

中国中冶 (601618)

 证券研究报告
 2021年08月23日

资源开发迎估值重塑，智能改造+新能源打造新增长极

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	3.78元
目标价格	5.25元

基本数据

A股总股本(百万股)	20,723.62
流通A股股本(百万股)	17,852.62
A股总市值(百万元)	78,335.28
流通A股市值(百万元)	67,482.90
每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	72.90
一年内最高/最低(元)	4.22/2.55

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001 wangtaoa@tfzq.com	
王雯	联系人
wangwena@tfzq.com	
朱晓辰	联系人
zhuxiaochen@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国中冶-年报点评报告:出表 PPP 项目收入快速增长,资源板块增利明显》2018-04-01
- 《中国中冶-公司点评:新签合同情况良好,持续受益国企改革和资源商品价格上涨》2017-10-15
- 《中国中冶-半年报点评:基建业务推进加速,资源板块成为公司另一亮点》2017-09-03

冶金工程龙头，积极推进业务多元化转型

中国中冶是全球最大的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商，20年收入/利润增速 18%/19%，增速居于央企较高水平，20年公司新签合同额首次突破万亿元至 10197 亿元，同比+29.5%，是当年收入的 2.5 倍，21M1-7 订单增速 36.9%，在手订单充足。立足于传统冶金工程领域，智能化改造和新能源等领域打造新的发展增长极，商业模式重塑，丰富的镍钴铜等有色矿产资源，受益于金属价格上涨利润明显增厚，有望迎来价值重估。

传统业务积极转型，智能改造/新能源打造新增长极

借助钢铁行业转型升级的机遇，切入冶金节能环保改造市场领域，包揽环保搬迁、节能减排和产业升级的大型项目。积极布局氢冶金钢铁制造，致力于低碳冶金研究。中冶京诚中标全球首例氢能源开发和利用工程，探索钢铁行业低碳经济。中冶武勘与宝冶积极参与光伏市场建设，15年10月，中冶武勘首个光伏发电建设项目-榆林旷达光伏发电与煤矿塌陷区治理及生态农业一期 50MWp 光伏发电项目开工；20年11月宝冶承建的上海市最大单体集中式光伏发电项目-崇明区陈家镇裕安养殖场渔光互补 110兆瓦光伏发电项目 EPC 总承包项目举行并网运行仪式。此外全资子公司中国恩菲积极开阵多晶硅及光伏发电业务，挖掘新能源赛道机遇。

镍钴铜等有色资源开发具备完整产业链，矿产资源开发迎估值重塑

公司从事的资源开发业务主要集中在镍、钴、铜、锌、铅等领域，巴布亚新几内亚镍钴项目全年平均达产率 103.2%，达产率位列世界湿法冶炼红土镍矿第一，此外还拥有巴基斯坦杜达铅锌矿、巴基斯坦山达克铜金矿和阿富汗艾娜克铜矿，受益于金属价格大幅上涨，我们测算 21 年资源开发业务有望贡献归母净利润 15.4 亿元（其中考虑权益比例后镍钴矿贡献 6.2 亿元），贡献归母净利润 11.8 亿元，其中镍钴矿贡献归母净利润 7.7 亿元。此外，公司积极把握前驱体材料体系发展机遇，投资 36.9 亿元生产高镍三元前驱体。21 年 6 月，8 系高镍三元前驱体产品正式量产；21 年 7 月，9 系高镍三元前驱体通过客户端小试认证。目前中冶新能源 5 系、6 系高镍三元前驱体产品已应用于广汽、上汽、蔚来、小鹏、吉利等车企的常规续航里程车型。

分部估值给予 21 年目标市值 1087 亿，首次覆盖，予“买入”评级

我们预计 21-23 年归母净利润分别为 92/106/119 亿元，其中资源开发业务为 11.8/12.6/13.4 亿元。采用分部估值法，传统业务参考中国化学、中国铁建和中国交建的 21 年 PE 均值为 7.3x，给予该部分业务 21 年目标 PE 8.0x，对应目标市值 637.8 亿；资源开发业务参考江西铜业、紫金矿业、华友钴业及格林美的 21 年 PE 均值为 38x，给予该部分业务 21 年 PE 38x，对应目标市值 449.4 亿。综合两部分估值情况，21 年公司合计目标市值 1087.2 亿，对应 21 年公司整体 PE 11.9x，目标价 5.25 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：基建等行业投资弱于预期；房地产行业调控升级；金属价格下跌及高镍电池需求不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	338,637.61	400,114.62	455,822.11	516,277.06	570,293.97
增长率(%)	16.96	18.15	13.92	13.26	10.46
EBITDA(百万元)	26,250.58	30,036.31	21,070.61	23,491.51	24,318.18
净利润(百万元)	6,599.71	7,862.19	9,154.89	10,559.64	11,914.04
增长率(%)	3.58	19.13	16.44	15.34	12.83
EPS(元/股)	0.32	0.38	0.44	0.51	0.57
市盈率(P/E)	11.62	9.75	8.38	7.26	6.44
市净率(P/B)	0.78	0.78	0.90	0.82	0.75
市销率(P/S)	0.23	0.19	0.17	0.15	0.13
EV/EBITDA	2.72	2.19	4.55	3.43	3.06

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 中国中冶：冶金工程龙头，业务多元化发展.....	4
1.1. 战略重组成矿冶巨头，多元化发展成绩斐然.....	4
1.2. 营收稳步增长，控费效果明显.....	6
2. 传统业务积极转型，智能改造/新能源打造新增长极.....	9
2.1. 新签订单持续增长，业绩持续释放动能充足.....	9
2.2. 智能改造、新能源多领域打造新增长极.....	9
3. 资源开发业务板块，贡献业绩弹性.....	12
3.1. 矿产价格走高，资源开发业务快速增长.....	12
3.2. 高镍三元正极为行业趋势，镍资源是产业核心.....	15
4. 盈利预测与估值探讨.....	19
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 估值探讨.....	21
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：中国中冶发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2021.3.31）.....	5
图 3：中国中冶主营业务.....	6
图 4：2016-2020 年公司营业收入.....	6
图 5：2016-2020 年公司归母净利润.....	6
图 6：2016-2020 年公司利润率.....	7
图 7：2016-2020 年公司分业务营收占比.....	7
图 8：2016-2020 年公司工程承包营收分类.....	7
图 9：2018-2020 年公司主营业务分板块毛利率.....	8
图 10：2018-2020 年公司主营业务分地区毛利率.....	8
图 11：2016-2020 年公司各项费用率.....	8
图 12：2016-2020 年资产及信用减值（亿元）.....	8
图 13：2016-2020 年公司经营活动现金净流量情况.....	8
图 14：2016-2020 年公司收现比及付现比.....	8
图 15：2016-2021H1 公司新签合同额及增速.....	9
图 16：2017-2020 年人民币 5000 万元以上工程承包合同细分.....	9
图 17：2019-2021M7 公司单月新签合同额及增速.....	9
图 18：2017-2020 年建筑类央企新订签单复合增速.....	9
图 19：2016-2020 年公司冶金工程业务营收占比变化情况.....	10

图 20: 2015-2020 历年公司冶金工程业务营收情况.....	10
图 21: 氢冶金研究发展历程.....	10
图 22: 河钢宣钢氢能源工程示范项目开工仪式.....	11
图 23: 陕西榆林旷达 50MW 光伏电站.....	11
图 24: 分布式光伏项目-宝冶大院.....	11
图 25: 中国恩菲业务概览.....	12
图 26: 部分非煤矿山及有色冶金工程项目介绍.....	12
图 27: 多晶硅产品.....	12
图 28: 中卫全跟踪光伏电站.....	12
图 29: 2016-2020 年资源开发业务营收及增速.....	13
图 30: 2016-2020 年资源开发业务毛利及毛利率变化情况.....	13
图 31: 2016-2021 年期货结算价: LME 钴.....	13
图 32: 2016-2021 年现货结算价: LME 铅.....	13
图 33: 2016-2021 年现货结算价: LME 锌.....	14
图 34: 2016-2021 年现货结算价: LME 铅.....	14
图 35: 2016-2021 年现货结算价: LME 镍.....	14
图 36: 2016-2020 年全球镍储量(万吨).....	16
图 37: 2016-2020 年全球镍产量(万吨).....	16
图 38: 2020 年全球镍储量区域分布.....	16
图 39: 2020 年全球镍产量区域分布.....	16
图 40: 2015-2020 年中国三元正极材料产量.....	17
图 41: 巴布亚新几内亚镍钴项目项目投资结构.....	18
图 42: 2013-2020 年巴新瑞木镍钴项目年产量情况.....	18
图 43: 2013-2018 年瑞木镍钴项目营业收入及同比情况.....	18
图 44: 中冶新材料项目开工仪式现场.....	19
表 1: 2020 年度 ENR“全球最大 250 家国际承包商”“上榜企业排名”.....	5
表 2: 中国中冶开发及运营中的矿产资源项目基本情况.....	13
表 3: 镍矿敏感性测算.....	14
表 4: 中国中冶资源开发业务毛利润测算.....	15
表 5: 三元电池及磷酸铁锂电池比较.....	15
表 6: 2019 年中国三元材料企业高镍产能布局情况.....	17
表 7: 公司业务拆分及预测.....	19
表 8: 分业务营收及净利(亿元).....	20
表 9: 分业务营收及净利(亿元).....	20
表 10: 可比公司估值表.....	21

1. 中国中冶：冶金工程龙头，业务多元化发展

1.1. 战略重组成矿冶巨头，多元化发展成绩斐然

全球最大的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商。中国冶金科工股份有限公司（简称中国中冶）成立于 2008 年 12 月，由中冶集团联合中国宝武钢铁集团有限公司共同发起设立，其前身为 1982 年经国务院批准正式成立的中国冶金建设公司，隶属于冶金工业部。2009 年 9 月，中国中冶在上海、香港两地成功上市。2015 年 12 月 8 日经国务院批准，中国五矿与中冶集团实施战略重组。在 2020 年 ENR 发布的“全球承包商 250 强”排名中，中国中冶位居第 8 位。公司主营业务包括工程承包、房地产开发、装备制造及资源开发业务。工程承包业务是公司传统的核心业务，也是目前公司收入和利润的主要来源，20 年收入占比 90%左右。

图 1：中国中冶发展历程



资料来源：公司公告，中国中冶官网，中国中冶公众号，天风证券研究所

截至 21Q1，公司控股股东是中冶集团。国资委通过中冶集团及中国石油天然气集团间接持股 55.10%，为公司实际控制人。2020 年 4 月 15 日公司发布公告，中冶集团将其持有的中国中冶 12.28 亿股 A 股股份（占上市公司总股本 5.92%）无偿划转给中石油集团。无偿划转完成后，中冶集团持有中国中冶 101.91 亿股 A 股股份，持股比例由 55.10%下降至 49.18%。我们认为此次股份无偿转让反映出公司对未来发展的优化改进，进一步做强优质资产、盘活存量资产、深化了相关产业的战略合作。

图 2：公司股权结构（截至 2021.3.31）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资质优势明显，中国冶金工业建设的主导力量。作为国家创新型企业，公司拥有 5 项综合甲级设计资质和 39 项特级施工总承包资质，其中，四特级施工企业数量 3 家，三特级施工企业数量 5 家，双特级施工资质企业数量 4 家，位居全国前列。在“世界 500 强企业”排名中位居第 290 位，在 2020 年 ENR 发布的“全球承包商 250 强”排名中位居第 8 位。

表 1：2020 年度 ENR“全球最大 250 家国际承包商”上榜企业排名

排名	公司	总营业额 (亿美元)	国际营业额 (亿美元)
1	中国建筑集团有限公司	1803.5	141.4
2	中国铁路工程集团有限公司	1549.1	65.7
3	中国铁道建筑集团有限公司	1234.3	82.1
4	中国交通建设集团有限公司	895.1	233
5	中国电力建设集团有限公司	570.1	147.2
6	法国万喜集团	545.7	245
7	西班牙 ACS 集团	450.2	389.5
8	中国冶金科工集团有限公司	435.6	28.5
9	上海建工集团有限公司	402	6.6
10	法国布伊格集团	332.2	171.4

资料来源：中国勘察设计杂志公众号，天风证券研究所

中国中冶是以工程承包、资源开发、装备制造及房地产开发为主业的多专业、跨行业、跨国经营的特大型企业集团。公司是全球最大的工程承包公司之一，在巩固、发展传统工程承包业务同时，公司亦借助规模优势积极拓展资源开发、装备制造及房地产开发等业务。资源开发业务方面，拥有铜、镍、钴、铅、锌等项目的采矿权益。装备制造业务方面，分为冶金装备板块（公司能够生产具有自主知识产权的核心冶金设备）和钢结构板块（目前有钢结构生产基地 32 家，设计产能 165 万吨）。

图 3：中国中冶主营业务



注：收入占比为 20 年的财务数据；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

1.2. 营收稳步增长，控费效果明显

营收增长稳健，20 年归母净利润大幅提升。 营收净利方面，16-20 年公司营收/归母净利润从 2,195.58/ 53.76 亿元增长至 4,001.15/ 78.62 亿元，CAGR+16.2%/+10.0%，毛利率下滑是导致 17-19 年归母净利润增速变慢的主要原因，20 年公司归母净利润同比+19.1%，增速大幅提升 15.7pct。自 2015 年后，归母净利润增速和收入增速趋势有所背离，我们认为主要系自 17 年以来毛利率下滑所致。利润率方面，2020 年毛利率/净利率为 11.35%/2.34%，同比 -0.28pct/+0.11pct，20 年盈利能力有所改善。

图 4：2016-2020 年公司营业收入



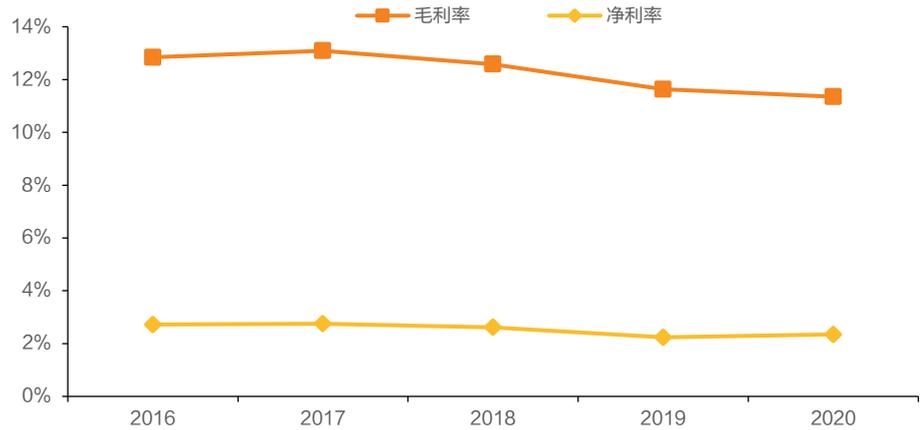
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2016-2020 年公司归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

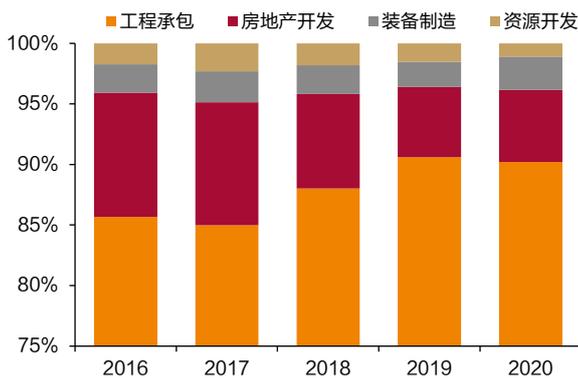
图 6：2016-2020 年公司利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

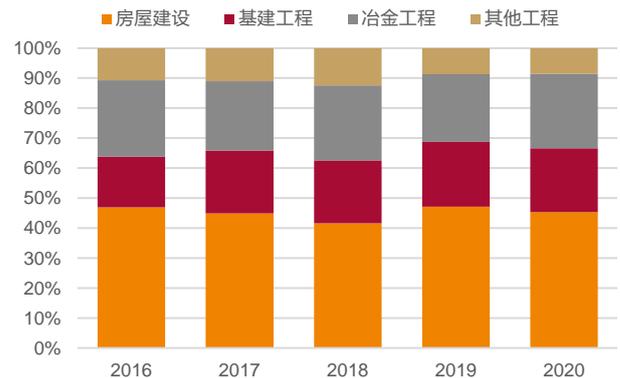
分业务来看，公司工程承包占比最大，且自 17 年之后占比提升明显。2020 年工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发业务营收占比为 90%/6%/3%/1%。工程承包业务占比最大，16-20 年由 85.46% 上升至 90.97%。工程承包拆分来看，房屋建设占比最大，均维持在 50% 左右，2020 年房屋建设/基建工程/冶金工程/其他工程占工程承包比例为 45%/21%/25%/8%。分地区来看，16-20 年公司 90% 以上业务集中于中国大陆。

图 7：2016-2020 年公司分业务营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

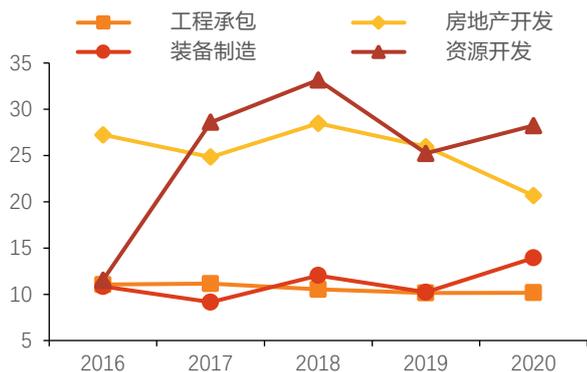
图 8：2016-2020 年公司工程承包营收分类



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

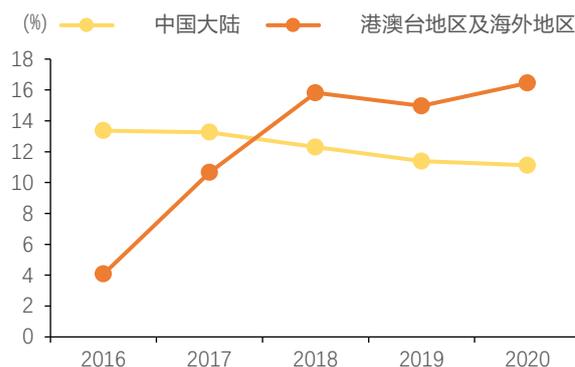
工程施工毛利率承压，资源开发板块毛利率显著提升。分板块看，2020 年工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发业务的毛利率分别为 10.17%/20.66%/13.92%/28.24%，同比 +0.03pct/-5.29 pct/+3.71 pct/+3.01 pct。资源开发板块受镍、铅、锌、铜等价格上涨影响，毛利率提升明显。分地区看，2020 年中国大陆主营业务毛利率为 11.12%，同比 -0.27pct，港澳台及海外地区主营业务毛利率为 16.45%，同比 +1.49pct。16-17 年港澳台及海外地区业务毛利率较低，系受国际金属价格处于低位等因素影响。17 年后，金属价格回升，公司海外业务毛利率显著提升。

图 9：2018-2020 年公司主营业务分板块毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

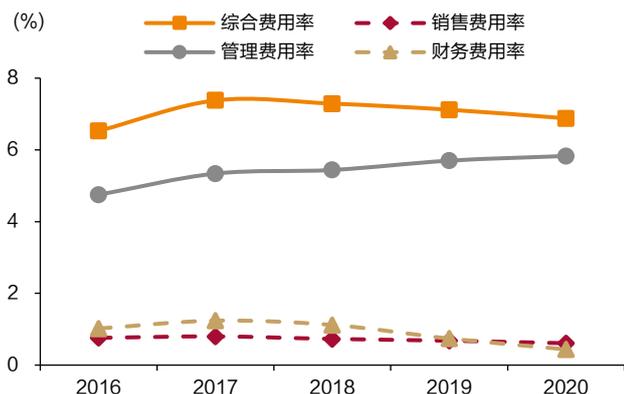
图 10：2018-2020 年公司主营业务分地区毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

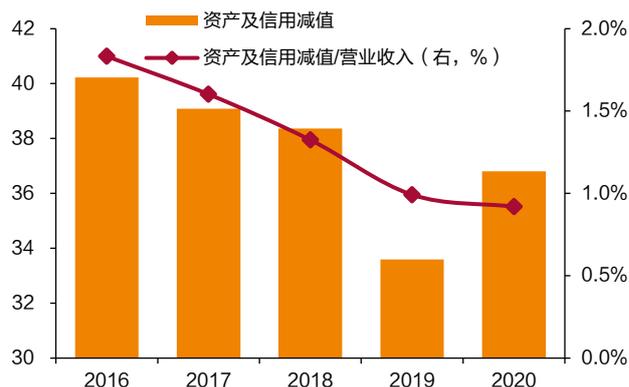
费用率控制良好，资产及信用减值逐年下降。2020 年公司期间费用率 6.88%，其中，销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 0.61%/5.83%/0.44%，同比-0.07/+0.13 /-0.30 pct，公司自 2017 年以来控费效果明显，综合费用率逐年降低，管理费用率有所提升主要系研发费用大幅增加所致，20 年研发费用率同比提升 0.15pct。资产及信用减值方面，2020 年公司资产及信用减值 36.80 亿元，占营收比例 0.92%，占比亦呈现逐年下降趋势。

图 11：2016-2020 年公司各项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2016-2020 年资产及信用减值（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

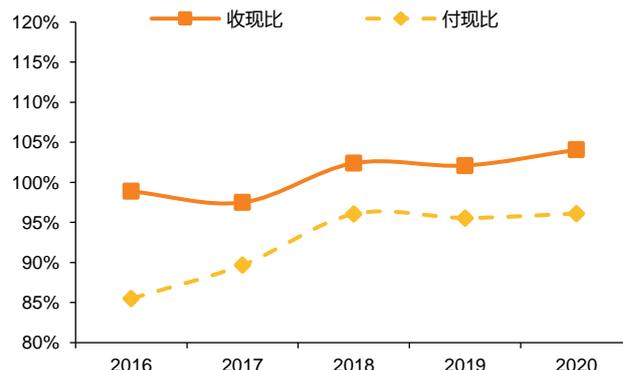
20 年经营性现金流大幅改善。2016-2019 年公司经营活动现金流量净额稳定在 140-190 亿元之间，2020 年大幅增长至 280.32 亿元；收现比稳定在 97%-104%，付现比稳定在 86%-96%。2017 年收现比与付现比差额开始减少，主要系在融资紧缩的大环境下公司向下游议价能力变弱，收款变难。同时受钢铁去产能、水泥错峰停窑等政策的影响，公司向上游议价能力变弱，压款变难，20 年在收现比提升的带动下，公司经营性现金流大幅改善，同比增长 59.5%。

图 13：2016-2020 年公司经营活动现金净流量情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2016-2020 年公司收现比及付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 传统业务积极转型，智能改造/新能源打造新增长极

2.1. 新签订单持续增长，业绩持续释放动能充足

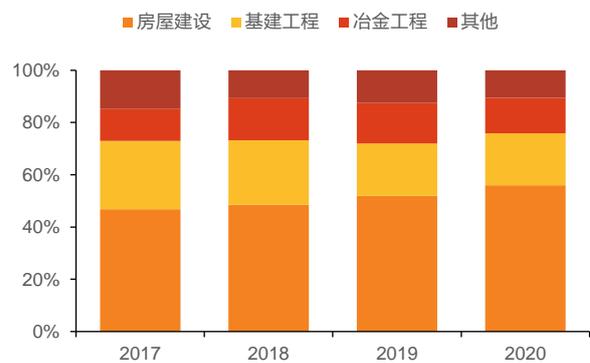
在手订单充足，各类新签订单比例稳定。2020年公司新签合同额首次突破万亿元，至10197亿元，17-20年CAGR+19.36%。2021H1累计新签合同额6150.6亿元，同比增长32.2%，订单维持较高增长。人民币5000万元以上工程承包合同细分来看，2020年房屋建设/建筑工程/冶金工程/其他分别占比56%/20%/14%/11%，趋势上来看，各类新签订单细分比较稳定。

图 15：2016-2021H1 公司新签合同额及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

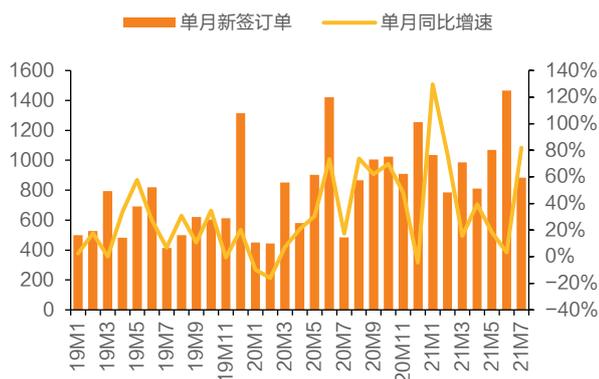
图 16：2017-2020 年人民币 5000 万元以上工程承包合同细分



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

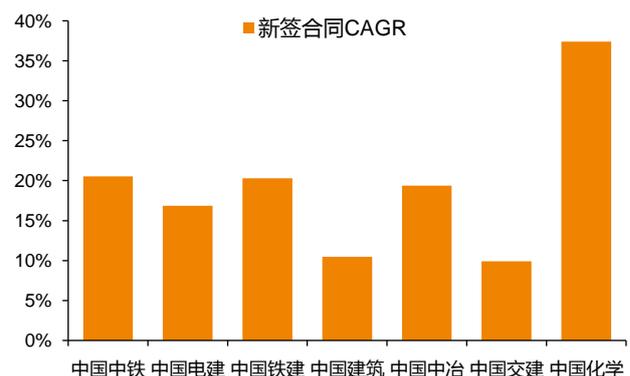
单月新签订单增速较快，年度新签订单增速处央企中间位置。单月新签订单方面，受20年疫情因素影响，20年1-3月订单增速同比下滑较多，除去此影响，19年-21年7月，仅2个月出现新签订单负值。21M1-7累计新签订单为7033亿元，同比增长36.92%，充足的在手订单为公司中长期发展提供充足的动能。从主要建筑央企的年度订单增速来看，中国中冶17-20年新签订单增速CAGR+19.36%，处于7家可比央企中间位置，若分年份来看，19年后，新签订单增速明显加快，且20年及21H1新签订单增速为29.45%及32.22%，均高于17-20年新签订单复合增速。

图 17：2019-2021M7 公司单月新签合同额及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：2017-2020 年建筑类央企新签订单复合增速

