

公司研究

迈入万亿订单俱乐部，运营效率改善显著

——中国中冶（601618.SH、1618.HK）2020 年年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：3.42 元

H 股：买入（维持）

当前价：1.97 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

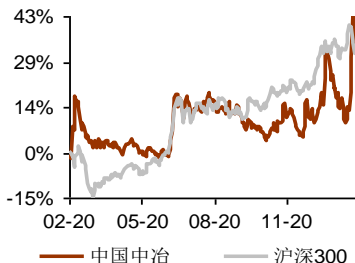
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

| | |
|------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 207.24 |
| 总市值(亿元) | 648.65 |
| 一年最低/最高(元) | 2.46/3.82 |
| 近3月换手率 | 66.33% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 13.25 | 25.44 | -4.61 |
| 绝对 | 7.57 | 22.46 | 34.46 |

资料来源：Wind

相关研报

房建是亮点，2Q20 利润率开始修复——中国中冶（601618.SH、1618.HK）20 年半年报点评（2020-08-30）

要点

事件：

公司发布 2020 年年报。报告期，公司实现营业收入 4001 亿元，同增 18%（高于前期预测约 2pcts）；归母净利润约 79 亿元，同增 19%（高于前期预测 9pcts）；扣非归母净利润 71 亿元，同增 23%。单四季度，公司营收 1321 亿元，同增 20%，环增 220%；归母净利润 33 亿元，同增 27%，环增 51%。

点评：

工程业务承包业务盈利能力提升，冶金工程收入同增 29%：

报告期，工程承包业务、房地产开发、装备制造、资源开发分别实现营业收入 3640 亿元、241 亿元、110 亿元及 43 亿元，分别同增 17%、21%、53%及-15%。工程业务板块中，冶金工程、房建、基建及其他工程收入分别为 905 亿元、1650 亿元、773 亿元以及 311 亿元，分别同增 29%、12%、15%以及 17%。冶金工程类项目占比提升，主要是下游的改建、投资等需求好转。公司是全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商，掌握领先核心技术，为钢企提供全产业链整体解决方案，年内中标全球首例氢能开发利用示范项目，探索钢铁工业低碳、“零碳”发展路径。目前其冶金工程业务在国内冶金工程市场市占率稳占 90%，全球市占率 60%。

报告期，公司综合毛利率 11.4%，同增-0.3pct；工程承包、房地产开发、装备制造、资源开发业务毛利率分别为 10.2%、20.1%、13.9%以及 28.2%，同比增加 0.03pct、-5.3pcts、3.7pcts 以及 3.0pcts。工程承包毛利率提升主要为业务结构变化所致（冶金工程贡献提高），装备业务毛利率提高除效率提升之外，还有钢结构业务调整至该分类影响。资源业务板块盈利提升，主要是公司瑞木镍钴矿生产有序推进，且由于新能源汽车行业对于高镍三元动力电池需求扩大，致使镍价在高位运行。

迈入万亿订单俱乐部：

报告期，公司新签合同额达 10197 亿元，同增 29.5%；继中建、两铁后，第四/五家迈入万亿订单俱乐部的建筑企业（中国交建也于 2020 年新签订单破万亿）。报告期，公司新签工程合同 9786 亿元，同增 30%；其中，新签冶金工程合同额 1434 亿元，占新签工程合同额比例约为 14.7%，占比同减 2.4pcts。2021 年 1-2 月，公司新签订单合同额 1820 亿元，同增 103.5%，较 2019 年增长 77%。良好的合同开局，预示后续公司合同增长有望维持较高水平，公司市场竞争力进一步得到验证。

经营性现金流改善显著，回款有改善：

报告期，公司经营性活动现金流净流入约 280 亿元，同增 60%；经营性现金流项目大幅改善主要由于：1) 收现比 104%，同增约 2pcts；应收账款账龄结构有一定改善，三年期以上余额占比约为 17.8%，同比减少 4pcts；2) 经营性应付项目增加约 76.7 亿元，表明公司对上游占款能力有一定提升。随着公司回款改善，公司资产周转率提升至 0.83 次，同增 11%；相应，公司 ROE 为 8.03%，同增 0.8pct。随着回款改善、运营能力的提升，公司资产负债率降至 72.3%，同减 2.2pcts，达到国资委考核目标。期末永续债规模为 205 亿元，同比减少约 54 亿元，殊为不易的是，公司并非通过权益工具降低其负债率，而是通过经营效率的改善从而降低负债率。

公司 A 股、H 股均维持“买入”评级：

公司新签订单高增，首次迈入万亿订单俱乐部；从 2021 年 1-2 月份新签订单观察，其新签订单增长趋势有望维持。公司在冶金工程领域优势显著，受益于下游钢铁低碳改造趋势下的需求增长；公司非冶金工程业务拓展得力，订单占比进一步提升；其资源业务，如镍钴矿、铅锌矿、铜金矿等资源禀赋较好，随着全球大宗商品价格上涨，或能带来额外业绩增量。公司经营效率改善较为明显，收现比稳步提高，应收账款账龄结构优化，负债率稳步下降。预计公司 2021-2022 年 EPS 为 0.43 元、0.50 元，此次预测较前次预测分别上调 13%及 15%，新增 2023 年 EPS 预测为 0.56 元。现价对应公司 A 股、H 股 21 年动态市盈率分别为 7.9x、3.9x，现阶段估值仍处在历史底部区间，维持 A 股、H 股“买入”评级。

风险提示：运营效率下降、建筑业需求大幅下滑、冶金行业投资需求下滑、地产业务超预期下降

表 1：公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 338,638 | 400,115 | 457,220 | 520,050 | 588,741 |
| 营业收入增长率 | 16.96% | 18.15% | 14.27% | 13.74% | 13.21% |
| 净利润（百万元） | 6,600 | 7,862 | 9,004 | 10,327 | 11,525 |
| 净利润增长率 | 3.58% | 19.13% | 14.52% | 14.70% | 11.60% |
| EPS（元） | 0.32 | 0.38 | 0.43 | 0.50 | 0.56 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 6.74% | 8.03% | 8.55% | 9.06% | 9.33% |
| P/E | 10.7 | 9.0 | 7.9 | 6.9 | 6.1 |
| P/E（H 股） | 5.1 | 4.4 | 3.9 | 3.3 | 3.0 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-01；汇率：按 1HKD=0.84368CNY 换算

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 338,638 | 400,115 | 457,220 | 520,050 | 588,741 |
| 营业成本 | 299,247 | 354,686 | 405,759 | 462,100 | 523,685 |
| 折旧和摊销 | 3,352 | 3,537 | 3,725 | 3,896 | 4,079 |
| 税金及附加 | 1,896 | 1,968 | 2,249 | 2,558 | 2,896 |
| 销售费用 | 2,316 | 2,441 | 2,790 | 3,173 | 3,592 |
| 管理费用 | 9,355 | 11,011 | 12,583 | 14,312 | 16,202 |
| 研发费用 | 9,934 | 12,327 | 14,086 | 16,022 | 18,138 |
| 财务费用 | 2,498 | 1,767 | 2,290 | 2,635 | 3,119 |
| 投资收益 | -987 | -1,140 | -1,063 | -1,102 | -1,082 |
| 营业利润 | 9,342 | 11,813 | 13,263 | 14,944 | 16,465 |
| 利润总额 | 9,782 | 11,917 | 13,367 | 15,048 | 16,569 |
| 所得税 | 2,205 | 2,535 | 2,843 | 3,201 | 3,524 |
| 净利润 | 7,577 | 9,382 | 10,524 | 11,847 | 13,045 |
| 少数股东损益 | 977 | 1,520 | 1,520 | 1,520 | 1,520 |
| 归属母公司净利润 | 6,600 | 7,862 | 9,004 | 10,327 | 11,525 |
| EPS(按最新股本计) | 0.32 | 0.38 | 0.43 | 0.50 | 0.56 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 17,578 | 28,032 | 14,743 | 9,714 | 11,817 |
| 净利润 | 6,600 | 7,862 | 9,004 | 10,327 | 11,525 |
| 折旧摊销 | 3,352 | 3,537 | 3,725 | 3,896 | 4,079 |
| 净营运资金增加 | -7,081 | -10,679 | 7,088 | 14,622 | 15,008 |
| 其他 | 17,572 | 30,309 | -5,074 | -19,132 | -18,794 |
| 投资活动产生现金流 | -9,835 | -12,287 | -5,217 | -5,078 | -5,059 |
| 净资本支出 | -3,504 | -3,590 | -3,976 | -3,976 | -3,976 |
| 长期投资变化 | 21,834 | 25,677 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -28,165 | -34,374 | -1,241 | -1,102 | -1,082 |
| 融资活动现金流 | -9,150 | -5,311 | -3,183 | 3,532 | 2,172 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -9,729 | -17,128 | 87 | 7,292 | 6,469 |
| 无息负债变化 | 15,084 | 41,565 | 33,285 | 35,975 | 38,782 |
| 净现金流 | -1,336 | 10,350 | 6,343 | 8,168 | 8,930 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 11.6% | 11.4% | 11.3% | 11.1% | 11.1% |
| EBITDA 率 | 5.3% | 4.8% | 5.3% | 5.1% | 5.0% |
| EBIT 率 | 5.1% | 4.7% | 4.5% | 4.4% | 4.3% |
| 税前净利润率 | 2.9% | 3.0% | 2.9% | 2.9% | 2.8% |
| 归母净利润率 | 1.9% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| ROA | 1.7% | 1.9% | 1.9% | 2.0% | 2.0% |
| ROE (摊薄) | 6.7% | 8.0% | 8.5% | 9.1% | 9.3% |
| 经营性 ROIC | 14.1% | 17.8% | 17.7% | 16.7% | 16.2% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 75% | 72% | 73% | 74% | 74% |
| 流动比率 | 1.14 | 1.17 | 1.19 | 1.20 | 1.20 |
| 速动比率 | 0.94 | 0.99 | 1.01 | 1.01 | 1.02 |
| 归母权益/有息债务 | 1.15 | 1.44 | 1.55 | 1.51 | 1.51 |
| 有形资产/有息债务 | 5.13 | 7.11 | 7.73 | 7.69 | 7.78 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总资产 | 458,506 | 506,393 | 548,735 | 602,106 | 658,439 |
| 货币资金 | 43,678 | 53,096 | 59,439 | 67,607 | 76,536 |
| 交易性金融资产 | 2,162 | 2,251 | 2,251 | 2,285 | 2,319 |
| 应收帐款 | 66,027 | 69,436 | 78,637 | 88,907 | 100,044 |
| 应收票据 | 7,918 | 6,647 | 7,595 | 8,639 | 9,780 |
| 其他应收款 (合计) | 57,290 | 64,225 | 73,277 | 83,301 | 94,259 |
| 存货 | 60,637 | 60,581 | 65,005 | 73,840 | 83,534 |
| 其他流动资产 | 10,138 | 13,902 | 17,703 | 23,883 | 29,061 |
| 流动资产合计 | 347,436 | 389,254 | 429,925 | 481,939 | 536,977 |
| 其他权益工具 | 1,872 | 1,965 | 1,965 | 1,965 | 1,965 |
| 长期股权投资 | 21,834 | 25,677 | 25,677 | 25,677 | 25,677 |
| 固定资产 | 26,121 | 24,684 | 23,999 | 23,348 | 22,666 |
| 在建工程 | 4,360 | 4,867 | 5,712 | 6,345 | 6,820 |
| 无形资产 | 15,797 | 17,492 | 17,192 | 16,897 | 16,609 |
| 商誉 | 162 | 161 | 161 | 161 | 161 |
| 其他非流动资产 | 712 | 676 | 933 | 933 | 933 |
| 非流动资产合计 | 111,070 | 117,139 | 118,809 | 120,167 | 121,462 |
| 总负债 | 341,601 | 366,038 | 399,410 | 442,677 | 487,928 |
| 短期借款 | 40,477 | 29,252 | 27,340 | 32,632 | 37,101 |
| 应付账款 | 115,855 | 133,722 | 152,977 | 174,219 | 197,437 |
| 应付票据 | 31,487 | 30,473 | 34,861 | 39,701 | 44,992 |
| 预收账款 | 245 | 239 | 273 | 310 | 351 |
| 其他流动负债 | 5,038 | 6,721 | 7,895 | 9,186 | 10,598 |
| 流动负债合计 | 305,924 | 331,791 | 362,589 | 403,239 | 445,705 |
| 长期借款 | 27,220 | 25,631 | 27,631 | 29,631 | 31,631 |
| 应付债券 | 1,660 | 790 | 790 | 790 | 790 |
| 其他非流动负债 | 5,833 | 6,717 | 7,291 | 7,909 | 8,693 |
| 非流动负债合计 | 35,677 | 34,246 | 36,820 | 39,438 | 42,223 |
| 股东权益 | 116,906 | 140,355 | 149,325 | 159,429 | 170,511 |
| 股本 | 20,724 | 20,724 | 20,724 | 20,724 | 20,724 |
| 公积金 | 24,225 | 24,478 | 25,379 | 26,411 | 27,564 |
| 未分配利润 | 27,123 | 32,461 | 39,010 | 46,562 | 54,971 |
| 归属母公司权益 | 97,950 | 97,892 | 105,341 | 113,925 | 123,487 |
| 少数股东权益 | 18,956 | 42,464 | 43,984 | 45,504 | 47,024 |

| 费用率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 0.68% | 0.61% | 0.61% | 0.61% | 0.61% |
| 管理费用率 | 2.76% | 2.75% | 2.75% | 2.75% | 2.75% |
| 财务费用率 | 0.74% | 0.44% | 0.50% | 0.51% | 0.53% |
| 研发费用率 | 2.93% | 3.08% | 3.08% | 3.08% | 3.08% |
| 所得税率 | 23% | 21% | 21% | 21% | 21% |

| 每股指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.07 | 0.08 | 0.08 | 0.09 | 0.10 |
| 每股经营现金流 | 0.85 | 1.35 | 0.71 | 0.47 | 0.57 |
| 每股净资产 | 4.73 | 4.72 | 5.08 | 5.50 | 5.96 |
| 每股销售收入 | 16.34 | 19.31 | 22.06 | 25.09 | 28.41 |

| 估值指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 10.7 | 9.0 | 7.9 | 6.9 | 6.1 |
| PB | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 8.9 | 9.5 | 7.7 | 7.4 | 7.0 |
| 股息率 | 2.3% | 2.4% | 2.7% | 3.0% | 3.3% |

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE