

2023年03月30日

增长稳定 ROE 抬升，海外矿山资源积极扩容

中国中冶(601618)

评级:	买入	股票代码:	601618
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	4.23/2.86
目标价格:		总市值(亿)	766.77
最新收盘价:	3.7	自由流通市值(亿)	660.55
		自由流通股数(百万)	17,852.62

事件概述

公司公布 2022 年报。2022 年，公司实现收入 5926.7 亿元，同比+18.4%，归母净利润 102.7 亿元，同比+22.6%；对应 Q4 收入 1956 亿元，同比+29.48%，归母净利润 35.61 亿元，同比+58.49%；

► **业绩略超市场预期，工程业务稳定增长。**公司业绩略超市场预期。工程业务在 2022 年需求承压背景下，通过聚焦“高新综大”和有影响力项目，取得稳定增长，全年新签合同 13004 亿元，同比+12.0%，其中冶金工程合同 1919.95 亿元，同比+21.7%，非钢工程合同 11084.5 亿元，同比+10.5%。而在非钢工程合同中，公司房建及基建新签合同额 9115.76 亿元，同比+4.56%，在地产需求明显下滑背景下取得增长，体现公司重点把握核心市场，精准发力。2022 年公司工程承包收入 5504 亿元，同比+19.1%，毛利率 9.0%，在原材料价格高位情况下同比总体保持平稳，而工程承包业务收入及利润稳定增长为公司全年增长奠定了良好基础。

► **现有矿山业务稳产高产。**根据年报披露数据，2022 年，公司巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿累计生产氢氧化镍钴含镍 34,302 吨、含钴 2,987 吨，同比增长 9%，实现净利润 12.67 亿元，同比-15.72%；巴基斯坦山达克铜金矿受东矿体原矿品位大幅下降影响，累计生产粗铜 16,346 吨（计划 2023Q4 提升至 2.4 万吨产能），同比减少 13%；巴基斯坦杜达铅锌矿累计生产锌精矿含锌 42,349 吨、铅精矿含铅 8,886 吨，同比分别增长 20%、22%，实现归属中方净利润 2.81 亿元，同比+38.2%。由于金属价格 2022 年总体同比上升，公司矿业板块 2022 年收入 88.7 亿元，同比+32.9%，收入增速高于产量增速，毛利率受矿体品位下降及原料成本上升影响有所下滑，估算 2022 年矿业业务整体贡献净利润相较于 2021 年总体保持平稳。

► **新增收购锡亚迪克大型铜矿，新矿山带动资源板块积极扩容。**2022 年公司公告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%，下一步公司将继续开展项目勘查工作，并科学开展项目开发可行性研究。按照矿山勘测业务进度推测，我们判断该矿山 2025 年有望开始逐渐投产，而由于该矿山储量较大，判断对于矿业资源板块将起到明显扩容作用，进一步助力公司释放弹性。此外，公司公告公司仍在推进阿富汗艾娜克铜矿项目，该矿山总储量 1108 万吨，按照 50 年左右开采周期估算，我们判断如果进入开采后一期年产量可达 20 万吨以上，如果该项目最后实施，将进一步显著扩充公司矿山资源业务板块。

► **多晶硅项目高端进口替代提速。**2022 年公司下属洛阳中硅高科有限公司累计生产多晶硅 6,508 吨，销售多晶硅 6,585 吨，生产硅基材料新产品 11,435 吨，实现销售收入 17.89 亿元，同比增长 104%，其中新产品销售收入突破 2.9 亿元，同比增长 164%，实现净利润 4.22 亿元，同比增长 269%。同时新建区熔级多晶硅 300t/a、VAD 四氯化硅 6000t/a 以及多种半导体硅基材料，一期 2023 年 Q1 即将投产，根据年报，二期第一批 9 种产品已经研发成功，具备产业化条件，完成了项目可行性研究报告编制，计划于 2023 年开工建设。由于公司半导体级多晶硅属于高端材料进口替代项目，我们认为未来发展空间充足。洛阳中硅未来将从光伏级多晶硅向更精尖的半导体硅基材料进行转型，我们预计公司有望成为集成电路关键材料的国产供应商。

► **资产负债率保持稳定，ROE 小幅提升，运营能力提升。**2022 年，公司资产负债率 72.34%，同比 2021 年总体保持平稳，加权 ROE 10.47%，是 2011 年至今的新高，体现公司整体盈利能力的改善；而从杜邦分析来看，总资产周转率提升是公司 ROE 提升的主要原因，体现公司整体运营效率改善，而 2022 年公司收现比 104.0%，同比提升 0.85 个百分点，应收账款周转天数 53.852 天，同比减少 1.3 天，均印证公司运营能力继续改进。

► **考核体系优化+资产重估，公司 2023 或开启新篇章。**我们认为央企“一增一稳四提升”的新考核体系，使得公司能够实现利润增长同时，有余地放弃部分毛利率过低，“创收不增利”的项目，从而进一步改善公司盈利水平。而由于疫情防控政策改善后需求恢复以及近几年铜矿勘探量减少，判断未来 1-2 年铜供需将总体保持较