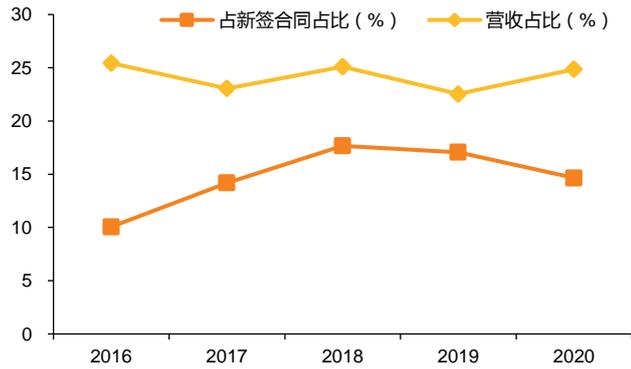


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2.2. 智能改造、新能源多领域打造新增长极

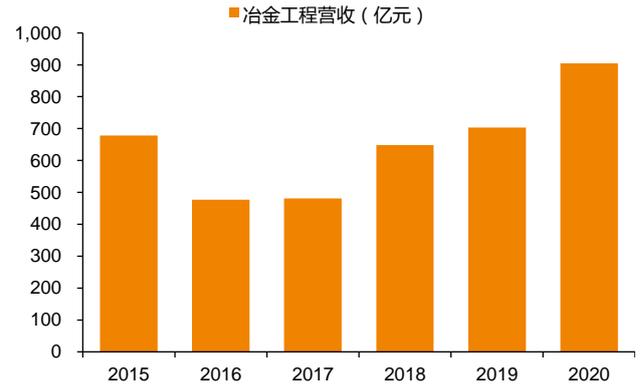
传统行业转型升级，切入产线改造运营市场。国内市场，公司借助钢铁行业转型升级的机遇，切入冶金节能环保改造市场领域，包揽环保搬迁、节能减排和产业升级的大型项目。国外市场，继越南台塑河静千万吨级钢厂、马来西亚关丹钢铁产业园成功建厂后，越南和发炼钢和印尼德信钢铁等项目顺利投产。2020年冶金工程新签合同额1434亿元，同比增长11.9%，我们认为公司未来技改、保养、搬迁等方面业务占比将进一步提升，公司业务转型升级将持续深入。

图 19：2016-2020 公司冶金工程业务营收占比变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：2015-2020 历年公司冶金工程业务营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

布局氢冶金钢铁制造，致力于低碳冶金研究。中冶京诚是国内首家同时拥有“工程咨询资信综合甲级”、“工程设计综合甲级”、“工程监理综合甲级”和“施工总承包特级”资质的工程技术企业。为响应国家碳中和的目标和挖掘富氢气体的利用价值，公司提出两步走战略：第一步实现富氢冶金，第二步实现“全氢”冶金。2012 年前，公司重点研究如何降低炼铁过程中消耗的碳，并先后完成了熔融还原炼铁和超高富氧制气炉的试验；2013-2018 年，对新型煤制气工艺技术/氧煤炼铁工艺/气基竖炉还原工艺及主要装备进行了研究，对基于 DRI 的电炉工艺及装备进行了技术开发，并在海外总包建成了基于全 DRI 冶炼的电炉炼钢工程；到 2020 年，完成了基于干法的煤气精制技术研究，实现了世界首套装置，掌握了 CO₂ 脱出和深加工的工艺技术。

图 21：氢冶金研究发展历程



资料来源：中冶京诚官网、天风证券研究所

中标全球首例氢能源开发和利用工程，探索钢铁行业低碳经济。2020 年 12 月 7 日，中冶京诚牵头成立的“中冶京诚-唐钢国际”联合体以第一名的成绩中标河钢氢能源开发和利用工程示范项目；2021 年 5 月 10 日，河钢宣钢举办开工仪式，正式进入施工阶段。该项目是全球首座使用富氢气源的氢冶金项目，借助氢还原新工艺实施“焦炉煤气重整制氢+氢气直接还原”制备高品质脱氧球团技术，实现二氧化碳大幅减排。我们认为将会推动中国钢铁工业由传统“碳冶金”向新型“氢冶金”转变的步伐，引领行业向绿色化、低碳化和智能化发展。

图 22：河钢宣钢氢能源工程示范项目开工仪式



资料来源：中冶京诚官网、天风证券研究所

中冶武勘与宝冶积极参与光伏市场建设。中冶武勘具备光伏、光热发电及太阳能热水系统集成能力，多年来完成了多项光伏电站项目，拥有光伏光热相关专利十余项。2015年10月，中冶武勘首个光伏发电建设项目-榆林旷达光伏发电与煤矿塌陷区治理及生态农业一期50MWp光伏发电项目开工。该项目是公司历史上第一个完整的、体量最大的施工总承包光伏发电项目，促进了战略转型，提升了光伏发电等新能源业务的服务能力。

2017年12月15日，由上海宝冶承建的宝冶大院分布式光伏项目正式并网发电，年发电量约30万度。2020年11月29日，该公司承建的上海市最大单体集中式光伏发电项目——崇明区陈家镇裕安养殖场渔光互补110兆瓦光伏发电项目EPC总承包项目举行并网运行仪式。该项目是迄今为止上海地区最大的单体集中式光伏发电项目，丰富了上海宝冶在光伏制造工业板块的EPC业绩。

图 23：陕西榆林旷达 50MW 光伏电站



资料来源：中冶武勘公众号、天风证券研究所

图 24：分布式光伏项目-宝冶大院



资料来源：上海宝冶公众号、天风证券研究所

新能源行业挖掘增长潜力，打开中长期发展路径。中国恩菲系中国中冶全资子公司，深耕非煤矿山、有色冶金、水务资源、能源环境、新材料、市政文旅、城市矿产、智能装备、房产经营九个业务单元，在30多个国家和地区参与了1.2万个工程项目，是中国中冶立足有色矿冶工程的重要载体，拥有工程设计资质综合甲级，市政工程施工总承包三级等资质。非煤矿山业务主要包括非煤矿山等采选工程建设的咨询、设计、工程总承包等，有色冶金工程业务主要包括有色金属等冶炼工程建设的咨询、设计、工程总承包等。

图 25：中国恩菲业务概览



资料来源：中国恩菲官网，天风证券研究所

图 26：部分非煤矿山及有色冶金工程项目介绍



资料来源：中国恩菲官网，天风证券研究所

中国恩菲新材料业务主要包括多晶硅业务及光伏发电业务。多晶硅业务方面，子公司中硅高科拥有“多晶硅制备技术国家工程实验室”“河南省多晶硅工程技术研究中心”和洛阳、偃师两个多晶硅生产基地，目前总生产能力已达到 10000t/a，进入世界前十名。光伏发电业务方面，主要包含：1) 光资源评估系统：目前公司已有 9 座光资源评估测光电站，主要为全面收集气象资料、比选产品性能、模拟光伏电站实际运行效果提供科学依据；2) 光伏发电投资运营：2012 年底中卫一期/二期共 60MW 光伏电站项目成功并网发电。中长期来看有望受益于政策驱动。

图 27：多晶硅产品



资料来源：中国恩菲官网，天风证券研究所

图 28：中卫全跟踪光伏电站



资料来源：中国恩菲官网，天风证券研究所

3. 资源开发业务板块，贡献业绩弹性

3.1. 矿产价格走高，资源开发业务快速增长

冶金龙头布局有色矿产，资源开发业务收益有望复苏。目前中国中冶从事的资源开发业务主要集中在镍、钴、铜、锌、铅等金属矿产资源的采矿、选矿、冶炼等领域，目前公司在运营的矿产项目主要有四个：1) **巴布亚新几内亚镍钴项目**：项目全年平均达产率 103.2%，达产率位列世界湿法冶炼红土镍矿第一，2016 年以来连续四年实现超产，同时在世界红土镍矿中单位现金生产成本最低，是全球现有已投产红土镍矿中达产率和运营水平最高的矿山，2020 年生产金属镍 3.4 万吨/钴 2941 吨；2) **巴基斯坦杜达铅锌矿项目**：项目实现采出矿量 50.3 万吨，连续 2 年实现采出矿量 50 万吨/年的达产目标，全年累计生产锌精矿含锌 3.5 万吨、铅精矿含铅 7094 吨，全年实现利润过亿元；3) **巴基斯坦山达克铜金矿项目**：全年累计生产粗铜 1.32 万吨，实现分红利润过亿元；4) **阿富汗艾娜克铜矿项目**：项目资源量 6.62 亿吨，铜金属量达 1108 万吨，铜平均品位为 1.67%，属于世界级特大型铜矿床。

表 2：中国中冶开发及运营中的矿产资源项目基本情况

序号	项目名称	2020 年产能
1	巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目	镍 33659 吨, 钴 2941 吨
2	巴基斯坦杜达铅锌矿项目	锌 35054 吨, 铅 7094 吨
3	巴基斯坦山达克铜金矿项目	粗铜 13200 吨
4	阿富汗艾娜克铜矿项目	资源量 6.62 亿吨, 铜金属量达 1108 万吨, 暂无产出

资料来源：公司公告，天风证券研究所

国际金属矿产价格上涨，资源开发业务收益持续上升。2015-2017 年资源开发业务营业收入及增长速度持续升高，其中 2017 年此业务营业收入增速高达 49.5%；2018-2020 年资源开发业务收入有所承压，主要系全球矿业市场供需低迷，商品价格震荡回调，其中 2020 年公司此业务实现营收 43.84 亿元，同比-15.45%；2021 年疫情影响减弱，受益于行业需求回暖，铜、铅、锌等金属资源价格大幅上涨，我们预计 21 年中冶的资源开采业务存在较大盈利空间。

图 29：2016-2020 年资源开发业务营收及增速



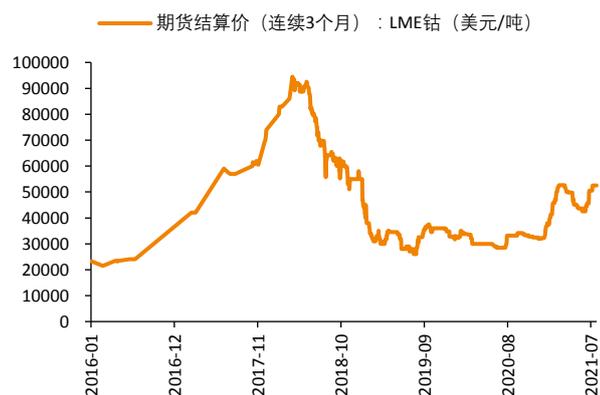
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2016-2020 年资源开发业务毛利及毛利率变化情况



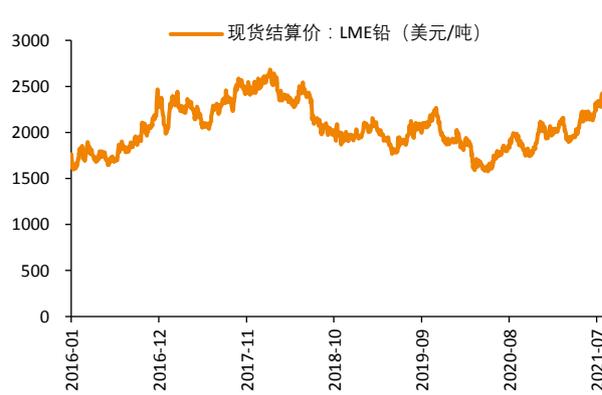
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2016-2021 年期货结算价：LME 钴



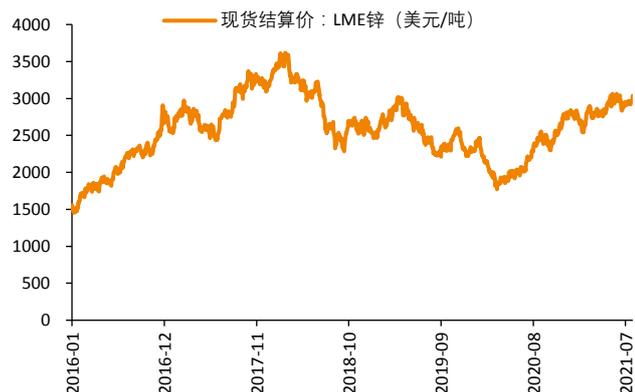
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2016-2021 年现货结算价：LME 铅



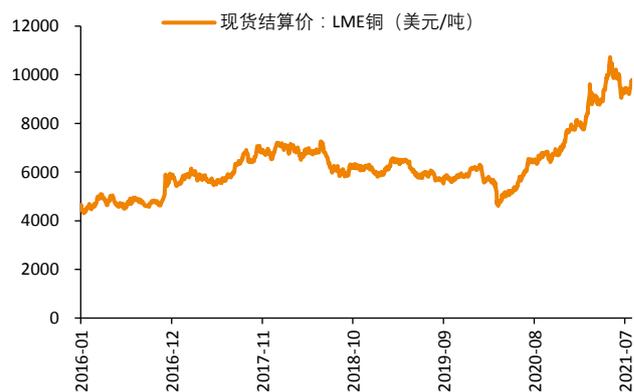
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2016-2021 年现货结算价：LME 锌



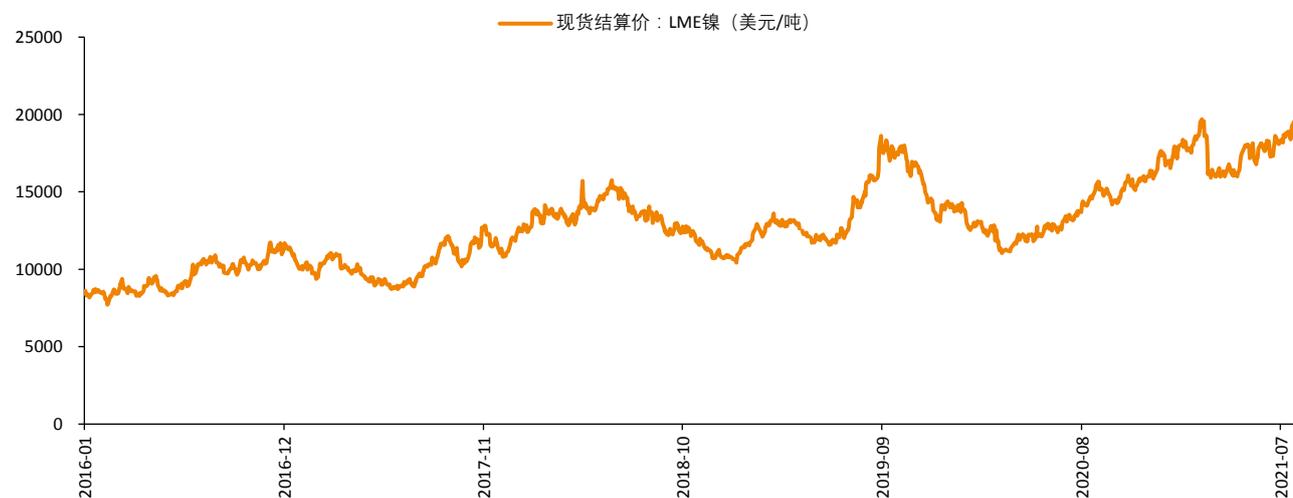
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2016-2021 年现货结算价：LME 铅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：2016-2021 年现货结算价：LME 镍



资料来源：Wind，天风证券研究所

受金属价格上涨，资源开发业务利润亮眼。21 年年初至 7 月 30 日，现货镍/期货钴（连续 3 个月）/现货铜/现货锌均价为 17666/46802/9142/2848 美元/吨，根据融智有色/ Roskill / 中国有色网/上海有色网数据，镍/钴/铜/锌平均吨成本为 11500/22600/5200/2000 美元。我们以镍矿价格 14000-18000 美元/吨，成本 10000-13000 美元/吨进行利润敏感性测算。（若以价格 16000 美元/吨，根据公司镍矿成本较低，我们认可成本 11000 美元/吨）为标准，考虑到公司镍矿的持股比例为 57%左右，我们测算镍矿约贡献归母公司毛利 6.2 亿人民币（根据 7 月 30 日的美分/人民币汇率为 1/6.5 进行测算）。

表 3：镍矿敏感性测算

成本 \ 价格	14000 美元/吨	15000 美元/吨	16000 美元/吨	17000 美元/吨	18000 美元/吨
	10000 美元/吨	5.0*	6.2	7.5	8.7
11000 美元/吨	3.7	5.0	6.2	7.5	8.7
11500 美元/吨	3.1	4.4	5.6	6.9	8.1
12000 美元/吨	2.5	3.7	5.0	6.2	7.5
13000 美元/吨	1.2	2.5	3.7	5.0	6.2

注：*未标明单位的均为亿人民币

资料来源：融智有色，天风证券研究所

同上述敏感性测算逻辑，考虑到中冶的镍钴及其他矿成熟度高且运营稳定，吨成本低于行业平均水平，若我们假设公司镍/钴/铜/锌平均吨成本为 11000/19210/4420/1700 美元，及 2021 年年初至 7 月 30 日各类金属均价，计算中国中冶各类资源开发业务利润（由于铅矿营收占比较小，未列入测算范围），我们预计将贡献归母公司毛利约为 15.4 亿人民币，若加入金（铜金矿伴生）及铅，则贡献更多利润弹性。

表 4：中国中冶资源开发业务毛利润测算

	均价 (美元/吨)	吨成本(美元/吨)	20 年末产能 (吨)	中冶权益比例	归母毛利润(亿人民币)
镍	17,666	11000	33659	57%	8.3
钴	46,802	19210	2941	57%	3.0
				小计	11.3
铜	9,142	4420	13200	50%	2.0
锌	2,848	1700	35054	80%	2.1
				小计	4.1
				总计	15.4

资料来源：融智有色，中国有色网，上海有色网，Roskill，天风证券研究所

3.2. 高镍三元正极为行业趋势，镍资源是产业核心

三元电池是提升新能源车续航里程关键。动力电池分为三元和磷酸铁锂电池，三元电池是使用镍钴锰酸锂或镍钴铝酸锂作为正极材料的锂电池。三元正极材料主要包括镍钴锰酸锂三元正极材料（NCM523、NCM622、NCM712、NCM811）、镍钴铝酸锂三元正极材料（NCA）、镍钴锰铝酸锂三元正极材料（NCMA）。磷酸铁锂在安全性等方面优于三元锂电池，但其化学性能注定了其极限续航基本为 600km，继续提升的难度极高，而提高高镍 811 电池续航能力的技术并不难。由于三元电池在能量密度的优势，是行业发展的趋势。

表 5：三元电池及磷酸铁锂电池比较

	三元电池	磷酸铁锂电池
能量密度 (wh/kg)	优	
安全性		优
循环性能		优
成本		优
快充		优
抗低温 (冬天性能)	优	

资料来源：天风证券研究所整理

镍矿资源将是产业核心。储量方面，根据 USGS（美国地质调查局）数据，2020 年全球镍的储量为 9400 万公吨。中国中冶的巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目，探明镍金属量 140 万公吨，占全球储量 1.49%。产量方面，2020 年全球镍矿产量出现下滑，实现 250 万公吨，同比下滑 7.4%。中国中冶的巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目产量约 3.4 万公吨，占比 1.36%。

