



收入较快增长, 成本上升及投资损失拖累利润表现

中国中冶 (601618) 2019 年年报点评 | 2020.4.1

中信证券研究部

核心观点



罗鼎
首席建筑&水泥
分析师
S1010516030001



联系人: 杨畅

2019 年收入同比+17.0%，归母净利润同比+3.6%，收入较快增长，但成本上升及投资损失增加拖累利润表现。毛利率下滑 0.9pct，费用率持平，应收账款 ABS 或导致投资损失增多，经营现金流改善。房建及冶金订单维持较快增长。冶金工程把握技改搬迁机遇，全面布局管廊、主题公园、水治理等新基建领域。考虑到疫情影响房建的复苏节奏以及地产的销售影响、有色金属价格波动等因素，我们下调 2010-21 年净利润预测至 71.3/76.5 亿元（原预测为 75.1/80.6 亿元），新增 2022 年净利润预测 81.9 亿元，对应 EPS 预测为 0.30/0.32/0.35 元，对应 PE 为 8.8x/8.1x/7.5x，维持“买入”评级。

■ 2019 年收入同比+17.0%，归母净利润同比+3.6%，收入较快增长，但成本上升及投资损失增加拖累利润表现。公司 2019 年营收 3,386.4 亿元（同比+17.0%），归母净利润 66.0 亿元（同比+3.6%），利润增速低于收入增速主要为成本费用上升及投资损失增加所致。分业务看，工程/地产/装备制造/资源营收分别为 3,118.4/199.6/72.3/51.9 亿元，同比+20.7%/-12.7%/+3.5%/-1.9%，工程收入较快增长，地产业务有所调整，受 2H19 价格下调影响资源业务收入同比下滑。工程承包中房建/冶金/交建收入为 1,470/703/674 亿元，同比+36.7%/+8.4%/+24.8%，房建和交建继续保持较快增长。根据公司年报，公司计划 2020 年实现营收 3,570 亿元（较 2019 实际营收+5.4%）。

■ 毛利率下滑 0.9pct，费用率持平，应收账款 ABS 或导致投资损失增多，经营现金流改善。公司 2019 年综合毛利率 11.6%（同比-0.9pct），其中工程/地产/装备制造/资源毛利率为 10.1%/26%/10.2%/25.2%，（同比-0.4/-2.5/-1.8/-8.0pcts），冶金工程毛利率下降拖累整体工程毛利率，地产收入确认节奏有所调整，价格下行使得资源业务毛利率显著下滑。公司综合费用率 7.1%，同比持平，其中销售/管理/研发/财务费用率 0.7%/2.8%/2.9%/0.7%，同比持平/-0.2/+0.5/-0.2pct，研发费用较去年同期增加 38.3%。2019 年公司投资损失 9.9 亿元（同比+276%），我们判断主要为子公司做应收账款 ABS 导致确认损失所致。经营现金净流入 175.8 亿元（去年同期净流入 140.5 亿元），较去年同期增加 25%；投资现金净流出 98.4 亿元（去年同期净流出 117.4 亿元）；筹资现金净流入 91.5 亿元（去年同期净流入 59.3 亿元）。

■ 2019 年订单同比+18%，房建及冶金订单维持较快增长。2019 年公司新签合同 7,876 亿元，同比+18.3%；其中海外新签 423.8 亿元，同比-8.0%。新签订单中工程承包新签 7,506 亿元，同比+19.4%；5000 万以上的项目中，房建/交通基建/冶金工程分别新签 3,694/1,427/1,110 亿元（同比+28.1%/-2.6%/+16.2%），房建及冶金订单维持较快增长。

