

公司研究/中报点评

2020年08月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 2.82
目标价格(元): 3.24

鲍荣富 SAC No. S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

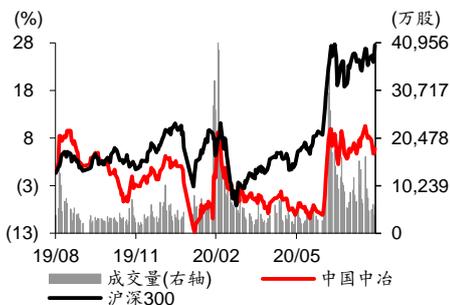
王涛 SAC No. S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

王雯 SAC No. S0570119080192
联系人 021-38476718
wangwen@htsc.com

相关研究

- 1 《中国中冶(601618 SH,增持): 收入新签高增长, 资产负债结构优化》2020.04
- 2 《中国中冶(601618 SH,增持): 收入高增长, 新兴产业增长可期》2019.09
- 3 《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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

新签订单高增长, 现金流明显改善

中国中冶(601618)

收入和利润增速匹配度较好, 维持“增持”评级

公司8月28日晚发布20年中报,20H1实现营收1085.7亿, YoY+13.6%, 归母净利润35.9亿, YoY+13.8%, 扣非归母净利润 YoY+10.8%, 扣非归母净利润增速略低于归母净利润增速主要系计入当期损益的政府补助同比增加1亿元所致。20H1 公司经营性现金净流入14.1亿元, 同比多流入66.4亿元, 20H1 公司新签合同额4651.7亿, YoY+21.9%。我们认为公司在手订单饱满, 特色主题公园、地下综合管廊等新兴产业收入放量可期, 预计公司20-22年EPS0.36/0.40/0.45元, 维持“增持”评级。

20Q2 单季度归母净利润同比增速超20%, 新兴产业具备先发优势

20Q1/Q2 单季度收入增速15.2%/12.4%, 归母净利润增速7.1%/22.3%, 扣非归母净利润增速7.7%/14.8%, 20Q2 单季度归母净利润实现较高增长。20H1 工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发四项业务收入 YoY+12.7%/+26.2%/+28.6%/-34.8%, 工程承包业务细分板块中, 20H1 冶金/房建/交通基建 YoY+8.2%/+23.9%/+3.2%, 冶金工程占工程承包收入的比重降低0.8pct至19.4%, 有效化解市场风险。此外公司在地下管廊、海绵城市、主题公园、垃圾焚烧发电等领域布局, 新兴产业具备先发优势。

费用控制能力增强, 资产负债结构优化

20H1 公司销售毛利率为10.75%, 同比下降0.25pct, 其中工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发四项业务毛利率较19H1 分别变动+0.20/-7.27/+3.38/+1.65pct。20H1 公司期间费用率为5.76%, 较19H1 下降0.89pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别较19H1 下降0.10/0.36/0.05/0.38pct, 费用控制能力明显增强。20H1 资产(含信用)减值损失占收入的比重提升0.8pct至1.30%, 对利润有一定侵蚀, 20H1 公司净利率为2.37%, 同比基本持平。20H1 末资产负债率同比下降1.06pct至75.7%, 资产负债结构优化。

Q2 单季度订单同比增速超45%, 非钢工程合同快速增长

20H1 公司新签合同额4651.7亿, YoY+21.9%, 20Q2 单季度新签合同2906.2亿元, YOY+45.8%。20H1 国内/海外新签合同 YoY+23.4%/-15.3%, 20H1 新签工程承包合同4495.6亿, YoY+22.7%, 其中冶金工程622.0亿, YoY-4.0%, 非钢工程3873.6亿, YoY+20.3%; 20H1 新签合同额超过5000万的工程订单中, 四大细分板块中房建/基建/冶金/其他分别新签合同2584.1/659.6/531.4/521.7亿, YoY+38.6%/+6.3%/-4.8%/+23.8%。总体来看公司新签合同增速较快, 为未来业绩稳健增长提供动能。

新签合同额保持高增长, 维持“增持”评级

我们认为公司业绩增长稳健, 维持公司20-22年EPS为0.36/0.40/0.45元, 参考当前可比公司20年Wind一致预期平均PE为6.87倍, 考虑到公司订单增速在央企中处于较高水平, 认可给予公司20年9倍PE, 目标价3.24元(前值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。

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)	2.40-3.01
总市值(百万元)	58,441
总资产(百万元)	488,713
每股净资产(元)	4.49

资料来源: 公司公告

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)	9.17	8.86	7.88	7.08	6.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

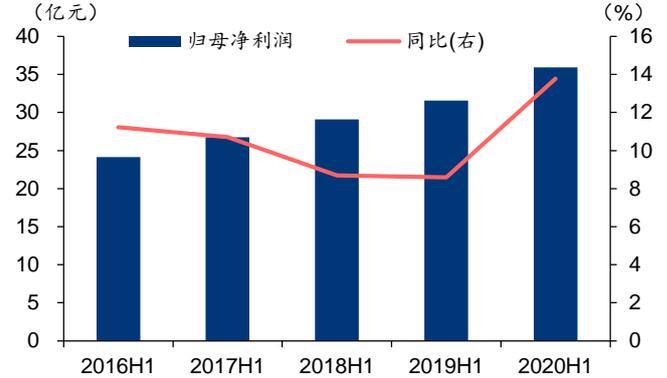
经营情况及可比公司估值表

图表1: 公司历年营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司历年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 大基建板块订单累计增速 (%)

	中国交建	中国铁建	中国中铁	中国中冶	中国建筑	中国电建	上海建工	葛洲坝	中国核建	隧道股份
18Q1	19	7	21	37	24	4	13	16	99	11
18H1	(1)	10	13	6	3	(5)	4	(5)	33	(13)
18Q1-3	-6	5	6	10	4	5	10	(18)	22	8
18FY	(1)	5	9	10	5	12	18	(1)	1	(11)
19Q1	13	6	0	5	9	16	31	(33)	17	3
19H1	16	18	11	20	3	16	20	17	(5)	(7)
19Q1-3	12	25	15	19	6	3	18	15	9	(9)
19FY	8	27	28	18	7	12	19	13	13	(4)
20Q1	12	14	8	(4)	(4)	(15)	(36)	(3)	(23)	8
20H1	7	22	24	22	6	11	(3)	4	12	15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 可比公司估值表

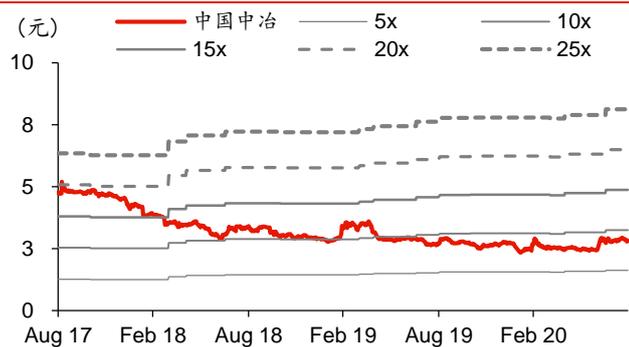
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	目标价 (元)	评级	EPS (元)				PE (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601800 CH	中国交建	1300.45	8.75-10.00	增持	1.24	1.33	1.46	1.59	6.48	6.05	5.51	5.06
601390 CH	中国中铁	1348.94	6.24-6.43	增持	0.96	0.97	1.08	1.18	5.72	5.66	5.08	4.65
601186 CH	中国铁建	1205.86	10.78-12.32	买入	1.49	1.66	1.84	2.03	5.96	5.35	4.83	4.37
601669 CH	中国电建	631.85	5.69-6.25	增持	0.47	0.48	0.51	0.58	8.79	8.60	8.10	7.12
601117 CH	中国化学	290.06	7.82	买入	0.62	0.70	0.85	1.01	9.48	8.40	6.92	5.82
600170 CH	上海建工	286.72	3.36-3.78	增持	0.44	0.45	0.51	0.56	7.32	7.16	6.31	5.75
	平均								7.29	6.87	6.12	5.46
601618 CH	中国中冶	584.41	3.24	增持	0.32	0.36	0.40	0.45	8.86	7.88	7.08	6.32

注: 数据截至2020年8月28日收盘, 上述提及所有公司的目标价和评级均来自华泰证券, 20-22年EPS除中国中冶为华泰证券预测外, 其余公司均为Wind一致预测;

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

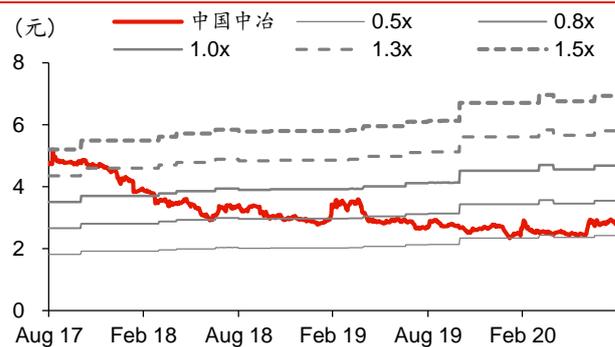
PE/PB - Bands

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)	9.17	8.86	7.88	7.08	6.32
PB (倍)	0.70	0.60	0.55	0.51	0.48
EV_EBITDA (倍)	5.77	5.83	5.74	5.39	4.94

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。

一般声明及披露

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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

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、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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师鲍荣富、方晏荷、王涛本人及相关人士并不担任本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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 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/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

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