

主业稳健增长，资源开发业务有望重估

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年全年实现营业收入 5926.7 亿元, 同比增长 18.4%; 实现归母净利润 102.7 亿元, 同比增长 22.7%, 实现摊薄 EPS 0.50 元。
- **工程及资源开发业务增速较快, 地产业务稳中向好。** 2022 年全年实现营业收入 5926.7 亿元, 同比增长 18.4%; 实现归母净利润 102.7 亿元, 同比增长 22.7%。分业务来看, 工程承包业务、房地产开发业务、装备制造业务、资源开发业务分别实现营收 5504.4 亿元, 为 227.3 亿元、123.2 亿元、88.7 亿元, 同比分别 +19.1%、+6.1%、+6.0%、+33.0%。工程承包业务营收增速 +19.1%, 主要系 2022 年“稳增长”背景下, 基建投资实现 9.4% 的同比增速, 对公司总承包业务的拉动作用所致; 资源开发业务营收增速最快, 主要受金融期货市场多空博弈影响, 镍价涨幅较大, 一度超过 2007 年的 5.5 万美元/吨; 地产业务营收稳中向好, 2022 年四季度开始, 中央及地方放松地产政策, 打出“三箭齐发”的政策组合拳, 缓解房地产企业资金压力, 支持房地产市场平稳健康发展。
- **费用管控持续优化, 地产业务拖累毛利率。** 2022 年公司实现毛利率 9.6%, 同比 -0.98pp, 其中工程承包业务、房地产开发业务、装备制造业务、资源开发业务毛利率分别 9.0%、11.0%、11.6%、36.4%, 毛利率同比均有下滑, 主要原因是: 原材料价格上涨致装备制造业务毛利率同比 -3.5pp; 受地方政府调控政策和行业周期性等影响, 地产业务毛利率同比 -12.5pp; 受国际大宗材料价格大幅上涨, 致资源开发业务毛利率同比 -6.3pp。22 年公司销售期间费用率 5.7%, 同比 -0.4pp, 主要系公司优化融资结构, 资金成本下降, 财务费用同比下降较多所致。资产和信用减值损失 49.6 亿元, 同比少提 3.8 亿元。经营活动产生的现金流量净额 181.5 亿元, 同比 +2.9%, 收现比 88.0%。
- **订单量再创历史新高, 奠定业绩基石。** 2022 年完成新签工程合同额 13435.7 亿元, 同比 +11.5%, 连续 3 年同期增长率均超 11%。其中, 新签冶金工程合同额 1920.0 亿元, 同比 +21.7%; 新签非钢工程合同额 11084.5 亿元, 同比 +10.5%; 新签海外工程合同额为 414.1 亿元, 同比 +19.2%。期末在手 5000 万元以上工程订单未完合同总金额 21831.5 亿元。
- **海外矿产资源丰富, “一带一路”背景下有望价值重估。** 今年是“一带一路”倡议提出十周年, 第三届“一带一路”国际合作高峰论坛以及首次“中国+中亚五国”元首峰会将在我国举办, 历史上“一带一路”相关会议召开都会伴随相关概念指数的持续走高; 3月11日, 中沙伊三国发表联合声明, 三国宣布, 沙特和伊朗达成一份协议, 包括同意恢复双方外交关系, 在至多两个月内重开双方使馆和代表机构, 安排互派大使, 并探讨加强双边关系, “一带一路”战略意义继续提升。公司在一带一路国家拥有丰富的镍、铜、锌、铅等金属矿产资源, 有望迎来价值重估。2022 年公司完成了俾路支省锡亚迪克铜矿项目 3 个采矿权的收购, 针对核心区域实施了详查, 根据阶段性钻探成果估算, 该项目铜矿石资源 10.14 亿吨, 铜金属量 327.87 万吨, 铜平均品位 0.32%, 近年来铜的勘探减少, 铜价或上行, 估值修复空间进一步加大。

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
执业证号: S1250517090004
电话: 021-58351883
邮箱: yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	207.24
流通 A 股(亿股)	178.53
52 周内股价区间(元)	2.88-4.07
总市值(亿元)	766.77
总资产(亿元)	5,434.70
每股净资产(元)	4.04

相关研究

1. 中国中冶 (601618): 业绩如期增长, 订单环比企稳向上 (2022-10-29)
2. 中国中冶 (601618): 业绩韧性强, 现金流大幅改善 (2022-09-01)
3. 中国中冶 (601618): 营收增速创新高, 矿产业务表现夺目 (2022-04-01)

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.56 元、0.65 元、0.75 元，对应 PE 分别为 7、6、5 倍。同行业可比央企建筑公司 2023 年平均估值 9 倍，给予公司 2023 年 9 倍 PE，对应目标价 5.04 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、海外地缘政治及金属价格波动风险。



指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	592669.1	705948.8	843207.0	1008008.5
增长率	18.4%	19.1%	19.4%	19.5%
归属母公司净利润 (百万元)	10272.4	11676.7	13444.9	15637.4
增长率	22.7%	13.7%	15.1%	16.3%
每股收益 EPS (元)	0.50	0.56	0.65	0.75
净资产收益率 ROE	8.0%	10.1%	10.5%	11.0%
PE	7	7	6	5
PB	0.6	0.8	0.7	0.6

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：2022 年公司新签工程合同额 13004.5 亿元，同比增长 12.03%，连续 3 年同期增长率均超 12%。根据公司工程承包业务订单量，预计 2023-2025 年工程业务增速维持 20%，毛利率维持在 9%；

假设 2：2022 年地产销售收入增速 6.1%，房地产业务受各类调控政策影响，增速明显放缓，预计地产销售 2023-2025 年销售增速为 0%、5%、5%，毛利率维持在 15%；

假设 3：钢铁行业进入深化供给侧改革关键期，公司受益装配式钢结构绿色可循环，销量有望进一步增长，预计装备业务 2023-2025 年销售增速为 5%、5%、5%，毛利率维持 12%；

假设 4：矿产资源需求回升，近年来铜的勘探减少，铜价或上行，假设资源开发业务收入维持高速增长，毛利率受周期性影响假设 2023-2025 年分别为 40%、30%、25%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
工程承包	收入	550440.81	660528.97	792634.77	951161.72
	增速	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	9.0%	9.1%	9.0%	9.0%
房地产开发	收入	22726.74	22726.74	23863.08	25056.23
	增速	6.1%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%
装备制造	收入	12319.20	12935.16	13581.92	14261.01
	增速	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
资源开发	收入	8866.00	11525.80	14983.54	19478.60
	增速	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	36.3%	40.0%	30.0%	25.0%
合计	收入	592669.07	705948.81	843207.04	1008008.50
	增速	18.4%	19.1%	19.4%	19.5%
	毛利率	9.6%	9.9%	9.6%	9.5%

数据来源：Wind, 西南证券

同行业可比央企建筑公司 2023 年平均估值 9 倍，给予公司 2023 年 9 倍 PE，对应目标价 5.04 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601669.SH	中国电建	1240	7.20	0.62	0.73	0.86	—	11.53	9.85	8.39	—
601117.SH	中国化学	569	9.32	0.89	1.09	1.29	1.49	8.96	8.57	7.20	6.25
平均值								10.25	9.21	7.795	6.25
601618.SH	中国中冶	709	3.70	0.50	0.56	0.65	0.75	7	7	6	5

