

中国中冶 (601618.SH)

海外新签取得突破，经营性现金流承压

买入

核心观点

营收增长 15.7%，归母净利增长 22.9%。2023 年上半年公司实现营业收入 3344.6 亿元，同比+15.7%，实现归母净利润 72.2 亿元，同比+22.9%。2023H1 公司整体毛利率为 9.27%，较上年同期下滑 0.07pct，主要系金属价格下跌，资源开发业务毛利率下降较多所致，而受益于订单质量稳步提升，工程承包毛利率为 8.80%，较上年同期上升 0.25pct。

新签合同快速增长，海外新签取得突破。2023 年上半年，公司实现新签合同额 7218.9 亿元，同比+11.6%。公司大合同占比维持在高位，5000 万以上工程承包合同占比达到 97.1%，单二季度新签合同额 3960.8 亿元，同比+20.8%。上半年公司海外新签实现快速增长，新签海外工程合同额为 216.2 亿元，同比增长 31.3%，成功签约孟加拉国安瓦尔综合钢厂有限公司 160 万吨联合钢厂项目，合同额 67.2 亿元，冶金建设龙头优势进一步巩固。

金属资源价格下行，矿产开发业务盈利能力短期承压。2023 年上半年，公司资源开发业务实现营业收入 42.8 亿元，同比+19.2%，受金属资源价格下行影响，资源开发毛利率为 34.5%，较上年同期下滑 11.8pct。公司旗下矿产项目产销量水平与去年基本齐平，巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目收到“一带一路”国别补贴，弥补了部分产品市场价格下跌的影响。

应收款规模增长较快，经营性现金流承压。2023 上半年末公司应收账款规模 1172.6 亿元，较上年同期增加 202.6 亿元，合同资产 1398.0 亿元，较上年同期增加 219.6 亿元。上半年经营性现金流净流出 145.2 亿元，较上年同期多流出 146.8 亿元。受地方财政压力增大影响，应收项目规模增长较快，现金流承压。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。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。考虑到公司上半年营收业绩增长较快而回款周转速度放缓，我们对后续收入增速和减值损失规模假设进行了小幅调整，预测公司 2023-2025 年归母净利润 120.7/137.7/160.4 亿元，对应当前股价 PE 为 6.3/5.5/4.8X。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。

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	742,796	825,324
(+/-%)	25.1%	18.4%	12.6%	11.3%	11.1%
净利润(百万元)	8375	10272	12066	13772	16037
(+/-%)	6.5%	22.7%	17.5%	14.1%	16.4%
每股收益(元)	0.40	0.50	0.58	0.66	0.77
EBIT Margin	4.2%	3.8%	4.0%	4.0%	4.1%
净资产收益率(ROE)	7.8%	8.5%	9.2%	9.7%	10.4%
市盈率(PE)	9.1	7.4	6.3	5.5	4.8
EV/EBITDA	19.1	21.5	18.5	18.0	17.4
市净率(PB)	0.71	0.63	0.58	0.54	0.49

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

zhujiqi@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 - 5.50 元
收盘价	3.68 元
总市值/流通市值	76263/76263 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	252.34 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

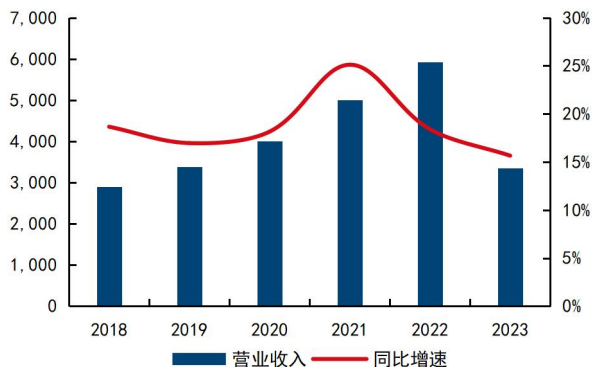
《中国中冶(601618.SH)-冶金建设龙头，矿产资源开发潜力足》——2023-06-06

《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

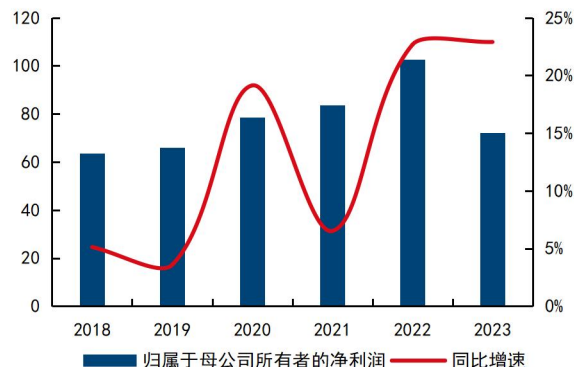
营收增长 15.7%，归母净利增长 22.9%。2023 年上半年公司实现营业收入 3344.6 亿元，同比+15.7%，实现归母净利润 72.2 亿元，同比+22.9%。2023H1 公司整体毛利率为 9.27%，较上年同期下滑 0.07pct，主要系金属价格下跌，资源开发业务毛利率下降较多所致，而受益于订单质量稳步提升，工程承包毛利率为 8.80%，较上年同期上升 0.25pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

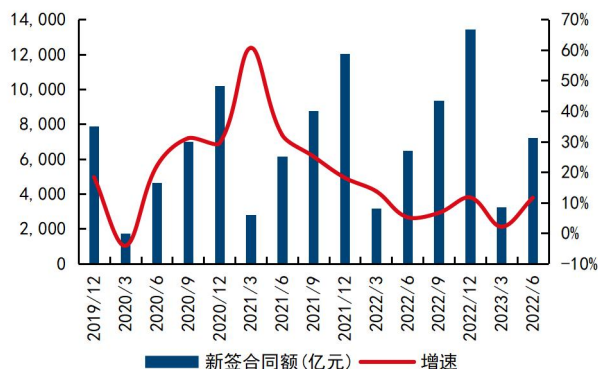
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

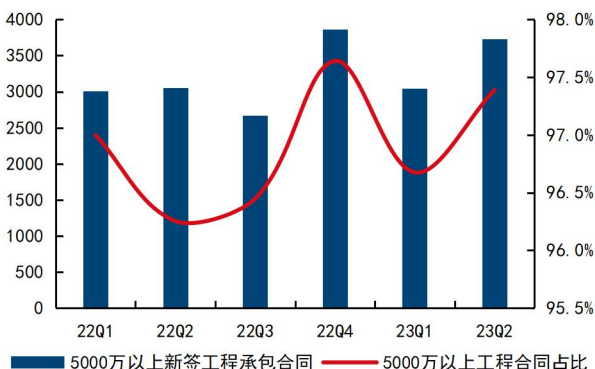
新签合同快速增长，海外新签取得突破。2023 年上半年，公司实现新签合同额 7218.9 亿元，同比+11.6%。公司大合同占比维持在高位，5000 万以上工程承包合同占比达到 97.1%，单二季度新签合同额 3960.8 亿元，同比+20.8%。上半年公司海外新签实现快速增长，新签海外工程合同额为 216.2 亿元，同比增长 31.3%，成功签约孟加拉国安瓦尔综合钢厂有限公司 160 万吨联合钢厂项目，合同额 67.2 亿元，冶金建设龙头优势进一步巩固。

图3：公司新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

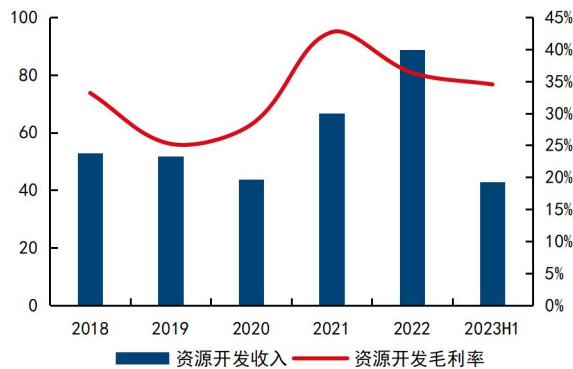
图4：公司 5000 万以上工程合同额及占比（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

