

公司研究/年报点评

2020年04月01日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 2.62  
合理价格区间(元): 2.70~2.88

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

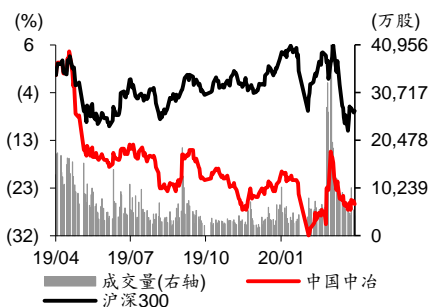
**王涛** 执业证书编号: S0570519040004  
研究员 021-28972059  
wangtao@htsc.com

**王雯** 021-38476718  
联系人 wangwen@htsc.com

相关研究

- 1 《中国中冶(601618 SH,增持): 收入高速增长, 新兴产业增长可期》2019.09
- 2 《中国中冶(601618,增持): 继续转型升级, 新兴领域具有先发优势》2019.03
- 3 《中国中冶(601618,增持): 新签订单亮眼, 业绩稳定性提升》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	20,724
流通A股(百万股)	17,853
52周内股价区间(元)	2.40-3.78
总市值(百万元)	54,296
总资产(百万元)	90,940
每股净资产(元)	4.73

资料来源: 公司公告

收入新签高增长, 资产负债结构优化

中国中冶(601618)

业绩符合预期, 维持“增持”评级

公司3月31日晚发布19年年报, 19年实现营收3386.4亿, YoY+17.0%, 归母净利润66.0亿, YoY+3.6%, 扣非归母净利润YoY-5.5%, 业绩不及我们与市场的预期。19年公司经营性现金净流入175.8亿, 同比多流入35.3亿, 19年新签合同额7876.2亿, YoY+18.3%。公司在手订单饱满, 特色主题公园、地下综合管廊等新兴产业收入放量可期, 我们预计公司20-22年EPS0.36/0.40/0.45元, 维持“增持”评级。

工程承包收入增长明显, 新兴产业放量可期

19Q1-4单季度收入同比增速为14.3%/35.3%/35.4%/2.1%, 19Q1-4单季度归母净利润同比增速为6.4%/11.5%/2.3%/-1.6%, Q4单季度收入和利润增速有所放缓。19年工程承包/地产/装备制造/资源开发四项业务YoY+20.7%/-12.7%/-1.9%/+3.5%, 工程承包收入占比较18年提升2.9pct至92.1%, 主业更加聚焦。工程承包业务细分板块中, 19年冶金/房建/交通基建YoY+8.5%/+36.7%/+24.5%, 冶金工程收入占比降低2.6pct至22.5%。此外公司积极发展地下综合管廊、特色主题公园等新兴基建, 19年公司中标地下综合管廊项目14个, 总投资122.8亿, 新兴产业放量可期。

毛利率略有下滑, 费用控制能力增强, 资产负债结构优化

19年公司毛利率为11.63%, 较18年下降0.95pct, 工程承包/地产/装备制造/资源开发四项业务毛利率较18年分别下降0.38/2.54/7.94/1.81pct。19年期间费用率为7.12%, 较18年下降0.17pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.68%/2.77%/2.93%/0.74%, 较18年分别变动-0.05/-0.19/+0.45/-0.38pct, 费用控制能力增强。19年减值损失占收入的比重下降0.34pct至0.99%, 公司净利率由18年的2.61%下降0.37pct至2.24%。19年末资产负债率下降2.11pct至74.50%, 资产负债结构优化。

新签合同快速增长, 非钢工程订单占比提升

19年公司新签合同7876.2亿, YoY+18.3%, 新签订单保持较高增长, 其中国内/海外新签合同YoY+20.3%/-8.0%。19年新签工程承包合同7506.5亿, YoY+19.4%, 其中冶金工程1281.5亿, YoY+15.3%, 非钢工程6225.0亿, YoY+20.3%, 占合同总额的比重为82.9%, 较18年提升0.6pct; 19年新签合同超过5000万的工程订单中房建/基建/冶金/其他分别新签合同3693.6/1427.0/1110.1/887.7亿, YoY+28.1%/-2.6%/+16.2%/+39.8%。公司工程合同新签增速较快, 为未来业绩稳健增长提供动能。

收入新签高增长, 维持“增持”评级

我们预计公司20-22年EPS为0.36/0.40/0.45元(调整前20/21EPS为0.38/0.42元), 微调盈利预测主要系此前19年工程承包、房地产等业务毛利率预测偏高。当前可比公司20年Wind一致预期平均PE为6.54倍, 考虑到新业务有望放量增厚业绩, 认可给予20年7.5-8倍PE, 目标价2.70-2.88元, 维持“增持”评级。

风险提示: 基建投资增速放缓, 地产调控升级, 矿产金属价格下滑超预期。

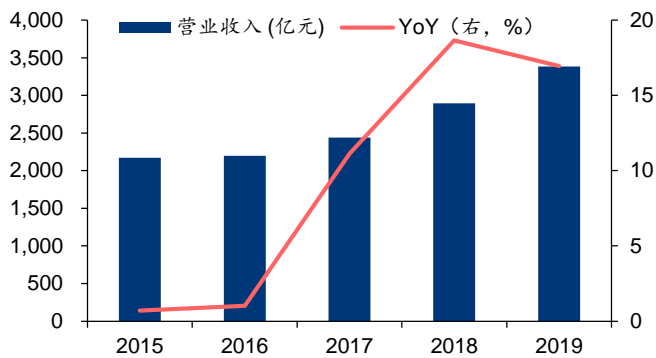
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	289,535	338,638	384,337	445,843	517,511
+/-%	18.66	16.96	13.50	16.00	16.07
归属母公司净利润(百万元)	6,372	6,600	7,418	8,253	9,243
+/-%	5.12	3.58	12.40	11.25	12.00
EPS(元, 最新摊薄)	0.31	0.32	0.36	0.40	0.45
PE(倍)	8.52	8.23	7.32	6.58	5.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

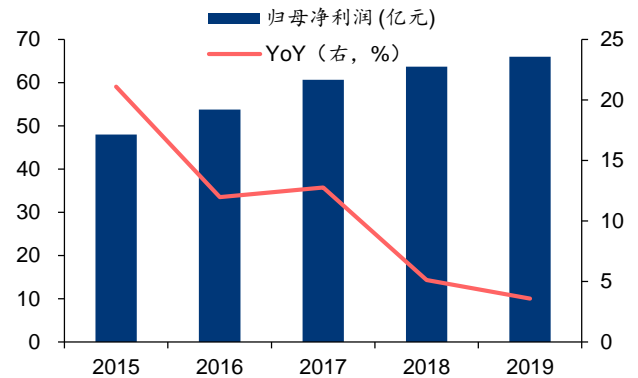
## 主要经营情况及可比公司估值

图表1: 2015-2019年公司营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2015-2019年公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 盈利预测调整表

项目	原预测		现预测		变化幅度 (pct)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
收入增速 (%)	13.86	12.57	13.50	16.00	-0.36	3.43
毛利率 (%)	12.27	12.04	11.47	11.28	-0.80	-0.76
期间费用率 (%)	7.17	7.05	6.84	6.72	-0.33	-0.33
净利率 (%)	2.04	2.05	1.93	1.85	-0.11	-0.20
归母净利润 (亿元)	7,807	8,825	7,418	8,253	-4.98%	-6.48%
EPS (元)	0.38	0.43	0.36	0.40	-4.98%	-6.48%