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价

风险提示

宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、海外地缘政治及金属价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	592669.07	705948.81	843207.05	1008008.50	净利润	12927.47	14694.82	16920.03	19679.17
营业成本	535516.92	636295.64	762193.41	912093.77	折旧与摊销	3931.44	3275.62	3275.62	3275.62
营业税金及附加	1870.77	2668.11	3011.78	3670.19	财务费用	940.84	7238.88	7484.48	8691.40
销售费用	2883.12	3434.19	4101.90	4903.60	资产减值损失	-1359.65	-593.34	-1425.84	-1458.94
管理费用	30006.60	36785.04	43314.21	52152.17	经营营运资本变动	25967.93	7663.50	4477.69	-1834.93
财务费用	940.84	7238.88	7484.48	8691.40	其他	-24254.97	12201.53	2064.67	3845.65
资产减值损失	-1359.65	-593.34	-1425.84	-1458.94	经营活动现金流净额	18153.06	44481.01	32796.64	32197.98
投资收益	-1523.21	-1360.87	-1454.29	-1532.95	资本支出	-3828.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-317.78	-17.97	-27.36	-30.27	其他	-2731.02	-5726.12	-10000.96	-10914.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6559.35	-5726.12	-10000.96	-10914.93
营业利润	15384.88	17554.77	20193.77	23475.20	短期借款	-1202.97	24329.32	105.31	6117.09
其他非经营损益	7.24	-58.36	-47.91	-44.16	长期借款	3508.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	15392.12	17496.41	20145.86	23431.04	股权融资	-11.33	0.00	0.00	0.00
所得税	2464.64	2801.59	3225.83	3751.87	支付股利	0.00	-1540.85	-1751.51	-2016.74
净利润	12927.47	14694.82	16920.03	19679.17	其他	-11964.02	-36433.88	-7423.65	-8903.26
少数股东损益	2655.12	3018.10	3475.13	4041.82	筹资活动现金流净额	-9670.18	-13645.42	-9069.85	-4802.90
归属母公司股东净利润	10272.36	11676.72	13444.90	15637.36	现金流量净额	2251.39	25109.47	13725.82	16480.15
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	45485.41	70594.88	84320.70	100800.85	成长能力				
应收和预付款项	182837.31	252284.35	291821.25	347858.49	销售收入增长率	18.40%	19.11%	19.44%	19.54%
存货	79948.63	94460.51	113787.72	135989.84	营业利润增长率	8.63%	14.10%	15.03%	16.25%
其他流动资产	129934.31	12213.27	14453.49	16956.88	净利润增长率	11.37%	13.67%	15.14%	16.31%
长期股权投资	31863.70	31863.70	31863.70	31863.70	EBITDA 增长率	7.96%	38.56%	10.28%	14.50%
投资性房地产	7871.90	7871.90	7871.90	7871.90	获利能力				
固定资产和在建工程	29411.05	28267.54	27124.04	25980.54	毛利率	9.64%	9.87%	9.61%	9.52%
无形资产和开发支出	22080.61	19988.11	17895.61	15803.11	三费率	5.71%	6.72%	6.51%	6.52%
其他非流动资产	55951.49	62276.49	70296.26	79242.52	净利率	2.18%	2.08%	2.01%	1.95%
资产总计	585384.39	579820.75	659434.68	762367.83	ROE	7.98%	10.11%	10.54%	11.04%
短期借款	20192.88	44522.19	44627.50	50744.59	ROA	2.21%	2.53%	2.57%	2.58%
应付和预收款项	232219.58	283695.67	336870.53	403014.52	ROIC	9.98%	15.69%	17.71%	19.05%
长期借款	28840.67	28840.67	28840.67	28840.67	EBITDA/销售收入	3.42%	3.98%	3.67%	3.52%
其他负债	142222.14	77403.41	88568.65	101578.27	营运能力				
负债合计	423475.27	434461.95	498907.35	584178.06	总资产周转率	1.05	1.21	1.36	1.42
股本	20723.62	20723.62	20723.62	20723.62	固定资产周转率	23.46	28.42	35.58	44.70
资本公积	22601.59	22601.59	22601.59	22601.59	应收账款周转率	6.16	6.42	6.16	6.25
留存收益	48078.84	58214.70	69908.10	83528.72	存货周转率	7.50	7.27	7.30	7.30
归属母公司股东权益	121108.33	101539.91	113233.31	126853.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.01%	—	—	—
少数股东权益	40800.79	43818.89	47294.02	51335.84	资本结构				
股东权益合计	161909.13	145358.81	160527.33	178189.77	资产负债率	72.34%	74.93%	75.66%	76.63%
负债和股东权益合计	585384.39	579820.75	659434.68	762367.83	带息债务/总负债	11.89%	17.19%	14.99%	13.85%
					流动比率	1.14	1.08	1.09	1.10
					速动比率	0.93	0.84	0.85	0.85
					股利支付率	0.00%	13.20%	13.03%	12.90%
					每股指标				
					每股收益	0.50	0.56	0.65	0.75
					每股净资产	5.84	4.90	5.46	6.12
					每股经营现金	0.88	2.15	1.58	1.55
					每股股利	0.00	0.07	0.08	0.10
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	20257.16	28069.27	30953.86	35442.22					
PE	7.46	6.57	5.70	4.90					
PB	0.63	0.76	0.68	0.60					
PS	0.13	0.11	0.09	0.08					
EV/EBITDA	0.70	0.27	-0.46	-0.95					
股息率	0.00%	2.01%	2.28%	2.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn