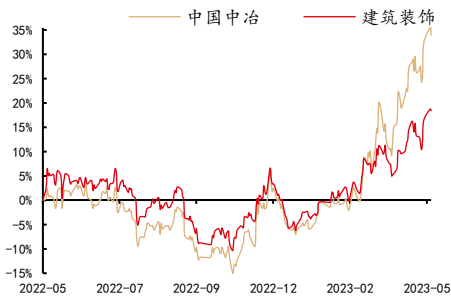




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	4.54
总股本/流通股本(亿股)	207.24 / 178.53
总市值/流通市值(亿元)	941 / 811
52周内最高/最低价	4.59 / 2.88
资产负债率(%)	72.3%
市盈率	10.09
第一大股东	中国冶金科工集团有限公司
持股比例(%)	49.2%

研究所

分析师: 丁士涛  
SAC 登记编号: S1340522090005  
Email: dingshitao@cnpsec.com  
研究助理: 刘依然  
SAC 登记编号: S1340122090020  
Email: liuyiran@cnpsec.com

中国中冶 (601618.SH)

冶金龙头估值静待修复，多元发展谱写基建新篇章

● 冶金巨头先锋持续，四梁八柱全面发展

公司是全球顶级冶金工程承包商和国内基建主力军，占据国内 90%、全球 60% 的冶金市场。近年公司聚焦冶金主业，调整“四梁八柱”业务结构，不断向新兴产业靠拢。22 年公司实现营收 5927 亿元 (+18.4%)、归母净利润 103 亿元 (+22.7%)、新签订单 13436 亿元 (+11.5%)，23 年一季度实现营收 1445 亿元 (+22.4%)、归母净利润 34 亿元 (+25.8%)，业绩表现亮眼。

● 冶金工程主业为基，新兴产业打造增长极

22 年钢铁行业碳排放量居制造业首位，国家推出“双碳”目标助力碳减排顺利达成：2017-2025 年我国钢铁行业计划净退出炼铁产能 4032 万吨、炼钢产能 3967 万吨；25 年国内电炉钢产量比在 15% 以上，力争达到 20%。公司具备冶金技术全产业链优势，旗下中冶京诚中标的河钢氢能源项目标志了中国氢冶金的实质性发展。同时公司依托产线改造和智能化运维业务，打开冶金工程第二增长曲线。非钢工程方面，受益“投融建运营”模式，22 年新签房建、基建订单高增至 6662/2300 亿元，“高新综大”订单增多。新能源工程方面，公司提前布局多个分布式光伏发电项目，业务前景广阔。

● 冶金装备强力支撑，深耕城市运营开发

双碳政策催化下，钢铁企业现有产线设备低碳化、智能化升级改造成为趋势，以电炉为首的核心冶金装备迎来发展契机。公司借此持续加大装备研发投入，22 年研发费用率增至 3.2%。装备研发制造方面，公司拥有多个国家级技术研发中心和中冶赛迪、中冶陕压等制造基地，具备较强的设备成套能力。钢结构方面，作为国内钢结构事业开拓者，公司布局全国 32 个钢结构制造基地，设计产能达 165 万吨。房地产开发方面，22 年国家放宽调控政策，公司实现房地产开发投资 289.5 亿元，获取 5 个项目、7 宗地块，占地面积 23.74 万 m<sup>2</sup>，通过充沛战略土储保障业务中长期发展。

● 海外矿山资源亮眼，积极布局新能源赛道

当前公司开发及运营的重大矿产项目共 5 个，22 年生产镍/钴/铜/锌/铅/多晶硅分别为 34302/2987/16346/42349/8886/6508 吨，带动资源业务收入增至 88.7 亿元。利用优质资源，公司打造以高镍三元材料为核心的新能源业务，目前 8 系高镍三元前驱体产品正式量产，5 系、6 系已应用于大型车企的常规续航车型。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 23-25 年营收为 6812/7743/8649 亿元，归母净利润为 121/143/158 亿元，对应 PE 为 7.8/6.6/6.0X。我们看好“十四五”期间工程订单持续放量以及“双碳”背景下装备制造业务的提升空间，后续矿山项目投产也将增厚资源板块业绩，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

基建投资增速放缓；新能源需求萎缩；海外市场不确定性。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	592,669.07	681,239.34	774,261.24	864,921.04
增长率(%)	18.40	14.94	13.65	11.71
EBITDA (百万元)	23,130.12	31,178.03	34,918.54	37,826.98
归属母公司净利润 (百万元)	10,272.36	12,114.02	14,313.38	15,770.19
增长率(%)	22.66	17.93	18.16	10.18
EPS (元/股)	0.50	0.58	0.69	0.76
市盈率 (P/E)	9.16	7.77	6.57	5.97
市净率 (P/B)	0.78	0.71	0.64	0.58
EV/EBITDA	3.60	3.58	2.82	2.42

数据来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

## 目录

1 冶金巨头先锋传统，四梁八柱全面发展 .....	6
1.1 冶金工程国家队，历史悠久底蕴丰厚 .....	6
1.2 工程承包支撑营收增量，资源开发业务盈利可观 .....	8
1.3 央企新考核体系下，公司估值有望修复 .....	10
2 冶金工程主业为基，新兴产业打造增长极 .....	12
2.1 冶金工程：受益双碳政策，绿色产线改造崛起 .....	12
2.2 非钢工程：ABO 模式助力基建扩容，新兴产业持续发力 .....	16
3 冶金装备强力支撑，深耕城市运营开发 .....	20
3.1 受益双碳政策，装备制造业务有望高增 .....	20
3.2 聚焦多元地产业务，深耕国内重点区域 .....	22
4 海外矿山资源亮眼，积极布局新能源赛道 .....	24
4.1 坐拥多处海外矿山，资源优质储量充足 .....	24
4.2 镍资源开发产业链完备，三元前驱体顺利量产 .....	26
4.3 研发基地提供技术支持，多晶硅业务有望迎来重估 .....	28
4.4 恩菲院工程设计底蕴深厚，新政策释放核心竞争力 .....	29
5 盈利预测与投资建议 .....	31
5.1 盈利预测 .....	31
5.2 估值与投资建议 .....	32
6 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 公司各发展阶段特点及战略重心 .....	7
图表 3: 公司股权及业务结构 (截至 23Q1) .....	7
图表 4: 公司“四梁八柱”业务布局 .....	8
图表 5: 2016-2023Q1 公司营业总收入及同比 .....	8
图表 6: 2016-2023Q1 公司归母净利润及同比 .....	8
图表 7: 2016-2023Q1 新签订单金额及同比 .....	9
图表 8: 2016-2023Q1 新签工程订单及占比 .....	9
图表 9: 2016-2022 年主要业务营收占比 .....	9
图表 10: 2016-2022 年主要业务毛利率 .....	9
图表 11: 2016-2023Q1 公司毛利率及净利率 .....	10
图表 12: 2016-2023Q1 公司期间费用率变化 .....	10
图表 13: 国资委对央企新旧考核指标对比 .....	10
图表 14: 2016-2022 年八大建筑央企收现比对比 .....	11
图表 15: 2016-2022 年公司 ROE 水平变化 .....	11
图表 16: 2016-2022 年公司资产负债率变化 .....	11
图表 17: 2018-2022 年公司研发投入及研发费用率 .....	11
图表 18: 国家推出钢铁及相关行业低碳清洁转型方案 .....	12
图表 19: 钢铁及相关行业碳减排行动方案及目标 .....	13
图表 20: 炼钢长短流程生产成本及碳排放量对比 .....	13
图表 21: 炼钢长短流程工艺图 .....	13
图表 22: 2017-2025 年我国各区域产能减量置换计划 .....	14
图表 23: 世界主要地区电炉炼钢产能占比 .....	14
图表 24: 2016-2021 年国内电炉炼钢产能 .....	14
图表 25: 公司旗下子公司所掌握钢铁生产全工艺流程 .....	15
图表 26: 中冶京诚氢冶金技术研究发展进程 .....	15
图表 27: 中冶赛迪氢冶金技术路线 .....	15
图表 28: 中冶宝钢工程技改及管理项目 .....	16
图表 29: 恩菲井下无人驾驶电机车全自动远程控制系统 .....	16
图表 30: 2022 年公司重点冶金工程升级改造项目 .....	16
图表 31: 基建行业“投融建运营”一体化模式 .....	17
图表 32: 公司现有存续期债券情况 .....	17
图表 33: 2016-2022 年新签房建、基建订单金额 .....	18
图表 34: 2016-2022 年房建、基建平均订单金额 .....	18
图表 35: 中冶华天马鞍山中心城区水环境综合治理项目 .....	18

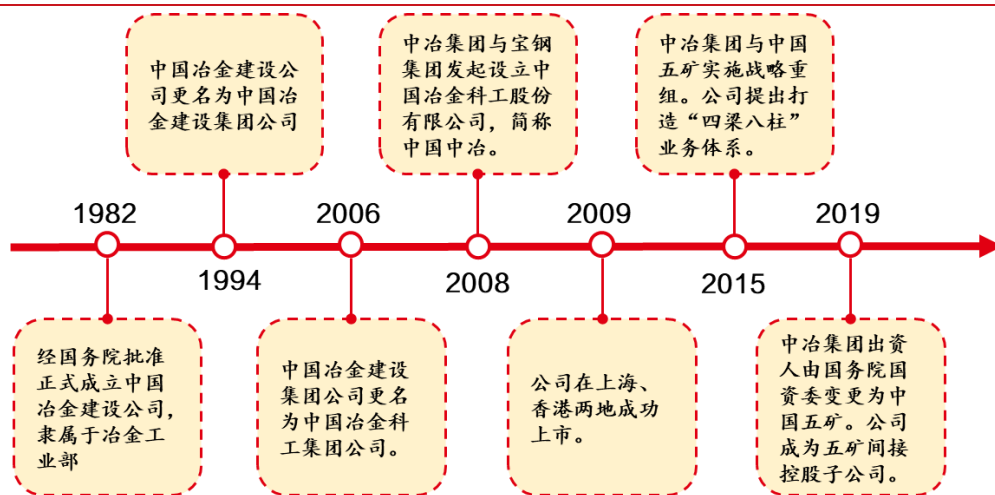
图表 36:	中国恩菲合浦县石场采坑生态修复项目 .....	18
图表 37:	公司各子公司承建光伏新能源重点项目 .....	19
图表 38:	国家颁布针对钢铁行业冶炼设备升级改造新要求 .....	20
图表 39:	2016-2022 年公司装备制造营收及增速 .....	20
图表 40:	2018-2022 年公司研发费用和研发费率 .....	20
图表 41:	公司三大研发中心 .....	21
图表 42:	公司三大核心制造基地 .....	21
图表 43:	公司钢结构项目 .....	22
图表 44:	公司“一主 N 翼”业务结构及全国三大战略区域布局 .....	23
图表 45:	2016-2022 年公司房地产投资开发及增速 .....	23
图表 46:	2018-2022 年公司拿地数量及面积 .....	23
图表 47:	公司房地产开发重点项目 .....	24
图表 48:	公司目前开发及运营的重大矿山区位及资源情况 .....	25
图表 49:	2018-2022 年巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿产量 .....	25
图表 50:	2018-2022 年巴基斯坦山达克铜金矿产量及同比 .....	25
图表 51:	2018-2022 年巴基斯坦杜达铅锌矿铅产量及同比 .....	26
图表 52:	2018-2022 年巴基斯坦杜达铅锌矿锌产量及同比 .....	26
图表 53:	2018-2022 年 LME 镍、铜、锌、铅价格走势 .....	26
图表 54:	2018-2022 年资源开发业务营收及毛利率 .....	26
图表 55:	2017-2022 年中国新能源汽车销量及渗透率 .....	27
图表 56:	2017-2022 年中国高镍三元正极材料渗透率 .....	27
图表 57:	镍三元电池与磷酸铁锂电池优势对比 .....	27
图表 58:	2021 年全球镍资源分布 .....	28
图表 59:	2021 年全球镍消费占比 .....	28
图表 60:	瑞木项目投资结构 .....	28
图表 61:	瑞木公司氢氧化镍钴产品 .....	28
图表 62:	硅基电子材料产品 .....	29
图表 63:	国家唯一多晶硅制备技术国家工程实验室 .....	29
图表 64:	中国恩菲院国内外重点工程设计项目 .....	30
图表 65:	《矿业权出让收益征收办法》主要内容 .....	30
图表 66:	盈利预测 .....	31
图表 67:	可比公司估值 .....	32

# 1 冶金巨头先锋传统，四梁八柱全面发展

## 1.1 冶金工程国家队，历史悠久底蕴丰厚

公司是全球最大的工程建设综合企业之一，是国内市场份额最大、经营历史最久、专业设计能力最强的冶金工程承包商，在我国冶金工业建设领域具有领导地位。自上世纪四十年代起，公司先后参与了鞍钢、本钢、武钢、包钢、攀钢、马钢、宝钢、太钢、沙钢等国内几乎所有大型钢铁联合企业的规划、设计和建设，是我国冶金工业建设的领导者。公司注重海外项目拓展，相继开拓了数十个国家的冶金工程承包市场，完成了大批具有重要影响和良好经济效益的工程项目。公司拥有 12 家甲级科研设计院、15 家大型施工企业，拥有 5 项综合甲级设计资质和 42 项特级施工总承包资质，拥有 27 个国家级科技研发平台，累计拥有专利逾 4 万件、获得中国专利奖 82 项。公司利用自身冶金工程全产业链系统优势，努力打造冶金建设运营服务国家队。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

公司的发展可大致分为三个阶段：

- **第一阶段（2008-2012），多因素叠加，公司发展放缓：**公司上市后应集团要求试水多元化业务，经营扩张导致成本抬升；恰逢金融危机后经济深度调整，国内钢铁产能过剩，市场严重萎缩，多重因素叠加导致公司业绩在 2011 年出现大幅下滑，并于 2012 年出现大额亏损。
- **第二阶段（2013-2015），整合产业链优势，聚焦冶金主业：**面对亏损困境，公司主动收缩业务线，聚焦冶金工程主业，依托传统主业优势向外适度延伸产业链，按照工序明确公司在冶金领域 8 大部位、19 个业务领域的科技创新第一梯队，整合研发、咨询、设计、装备、施工、运营等全产业链资源，打造冶金板块整体框架。
- **第三阶段（2016-至今），提升绿色智能化水平，构建核心竞争优势：**面对全球钢铁产业绿色化及智能化升级的趋势，公司二次聚焦冶金主业，强调技术创新，提升全产业链集成优势，向高技术高质量建设和新兴产业领域挺进。



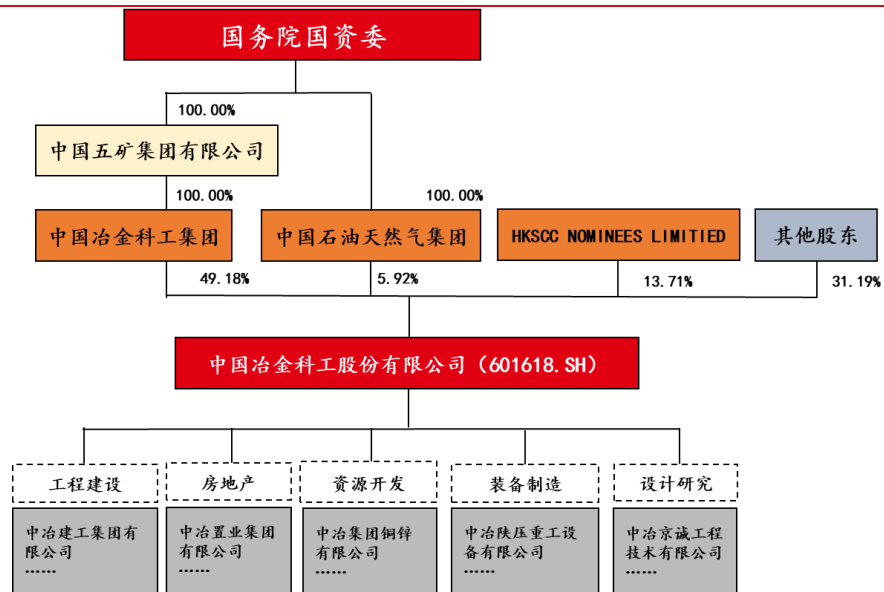
图表2：公司各发展阶段特点及战略重心



资料来源：公司官网，公司公告，iFinD，中邮证券研究所

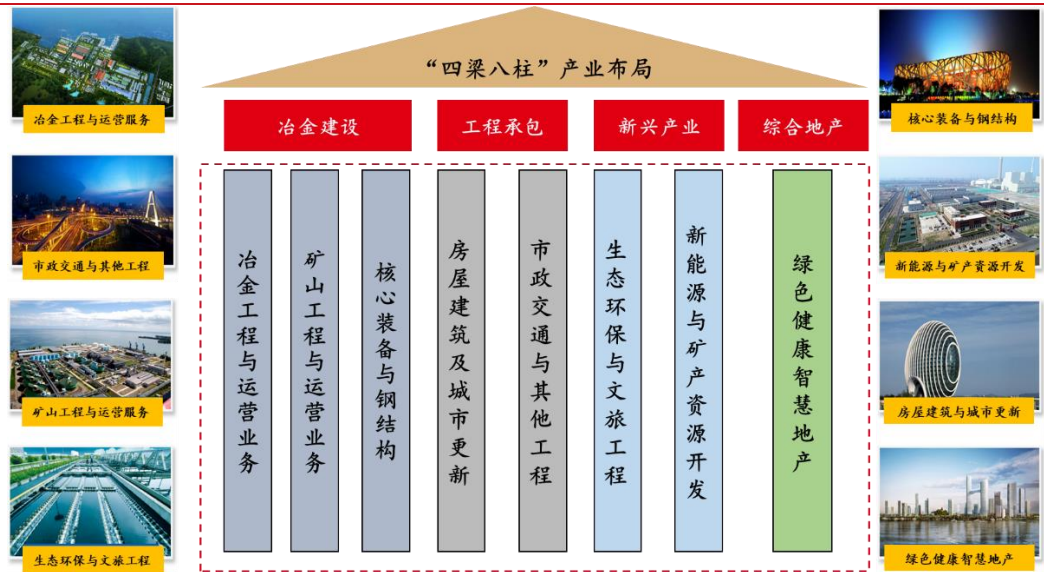
截至2023年一季度，公司实际控制人为国务院国资委，控股股东为中冶集团，持有公司49.18%的股份。公司业务覆盖冶金建设、房建基建、房地产开发、装备制造、资源开发等多个领域。

图表3：公司股权及业务结构（截至23Q1）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

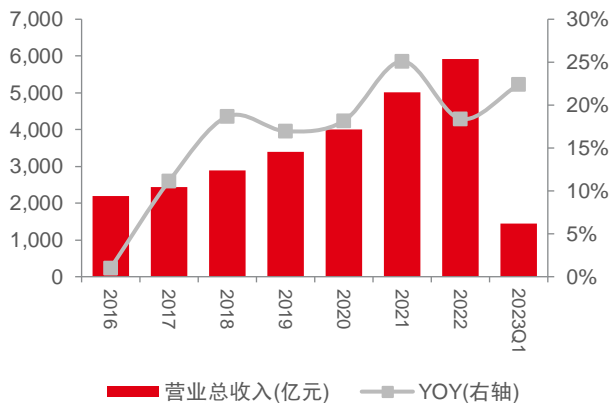
公司以冶金为核心，积极向非冶金领域及其他领域扩张，推动“四梁八柱”产业体系优化调整，形成了以冶金建设、工程承包、新兴产业、综合地产四大业务板块为“四梁”，以冶金工程与运营服务、矿山工程与运营服务、核心装备与钢结构、房屋建筑及城市更新、交通市政与其它工程、生态环保与文旅工程、新能源与矿产资源开发、绿色健康智慧地产为“八柱”的业务布局。

**图表4：公司“四梁八柱”业务布局**


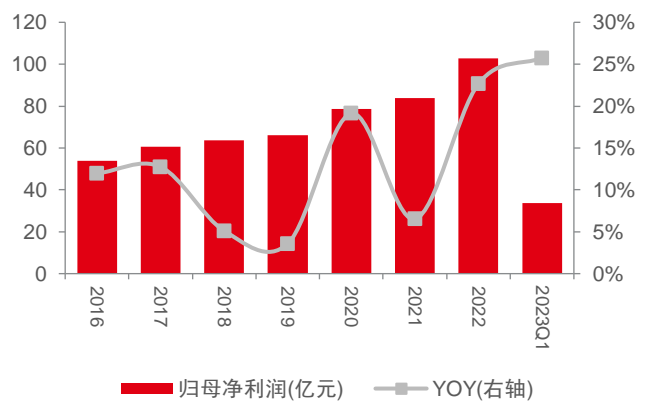
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

## 1.2 工程承包支撑营收增量，资源开发业务盈利可观

营收及利润稳步增长，“十四五”再创新高。2022 年公司营业收入 5926.69 亿元，YOY+18.4%，2016-2022 年 CAGR 高达+18.0%，2017 年起收入增速加快，每年均保持 17.0% 以上的高增速；2022 年公司归母净利润为 102.72 亿元，YOY+22.7%，2016-2022 年 CAGR 为+11.40%，受疫情延迟施工影响，2020-2021 年归母净利润增速由 19.1% 下滑至 6.5%，2022 年重新回归高增速。2023 年一季度延续 22 年增长态势，实现营业收入 1444.53 亿元、YOY+22.4%，归母净利润 33.7 亿元、YOY+25.8%。

**图表5：2016-2023Q1 公司营业总收入及同比**


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

**图表6：2016-2023Q1 公司归母净利润及同比**


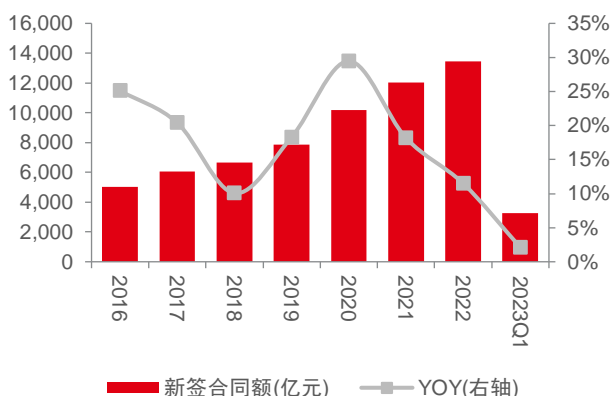
资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

新签合同规模雄厚，工程订单占比逐年升高。2022 年公司新签订单 13435.7 亿元，YOY+11.5%，2016-2022 年 CAGR 为+17.8%，复合增速较高，2020 年新签订单突破万亿大关，当年同比增速高达+29.5%，此后每年均保持万亿以上规模，2023 年一季度新签订单 3258.1 亿

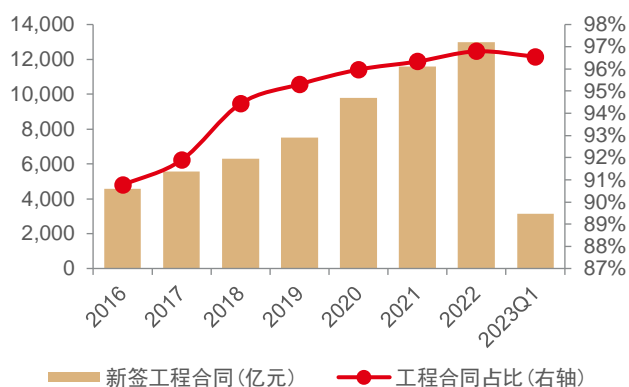


元, YOY+2.1%。随着公司聚焦工程主业, 工程订单占比不断升高, 2022 年新签工程订单高达 13004.5 亿元, 占比 96.8%, 2023 年一季度新签工程订单 3145.7 亿元, 占比 96.6%。

图表7: 2016-2023Q1 新签订单金额及同比



图表8: 2016-2023Q1 新签工程订单及占比

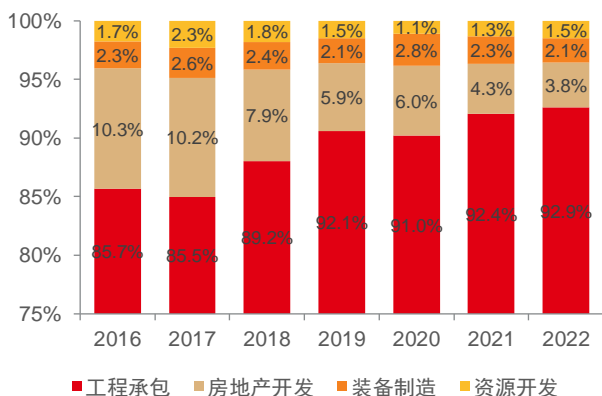


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

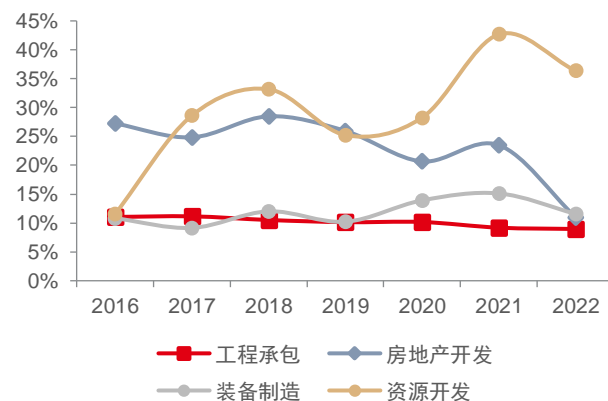
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

**工程承包贡献核心营收, 资源业务盈利一骑绝尘。**营收方面, 2022 年公司工程承包业务创造营收 5504.4 亿元, 占比 92.9%, 较 2016 年上升 7.2 个 pct, 占比逐年升高。其他业务中, 装备制造和资源开发占比稳定在 2.5%和 1.5%左右, 房地产开发占比逐年收缩, 由 2016 年的 10.3%下降至 2022 年的 3.8%, 系公司专注工程建造承包主业、优化业务结构所致。**盈利方面**, 2016-2022 年资源开发业务毛利率由 11.5%上升至 36.4%, 远高于其他业务。2022 年工程承包和装备制造毛利率分别为 9.0%/11.6%, 近年稳定在 10%左右。随着国内地产行业进入平稳发展期, 地产业务逐步回归理性, 毛利率由 2016 年的 27.2%下降至 2022 年的 11.0%。

图表9: 2016-2022 年主要业务营收占比



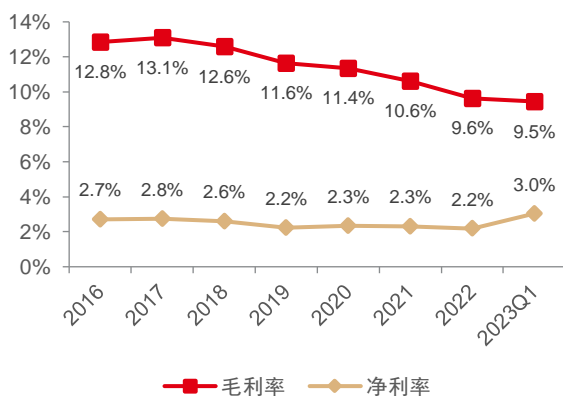
图表10: 2016-2022 年主要业务毛利率



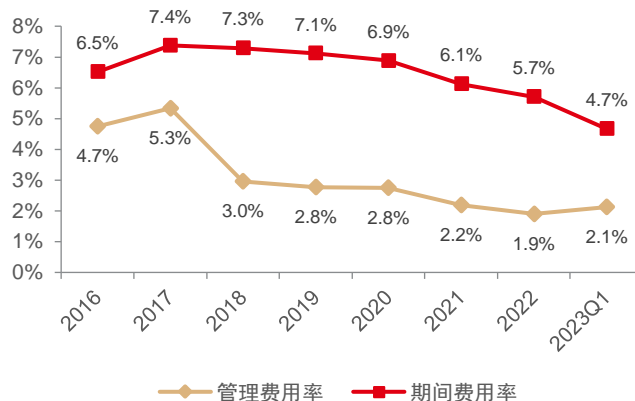
资料来源: iFind, 中邮证券研究所

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

**期间费率逐年优化, 净利率保持稳定。**2023 年一季度公司期间费用率降至 4.7%, 较 2017 年高点下降 2.7 个 pct, 主要由于公司不断优化经营流程、管理费用率明显下降所致。受上游原材料价格波动影响, 近年公司生产成本居高, 导致毛利率出现下降, 2023 年一季度毛利率稳定在 9.5%, 较 2017 年高点下降 3.6 个 pct。由于期间费用率逐年递减, 抵消毛利率下降影响, 2019-2022 年净利率保持在 2.2%左右, 2023 年一季度小幅上升至 3.0%。

**图表11：2016-2023Q1 公司毛利率及净利率**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表12：2016-2023Q1 公司期间费用率变化**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 1.3 央企新考核体系下，公司估值有望修复

2023年，国资委将央企主要经营指标由“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的目标，具体包括：“一增”，即确保利润总额增速高于全国GDP增速；“一稳”，即资产负债率总体保持稳定；“四提升”，即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。新的考核体系下央企经营灵活度得到提升，更加注重央企经营质量和盈利能力，有利于修复公司估值行情。

**图表13：国资委对央企新旧考核指标对比**

时间	考核体系	考核指标及目标
2019年	两利一率	净利润、利润总额、资产负债率
2020年	两利三率	净利润、利润总额、资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度，增加营业收入利润率和研发经费投入强度两个指标。
2021年	两利四率	利润总额、净利润、资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率，增加了全员劳动生产率指标； 目标：两增：利润总额和净利润增速要高于国民经济增速；一控：资产负债率要控制在65%以内；三提高：营业收入利润率要再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入要进一步提高。
2023年	一利五率	ROE、营业现金比率、利润总额、资产负债率、研发投入强度 目标：一增：利润总额增速高于全国GDP增速；一稳：资产负债率总体保持稳定；四提升：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。

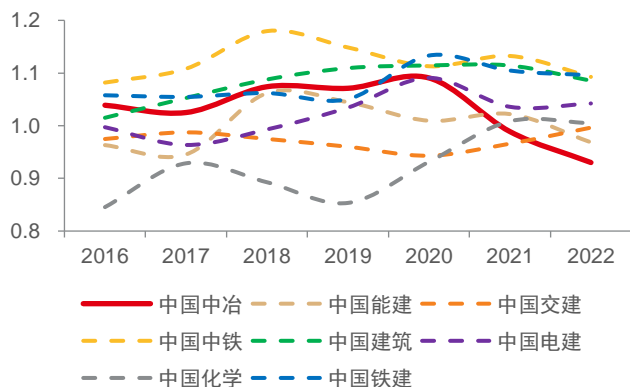
资料来源：国务院国资委，中邮证券研究所

新考核体系对资产使用效率和创利能力提出要求。考核未对收入设立增速目标，但要求利润总额增速高于全国GDP增速，并将净利润替换为ROE，体现了国资委保障出资人权益的职责，重在引导央企注重投入产出效率，提高资产使用效率和净资产创利能力。在此背景下央企需主动调整业务结构，放弃部分“创收不创利”项目。公司矿业资源开发、多晶硅等新

业务毛利率均高于工程承包主业，随着未来海外矿山投产以及多晶硅项目落地，公司盈利水平将充分增厚，为股东创造更多价值。同时，对于全员劳动生产率的考核，将优化央企内部管控流程，进一步改善盈利水平。

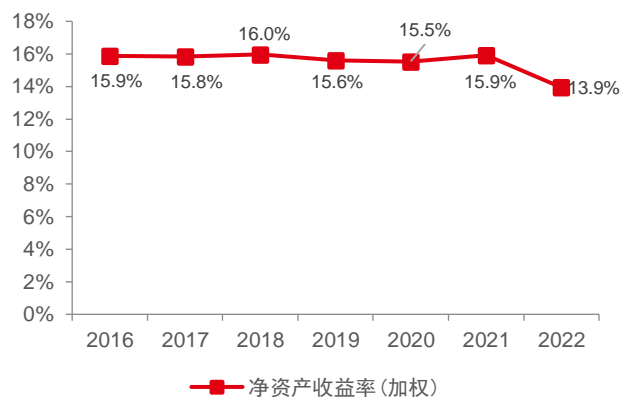
**强化现金流安全意识，关注可持续投资能力提升。**新考核体系用营业现金比率替换营业收入比率，结合净资产收益率，体现国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”的监管要求，央企在关注账面利润的基础上，需同样看重现金流安全水平。2022年公司收现比为0.88，未来改善空间较大。随着考核指标进一步落地，公司有望实现安全与发展并重的格局。

图表14：2016-2022年八大建筑央企收现比对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

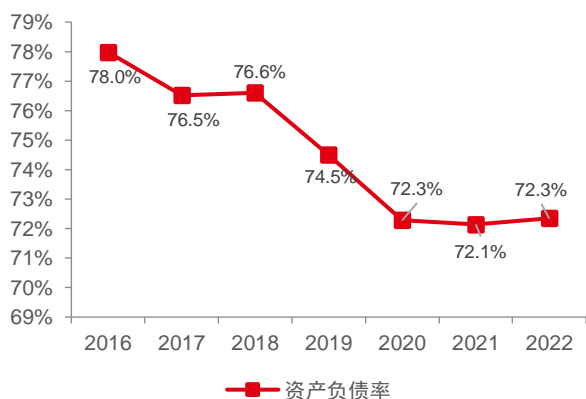
图表15：2016-2022年公司ROE水平变化



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

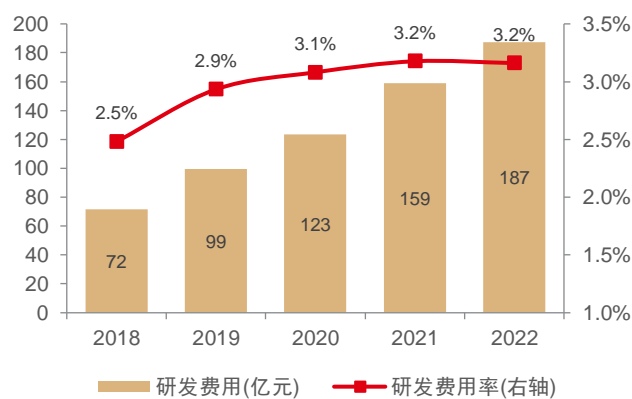
**资产负债率持续优化，研发投入稳定增长。**在央企控杠杆目标背景下，2016年以来公司资产负债率持续优化，由78.0%下降至72.0%左右，符合国资委对资产负债率“保持基本稳定”的最新要求。同时，公司持续加大研发经费投入，推进电弧炉和氢冶金法等工艺，不断提升研发费率水平，体现公司追求高质量可持续发展的长远目标。

图表16：2016-2022年公司资产负债率变化



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表17：2018-2022年公司研发投入及研发费用率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2 冶金工程主业为基，新兴产业打造增长极

### 2.1 冶金工程：受益双碳政策，绿色产线改造崛起

#### 2.1.1 行业政策端：双碳政策推动行业整改，电弧炉法提升空间巨大

中央出具碳减排重磅政策，针对钢铁、有色金属、建材等高耗能行业优化产业结构、提升清洁能源使用率，降低单位产品能耗。2021年10月国务院出台《2030年前碳达峰行动方案》，要求工业领域加快绿色低碳转型和高质量发展，钢铁、有色金属等行业严格执行产能置换，力争率先碳达峰。同年11月国家出台《“十四五”全国清洁生产推行方案重点行业绿色低碳改造方案》，要求高耗能行业需完成相关生产改造，以钢铁行业为例，“十四五”期间需完成5.3亿吨钢铁产能超低排放改造、4.6亿吨焦化产能清洁生产改造。

图表18：国家推出钢铁及相关行业低碳清洁转型方案

	《2030年前碳达峰行动方案》	《“十四五”全国清洁生产推行方案》
钢铁行业	深化钢铁行业供给侧结构性改革，严格执行产能置换；推进钢铁企业兼并重组，提高行业集中度。优化生产力布局，继续压减钢铁产能；促进钢铁行业结构优化和清洁能源替代，推行全废钢电炉工艺，深挖节能降碳潜力。	大力推进非高炉炼铁技术示范，推进全废钢电炉工艺。推广钢铁工业废水联合再生回用、焦化废水电磁强氧化深度处理工艺。完成5.3亿吨钢铁产能超低排放改造、4.6亿吨焦化产能清洁生产改造。
有色金属行业	巩固化解电解铝过剩产能成果，严格执行产能置换，严控新增产能。推进清洁能源替代。提高再生有色金属产量。加快推广应用先进适用绿色低碳技术，推动单位产品能耗持续下降。	电解铝行业推广高效低碳铝电解技术。铜冶炼行业推广短流程冶炼、连续熔炼技术。完成4000台有色窑炉清洁生产改造。
建材行业	加强产能置换监管，加快低效产能退出，严禁新增水泥熟料，平板玻璃产能，引导建材行业向轻型化、集约化、制品化转型。	推动使用粉煤灰、工业废渣、尾矿渣等作为原料或水泥混合材料。推广水泥窑高效低氮预热预分解先进烧成等技术。完成8.5亿吨水泥熟料清洁生产改造。
石化化工行业	优化产能规模和布局，加大落后产能淘汰力度。引导企业转变用能方式。鼓励企业节能升级改造。25年原油一次加工能力控制在10亿吨内，主要产品产能利用率提升至80%以上。	开展高效催化、高效精馏等工艺技术改造，实施绿氢炼化、二氧化碳耦合制甲醇等降碳技术。

资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

根据国家颁布“双碳”目标，高排放行业相继颁布碳达峰目标。以钢铁行业为例，2025年前，钢铁行业需实现碳排放达峰；到2030年，钢铁行业碳排放量较峰值降低30%，预计实现碳减排量4.2亿吨。同时钢铁行业应提高冶炼技术，需大力推进全废钢电炉工艺、推广钢铁工业废水联合再生回用、焦化废水电磁强氧化深度处理工艺。随着“双碳”进程不断深化，行业新工艺、新技术有望推广普及。

图表19: 钢铁及相关行业碳减排行动方案及目标

行动方案		方案目标
钢铁行业	《钢铁行业碳达峰及降碳行动方案》	2025年前, 钢铁行业实现碳排放达峰; 到2030年, 钢铁行业碳排放量较峰值降低30%, 预计实现碳减排量4.2亿吨。
有色金属行业	《有色金属行业碳达峰实施方案》	2025年有色行业力争率先实现碳达峰; 2040年力争实现减碳40%。
建材行业	《推进建筑材料行业碳达峰、碳中和行动倡议书》	我国建筑材料行业要在2025年前全面实现碳达峰, 水泥等行业要提前在2023年前率先实现碳达峰。
石化化工行业	《中国石油和化学工业碳达峰与碳中和宣言》	中国石油宣布力争2025年实现碳达峰。

资料来源: 人民网, 中邮证券研究所

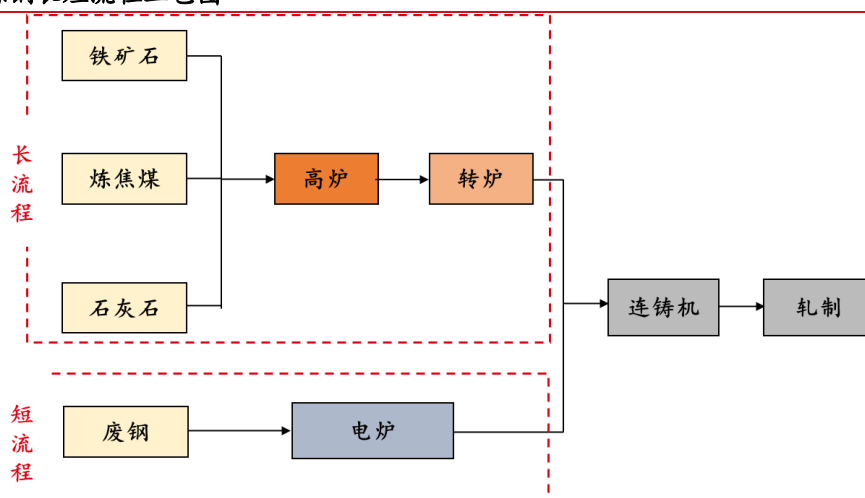
2022年我国钢铁业碳排放量占全国碳排放总量15%左右, 是制造业31个门类中碳排放量最高的行业, 其清洁化、智能化转型对双碳目标的完成至关重要。2022年我国钢产量为10.18亿吨, 转炉法、电炉法产量占比为90%/10%。我国钢铁产能需求大, 对原材料需求较高, 由于废钢资源较少, 难以支撑原材料供给, 因此以铁矿石、石灰石和焦煤为原料的长流程制钢法占据主导地位, 而长流程法吨钢碳排量在2-3吨, 远高于短流程法0.8吨的水平, 导致钢铁行业碳排量长年居高不下。

图表20: 炼钢长短流程生产成本及碳排量对比

	长流程	短流程
吨钢投资(美元)	1000-1500	500-800
劳动生产率(吨钢/每人每年)	600-800	1000-3000
建设周期(年)	4	1-1.5
原料至钢水能耗(标准煤/吨钢)	703.17	213.73
二氧化碳排放(吨)	2-3	0.8

资料来源: 《钢铁长流程和短流程生产模式环境影响对比分析》, 中邮证券研究所

图表21: 炼钢长短流程工艺图



资料来源: 《长流程与短流程炼钢的工艺对比》, 中邮证券研究所



从短期角度出发，实现双碳目标需要通过减量置换的方式进行。2017-2025年，我国钢铁行业计划累计退出炼铁产能 32489 万吨、新建炼铁产能 28457 万吨、净退出 4032 万吨，累计退出炼钢产能 35974 万吨、新建炼钢产能 32007 万吨、净退出 3967 万吨。

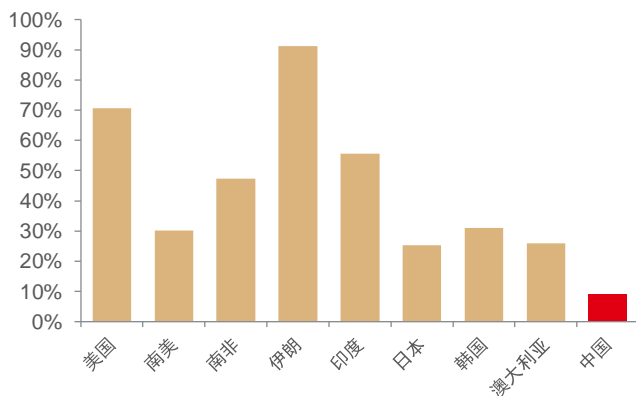
图表22：2017-2025年我国各区域产能减量置换计划

	置换炼铁	置换炼钢	新建炼铁	新建炼钢	炼铁净压减	炼钢净压减
华北	16268	16473	12005	12046	4263	4427
华东	8501	8405	8014	8339	487	66
华南	1833	2652	3047	3945	-1214	-1293
中南	597	1402	827	1322	-230	80
东北	1470	1190	1403	1131	67	59
西北	516	829	579	768	-63	61
西南	3304	5023	2583	4456	721	567
合计	32489	35974	28457	32007	4032	3967

资料来源：我的钢铁网，中邮证券研究所

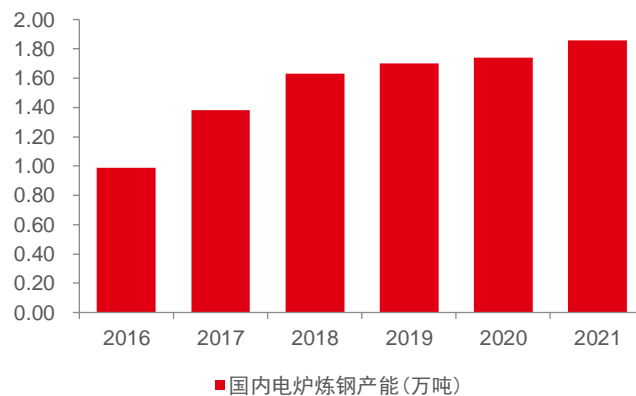
从长期角度出发，冶炼设备需要进行短流程法、绿氢冶炼、碳捕捉等技术改造。推广使用电炉冶炼法可以显著降低钢铁行业的碳排量，因此可将现有高炉-转炉生产线逐渐转为电炉生产线。截至 2021 年，我国电弧炉炼钢产能为 1.86 万吨，近五年 CAGR 为+13.4%，但占比远低于世界主要区域和平均水平。工信部在 2020 年 12 月发布《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》，要求我国到 2025 年电炉钢产量比例提升至 15%以上，力争达到 20%，未来我国电炉冶炼法炼钢提升空间巨大。

图表23：世界主要地区电炉炼钢产能占比



资料来源：我的钢铁网，中邮证券研究所

图表24：2016-2021年国内电炉炼钢产能



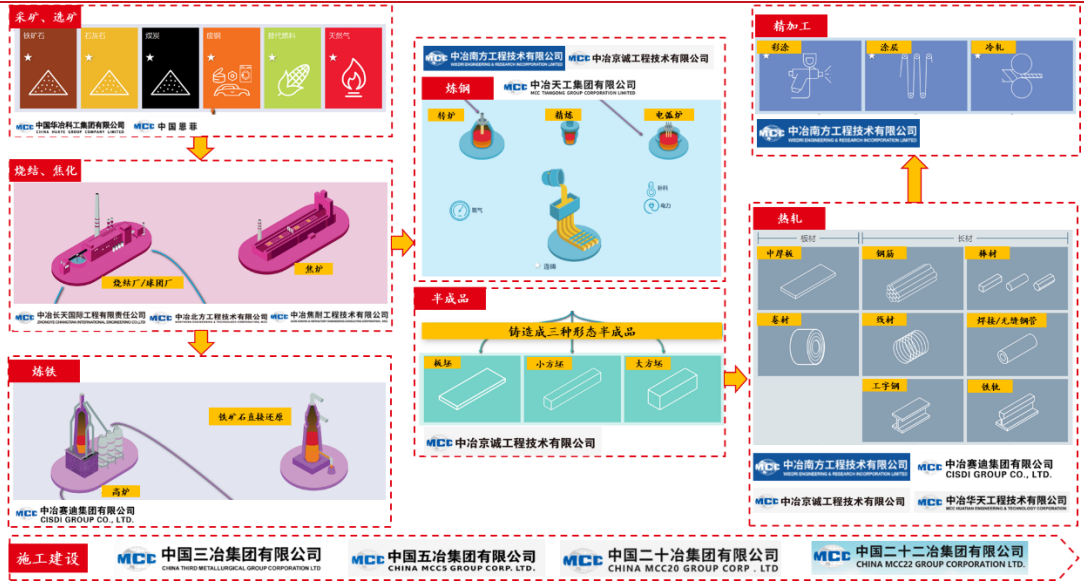
资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

### 2.1.2 公司端：冶金全产业链优势显著，氢冶金+智能改造引领未来

**冶金技术全面，全产业链优势突出。**作为全球最大冶金建设承包商，公司先后承担国内几乎所有大中型钢铁企业主要生产设施的规划、勘察、设计和建设工程，在钢铁生产工艺八大环节处于绝对领先地位：下属子公司中国恩菲和中国华冶擅长采矿、选矿环节；中冶长天、中冶北方、中冶焦耐深耕烧结和焦化技术；中冶赛迪擅长高炉炼铁；中冶天工、中冶京诚、中冶南方在炼钢和热轧领域具备优势，冷轧技术主推中冶南方。公司目前占据国内 90%、全球 60%的冶金市场，以全产业链优势充分体现中国冶金建设硬实力。



图表25：公司旗下子公司所掌握钢铁生产全工艺流程



资料来源：World Steel，中邮证券研究所

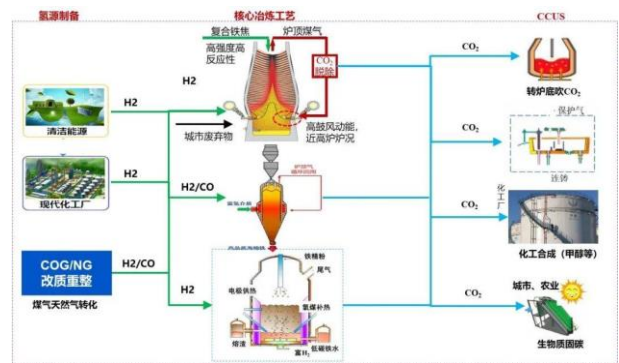
积极布局氢冶金工艺法，加快短流程迭代进程。工艺技术方面，公司通过加快核心技术与工艺的研发，围绕绿色智能目标，形成了一批先进的技术产品。子公司中冶赛迪提出了以“氢能制备—氢能冶炼—CCUS”为主线，通过富氢还原低碳高炉、氢基竖炉直接还原、基于高效预还原的氢基熔融还原三大技术路径，实现绿色低碳氢冶金的技术路线；子公司中冶京诚致力于低碳冶金技术研究，完成了基于干法的煤气精制技术研究，同时掌握了CO<sub>2</sub>脱出和深加工的工艺技术。2020年12月，中冶京诚牵头成立的“中冶京诚-唐钢国际”联合体中标河钢氢能源开发和利用工程示范项目，正式拉开中国氢冶金发展实质性步伐，有望推动钢铁行业由传统“碳冶金”向新型“氢冶金”转变。

图表26：中冶京诚氢冶金技术研究发展进程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表27：中冶赛迪氢冶金技术路线



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

发力产线改造和智能化运维，打造冶金工程第二增长曲线。在工程技改方面，子公司中冶宝钢优势突出，具备现代化冶金生产运营服务能力，拥有为国内外大型冶金企业提供设备检修、生产运营、技术升级改造等服务的经验，冶金工程技改覆盖钢铁企业的炼铁系列、炼钢系列、轧制系列、公辅设施等；在智能化运维方面，恩菲院依托专利技术优势，将信息控制技术植入到生产线和装备中，满足国内矿山和冶炼企业在技改升级、节能减排和运营管理等方面提升的需求，为客户提供专业化、智能化的高端服务。

图表28：中冶宝钢工程技改及管理项目



资料来源：中冶宝钢官网，中邮证券研究所

图表29：恩菲井下无人驾驶电机车全自动远程控制系統



资料来源：恩菲院官网，中邮证券研究所

借助以中冶宝钢为代表的冶金生产运营服务平台，公司成功把握钢铁行业转型升级机遇，切入冶金产线升级改造和装备运维领域，2022年包揽了云南曲靖钢铁转型升级项目等大型项目，后续有望打造公司冶金工程业务新增长点。

图表30：2022年公司重点冶金工程升级改造项目

项目名称	合同金额
云南曲靖钢铁集团双友钢铁有限公司钢铁转型升级一体化项目	26.0
云南玉溪玉昆钢铁集团有限公司产能置换转型升级改造项目棒线工程	23.4
福建三钢闽光股份有限公司钢铁产能置换三明本部高炉工程EPC总承包工程	19.7
贵州安顺铝业等量技术改造工程	14.1
稷山县铭福钢铁制品有限公司产能减量置换炼铁、炼钢总承包项目	13.9
达钢搬迁升级项目炼钢连铸主体工程及公辅系统总承包合同	13.3

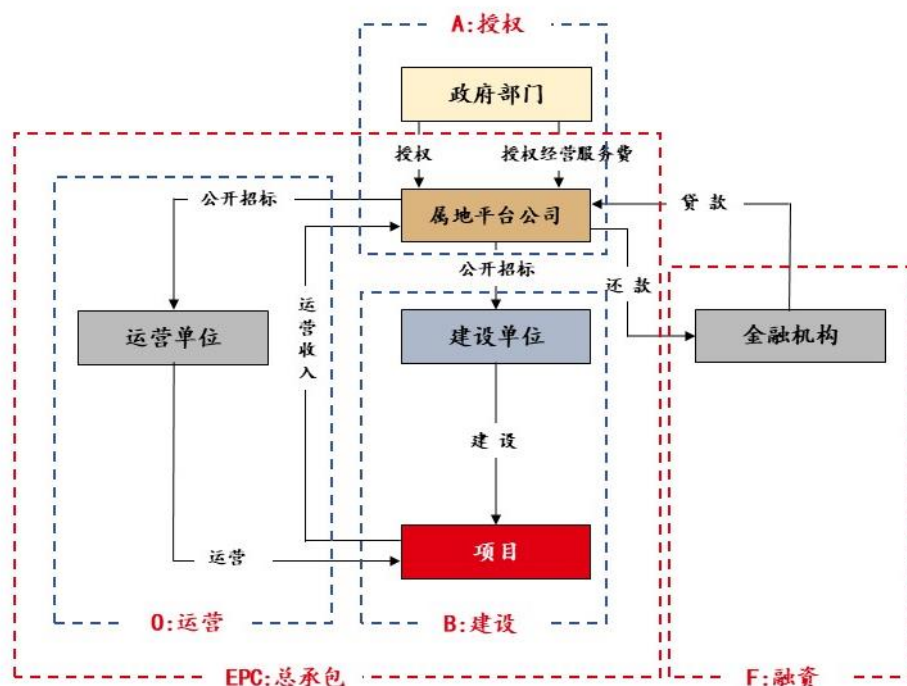
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.2 非钢工程：ABO模式助力基建扩容，新兴产业持续发力

### 2.2.1 “投融建运营”模式催化基建、房建工程业务拓张

随着政府部门在基建领域与社会资本合作的深入，以ABO和EPC+F为代表的投营建模式逐步成为建筑央企的主流。ABO模式即授权(Authorize)、建设(Build)、运营(Operate)，是指政府授权央国企作为项目业主，负责项目的投融资、建设、运营，由政府制定考核规则，据此向央国企支付服务费。在此模式下，政府作为规则制定者和监管者，有助于平台公司更有效率地实现资源整合，提供优质投建营服务。在新型“投融建运营”模式的推动下，公司加大房建、基建工程承接力度，持续深化地方大型战略客户合作，获取房建、基建“高新综大”工程，促进承包模式向一体化方向发展。

图表31：基建行业“投融建运营”一体化模式



资料来源：数据整理，中邮证券研究所

“中冶债”拓宽融资渠道，有效降低融资成本。借助“投融建运营”模式优势，公司发行中冶债用于补充项目资金，现行债券票面利率（加权平均）仅为 3.69%，剩余余额为 137.20 亿元，发行规模较大且利率较低，可有效保证投融建运营项目的顺利完成。

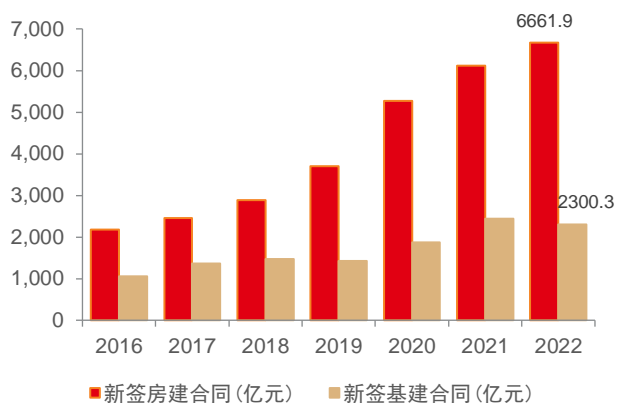
图表32：公司现有存续期债券情况

债券名称	债券代码	最新票面利率	债券类别	债券评级	剩余余额
18 中冶 02	143635.SH	4.98%	一般公司债	AAA 级	2.2 亿元
20 中冶 MTN001	102001274.IB	3.90%	中期票据	AAA 级	20 亿元
20 中冶 MTN002	102001293.IB	3.89%	中期票据	AAA 级	10 亿元
21 中冶 MTN004	102103353.IB	3.30%	中期票据	AAA 级	5 亿元
23 中冶 MTN005	102380443.IB	3.37%	中期票据	AAA 级	20 亿元
23 中冶 MTN006	102380488.IB	3.36%	中期票据	AAA 级	20 亿元
23 中冶 MTN007	102380546.IB	3.37%	中期票据	AAA 级	20 亿元
21 中冶 MTN001	102101395.IB	3.55%	中期票据	AAA 级	20 亿元
21 中冶 MTN002	102101593.IB	3.47%	中期票据	AAA 级	20 亿元

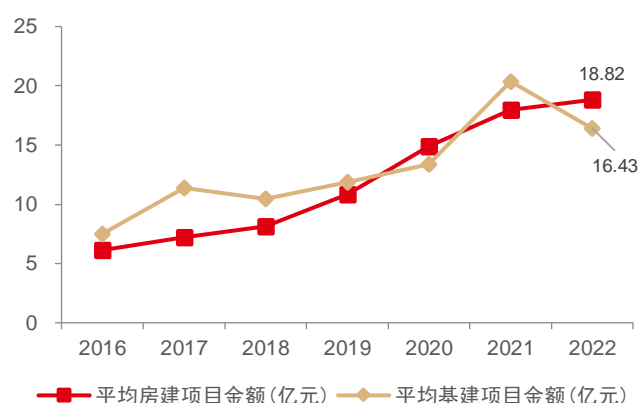
资料来源：iFind, 中邮证券研究所

受益于“投融建运营”一体化模式，公司房建、基建类订单增速迅猛，“高新综大”订单增多。2022 年公司新签房建、基建工程订单 6661.9/2300.3 亿元，2016-2022 年 CAGR 分别为+20.5%/+13.9%，新签订单充足，业务增势强劲。随着公司不断获取“高新综大”项目，房建和基建类单笔订单额度不断上升，2022 年分别为 18.82/16.43 亿元，较 2016 年分别增长 206.9%/118.9%。



**图表33：2016-2022年新签房建、基建订单金额**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表34：2016-2022年房建、基建平均订单金额**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 2.2.2 环保业务多点开花，新能源打造中长期发展路径

公司积极推进节能环保综合服务发展，围绕水环境综合治理、垃圾焚烧、危险废物处理、土壤修复、矿山生态环境治理等细分领域，培育了一批节能环保专业化服务企业。固废环保方面，公司下属中国恩菲目前运营三家生活垃圾焚烧发电企业，2022年处理生活垃圾共计126.55万吨，2022年发电量共计45575.2万千瓦时，相当于减少39.07万吨二氧化碳排放当量。水环境治理方面，公司下属中冶华天依托水环境技术研究院、中国中冶康养产业技术研究院，构建起了水环境综合治理平台。2020年，公司联合中冶华天、中国恩菲成立中冶生态环保集团有限公司，聚焦生态环保产业链整合治理，2022年中冶生态环保累计共处理污水5.68亿吨，实现COD减排量11.37万吨、氨氮减排量1.38万吨。

**图表35：中冶华天马鞍山中心城区水环境综合治理项目**


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

**图表36：中国恩菲合浦县石场采坑生态修复项目**


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

主动切入新能源赛道，深度绑定建筑与光伏产业。作为建筑行业的主力军，公司目前具备光伏、光热发电及太阳能热水系统集成能力，拥有光伏光热相关专利十余项，深耕多年完成多项光伏电站项目。随着政策支持下光伏行业迎来发展，分布式光伏业务有望公司带来新增量空间。

**图表37: 公司各子公司承建光伏新能源重点项目**

项目	承建单位	项目情况	项目场景
晶澳年产 6GW 高性能太阳能电池片项目	中国十九冶	该项目建成后具有年产 6GW 高性能太阳能电池片的生产能力, 与扬州市高端装备制造业、绿色新能源、新材料、轻工、仓储物流以及园区现有项目形成上下游产业链的绿色产业循环经济, 有力助推可再生能源使用。	
上汽集团金桥基地乘用车生产基地分布式光伏发电项目	中国五冶	项目总装机容量约 4MW, 占屋顶面积 7.34 万平方米, 采用标准功率 260W 的多晶硅组件 15094 片, 年发电 380 万 KWh, 为上汽集团降本增效以及促进上海地区环保事业作出积极贡献。	
湛江钢铁 2250 热轧、4200 厚板及 1550 冷轧厂房屋面光伏发电项目	上海宝冶	项目是湛江市最大屋面光伏发电项目, 已实现全容量并网, 建成后能实现年平均发电量 2801.28 万 KWh, 每年可节约标准煤 2915.12 吨、减排二氧化碳 22912.84 吨。	
武钢有限冷轧屋顶光伏发电项目	中冶南方	项目占用屋顶面积 20 万 m <sup>2</sup> , 建成后每年节约标煤 3616 吨, 减少排放二氧化硫 339 吨、氮氧化物 170 吨、二氧化碳 11264 吨, 助力武钢优化能源结构, 助推低碳社会构建。	
沈阳机床集团 36MWp 屋顶分布式光伏项目	中国恩菲	项目总装机容量 36MW, 利用太阳能资源发电, 以 10 千伏电压等级接入当地电网。项目应用通信及智能化技术, 融合工业互联网和大数据分析平台, 实现光伏电站数据采集、电站监控、运维运营的全套智慧监控和运维管理。	

资料来源: 澎湃, 中邮证券研究所

### 3 冶金装备强力支撑，深耕城市运营开发

#### 3.1 受益双碳政策，装备制造业务有望高增

**双碳政策驱动设备升级，冶金装备制造业迎来契机。**钢铁行业已经进入深化供给侧改革，作为碳减排的重点行业，绿色低碳、智能化发展成为主要方向。2021年工信部和发改委先后出台了《钢铁行业产能置换实施办法》和《钢铁冶炼项目备案管理办法》，对现有产能设备升级改造提出新要求，对促进短流程炼钢产线建设给予政策支持，以电炉为代表的核心冶金装备将迎来新的发展契机。此外，数字化转型对装备制造业赋能也将成为行业的发展趋势。

图表38：国家颁布针对钢铁行业冶炼设备升级改造新要求

政策	发布时间	部门	主要内容
《钢铁行业产能置换实施办法》	2021-05-06	工信部	建设炼铁、炼钢产能均须分别实施产能置换，置换过程中的退出产能数量，按照2016年去产能实施方案的钢铁行业冶炼设备清单内产能数量核定；新建氢冶金和Corex、Finex、Hismelt等非高炉炼铁项目仍须严格执行产能置换政策，鼓励行业绿色低碳发展和工艺技术创新。
《关于钢铁冶炼项目备案管理的意见》	2021-05-08	国家发改委	鼓励钢铁冶炼项目建设依托具备条件的现有钢铁冶炼生产厂区集聚发展，推动钢铁行业实现资源集约化、产业规模化发展；建设钢铁项目须满足钢铁行业先进工艺装备水平和领先指标要求，大力鼓励电炉钢发展，采用电弧炉短流程工艺的产能规模不低于200万吨。

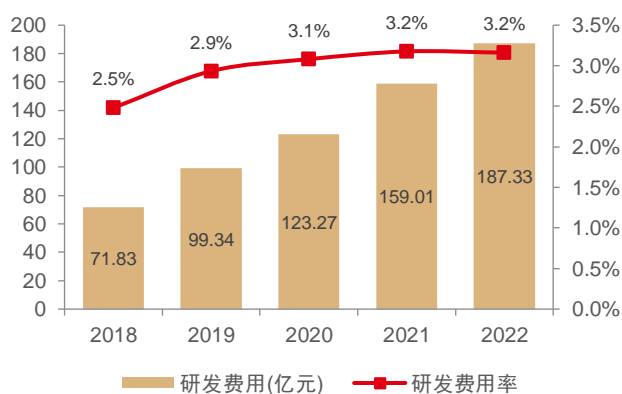
资料来源：中国政府网，国家发改委，中邮证券研究所

**国家冶金建设强力支撑，研发持续投入提振工艺水平。**公司装备制造板块主要包括设备制造和钢结构业务，是冶金装备的“孵化器”，助力冶金工程业务实现高质量发展。近年装备制造业务营收稳步增长，2016-2022年由51.1亿元上升至123.2亿元，期间CAGR为+15.8%。公司持续加大研发投入，加速推进核心装备的技术革新，2018-2022年研发费用支出由71.8亿元上升至187.3亿元，研发费用率亦不断上升，从2.5%稳定至3.2%的较高水平。

图表39：2016-2022年公司装备制造营收及增速



图表40：2018-2022年公司研发费用和研发费率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所







**设备制造类板块：研发+制造保障技术成果，借助“一带一路”成就品牌影响力。**公司装备制造板块围绕研发中试、核心制造、总装集成三大功能定位，拥有自动化实验室和热工产品实验室、烧结球团装备研究中心等多个国家级技术研发中心，研发能力领先全国；同时拥有中冶赛迪装备基地、中冶陕压装备基地等多个核心制造基地，覆盖冶金建设全流程各个工艺环节，具备较强的设备成套能力。公司装备制造业务紧跟国家钢铁产业升级步伐，向“一带一路”沿线国家输出优质核心产品，有效提升了“中冶装备”的品牌影响力，将装备制造业务打造成为冶金建设国家队的“硬支撑”。