资料来源: 华泰证券研究所

图表4: 可比公司估值表

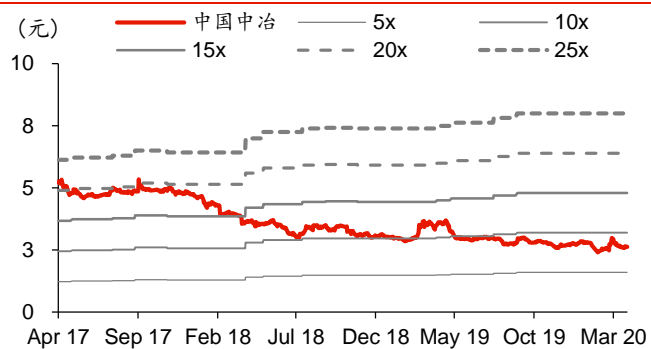
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601800.SH	中国交建	1336.03	8.26	1.22	1.24	1.46	1.60	6.77	6.66	5.66	5.16
601390.SH	中国中铁	1321.92	5.38	0.75	0.96	0.94	1.05	7.17	5.60	5.72	5.12
601186.SH	中国铁建	1334.87	9.83	1.32	1.49	1.67	1.84	7.45	6.60	5.89	5.34
601669.SH	中国电建	602.78	3.94	0.50	0.52	0.58	0.66	7.88	7.58	6.79	5.97
601117.SH	中国化学	294.50	5.97	0.39	0.60	0.74	0.89	15.31	9.95	8.07	6.71
600170.SH	上海建工	285.83	3.21	0.31	0.39	0.45	0.50	10.35	8.23	7.13	6.42
	平均							9.16	7.44	6.54	5.79
601618.SH	中国中冶	542.96	2.62	0.31	0.32	0.36	0.40	8.52	8.23	7.32	6.58

注: 中国中冶 20/21 年 EPS 为华泰证券预测, 其余公司为 Wind 一致预测, 数据截至 2020 年 3 月 31 日收盘;

资料来源: Wind、华泰证券研究所

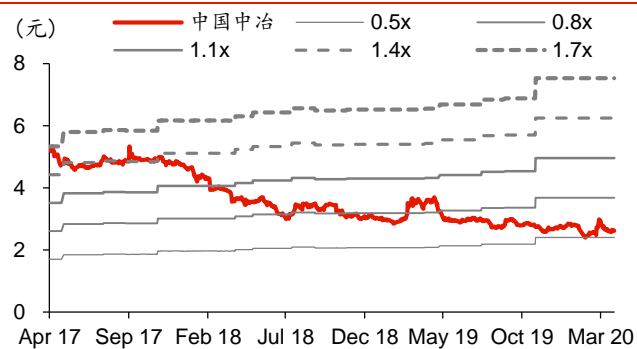
**PE/PB - Bands**

**图表5: 中国中冶历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表6: 中国中冶历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	339,421	347,436	392,788	419,660	465,743
现金	44,477	43,678	55,000	74,887	88,117
应收账款	66,958	66,027	87,924	77,813	83,265
其他应收账款	56,385	57,290	33,431	39,699	47,126
预付账款	20,286	24,706	30,624	33,621	39,137
存货	57,608	60,637	118,985	109,070	122,402
其他流动资产	93,706	95,099	66,825	84,569	85,697
非流动资产	99,495	111,070	108,963	110,880	111,514
长期投资	13,855	21,834	24,018	26,420	29,062
固定投资	27,370	26,121	26,597	25,369	23,555
无形资产	16,134	15,797	15,797	15,797	15,797
其他非流动资产	42,137	47,318	42,551	43,295	43,100
资产总计	438,916	458,506	501,751	530,540	577,257
流动负债	296,986	305,924	340,861	360,143	396,178
短期借款	47,974	40,477	43,686	42,888	42,457
应付账款	113,261	115,855	184,482	180,314	212,180
其他流动负债	135,751	149,592	112,693	136,941	141,542
非流动负债	39,261	35,677	35,468	35,509	35,580
长期借款	23,793	27,220	27,320	27,420	27,520
其他非流动负债	15,467	8,458	8,148	8,089	8,061
负债合计	336,246	341,601	376,329	395,652	431,759
少数股东权益	18,726	18,956	20,058	21,268	22,634
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
留存公积	25,002	28,872	62,168	70,420	79,663
归属母公司股东权益	83,943	97,950	105,365	113,619	122,865
负债和股东权益	438,916	458,506	501,751	530,540	577,257

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	14,050	17,578	13,786	25,078	18,584
净利润	7,571	7,577	8,520	9,463	10,608
折旧摊销	2,939	3,384	2,553	2,720	2,818
财务费用	2,614	2,498	2,130	1,901	1,734
投资损失	262.20	987.18	(294.94)	(6.90)	79.73
营运资金变动	8,023	2,580	25,609	4,242	(1,357)
其他经营现金	(7,359)	551.82	(24,731)	6,758	4,702
投资活动现金	(11,737)	(9,835)	(3,022)	(2,744)	(3,104)
资本支出	5,595	4,110	275.00	300.00	325.00
长期投资	7,778	9,278	2,120	2,602	2,842
其他投资现金	1,636	3,553	(626.97)	157.31	62.56
筹资活动现金	(5,930)	(9,150)	558.06	(2,446)	(2,249)
短期借款	8,548	(7,497)	3,209	(797.99)	(431.09)
长期借款	322.49	3,426	100.00	100.00	100.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(34.99)	(16.23)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(14,765)	(5,063)	(2,751)	(1,748)	(1,918)
现金净增加额	(3,313)	(1,336)	11,322	19,887	13,230

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	289,535	338,638	384,337	445,843	517,511
营业成本	253,122	299,247	340,272	395,546	460,433
营业税金及附加	2,413	1,896	3,267	3,790	4,399
营业费用	2,109	2,316	2,498	2,898	3,364
管理费用	8,569	9,355	21,677	25,146	29,188
财务费用	2,614	2,498	2,130	1,901	1,734
资产减值损失	(1,165)	(939.75)	4,000	4,700	4,900
公允价值变动收益	29.00	(12.81)	(3.45)	1.95	2.98
投资净收益	(262.20)	(987.18)	294.94	6.90	(79.73)
营业利润	9,832	9,342	10,785	11,871	13,418
营业外收入	449.87	523.78	484.95	492.04	494.97
营业外支出	757.44	84.04	240.00	240.00	240.00
利润总额	9,524	9,782	11,030	12,123	13,673
所得税	1,954	2,205	2,510	2,660	3,065
净利润	7,571	7,577	8,520	9,463	10,608
少数股东损益	1,199	977.11	1,102	1,211	1,366
归属母公司净利润	6,372	6,600	7,418	8,253	9,243
EBITDA	15,385	15,225	15,468	16,492	17,969
EPS (元, 基本)	0.31	0.32	0.36	0.40	0.45

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	18.66	16.96	13.50	16.00	16.07
营业利润	11.99	(4.98)	15.44	10.07	13.03
归属母公司净利润	5.12	3.58	12.40	11.25	12.00
获利能力 (%)					
毛利率	12.58	11.63	11.47	11.28	11.03
净利率	2.20	1.95	1.93	1.85	1.79
ROE	7.59	6.74	7.04	7.26	7.52
ROIC	8.16	7.84	8.57	10.60	12.30
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.61	74.50	75.00	74.58	74.79
净负债比率 (%)	25.74	24.41	22.91	21.68	19.76
流动比率	1.14	1.14	1.15	1.17	1.18
速动比率	0.95	0.93	0.80	0.86	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.75	0.80	0.86	0.93
应收账款周转率	3.77	4.62	4.38	4.81	5.68
应付账款周转率	2.19	2.61	2.27	2.17	2.35
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.32	0.36	0.40	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.85	0.67	1.21	0.90
每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.73	5.08	5.48	5.93
估值比率					
PE (倍)	8.52	8.23	7.32	6.58	5.87
PB (倍)	0.65	0.55	0.52	0.48	0.44
EV_EBITDA (倍)	5.50	5.56	5.47	5.13	4.71

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，鲍荣富、方晏荷、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、方晏荷、王涛本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司