

中国中冶 (601618.SH)

冶金建设龙头，矿产资源开发潜力足

买入

核心观点

全球最大的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商。公司坚持“做世界一流冶金建设国家队，基本建设主力军、先锋队，新兴产业领跑者、排头兵，长期坚持走高技术高质量创新发展之路”的战略定位，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。在 2022 年 ENR 发布的“全球承包商 250 强”中位居第 6 位，在“国际承包商 250 强”中位居第 47 位。

产能置换和技改空间广阔，冶金建设国家队技术优势稳固。近年来全国整体用钢需求下降，粗钢产量持续压减，但“双碳”目标下生产线低碳智能化改造将成为未来钢铁企业的“刚需”。公司**氢冶金技术和短流程炼钢工艺处于领先水平，冶金建设龙头地位稳固。**过去 5 年公司新签冶金建设合同额复合增长率为 19.5%，营业收入复合增长率为 21.9%，冶金工程订单和收入有望保持较快增长。

“中冶特色”适度延伸，铸就非钢领域护城河。公司积极拓展非钢工程领域业务，2022 年公司非钢工程新签合同额 10871 亿元，占工程新签合同额的 86%，实现营业收入 4208 亿元，占工程营收的 74%。公司基于自身冶金建设优势，深耕多个细分工程领域，在主题公园、生态环保、综合管廊等领域成功打造差异化优势。地产业务坚持走高端路线，主动避免盲目扩张，在地产业务景气度下行期对公司整体拖累有限。

资源开发业务亮眼，增量矿产值得期待。公司目前旗下有 3 座在产矿山和 1 个多晶硅生产基地，2022 年资源开发业务实现收入 88.7 亿元，同比增长 33.0%。2022 年公司完成了巴基斯坦锡亚迪克铜矿项目 3 个采矿权的收购，预计满产后产能每年可达到 6-7 万吨。阿富汗新政府多次表达重启合作意愿，公司在手的阿富汗艾娜克铜矿项目有望取得积极进展。公司作为深入参与“一带一路”建设的央企，预计将拥有更多机会参与海外矿产资源项目的开发，公司资源开发业务有望实现持续增长。

估值与投资建议：公司作为冶金建设龙头企业，积极拓展非钢业务，结合工程技术优势，在多领域打造差异化竞争力，旗下矿产资源开发业务盈利能力较强，进一步扩产潜力充足。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润 107/125/153 亿元，每股收益 0.52/0.60/0.74 元，对应当前股价 PE 为 7.7/6.6/5.4X。综合绝对估值和相对估值，**确定公司合理估值区间 5.02-5.19 元，较当前股价有 27%-30%空间，维持“买入”评级。**

风险提示：宏观经济波动风险；国际经验风险；安全环保风险；海外新增矿产项目开发不及预期的风险；矿产资源价格波动的风险；财务风险等。

公司研究 · 深度报告

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

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiuyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	5.05 - 5.19 元
收盘价	3.97 元
总市值/流通市值	82273/82273 百万元
52 周最高价/最低价	4.68/2.86 元
近 3 个月日均成交额	644.65 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) - 上半年利润增 18.9%，矿产开发潜力有望持续释放》——2022-09-01

《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

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	500,572	592,669	667,216	762,812	878,077
(+/-%)	25.1%	18.4%	12.6%	14.3%	15.1%
净利润(百万元)	8375	10272	10686	12478	15271
(+/-%)	6.5%	22.7%	4.0%	16.8%	22.4%
每股收益(元)	0.40	0.50	0.52	0.60	0.74
EBIT Margin	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	8.5%	8.2%	8.9%	10.1%
市盈率 (PE)	9.8	8.0	7.7	6.6	5.4
EV/EBITDA	19.4	21.7	19.8	19.2	18.2
市净率 (PB)	0.77	0.68	0.63	0.59	0.54

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

内容目录

公司概况：冶金建设龙头，守正出新谋发展	5
立足冶金工程，背靠中国五矿	5
围绕工程主业，业绩稳健增长	6
债务负担轻，经营质效持续改善	8
冶金建设国家队，新兴业务打造特色品牌	11
产能置换和技改空间广阔，冶金建设国家队技术优势稳固	11
“中冶特色”适度延伸，铸就非钢领域护城河	13
资源开发业务亮眼，增量矿产值得期待	16
资源储备足，海外开发项目稳步推进	16
完成新铜矿收购，中亚矿产开发值得期待	19
盈利预测	21
营业收入预测	21
未来 3 年盈利预测	23
估值与投资建议	24
绝对估值：每股价值 5.05-6.58 元	24
相对估值：每股价值为 3.44-5.19 元	25
投资建议	26
风险提示	27
财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 中国中冶发展历程	5
图 2: 中国中冶股权结构	5
图 3: 中国中冶“四梁八柱”产品矩阵	6
图 4: 公司历年营业收入及增速（单位：亿元，%）	6
图 5: 公司历年归母净利及增速（单位：亿元，%）	6
图 6: 公司营业收入结构变化（单位：%）	7
图 7: 公司毛利结构变化（单位：%）	7
图 8: 公司新签合同额及增速（单位：亿元，%）	7
图 9: 2022 年公司新签合同类型分布（单位：%）	7
图 10: 公司毛利率变化（单位：%）	8
图 11: 公司各主营业务毛利率变化（单位：%）	8
图 12: 公司与同业 ROE（摊薄）比较（单位：%）	8
图 13: 公司与同业净利率比较（单位：%）	8
图 14: 公司与同业总资产周转率比较（单位：%）	8
图 15: 公司与同业资产负债率比较（单位：%）	8
图 16: 公司期间费用率变化（单位：%）	9
图 17: 公司各项费用率变化（单位：%）	9
图 18: 公司与可比公司投资类资产规模对比（单位：亿元）	9
图 19: 公司与可比公司四项投资类资产及占比（单位：亿元，%）	9
图 20: 公司有息负债率与同业对比（单位：%）	10
图 21: 公司财务费用与同业对比（单位：%）	10
图 22: 公司经营现金流净额及营业现金比率（单位：亿元，%）	10
图 23: 公司收现比和付现比变化（单位：%）	10
图 24: 中国粗钢产量及增速（单位：万吨，%）	11
图 25: 中国粗钢产量及行业产能利润率（单位：万吨，%）	11
图 26: 中国制造业碳排放结构	11
图 27: 中冶赛迪绿色智能超级电弧炉	12
图 28: 中冶京诚 H-RIF™ 气基竖炉试验平台项目	12
图 29: 公司冶金工程业务新签合同额及增速（单位：亿元，%）	13
图 30: 公司冶金工程业务营业收入及增速（单位：亿元，%）	13
图 31: 公司装备制造营业收入及增速（单位：亿元，%）	13
图 32: 2022 年钢结构生产企业设计产能对比（单位：万吨）	13
图 33: 公司房建新签合同额及增速（单位：亿元，%）	14
图 34: 公司基建新签合同额及增速（单位：亿元，%）	14
图 35: 公司房建营业收入及增速（单位：亿元，%）	14
图 36: 公司基建营业收入及增速（单位：亿元，%）	14
图 37: 公司承建北京环球影城项目	14

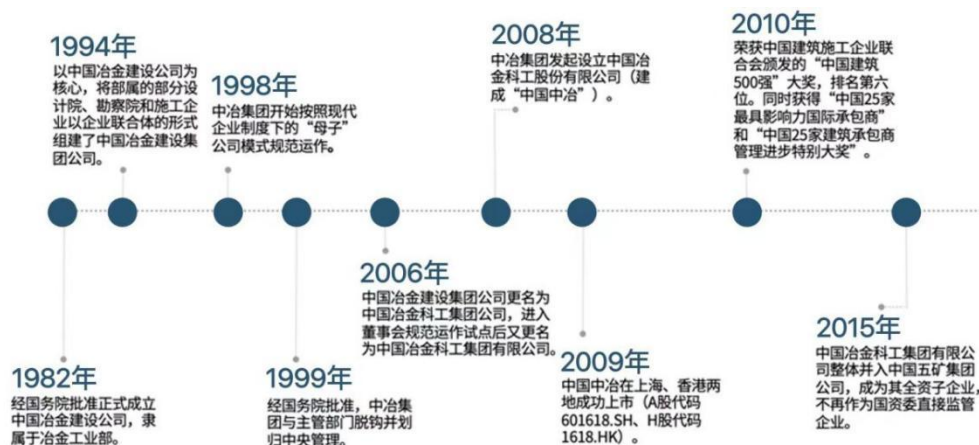
图 38: 公司承建成都市武资生态体育公园项目	14
图 39: 中冶置地销售面积及增速 (单位: 万平方米, %)	15
图 40: 中冶置地销售额及增速 (单位: 亿元, %)	15
图 41: 公司地产业务营收及增速 (单位: 亿元, %)	15
图 42: 公司地产业务毛利率变化 (单位: %)	15
图 43: 公司资源开发业务收入及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 44: 公司资源开发业务毛利率变化 (单位: %)	16
图 45: LME 镍钴现货价格走势 (单位: 美元/吨)	16
图 46: LME 铅、锌、铜现货价格走势 (单位: 美元/吨)	16
图 47: 公司资源开发业务营业收入构成 (单位: %)	17
图 48: 公司资源开发业务净利润构成 (单位: %)	17
图 49: 瑞木镍钴矿产量变化 (单位: 吨)	17
图 50: 瑞木镍钴矿收入和净利变化 (单位: 亿元人民币)	17
图 51: 山达克铜金矿粗通产量及增速 (单位: 吨, %)	18
图 52: 山达克铜金矿营业收入 (单位: 亿元)	18
图 53: 杜达铅锌矿资源产量变化 (单位: 吨)	18
图 54: 杜达铅锌矿营收和净利润变化 (单位: 亿元)	18
图 55: 中硅高科发展历程	19
图 56: 洛阳中硅项目营收及其中硅基新材料营收 (单位: 亿元)	19
图 57: 全球精炼铜消费量及增速 (单位: 万吨, %)	20
图 58: 中国精炼铜消费量及增速 (单位: 万吨, %)	20
图 59: 全球铜矿储量结构 (单位: %)	20
图 60: 智利国家铜业平均矿石品位 (单位: %)	20
表 1: 新版《钢铁行业产能置换实施办法》对钢铁产能置换比例要求	12
表 2: 工程承包业务营收及毛利率预测	21
表 3: 房地产开发业务营收及毛利率预测	21
表 4: 资源开发业务营收及毛利率预测	22
表 5: 公司总营业收入和毛利率预测	22
表 6: 公司盈利预测假设条件	23
表 7: 未来三年盈利预测表 (单位: 百万元)	23
表 8: 资本成本假设 (截至 2023 年 3 月 6 日)	24
表 9: FCFE 现金流折算法估值表 (单位: 百万元)	24
表 10: 绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析	25
表 11: 可比公司估值情况	25
表 12: 分部估值情况	25

公司概况：冶金建设龙头，守正出新谋发展

立足冶金工程，背靠中国五矿

全球最大的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商。中国中冶全称中国冶金科工股份有限公司，系全球最大的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商、国家确定的重点资源类企业之一、国内产能最大的钢结构生产企业、国务院国资委首批确定的以房地产开发为主业的 16 家中央企业之一。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。在 2022 年 ENR 发布的“全球承包商 250 强”（以总营业额排名）中，中国中冶位居第 6 位，与上年持平，在“国际承包商 250 强”中，中国中冶位居第 47 位，较上年排名提升 6 位。

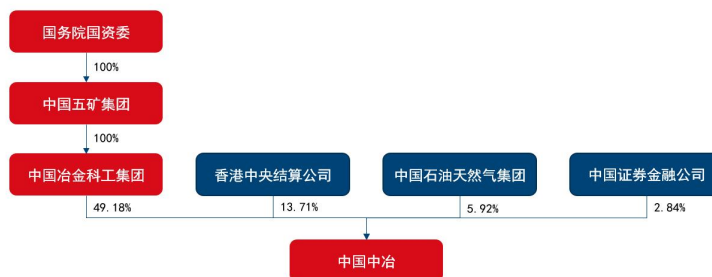
图1：中国中冶发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

背靠五矿集团，战略融合再塑核心竞争力。2015 年中冶集团与中国五矿集团有限公司（简称“中国五矿”）开始实施战略重组，中冶集团整体并入中国五矿。五矿集团以金属矿产为核心主业，在全球范围内拥有丰富的矿产资源储备，并且具有强大的贸易物流能力和金融运作能力。公司背靠五矿集团，随着战略融合的深化，有望在海外拓展和投融资方面得到更多支持。

图2：中国中冶股权结构

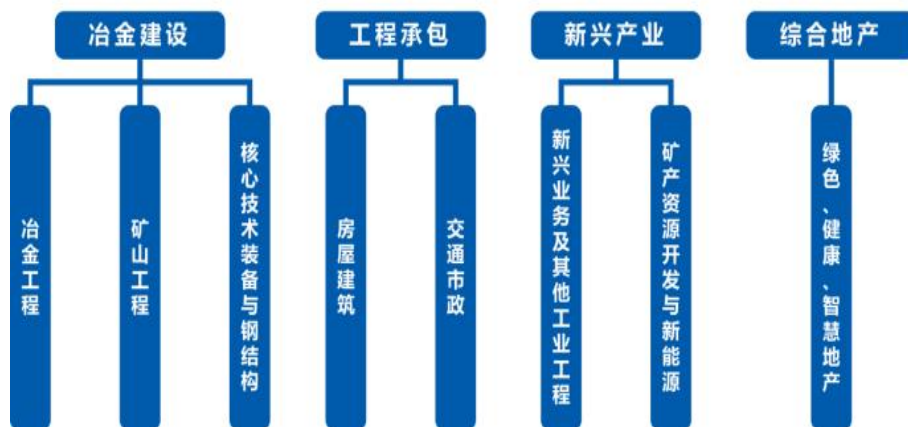


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

围绕工程主业，业绩稳健增长

强本固基，专注核心优势打造。中国中冶坚持“做世界一流冶金建设国家队，基本建设主力军、先锋队，新兴产业领跑者、排头兵，长期坚持走高技术高质量创新发展之路”的战略定位，大力发展“四梁八柱”的业务体系和产品定位。“四梁”是冶金建设、工程承包、新兴产业、综合地产四大业务板块；“八柱”包括是冶金和矿山工程、装备制造和钢结构、房建和基础设施工程、矿产开发、综合地产等工程服务与产品。

图3：中国中冶“四梁八柱”产品矩阵



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

聚焦工程主业，营收利润实现稳健增长。2022 年公司实现营业收入 5926.7 亿元，同比增长 18.4%，实现毛利润 102.7 亿元，同比增长 22.7%，2017-2022 年，公司营业收入实现复合增长率 19.4%，毛利实现复合增长率 11.1%。从业务结构上看，公司工程承包业务的收入和毛利占比均有所提升，2013-2022 年工程承包营收占比从 80%提升到 93%，毛利构成从 75%提升到 86%。

图4：公司历年营业收入及增速（单位：亿元，%）



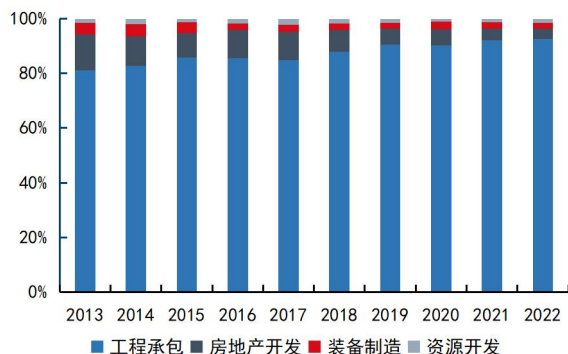
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图5：公司历年归母净利润及增速（单位：亿元，%）



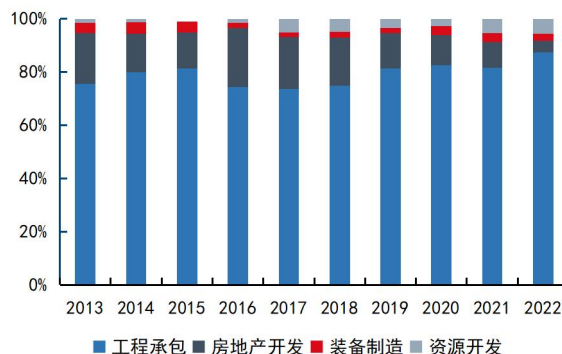
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图6: 公司营业收入结构变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利结构变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

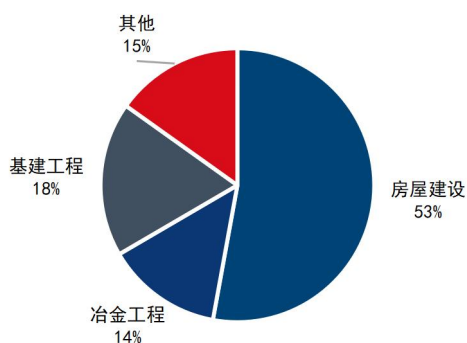
新签工程订单稳步增长，非钢业务占比高。公司新签合同额保持稳健增长，2022年公司新签合同额 13455.7 亿元，同比增长 11.7%，2023 年 1-4 月公司新签合同额 4213.1 亿元，同比增长 3.8%。从订单结构看，冶金工程占比 14%，房建和基建占比达到 71%，构成公司工程订单的主要部分。

图8: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

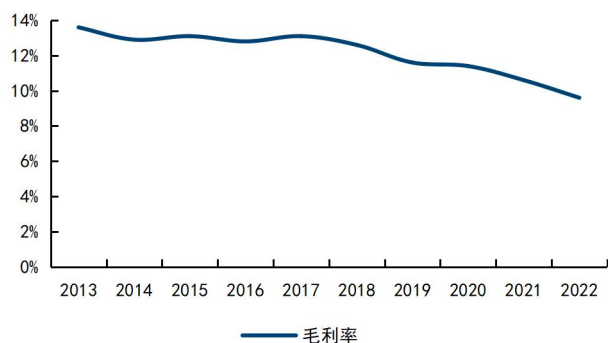
图9: 2022 年公司新签合同类型分布 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

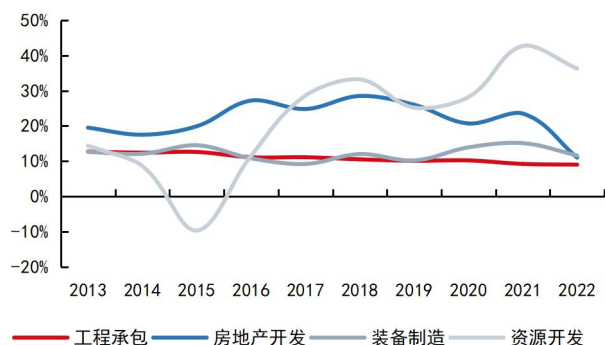
毛利率整体承压，资源开发业务盈利能力较强。由于非钢工程业务进入壁垒低，行业竞争激烈，公司工程承包毛利率持续下降，带动整体毛利率呈现持续下降趋势。2022 年公司毛利率为 9.6%，较上年下降 1.0 个百分点，较 2013 年下降了 4.0 个百分点。分业务看，2022 年公司工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发业务毛利率分别为 9.0%/11.1%/11.6%/36.3%。除工程承包业务外，房地产开发业务受行业景气度下行影响，毛利率明显下降；装备制造毛利率保持稳定水平；资源开发业务盈利能力较强，毛利率持续提升。

图10: 公司毛利率变化 (单位: %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司各主营业务毛利率变化 (单位: %)

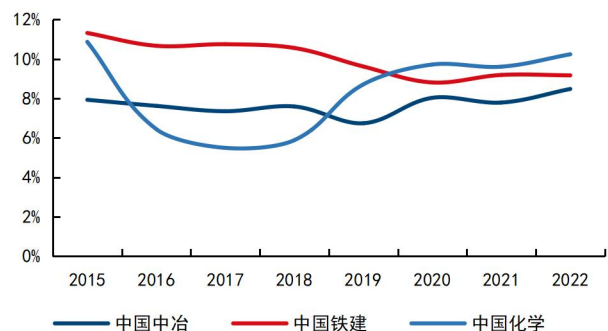


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

债务负担轻, 经营质效持续改善

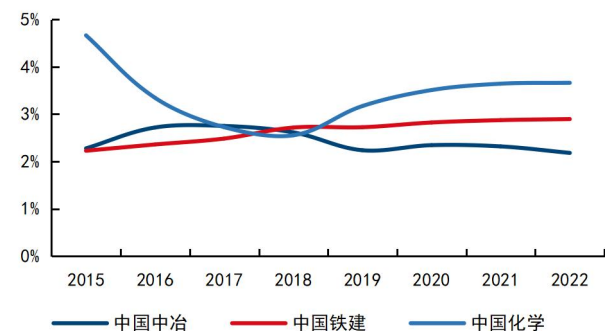
ROE 稳步提升, 净利率承压但周转速度持续加快。2022 年公司摊薄 ROE 为 8.48%, 略低于同类建筑央企中国铁建和中国化学。对比同业, 公司净利率有所承压, 资产负债率压降至 75%以下, 但总资产周转率逆势呈现持续提升趋势。

图12: 公司与同业 ROE (摊薄) 比较 (单位: %)



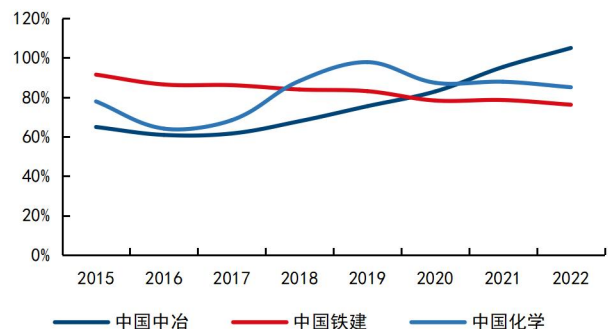
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司与同业净利率比较 (单位: %)



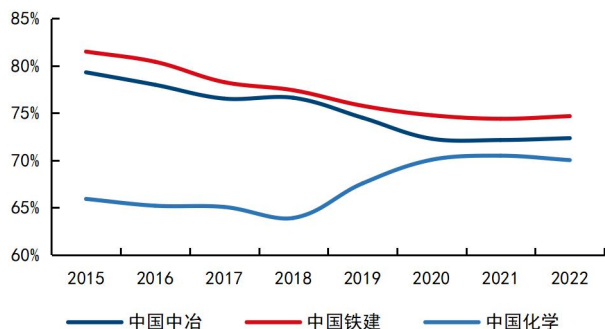
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司与同业总资产周转率比较 (单位: %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

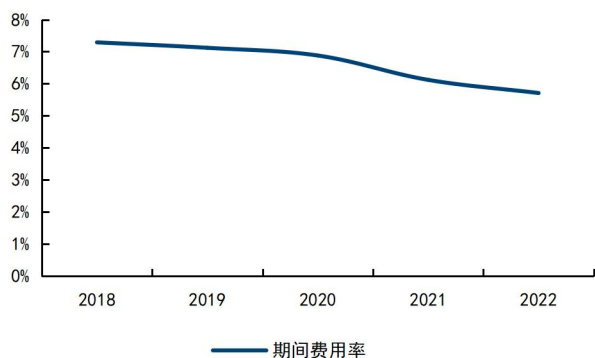
图15: 公司与同业资产负债率比较 (单位: %)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

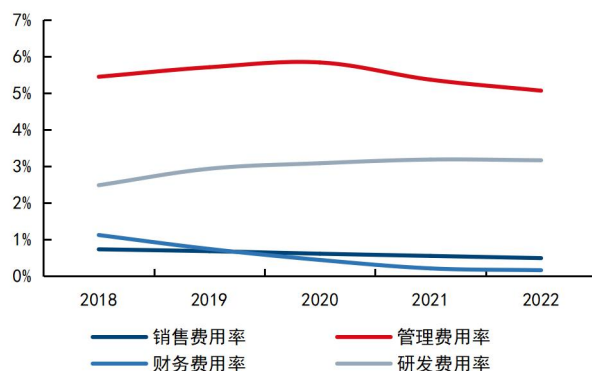
费用控制取得较好成效，研发投入持续加强。公司持续加强期间费用控制，销售、管理、财务费用率均得到有效压降，2022 年公司期间费用率 5.71%，较上年下降 0.41pct，其中管理费用率 5.06%，较上年下降 0.30pct，销售费用率 0.49%，较上年下降 0.06pct，财务费用率 0.16%，较上年下降 0.05pct。公司持续加大研发投入力度，2022 年研发费用率 3.16%，主要投向智能化、绿色化技术创新，在综合管廊、海绵城市、智慧城市领域技术处于先进水平。

图16: 公司期间费用率变化（单位：%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

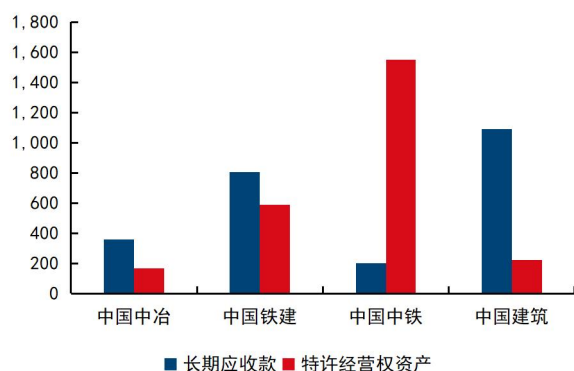
图17: 公司各项费用率变化（单位：%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

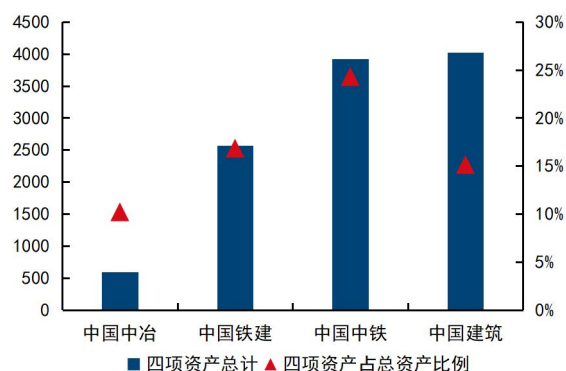
工程投资偏谨慎，对应的投资类资产占比低。公司对 PPP 等工程建设模式参与度相对较低，对应的投资类资产占比相对较低，截止 2022 年末，公司长期应收款/特许经营权/其他非流动资产/一年内到期的其他非流动资产分别为 358/169/71/0 亿元，四项合计 598 亿元，占总资产的比例为 10.2%，无论是投资规模还是占比均明显小于其他建筑央企。

图18: 公司与可比公司投资类资产规模对比（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

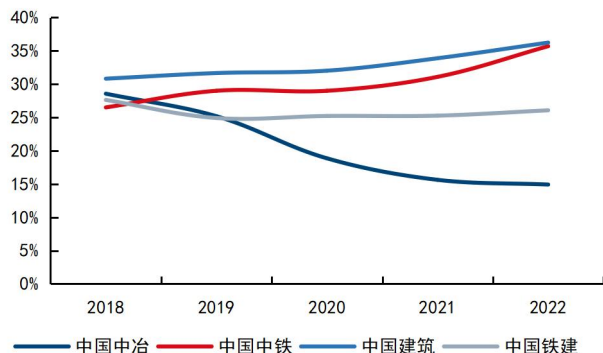
图19: 公司与可比公司四项投资类资产及占比（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

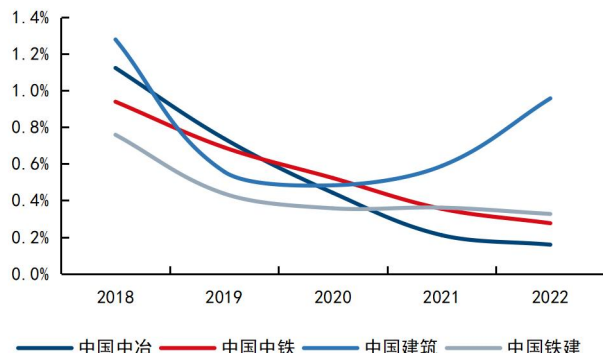
有息负债占比低于同业，债务负担轻。由于公司工程投资力度较弱，对应资金压力较小，有息负债率持续下降。2022 年公司游戏负债率仅 14.9%，明显低于中国建筑/中国中铁/中国铁建的 36.2%/35.6%/26.1%。低游戏负债率对应持续下降的财务费用，2022 年公司财务费用率仅 0.16%，全年财务费用仅 9.4 亿元。

图20: 公司有息负债率与同业对比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

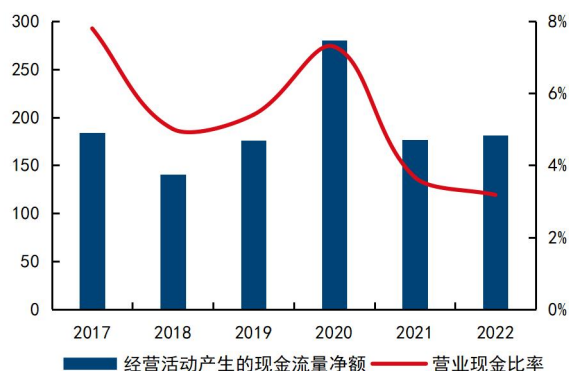
图21: 公司财务费用与同业对比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

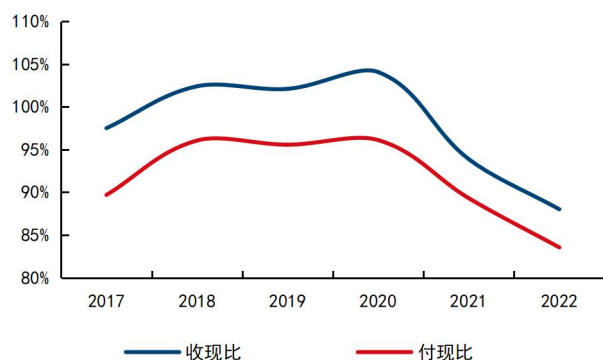
现金流持续为正, 营业现金比率有下滑压力。2022 年经营性现金流净额为 181.5 亿元, 营业现金比率 3.18%。2020 年后受行业环境变化影响, 公司现金流有转弱趋势, 收现比和付现比同向下滑, 2022 年收现比为 88.0%, 付现比为 83.6%。

图22: 公司经营现金流净额及营业现金比率 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司收现比和付现比变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

冶金建设国家队，新兴业务打造特色品牌

产能置换和技改空间广阔，冶金建设国家队技术优势稳固

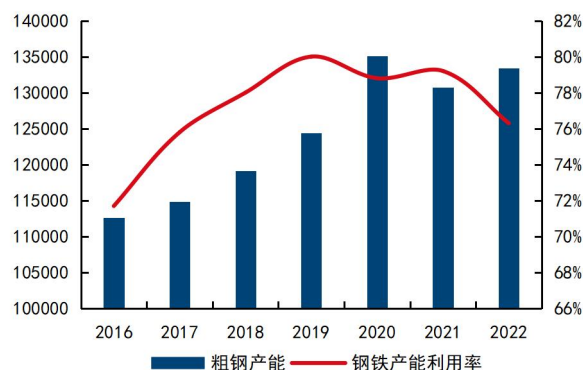
需求端走弱，粗钢产量持续压减。钢铁生产下游的房地产行业景气度持续低迷，地产开发投资走弱，制造业投资处于弱复苏状态，用钢需求下降。2022 年中国钢材消费量为 9.2 亿吨，同比下降 3.1%。供给端，政策坚持压减粗钢产量，2022 年中国粗钢产量 10.2 亿吨，较 2020 年减少 4700 万吨。

图24：中国粗钢产量及增速（单位：万吨，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

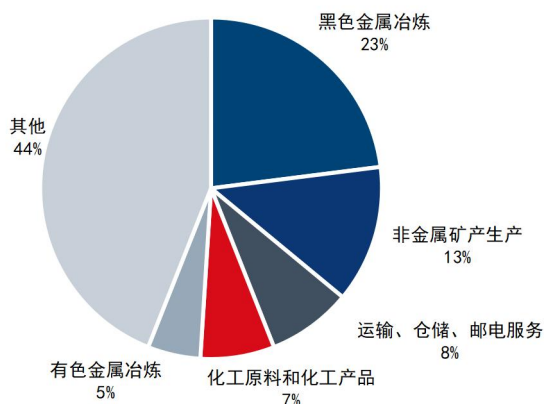
图25：中国粗钢产量及行业产能利润率（单位：万吨，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

钢铁绿色低碳化发展催生存量市场改造需求，冶金工程仍具市场空间。中国钢铁行业碳排放量占全国碳排放总量的 15% 左右，是制造业 31 个门类中碳排放量最大行业。钢铁行业高炉-转炉长流程工艺结构占主导地位，煤、焦炭占能源投入近 90%，生产过程碳排放密度大。在“碳中和”政策背景下，钢铁行业集中度会不断提升、碳排放限制将逐渐升级、环保整治力度将不断加大，钢铁生产线低碳智能化改造有望成为未来钢铁企业的“刚需”。

图26：中国制造业碳排放结构



资料来源：中国碳核算数据库，国信证券经济研究所整理

政策鼓励钢铁产能置换和企业兼并重组。2021 年 6 月 1 日起，工信部印发的新版

《钢铁行业产能置换实施办法》（以下简称“新办法”）开始实行。新办法指出，建设炼铁、炼钢产能均须分别实施产能置换，大气污染防治重点区域严禁增加钢铁产能总量。同时为了鼓励企业兼并重组，提高产业集中度，对完成兼并重组后取得的合规产能给予置换比例优惠。

表1：新版《钢铁行业产能置换实施办法》对钢铁产能置换比例要求

区域	置换比例要求
大气污染防治重点区域	不低于 1.5:1
其他区域	不低于 1.25:1
对完成实质性兼并重组后取得合规产能	
大气污染防治重点区域	不低于 1.25:1
其他区域	不低于 1.1:1

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

新办法鼓励行业绿色低碳发展和工艺技术创新。新办法允许 6 类情形实施等量置换（即置换比例最高可达到 1:1）：（1）企业内部退出转炉建设电炉且一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备项目的炼钢产能。（2）退出和建设冶炼设备均为电炉的项目。（3）不改变冶炼设备类型、容量（积）、数量的厂区内技术改造项。目。（4）退出配套烧结、焦炉、高炉等设备建设氢冶金和 Corex、Finex、Hismelt 等非高炉炼铁项目的炼铁产能。（5）对利用回转窑-矿热炉-AOD 炉工艺生产不锈钢的炼钢产能。（6）青海、西藏地区建设的钢铁冶炼项目。

公司冶金技术积累丰富，聚焦核心工艺研发探索。公司下属中冶赛迪研发的电弧炉炼钢技术全废钢冶炼电耗可降至 250kWh/t，各项指标均达到世界先进水平，较传统长流程工艺可减少碳排放 65%，相比常规电弧炉可减少碳排放 11%。公司下属中冶京诚在氢冶金领域具有丰富的基础研究经验，目前正在实施重大课题“高炉富氢低碳冶炼关键工艺技术与工业示范”有望推动传统工艺减碳 10%，实现钢铁规模化降碳。

图27：中冶赛迪绿色智能超级电弧炉



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

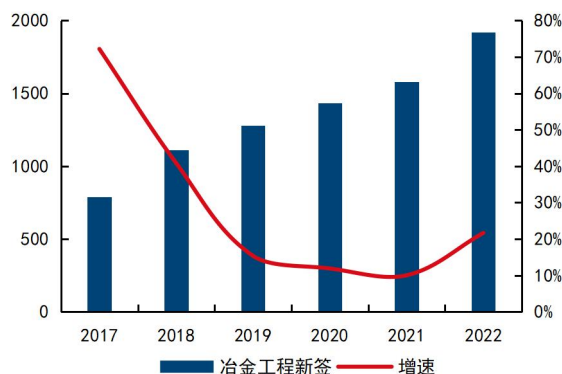
图28：中冶京诚 H-RIF™ 气基竖炉试验平台项目



资料来源：中国钢铁新闻网，国信证券经济研究所整理

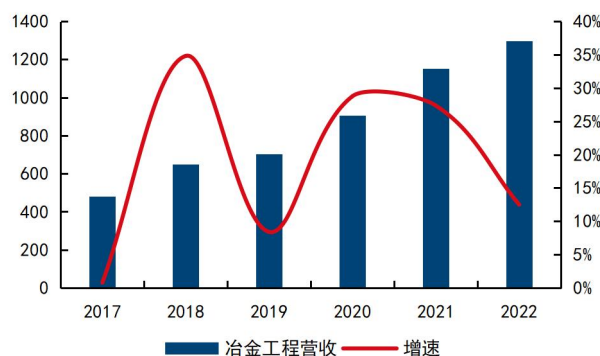
冶金工程新签营收保持增长，冶金建设国家队地位稳固。受益于钢铁产能置换和智慧化、低碳化改造需求持续释放，公司冶金工程订单和收入保持较快增长。过去 5 年公司新签冶金建设合同额复合增长率为 19.5%，营业收入复合增长率为 21.9%。2022 年公司冶金工程业务完成新签合同额 1920 亿元，同比增长 21.7%，实现营业收入 1296 亿元，同比增长 12.5%。

图29：公司冶金工程业务新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

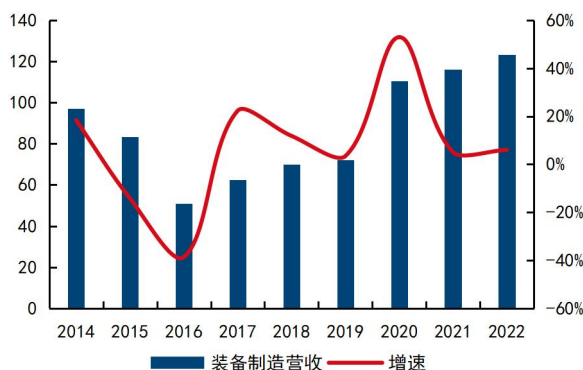
图30：公司冶金工程业务营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

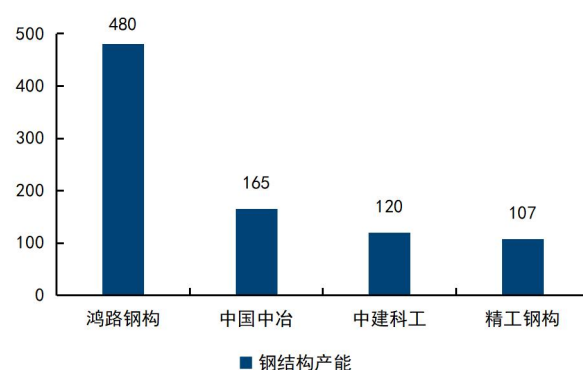
设备制造和钢结构打通冶金建设上下游，装备制造业务稳定增长。公司拥有多个核心装备制造基地，产品涵盖烧结球团、炼铁炼钢、连铸轧钢等冶金主要工艺关键设备，广泛应用于国际国内大型钢铁工程项目。同时，公司是国内最大的钢结构制造企业之一，拥有32个钢结构制造基地，设计产能达165万吨，产能规模行业领先。2022年公司装备制造业务实现营业收入123.2亿元，同比增长6.0%，实现毛利14.3亿元，同比下降18.8%。

图31：公司装备制造营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：2022年钢结构生产企业设计产能对比（单位：万吨）

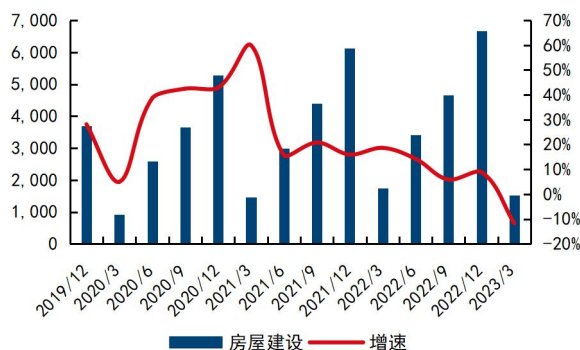


资料来源：公司公告，中建科工官网，国信证券经济研究所整理

“中冶特色”适度延伸，铸就非钢领域护城河

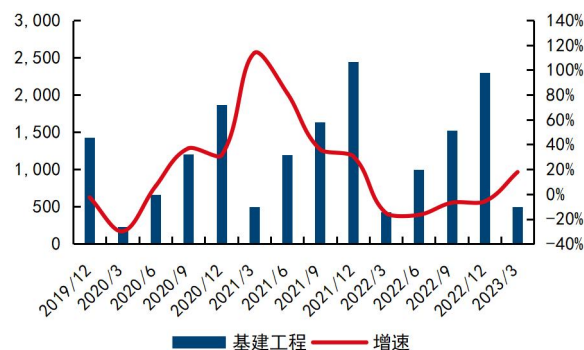
非钢工程新签与营收快速增长。公司积极拓展非钢工程领域业务，2022年公司非钢工程新签合同额10871亿元，占工程新签合同额的86%，实现营业收入4208亿元，占工程营收的74%。公司非钢工程领域主要包括房屋建设、交通基建工程和其他，近三年房建/基建新签合同额复合增长率为21.7%/17.3%，营业收入复合增长率为16.1%/25.0%。

图33: 公司房建新签合同额及增速（单位：亿元，%）



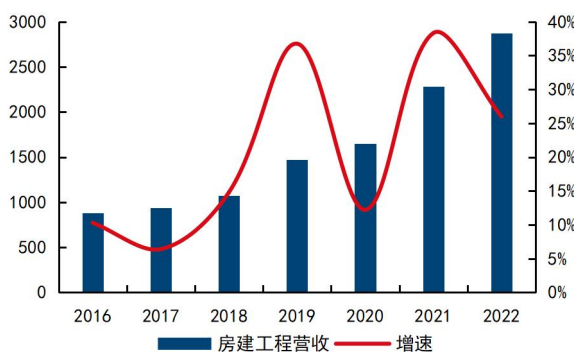
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图34: 公司基建新签合同额及增速（单位：亿元，%）



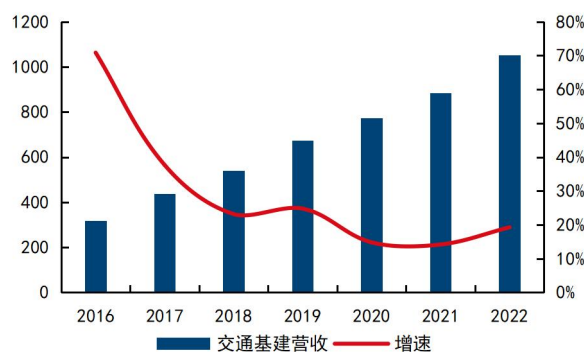
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图35: 公司房建营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图36: 公司基建营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

“中冶基因”注入新兴产业，差异化竞争打造特色工程品牌。公司基于自身冶金建设优势，深耕多个细分工程领域，成立了多个专业技术研究院。业务方面，基于冶金污水处理技术优势切入生态环保工程领域，基于园区综合设计能力切入主题公园建设领域，承接了长江黄石段生态环境导向开发项目（EOD）、北京环球影城项目、上海迪士尼乐园项目等一系列重大项目，成功打造差异化竞争优势。

图37: 公司承建北京环球影城项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

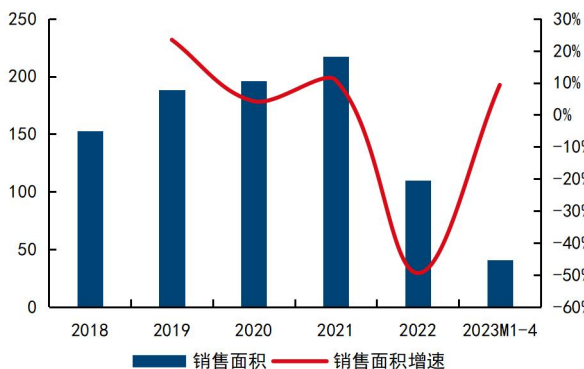
图38: 公司建成都市武资生态体育公园项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

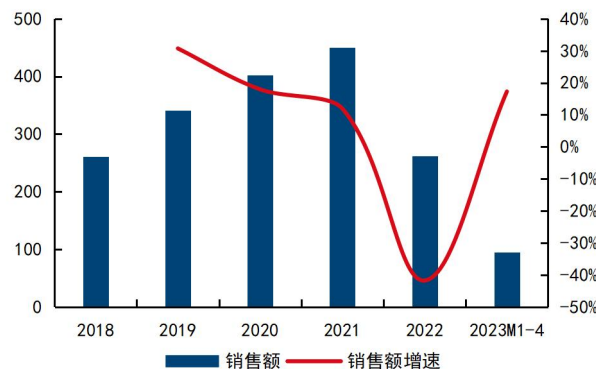
地产业务坚持稳健经营，销售有望复苏。2022 年公司旗下地产业务经营主体中冶置业销售面积和销售额同比下滑 49.5%和 41.8%，地产业务实现营业收入 227.3 亿元，同比增长 6.1%，营收/毛利占比 3.8%/4.4%。2023 年 1-4 月，公司销售面积/销售额同比增长 9.3%/17.3%，呈现复苏态势。公司地产业务坚持走高端路线，打造京津冀“德贤系”、长三角“锦绣系”、珠三角“逸璟系”三大高端住宅产品线。过去公司地产业务始终保持在 200 亿元左右的营收规模，主动避免盲目扩张，在地产业务景气度下行期对公司整体拖累有限。

图39：中冶置地销售面积及增速（单位：万平方米，%）



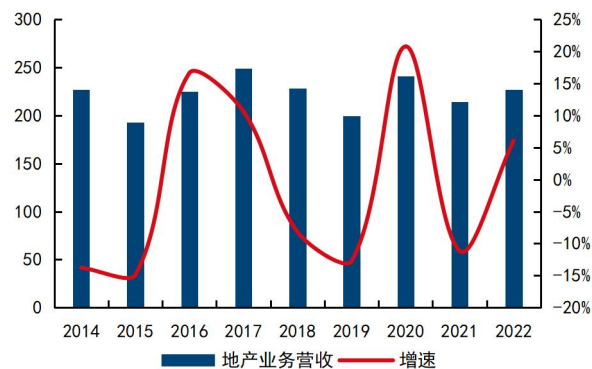
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图40：中冶置地销售额及增速（单位：亿元，%）



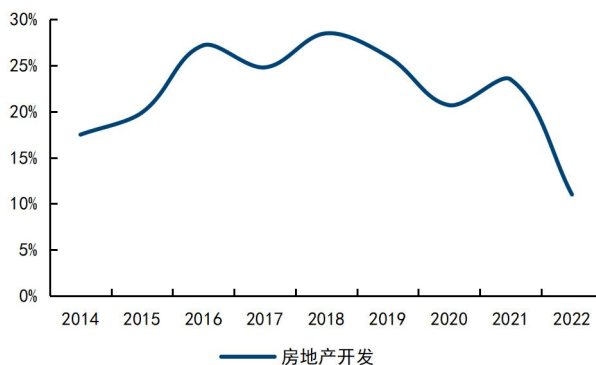
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图41：公司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42：公司地产业务毛利率变化（单位：%）



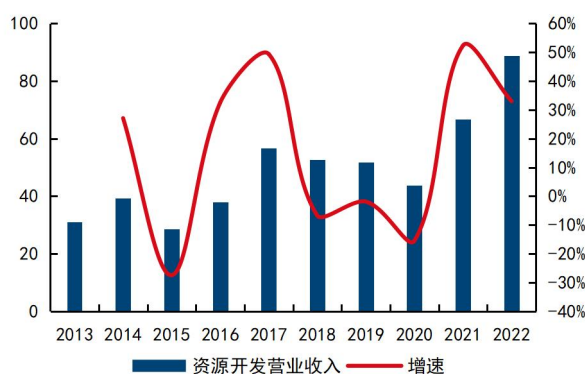
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资源开发业务亮眼，增量矿产值得期待

资源储备足，海外开发项目稳步推进

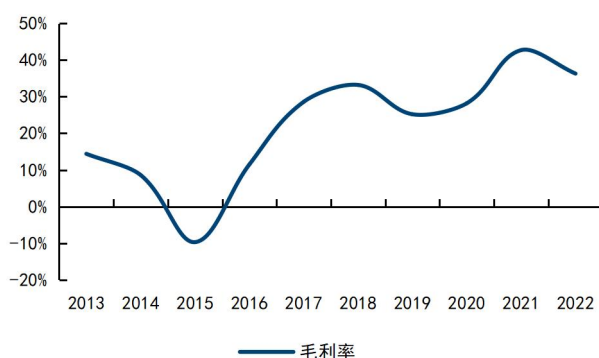
海外矿山资源丰富，量价齐升助规模高增。公司目前旗下有 3 座在产矿山和 1 个多晶硅生产基地，2022 年资源开发业务实现收入 88.7 亿元，同比增长 33.0%。公司主要矿产资源包括镍、钴、铜、铅、锌，受益于资源价格上涨，同时在手矿山稳定生产，快挖快卖，资源开发业务连续两年实现营业收入快速增长。2022 年由于资源价格有所下滑，资源开发毛利率下降 6.4 个百分点至 36.3%，但仍保持在较高水平。

图43: 公司资源开发业务收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: 公司资源开发业务毛利率变化（单位：%）



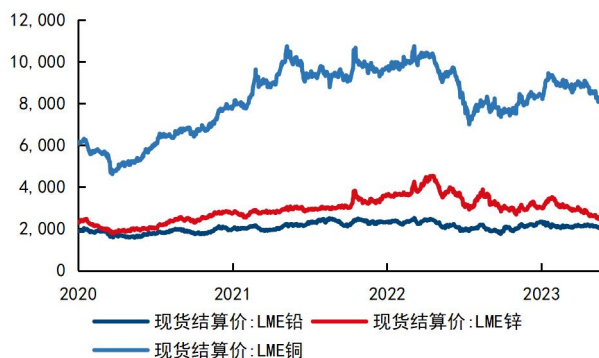
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45: LME 镍钴现货价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：iFind, LME, 国信证券经济研究所整理

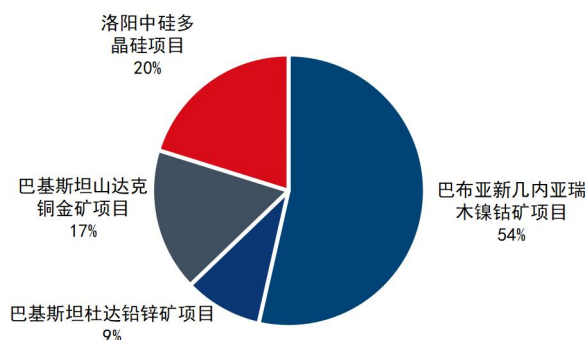
图46: LME 铅、锌、铜现货价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：iFind, LME, 国信证券经济研究所整理

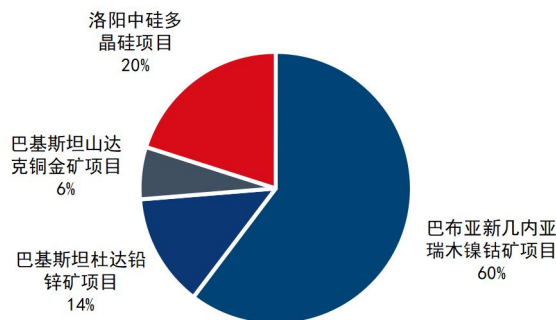
镍钴矿利润占六成，海外矿山所在国政局稳定。2022 年，巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、巴基斯坦杜达铅锌矿、巴基斯坦山达克铜金矿分别实现净利润 12.7 亿元、2.8 亿元、1.3 亿元，在资源开发业务中占比 60%、14%、6%。公司镍钴矿所在国巴布亚新几内亚奉行外交中立政策，2022 年与中国双边贸易额 52.6 亿美元，同比增长 30.8%。公司铜、铅、锌矿所在国巴基斯坦是中国的“睦邻友好国”，与中国在多领域开展深入合作，公司与当地政府未来均有持续深化矿产开发合作的可能。

图47：公司资源开发业务营业收入构成（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48：公司资源开发业务净利润构成（单位：%）

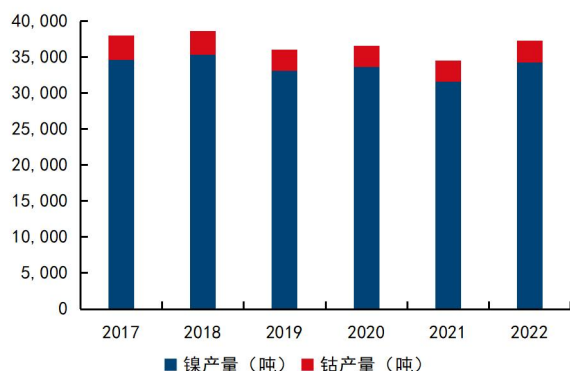


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目

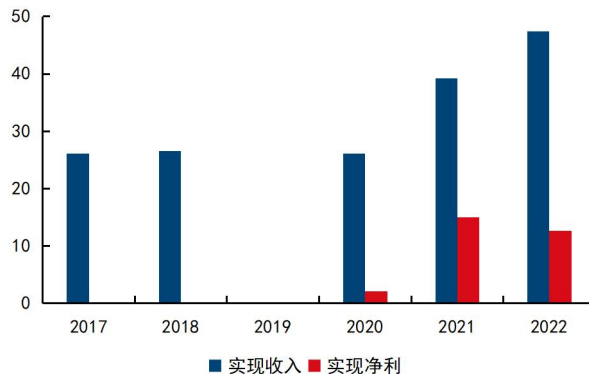
瑞木镍钴项目位于巴布亚新几内亚的马当省，是集采选冶为一体的世界级矿业项目。项目由红土矿露天开采、管道矿浆输送、高压酸浸湿法冶金、深海尾矿排放等主体工艺和配套设施组成。公司间接持有项目 57% 的股权，项目生产镍钴中间产品，折合金属当量约为镍 31000 吨/年，钴 3000 吨/年。项目于 2012 年完成建设，同年进入生产期。**2022 年项目出产镍 34302 吨，钴 2987 吨，达产率 105%，实现收入 47.46 亿元，实现净利 12.67 亿元。**

图49：瑞木镍钴矿产量变化（单位：吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图50：瑞木镍钴矿收入和净利变化（单位：亿元人民币）

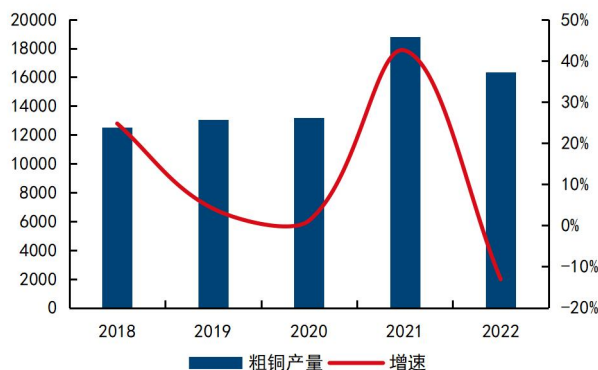


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 巴基斯坦山达克铜金矿项目

山达克铜金矿位于巴基斯坦俾路支省，属于巴与伊朗、阿富汗三国交界，探明储量 4 亿吨，其中铜达到 2.5 亿吨，黄金 1.5 亿吨。项目分为南部，北部及东部三个矿区，南矿体资源丰富、铜金品位高，是山达克铜金矿主要供矿体。公司从 2002 年以竞标方式租赁该铜矿，2022 年起进入第四个租赁期。露天采场从 1995 年建成供矿，并于 2017 年基本开采完毕，后续将由露天开采转入地下开采；东矿体保有储量 8300 万吨，折合铜金属量 31 万吨，可满足项目未来运行 20 年所需。**受东矿体原矿品位大幅下降影响，2022 年项目累计生产粗铜 16346 吨，同比减少 13%，项目全年实现营业收入 15.08 亿元，同比增长 12.62%。**

图51: 山达克铜金矿粗通产量及增速 (单位: 吨, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图52: 山达克铜金矿营业收入 (单位: 亿元)

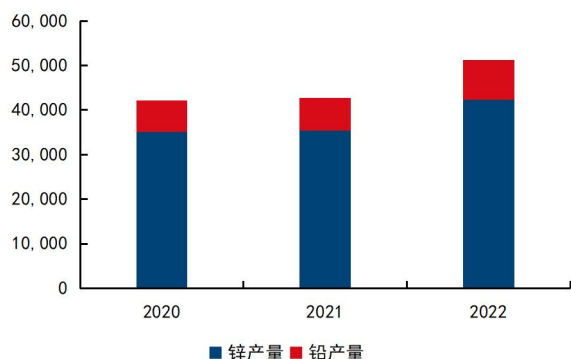


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 巴基斯坦杜达铅锌矿项目

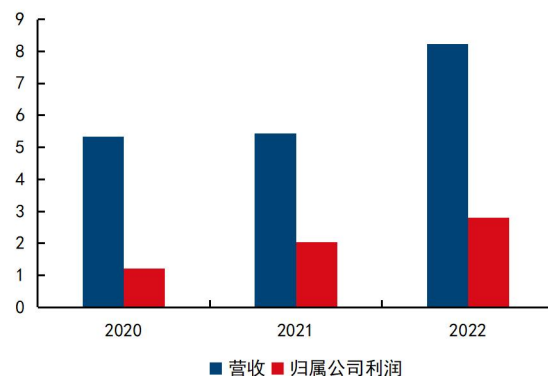
杜达铅锌矿山位于巴基斯坦俾路支省拉斯贝拉地区, 公司间接持有项目 40.8 的股权, 杜达铅锌矿资源量 (JORC 标准) 共约 1448 万吨, 锌平均品位 9.9%, 铅平均品位 3.4%。2022 年项目采出矿量 51.3 万吨, 累计生产的锌精矿中锌含量 42349 吨、铅精矿中铅含量 8886 吨, 同比分别增长 20%、22%。项目全年实现营业收入 8.23 亿元, 同比增长 51.5%, 实现归属中方净利润 2.81 亿元, 同比增长 38.2%。

图53: 杜达铅锌矿资源产量变化 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图54: 杜达铅锌矿营收和净利润变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 洛阳中硅多晶硅项目

立足中硅高科技研发平台, 收入业绩高增长。洛阳中硅多晶硅项目主要依托于洛阳中硅高科技有限公司 (简称“中硅高科”), 中国中冶间接持有其 67.84% 股权, 公司主要生产、研发、销售高纯多晶硅、高纯四氯化硅及电子气体等硅基材料, 并提供技术服务, 已开发多种高端硅基材料新产品, 成功应用于集成电路和光通信企业。2023 年公司开启转型升级攻坚期, 进行了园区的整体搬迁, 业务重点由光伏多晶硅转向电子级多晶硅和电子特气。2022 年, 项目实现销售收入 17.89 亿元, 同比增长 104%, 其中硅基材料新产品销售收入突破 2.9 亿元, 同比增长 164%, 实现净利润 4.22 亿元, 同比增长 269%。

转型升级项目即将投产, 前景广阔。中硅高科正在实施电子信息材料转型升级项

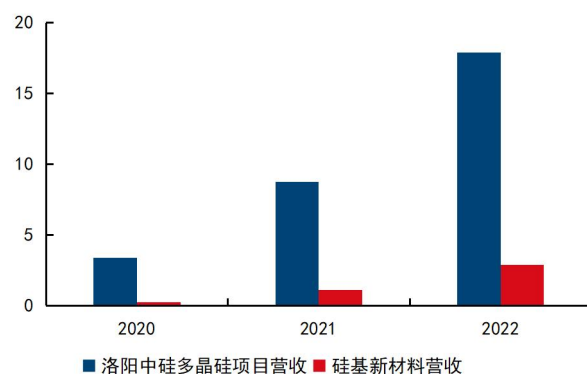
目，项目分两期建设：一期建设区熔级多晶硅 300t/a、VAD 四氯化硅 6000t/a，以及 PCVD 级四氯化硅、电子级四氯化硅、三氯氢硅、二氯二氢硅、原料级和电子级六氯乙硅烷、正硅酸乙酯等多种半导体电子材料，预计 2023 年一季度竣工投产；二期项目采用分批建设的方式，锚定已取得突破的新产品，扩大高纯多晶硅生产规模，并新建电子特气、前驱体材料等 10 类新产品，计划于 2023 年开工建设。

图55：中硅高科发展历程



资料来源：中硅高科官网，国信证券经济研究所整理

图56：洛阳中硅项目营收及其中硅基新材料营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

完成新铜矿收购，中亚矿产开发值得期待

收购巴基斯坦锡亚迪克铜矿，项目储量充足。2022 年公司完成了俾路支省锡亚迪克铜矿项目 3 个采矿权的收购，已完成核心区域详查面积约 6 平方公里，约占矿权总面积 17.4 平方公里的 35%。根据阶段性钻探成果估算，该项目铜矿石资源 10.14 亿吨，铜金属量 327.87 万吨，铜平均品位 0.32%。新铜矿与山达克铜矿的品位、地质结构、地貌情况相近，预计建设开发到出矿满产周期较短，满产后产能每年可达到 6-7 万吨。

积极推进艾娜克铜矿项目取得进展。阿富汗艾娜克铜矿是世界上已探明但尚未被开发的特大型铜矿床之一，该矿资源总量为矿石量 7.05 亿吨，平均含铜 1.56%，含铜金属量 1100 多万吨。2007 年公司与江西铜业组成联合体中标艾娜克铜矿开采权，项目于 2009 年开工，但由于搬迁补偿、文物保护、政治稳定等因素影响，项目多次被迫停工。2021 年阿富汗塔利班政府上台后，表达了与中国重启合作的意愿，公司也与阿富汗现政府展开持续谈判，有望在未来取得进展。

全球铜消费缓慢提升，新能源提供增量需求。2022 年全球精炼铜消费量达到 2599 万吨，同比增长 3.8%，中国精炼铜消费量 1351 万吨，同比下降 2.7%，占全球消费量的 52%。英国商品研究机构 CRU 预测，到 2030 年，全球铜需求将每年增长 2.1%，达到 2850 万吨。铜可广泛运用于新能源电机、电缆、电池、充电桩等领域，CRU 预测到 2040 年，来自绿色能源的铜使用量预计将占总消费量的 20%，高于 2015 年的 2%。

图57: 全球精炼铜消费量及增速 (单位: 万吨, %)



资料来源: iFinD, 智利国家铜业委员会, 国信证券经济研究所整理

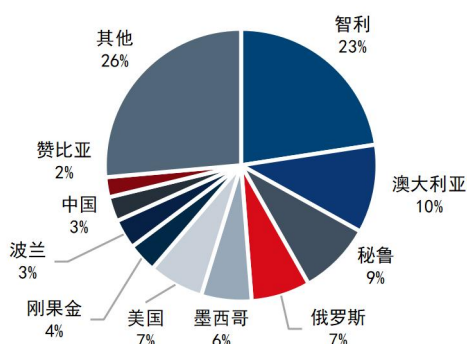
图58: 中国精炼铜消费量及增速 (单位: 万吨, %)



资料来源: iFinD, 智利国家铜业委员会, 国信证券经济研究所整理

全球铜矿品位趋势性降低, 铜价中枢长期上行。全球铜矿资源主要分布在南美洲的智利、秘鲁和澳洲等地区。随着铜资源的开采, 剩余资源的稀缺性逐渐增强, 铜矿石品位下降制约铜矿产量, 1990 年至今, 全球铜矿山平均品位由 1.6% 下降到 1% 左右。作为全球最大铜矿生产国, 智利的矿山老龄化趋势尤为突出, 铜矿品位持续下降。未来全球铜资源供给均会有一定压力, 预计铜价长期将呈现上升趋势。

图59: 全球铜矿储量结构 (单位: %)



资料来源: 美国地质调查局, 国信证券经济研究所整理

图60: 智利国家铜业平均矿石品位 (单位: %)



资料来源: 智利国家铜业, 国信证券经济研究所整理

中亚地区铜矿资源丰富, “一带一路” 央企优势显现。中亚地区铜矿探明总储量约 1100 万吨, 约占世界总储量的 1.5%, 诸如铅、锌、钨、铀等资源储量位居世界前列。2022 年 6 月, “中国+中亚五国” 外长第三次会晤上各方一致同意建立 “中国+中亚五国” 元首会晤机制, 2023 年 5 月首届 “中国+中亚五国” 峰会召开, 中国与中亚国家合作将进一步深化。中冶作为深入参与 “一带一路” 建设的央企, 预计将拥有更多机会参与海外矿产资源项目的开发, 公司资源开发业务有望实现持续增长。

盈利预测

营业收入预测

1) 工程承包业务：公司作为全球冶金工程龙头，智能化、绿色化冶金工程技术优势凸显，在冶金工程领域竞争优势有望持续释放。在非钢工程领域，公司全产业链资源整合优势，在特色产业园区、主题公园、综合管廊、海绵城市等多个领域拥有差异化竞争优势，中冶品牌影响力有望进一步增强。我们预计该业务板块 2023-2025 年收入分别为 **6195.7/7166.5/8278.9 亿元**。

核心假设：

1. 公司冶金工程业务在国内外市场拥有较强的竞争力，新签合同额稳步增长，技改项目增加，合同周期缩短，毛利率提升，合同转化率持续提升。
2. 公司非钢工程业务差异化优势将逐步显现，在部分细分领域品牌影响力加快提升，新签合同额快速增长，毛利率企稳回升。

表2: 工程承包业务营收及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
冶金（亿元）	1152.6	1296.5	1494.7	1715.9	1992.2
房建（亿元）	2282.2	2874.8	3031.8	3287.7	3844.1
基建（亿元）	883.4	1053.4	1048.9	1269.8	1460.2
其他（亿元）	304.7	279.6	620.2	893.1	982.4
合计（亿元）	4622.9	5504.4	6195.7	7166.5	8278.9
毛利率	9.2%	9.0%	9.4%	9.6%	9.7%
新签合同额（亿元）	11210.0	12600.6	14504.4	16674.1	18879.3
合同转化率	41.24%	43.68%	42.72%	42.98%	43.85%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

2) 房地产开发业务：公司房地产开发业务受外部环境影响较大，总体发展战略以“稳”为主，走高端路线，销售有望缓慢回升，预计收入将保持平稳增长。我们预计该业务板块 2023-2025 年收入分别为 **121.0/139.2/153.1 亿元**。

核心假设：

1. 公司房地产销售企稳回升，但地产开发周转放缓，销售结转周期拉长。
2. 地产行业缓慢复苏，房价企稳后保持低速增长，公司地产毛利率逐渐回归正常水平。

表3: 房地产开发业务营收及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售面积（万㎡）	68.4	48.0	121.0	139.2	153.1
销售均价（元/㎡）	23874	19433	25983	28243	28243
销售额（亿元）	163.3	93.3	314.4	393.0	432.3
营业收入（亿元）	214.2	227.3	249.5	208.8	202.2
毛利率	23.5%	11.0%	15.4%	17.9%	19.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

3) 装备制造业务：冶金设备制造收入与公司冶金订单相关性强，钢结构收入与公司房建业务订单相关性较强，预计保持稳定增长。我们预计该业务板块 2023-2025 年收入分别为 **135.3/153.1/173.4 亿元**。

4) **资源开发业务**: 公司资源开发业务板块快速成长, 未来有望实现稳步扩产, 业绩贡献度持续提升。我们预计该业务板块 2022-2024 年收入分别为 91.7/99.7/126.3 亿元。

核心假设:

1. 为了简化预测, 假设公司旗下各矿山项目持续贯彻“以销定产、快挖快卖”, 矿山产量与销量相等, 销售价格近似为全年平均价格。
2. 由于价格波动实际营业收入会低于粗略测算的销售额, 假设镍钴矿和铅锌矿实现的营收与销售额的系数为 65%。
3. 假设未来有色矿产价格保持平稳, 由于供给首先, 铜价将有所上涨。
4. 假设洛阳中硅项目未来 3 年营收增长率为 20%。

表4: 资源开发业务营收及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
瑞木镍钴矿 (万元)	392231	474600	509206	505120	505120
镍产量(吨)	31594	34302	35000	35000	35000
钴产量(吨)	2955	2987	3200	3200	3200
镍价格(元/吨)	139141	199928	197609	197609	197609
钴价格(元/吨)	374669	426568	286757	267114	267114
山达克铜金矿 (万元)	133902	150800	122458	163278	168000
铜产量(吨)	18806	16346	18000	24000	24000
铜价格(元/吨)	68655	67410	68032	68032	70000
杜达铅锌矿 (万元)	54309	82300	70620	70620	70620
锌产量(吨)	35391	42349	42349	42349	42349
铅产量(吨)	7277	8886	8886	8886	8886
锌价格(元/吨)	22973	25177	22460	22460	22460
铅价格(元/吨)	15366	15232	15227	15227	15227
锡亚迪克铜矿 (万元)	-	-	-	-	210000
铜产量(吨)	-	-	-	-	30000
铜价格(元/吨)	68655	67410	68032	68032	70000
洛阳中硅多晶硅 (万元)	87600	178900	214680	257616	309139
合计 (亿元)	66.7	88.7	91.7	99.7	126.3
毛利率	42.7%	36.3%	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

未来三年, 预测公司营业收入分别为 6672.2/7628.1/8780.8 亿元, 同比增长 12.58%/14.33%/15.11%, 毛利率分别为 10.1%/10.2%/10.7%。

表5: 公司总营业收入和毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工程承包	4622.9	5504.4	6195.7	7166.5	8278.9
房地产开发	214.2	227.3	249.5	208.8	202.2
装备制造	116.2	123.2	135.3	153.1	173.4
资源开发	66.7	88.7	91.7	99.7	126.3
总营业收入	5005.7	5926.7	6672.2	7628.1	8780.8
营收增速	25.11%	18.40%	12.58%	14.33%	15.11%
毛利率	10.6%	9.6%	10.1%	10.2%	10.4%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表6: 公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	18.15%	25.11%	18.40%	12.58%	14.33%	15.11%	13.22%	5.00%
营业成本/营业收入	88.65%	89.38%	90.36%	89.90%	89.80%	89.60%	89.60%	89.56%
管理费用/营业收入	2.62%	2.06%	1.75%	2.00%	1.99%	1.98%	1.97%	1.96%
研发费用/营业收入	3.08%	3.18%	3.16%	3.20%	3.30%	3.40%	3.50%	3.60%
销售费用/销售收入	0.61%	0.55%	0.49%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%
营业税及附加/营业收入	0.49%	0.50%	0.32%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	21.27%	17.16%	16.01%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
股利分配比率	19.77%	19.30%	16.74%	20.00%	20.15%	20.30%	20.45%	20.60%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件,我们得到公司 2023-2025 年的营收分别为 6672/7628/8781 亿元,归母净利润分别为 106.9/124.8/152.7 亿元。

表7: 未来三年盈利预测表(单位:百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	500572	592669	667216	762812	878077
营业成本	447435	535517	599827	685005	786757
销售费用	2743	2883	3736	4272	4917
管理费用	10922	11274	13895	15717	17909
研发费用	15901	18733	21351	25173	29855
财务费用	1055	941	1954	2149	2085
营业利润	14162	15385	16833	19605	23986
利润总额	14012	15392	16762	19573	23954
归属于母公司净利润	8375	10272	10686	12478	15271
EPS	0.40	0.50	0.52	0.60	0.74
ROE	7.79%	8.48%	8.24%	8.94%	10.06%

资料来源:Choice, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间，绝对估值法估算当前合理价格为 5.05–6.58 元，相对估值法估算当前合理价格为 3.44–5.19 元。两种估值方法的估值中枢基本吻合，综合比较确定目标价区间为 5.05–5.19 元，较当前有 27%–30% 空间。

绝对估值：每股价值 5.05–6.58 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表8：资本成本假设（截至 2023 年 3 月 6 日）

无杠杆 Beta	1.2	T	19.00%
无风险利率	3.00%	Ka	11.40%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	2.29
公司股价（元）	3.97	Ke	19.03%
发行在外股数（百万）	20724	E/(D+E)	47.13%
股票市值（E，百万元）	82273	D/(D+E)	52.87%
债务总额（D，百万元）	92290	WACC	11.11%
Kd	5.00%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：Choice，国信证券经济研究所假设

考虑到冶金与基础建设行业均已进入发展成熟期，预期未来行业增速较低，但公司资源开发类业务运营类业务空间仍然广阔，故假设永续增长率为 2.0%。我们采用 FCFE 现金流折算法对公司进行估值，据此估算出公司股票价值为 1174 亿元，折合每股价值 5.66 元，较当前股价有 43% 的空间。

表9：FCFE 现金流折算法估值表（单位：百万元）

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	25,070	28,831	34,248	37,964	39,378	40,836	42,339	43,887	45,482	47,124	
所得税税率	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT*(1-所得税税率)	20,307	23,353	27,741	30,751	31,896	33,077	34,295	35,549	36,840	38,170	
折旧与摊销	3,203	3,381	3,512	3,627	3,739	3,852	3,971	4,096	4,228	4,370	
营运资金的净变动	(24,384)	(13,001)	(11,053)	(8,828)	(9,188)	(9,629)	(10,087)	(10,566)	(11,066)	(11,591)	
资本性投资	(1,342)	(1,458)	(1,634)	(1,891)	(2,005)	(2,125)	(2,252)	(2,387)	(2,530)	(2,682)	
FCFF	(2,216)	12,275	18,567	23,658	24,442	25,176	25,926	26,691	27,472	28,268	
(利息费用-利息收入)*(1-t)	(1,583)	(1,740)	(1,689)	(1,530)	(1,311)	(1,082)	(842)	(595)	(342)	(81)	
长期贷款的增加/(减少)	3,538	3,362	3,230	3,119	1,983	2,102	2,229	2,362	2,504	2,654	
循环贷款的增加(减少)	7,432	(2,947)	(1,750)	891	343	345	347	349	351	353	
FCFE	7,172	10,949	18,358	26,138	25,457	26,541	27,659	28,808	29,986	31,194	186,809
PV(FCFE)	6,025	7,728	10,885	13,020	10,653	9,331	8,169	7,148	6,251	5,463	32,715
股票价值											117,387
每股价值											5.66

资料来源：Choice，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析：当永续增长率和折现率同时变化时，公司绝对估值相对此两因素变化，得出公司绝对估值的股价区间在 5.05–6.58 元。

表10: 绝对估值折现率和永续增长率的敏感性分析

有杠杆的股权资本成本						
	18.0%	18.5%	19.03%	19.5%	20.0%	
永续增长率	5.0%	6.58	6.31	6.06	5.82	5.61
	4.0%	6.40	6.14	5.91	5.69	5.49
	3.0%	6.24	6.00	5.78	5.57	5.38
	2.0%	6.09	5.87	5.66	5.47	5.28
	1.0%	5.97	5.76	5.56	5.38	5.20
	0.0%	5.86	5.66	5.47	5.29	5.12
	-1.0%	5.76	5.57	5.39	5.22	5.05

资料来源: Choice, 国信证券经济研究所预测

相对估值：每股价值为 3.44-5.19 元

公司业务设计领域广，因此我们在不同领域选取不同的可比公司：在工程承包领域选择中国中铁、中国铁建、中国化学；在房地产开发领域选择金地集团、保利发展、城建发展；在装备制造领域选择中铁工业、铁建重工、鸿路钢构；在资源开发领域选择江西铜业、华友钴业、铜陵有色。

表11: 可比公司估值情况

公司简称	收盘价	市值（亿元）	EPS		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
工程承包						
中国中铁	7.79	1798	1.43	1.61	5.4	4.8
中国铁建	10.06	1268	2.19	2.43	4.6	4.1
中国化学	8.58	524	1.08	1.28	7.9	6.7
平均					6.0	5.2
房地产开发						
金地集团	7.49	338	1.46	1.49	5.1	5.0
保利发展	13.52	1618	1.79	2.02	7.5	6.7
城建发展	5.12	116	0.43	0.56	11.9	9.1
平均					8.2	7.0
装备制造						
中铁工业	9.87	219	0.96	1.07	10.3	9.2
铁建重工	5.25	280	0.45	0.55	11.6	9.6
鸿路钢构	27.70	191	2.20	2.66	12.6	10.4
平均					11.5	9.7
资源开发						
江西铜业	18.97	547	1.73	1.91	11.0	9.9
华友钴业	49.10	785	4.60	6.22	10.7	7.9
铜陵有色	2.94	309	0.31	0.37	9.3	7.9
平均					10.3	8.6
中国中冶	3.97	759	0.52	0.60	7.7	6.6

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

预测公司工程承包/房地产开发/装备制造/资源开发业务 2023 年实现净利润 79.1/4.5/2.0/21.3 亿元，参考以上可比公司估值水平确定估值上下限，确定公司合理估值区间为 713-1075 亿元，对应股价 3.44-5.19 元。

表12: 分部估值情况

分部估值	2023E 归母净利	PE 下限	PE 上限	估值下限	估值上限
工程承包	79.1	6	9	474	712
房地产开发	4.5	6	13	27	59
装备制造	2.0	10	14	20	27
资源开发	21.3	9	13	192	277
合计	106.86	6.67	10.06	713	1075

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

投资建议

公司作为冶金建设龙头企业，积极拓展非钢业务，结合工程技术优势，在多领域打造差异化竞争力，旗下矿产资源开发业务盈利能力较强，进一步扩产潜力充足。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润 107/125/153 亿元，每股收益 0.52/0.60/0.74 元，对应当前股价 PE 为 7.7/6.6/5.4X。综合绝对估值和相对估值，确定公司合理估值区间 5.02-5.19 元，较当前股价有 27%-30%空间，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，综合确定公司的合理估值在 5.02-5.19 元之间，但该估值建立在相关假设前提基础上的，特别是加权平均资本成本（WACC）的计算、可比公司估值参数的选定，都融入了很多主观判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体表现在：

1. 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在没有完全评估风险溢价对该等参数取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
2. 我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2%，可能因公司所处行业未来 10 年后充分饱和，出现负增长的情况，从而导致公司估值高估的风险；
3. 相对估值方面，我们选取了来自工程承包、房地产开发、装备制造、资源开发四个行业的 12 家公司作为可比公司，参考以上可比公司的平均估值水平确定估值上下限，确定公司合理市盈率为 6.67-10.06x，但可比公司业务结构与公司并不完全相同，采用平均市盈率可能存在估值偏差的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的盈利预测建立在较多假设前提的基础上，包括：

1. 营业收入增长率：我们假设公司未来三年营业收入增速 12.58%/14.33%/15.11%，可能存在对公司项目回报率、结算进度偏乐观，进而高估未来三年业绩的风险；
2. 营业成本的确认基于未来几年工程行业营商环境改善、房地产行业缓慢复苏等基本假设，若未来宏观经济持续下行，房地产行业风险持续释放，可能存在营业成本升高的风险；
3. 管理费用、研发费用、销售费用、营业税及附加、所得税税率等的假设基本参考过去几年的水平确定，存在估算偏差的风险。

宏观经济波动风险

宏观经济下行的风险。在全球经济进入衰退周期的情况下，宏观经济景气度可能进一步下滑，存在市场需求收缩，工程进度被迫延期，应收账款账期拉长的风险，从而对公司业绩产生负面影响。

建筑行业竞争加剧的风险。建筑行业进入门槛较低，竞争相对激烈，未来公司所处行业的市场竞争可能进一步加剧，可能面临经营业绩和市场份额下降的风险。

经营风险

国际经营风险。公司海外工程和海外资源开发营收占比较高，在海外经营过程中可能面临境外经营风险。受国际政治形势、外交政策变化、政府行政干预等因素的影响，公司可能面临境外施工项目不能正常进行，矿山资源无法开发，投资无法收回，项目亏损等风险。

安全和环保风险。建筑工程行业属于安全事故风险较高的行业，建筑施工作业环

境相对恶劣，矿山生产环境复杂，造成安全环保事故的因素具有不可预见性，存在由于操作不当、设备检修不及时、极端天气等因素导致的重大安全事故的风险，如若发生，可能对公司项目进度、公司品牌信誉、经营业绩造成不良影响。

工程原材料价格波动的风险。公司经营生产所使用的主要原材料包括建筑施工业务的水泥、钢材、沥青等，原材料短期价格波动会对公司经营业绩产生一定影响。

海外新增矿产项目开发不及预期的风险。2022 年公司完成了俾路支省锡亚迪克铜矿项目 3 个采矿权的收购，同时积极推进阿富汗艾娜克铜矿项目。海外矿产资源储备项目的储量、开发难度、开发成本均存在较大不确定性，艾娜克铜矿项目能否顺利复工亦存在较大不确定性，我们预期 2025 年锡亚迪克铜矿出产 3 万吨铜，可能存在开发进度不及预期的风险

矿产资源价格波动的风险。公司资源开发业务受矿产资源市场行情影响较大，锌、铅、铜等金属作为大宗商品原材料，价格波动受宏观经济形势、国内外风险事件等因素影响，存在较大不确定性，资源价格急涨急跌容易造成公司资源开发业务业绩波动大。

财务风险

应收账款风险：公司长期应收账款规模较大，如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户财务发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	41824	45485	46630	47966	55137	营业收入	500572	592669	667216	762812	878077
应收款项	154493	146485	182799	208572	239607	营业成本	447435	535517	599827	685005	786757
存货净额	61848	79949	91758	106697	120431	营业税金及附加	2516	1871	3336	3814	4390
其他流动资产	151909	161391	180815	206722	237959	销售费用	2743	2883	3736	4272	4917
流动资产合计	412316	438206	504881	573295	656839	管理费用	10922	11274	13895	15717	17909
固定资产	29497	29488	22935	20223	17558	研发费用	15901	18733	21351	25173	29855
无形资产及其他	20878	22026	21476	20939	20415	财务费用	1055	941	1954	2149	2085
投资性房地产	50451	63800	66990	70340	73857	投资收益	(1793)	(1523)	(1715)	(1960)	(2257)
长期股权投资	30329	31864	33463	35139	36899	资产减值及公允价值变动	(1446)	(1677)	(1562)	(1640)	(1722)
资产总计	543470	585384	649744	719935	805567	其他收入	(18499)	(21598)	(24358)	(28650)	(34053)
短期借款及交易性金融负债	44041	51179	58611	55664	53914	营业利润	14162	15385	16833	19605	23986
应付款项	192882	224347	253989	293896	341994	营业外净收支	(150)	7	(72)	(32)	(32)
其他流动负债	121967	110319	123518	141085	162092	利润总额	14012	15392	16762	19573	23954
流动负债合计	358890	385845	436119	490646	558000	所得税费用	2405	2465	3185	3719	4551
长期借款及应付债券	25553	30141	33679	37040	40270	少数股东损益	3232	2655	2891	3376	4132
其他长期负债	7640	7490	7321	7127	6905	归属于母公司净利润	8375	10272	10686	12478	15271
长期负债合计	33193	37631	40999	44168	47175	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	392082	423475	477118	534814	605176	净利润	8375	10272	10686	12478	15271
少数股东权益	43893	40801	42969	45502	48601	资产减值准备	1659	(5339)	3681	(314)	(412)
股东权益	107495	121108	129657	139620	151791	折旧摊销	3457	897	3203	3381	3512
负债和股东权益总计	543470	585384	649744	719935	805567	公允价值变动损失	1446	1677	1562	1640	1722
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	1055	941	1954	2149	2085
每股收益	0.40	0.50	0.52	0.60	0.74	营运资本变动	(6151)	(18597)	(24384)	(13001)	(11053)
每股红利	0.08	0.08	0.10	0.12	0.15	其它	949	7550	(1513)	2847	3511
每股净资产	5.19	5.84	6.26	6.74	7.32	经营活动现金流	9736	(3539)	(6765)	7029	12551
ROIC	9.06%	9.51%	9%	9%	11%	资本开支	(2953)	7025	(1342)	(1458)	(1634)
ROE	7.79%	8.48%	8.24%	8.94%	10.06%	其它投资现金流	(742)	(2655)	2017	(460)	(366)
毛利率	11%	10%	10%	10%	10%	投资活动现金流	(8347)	2835	(924)	(3593)	(3760)
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	权益性融资	215	5414	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	(299)	3508	3538	3362	3230
收入增长	25%	18%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(1616)	(1720)	(2137)	(2514)	(3100)
净利润增长率	7%	23%	4%	17%	22%	其它融资现金流	(9046)	(4625)	7432	(2947)	(1750)
资产负债率	80%	79%	80%	81%	81%	融资活动现金流	(12661)	4365	8833	(2100)	(1620)
股息率	2.0%	2.1%	2.6%	3.1%	3.8%	现金净变动	(11271)	3661	1144	1336	7172
P/E	9.8	8.0	7.7	6.6	5.4	货币资金的期初余额	53096	41824	45485	46630	47966
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	货币资金的期末余额	41824	45485	46630	47966	55137
EV/EBITDA	19.4	21.7	19.8	19.2	18.2	企业自由现金流	11795	8132	(2216)	12275	18567
						权益自由现金流	2450	3807	7172	10949	18358

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