

投资评级 优于大市 首次覆盖
股票数据

06月07日收盘价(元)	3.96
52周股价波动(元)	2.86-4.68
总股本/流通A股(百万股)	20724/17853
总市值/流通市值(百万元)	82066/82066

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.8	-1.7	6.5
相对涨幅(%)	-7.1	6.4	12.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:xzj12156@haitong.com

证书:S0850518020001

联系人:曹有成

Tel:(021)23185701

Email:cyc13555@haitong.com

联系人:郭好格

Tel:13718567611

Email:ghg14711@haitong.com

全球最强冶金建设运营商, 矿产资源积极拓展

投资要点:

- 全球最大最强的冶金建设企业, 营收和归母净利润稳定增长。** 公司是全球最大最强的冶金建设承包商和冶金企业运营服务商。公司先后承担了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。2020-2022年公司营收复合增速为21.71%, 归母净利润复合增速为14.30%。2022年营收分业务看, 工程承包、房地产开发、装备制造、资源开发分别占比92.87%、3.83%、2.08%、1.50%。2020-2022年海外地区营收复合增速为13.62%。2020-2022年新签订单复合增速为14.87%。
- 冶金工程国内绝对领先地位持续筑牢, 坚持推进国际化战略。** 冶金工程领域, 公司凭借无可替代的冶金全产业链优势, 基本囊括了国内主要重大冶金建设工程, 冶金建设国家队的绝对领先地位持续筑牢, 2020-2022年冶金工程新签合同额复合增速为15.71%, 营收复合增速19.69%。海外冶金工程领域, 公司继续深耕“一带一路”共建国家以及区域全面经济伙伴关系国家市场, 聚焦重点市场和培育潜力市场, 坚持推进国际化和属地化发展战略, 2022年签订合同金额达40.2亿元的越南和发榕橘钢铁二期炼铁、炼钢、烧结和原料场项目。
- 非钢工程持续发力, 装备制造基本全流程覆盖。** 公司持续发力房建和基础设施建设业务, 精准优化房建业务营销结构, 重点向超高层、大型综合体、高端房建等细分领域发力, 2020-2022年房建与建筑工程营收复合增速为32.00%, 2020-2022年交通基础设施营收复合增速为16.68%。公司装备制造业务主要包括冶金设备及其零部件、钢结构及其他金属制品的研发、设计、制造、销售、安装、调试、检修和相关服务。2020-2022年装备制造营收复合增速为5.55%。
- 矿产资源业务积极开拓, 利润贡献逐年提升。** 公司资源开发业务主要集中在镍、铜、锌、铅等金属矿产资源的采矿、选矿、冶炼等领域, 各项生产经营指标完成值大幅超过预算目标值, 持续发挥利润大户作用, 2020-2022年资源开发业务营收复合增速为42.22%。2022年公司开发及运营中的重要矿产资源项目如下: (1) 巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿: 累计生产氢氧化镍钴含镍3.43万吨, 含钴0.30万吨, 同增9%; 营收47.46亿元, 同增21%。(2) 巴基斯坦山达克铜金矿: 累计生产粗铜1.63万吨, 同减13%; 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: 累计生产锌精矿含锌4.23万吨、铅精矿含铅0.89万吨, 分别同增20%、22%。营收8.23亿元, 同增51.54%。(4) 洛阳中硅多晶硅: 新产品销售收入突破2.9亿元, 同增164%, 净利润4.22亿元, 同增269%。
- 盈利预测与评级。** 公司在手订单充足, 公司未来业绩大概率向好, 我们预计公司23-24年EPS分别为0.58、0.67元, 公司作为行业龙头, 享有一定的龙头效应, 给予23年9-10倍市盈率, 合理价值区间5.22-5.80元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
 风险提示。 回款风险, 政策风险, 经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	500572	592669	680438	775384	876973
(+/-)YoY(%)	25.1%	18.4%	14.8%	14.0%	13.1%
净利润(百万元)	8375	10272	11958	13878	15852
(+/-)YoY(%)	6.5%	22.7%	16.4%	16.1%	14.2%
全面摊薄EPS(元)	0.40	0.50	0.58	0.67	0.76
毛利率(%)	10.6%	9.6%	9.7%	9.8%	9.8%
净资产收益率(%)	7.8%	8.5%	9.4%	10.3%	11.0%

