

中国中冶 (601618.SH)

上半年利润增 18.9%，矿产开发潜力有望持续释放

增持

核心观点

高基数下工程新签合同增速放缓，营收利润较快增长。上半年公司完成新签合同额 6280.9 亿元，同比+6.2%，冶金工程/房屋建设/交通及基础设施建设新签合同占比分别约为 15%/56%/16%，同比增长-0.3%/14.2%/-16.7%。受到疫情影响，公司在华东地区基础设施业务开展受阻，对整体新签增速有所拖累。实现营业收入 2,892.0 亿元，同比+15.2%；实现归母净利润 58.7 亿元，同比+18.9%。公司持续强化工程主营业务地位，工程承包业务收入占比持续提升。

房地产业务积极去存量控增量，对整体业绩影响有限。受房地产行业下行影响，公司房地产业务明显承压，上半年房地产开发业务实现营业收入 90.3 亿元，同比-20.3%，毛利率 11.0%，同比大幅下滑 9.8 个百分点。半年公司房地产开发投资 64.8 亿元，同比-27%，同时新开工面积同比+57.7%；竣工面积同比+70%，体现公司积极去库存，提升回款能力，房地产业务风险整体可控。

资源开发业务盈利能力持续增强，在手矿山资源开发潜力较大。公司上半年资源开发业务实现营业收入 35.9 亿元，同比+3.3%，毛利率持续提升，较去年同期增加 3.9 个百分点，盈利能力进一步增强。北杜达矿区成矿仍有较大的开发潜力，随着后续勘探工作进一步开产，铅锌资源量有望翻番。4 月阿富汗塔利班政府矿产部宣布，中国企业能够继续在当地经营艾娜克铜矿，公司已经就艾娜克铜矿与阿富汗现政府重新谈判，未来项目有望适时启动。

收现比和付现比显著下滑，回款环境持续承压。2021 年上半年公司收现比为 81%，付现比为 80%，较去年同期分别下滑 12 和 14 个百分点。上半年公司合同资产增加 266.6 亿元，合同负债减少 144.9 亿元，除去工程行业季节性影响外，公司对上下游的议价和占款能力仍有所减弱。

投资建议：公司专业工程技术优势和全产业链资源整合优势有望推动工程业务持续稳步增长，资源开发业务有望创造新增长极。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 97.02/116.41/138.79 亿元，EPS 为 0.47/0.56/0.67 元，当前股价对应 PE=6.9/5.7/4.8x，给予 2022 年合理估值区间 7.3-7.7 倍，对应目标价 3.43-3.62 元，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	400,115	500,572	550,078	607,286	671,659
(+/-%)	18.2%	25.1%	9.9%	10.4%	10.6%
净利润(百万元)	7862	8375	9702	11641	13879
(+/-%)	19.1%	6.5%	15.8%	20.0%	19.2%
每股收益(元)	0.38	0.40	0.47	0.56	0.67
EBIT Margin	4.4%	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%
净资产收益率(ROE)	8.0%	7.8%	8.0%	8.5%	9.1%
市盈率(PE)	8.5	7.9	6.9	5.7	4.8
EV/EBITDA	20.4	18.7	19.3	18.7	18.5
市净率(PB)	0.68	0.62	0.55	0.49	0.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·专业工程

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	3.43 - 3.62 元
收盘价	3.21 元
总市值/流通市值	66524/66524 百万元
52 周最高价/最低价	6.30/3.05 元
近 3 个月日均成交额	254.82 百万元

市场走势



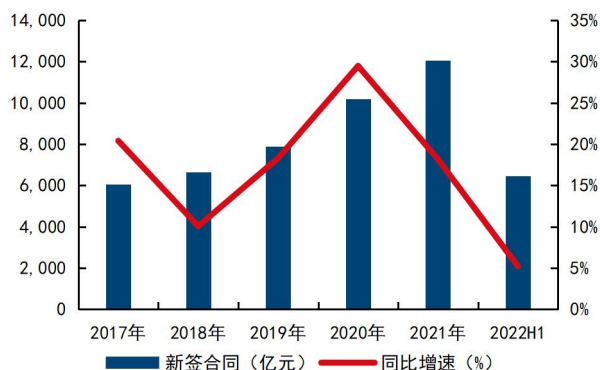
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国中冶(601618.SH)-业绩稳步增长，充分减值和费用压控助力高质量发展》——2022-04-06
 《中国中冶-601618-公司快评：订单充沛业绩稳健，冶金龙头成功转型》——2018-09-16
 《国信证券-中国中冶-601618-2018 年中报点评：主业稳健向好，多元业务全面回暖》——2018-09-03
 《中国中冶-601618-2011 年年报点评：转型阵痛期，拐点来临还需时日》——2012-03-30
 《中国中冶-601618-转型已见成效，业务结构优化》——2011-08-31

高基数下工程新签合同增速放缓，营收利润较快增长。上半年公司完成新签工程合同额 6280.9 亿元，同比+6.2%，冶金工程/房屋建设/交通及基础设施建设新签合同占比分别约为 15%/56%/16%，同比增长-0.3%/14.2%/-16.7%。受到疫情影响，公司在华东地区基础设施业务开展受阻，对整体新签增速有所拖累。实现营业收入 2,892.0 亿元，同比+15.2%；实现归母净利润 58.7 亿元，同比+18.9%。公司持续强化工程主营业务地位，工程承包业务收入占比持续提升。

图1：中国中冶新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：中国中冶营业收入及增速（单位：亿元，%）



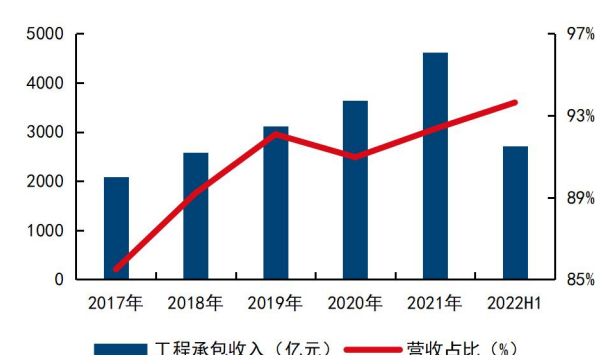
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：中国中冶归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

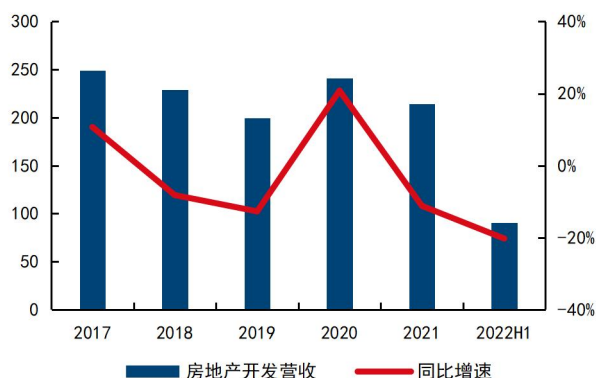
图4：中国中冶工程承包收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

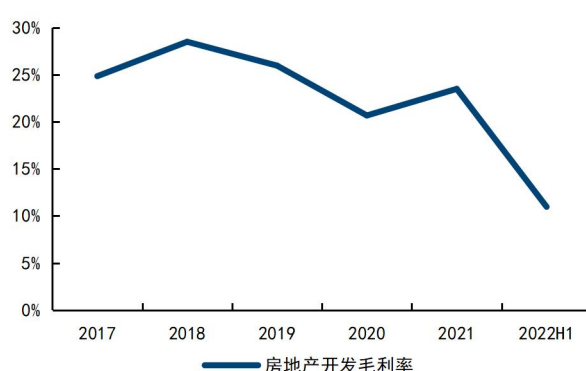
房地产业务积极去存量控增量，对整体业绩影响有限。受房地产行业下行影响，公司房地产业务明显承压，上半年房地产开发业务实现营业收入 90.3 亿元，同比-20.3%，毛利率 11.0%，同比大幅下滑 9.8 个百分点。半年公司房地产开发投资 64.8 亿元，同比-27%，同时新开工面积同比+57.7%；竣工面积同比+70%，体现公司积极去库存，提升回款能力，房地产业务风险整体可控。

图5：中国中冶房地产业务营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

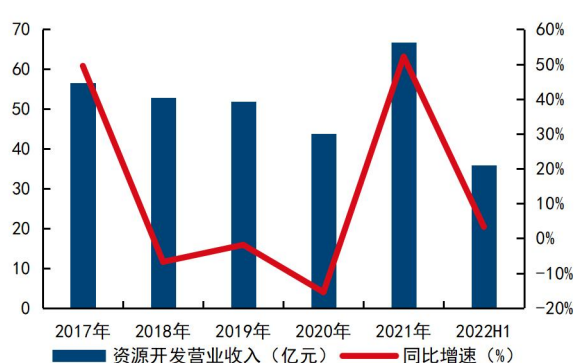
图6：中国中冶房地产业务毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资源开发业务盈利能力持续增强，在手矿山资源开发潜力较大。公司上半年资源开发业务实现营业收入 35.9 亿元，同比+3.3%，毛利率持续提升，较去年同期增加 3.9 个百分点，盈利能力进一步增强。北杜达矿区成矿仍有较大的开发潜力，随着后续勘探工作进一步开产，铅锌资源量有望翻番。4 月阿富汗塔利班政府矿产部宣布，中国企业能够继续在当地经营艾娜克铜矿，公司已经就艾娜克铜矿与阿富汗现政府重新谈判，未来项目有望适时启动。

图7：中国中冶资源开发业务及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：中国中冶资源开发业务毛利润及毛利率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

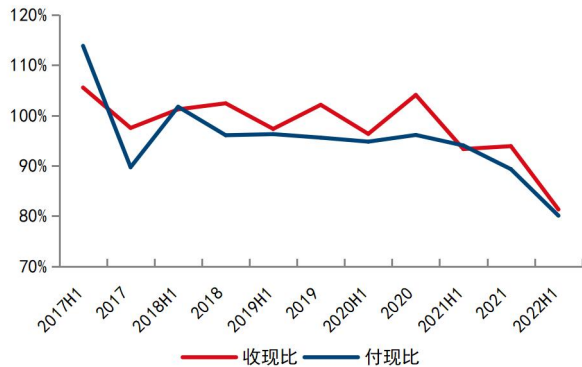
表1：中国中冶在手矿山经营情况

项目	品种	产量	销量	营业收入	利润总额
巴新瑞木红土镍钴矿	镍	16884 吨	9960 吨	16.9 亿元	7.4 亿元
	钴	1525 吨	932 吨	-2.30%	-10%
巴基斯坦山达克铜金矿	粗铜	3858 吨	8925 吨	6.5 亿元	1.1 亿元
巴基斯坦杜达铅锌矿	铅	4875 吨	4316 吨	-8.50%	-31.20%
	锌	23404 吨	18669 吨	3.8 亿元	1.8 亿元
洛阳中硅	多晶硅	3254 吨	3254 吨	27%	48%
				8 亿元	2.3 亿元
				325%	92%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

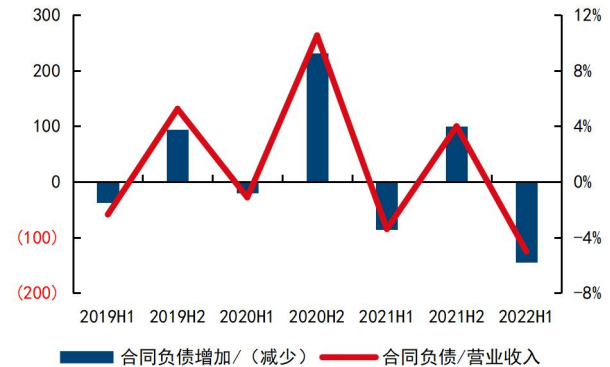
收现比和付现比显著下滑，回款环境持续承压。2021 年上半年公司收现比为 81%，付现比为 80%，较去年同期分别下滑 12 和 14 个百分点。上半年公司合同资产增加 266.6 亿元，合同负债减少 144.9 亿元，除去工程行业季节性影响外，公司对上下游的议价和占款能力仍有所减弱。

图9：中国中冶收现比和付现比变化（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：中国中冶合同负债及与其营收比率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司专业工程技术优势和全产业链资源整合优势有望推动工程业务持续稳步增长，资源开发业务有望创造新增长极。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 97.02/116.41/138.79 亿元，EPS 为 0.47/0.56/0.67 元，当前股价对应 PE=6.9/5.7/4.8x，给予 2022 年合理估值区间 7.3-7.7 倍，对应目标价 3.43-3.62 元，维持“增持”评级。

表2：可比公司估值情况

公司简称	市值（亿元）	EPS		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E
中国化学	526.6	0.97	1.19	9.07	7.38
中国能建	808.4	0.20	0.24	11.41	9.33
中国核建	224.6	0.70	0.82	12.21	10.43
平均值	/	0.62	0.75	9.28	8.07
中国中冶	610.6	0.47	0.56	6.90	5.70

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

注：可比公司估值采用 iFind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	53096	41824	30000	44724	69737	营业收入	400115	500572	550078	607286	671659
应收款项	139815	154493	180848	197992	217139	营业成本	354686	447435	489570	540485	597776
存货净额	60581	61848	75563	77459	82375	营业税金及附加	1968	2516	3025	3340	3694
其他流动资产	134262	151909	165023	182186	201498	销售费用	2441	2743	3080	3462	3896
流动资产合计	389254	412316	453675	504602	572990	管理费用	11011	10922	13487	14438	15746
固定资产	29600	29497	27514	26381	25049	研发费用	12327	15901	16853	18869	20927
无形资产及其他	17492	20878	20044	19210	18376	财务费用	1767	1055	1031	757	96
投资性房地产	44371	50451	50451	50451	50451	投资收益	(1140)	(1793)	(1307)	(1413)	(1004)
长期股权投资	25677	30329	30329	30329	30329	资产减值及公允价值变动	(3646)	(5161)	(5401)	(4936)	(5166)
资产总计	506393	543470	582013	630972	697194	其他收入	(11642)	(14784)	(16853)	(18869)	(20927)
短期借款及交易性金融负债	41490	34614	30316	20001	20002	营业利润	11813	14163	16324	19586	23353
应付款项	164195	192882	215894	245784	280076	营业外净收支	104	(150)	0	0	0
其他流动负债	126106	131394	137225	151407	167439	利润总额	11917	14012	16324	19586	23353
流动负债合计	331791	358890	383436	417192	467517	所得税费用	2535	2405	2857	3428	4087
长期借款及应付债券	26421	25553	25323	25323	25323	少数股东损益	1520	3232	3765	4518	5387
其他长期负债	7825	7640	7640	7640	7640	归属于母公司净利润	7862	8375	9702	11641	13879
长期负债合计	34246	33193	32963	32963	32963	现金流量表（百万元）					
负债合计	366038	392082	416399	450155	500480	净利润	7862	8375	9702	11641	13879
少数股东权益	42464	43893	43855	43810	43756	资产减值准备	322	1659	297	(226)	(282)
股东权益	97892	107495	121759	137007	152959	折旧摊销	3537	3457	921	957	966
负债和股东权益总计	506393	543470	582013	630972	697194	公允价值变动损失	3646	5161	5401	4936	5166
关键财务与估值指标						财务费用	1767	1055	1031	757	96
每股收益	0.38	0.40	0.47	0.56	0.67	营运资本变动	7428	(4223)	(24043)	7643	6668
每股红利	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09	其它	898	949	14027	15545	16318
每股净资产	4.72	5.19	5.88	6.61	7.38	经营活动现金流	23693	15379	6305	40496	42716
ROIC	7.21%	9.48%	11%	12%	14%	资本开支	0	762	(3802)	(3700)	(3685)
ROE	8.03%	7.79%	8%	8%	9%	其它投资现金流	580	(742)	0	0	0
毛利率	11%	11%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(3263)	(4632)	(3802)	(3700)	(3685)
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	权益性融资	(83)	11048	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	(1589)	(299)	(230)	0	0
收入增长	18%	25%	10%	10%	11%	支付股利、利息	(8108)	(8489)	(9799)	(11757)	(14018)
净利润增长率	19%	7%	16%	20%	19%	其它融资现金流	8463	(15491)	(4298)	(10315)	1
资产负债率	81%	80%	79%	78%	78%	融资活动现金流	(11012)	(22018)	(14327)	(22072)	(14017)
股息率	12.2%	12.8%	14.7%	17.7%	21.1%	现金净变动	9418	(11271)	(11824)	14724	25014
P/E	8.5	7.9	6.9	5.7	4.8	货币资金的期初余额	43678	53096	41824	30000	44724
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	货币资金的期末余额	53096	41824	30000	44724	69737
EV/EBITDA	20.4	18.7	19.3	18.7	18.5	企业自由现金流	24886	17438	(7072)	26922	28385
						权益自由现金流	31760	1648	(12451)	15982	28307

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032