图 36：2016-2020 年全球镍储量（单位：万公吨）



资料来源：USGS，前瞻研究院，天风证券研究所

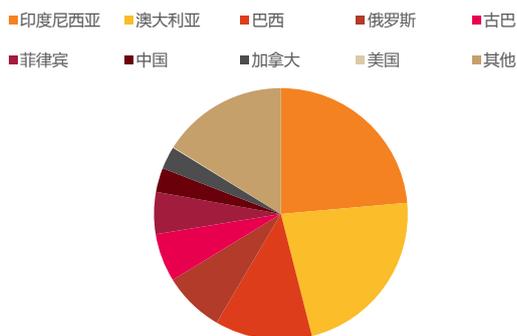
图 37：2016-2020 年全球镍产量（单位：万公吨）



资料来源：USGS，前瞻研究院，天风证券研究所

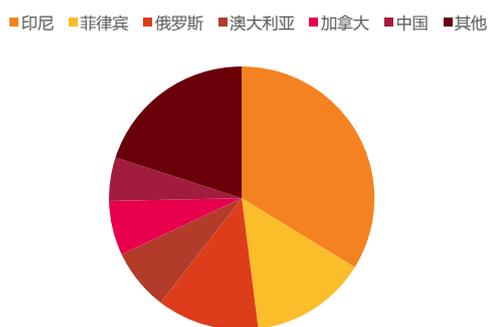
按地区看，全球镍的储量区域分布较为集中，产量与其储量资源密切相关。储量方面，前三大国家印度尼西亚、澳大利亚、巴西占比均超 10%，合计约占全球镍储量的 60%，中国镍的储量较少，仅占全球储量的 3%。产量方面，产量较高的同样主要为印尼、菲律宾、俄罗斯、澳大利亚等地，我国镍矿产量受储量较少影响，产量占比仅为 4.8%。

图 38：2020 年全球镍储量区域分布



资料来源：USGS，前瞻研究院，天风证券研究所

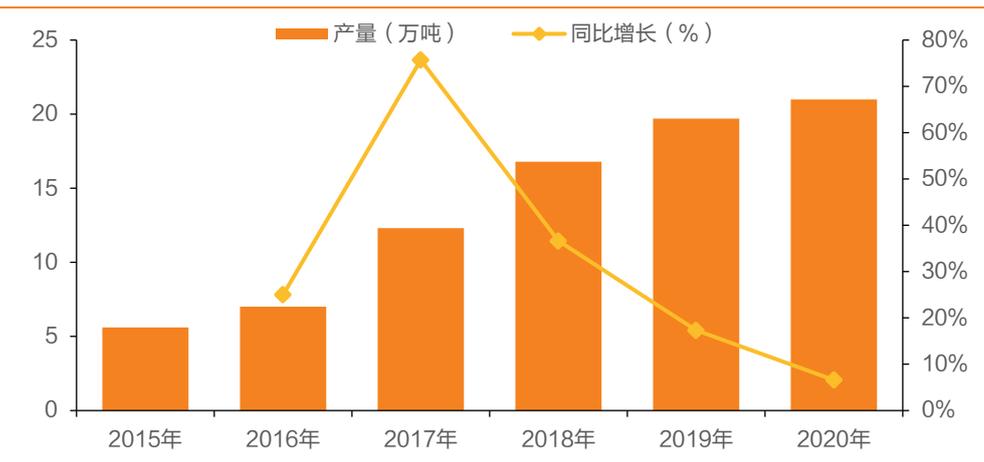
图 39：2020 年全球镍产量区域分布



资料来源：USGS，前瞻研究院，天风证券研究所

从长期发展趋势上看，高镍三元电池在新能源车的运用上会成为主流。一方面，高镍电池在能量密度方面的优势，高镍正极能量密度高，具备里程优势，能够满足高端车型市场竞争力提升的需要。另一方面，通过材料体系优化、电芯制造工艺改进和良率提升、PACK 结构优化，以及价格昂贵的钴的使用比例大幅下降等方式，高镍电池系统成本持续下降。2015-2020 年，中国三元正极材料产量呈逐年上升趋势。随着新能源补贴的持续退坡，车企和动力电池企业的技术将朝高能量密度发展，高镍化趋势明显，高镍材料占比逐年增加。

图 40：2015-2020 年中国三元正极材料产量



资料来源：前瞻研究院，天风证券研究所

中日韩电池厂家入场 8 系和 9 系高镍化电池，三元高镍电池将是影响产业地位与发展的关键因素，也是高端电动车的未来发展趋势。今年 3 月，LG 化学签署了一份购买合同，将于 2020~2022 年收到合计 12.5 万吨高镍正极材料。SKI 则已准备好生产 NCM 9/0.5/0.5 电池，同时在其位于中国常州的合资电池公司量产了镍含量 80% 的高镍电池，后期还将在其匈牙利工厂量产。除了 SKI 之外，包括 LG 化学、三星 SDI 和松下等日韩电池巨头也在加快其无钴电池开发量产进程。国内的国轩高科、孚能科技、比亚迪、远景 AESC 等主流电池企业也都布局了 NCM 811。据 Electrek 6 月 2 日报道，特斯拉即将成为第一家使用 LG 能源解决的新型 NCMA 电池的汽车制造商，这种电池含镍量高达 90%。

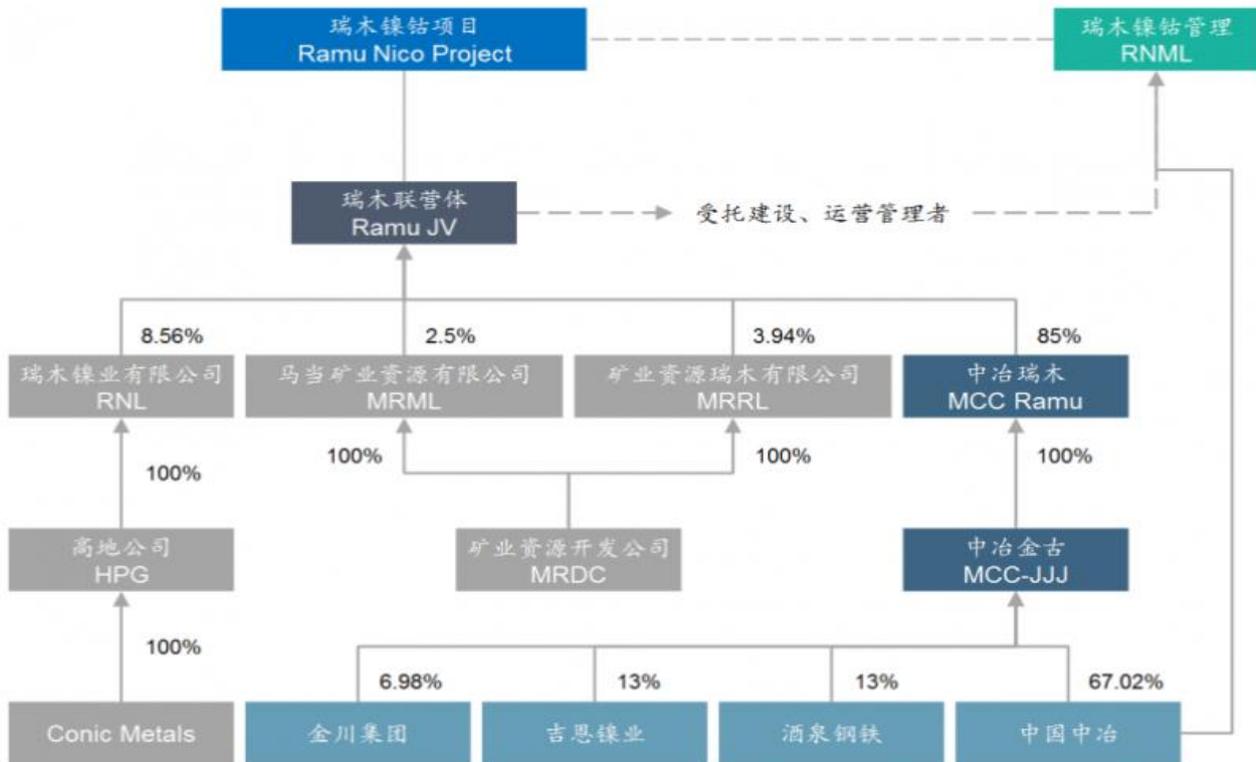
表 6：2019 年中国三元材料企业高镍产能布局情况

	三元产能 (吨)	高镍产能 (吨)	高镍占比
容百科技	40000	34000	85%
杉杉能源	30000	10000	33%
长远锂科	24000	8000	33%
当升科技	16000	6000	38%
湖南桑顿	20000	6000	30%
天津巴莫	10000	5000	50%
贝特瑞	10000	3000	30%
海创	8000	3000	38%
合计	158000	75000	47%

资料来源：真锂研究，天风证券研究所

中冶瑞木镍钴达产率高，2018 年开始项目扭亏为盈，2021 年预计利润有望高增。瑞木镍钴红土矿位于巴布亚新几内亚，占地约 249 平方公里，该项目由中冶金吉全资子公司中冶瑞木负责资金投入（20.41 亿元），是迄今为止中国企业在境外最大的镍钴矿投资项目，中冶瑞木拥有该矿 85% 的权益，公司拥有中冶金吉 67% 股权。2016 年项目实现达产达标，2018 年扭亏为盈。项目全年平均达产率 103.2%，达产率位列世界湿法冶炼红土镍矿第一。已探明的可控镍矿石储量为 7569 万吨，总资源量为 1.21 亿吨，设计服务年限 20 年，远景储量有望支持 40 年。随着下游新能源汽车行业对高镍三元动力电池需求的持续扩大释放，我们预计镍价将继续高位运行，未来该项目在达产达标、满产满销基础上，有望实现年度利润新的突破。

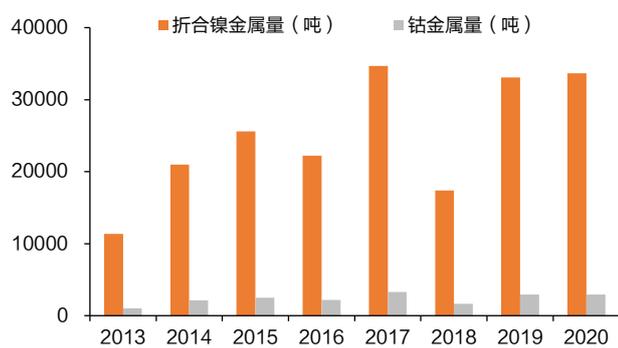
图 41：巴布亚新几内亚镍钴项目项目投资结构



资料来源：中冶瑞木官网，天风证券研究所

响应“一带一路”倡议，扩建焕发新活力。2018年11月APEC会议期间，在两国领导人见证下，公司和巴新矿业部长签署了扩建瑞木镍钴项目的协议。根据我们外发于7月28日行业报告《拥抱传统行业变革，掘金“建筑+”产业链》，中国五矿和中冶集团将投资15亿美元扩建该矿，我们预计此次扩建将进一步提高矿山的生产能力并降低运营成本。此外大瑞木区为早期开展资源勘探工作的三个红土矿区之一，该区勘探程度低，未列入一期设计开采范围，大瑞木区估算推断资源量约为6100万吨，有望成为瑞木项目二期开发的主要区域。

图 42：2013-2020 年巴新瑞木镍钴项目年产量情况



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 43：2013-2018 年瑞木镍钴项目营业收入及同比情况



注：2019/2020 年镍钴项目的收入情况年报未披露；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

高镍三元前驱体顺利量产，把握前驱体材料体系发展机遇。17年10月，国内最大的在建高镍三元前驱体项目——中冶新材料项目正式开工建设。该项目是由中冶集团联合国轩高科，比亚迪及唐山曹妃甸投资发展集团共同打造，项目总投资36.9亿元，分两期建设。一期投资23.5亿元，生产市场主流NCM622高镍三元前驱体4万吨/年，二期投资13.4亿元，生产NCM811新型高镍三元前驱体6万吨/年。21年6月，8系高镍三元前驱体产品正式量产；21年7月，9系高镍三元前驱体通过客户端小试认证。目前中冶新能源5系、6系高镍三元前驱体产品已应用于广汽、上汽、蔚来、小鹏、吉利等车企的常规续航里程车型。随着中冶

新能源高镍三元前驱体的量产，产品将会逐步应用于蔚来、理想、小鹏、广汽、宝马、大众等长续航里程高端车型。预计 2021 年底，中冶新能源高镍产品出货量将会达到 700-1000 吨/月，高镍产品比例达到 25-35%，步入行业领先地位。

图 44：中冶新材料项目开工仪式现场



资料来源：中国中冶官网、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值探讨

4.1. 盈利预测

收入增速及毛利率方面，工程承包业务基于新签订单转化节奏进行判断，20 年及 21H1 公司新签合同额 YoY 分别为 29%、32%，且在手订单充足；我们预计工程承包新签订单后续稳健增长有延续性，结合订单情况，预计 21/22/23 年工程承包业务收入增速为 14%/13%/11%，毛利率 10.1%/10.1%/10.0%。资源开发类业务基于金属价格判断，21 年金属价格处于上涨趋势，且在三元电池方面，高镍需求蓄势待发，将对镍等金属带来长期下游支撑，我们预计在 21 年贡献较高营收增量，预计 21/22/23 年增速为 50%/5%/5%，毛利率 44.8%/44.8%/44.8%。

表 7：公司业务拆分及预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
工程承包（亿元）	2583.3	3118.4	3639.7	4131.0	4668.0	5181.5
yoy	24%	21%	17%	14%	13%	11%
毛利率	10.5%	10.1%	10.2%	10.1%	10.1%	10.0%
房地产开发（亿元）	228.7	199.6	241.1	265.3	291.8	318.0
yoy	-8%	-13%	21%	10%	10%	9%
毛利率	28.5%	26.0%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
装备制造（亿元）	69.9	72.3	110.6	127.2	143.7	160.9
yoy	12%	3%	53%	15%	13%	12%
毛利率	12.0%	10.2%	13.9%	12.0%	12.0%	12.0%
资源开发（亿元）	52.8	51.9	43.8	65.9	69.2	72.7
yoy	-7%	-2%	-15%	50%	5%	5%
毛利率	33.2%	25.2%	28.2%	44.8%	44.8%	44.8%
其他主营业务（亿元）	36.7	44.3	37.0	38.9	40.0	40.8
yoy	-7%	21%	-16%	5%	3%	2%

毛利率	15.7%	15.2%	20.8%	17.2%	17.7%	18.6%
内部抵消 (亿元)	-76.1	-100.1	-71.1	-70.0	-50.0	-71.1
总收入 (亿元)	2895.3	3386.4	4001.1	4558.2	5162.8	5702.9
yoy	19%	17%	18%	14%	13%	10%
毛利率	12.7%	11.7%	11.4%	11.4%	11.3%	11.2%

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

根据上述业务增速及毛利率情况, 我们测算资源开发业务 21/22/23 年营收为 65.9/69.2/72.7 亿元, 由于公司近年来控费及资产(信用)减值情况良好, 我们预计占营收比例将逐年下降, 据此假设我们预计此业务归母净利润为 11.8/12.6/13.4 亿元。

表 8: 分业务营收及净利 (亿元)

	资源开发					
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	52.8	51.8	43.8	65.9	69.2	72.7
营业成本	35.3	38.8	31.5	36.4	38.2	40.1
毛利润	17.5	13.1	12.4	29.5	31.0	32.6
资产减值及各项费用	14.5	12.8	8.8	9.0	9.2	9.4
营业利润	3.0	0.3	3.6	20.5	21.8	23.2
营业外收入	0.4	0.6	0.2	0.1	0.1	0.1
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
利润	3.4	0.9	3.7	20.5	21.8	23.2
所得税费用	0.8	0.7	0.2	0.4	0.4	0.5
净利润	2.5	0.2	3.5	20.1	21.3	22.7
少数股东权益	0.4	0.0	0.6	8.3	8.8	9.3
归母净利	2.1	0.2	2.9	11.8	12.6	13.4

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

除资源业务外, 我们将工程承包/房地产开发/装备制造/其他主营业务归类为传统业务, 由于资源开发业务 2019/2020 年分布抵消金额为 120.7/928.2 万元, 占此业务营收比例较低, 我们假设内部抵消假设均为传统业务, 传统业务营业收入为内部抵消扣减后数据。预计 21/22/23 年传统业务营收为 4492.3/5093.5/5630.2 亿元, 归母净利润为 79.7/93.0/105.8 亿元。

表 9: 分业务营收及净利 (亿元)

	传统业务					
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2842.5	3334.5	3957.3	4492.3	5093.5	5630.2
营业成本	2495.9	2953.7	3515.4	4002.1	4539.4	5021.6
毛利润	346.6	380.8	441.9	490.2	554.2	608.6
资产减值及各项费用	248.8	285.1	327.3	373.5	419.3	453.3
营业利润	97.8	95.7	114.6	116.6	134.9	155.4
营业外收入	4.1	4.6	4.6	4.8	4.9	4.8
营业外支出	7.5	0.8	3.7	4.7	3.1	3.8
利润	94.3	99.5	115.5	116.7	136.7	156.4
所得税费用	18.7	21.4	25.1	29.2	34.2	38.4
净利润	75.6	78.1	90.4	87.6	102.4	117.9
归母净利	63.6	68.1	75.7	79.7	93.0	105.8

资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

4.2. 估值探讨

我们采用分部估值法，传统业务选取专业建设领域有领先地位建筑央企，包括中国化学（化学工程龙头），中国铁建（铁路建设龙头），中国交建（道路/桥梁建设龙头），21年PE均值为7.3x，考虑到公司20年以来新签订单增速较快，我们给予该部分业务21年目标PE 8.0x，对应目标市值637.8亿。资源开发业务选取铜锌铅生产企业及镍钴生产或循环利用企业，包括江西铜业（坐拥国内最大铜矿，全国最大的铜加工生产商），紫金矿业（中国控制金属矿产资源最多的企业之一），华友钴业（钴、铜有色金属冶炼及钴新材料产品深加工）及格林美（持有印尼镍矿，同时为世界最大钴镍钨资源循环利用基地），21年PE均值为38x，我们给予该部分业务21年目标PE 38x，对应目标市值449.4亿。综合两部分估值情况，21年公司合计目标市值1087.2亿，对应21年公司整体PE 11.9x，目标价5.25元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
601117.SH	中国化学	495.27	10.04	0.74	0.92	1.17	1.43	13.54	10.89	8.57	7.04
601186.SH	中国铁建	985.87	7.26	1.65	1.86	2.08	2.33	4.40	3.89	3.49	3.11
601800.SH	中国交建	1108.97	6.86	1.00	1.20	1.33	1.46	6.84	5.73	5.16	4.71
平均								6.84	5.74	4.95	
600362.SH	江西铜业	800.93	23.13	0.67	0.93	1.02	1.15	34.52	24.97	22.70	20.19
601899.SH	紫金矿业	2669.62	10.14	0.25	0.51	0.71	0.81	41.02	19.90	14.25	12.52
603799.SH	华友钴业	1484.42	121.70	0.95	2.29	2.99	3.90	127.43	53.11	40.67	31.20
002340.SZ	格林美	563.50	11.78	0.09	0.26	0.34	0.45	136.60	45.75	34.23	25.92
平均								35.93	27.96	22.46	
601618.SH	中国中冶	783.35	3.78	0.38	0.44	0.51	0.57	9.96	8.56	7.42	6.58

注：股价时间 2021/08/23；除中国中冶外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

基建等行业投资弱于预期：公司现阶段压舱石业务仍为工程承包，若基建及冶金等行业投资强度弱于预期，或增加公司新签订单获取难度及影响在执行合同推进节奏，进而影响公司业绩。

房地产行业调控升级：公司房地产开发的业务受到所处行业政策的影响，近年来国家针对房地产行业实施“去库存”扶持政策，从18年开始全国多地陆续出台各项调控措施，调控的范围和力度不断增强，调控手段更加精细化，市场的供需受到政策影响，签约销售面积和销售额下降，使得公司房地产开发业务的业绩承压。

金属价格下跌及高镍电池需求不及预期：公司近三分之一估值贡献来自于资源开发业务，今年受大宗商品上涨及高镍三元电池的需要增加，享受高利润增长及估值，若大宗商品降价或镍需求不及预期，或迎来利润估值双降。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	43,677.66	53,095.83	59,256.87	67,116.02	74,138.22
应收票据及应收账款	73,944.63	76,083.09	82,171.09	88,467.47	90,519.72
预付账款	24,705.85	34,369.71	36,038.11	38,919.68	46,226.47
存货	60,636.91	60,581.44	70,270.28	61,766.56	65,115.29
其他	142,392.00	163,624.49	167,760.33	179,744.35	194,167.27
流动资产合计	345,357.05	387,754.55	415,496.69	436,014.08	470,166.96
长期股权投资	21,834.37	25,676.96	25,676.96	25,676.96	25,676.96
固定资产	26,121.24	24,684.16	22,402.52	20,068.07	17,722.85
在建工程	4,426.52	4,915.57	5,310.90	5,745.33	6,059.95
无形资产	15,796.87	17,491.86	17,592.68	17,663.45	18,040.98
其他	42,891.26	44,370.86	43,495.75	43,806.22	43,527.26
非流动资产合计	111,070.25	117,139.41	114,478.79	112,960.02	111,028.00
资产总计	458,506.21	506,392.96	531,764.45	550,618.08	582,911.43
短期借款	40,476.56	29,252.17	46,135.19	40,267.52	43,869.51
应付票据及应付账款	147,342.15	164,194.68	179,310.17	193,385.04	210,386.70
其他	118,104.84	138,344.40	148,875.70	151,142.86	157,124.77
流动负债合计	305,923.54	331,791.25	374,321.06	384,795.41	411,380.98
长期借款	27,219.62	25,631.07	20,000.00	18,000.00	12,412.47
应付债券	1,660.00	790.00	1,225.00	1,225.00	1,080.00
其他	6,797.55	7,825.34	7,311.45	7,568.39	7,439.92
非流动负债合计	35,677.17	34,246.41	28,536.45	26,793.39	20,932.39
负债合计	341,600.71	366,037.66	402,857.51	411,588.80	432,313.37
少数股东权益	18,955.78	42,463.67	44,076.55	45,895.23	48,045.89
股本	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62
资本公积	22,476.45	22,461.60	22,461.60	22,461.60	22,461.60
留存收益	51,348.88	56,939.87	64,106.77	72,410.43	81,828.55
其他	3,400.77	(2,233.45)	(22,461.60)	(22,461.60)	(22,461.60)
股东权益合计	116,905.51	140,355.31	128,906.94	139,029.27	150,598.06
负债和股东权益总计	458,506.21	506,392.96	531,764.45	550,618.08	582,911.43

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,576.82	9,382.36	9,154.89	10,559.64	11,914.04
折旧摊销	549.61	624.39	1,844.79	1,918.30	1,951.50
财务费用	2,802.51	2,434.84	3,511.37	2,700.63	1,391.74
投资损失	(382.31)	269.32	1,063.42	1,101.54	1,082.48
营运资金变动	(9,165.65)	6,653.57	2,299.16	4,732.15	(4,452.63)
其它	16,196.95	8,667.23	1,207.78	2,059.24	2,125.32
经营活动现金流	17,577.93	28,031.71	19,081.42	23,071.49	14,012.44
资本支出	8,004.50	4,101.32	573.19	(167.90)	426.91
长期投资	7,979.51	3,842.59	0.00	0.00	0.00
其他	(25,819.39)	(20,231.34)	(1,175.65)	(1,358.84)	(1,829.62)
投资活动现金流	(9,835.38)	(12,287.43)	(602.47)	(1,526.74)	(1,402.72)
债权融资	85,039.59	67,911.34	81,320.95	72,591.95	70,892.08
股权融资	8,695.12	(6,374.23)	(22,682.44)	(1,643.54)	(334.66)
其他	(102,884.82)	(66,848.39)	(70,956.41)	(84,634.01)	(76,144.95)
筹资活动现金流	(9,150.12)	(5,311.28)	(12,317.90)	(13,685.61)	(5,587.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,407.56)	10,432.99	6,161.05	7,859.14	7,022.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	338,637.61	400,114.62	455,822.11	516,277.06	570,293.97
营业成本	299,247.12	354,685.57	403,853.15	457,760.25	506,172.79
营业税金及附加	1,896.37	1,967.86	3,418.67	3,872.08	4,277.20
营业费用	2,315.82	2,441.20	2,844.70	3,300.85	3,561.60
管理费用	9,354.66	11,011.32	12,647.68	14,197.62	15,448.77
研发费用	9,934.44	12,326.90	13,363.57	15,912.08	17,859.09
财务费用	2,498.26	1,767.40	3,511.37	2,700.63	1,391.74
资产减值损失	(939.75)	(593.34)	(1,000.00)	(1,200.00)	(500.00)
公允价值变动收益	(12.81)	33.82	(405.10)	240.56	(25.34)
投资净收益	(987.18)	(1,139.66)	(1,063.42)	(1,101.54)	(1,082.48)
其他	5,988.26	5,800.52	4,937.04	4,932.69	5,335.27
营业利润	9,342.42	11,813.02	13,714.45	15,661.84	17,855.31
营业外收入	523.78	475.00	482.88	493.89	483.92
营业外支出	84.04	370.75	472.88	309.22	384.29
利润总额	9,782.16	11,917.27	13,724.45	15,846.51	17,954.95
所得税	2,205.34	2,534.91	2,956.67	3,468.20	3,890.25
净利润	7,576.82	9,382.36	10,767.78	12,378.31	14,064.70
少数股东损益	977.11	1,520.17	1,612.88	1,818.67	2,150.66
归属于母公司净利润	6,599.71	7,862.19	9,154.89	10,559.64	11,914.04
每股收益(元)	0.32	0.38	0.44	0.51	0.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.96%	18.15%	13.92%	13.26%	10.46%
营业利润	-4.98%	26.45%	16.10%	14.20%	14.01%
归属于母公司净利润	3.58%	19.13%	16.44%	15.34%	12.83%
获利能力					
毛利率	11.63%	11.35%	11.40%	11.33%	11.24%
净利率	1.95%	1.96%	2.01%	2.05%	2.09%
ROE	6.74%	8.03%	10.79%	11.34%	11.62%
ROIC	8.36%	9.61%	12.61%	13.79%	15.52%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	74.50%	72.28%	75.76%	74.75%	74.16%
净负债率	35.38%	10.56%	17.12%	3.94%	-2.16%
流动比率	1.14	1.17	1.11	1.14	1.15
速动比率	0.94	0.99	0.93	0.98	0.99
营运能力					
应收账款周转率	4.20	5.33	5.76	6.05	6.37
存货周转率	5.73	6.60	6.97	7.82	8.99
总资产周转率	0.75	0.83	0.88	0.95	1.01

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.32	0.38	0.44	0.51	0.57
每股经营现金流	0.85	1.35	0.92	1.11	0.68
每股净资产	4.73	4.72	4.09	4.49	4.95
估值比率					
市盈率	11.62	9.75	8.38	7.26	6.44
市净率	0.78	0.78	0.90	0.82	0.75
EV/EBITDA	2.72	2.19	4.55	3.43	3.06
EV/EBIT	2.77	2.23	4.99	3.74	3.32

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com