

业绩韧性强，现金流大幅改善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年中报, 上半年公司实现营业收入 2892.0 亿元, 同比增长 15.2%; 实现归母净利润 58.7 亿元, 同比增长 18.9%, 实现基本 EPS 0.24 元。
- **营收及归母净利润稳健增长, 再创历史新高。** 公司上半年实现营业收入 2892.0 亿元, 同比增长 15.2%, 实现归母净利润 58.7 亿元, 同比增长 18.9%, 营收和归母净利润再创新高, 但增速有所放缓。分业务看, 工程承包业务实现营收 2708.0 亿元, 同比+17.1%; 房地产开发业务实现营收 90.3 亿元, 同比-20.27%; 装备制造业务实现营收 68.0 亿元, 同比+12.1%; 资源开发业务实现营收 35.9 亿元, 同比+3.3%; 其他业务实现营收 27.6 亿元, 通过比-11.72%。
- **地产开发业务拖累整体毛利率, 现金流大幅改善。** 2022 年上半年公司实现毛利率 9.3%, 同比-0.4pp, 实现净利率 2.5%, 同比-0.1pp。分业务看, 工程承包业务毛利率 8.6%, 同比+0.2pp; 房地产开发业务毛利率 11.0%, 同比-9.8pp, 毛利率下降较多主要系公司化解存量、严控增量、加大去化力度、提高回款能力; 装备制造业务毛利率 12.0%, 同比-1.8pp; 资源开发业务毛利率 46.3%, 同比+3.9pp, 主要系上半年铜、镍、铅、锌等有色金属价格高位震荡。公司期间费用率 4.8%, 同比-0.5pp, 主要系带息负债结构不断优化以及汇率变动影响, 财务费用同比下降 89.7%。计提资产减值损失 13.2 亿元, 信用减值损失 16.0 亿元, 较去年同期多计提 8.1 亿元。经营活动产生的现金流量净额 1.7 亿元, 较去年同期增加 87.3 亿元, 经营性现金流大幅改善。收现比 81.3%, 付现比 72.6%。
- **基建业务规模扩大, 资源开发业务全年表现可期。** 上半年公司新签合同 6470 亿元, 同比增长 5.2%, 其中, 新签冶金工程合同额 986.5 亿元, 同比+0.6%, 占新签工程合同额的比例为 15.7%; 新签非冶金工程合同额 5294.4 亿元, 同比+7.3%, 占新签工程合同额的比例为 84.3%。公司新签海外工程合同额为 164.7 亿元, 同比-28.0%。新签非冶金工程金额增长较多, 主要系公司紧抓基建投资市场机遇, 努力在基建领域扩大规模, 提升业务占比。公司矿产资源开发业务实现营收 27.2 亿元, 贡献净利润 10.2 亿元。2022 年上半年有色金属价格高位震荡, 以镍表现最为突出, 进入下半年, 随着国内疫情缓解, 悲观情绪消退, 叠加 7 月美联储加息落地, 通胀势头得到一定缓解, 对有色金属压制放缓, 有色金属价格有所反弹, 2022 年全年公司资源开发业务表现可期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 95.6 亿元、116.9 亿元、132.4 亿元, 对应 PE 分别为 7、6、5 倍。疫情影响下公司业绩韧性十足, 资源板块弹性较大, 将继续为公司贡献较大利润来源, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、海外地缘政治及金属价格波动风险、基建投资不及预期风险。

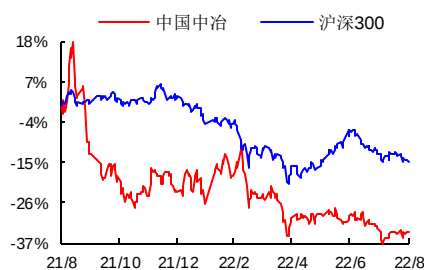
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	500571.6	586928.7	698763.7	833772.3
增长率	25.1%	17.3%	19.1%	19.3%
归属母公司净利润 (百万元)	8375.0	9560.0	11693.9	13238.5
增长率	6.5%	14.1%	22.3%	13.2%
每股收益 EPS (元)	0.40	0.46	0.56	0.64
净资产收益率 ROE	7.7%	9.5%	10.5%	10.7%
PE	8	7	6	5
PB	0.6	0.7	0.6	0.6

数据来源: Wind, 西南证券

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)	3.07-5.9
总市值(亿元)	665.23
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): 营收增速创新高, 矿产业务表现夺目 (2022-04-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	500571.65	586928.67	698763.69	833772.29	净利润	11607.19	13249.56	16207.01	18347.77
营业成本	447435.15	525946.75	626018.67	748059.77	折旧与摊销	3545.69	4753.76	4753.76	4753.76
营业税金及附加	2515.55	2928.57	3494.91	4166.85	财务费用	1055.12	4112.71	4868.70	5825.89
销售费用	2742.79	3398.49	3937.39	4762.96	资产减值损失	-1624.42	-852.50	-1290.09	-1255.67
管理费用	26823.07	32842.68	38271.89	46160.85	经营营运资本变动	-1960.95	11711.24	-6560.07	-7198.53
财务费用	1055.12	4112.71	4868.70	5825.89	其他	5017.38	1697.26	1492.35	3157.49
资产减值损失	-1624.42	-852.50	-1290.09	-1255.67	经营活动现金流净额	17640.01	34672.03	19471.66	23630.72
投资收益	-1793.42	-1006.75	-1413.28	-1504.49	资本支出	-2034.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	177.93	129.90	145.91	140.57	其他	-10533.13	1364.33	-1267.37	-1363.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-12567.23	1364.33	-1267.37	-1363.91
营业利润	14162.51	15970.10	19614.67	22176.38	短期借款	-7856.32	22930.48	-718.09	-1185.97
其他非经营损益	-150.33	24.74	-49.61	-26.99	长期借款	-298.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	14012.18	15994.84	19565.06	22149.39	股权融资	151.32	0.00	0.00	0.00
所得税	2404.99	2745.28	3358.06	3801.62	支付股利	-1554.27	-1256.25	-1434.00	-1754.08
净利润	11607.19	13249.56	16207.01	18347.77	其他	-6678.67	-40842.19	-4868.70	-5825.89
少数股东损益	3232.22	3689.57	4513.12	5109.25	筹资活动现金流净额	-16236.48	-19167.96	-7020.79	-8765.94
归属母公司股东净利润	8374.97	9559.99	11693.89	13238.52	现金流量净额	-10948.48	16868.40	11183.50	13500.86
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	41824.46	58692.87	69876.37	83377.23	成长能力				
应收和预付款项	200604.11	246359.84	290132.44	345404.23	销售收入增长率	25.11%	17.25%	19.05%	19.32%
存货	61847.52	72924.91	88068.49	104699.75	营业利润增长率	19.89%	12.76%	22.82%	13.06%
其他流动资产	108039.55	3095.43	3685.03	4396.81	净利润增长率	23.71%	14.15%	22.32%	13.21%
长期股权投资	30328.77	30328.77	30328.77	30328.77	EBITDA 增长率	9.08%	32.37%	17.72%	12.04%
投资性房地产	7327.80	7327.80	7327.80	7327.80	获利能力				
固定资产和在建工程	29436.71	27148.00	24859.30	22570.59	毛利率	10.62%	10.39%	10.41%	10.28%
无形资产和开发支出	20934.04	18498.37	16062.69	13627.01	三费率	6.12%	6.88%	6.74%	6.81%
其他非流动资产	43127.19	43097.81	43068.43	43039.05	净利率	2.32%	2.26%	2.32%	2.20%
资产总计	543470.15	507473.79	573409.31	654771.24	ROE	7.67%	9.47%	10.48%	10.71%
短期借款	21395.85	44326.33	43608.24	42422.27	ROA	2.14%	2.61%	2.83%	2.80%
应付和预收款项	200169.77	246581.71	290185.01	346044.78	ROIC	9.74%	12.49%	14.88%	15.35%
长期借款	25332.53	25332.53	25332.53	25332.53	EBITDA/销售收入	3.75%	4.23%	4.18%	3.93%
其他负债	145184.24	51363.07	59640.37	69734.81	营运能力				
负债合计	392082.39	367603.64	418766.15	483534.39	总资产周转率	0.95	1.12	1.29	1.36
股本	20723.62	20723.62	20723.62	20723.62	固定资产周转率	20.10	24.48	32.22	42.99
资本公积	22612.92	22612.92	22612.92	22612.92	应收账款周转率	6.53	6.31	6.29	6.33
留存收益	40647.51	48951.26	59211.15	70695.58	存货周转率	7.19	7.68	7.73	7.74
归属母公司股东权益	107494.98	92287.80	102547.68	114032.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.88%	—	—	—
少数股东权益	43892.78	47582.35	52095.47	57204.73	资本结构				
股东权益合计	151387.76	139870.15	154643.16	171236.85	资产负债率	72.14%	72.44%	73.03%	73.85%
负债和股东权益合计	543470.15	507473.79	573409.31	654771.24	带息债务/总负债	11.97%	19.01%	16.52%	14.06%
					流动比率	1.15	1.14	1.17	1.19
					速动比率	0.98	0.92	0.94	0.96
					股利支付率	18.56%	13.14%	12.26%	13.25%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.46	0.56	0.64
					每股净资产	5.19	4.45	4.95	5.50
					每股经营现金	0.85	1.67	0.94	1.14
					每股股利	0.08	0.06	0.07	0.08
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	18763.32	24836.57	29237.13	32756.03					
PE	7.94	6.96	5.69	5.02					
PB	0.62	0.72	0.65	0.58					
PS	0.13	0.11	0.10	0.08					
EV/EBITDA	1.07	0.52	0.03	-0.42					
股息率	2.34%	1.89%	2.16%	2.64%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，，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。

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	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	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn