

公司研究

现金流同比改善，出售应收账款改善资产质量

——中国中冶（601618.SH、1618.HK）2021 年三季报点评

要点

事件：中国中冶发布 2021 年三季报，公司 21 年前三季度实现营业总收入 3495 亿，同增 30%，实现归母净利润 61 亿，同增 33%；其中 21Q3 实现营业总收入 985 亿，同增 13%，实现归母净利润 12 亿，同增 17%。

点评：

21Q3 投资收益增长较多，导致净利润增速高于收入增速：公司 21Q3 毛利率为 10.53%，同降约 0.4pcts；期间费用率为 7.01%，同降 0.19pcts，主要由于财务费用率同降 0.5pcts；投资净收益占收入比重 0.29%，同增 0.29pcts；最终净利率 1.97%，同增 0.12pcts。21Q3 期间费用率同比下降以及投资净收益的大幅增长导致净利率同比提升，进而导致归母净利润增速高于收入增速。公司前三季度新签订单 8771 亿元，同增 25%，其中三季度新签订单 2620 亿元，同增 11.2%。

21Q3 采购支出减少，导致现金流同比改善：公司 21Q3 经营活动现金流净额约为 65 亿元，同增约 68 亿元，主要由于经营活动现金支出增长较慢，其中购买商品、接受劳务支付的现金同比基本持平，低于收入增速。从资产负债表角度来看，21Q3 应付票据及应付账款环增约 119 亿元，20Q3 环增约 87 亿元；21Q3 预付款项环增约 17 亿元，20Q3 环增约 36 亿元，由此判断 21Q3 经营现金支出减少主要由于资金压力更多传导至上游供应商。21Q3 收现比为 97%，同降约 5pcts。前三季度经营活动现金流量净额约为-20 亿元，同降约 32 亿元，收现比为 94.3%，同降约 4pcts。

出售应收账款，或将改善资产质量：根据公司公告，公司的附属公司上海宝冶与建信信托于 2021 年 10 月 29 日签订信托合同，上海宝冶同意出售而建信信托同意以预计代价不超过人民币 38 亿元收购预计账面值不超过人民币 40 亿元的应收账款，信托预计为期不超过 3 年。本次出售或有利于盘活公司资产、控制应收账款风险、优化资产结构、增加公司流动资金，并有利于改善公司资产使用效率和财务状况。

盈利预测、估值与评级：中国中冶在冶金工程领域优势显著，有望持续受益于下游钢铁低碳改造趋势下的市场需求增长。我们看好公司在矿产资源开发领域的业务开拓，未来有望为公司贡献更多利润来源。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为 0.43 元、0.50 元、0.56 元。现价对应 A/H 股 2021 年动态市盈率分别为 9.3x/4.1x，维持公司 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。

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	12.7	10.7	9.3	8.1	7.3
P/E（H 股）	5.6	4.7	4.1	3.6	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29；汇率：按 1HKD=0.82164CNY 换算

A 股：买入（维持）

当前价：4.06 元

H 股：买入（维持）

当前价：2.16 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：高鑫

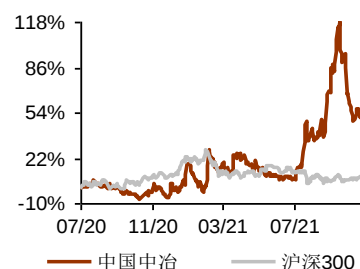
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	207.24
总市值(亿元):	841.38
一年最低/最高(元):	2.49/6.30
近 3 月换手率:	110.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.43	9.72	52.71
绝对	-6.88	10.93	59.07

资料来源：Wind

相关研报

资源开发收入毛利率显著提升，在产矿山盈利同比扭亏——中国中冶（601618.SH、1618.HK）2021 年半年报点评（2021-09-03）
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（2021-04-06）

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(元)	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	14,707	27,312	-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	6.1%	5.6%	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

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
应收账款	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	12.7	10.7	9.3	8.1	7.3
PB	0.86	0.86	0.80	0.74	0.68
EV/EBITDA	8.6	9.1	8.5	8.1	7.7
股息率	1.8%	1.8%	2.1%	2.3%	2.6%

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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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所载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