35%。从业务结构看,新签工程合同 6,286.89 亿元(同比+13.11%),占比 94.43% (同比+2.55 个 pct)。其中冶金工程新签合同额 1,110.66 亿元 (同比+40.84%),占总新签合同额比 16.68% (同比+3.64 个 pct);非钢工程新签合同额 5,176.23 亿元 (同比+8.52%),占总新签合同额比 77.75% (同比-1.10 个 pct)。PPP 项目方面,2018 年公司新签约 PPP 项目 65 个,项目总投资 1,062.93 亿元;新中标 PPP 项目 47 个,项目总投资 1,066.85 亿元。公司在关注新建产能的同时,持续加大由传统冶金工程向基本建设领域、新兴市场的转型力度,市场份额持续扩大,冶金工程新签合同额控制在公司新签合同总额的 20%以内,成功完成了业务转型,有效化解了冶金工程市场风险。公司 2018 年新签合同额达到 6,657.44 亿元相当于 2018 年全年营收 2,895.35 亿元的 2.3 倍,为公司后续业绩增长奠定了坚实基础。

■**投资建议：**公司在传统核心主业上作为“冶金建设国家队”为国内冶金工程行业龙头，积极拓展多元化业务，布局基建、房建市场。同时公司加快新兴市场开拓速度，包括城市地下综合管廊领域、主题公园、水环境综合治理和美丽乡村与智慧城市领域。公司目前在手订单充沛，我们看好公司非冶金工程领域业务的稳健增长，以及公司新兴产业领域具备技术优势及发展潜力。预测公司2019年-2021年的收入增速分别为14.8%、14.5%、14.4%，净利润增速分别为13.9%、13.6%、15.0%，实现EPS分别为0.35、0.40、0.46元。维持公司买入-A投资评级，6个月目标价为4.30元，相当于2019年12.3倍的预期市盈率估值。

■**风险提示：**宏观经济大幅波动，行业竞争加剧，工程进度不及预期，项目回款风险等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	243,999.9	289,534.5	332,409.8	380,512.2	435,170.9
净利润	6,061.5	6,371.6	7,256.2	8,243.1	9,482.7
每股收益(元)	0.29	0.31	0.35	0.40	0.46
每股净资产(元)	3.98	4.05	4.32	4.52	4.68

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	12.3	11.7	10.3	9.1	7.9
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
净利润率	2.5%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
净资产收益率	7.3%	7.6%	8.1%	8.8%	9.8%
股息收益率	1.9%	2.4%	2.2%	2.5%	2.9%
ROIC	8.1%	10.0%	11.6%	11.3%	11.7%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	243,999.9	289,534.5	332,409.8	380,512.2	435,170.9	成长性					
减:营业成本	212,052.3	253,122.0	290,739.3	333,338.3	382,015.8	营业收入增长率	11.1%	18.7%	14.8%	14.5%	14.4%
营业税费	2,109.0	2,412.6	2,821.5	3,200.2	3,676.9	营业利润增长率	25.5%	12.0%	5.6%	14.5%	16.9%
销售费用	1,961.3	2,108.5	2,546.4	2,843.0	3,292.4	净利润增长率	12.8%	5.1%	13.9%	13.6%	15.0%
管理费用	13,017.9	15,752.0	18,805.2	21,536.3	24,624.2	EBITDA 增长率	18.2%	26.5%	3.5%	12.9%	10.6%
财务费用	3,020.0	3,252.2	5,577.0	6,504.9	6,763.6	EBIT 增长率	24.7%	33.7%	3.8%	15.3%	12.3%
资产减值损失	3,908.6	1,165.2	2,274.2	1,714.5	1,520.4	NOPLAT 增长率	22.6%	17.9%	21.9%	15.3%	12.3%
加:公允价值变动收益	0.2	29.0	-168.6	-47.8	-45.4	投资资本增长率	-5.1%	6.0%	18.0%	8.7%	-5.0%
投资和汇兑收益	548.9	376.0	908.0	568.2	675.0	净资产增长率	17.1%	5.5%	6.4%	4.8%	4.2%
营业利润	8,779.1	9,832.0	10,385.7	11,895.5	13,907.2	利润率					
加:营业外净收支	195.6	-307.6	-24.3	-45.4	-127.6	毛利率	13.1%	12.6%	12.5%	12.4%	12.2%
利润总额	8,974.7	9,524.4	10,361.4	11,850.1	13,779.6	营业利润率	3.6%	3.4%	3.1%	3.1%	3.2%
减:所得税	2,262.8	1,953.8	2,132.1	2,434.7	2,833.3	净利润率	2.5%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
净利润	6,061.5	6,371.6	7,256.2	8,243.1	9,482.7	EBITDA/营业收入	5.9%	6.3%	5.7%	5.6%	5.4%
						EBIT/营业收入	4.7%	5.3%	4.8%	4.8%	4.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	43	35	28	22	18
						流动营业资本周转天数	86	68	73	81	75
						流动资产周转天数	461	411	459	437	425
						应收帐款周转天数	159	148	155	154	152
						存货周转天数	177	109	137	142	130
						总资产周转天数	584	531	561	521	498
						投资资本周转天数	157	133	130	128	113
						投资回报率					
						ROE	7.3%	7.6%	8.1%	8.8%	9.8%
						ROA	1.6%	1.7%	1.4%	1.9%	1.6%
						ROIC	8.1%	10.0%	11.6%	11.3%	11.7%
						费用率					
						销售费用率	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%
						管理费用率	5.3%	5.4%	5.7%	5.7%	5.7%
						财务费用率	1.2%	1.1%	1.7%	1.7%	1.6%
						三费/营业收入	7.4%	7.3%	8.1%	8.1%	8.0%
						偿债能力					
						资产负债率	76.5%	76.6%	81.7%	77.3%	82.9%
						负债权益比	326.0%	327.5%	446.8%	340.8%	485.8%
						流动比率	1.15	1.14	1.14	1.20	1.11
						速动比率	0.73	0.95	0.70	0.90	0.73
						利息保障倍数	3.81	4.73	2.86	2.83	3.06
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	0.07	0.08	0.09	0.11
						分红比率	23.2%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%
						股息收益率	1.9%	2.4%	2.2%	2.5%	2.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,711.9	7,570.6	7,256.2	8,243.1	9,482.7	EPS(元)	0.29	0.31	0.35	0.40	0.46
加:折旧和摊销	2,995.5	2,939.1	2,922.8	2,922.8	2,922.8	BVPS(元)	3.98	4.05	4.32	4.52	4.68
资产减值准备	3,908.6	-	2,274.2	1,714.5	1,520.4	PE(X)	12.3	11.7	10.3	9.1	7.9
公允价值变动损失	-0.2	-29.0	-168.6	-47.8	-45.4	PB(X)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
财务费用	3,303.2	3,460.1	5,577.0	6,504.9	6,763.6	P/FCF	17.8	11.4	49.9	5.5	5.4
投资损失	-548.9	-376.0	-908.0	-568.2	-675.0	P/S	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	650.4	1,199.0	973.1	1,172.3	1,463.7	EV/EBITDA	8.4	4.9	6.1	5.7	4.7
营运资金的变动	-9,041.8	54,651.5	-15,074.4	-17,411.7	3,897.7	CAGR(%)	11.9%	13.1%	11.3%	11.9%	13.1%
经营活动产生现金流量	18,417.8	14,050.0	2,852.2	2,529.8	25,330.3	PEG	1.0	0.9	0.9	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-18,282.0	-11,737.4	1,605.2	866.1	511.0	ROIC/WACC	0.9	1.2	1.4	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	-2,100.3	-5,930.2	4,250.9	4,300.5	-17,095.9	REP	1.2	0.7	0.7	0.7	0.6

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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@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