 资料来源: 公司年报(2021、2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
601390.SH	中国中铁	1935.62	1.12	1.26	1.43	5.15	4.40	5.48
601669.SH	中国电建	988.78	0.56	0.76	0.76	14.32	9.38	7.54
均值			0.84	1.01	1.10	9.74	6.89	6.51

注：收盘价为 2023 年 6 月 7 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

1、我们预计公司工程承包业务将保持稳定增长，2022 年全年新签合同 1.35 万亿元，
 同增 11.7%，2023、2024、2025 年营收分别增长 15%、14%、13%，毛利率保持稳定；

2、我们预计公司房地产业务将保持稳定增长，2022 年增速为 6.12%，预计 2023
 至 2025 年增速基本保持一致，2023、2024、2025 年营收分别增长 6.12%、6.12%、
 6.12%，毛利率保持稳定；

3、我们预计公司装备制造业务将保持稳定增长，2022 年增速为 5.99%，预计 2023
 至 2025 年增速基本保持一致，2023、2024、2025 年营收分别增长 5.99%、5.99%、
 5.99%，毛利率保持稳定；

4、我们预计公司资源开发业务将保持稳定增长，2022 年增速为 32.94%，预计 2023
 至 2025 年增速基本保持一致，2023、2024、2025 年营收分别增长 32.94%、32.94%、
 32.94%，毛利率保持稳定；

5、我们预计公司其他业务将保持稳定增长，2023、2024、2025 年营收分别增长
 10%、10%、10%，毛利率保持稳定；

6、我们预计公司内部抵销业务将保持稳定增长，2023、2024、2025 年营收分别增
 长 5%、5%、5%，毛利率保持稳定；

表2 分项业务预测表 (单位: 百万元)

工程承包	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	550440.81	633006.93	721627.90	815439.53
增长率	19.07%	15.00%	14.00%	13.00%
主营业务成本	501121.31	576289.51	656970.04	742376.15
主营业务利润	49319.50	56717.42	64657.86	73063.38
毛利率	8.96%	8.96%	8.96%	8.96%
房地产	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	22726.74	24117.62	25593.61	27159.94
增长率	6.12%	6.12%	6.12%	6.12%
主营业务成本	20226.80	21464.68	22778.32	24172.35
主营业务利润	2499.94	2652.94	2815.30	2987.59
毛利率	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
装备制造	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	12319.20	13057.12	13839.24	14668.21
增长率	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%
主营业务成本	10892.64	11545.11	12236.66	12969.63
主营业务利润	1426.56	1512.01	1602.58	1698.58
毛利率	11.58%	11.58%	11.58%	11.58%
资源开发	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	8866.00	11786.46	15668.92	20830.26
增长率	32.94%	32.94%	32.94%	32.94%
主营业务成本	5643.21	7502.08	9973.27	13258.46
主营业务利润	3222.79	4284.38	5695.65	7571.80
毛利率	36.35%	36.35%	36.35%	36.35%
其他	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4751.80	5226.98	5749.68	6324.64
增长率	-22.88%	10.00%	10.00%	10.00%
主营业务成本	3763.27	4139.77	4553.74	5009.12

主营业务利润	988.53	1087.21	1195.93	1315.53
毛利率	20.80%	20.80%	20.80%	20.80%
内部抵销	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	-6435.48	-6757.25	-7095.11	-7449.87
增长率	-15.20%	5.00%	5.00%	5.00%
主营业务成本	-6122.40	-6428.85	-6750.29	-7087.81
主营业务利润	-313.07	-328.40	-344.82	-362.06
毛利率	4.86%	4.86%	4.86%	4.86%
营业收入合计	592669.07	680437.85	775384.24	876972.72
综合增长率	18.40%	14.81%	13.95%	13.10%
营业成本合计	535524.82	614512.29	699761.74	790697.90
综合毛利率	9.64%	9.69%	9.75%	9.84%

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	592669	680438	775384	876973
每股收益	0.50	0.58	0.67	0.76	营业成本	535517	614512	699762	790698
每股净资产	5.84	6.15	6.52	6.96	毛利率%	9.6%	9.7%	9.8%	9.8%
每股经营现金流	0.88	1.16	1.09	1.21	营业税金及附加	1871	2148	2448	2768
每股股利	0.00	0.27	0.30	0.33	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	2883	3310	3772	4266
P/E	7.99	6.86	5.91	5.18	营业费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
P/B	0.68	0.64	0.61	0.57	管理费用	11274	12944	14750	17013
P/S	0.14	0.12	0.11	0.09	管理费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
EV/EBITDA	3.60	2.93	2.52	2.20	EBIT	19199	26294	30074	33287
股息率%	0.0%	6.8%	7.5%	8.3%	财务费用	941	2013	2690	2811
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
毛利率	9.6%	9.7%	9.8%	9.8%	资产减值损失	-1360	-2067	-2067	-2067
净利润率	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	投资收益	-1523	-1749	-1993	-2254
净资产收益率	8.5%	9.4%	10.3%	11.0%	营业利润	15385	17911	20787	23745
资产回报率	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	营业外收支	7	7	7	7
投资回报率	7.2%	7.4%	8.0%	8.2%	利润总额	15392	17918	20794	23753
盈利增长 (%)					EBITDA	23130	31673	35556	38873
营业收入增长率	18.4%	14.8%	14.0%	13.1%	所得税	2465	2869	3330	3803
EBIT 增长率	8.8%	37.0%	14.4%	10.7%	有效所得税率%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润增长率	22.7%	16.4%	16.1%	14.2%	少数股东损益	2655	3091	3587	4097
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	10272	11958	13878	15852
资产负债率	72.3%	75.8%	76.5%	77.2%					
流动比率	1.14	1.12	1.13	1.13	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.54	0.60	0.60	0.60	货币资金	45485	115674	124061	140316
现金比率	0.12	0.23	0.22	0.22	应收账款及应收票据	98567	109764	125455	142350
经营效率指标					存货	79949	90142	102869	116445
应收账款周转天数	57.55	57.55	57.55	57.55	其它流动资产	214205	244038	276298	310795
存货周转天数	54.49	54.49	54.49	54.49	流动资产合计	438206	559619	628683	709906
总资产周转率	1.01	0.96	1.00	1.02	长期股权投资	31864	33399	34934	36468
固定资产周转率	23.32	26.85	30.80	35.22	固定资产	25411	25345	25175	24902
					在建工程	4077	3776	3474	3172
					无形资产	22026	23174	24323	25471
					非流动资产合计	147179	148075	148868	149558
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	585384	707694	777551	859463
净利润	10272	11958	13878	15852	短期借款	20193	83720	89032	100976
少数股东损益	2655	3091	3587	4097	应付票据及应付账款	224347	257440	293154	331251
非现金支出	8893	10846	11049	11153	预收账款	92	106	121	137
非经营收益	1383	5018	6676	7252	其它流动负债	141213	157446	174967	193659
营运资金变动	-5050	-6883	-12528	-13264	流动负债合计	385845	498713	557274	626023
经营活动现金流	18153	24030	22663	25090	长期借款	28841	28841	28841	28841
资产	-3810	-4308	-4259	-4207	其它长期负债	8790	8790	8790	8790
投资	-5237	-2079	-2079	-2079	非流动负债合计	37631	37631	37631	37631
其他	2487	-1749	-1993	-2254	负债总计	423475	536344	594905	663653
投资活动现金流	-6559	-8136	-8331	-8540	实收资本	20724	20724	20724	20724
债权募资	-1664	63527	5312	11944	归属于母公司所有者权益	121108	127459	135168	144234
股权募资	5414	0	0	0	少数股东权益	40801	43892	47479	51576
其他	-13420	-9233	-11256	-12240	负债和所有者权益合计	585384	707694	777551	859463
融资活动现金流	-9670	54295	-5944	-296					
现金净流量	2251	70189	8387	16254					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张欣劼 建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国建筑国际,中国核建,中国海诚,四川路桥,中材国际,中国铁建,中粮科工,中国建筑,建发合诚,中国中铁,中国建筑兴业,中国能建,中国电建,深城交,苏文电能,志特新材,中国交建,华设集团,华阳国际,中国化学,江河集团,鸿路钢构,建科股份,上海港湾,森鹰窗业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。