紧状态，带动铜价上涨，伴随一带一路合作推进及公司矿山扩容，公司矿业开发板块资源也有望迎来价值重估，从而使得公司在 2023 年开启新篇章。

投资建议

基于以上多重利好叠加，我们小幅上调 2023/2024 年营业收入至 6721.45/7645.62 亿元（原 6715.97/ 7695.12 亿元），上调归母净利润预测至 124.18/ 141.13 亿元（原 116.18/134.21 亿元），新增 2025 年营业收入和归母净利润预测分别为 8745.68/176.16 亿元。我们预计 2023-2025 年，EPS 0.6/ 0.68/ 0.85 元，对应 3 月 29 日 3.7 元收盘价 6.17/5.43/4.35x PE。考虑到目前股价仍处于低位，公司价值被低估，我们维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	500571.65	592669.07	672145.67	764561.78	874568.34
YoY (%)	25.11%	18.40%	13.41%	13.75%	14.39%
归母净利润(百万元)	8374.97	10272.36	12418.48	14113.21	17616.05
YoY (%)	6.52%	22.66%	20.89%	13.65%	24.82%
毛利率 (%)	10.62%	9.64%	9.79%	9.88%	10.15%
每股收益 (元)	0.40	0.50	0.60	0.68	0.85
ROE	7.79%	8.48%	9.53%	9.93%	11.24%
市盈率	9.16	7.46	6.17	5.43	4.35

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

研究助理：金兵

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

SAC NO:

联系电话：

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	592669.07	672145.67	764561.78	874568.34	净利润	12927.47	15719.60	19333.17	24811.33
YoY (%)	18.40%	13.41%	13.75%	14.39%	折旧和摊销	3931.44	2927.86	2998.09	3061.30
营业成本	535516.92	606309.69	689042.21	785803.15	营运资金变动	-5050.07	39410.66	8148.41	9228.66
营业税金及附加	1870.77	2121.64	2413.35	2760.59	经营活动现金流	18153.06	63945.51	36367.06	42988.68
销售费用	2883.12	3269.75	3719.32	4254.46	资本开支	-3809.66	-756.18	-756.18	-756.18
管理费用	11273.97	12785.80	14543.78	16636.36	投资	-5236.68	0.00	0.00	0.00
财务费用	940.84	1185.18	1041.70	1154.66	投资活动现金流	-6559.35	-2597.18	-2597.18	-2597.18
研发费用	18732.63	21244.67	24165.69	27642.69	股权募资	5413.65	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1359.65	1359.65	1359.65	1359.65	债务募资	-1663.67	300.00	0.00	0.00
投资收益	-1523.21	-1523.21	-1523.21	-1523.21	筹资活动现金流	-9670.18	-7594.46	-5793.76	-6380.29
营业利润	15384.88	18426.43	22833.22	29513.91	现金净流量	1923.54	53753.88	27976.12	34011.21
营业外收支	7.24	743.82	743.82	743.82	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	15392.12	19170.24	23577.03	30257.72	成长能力				
所得税	2464.64	3450.64	4243.87	5446.39	营业收入增长率	18.40%	13.41%	13.75%	14.39%
净利润	12927.47	15719.60	19333.17	24811.33	净利润增长率	22.66%	20.89%	13.65%	24.82%
归属于母公司净利润	10272.36	12418.48	14113.21	17616.05	盈利能力				
YoY (%)	22.66%	20.89%	13.65%	24.82%	毛利率	9.64%	9.79%	9.88%	10.15%
每股收益	0.50	0.60	0.68	0.85	净利率	2.18%	2.34%	2.53%	2.84%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.75%	2.25%	2.33%	2.63%
货币资金	45485.41	99239.29	127215.41	161226.62	净资产收益率 ROE	8.48%	9.53%	9.93%	11.24%
预付款项	36352.53	36352.53	36352.53	36352.53	偿债能力				
存货	79948.63	90517.46	102868.80	117314.48	流动比率	1.14	1.20	1.23	1.27
其他流动资产	276419.08	182656.24	198026.01	216321.25	速动比率	0.83	0.82	0.86	0.90
流动资产合计	438205.66	408765.52	464462.75	531214.88	现金比率	0.12	0.29	0.34	0.38
长期股权投资	31863.70	31863.70	31863.70	31863.70	资产负债率	72.34%	68.46%	68.41%	68.16%
固定资产	25411.11	25285.67	24840.00	24206.14	经营效率				
无形资产	22026.29	21223.85	20421.41	19618.96	总资产周转率	1.06	1.18	1.32	1.37
非流动资产合计	147178.73	144391.22	141533.48	138612.53	每股指标 (元)				
资产合计	585384.39	553156.74	605996.23	669827.41	每股收益	0.50	0.60	0.68	0.85
短期借款	20192.88	20192.88	20192.88	20192.88	每股净资产	5.84	6.29	6.86	7.57
应付账款及票据	224346.51	254004.05	288663.56	329200.05	每股经营现金流	0.88	3.09	1.75	2.07
其他流动负债	141305.26	67864.36	69074.37	70507.45	每股股利	1.69	0.10	0.11	0.14
流动负债合计	385844.65	342061.29	377930.80	419900.39	估值分析				
长期借款	28840.67	29140.67	29140.67	29140.67	PE	7.46	6.17	5.43	4.35
其他长期负债	8789.94	7489.94	7489.94	7489.94	PB	0.54	0.59	0.54	0.49
非流动负债合计	37630.62	36630.62	36630.62	36630.62					
负债合计	423475.27	378691.90	414561.42	456531.00					
股本	20723.62	20723.62	20723.62	20723.62					
少数股东权益	40800.79	44101.91	49321.86	56517.15					
股东权益合计	161909.13	174464.83	191434.81	213296.41					
负债和股东权益合计	585384.39	553156.74	605996.23	669827.41					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。