

## 公司研究

## Q3 营收及新签订单稳健增长，毛利率环比改善

——中国中冶（601618.SH、1618.HK）2022年三季度点评

## 要点

**事件：**公司发布2022年三季度报。2022前三季度，公司实现营业收入3970亿元，同增13.6%；实现归母净利润/扣非归母净利润为67/66亿元，同增9.5%/22.4%。单三季度，公司实现营业收入1078亿元，同增9.5%，环增-37%；实现归母净利润/扣非归母净利润8.4/9.9亿元，同增-29.4%/-13.2%，环增-73.7%/-67.5%。

## 点评：

**Q3 营收及新签订单稳健增长，投资损失拖累公司业绩：**2022前三季度公司实现营业收入3970亿元，同增13.6%；Q3实现营业收入1078亿元，同增9.5%，环增-37.0%。2022前三季度公司实现新签合同额9352亿元，同增6.6%；Q3新签合同额2883亿元，同增10.0%。2022前三季度公司实现归母净利润67亿元，同增9.5%；Q3实现归母净利润8.4亿元，同增-29.4%，主要系三季度公司投资损失及公允价值变动损失增幅较大所致。

**Q3 毛利率环比改善，期间费用率同比有所下降：**2022前三季度，公司实现毛利率9.6%，同增-0.3pct；实现净利率2.3%，同增-0.1pct。单三季度，公司实现毛利率10.4%，同增-0.2pct，环增1.8pcts；实现净利率1.47%，同增-0.5pct，环增-0.6pct。

2022年前三季度，公司期间费用率为5.21%，同减0.56pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率为0.44%/4.78%/-0.01%，分别同增-0.06/-0.13/-0.36pct。单三季度，公司期间费用率为6.29%，同增-0.72pct。

**Q3 经营性现金净流出增加，投资性现金净流出有所降低：**2022前三季度/Q3，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-15.70亿元/-17.37亿元，较上年同期净增加4.66/-82.67亿元（2022前三季度收现比/付现比同增-3.31pcts/-1.34pcts，Q3收现比/付现比同增20.16pcts/32.73pcts），单三季度经营性现金流量净额降幅较大主要系付现比增幅显著大于收现比，公司对上游占款减少的幅度较大所致。2022前三季度/Q3投资活动产生的现金流量净额分别为-34.73亿元/-18.78亿元，较上年同期少流出62.71亿元/8.3亿元，主要系其他与投资活动有关的现金净流入大幅增加/收回投资流入现金大幅增加所致。

**维持公司A股、H股“买入”评级：**2022Q3公司营收及新签订单稳健增长，投资损失拖累公司业绩；Q3毛利率环比改善，期间费用率同比有所下降；单三季度经营性现金净流出增加，投资性现金净流出有所降低。我们维持公司2022-2024年EPS预测分别为0.47元、0.53元和0.60元，现价对应公司A股、H股2022年动态市盈率分别为6.6x、2.7x，维持A股、H股“买入”评级。

**风险提示：**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。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	400,115	500,572	606,933	723,440	845,690
营业收入增长率	18.15%	25.11%	21.25%	19.20%	16.90%
净利润（百万元）	7,862	8,375	9,666	10,941	12,418
净利润增长率	19.13%	6.52%	15.41%	13.19%	13.50%
EPS（元）	0.38	0.40	0.47	0.53	0.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.03%	7.79%	8.37%	8.78%	9.21%
P/E（A股）	8.1	7.6	6.6	5.8	5.1
P/E（H股）	3.3	3.1	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27；汇率：按1HKD=0.91159CNY换算

## A股：买入（维持）

当前价：3.07元

## H股：买入（维持）

当前价：1.38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

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

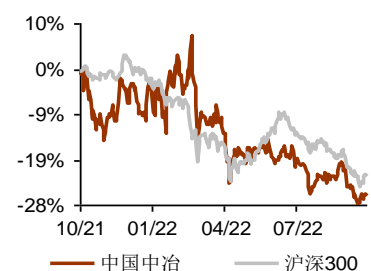
021-52523872

xingao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	207.24
总市值(亿元)	636.22
一年最低/最高(元)	2.95/4.72
近3月换手率	15.42%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.04	6.81	-0.16
绝对	0.33	-7.25	-24.24

资料来源：Wind

## 相关研报

营收保持较高增速，工程承包业务毛利率小幅提升——中国中冶（601618.SH、1618.HK）2022年半年报点评（2022-09-04）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	400,115	500,572	606,933	723,440	845,690
营业成本	354,686	447,435	543,677	648,808	758,859
折旧和摊销	3,537	3,457	3,855	4,010	4,175
税金及附加	1,968	2,516	3,050	3,636	4,250
销售费用	2,441	2,743	3,259	3,807	4,450
管理费用	11,011	10,922	12,978	15,160	17,721
研发费用	12,327	15,901	18,595	22,164	25,909
财务费用	1,767	1,055	2,997	4,219	5,111
投资收益	-1,140	-1,793	-1,467	-1,630	-1,548
营业利润	11,813	14,163	16,701	18,848	22,512
利润总额	11,917	14,012	16,551	18,697	22,361
所得税	2,535	2,405	3,006	3,490	4,397
净利润	9,382	11,607	13,545	15,208	17,964
少数股东损益	1,520	3,232	3,879	4,267	5,546
归属母公司净利润	7,862	8,375	9,666	10,941	12,418
EPS(元)	0.38	0.40	0.47	0.53	0.60

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28,032	17,640	8,428	9,057	12,307
净利润	7,862	8,375	9,666	10,941	12,418
折旧摊销	3,537	3,457	3,855	4,010	4,175
净营运资金增加	-10,679	7,614	20,175	23,577	24,532
其他	27,312	-1,806	-25,268	-29,471	-28,818
投资活动产生现金流	-12,287	-12,567	-6,684	-5,327	-5,245
净资本支出	-3,590	-3,003	-3,697	-3,697	-3,697
长期投资变化	25,677	30,329	0	0	0
其他资产变化	-34,374	-39,893	-2,987	-1,630	-1,548
融资活动现金流	-5,311	-16,236	35,333	11,416	8,831
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-17,128	-7,744	39,321	16,806	15,644
无息负债变化	41,565	33,789	53,574	57,926	59,986
净现金流	10,350	-10,948	37,077	15,146	15,893

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.4%	10.6%	10.4%	10.3%	10.3%
EBITDA 率	5.8%	5.3%	5.0%	4.8%	4.7%
EBIT 率	4.9%	4.6%	4.3%	4.3%	4.2%
税前净利润率	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%
归母净利润率	2.0%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
ROA	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%
ROE (摊薄)	8.0%	7.8%	8.4%	8.8%	9.2%
经营性 ROIC	17.6%	19.8%	17.2%	16.4%	15.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	72%	72%	75%	76%	77%
流动比率	1.17	1.15	1.14	1.14	1.15
速动比率	0.99	0.98	0.98	0.98	0.98
归母权益/有息债务	1.44	1.79	1.16	1.07	1.02
有形资产/有息债务	7.11	8.58	6.25	6.10	6.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	506,393	543,470	648,293	736,346	827,823
货币资金	53,096	41,824	78,901	94,047	109,940
交易性金融资产	2,251	1	1,138	1,138	1,138
应收账款	69,436	83,882	100,083	119,295	139,454
应收票据	6,647	3,425	4,153	4,950	5,787
其他应收款 (合计)	64,225	67,767	84,406	100,523	117,433
存货	60,581	61,848	69,550	82,889	96,871
其他流动资产	13,902	13,916	22,022	27,365	32,345
流动资产合计	389,254	412,316	511,711	594,498	680,600
其他权益工具	1,965	787	787	787	787
长期股权投资	25,677	30,329	30,329	30,329	30,329
固定资产	24,684	25,118	24,128	23,185	22,226
在建工程	4,867	4,319	5,154	5,780	6,250
无形资产	17,492	20,878	20,510	20,149	19,796
商誉	161	56	56	56	56
其他非流动资产	676	832	1,326	1,326	1,326
非流动资产合计	117,139	131,155	136,582	141,848	147,222
总负债	366,038	392,082	484,977	559,709	635,339
短期借款	29,252	21,396	58,717	73,523	87,167
应付账款	133,722	155,265	188,662	225,144	263,333
应付票据	30,473	37,617	45,708	54,546	63,798
预收账款	239	135	164	195	228
其他流动负债	6,721	8,615	11,526	14,715	18,061
流动负债合计	331,791	358,890	449,160	521,176	594,390
长期借款	25,631	25,333	27,333	29,333	31,333
应付债券	790	220	220	220	220
其他非流动负债	6,717	6,534	7,159	7,875	8,290
非流动负债合计	34,246	33,193	35,817	38,533	40,949
股东权益	140,355	151,388	163,316	176,637	192,484
股本	20,724	20,724	20,724	20,724	20,724
公积金	24,478	25,306	26,272	27,367	28,608
未分配利润	32,461	37,955	45,037	52,998	62,056
归属母公司权益	97,892	107,495	115,544	124,599	134,899
少数股东权益	42,464	43,893	47,771	52,038	57,584

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.61%	0.55%	0.54%	0.53%	0.53%
管理费用率	2.75%	2.18%	2.14%	2.10%	2.10%
财务费用率	0.44%	0.21%	0.49%	0.58%	0.60%
研发费用率	3.08%	3.18%	3.06%	3.06%	3.06%
所得税率	21%	17%	18%	19%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.08	0.08	0.09	0.10	0.12
每股经营现金流	1.35	0.85	0.41	0.44	0.59
每股净资产	4.72	5.19	5.58	6.01	6.51
每股销售收入	19.31	24.15	29.29	34.91	40.81

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A股)	8.1	7.6	6.6	5.8	5.1
PB (A股)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.8	7.4	7.3	7.0	6.8
股息率	2.4%	2.5%	3.0%	3.3%	3.9%

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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