

## 公司研究

## 资源开发收入毛利率显著提升，在产矿山盈利同比扭亏

——中国中冶（601618.SH、1618.HK）2021年半年报点评

## A股：买入（维持）

当前价：4.91元

## H股：买入（维持）

当前价：2.90港元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

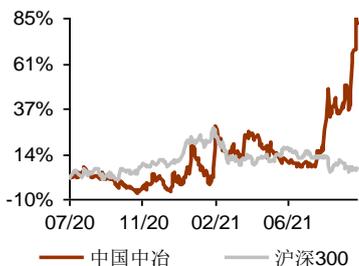
010-58452063

fengmq@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	207.24
总市值(亿元)	1017.53
一年最低/最高(元)	2.49/5.27
近3月换手率	95.43%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	32.24	71.07	72.97
绝对	30.93	66.81	77.42

资料来源：Wind

## 相关研报

迈入万亿订单俱乐部，运营效率改善显著——中国中冶（601618.SH、1618.HK）2020年年报点评（2021-04-06）

## 要点

**事件：**中国中冶发布2021年半年度报告，公司21H1实现营业总收入2510.0亿，同增39%，实现归母净利润49.4亿，同增37%；其中Q2实现营业总收入1565.8亿，同增45%，实现归母净利润28.0亿，同增65%。

## 点评：

**工程承包业务保持较快增长，资源开发业务收入毛利率显著提升。**

报告期，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业收入2313亿元、113亿元、61亿元及35亿元，分别同增41%、-14%、27%及135%。工程业务板块中，冶金工程、房建、基建及其他工程收入分别为472亿元、1149亿元、476亿元以及216亿元，分别同增49%、38%、48%以及33%。资源开发业务收入增长较快主要受益于报告期内有色金属大宗商品价格涨幅较大。

报告期，公司综合毛利率9.7%，同增-1.01pct；工程承包、房地产开发、装备制造、资源开发业务毛利率分别为8.37%、20.74%、13.83%以及42.41%，同增-1.22pct、0.37pct、-0.95pct以及21.61pct。工程承包业务毛利率下降主要是受近期钢材等价格上涨的影响。资源开发业务毛利率大幅提升主要是受国际大宗商品价格变动的影响；公司资源开发业务包括矿山开采及加工业务，从事矿山开采的主要有中冶集团铜锌有限公司、中冶金吉矿业开发有限公司等，从事加工业务的主要是所属多晶硅生产企业洛阳中硅高科技有限公司。

**公司资源开发业务同比扭亏，巴新瑞木镍钴矿氢氧化镍销量同增44%。**

报告期内，公司资源开发业务产量、销量、营收和利润等重点经营指标同比显著增长，瑞木镍钴矿、杜达铅锌矿和山达克铜矿3个在产矿山项目2021年上半年合计利润人民币10.9亿元，较2020年上半年的合计亏损0.1亿元扭亏增盈11亿元，较2020全年增长约1.5倍。公司资源开发业务盈利同比大幅改善主要受益于报告期内有色金属大宗商品价格上涨。2021年上半年，包括铜、镍、铅、锌等有色金属在内的大宗商品价格高涨，处于历史高位，镍、铜、锌、铅上半年的均价分别达到17,485美元/吨、9,113美元/吨、2,849美元/吨、2,082美元/吨，较2020年上半年分别增长39.8%、65.4%、38.8%、18%，较2020年下半年分别增长15.1%、32.4%、13.7%、9.2%，为公司资源开发业务盈利改善提供了外在条件。

**巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目：**截至报告期末，该项目估算保有资源量1.56亿吨，镍平均品位0.85%、钴平均品位0.09%，折合镍金属量132万吨、钴金属量14万吨，基本可满足该项目平稳运行40年所需、产能翻番运行20年所需。上半年平均达产率为102%，生产氢氧化镍钴含镍16,578吨、钴1,535吨，较2020年上半年同比分别增长2%、12%；销售氢氧化镍钴含镍19,719吨、钴1,789吨，较2020年上半年同比分别增长44%、53%；上半年营业收入同比增长1倍，利润同比扭亏增盈8.2亿元。

### 订单保持较快增长，冶金工程订单占比提升。

报告期，公司新签合同额达 6150.58 亿元，同增 32.21%，继 2020 年成功突破万亿新签合同额之后，报告期内公司的订单量再创历史新高。报告期，公司完成新签工程合同额 5916.95 亿元，同比增长 31.62%，连续 3 年同期增长率均超 20%。其中，新签冶金工程合同额 981.13 亿元，同比增长 57.68%，占新签工程合同额的比例为 16.58%。新签非钢工程合同额 4935.82 亿元，同比增长 27.43%，占新签工程合同额的比例为 83.42%。公司新签海外工程合同额为 228.73 亿元，同比增长 1.03 倍。公司持续加大由传统冶金工程向基本建设领域、新兴市场的转型力度，市场份额持续扩大，冶金工程新签合同额已不足公司新签合同总额的 20%。公司新签合同额增长维持较高水平，市场竞争力进一步得到验证。

### 营运效率同比提升，期间费用率同比下降。

报告期，公司经营性活动现金流净流出约 85.7 亿元，同降约 100 亿元；经营性现金流净流出主要由于：1) 收现比 93.3%，同降约 3pct；应收账款较期初增加约 80 亿元；2) 存货及合同资产较期初增加约 230 亿元，主要由于工程承包服务相关的合同资产增加及存货中的房地产开发成本增加。公司资产周转率提升至 0.47 次，同增 0.09 次；相应，公司 ROE 为 4.88%，同增 1.02pct。公司资产负债率 74.11%，较期初有小幅提升，但仍达到国资委考核目标。期末永续债规模为 205 亿元，同增 12 亿元。同期，公司期间费用率为 5.29%，同降约 0.47pct；销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.46%、2.01%、2.39%和 0.42%，同增-0.08pct、-0.25pct、0.1pct 和-0.26pct。资产减值损失共计提 10.82 亿元，同降约 30%，主要来自合同资产减值损失。报告期公司投资净收益约-6.9 亿元，较上年同期-5.2 亿增亏 1.7 亿元，主要来自以摊余成本计量的应收银行承兑票据与应收账款以贴现、无追索权保理及资产证券化方式转移给金融机构，终止确认该等金融资产而产生的投资损失为 5.3 亿元。

**盈利预测、估值与评级：**公司在冶金工程领域优势显著，受益于下游钢铁低碳改造趋势下的需求增长；公司非冶金工程业务拓展得力，订单保持较快增长；公司资源开发业务，21H1 随着全球大宗商品价格上涨，此项业务收入实现较快增长，毛利率同比显著提升，在产矿山净利润已实现同比大幅扭亏，我们看好公司在这一领域的业务开拓，未来有望为公司贡献更多利润来源。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测分别为 0.43 元、0.50 元、0.56 元。现价对应 A/H 股 2021 年动态市盈率分别为 11.3x/5.6x，维持公司 A 股、H 股“买入”评级。

**风险提示：**运营效率下降、建筑业需求大幅下滑、冶金行业投资需求下滑、地产业务超预期下降。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	338,638	400,115	457,220	520,050	588,741
营业收入增长率	16.96%	18.15%	14.27%	13.74%	13.21%
净利润 (百万元)	6,600	7,862	9,004	10,327	11,525
净利润增长率	3.58%	19.13%	14.52%	14.70%	11.60%
EPS (元)	0.32	0.38	0.43	0.50	0.56
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.74%	8.03%	8.55%	9.06%	9.33%
P/E (A 股)	15.4	12.9	11.3	9.9	8.8
P/E (H 股)	7.5	6.3	5.6	4.8	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-09-01，汇率：按 1HKD=0.83039CNY 换算

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	338,638	400,115	457,220	520,050	588,741
营业成本	299,247	354,686	405,759	462,100	523,685
折旧和摊销	3,352	3,537	3,725	3,896	4,079
税金及附加	1,896	1,968	2,249	2,558	2,896
销售费用	2,316	2,441	2,790	3,173	3,592
管理费用	9,355	11,011	12,583	14,312	16,202
研发费用	9,934	12,327	14,086	16,022	18,138
财务费用	2,498	1,767	2,290	2,635	3,119
投资收益	-987	-1,140	-1,063	-1,102	-1,082
营业利润	9,342	11,813	13,263	14,944	16,465
利润总额	9,782	11,917	13,367	15,048	16,569
所得税	2,205	2,535	2,843	3,201	3,524
净利润	7,577	9,382	10,524	11,847	13,045
少数股东损益	977	1,520	1,520	1,520	1,520
归属母公司净利润	6,600	7,862	9,004	10,327	11,525
EPS(元)	0.32	0.38	0.43	0.50	0.56

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	17,578	28,032	14,743	9,714	11,817
净利润	6,600	7,862	9,004	10,327	11,525
折旧摊销	3,352	3,537	3,725	3,896	4,079
净营运资金增加	-7,081	-10,679	7,088	14,622	15,008
其他	14,707	27,312	-5,074	-19,132	-18,794
投资活动产生现金流	-9,835	-12,287	-5,217	-5,078	-5,059
净资本支出	-3,504	-3,590	-3,976	-3,976	-3,976
长期投资变化	21,834	25,677	0	0	0
其他资产变化	-28,165	-34,374	-1,241	-1,102	-1,082
融资活动现金流	-9,150	-5,311	-3,183	3,532	2,172
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-9,729	-17,128	87	7,292	6,469
无息负债变化	15,084	41,565	33,285	35,975	38,782
净现金流	-1,336	10,350	6,343	8,168	8,930

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.6%	11.4%	11.3%	11.1%	11.1%
EBITDA 率	6.1%	5.6%	5.3%	5.1%	5.0%
EBIT 率	5.1%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%
税前净利润率	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%
归母净利润率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
ROA	1.7%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
ROE (摊薄)	6.7%	8.0%	8.5%	9.1%	9.3%
经营性 ROIC	14.1%	17.8%	17.7%	16.7%	16.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	75%	72%	73%	74%	74%
流动比率	1.14	1.17	1.19	1.20	1.20
速动比率	0.94	0.99	1.01	1.01	1.02
归母权益/有息债务	1.15	1.44	1.55	1.51	1.51
有形资产/有息债务	5.13	7.11	7.73	7.69	7.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	458,506	506,393	548,735	602,106	658,439
货币资金	43,678	53,096	59,439	67,607	76,536
交易性金融资产	2,162	2,251	2,251	2,285	2,319
应收帐款	66,027	69,436	78,637	88,907	100,044
应收票据	7,918	6,647	7,595	8,639	9,780
其他应收款 (合计)	57,290	64,225	73,277	83,301	94,259
存货	60,637	60,581	65,005	73,840	83,534
其他流动资产	10,138	13,902	17,703	23,883	29,061
流动资产合计	347,436	389,254	429,925	481,939	536,977
其他权益工具	1,872	1,965	1,965	1,965	1,965
长期股权投资	21,834	25,677	25,677	25,677	25,677
固定资产	26,121	24,684	23,999	23,348	22,666
在建工程	4,360	4,867	5,712	6,345	6,820
无形资产	15,797	17,492	17,192	16,897	16,609
商誉	162	161	161	161	161
其他非流动资产	712	676	933	933	933
非流动资产合计	111,070	117,139	118,809	120,167	121,462
总负债	341,601	366,038	399,410	442,677	487,928
短期借款	40,477	29,252	27,340	32,632	37,101
应付账款	115,855	133,722	152,977	174,219	197,437
应付票据	31,487	30,473	34,861	39,701	44,992
预收账款	245	239	273	310	351
其他流动负债	5,038	6,721	7,895	9,186	10,598
流动负债合计	305,924	331,791	362,589	403,239	445,705
长期借款	27,220	25,631	27,631	29,631	31,631
应付债券	1,660	790	790	790	790
其他非流动负债	5,833	6,717	7,291	7,909	8,693
非流动负债合计	35,677	34,246	36,820	39,438	42,223
股东权益	116,906	140,355	149,325	159,429	170,511
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
公积金	24,225	24,478	25,379	26,411	27,564
未分配利润	27,123	32,461	39,010	46,562	54,971
归属母公司权益	97,950	97,892	105,341	113,925	123,487
少数股东权益	18,956	42,464	43,984	45,504	47,024

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.68%	0.61%	0.61%	0.61%	0.61%
管理费用率	2.76%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%
财务费用率	0.74%	0.44%	0.50%	0.51%	0.53%
研发费用率	2.93%	3.08%	3.08%	3.08%	3.08%
所得税率	23%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	0.85	1.35	0.71	0.47	0.57
每股净资产	4.73	4.72	5.08	5.50	5.96
每股销售收入	16.34	19.31	22.06	25.09	28.41

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	15	13	11	10	9
PB	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.4	9.9	9.2	8.8	8.3
股息率	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE