

2024年03月31日  
 中国中冶 (601618.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

**基建建设**

## 营收增长稳健，减值高增拖累归母业绩增速，矿产资源业务有望量价齐升

**事件：**公司发布 2023 年年度报告，2023 年实现营业总收入 6338.70 亿元，同比增加 6.95%；归母净利润 86.70 亿元，同比减少 15.63%；实现扣非后归母净利润 75.54 亿元，同比减少 21.90%；实现基本 EPS 0.33 元。拟按每 10 股派发现金红利 0.72 元（含税），现金分红比例为 17.21%（较上年提升 0.47pct）。

**全年营收增长稳健，Q4 营收同比下滑。**2023 年公司营业总收入实现同比正向增长，为 6338.70 亿元（yoy+6.95%）。分季度来看，公司 2023Q1-Q4 实现营收同比增速分别为+22.39%、+11.00%、+23.20%、-14.87%，Q4 营收同比下滑拖累全年营收增速。从业务结构来看，2023 年公司各主业分别实现营收及增速：工程承包业务 5854.82 亿元（yoy+9.33%）、资源开发业务 68.16 亿元（yoy-23.12%）、特色板块业务 319.80 亿元（yoy+0.16%）、综合地产业务 165.19 亿元（yoy-27.31%）。工程承包业务收入占比达到 91.24%（同比-0.64pct），为最主要收入来源，资源开发和综合地产业务拖累整体营收增速。从市场结构来看，2023 年境内业务实现营收 6075.18 亿元（yoy+6.65%），占比 95.84%（同比-0.27pct）；境外业务实现营收 263.52 亿元（yoy+14.48%），占比 4.16%（同比+0.27pct），境外业务营收增长较快。

**毛利率基本稳定，减值同比高增拖累业绩增速。**毛利率方面，2023 年公司实现综合毛利率 9.69%，同比+0.05pct。其中，工程承包和特色业务毛利率同比提升，分别为 9.09%（同比+0.25pct）、15.81%（同比+2.09pct），特色业务毛利率同比提升主要因公司加强成本费用管控；资源开发（30.99%，同比-5.36pct）毛利率同比下滑，主要系国际大宗价格影响；综合地产业务毛利率为 7.89%，同比-3.11pct。费用率方面，2023 年公司期间费用率为 5.72%（同比+0.01pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.01pct/+0.05pct/-0.05pct/持平。减值方面，2023 年公司资产及信用减值损失合计 89.49 亿元，同比高增 80.35%，拖累归母净利润增速（yoy-15.63%）。净利率及 ROE 方面，2023 年公司销售净利率为 1.80%（同比-0.38pct）；ROE（加权）为 7.23%（同比-3.24pct），主要系全球矿产资源需求下降影响。

**海外订单同比高增，矿产资源业务有望迎来量价齐升。**2023 年公司累计新签合同 14247.79 亿元，同比增长 6.04%，其中新签海外

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价

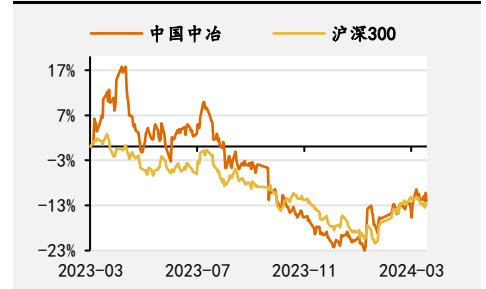
4.17 元

股价 (2024-03-29)

3.36 元

**交易数据**

总市值(百万元)	69,631.36
流通市值(百万元)	59,984.80
总股本(百万股)	20,723.62
流通股本(百万股)	17,852.62
12 个月价格区间	2.94/4.59 元

**股价表现**


资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.3	6.7	2.5
绝对收益	0.9	9.8	-9.2

**董文静**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

**陈依凡**

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070023

chenym4@essence.com.cn

**相关报告**

合同额 633.84 亿元，同比增长 43.72%，创历史新高。作为国家重点资源类企业之一，目前公司资源开发业务主要集中在镍、钴、铜、铅、锌等金属矿产资源领域，2023 年公司努力提升自身矿产资源的开发及运营水平，资源开发业务实现营收 68.18 亿元，毛利率远高于公司整体盈利水平，高达 30.99%，三座在产矿山合计实现归属中方净利润 12.14 亿元，矿产资源营业收入和归母净利润分别整体比重为 1.06%和 14%。此外，公司设计冶炼产能为 2 万吨粗铜的巴基斯坦山达克铜金矿于 2024 年 1 月 9 日投产，预计 2024 年公司实际采矿量将再在上台阶，叠加近期资源品价格上涨，公司矿产资源业务有望迎来量价齐升。

**投资建议：**作为“冶金建设国家队”，公司在深耕传统冶金工程主业基础上，积极布局基建房建市场，房建业务加速优化，基建业务持续扩大，同时布局资源开发业务，助力公司业绩增厚和估值提升。在海外市场，公司在“一带一路”共建国家市场持续发力，中标几内亚议会大厦项目，新签柬埔寨环海铂莱国际酒店等多个高端房建项目，海外影响力进一步提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 7024.20 亿元、7706.31 亿元和 8424.15 亿元，分别同比增长 10.81%、9.71%和 9.31%，归母净利润分别为 101.82 亿元、112.61 亿元和 124.48 亿元，分别同比增长 17.44%、10.60%和 10.53%，动态 PE 分别为 6.8、6.2、5.6 倍，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 4.17 元，对应 2024 年 PE 为 8.5 倍。

**风险提示：**基建投资不及预期，项目回款不及预期，海外项目推进不及预期，地方财政收紧，行业竞争加剧，原材料价格上涨，大宗商品价格波动。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	592,669.1	633,870.4	702,420.3	770,631.0	842,415.1
净利润	10,272.4	8,670.4	10,182.1	11,261.4	12,447.5
每股收益(元)	0.50	0.42	0.49	0.54	0.60
每股净资产(元)	5.84	7.02	5.09	5.58	6.14

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	6.8	8.0	6.8	6.2	5.6
市净率(倍)	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5
净利率	1.7%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
净资产收益率	8.5%	6.0%	9.6%	9.7%	9.8%
股息收益率	2.5%	0.0%	1.8%	1.6%	1.3%
ROIC	11.7%	11.1%	16.1%	14.2%	14.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	592,669.1	633,870.4	702,420.3	770,631.0	842,415.1	<b>成长性</b>				
减: 营业成本	535,516.9	572,456.8	634,172.9	695,673.9	760,196.8	营业收入增长率	18.4%	7.0%	10.8%	9.7%
营业税费	1,870.8	1,921.1	2,037.0	2,157.8	2,358.8	营业利润增长率	8.6%	-10.8%	17.8%	8.4%
销售费用	2,883.1	3,169.3	3,441.9	3,622.0	3,959.4	净利润增长率	22.7%	-15.6%	17.4%	10.6%
管理费用	11,274.0	12,360.3	13,627.0	14,873.2	16,258.6	EBITDA 增长率	10.8%	-10.4%	37.1%	13.2%
研发费用	18,732.6	19,730.4	21,775.0	23,812.5	26,114.9	EBIT 增长率	10.6%	-13.5%	48.7%	15.7%
财务费用	940.8	989.1	3,894.0	5,690.4	5,859.3	NOPLAT 增长率	8.8%	-11.1%	36.9%	15.9%
加: 资产/信用减值损失	-4,961.5	-8,949.1	-5,775.0	-5,774.4	-6,491.2	投资资本增长率	-6.1%	-5.9%	31.7%	6.3%
公允价值变动收益	-317.8	-314.2	58.4	19.8	-32.6	净资产增长率	6.9%	3.8%	-22.0%	10.3%
投资和汇兑收益	-1,523.2	-1,487.3	-1,601.3	-1,537.3	-1,542.0	<b>利润率</b>				
<b>营业利润</b>	15,384.9	13,715.8	16,154.6	17,509.4	19,601.5	毛利率	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%
加: 营业外净收支	7.2	48.9	-31.4	8.3	8.6	营业利润率	2.6%	2.2%	2.3%	2.3%
<b>利润总额</b>	15,392.1	13,764.8	16,123.2	17,517.6	19,610.1	净利润率	1.7%	1.4%	1.4%	1.5%
减: 所得税	2,464.6	2,358.7	2,703.9	2,914.8	3,304.0	EBITDA/营业收入	3.3%	2.7%	3.4%	3.5%
<b>净利润</b>	10,272.4	8,670.4	10,182.1	11,261.4	12,447.5	EBIT/营业收入	2.6%	2.1%	2.9%	3.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	15	15	14	11
货币资金	45,485.4	44,440.3	56,193.6	61,650.5	67,393.2	流动营业资本周转天数	24	15	20	29
交易性金融资产	178.0	2.0	60.4	80.1	47.5	流动资产周转天数	258	262	258	251
应收账款	141,511.4	170,473.6	174,883.1	206,151.1	215,056.4	应收账款周转天数	89	89	89	89
应收票据	5,127.4	5,583.7	6,462.7	6,613.0	7,712.3	存货周转天数	43	45	44	44
预付账款	36,352.5	33,120.9	63,108.5	45,833.5	66,318.5	总资产周转天数	343	354	343	324
存货	79,948.6	80,075.5	92,831.1	96,617.6	122,759.4	投资资本周转天数	69	61	61	66
其他流动资产	129,602.2	150,438.0	129,166.1	136,402.1	138,668.7	<b>投资回报率</b>				
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	6.0%	9.6%	9.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	1.7%	2.0%	2.1%
长期股权投资	31,863.7	36,236.4	36,236.4	36,236.4	36,236.4	ROIC	11.7%	11.1%	16.1%	14.2%
投资性房地产	7,871.9	8,020.4	8,020.4	8,020.4	8,020.4	<b>费用率</b>				
固定资产	25,411.1	27,725.9	24,974.2	22,222.6	19,470.9	销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	3,999.9	3,772.6	3,772.6	3,772.6	3,772.6	管理费用率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
无形资产	22,026.3	22,849.9	21,771.4	20,692.9	19,614.4	研发费用率	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	56,005.8	78,863.1	59,223.3	64,472.6	67,289.2	财务费用率	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%
<b>资产总额</b>	585,384.4	661,602.2	676,703.7	708,765.4	772,359.9	四费/营业收入	5.7%	5.7%	6.1%	6.2%
短期债务	20,192.9	28,220.3	83,893.6	90,916.7	97,954.6	<b>偿债能力</b>				
应付账款	215,389.0	280,663.8	247,672.0	279,250.6	296,652.5	资产负债率	72.3%	74.6%	80.6%	79.6%
应付票据	37,186.4	31,717.1	55,423.5	36,743.2	62,147.8	负债权益比	261.6%	293.8%	416.2%	390.3%
其他流动负债	113,076.4	108,217.2	112,897.3	111,322.0	110,940.4	流动比率	1.14	1.08	1.05	1.07
长期借款	28,840.7	34,168.8	36,624.1	36,461.8	35,032.1	速动比率	0.93	0.90	0.86	0.88
其他非流动负债	8,789.9	10,623.8	9,091.3	9,501.7	9,739.0	利息保障倍数	16.57	13.63	5.15	4.08
<b>负债总额</b>	423,475.3	493,611.1	545,601.7	564,195.9	612,466.4	<b>分红指标</b>				
少数股东权益	40,800.8	22,511.0	25,586.3	28,872.0	32,644.9	DPS(元)	0.08	-	0.06	0.05
股本	20,723.6	20,723.6	20,723.6	20,723.6	20,723.6	分红比率	16.7%	0.0%	12.0%	9.6%
留存收益	70,680.4	75,833.3	84,792.0	94,973.8	106,525.1	股息收益率	2.5%	0.0%	1.8%	1.6%
<b>股东权益</b>	161,909.1	167,991.2	131,102.0	144,569.5	159,893.5					
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	12,927.5	11,406.1	10,182.1	11,261.4	12,447.5	EPS(元)	0.50	0.42	0.49	0.54
加: 折旧和摊销	3,931.4	4,065.0	3,830.2	3,830.2	3,830.2	BVPS(元)	5.84	7.02	5.09	5.58
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	6.8	8.0	6.8	6.2
公允价值变动损失	317.8	314.2	58.4	19.8	-32.6	PB(X)	0.6	0.5	0.7	0.6
财务费用	1,775.9	1,796.2	3,894.0	5,690.4	5,859.3	P/FCF	3.6	2.6	1.9	7.4
投资收益	-82.1	-592.5	1,601.3	1,537.3	1,542.0	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1
少数股东损益	2,655.1	2,735.7	3,237.2	3,341.4	3,858.6	EV/EBITDA	2.8	1.2	4.2	3.6
营运资金的变动	-2,582.6	-34,581.2	-16,588.3	-17,650.9	-18,629.4	CAGR(%)	4.1%	12.7%	5.0%	4.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	18,153.1	5,891.8	6,215.0	8,029.5	8,875.5	PEG	1.6	0.6	1.4	1.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6,559.3	-6,724.5	627.8	-2,410.3	-1,703.0	ROIC/WACC	1.6	1.5	2.2	2.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-9,670.2	1,156.1	4,910.6	-162.3	-1,429.7	REP	0.3	0.1	0.3	0.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034