**图表41：公司三大研发中心**

研发中心	建立时间	依托单位	研究方向
 <p>国家钢铁冶炼装备系统集成工程技术研究中心</p>	2009年	中冶赛迪	钢铁冶炼新工艺和新流程； 钢铁冶炼关键技术装备； 钢铁冶炼节能减排及资源综合利用技术； 钢铁冶炼装备系统集成仿真技术； 钢铁冶炼装备系统集成评估体系、方法及标准。
 <p>国家钢铁生产能效优化工程技术研究中心</p>	2011年	中冶南方	钢铁生产能效评估； 主要耗能工序能效提升技术； 全流程能源动态预测和优化调度等基础性和行业共性技术的研究； 制定钢铁生产能效提升技术路线图。
 <p>国家烧结球团装备系统集成工程技术研究中心</p>	2011年	中冶长天	大型烧结工艺及装备系统研发； 球团工艺及装备系统研发； 非高炉炼铁工艺及装备系统研发； 钢铁领域环保节能及资源综合利用技术及装备系统的研发。

资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

**图表42：公司三大核心制造基地**

制造基地	基地特色	主要装备产品
 <p>中冶赛迪</p>	中冶赛迪具有核心装备研发、设计、制造及成套相结合的能力，实现了钢铁全流程核心装备的完全自主，形成了以圆盘给料机、高强度平整机、短应力线轧机、万能轧机等二十余项核心技术为引领的一系列拳头产品。	 <p>首条国产化万能重轨生产线</p>
 <p>中冶长天</p>	中冶长天拥有自主知识产权的冶金成套设备、全平衡负压除尘系统技术及装备、活性炭烟气净化成套设备、智能立体停车设备及轨道交通配套设备五大系列几十个品种的主导产品，已遍布国内外冶金行业。	 <p>三轴驱动等厚振动筛</p>



中冶陕压

中冶陕压具备年生产板带轧制设备和板带处理设备 4 万吨、锻钢轧辊 2 万吨、大型精密铸钢件 2 万吨、锻件 4.5 万吨及锻造用钢锭 9 万吨的生产能力，主导产品有 15 个系列、200 多个品种规格，其中 1450 六辊可逆冷轧机组等具有自主知识产权的产品是企业的独有品牌。



回转窑

资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

**钢结构：中国钢结构工程的奠基者。**公司是中国钢结构事业的开拓者之一，在全国布局 32 个钢结构制造基地，基地设计产能达 165 万吨，包括中冶（上海）钢构基地、宝冶郑州钢构基地、五冶成都钢构基地在内，几乎覆盖全国所有经济热点地区，产能、产业规模和制造量均居全国同行业前列。技术方面处于国内领先，具备集研发、设计、制造、安装、检测、监理为一体的全产业链整合优势，打造了一系列包括奥运会鸟巢、雁栖湖 APEC 会展中心、上海世博会主题馆、上海迪士尼乐园等具有品牌影响力的知名工程。

**图表 43：公司钢结构项目**

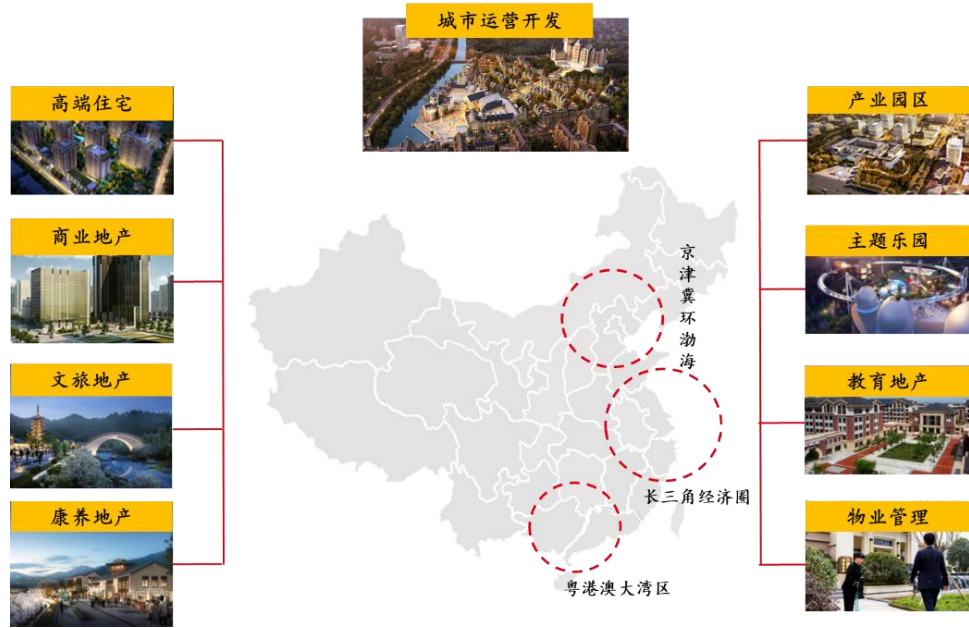


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

### 3.2 聚焦多元地产业务，深耕国内重点区域

**多元业务协同发展，发力三大核心经济圈。**从业务角度出发，公司坚持围绕“一主 N 翼，多轮驱动”的发展战略，以城市开发综合运营商为目标，致力于高端住宅、商业地产、文旅康养、产业园区、主题乐园、教育地产、物业管理多轮驱动，旨在打造新一代高端智慧健康住宅。从区域角度出发，公司分城施策，坚持完成以长三角、珠三角、京津冀环渤海为重点发展区域并辐射全国的战略布局。

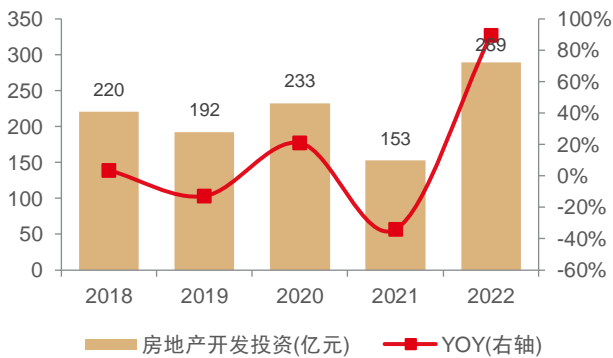
图表44：公司“一主N翼”业务结构及全国三大战略区域布局



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

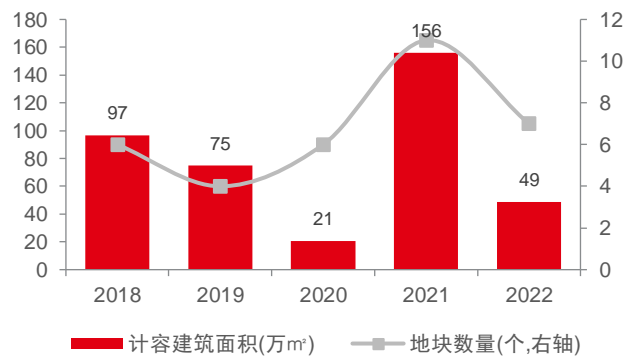
投资开发力度回暖，积极拿地保障中长期发展。近年房地产市场面临严峻挑战，2022 年中央放宽调控政策，行业逐渐回归理性。公司紧握市场机遇，加大投资力度，实现房地产开发投资 289.5 亿元，较 2021 年增长 89.7%。公司以三大经济圈为重点发展区域，通过旧城改造、区域开发等方式增加战略土地储备，为房地产开发业务保驾护航，2022 年获取 5 个项目，共计 7 宗地块，占地面积 23.7 万 $m^2$ ，建筑面积 48.8 万 $m^2$ 。充足的土地储备成为公司房地产开发业务长期可持续发展的重要保障。

图表45：2016-2022 年公司房地产投资开发及增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表46：2018-2022 年公司拿地数量及面积



资料来源：公司公告，中邮证券研究所



**图表47：公司房地产开发重点项目**

项目名称	项目介绍	项目场景
石家庄中冶德贤御府项目	项目位于石家庄市桥西区东良厢村，占地面积 10.04 万 $m^2$ ，计容建筑面积约 30.84 万 $m^2$ ，规划用途为住宅、商业。	
涿州五矿科技产业园项目	项目占地面积 32.7 万 $m^2$ ，计容建筑面积 79.8 万 $m^2$ ，规划用途为住宅、产业、商业。	
青岛盛世广场项目	青岛盛世广场项目占地面积 4.11 万 $m^2$ ，总建筑面积 9.17 万 $m^2$ ，计容建筑面积 5.57 万 $m^2$ ，规划用途为商业。	
南京中冶·盛世滨江项目	项目是中冶置业布局长三角区域的城市开发运营扛鼎之作，涵盖了和记洋行旧改主题商业、低密度豪宅、地铁上盖、江景高层、滨江特色商业街、等多种业态。	

资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

## 4 海外矿山资源亮眼，积极布局新能源赛道

### 4.1 坐拥多处海外矿山，资源优质储量充足

矿山矿产品位较高，资源保有量充足。公司矿产资源储量丰富，境外矿山遍及亚洲、大洋洲、南美和非洲等地，铜、锌等基本金属资源量位列全球第一梯队。公司目前开发及运营的重大矿产资源项目共计 5 个：

1) **巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目**：资源保有量 1.432 亿吨，镍平均品位 1.01%，钴平均品位 0.1%。以当前产能计算可满足 40 年开采，是全球现有已投产红土镍矿中达产率和运营水平最高的矿山；

2) **巴基斯坦山达克铜金矿项目**：东矿体估算保有资源量 3.58 亿吨，铜平均品位 0.36%，折合铜金属量 129 万吨；保有储量 8324 万吨，铜平均品位 0.375%，折合铜金属量 31 万吨，按储量计算可基本满足项目 20 年所需，项目已启动实施采选扩产工程，计划 2023 年四季度投产后将粗铜产量提高到 2.4 万吨/年；

3) **巴基斯坦杜达铅锌矿项目**：项目估算保有锌金属量 87 万吨、铅金属量 39 万吨，锌平均品位 7.84%、铅平均品位 3.55%，基本满足项目平稳运行近 20 年。北杜达矿区成矿潜力较大，“十四五”期间有望实现铅锌资源翻倍；

4) **巴基斯坦锡亚迪克铜矿项目**：已完成 3 个采矿权的收购，铜矿资源 10.14 亿吨，铜金属量 327.87 万吨，平均品位 0.32%，是公司上市以来首座新增铜矿，目前处于预可研阶段；

5) 阿富汗艾娜克铜矿项目：项目资源量 6.62 亿吨，铜金属量达 1108 万吨，铜平均品位为 1.67%，属于世界级特大型铜矿床，项目尚处于谈判阶段。

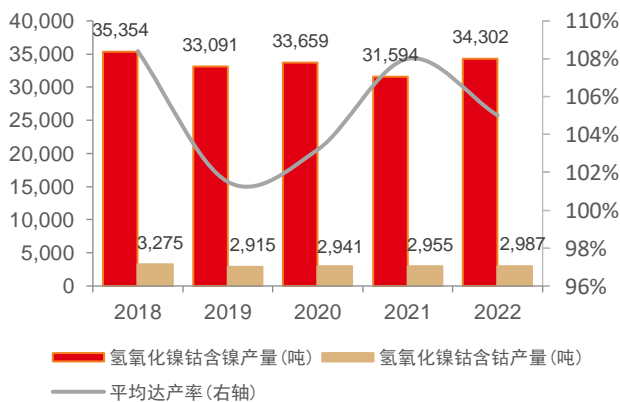
图表48：公司目前开发及运营的重大矿山区位及资源情况



资料来源：公司公告，公司官网，中邮证券研究所

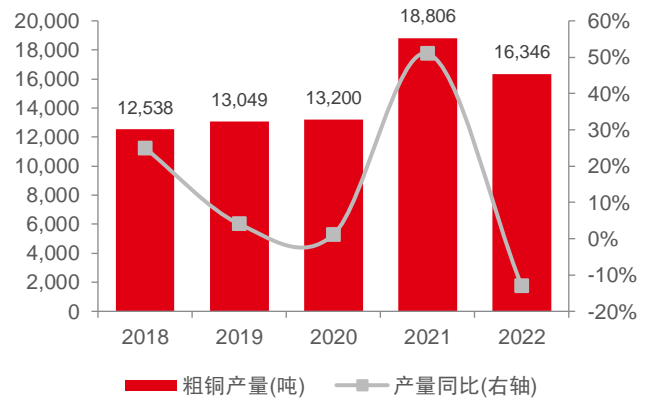
量价齐升推动营收高增，成本上升导致利润承压。2022 年公司出矿量明显增长，巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿平均达产率 105%，再度实现超产，巴基斯坦山达克铜金矿项目出矿量超产 21%，巴基斯坦杜达铅锌矿项目出矿量 51.3 万吨，同比增长 20.1%。同时受益于新能源产业迅速发展，有色金属需求量增加，利好矿石价格。量价双重因素驱动收入增厚，2022 年资源开发业务营收为 88.7 亿元，较 2021 年增长 32.9%。受欧洲能源危机等因素影响，国际油价偏高运行，带动有色金属成本上涨，导致 2022 年资源开发业务毛利率下降至 36.4%。

图表49：2018-2022 年巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿产量

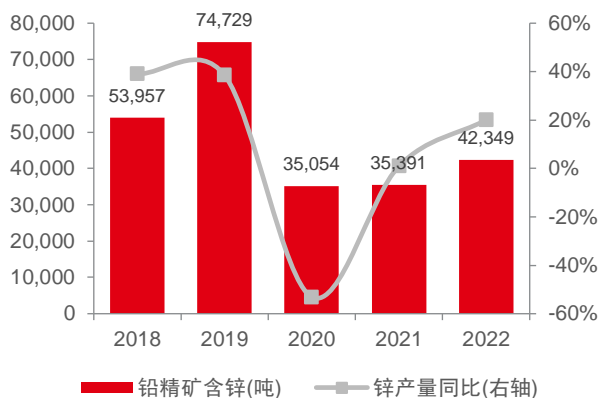


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

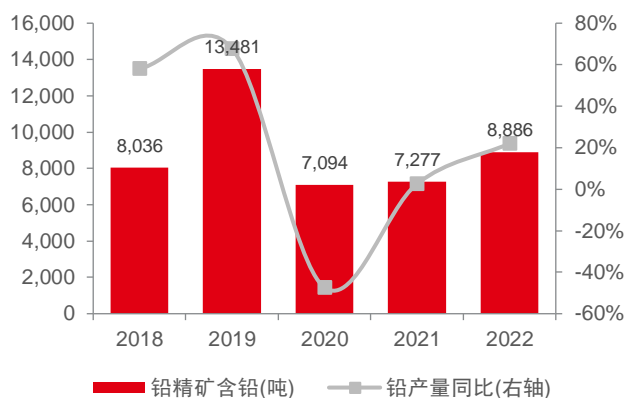
图表50：2018-2022 年巴基斯坦山达克铜金矿产量及同比



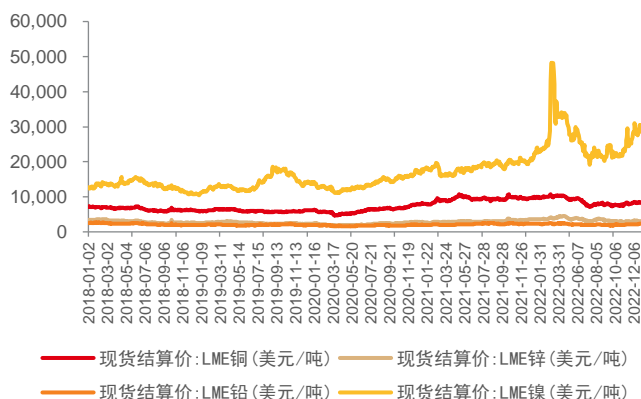
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表51：2018-2022 巴基斯坦杜达铅锌矿铅产量及同比**


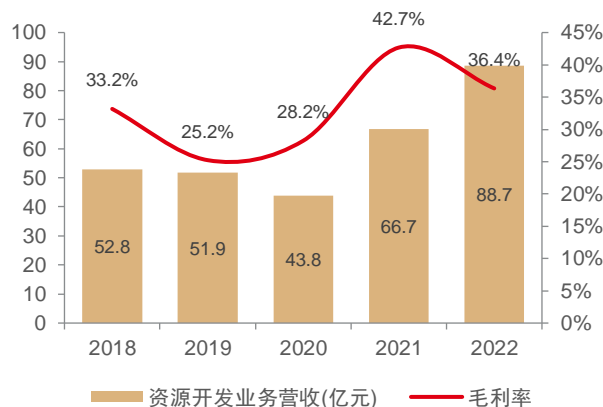
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表52：2018-2022 巴基斯坦杜达铅锌矿锌产量及同比**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表53：2018-2022 年 LME 镍、铜、锌、铅价格走势**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表54：2018-2022 年资源开发业务营收及毛利率**


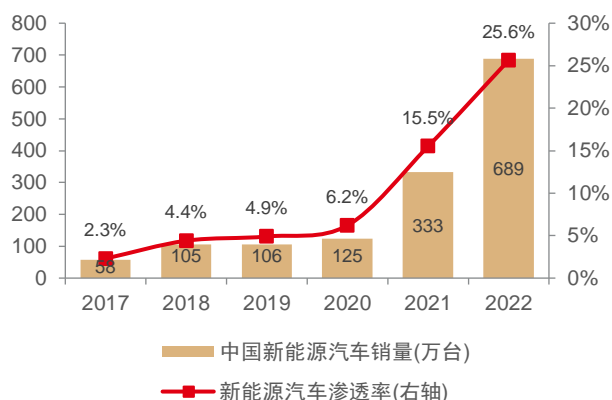
资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 4.2 镍资源开发产业链完备，三元前驱体顺利量产

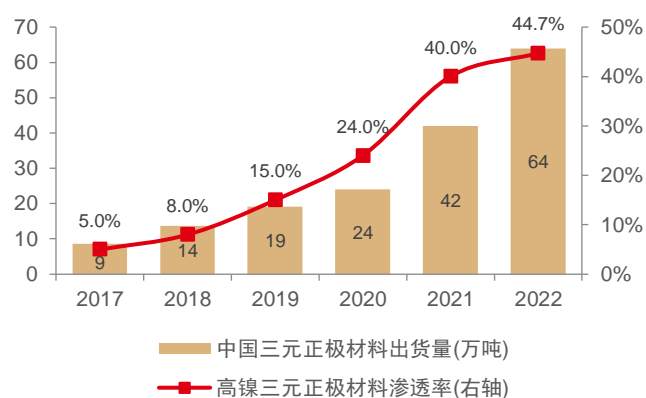
**新能源汽车销量高增，正极材料高镍化加深。**2021 年以来新能源汽车迎来拐点，渗透率不断提升，2022 年中国新能源汽车销量高达 689 万台，较 2020 年增长 452.9%，渗透率升至 25.6%，逐渐抢占主流汽车市场，同年三元正极材料出货量也创下 64 万吨的新高。产业新周期下，新能源汽车对电池能量密度、安全性能等方面要求愈发严格，高镍化成为主要趋势，2017-2022 年国内高镍三元正极材料渗透率由 5.0% 上升至 44.7%。



图表55：2017-2022年中国新能源汽车销量及渗透率



图表56：2017-2022年中国高镍三元正极材料渗透率



资料来源：中商情报网，中国汽车工业协会，中邮证券研究所

资料来源：华经产业研究院，中商情报网，GGII，电池工业网，中邮证券研究所

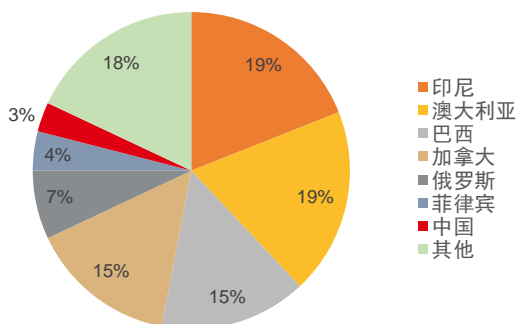
**高镍三元电池具备里程和成本双重优势。**续航里程方面，高镍正极能量密度高，具备里程优势，能够满足高端车型市场竞争力提升的需要；成本方面，通过材料体系优化、电芯制造工艺改进和良率提升、PACK 结构优化等方式，高镍电池系统成本持续下降。随着新能源补贴的持续减少，新能源企业的技术研发将朝高能量密度发展，高镍材料占比将继续增加。

图表57：镍三元电池与磷酸铁锂电池优势对比

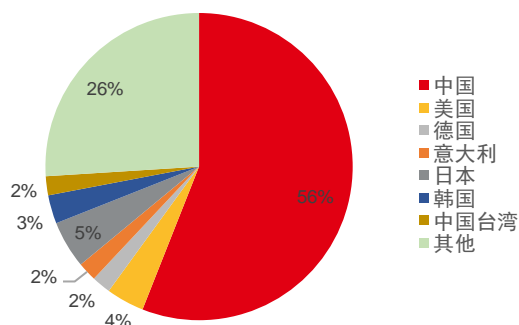
性能指标	镍三元电池	磷酸铁锂电池
能量密度	优	
安全性		优
循环性能		优
成本	优	
速度	优	
续航	优	
抵抗低温	优	

资料来源：高工锂电，中邮证券研究所

**国内镍资源储量稀缺，难以满足长期消费需求。**2021年全球镍资源储量高达9500万吨，区域分布较为集中，产量与其储量密切相关。中国镍的储量较少，仅占全球3%，受储量较少影响，产量占比仅为4.8%，但镍资源消费占比高达56%，国内稀缺的资源储量难以满足日益上升的原料需求。

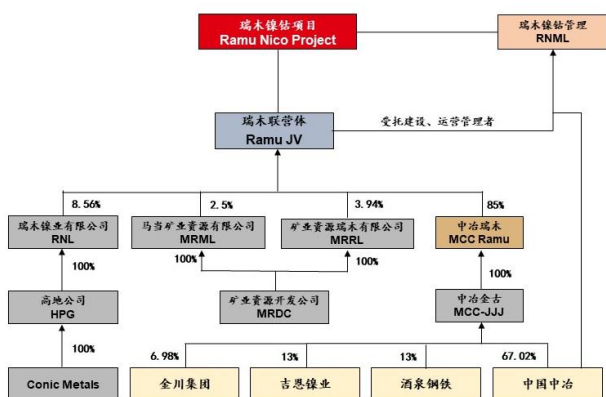
**图表58：2021 年全球镍资源分布**


资料来源：USGS，中邮证券研究所

**图表59：2021 年全球镍消费占比**


资料来源：USGS，中邮证券研究所

**中冶瑞木镍钴达产率高，高镍三元前驱体顺利量产。**瑞木镍钴红土矿是中国企业在境外最大的镍钴矿投资项目，公司持有项目 57% 股权。项目平均达产率位列世界湿法冶炼红土镍矿第一，镍矿总资源量 1.432 亿吨，原料充足且品质优良。2017 年 9 月，中冶集团联合国轩高科、比亚迪、曹发展共同投资设立中冶瑞木，投资建设中冶新材料项目，将瑞木镍钴矿的氢氧化镍钴产品加工成高镍三元前驱体材料，目前 8 系高镍三元前驱体产品正式量产，5 系、6 系高镍三元前驱体产品已应用于广汽、上汽、蔚来、小鹏等车企的常规续航里程车型。公司利用优质资源，依托正极材料技术优势，打造以高镍三元前驱体为核心的新能源板块。

**图表60：瑞木项目投资结构**


资料来源：瑞木官网，中邮证券研究所

**图表61：瑞木公司氢氧化镍钴产品**


资料来源：瑞木官网，中邮证券研究所

### 4.3 研发基地提供技术支撑，多晶硅业务有望迎来重估

**硅基材料研发技术成熟，助力通信产业发展。**公司在国内率先建成多晶硅生产线，突破了规模化生产的工艺和装备技术瓶颈。子公司中硅高科拥有“多晶硅制备技术国家工程实验室”“河南省多晶硅工程技术研究中心”和洛阳、偃师两个多晶硅生产基地，目前总生产能力已达到 10000 吨/年，进入世界 Top10，产品包含电子级多晶硅、高纯四氯化硅、电子级三氯氢硅等，主要服务于光通信及半导体行业。

**图表62：硅基电子材料产品**


资料来源：中硅高科官网，中邮证券研究所

**图表63：国家唯一多晶硅制备技术国家工程实验室**


资料来源：恩菲院官网，中邮证券研究所

洛阳中硅实施的电子信息材料转型升级项目是填补国内高端硅基材料空白的“进口替代”项目，分两期建设：一期项目占地 350 亩，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、原料级和电子级六氯乙硅烷等多种半导体电子材料，计划 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。目前二期第一批 9 种产品已研发成功，具备产业化条件，计划于 2023 年开工建设。项目技术来源于洛阳中硅承担的国家工业强基工程、郑洛新自主创新示范区重大专项等成果，发展前景广阔，在推动电子信息产业链自主可控的大背景下，多晶硅业务有望获得重估。

#### 4.4 恩菲院工程设计底蕴深厚，新政策释放核心竞争力

恩菲院打造公司矿山工程设计领域优势。公司下属恩菲院拥有全行业工程设计综合甲级资质。成立 70 年来在 30 多个国家和地区参与了 1.2 万个工程项目，深耕非煤矿山、有色冶金等业务，拥有地质、采矿、选矿、尾矿、冶炼、热工等 40 多个专业的设计优势，是国内少有具备咨询、设计、建设、投资、运营“五位一体”服务能力的企业。依托“833231”研发平台，中国恩菲院打造了大批高市场价值的设计成果。目前中国恩菲院正加速数字智能化、绿色化转型，全力打造有色矿冶国家队，为产业升级贡献力量。