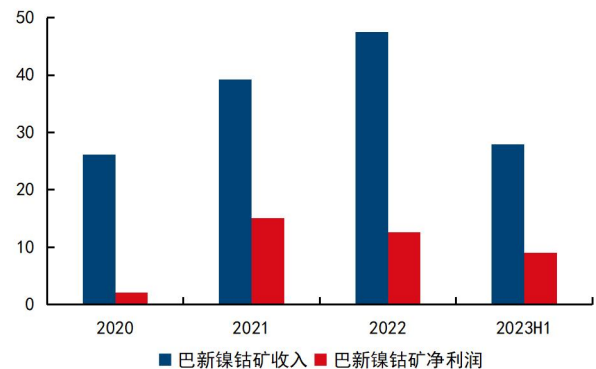
金属资源价格下行，矿产开发业务盈利能力短期承压。2023 年上半年，公司资源开发业务实现营业收入 42.8 亿元，同比+19.2%，受金属资源价格下行影响，资源开发毛利率为 34.5%，较上年同期下滑 11.8pct。公司旗下矿产项目产销量水平与去年基本齐平，巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目收到“一带一路”国别补贴，弥补了部分产品市场价格下跌的影响。

图5: 公司资源开发业务收入及毛利率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

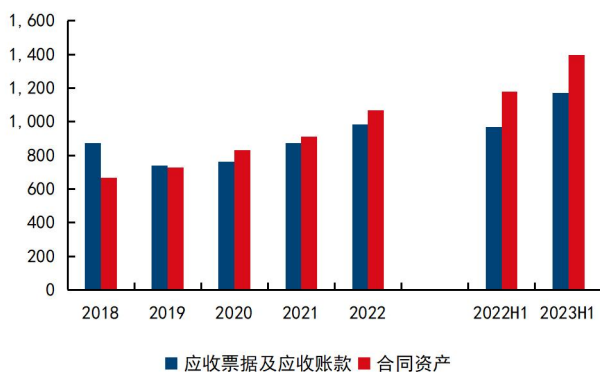
图6: 公司旗下巴新镍钴矿收入及净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

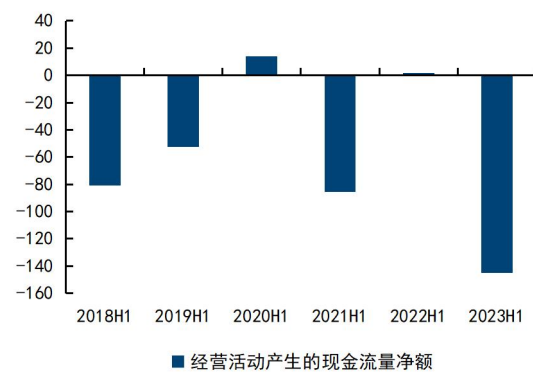
应收款规模增长较快, 经营性现金流承压。2023 上半年末公司应收账款规模 1172.6 亿元, 较上年同期增加 202.6 亿元, 合同资产 1398.0 亿元, 较上年同期增加 219.6 亿元。上半年经营性现金流净流出 145.2 亿元, 较上年同期多流出 146.8 亿元。受地方财政压力增大影响, 应收项目规模增长较快, 现金流承压。

图7: 公司应收款和合同资产规模变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 调整盈利预测, 维持“买入”评级。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。考虑到公司上半年营收业绩增长较快而回款周转速度放缓, 我们对后续收入增速和减值损失规模假设进行了小幅调整, 预测公司 2023-2025 年归母净利润 120.7/137.7/160.4 亿元, 对应当前股价 PE 为 6.3/5.5/4.8X。维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值

公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
中国中铁	6.86	1,570	1.43	1.59	4.79	4.31
中国铁建	8.89	1,117	2.08	2.24	4.27	3.97
中国化学	7.79	476	1.15	1.26	6.77	6.18
中国中冶	3.68	702	0.58	0.66	6.34	5.58

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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	45485	51485	65875	营业收入	500572	592669	667216	742796	825324
应收款项	154493	146485	182799	203099	225212	营业成本	447435	535517	603430	671636	745681
存货净额	61848	79949	92309	104602	114114	营业税金及附加	2516	1871	3336	3714	4127
其他流动资产	151909	161391	180815	201298	223663	销售费用	2743	2883	3470	3863	4292
流动资产合计	412316	438206	504287	563822	632568	管理费用	10922	11274	11693	12867	14141
固定资产	29497	29488	22935	20201	17472	研发费用	15901	18733	18682	20798	23109
无形资产及其他	20878	22026	21476	20939	20415	财务费用	1055	941	1464	1524	1232
投资性房地产	50451	63800	66990	70340	73857	投资收益	(1793)	(1523)	(1715)	(1909)	(2121)
长期股权投资	30329	31864	33463	35123	36844	资产减值及公允价值变动	(1446)	(1677)	(1562)	(1640)	(1722)
资产总计	543470	585384	649151	710424	781156	其他收入	(18499)	(21598)	(21840)	(24341)	(27208)
短期借款及交易性金融负债	44041	51179	54920	52720	53452	营业利润	14162	15385	18706	21302	24800
应付款项	192882	224347	255513	288125	324056	营业外净收支	(150)	7	(72)	(32)	(32)
其他流动负债	121967	110319	123745	137740	152946	利润总额	14012	15392	18635	21270	24768
流动负债合计	358890	385845	434179	478585	530455	所得税费用	2405	2465	3354	3829	4458
长期借款及应付债券	25553	30141	33679	36985	40070	少数股东损益	3232	2655	3215	3669	4273
其他长期负债	7640	7490	7321	7132	6923	归属于母公司净利润	8375	10272	12066	13772	16037
长期负债合计	33193	37631	40999	44117	46994	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	392082	423475	475178	522703	577448	净利润	8375	10272	12066	13772	16037
少数股东权益	43893	40801	43212	45964	49168	资产减值准备	1659	(5339)	3681	(316)	(418)
股东权益	107495	121108	130761	141758	154540	折旧摊销	3457	897	3203	3380	3510
负债和股东权益总计	543470	585384	649151	710424	781156	公允价值变动损失	1446	1677	1562	1640	1722
						财务费用	1055	941	1464	1524	1232
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(6151)	(18597)	(23184)	(10322)	(6998)
每股收益	0.40	0.50	0.58	0.66	0.77	其它	949	7550	(1270)	3068	3622
每股红利	0.08	0.08	0.12	0.13	0.16	经营活动现金流	9736	(3539)	(3942)	11223	17476
每股净资产	5.19	5.84	6.31	6.84	7.46	资本开支	(2953)	7025	(1342)	(1434)	(1561)
ROIC	9.06%	9.51%	10%	10%	12%	其它投资现金流	(742)	(2655)	2017	(460)	(366)
ROE	7.79%	8.48%	9.23%	9.72%	10.38%	投资活动现金流	(8347)	2835	(924)	(3554)	(3648)
毛利率	11%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	215	5414	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	(299)	3508	3538	3306	3086
EBITDA Margin	5%	4%	4%	4%	5%	支付股利、利息	(1616)	(1720)	(2413)	(2775)	(3256)
收入增长	25%	18%	13%	11%	11%	其它融资现金流	(9046)	(4625)	3741	(2200)	732
净利润增长率	7%	23%	17%	14%	16%	融资活动现金流	(12661)	4365	4866	(1669)	562
资产负债率	80%	79%	80%	80%	80%	现金净变动	(11271)	3661	0	6000	14390
股息率	2.1%	2.3%	3.2%	3.6%	4.3%	货币资金的期初余额	53096	41824	45485	45485	51485
P/E	9.1	7.4	6.3	5.5	4.8	货币资金的期末余额	41824	45485	45485	51485	65875
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	企业自由现金流	11795	8132	493	16157	22810
EV/EBITDA	19.1	21.5	18.5	18.0	17.4	权益自由现金流	2450	3807	6572	16013	25617

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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