

中国中冶 (601618.SH)

收入稳定增长，减值挤压业绩

增持

核心观点

营收+7.0%，归母净利-15.6%。2023年公司实现营业收入6338.7亿元，同比+7.0%，实现归母净利润86.7亿元，同比-15.6%。2023年公司整体毛利率为9.69%，其中工程承包毛利率9.09%略有上升，矿产价格下跌导致资源开发业务毛利率下降，房地产业务毛利率继续下降至7.89%。

新签合同+6.0%，海外新签+43.7%。2023年公司实现新签合同额14247.8亿元，同比+6.0%，其中新签海外合同额633.8亿元，同比+43.7%创历史新高，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。分业务看，公司房建/基建/冶金/其他分别新签合同6835/2223/1745/2564亿元，同比+2.6%/-3.4%/+0.9%/+34.3%，房建和基建新签增长放缓拖累整体新签合同增速。

矿产开发业务短期承压，增量铜矿值得期待。2023年公司资源开发业务实现营业收入68.16亿元，同比-23.1%，受金属资源价格年内震荡下行影响，资源开发毛利率为31.0%，较上年下滑5.4pct。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/巴基斯坦山达克铜金矿/巴基斯坦杜达铅锌矿营收同比-18.4%/+19.0%/-26.7%，权益净利润同比-18.9%/-45.4%/-59.4%。公司在营山达克铜矿275万吨/年采选扩规模工程完成建设，于2024年1月投产，新矿巴基斯坦锡亚迪克铜矿共计探获铜资源量378万吨，铜平均品位0.302%，阿富汗艾娜克铜矿已启动西矿区补充勘探。在铜价预期中长期上行的背景下，公司增量铜矿开发值得期待。

减值计提规模增加挤压业绩。2023年公司减值损失89.5亿元，较上年增加80.4%，其中资产减值损失（主要包含合同资产减值损失）29.6亿元，信用减值损失（主要包含应收账款减值损失）59.9亿元。减值损失与营业收入的比值由上年的0.8%提高到1.4%，与归母净利润的比值由上年的48.3%提高到103.2%，显示减值对业绩变动的的影响较大。

工程结算进度滞后，现金流承压。2023年公司经营活动产生的现金流量净额为58.9亿元，较2022年减少122.6亿元，归母净利现金含量由176.7%下降至68.0%。从收付现比角度看，公司收现比由2022年的88%进一步下降至77%，付现比由84%进一步下降至75%，收付现比的差值保证公司经营性现金流继续为正，但相较工程回款而言，公司对分包商的支付责任刚性相对更强，未来现金流出压力可能仍然较大。

投资建议：下调盈利预测，下调至“增持”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相对较强，进一步扩产潜力较大。考虑到公司2024年新签和营收增长目标相对保守，经营性现金流承压，2024-2025年归母净利润预测由137.7/160.4亿元下调至86.85/92.95亿元，每股收益预测由0.66/0.77元下调至0.42/0.45元，与对应当前股价PE为8.0/7.5X，下调至“增持”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·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

证券分析师：朱家琪
 021-60375435
 zhujiqi@guosen.com.cn
 S0980524010001

联系人：卢思宇
 0755-81981872
 lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	3.20 - 3.58元
收盘价	3.28元
总市值/流通市值	67973/67973百万元
52周最高价/最低价	4.68/2.89元
近3个月日均成交额	377.21百万元

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)-前三季度业绩+21.9%，经营性现金流阶段性承压》——2023-10-31
- 《中国中冶(601618.SH)-海外新签取得突破，经营性现金流承压》——2023-09-13
- 《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

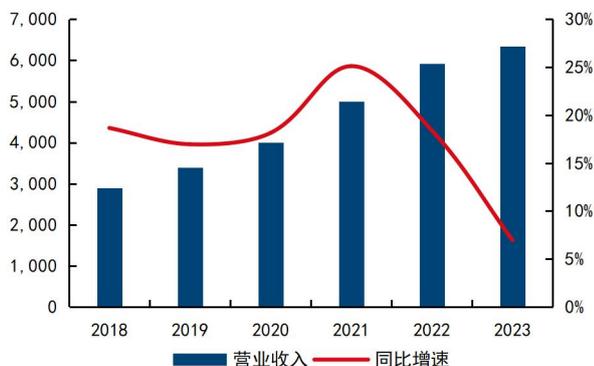
盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	592,669	633,870	660,049	696,352	738,133
(+/-%)	18.4%	7.0%	4.1%	5.5%	6.0%
净利润(百万元)	10272	8670	8685	9295	10254
(+/-%)	22.7%	-15.6%	0.2%	7.0%	10.3%
每股收益(元)	0.50	0.42	0.42	0.45	0.49
EBIT Margin	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	6.0%	5.7%	5.8%	6.1%
市盈率 (PE)	6.8	8.0	8.0	7.5	6.8
EV/EBITDA	21.2	22.3	20.8	20.2	19.5
市净率 (PB)	0.57	0.48	0.46	0.44	0.41

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

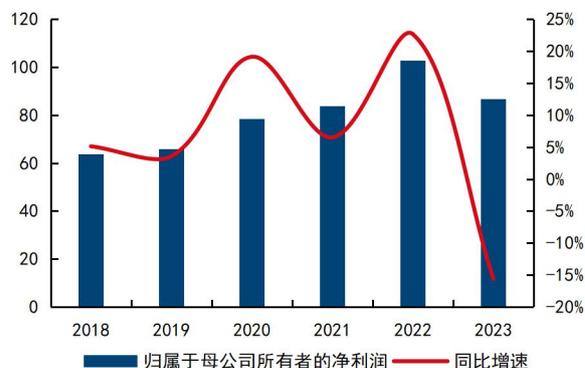
营收+7.0%，归母净利-15.6%。2023年公司实现营业收入6338.7亿元，同比+7.0%，实现归母净利润86.7亿元，同比-15.6%。2023年公司整体毛利率为9.69%，其中工程承包毛利率9.09%略有上升，矿产价格下跌导致资源开发业务毛利率下降，房地产业务毛利率继续下降至7.89%。

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

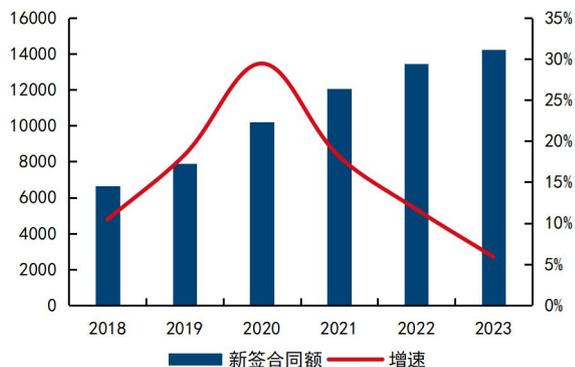
图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

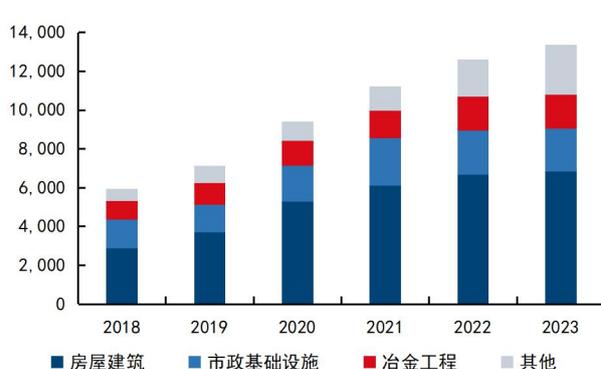
新签合同+6.0%，海外新签+43.7%。2023年公司实现新签合同额14247.8亿元，同比+6.0%，其中新签海外合同额633.8亿元，同比+43.7%创历史新高，成功签约孟加拉国安瓦尔综合钢厂有限公司160万吨联合钢厂项目，合同额67.2亿元，冶金建设龙头优势进一步巩固。分业务看，公司房建/基建/冶金/其他分别新签合同6835/2223/1745/2564亿元，同比+2.6%/-3.4%/+0.9%/+34.3%，房建和基建新签增长放缓拖累整体新签合同增速。

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

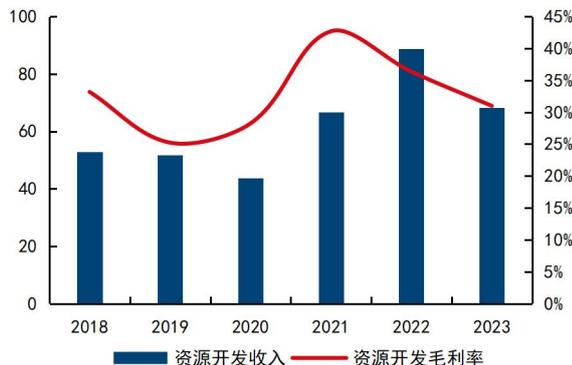
图4: 公司分业务新签合同金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

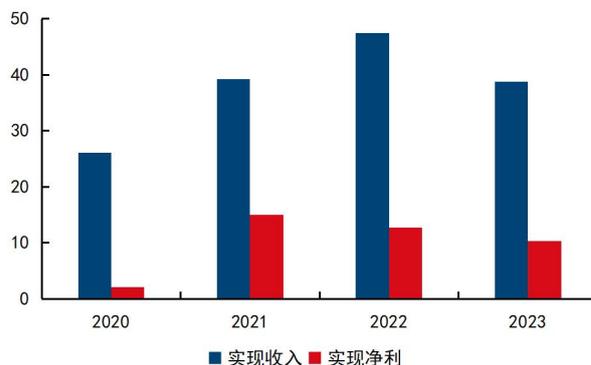
矿产开发业务短期承压，增量铜矿值得期待。2023年公司资源开发业务实现营业收入68.16亿元，同比-23.1%，受金属资源价格年内震荡下行影响，资源开发毛利率为31.0%，较上年下滑5.4pct。公司旗下矿产项目产销量水平与去年基本齐平，巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿/巴基斯坦山达克铜金矿/巴基斯坦杜达铅锌矿营收同比-18.4%/+19.0%/-26.7%，权益净利润同比-18.9%/-45.4%/-59.4%。公司在营山达克铜矿275万吨/年采选扩规模工程完成建设，于2024年1月投产，新矿巴基斯坦锡亚迪克铜矿共计探获铜资源量378万吨，铜平均品位0.302%，阿富汗艾娜克铜矿已启动西矿区补充勘探。在铜价预期中长期上行的背景下，公司增量铜矿开发值得期待。

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

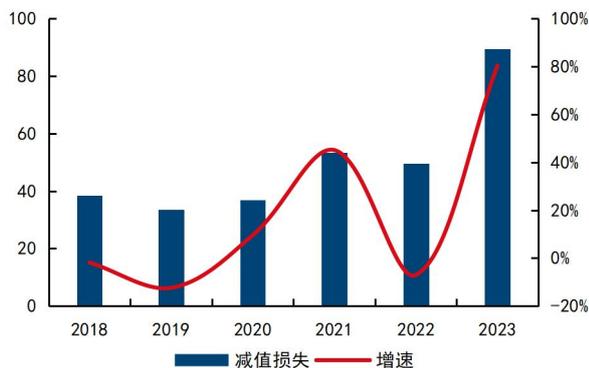
图6: 公司旗下巴新镍钴矿收入及净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

减值计提规模增加挤压业绩。2023 年公司减值损失 89.5 亿元, 较上年增加 80.4%, 其中资产减值损失 (主要包含合同资产减值损失) 29.6 亿元, 信用减值损失 (主要包含应收账款减值损失) 59.9 亿元。减值损失与营业收入的比值由上年的 0.8% 提高到 1.4%, 与归母净利润的比值由上年的 48.3% 提高到 103.2%, 显示减值对业绩变动的较大影响。

图7: 减值计提规模大幅增加 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

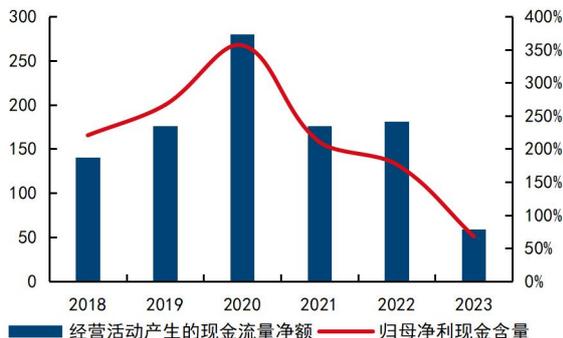
图8: 公司减值规模与营收和业绩的比值 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

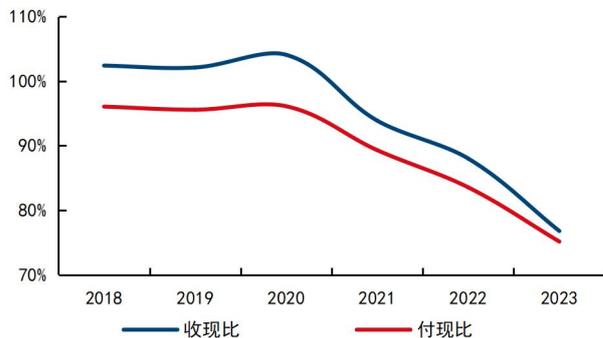
工程结算进度滞后, 现金流承压。2023 年公司经营活动产生的现金流量净额为 58.9 亿元, 较 2022 年减少 122.6 亿元, 归母净利现金含量由 176.7% 下降至 68.0%。从收付现比角度看, 公司收现比由 2022 年的 88% 进一步下降至 77%, 付现比由 84% 进一步下降至 75%, 收付现比的差值保证公司经营性现金流继续为正, 但相较工程回款而言, 公司对分包商的支付责任刚性相对更强, 未来现金流出压力可能仍然较大。

图9: 经营性现金流和归母净利现金含量 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司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

投资建议: 下调盈利预测, 下调至“增持”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相对较强, 进一步扩产潜力较大。考虑到公司2024年新签和营收增长目标相对保守, 经营性现金流承压, 2024-2025年归母净利润预测由137.7/160.4亿元下调至98.1/112.4亿元, 每股收益预测由0.66/0.77元下调至0.47/0.54元, 与对应当前股价PE为7.1/6.2X, 下调至“增持”评级。

表1: 可比公司估值

公司简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
中国中铁	7.19	1,625	1.59	1.90	4.5	3.8
中国铁建	8.7	1,091	2.13	2.27	4.0	3.8
中国化学	6.79	415	1.26	1.41	5.4	4.8
中国中冶	3.37	645	0.42	0.45	8.0	7.5

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

关键指标预测修正:

1) 新签合同和收入: 公司主业工程承包业务2023年预测新签合同额增长7.79%, 实际增长5.89%略低于预期, 参考公司2024年经营目标, 下调2024年新签合同增速至5.28%。2023年工程业务营业收入增长6.37%低于预期值12.56%, 考虑到公司新签合同增长放缓, 2024-2025年工程业务收入增速由15.67%/15.52% (以2023年预测值为基数) 下调至4.13%/5.06% (以2023年实际值为基数)。

表2: 新签合同和营业收入预测修正 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023E (此前预测)	2023 (实际)	2024E (此前预测)	2024E (新预测)
新签合同增速	18.15%	11.69%	7.79%	5.89%	7.94%	5.28%
冶金	9.68%	23.25%	8.00%	0.87%	12.00%	5.00%
房建	15.95%	8.90%	11.00%	2.60%	14.00%	3.80%
基建	30.66%	-5.89%	20.00%	-3.36%	15.00%	5.20%
其他	25.83%	53.37%	30.00%	34.35%	20.00%	10.00%
营业收入	4622.9	5504.4	6195.7	5854.8	6587.1	6096.6
冶金	1152.6	1296.5	1494.7	1112.7	1602.6	1177.1
房建	2282.2	2874.8	3031.8	3433.5	3038.8	3070.3
基建	883.4	1053.4	1048.9	1213.7	1022.6	1161.6
其他	304.7	279.6	620.2	95.0	923.0	687.7

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

2)减值损失:此前预测 2023 年计提资产减值损失 15.62 亿元,信用减值损失 40.55 亿元,2023 年实际计提资产减值损失 29.54 亿元,信用减值损失 59.94 亿元,合计规模较预期增加 43.8%,对净利润产生较大影响。出于盈利预测的谨慎原则,上调 2024 年减值损失预测规模,预测资产减值损失计提 24.73 亿元,信用减值损失计提 47.95 亿元,合计较此前预期增加 7.32%。

表3: 减值损失预测修正 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023 此前预测	2023 实际	2024E (此前预测)	2024E (新预测)
资产减值损失	5.93	16.24	13.60	15.62	29.54	16.40	24.73
信用减值损失	30.87	37.15	36.02	40.55	59.94	45.14	47.95

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	45485	44440	44440	44929	45468	营业收入	592669	633870	660049	696352	738133
应收款项	146485	175945	189877	199939	211531	营业成本	535517	572457	595364	627970	665132
存货净额	79949	80076	83059	87604	92795	营业税金及附加	1871	1921	3300	3482	3691
其他流动资产	161391	176585	183878	193992	205631	销售费用	2883	3169	3432	3621	3838
流动资产合计	438206	484134	508343	533551	562512	管理费用	11274	12360	12452	13022	13682
固定资产	29488	31557	23756	20042	16242	研发费用	18733	19730	21122	22283	23620
无形资产及其他	22026	22850	22279	21722	21179	财务费用	941	989	2306	2515	2553
投资性房地产	63800	86826	91167	95725	100511	投资收益	(1523)	(1487)	(1549)	(1634)	(1732)
长期股权投资	31864	36236	40669	45183	49788	资产减值及公允价值变动	(1677)	(3269)	(2473)	(2597)	(2727)
资产总计	585384	661602	686214	716224	750232	其他收入	(21217)	(24988)	(25054)	(26411)	(28115)
短期借款及交易性金融负债	51179	63127	69217	66609	64518	营业利润	15765	13229	14118	15101	16664
应付款项	224347	272111	269326	282341	297245	营业外净收支	7	49	28	39	39
其他流动负债	110319	113580	122219	128893	136518	利润总额	15773	13278	14146	15139	16702
流动负债合计	385845	448818	460762	477843	498281	所得税费用	2465	2359	2546	2725	3006
长期借款及应付债券	30141	37469	41175	44526	47535	少数股东损益	2655	2736	2915	3119	3441
其他长期负债	7490	7324	7151	6968	6775	归属于母公司净利润	10272	8670	8685	9295	10254
长期负债合计	37631	44793	48326	51494	54310	现金流量表 (百万元)					
负债合计	423475	493611	509089	529337	552592	净利润	10272	8670	8685	9295	10254
少数股东权益	40801	22511	24697	27036	29617	资产减值准备	(5339)	0	3852	(499)	(612)
股东权益	121108	145480	152428	159850	168023	折旧摊销	897	1059	3454	3628	3755
负债和股东权益总计	585384	661602	686214	716224	750232	公允价值变动损失	1677	3269	2473	2597	2727
关键财务与估值指标						财务费用	941	989	2306	2515	2553
每股收益	0.50	0.42	0.42	0.45	0.49	营运资本变动	(18597)	(16948)	(19017)	(10270)	(11484)
每股红利	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10	其它	7577	2193	(1666)	2838	3193
每股净资产	5.84	7.02	7.36	7.71	8.11	经营活动现金流	(3512)	(1756)	(2219)	7589	7833
ROIC	9.55%	9.26%	8%	8%	9%	资本开支	7025	1201	(1408)	(1456)	(1526)
ROE	8.48%	5.96%	5.70%	5.81%	6.10%	其它投资现金流	(2655)	(2191)	0	0	0
毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	投资活动现金流	2835	(5363)	(5841)	(5970)	(6131)
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	4%	权益性融资	328	27482	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	3508	5328	3707	3350	3010
收入增长	18%	7%	4%	6%	6%	支付股利、利息	(1616)	(1720)	(1737)	(1873)	(2082)
净利润增长率	23%	-16%	0%	7%	10%	其它融资现金流	227	(28624)	6090	(2608)	(2091)
资产负债率	79%	78%	78%	78%	78%	融资活动现金流	4338	6074	8060	(1131)	(1163)
股息率	2.3%	2.5%	2.5%	2.7%	3.0%	现金净变动	3661	(1045)	0	489	539
P/E	6.8	8.0	8.0	7.5	6.8	货币资金的期初余额	41824	45485	44440	44440	44929
P/B	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	货币资金的期末余额	45485	44440	44440	44929	45468
EV/EBITDA	21.2	22.3	20.8	20.2	19.5	企业自由现金流	8219	5240	3020	13201	13844
						权益自由现金流	11953	(21197)	10925	11881	12669

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