**图表64：中国恩菲院国内外重点工程设计项目**


资料来源：恩菲院官网，中邮证券研究所

**新政策鼓励矿企加快转采、投产，尽快释放产能。**2023年4月14日财政部、自然资源部、税务总局印发了《矿业权出让收益征收办法》，一方面，明确按出让收益率征收的方式，对144个矿种分“按额征收”和“逐年按率征收”两部分缴纳矿业权出让收益。其中“逐年按率征收”部分，由矿业权人在开采销售后依据销售收入一定比例按年缴纳。另一方面，降低了按金额形式征收的首付比例，最大程度延长了分期缴款年限。出让收益征收方式的调整充分尊重矿业勘查开发客观规律，有效解决了征收节奏靠前偏快问题，缓解了矿企资金压力，促使矿企加快勘探节奏，尽快释放产能。**中国恩菲院在矿山工程设计领域具备显著优势，《办法》的推出有助于恩菲院扩大业务承包规模，充分增厚公司业绩。**

**图表65：《矿业权出让收益征收办法》主要内容**

调整方面	调整内容
征收管理体制	在保持中央与地方总体分成比例稳定的基础上，细化明确不同情形。与非税收入征收管理职责划转改革衔接，调整明确部门间的征收管理职责。
出让收益征收方式	1) 明确按出让收益率征收的方式，分“按额征收”和“逐年按率征收”缴纳矿业权出让收益。“逐年按率征收”部分，由矿业权人在开采销售后依据销售收入一定比例按年缴纳。 2) 降低按金额形式征收的首付比例，最大程度延长了分期缴款年限，细化了市场基准价的相关规定。
缴款和退库	对矿业权人据实申报和缴款责任做出规定，确保征收机制落地落实。将矿业权人缴款时限从收到缴款通知书7日内延长至30日内，便于其筹集资金。
新旧政策衔接	区分2017年7月1日前、2017年7月1日至《办法》实施日以及《办法》实施日后三个时间段，结合矿业权是否涉及国家出资探明矿产地以及矿种是否在《矿种目录》



内，分别作了细化规定。强调已签订的合同或分期缴款批复不再调整，矿业权人可按照合同约定或批复情况，继续缴纳剩余部分。对于部分企业欠缴的矿业权出让收益，一次性补缴压力较大的，允许分期缴纳。

资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别 6812.39/7742.61/8649.21 亿元，毛利率分别为 9.81%/9.84%/9.86%，归母净利润分别为 121.14/143.13/157.70 亿元：

- 1) 工程承包：疫情管控政策优化后，公司传统工程承包主业将逐渐复苏，根据新签订单和历年营收新签比，预计 23-25 年对应营收为 6330.07/7216.28/8082.24 亿元，YOY+15.00%/+14.00%/+12.00%，毛利率分别为 9.00%/9.00%/9.00%；
- 2) 房地产开发：公司现有土储规模能够保证未来投资开发稳定增长，预计 23-25 年房地产开发业务营收分别为 238.63/248.18/255.62 亿元，YOY+5.00%/+4.00%/+3.00%，毛利率分别为 15.00%/15.00%/15.00%；
- 3) 装备制造：双碳背景下产线升级改造需求增加，智能化冶金设备及装配式钢结构市场需求向好，预计 23-25 年装备制造业务营收分别为 135.51/150.41/163.95 亿元，YOY+10.00%/+11.00%/+9.00%，毛利率分别为 15.00%/15.00%/15.00%；
- 4) 资源开发：随着巴基斯坦山达克铜金矿项目扩产和洛阳中硅多晶硅项目一期投产，预计 23-25 年资源开发业务营收将增长至 108.18/127.74/147.40 亿元，YOY+22.02%/+18.08%/+15.39%，毛利率分别为 39.00%/41.00%/42.50%。

图表66：盈利预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>工程承包</b>					
营业收入	4622.90	5504.41	6330.07	7216.28	8082.24
YOY	27.01%	19.07%	15.00%	14.00%	12.00%
毛利率	9.19%	8.96%	9.00%	9.00%	9.00%
<b>房地产开发</b>					
营业收入	214.16	227.27	238.63	248.18	255.62
YOY	-11.19%	6.12%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	23.48%	11.00%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>装备制造</b>					
营业收入	116.23	123.19	135.51	150.41	163.95
YOY	5.12%	5.99%	10.00%	11.00%	9.00%
毛利率	15.12%	11.58%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>资源开发</b>					
营业收入	66.69	88.66	108.18	127.74	147.40
YOY	52.12%	32.94%	22.02%	18.08%	15.39%

毛利率	42.67%	36.35%	39.00%	41.00%	42.50%
<b>合计</b>					
营业收入	5005.72	5926.69	6812.39	7742.61	8649.21
YOY	25.11%	18.40%	14.94%	13.65%	11.71%
毛利率	10.62%	9.64%	9.81%	9.84%	9.86%
归母净利润	83.75	102.72	121.14	143.13	157.70
净利率	1.67%	1.73%	1.78%	1.85%	1.82%

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所预测

## 5.2 估值与投资建议

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 6812.39/7742.61/8649.21 亿元，归母净利润分别为 121.14/143.13/157.70 亿元，对应 23-25 年 PE 为 7.8/6.6/6.0X，略低于可比公司平均值。“十四五”期间公司工程订单有望持续放量，“双碳”背景下装备制造业务具有较大提升空间，矿山项目陆续投产也将增厚资源板块业绩。基于以上三点，我们看好公司未来发展，首次覆盖给予“买入”评级。

图表67：可比公司估值

股票代码	公司	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS				PE			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601800.SH	中国交建	12.16	1627.00	1.18	1.34	1.48	1.64	6.81	9.10	8.20	7.42
601668.SH	中国建筑	6.37	2671.00	1.22	1.41	1.56	1.66	4.47	4.52	4.09	3.84
601390.SH	中国中铁	8.55	109.50	1.26	1.42	1.61	1.81	4.4	6.18	5.47	4.85
601117.SH	中国化学	10.11	617.70	0.89	1.09	1.29	1.48	8.96	9.27	7.85	6.84
600048.SH	保利发展	14.37	1720	1.53	1.89	2.12	2.21	9.87	8.38	6.85	5.97
000002.SZ	万科A	15.30	1725	1.94	1.99	2.08	2.16	9.36	7.69	7.36	7.09
600496.SH	精工钢构	3.99	80.31	0.35	0.46	0.55	0.61	11.26	8.76	7.28	6.59
601899.SH	紫金矿业	13.29	3417	0.76	0.96	1.12	1.40	13.14	13.81	11.92	9.49
600362.SH	江西铜业	20.88	609.2	1.73	1.68	1.83	1.79	10.07	12.43	11.43	11.70
<b>综合平均</b>								<b>9.66</b>	<b>9.30</b>	<b>8.12</b>	<b>7.36</b>
601618.SH	中国中冶	4.54	940.90	0.50	0.58	0.69	0.76	9.16	7.77	6.57	5.97

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：中国交建/中国建筑/中国中铁/中国化学/保利发展/万科A/精工钢构/紫金矿业/江西铜业 23-25 年 EPS 均来自 iFind 一致预测，中国中冶 23-25 年 EPS 为中邮证券研究所预测，股价时间为 2023-5-5

## 6 风险提示

**基建投资增速不及预期：**公司工程承包业务营收占比 90%以上，若基建投资增速弱于预期，或将导致新增订单不及预期；

**新能源需求不及预期：**受益大宗商品上涨及高镍三元电池需求增长，资源开发维系较高利润水平，若新能源行业增速放缓，金属价格或将回调，对公司未来业绩造成扰动；

**海外业务不确定性上升：**俄乌战争导致全球地缘政治风险上升，公司海外工程和矿产资源比例较重，或对公司经营业绩造成冲击。



**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	592,669.0	681,239.3	774,261.2	864,921.0	营业收入	18.40%	14.94%	13.65%	11.71%
营业成本	535,516.9	614,437.5	698,098.5	779,622.8	营业利润	8.63%	21.69%	18.17%	11.73%
税金及附加	1,870.77	2,384.34	2,709.91	3,027.22	归属于母公司净利润	22.66%	17.93%	18.16%	10.18%
销售费用	2,883.12	3,269.95	3,716.45	4,151.62	<b>获利能力</b>				
管理费用	11,273.97	12,875.42	14,556.11	17,038.94	毛利率	9.64%	9.81%	9.84%	9.86%
研发费用	18,732.63	21,935.91	25,163.49	28,282.92	净利率	1.73%	1.78%	1.85%	1.82%
财务费用	940.84	920.00	910.00	915.00	ROE	8.48%	9.09%	9.70%	9.66%
资产减值损失	-1,359.65	-1,700.00	-1,790.00	-1,880.00	ROIC	7.17%	10.44%	10.90%	10.96%
<b>营业利润</b>	<b>15,384.88</b>	<b>18,721.81</b>	<b>22,123.02</b>	<b>24,718.63</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	323.06	350.00	376.00	367.00	资产负债率	72.34%	72.66%	72.79%	72.67%
营业外支出	315.82	360.00	390.00	410.00	流动比率	1.14	1.14	1.15	1.16
<b>利润总额</b>	<b>15,392.12</b>	<b>18,711.81</b>	<b>22,109.02</b>	<b>24,675.63</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	2,464.64	3,181.01	3,758.53	4,194.86	应收账款周转率	6.68	6.79	6.79	6.75
<b>净利润</b>	<b>12,927.47</b>	<b>15,530.80</b>	<b>18,350.49</b>	<b>20,480.77</b>	存货周转率	8.36	8.01	8.04	7.99
<b>归母净利润</b>	<b>10,272.36</b>	<b>12,114.02</b>	<b>14,313.38</b>	<b>15,770.19</b>	总资产周转率	1.05	1.10	1.13	1.14
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.58</b>	<b>0.69</b>	<b>0.76</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.50	0.58	0.69	0.76
货币资金	45,485.41	45,421.68	58,549.64	65,265.09	每股净资产	5.84	6.43	7.12	7.88
交易性金融资产	178.03	178.03	178.03	178.03	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	98,567.10	113,033.4	127,546.7	142,837.1	PE	9.16	7.77	6.57	5.97
预付款项	36,352.53	49,155.01	48,866.90	54,573.60	PB	0.78	0.71	0.64	0.58
存货	79,948.63	90,152.53	102,402.9	114,123.9	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>438,205.6</b>	<b>495,745.1</b>	<b>560,444.1</b>	<b>624,563.4</b>	净利润	12,927.47	15,530.80	18,350.49	20,480.77
固定资产	25,411.11	27,673.61	30,026.61	32,470.11	折旧和摊销	3,931.44	937.50	947.00	956.50
在建工程	4,077.35	3,777.35	3,477.35	3,177.35	营运资本变动	-5,050.07	-14,732.0	-4,859.53	-11,801.8
无形资产	22,026.29	23,726.29	25,336.29	27,356.29	其他	6,344.21	9,608.73	10,052.52	10,179.86
<b>非流动资产合计</b>	<b>147,178.7</b>	<b>153,341.2</b>	<b>159,204.2</b>	<b>166,867.7</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>18,153.06</b>	<b>11,345.00</b>	<b>24,490.48</b>	<b>19,815.31</b>
<b>资产总计</b>	<b>585,384.3</b>	<b>649,086.4</b>	<b>719,648.4</b>	<b>791,431.2</b>	资本开支	-3,809.66	-4,573.75	-4,636.57	-5,156.51
短期借款	20,192.88	20,192.88	20,192.88	20,192.88	其他	-2,749.69	-4,134.97	-3,825.95	-5,143.35
应付票据及应付账款	224,346.5	258,328.3	294,526.9	330,470.6	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6,559.35</b>	<b>-8,708.73</b>	<b>-8,462.52</b>	<b>-10,299.8</b>
其他流动负债	141,305.2	155,494.6	171,507.5	186,865.8	股权融资	5,413.65	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>385,844.6</b>	<b>434,015.8</b>	<b>486,227.3</b>	<b>537,529.4</b>	债务融资	-1,663.67	0.00	0.00	0.00
其他	460.36	460.36	460.36	460.36	其他	-13,420.1	-2,700.00	-2,900.00	-2,800.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>37,630.62</b>	<b>37,630.62</b>	<b>37,630.62</b>	<b>37,630.62</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-9,670.18</b>	<b>-2,700.00</b>	<b>-2,900.00</b>	<b>-2,800.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>423,475.2</b>	<b>471,646.4</b>	<b>523,858.0</b>	<b>575,160.0</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>2,251.39</b>	<b>-63.73</b>	<b>13,127.96</b>	<b>6,715.45</b>
股本	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62	<b>加额</b>				
资本公积金	22,601.59	22,601.59	22,601.59	22,601.59					
未分配利润	45,102.42	55,399.34	67,565.71	80,970.37					
少数股东权益	40,800.79	44,217.57	48,254.67	52,965.25					
其他	32,680.71	34,497.81	36,644.82	39,010.35					
<b>所有者权益合计</b>	<b>161,909.1</b>	<b>177,439.9</b>	<b>195,790.4</b>	<b>216,271.1</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>585,384.3</b>	<b>649,086.4</b>	<b>719,648.4</b>	<b>791,431.2</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048