- **冶金工程把握技改搬迁机遇，全面布局管廊、主题公园、水治理等新基建领域。**在传统冶金工程业务上，公司把握产能置换、钢厂搬迁、产业升级等机遇，2020 年，冶金订单料将稳健；公司作为综合管廊领军龙头企业，在管廊市场中位于领先地位，2019 年 7 月，公司中标雄安新区基建第一标，项目包括管廊、道路、桥梁等工程建设。此外公司在新基建领域竞争力增强，在管廊/主题公园/海绵城市/特色小镇/水环境治理等领域均有较多布局，2019 年这些领域签订的重点项目订单分别有 77.6/82.4/10.9/93.9/81.4 亿元，新基建领域新签合计 346.2 亿元，水环境治理和特色小镇取得较大突破，重点项目订单分别同比+64.1%/58.3%。
- **风险因素：**有色金属价格波动；地产、基建投资不及预期；业务转型不及预期。
- **投资建议：**考虑到疫情影响房建的复苏节奏以及地产的销售影响、有色金属价格波动等因素，我们下调 2010-21 年净利润预测至 71.3/76.5 亿元（原预测为 75.1/80.6 亿元），新增 2022 年净利润预测 81.9 亿元，对应 EPS 预测为 0.30/0.32/0.35 元，对应 PE 为 8.8x/8.1x/7.5x，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	289,534.52	338,637.61	369,102.79	400,455.86	431,204.18
营业收入增长率	18.66%	16.96%	9.00%	8.49%	7.68%
净利润(百万元)	6,371.58	6,599.71	7,136.85	7,653.11	8,191.05
净利润增长率	5.12%	3.58%	8.14%	7.23%	7.03%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.26	0.27	0.30	0.32	0.35
毛利率%	12.58%	11.63%	11.91%	12.05%	12.18%
净资产收益率 ROE%	7.59%	6.74%	6.91%	7.02%	7.11%
每股净资产 (元)	4.05	4.73	4.99	5.26	5.56
PE	10.08	9.70	8.79	8.11	7.51
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	289,535	338,638	369,103	400,456	431,204
营业成本	253,122	299,247	325,138	352,197	378,690
毛利率	12.58%	11.63%	11.91%	12.05%	12.18%
营业税金及附加	2,413	1,896	3,691	4,005	4,312
销售费用	2,109	2,316	2,731	3,084	3,450
营业费用率	0.73%	0.68%	0.74%	0.77%	0.80%
管理费用	8,569	9,355	11,073	12,414	13,799
管理费用率	2.96%	2.76%	3.00%	3.10%	3.20%
财务费用	3,252	2,498	3,746	3,992	4,197
财务费用率	1.12%	0.74%	1.01%	1.00%	0.97%
投资收益	376	(987)	451	474	474
营业利润	9,832	9,342	10,911	11,693	12,538
营业利润率	3.40%	2.76%	2.96%	2.92%	2.91%
营业外收入	450	524	576	605	605
营业外支出	757	84	909	954	1,002
利润总额	9,524	9,782	10,578	11,344	12,141
所得税	1,954	2,205	2,385	2,557	2,737
所得税率	20.51%	22.54%	22.54%	22.54%	22.54%
少数股东损益	1,199	977	1,057	1,133	1,213
归属于母公司股东的净利润	6,372	6,600	7,137	7,653	8,191
净利率	2.20%	1.95%	1.93%	1.91%	1.90%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	9,524	9,782	10,578	11,344	12,141
所得税支出	-1,954	-2,205	-2,385	-2,557	-2,737
折旧和摊销	2,939	550	2,049	2,278	2,558
营运资金的变化	66,942	2,580	17,568	-28,914	-3,237
其他经营现金流	-63,401	6,872	5,595	5,861	5,920
经营现金流合计	14,050	17,578	33,406	-11,989	14,645
资本支出	-5,595	-4,110	-5,158	-6,030	-7,104
投资收益	376	-987	451	474	474
其他投资现金流	-6,518	-4,738	-9,275	-6,244	-3,304
投资现金流合计	-11,737	-9,835	-13,981	-11,800	-9,935
权益变化	6,378	13,254	0	0	0
负债变化	227,201	239,693	-9,989	33,728	5,494
股息支出	-1,451	-1,492	-1,760	-1,903	-2,041
其他融资现金流	-238,059	-260,605	-3,746	-3,992	-4,197
融资现金流合计	-5,930	-9,150	-15,495	27,833	-744
现金及现金等价物净增加额	-3,618	-1,408	3,929	4,044	3,966

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	44,477	43,678	47,607	51,651	55,617
存货	57,608	60,637	65,883	71,366	76,735
应收账款	87,394	73,945	80,597	87,443	94,157
其他流动资产	149,941	169,177	183,072	194,856	205,044
流动资产	339,421	347,436	377,160	405,316	431,553
固定资产	27,370	26,121	27,750	29,959	32,953
长期股权投资	13,855	21,834	21,884	21,909	21,922
无形资产	16,134	15,797	16,507	17,360	18,363
其他长期资产	42,137	47,318	56,725	63,067	66,458
非流动资产	99,495	111,070	122,867	132,296	139,696
资产总计	438,916	458,506	500,027	537,613	571,248
短期借款	47,809	40,477	31,008	64,792	63,970
应付账款	141,012	147,342	160,090	173,414	186,458
其他流动负债	108,244	118,105	150,482	134,179	141,954
流动负债	297,065	305,924	341,581	372,385	392,382
长期借款	23,793	27,220	26,749	26,608	32,965
其他长期负债	15,388	8,458	8,358	8,398	8,317
非流动性负债	39,181	35,677	35,107	35,006	41,281
负债合计	336,246	341,601	376,688	407,391	433,663
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
资本公积	22,493	22,476	22,476	22,476	22,476
归属于母公司所有者权益合计	83,943	97,950	103,327	109,077	115,227
少数股东权益	18,726	18,956	20,012	21,145	22,358
股东权益合计	102,669	116,906	123,339	130,222	137,585
负债股东权益总计	438,916	458,506	500,027	537,613	571,248

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	18.7%	17.0%	9.0%	8.5%	7.7%
营业利润增长率	12.0%	-5.0%	16.8%	7.2%	7.2%
净利润增长率	5.1%	3.6%	8.1%	7.2%	7.0%
毛利率	12.6%	11.6%	11.9%	12.1%	12.2%
EBITDA Margin	5.2%	3.6%	4.1%	4.1%	4.1%
净利率	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
净资产收益率	7.6%	6.7%	6.9%	7.0%	7.1%
总资产收益率	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
资产负债率	76.6%	74.5%	75.3%	75.8%	75.9%
所得税率	20.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
股利支付率	26.9%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。