

2023 年 04 月 02 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

现金流超预期增长，资源业务 ROE 高达 30%

—中国中铁（601390.SH）公司动态研究报告

买入（维持）

投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002

huangjw@cfsc.com.cn

联系人：华潇 S1050122110013

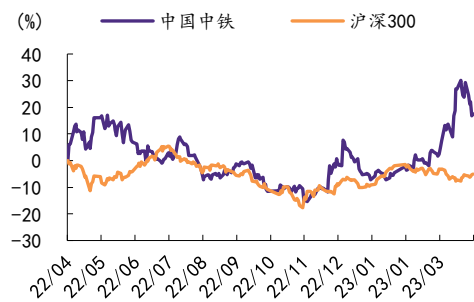
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-31

当前股价（元）	6.88
总市值（亿元）	1703
总股本（百万股）	24752
流通股本（百万股）	20364
52 周价格范围（元）	4.99-7.68
日均成交额（百万元）	789.49

市场表现



相关研究

1、《中国中铁（601390）：基建业务稳健增长，矿储丰富提供发展新动能》2023-02-12

■ 经营性现金流流入超预期

2022 年全年营业收入 11515 亿元，同比+7.57%，归母净利润/扣非净利润为 312.8/284.2 亿元，同比+13.25%/+9.04%，业绩基本符合我们预期。全年经营性现金净流入为 435.52 亿元，同比+233.23%，**现金流表现超预期**，主要原因是 2022 年公司积极利用国家出台的稳增长措施加快回收资金，同时加强现金流管控，且 2021 年基建项目投资和房地产土地储备增加导致 2021 年基数偏小所致。盈利能力方面，公司全年销售净利率/毛利率为 2.72%/10.01%，同比变动 0.13pct/-0.2pct，主要原因系原材料价格上涨，房地产毛利率下滑幅度较大及疫情管控等，随着疫情对基本面影响减少，毛利率 23 年有望回升。

2022 年全年公司基建业务、勘察设计业务、工程设备与零部件制造业务、房地产开发以及其他（主要为矿业等）业务营收分别为 9835.3\186.2\258.4\534.6\729.1 亿元，分别同比增长 6.51%\5.75%\8.42%\6.39%\25.38%，毛利率分别为 8.42%\28.3%\20.56%\17.07%\17.95%。其中矿业营收为 75 亿元，同比增长 25.98%，毛利率为 55.64%，矿业业务营收增速最快且毛利率最高，表现亮眼。

■ 营收长期中高速增长，第二曲线将改善利润结构

截至 2022 年末，公司新签合同额 30323.9 亿元，同比增长 11.1%。其中基建业务新签订单 26659.3 亿元，同比增长 10.3%；勘察设计业务新签订单 278.9 亿元，同比增长 35.7%；机械业务新签合同额 631.9 亿元，同比增长 3.1%；地产新签合同额 751.9 亿元，同比增长 29.6%；其他业务新签合同额 2001.9 亿元，同比增长 15.9%。截至 2022 年年末，公司未完合同额 4.93 万亿元，同比增长 8.5%，未完合同/2022 年收入约 4.3 倍，考虑 2022 年公司新签订单收入比 2.63，我们认为公司营收端可能在较长时间内维持当前增速。

新战略规划助力公司盈利结构性改善。2022 年第二曲线业务实现新签合同额 3,018.92 亿元，占整体新签订单比例 9.95%，同比增长 81.18%，实现高速增长。第二曲线业务毛利率大于传统主业，随着新领域项目体量增长，对公司利润将起到结构性改善作用，总体毛利率有望提升。

■ 矿业业绩增长 68.65%，ROE 高达 30%

2022 中铁资源营收 248.91 亿元，同比增长 27.92%，归母净利润 50.70 亿元，同比增长 68.65%，毛利率为 27.04%，净利率为 20.42%，净资产 169.75 亿元，即便按照年底净资产计算，中铁资源 ROE 达到 30%。

截止至 2022 年末，公司铜、钼保有储量在国内同行业处于领先地位，拥有的矿山自产铜、钼产能同样居国内同行业前列。其中钼金属量保有储量约 64 万吨，2022 年产量为 1.5 万吨，同比持平。铜金属储量约 772.17 万吨，2022 年产量为 30.29 万吨，同比增长 25%，随着华刚二期达产，预计接下来两年铜产量总体保持稳定，相对 2022 年略有增加。

钼价上涨，有望持续景气。2023 年 3 月 30 日，钼精矿（40%-50%）报价 2960 元/吨度，较 2022 年年初增长 27.59%。钼金属下游应用领域广阔，可应用于光伏、风电、核能等众多行业，同时由于其自身资源稀缺性，钼金属价格有望持续景气。

铜价有望维持高位景气。2023 年 3 月伦敦金属交易所铜现金结算价月均价格为 9037.5 美元/吨。2022 年全年铜价平均为 8759 美元/吨，整体处于历史高位震荡区间。未来两年国内下游房地产，家电消费需求有望复苏，同时美联储将放缓加息步伐，乐观预计铜价有望维持高位震荡。

我们认为公司依靠其丰富的矿产资源，可充分受益于部分有色金属行业的景气度上行，有望持续为公司发展提供新动能。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 13265、14539、15993 亿元，EPS 分别为 1.59、1.80、2.03 元，当前股价对应 PE 分别为 4.4、3.8、3.4 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

（1）基建投资增速不及预期；（2）宏观经济下行压力加大；（3）部分项目收益率不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,154,358	1,326,462	1,453,936	1,599,330
增长率（%）	7.6%	14.9%	9.6%	10.0%
归母净利润（百万元）	31,276	39,291	44,663	50,236
增长率（%）	13.2%	25.6%	13.7%	12.5%

摊薄每股收益（元）	1.26	1.59	1.80	2.03
ROE（%）	7.4%	9.0%	9.8%	10.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	238,584	202,879	259,728	296,756
应收款	124,569	143,141	156,897	172,587
存货	207,871	237,748	260,470	286,599
其他流动资产	327,542	373,110	406,862	445,358
流动资产合计	898,566	956,878	1,083,958	1,201,301
非流动资产：				
金融类资产	21,898	21,898	21,898	21,898
固定资产	66,783	92,744	98,727	97,011
在建工程	50,690	20,276	8,110	3,244
无形资产	170,075	161,571	153,068	144,989
长期股权投资	109,881	109,881	109,881	109,881
其他非流动资产	317,171	317,171	317,171	317,171
非流动资产合计	714,600	701,644	686,957	672,297
资产总计	1,613,166	1,658,522	1,770,915	1,873,598
流动负债：				
短期借款	71,210	108,710	128,710	138,710
应付账款、票据	480,430	423,056	463,489	509,984
其他流动负债	184,795	184,795	184,795	184,795
流动负债合计	873,373	873,915	949,470	1,023,212
非流动负债：				
长期借款	279,751	309,751	329,751	339,751
其他非流动负债	36,984	36,984	36,984	36,984
非流动负债合计	316,734	346,734	366,734	376,734
负债合计	1,190,107	1,220,649	1,316,204	1,399,946
所有者权益				
股本	24,752	24,752	24,752	24,752
股东权益	423,059	437,872	454,711	473,651
负债和所有者权益	1,613,166	1,658,522	1,770,915	1,873,598

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	34972	43934	49941	56173
少数股东权益	3696	4644	5278	5937
折旧摊销	10439	12956	14262	14235
公允价值变动	-563	-563	-563	-563
营运资金变动	-4993	-130975	-14676	-16573
经营活动现金净流量	43552	-70004	54242	59210
投资活动现金净流量	-84388	4452	6183	6582
筹资活动现金净流量	5131	38379	6897	-17233
现金流量净额	-35,706	-27,173	67,323	48,558

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,154,358	1,326,462	1,453,936	1,599,330
营业成本	1,038,544	1,180,252	1,293,048	1,422,764
营业税金及附加	6,579	7,560	8,286	9,115
销售费用	6,328	7,271	7,970	8,767
管理费用	25,061	28,797	31,564	34,721
财务费用	3,183	12,607	12,715	12,528
研发费用	27,742	31,878	34,942	38,436
费用合计	62,314	80,553	87,191	94,452
资产减值损失	-2,674	-2,674	-2,674	-2,674
公允价值变动	-563	-563	-563	-563
投资收益	1,164	1,164	1,164	1,164
营业利润	43,049	53,961	61,276	68,864
加：营业外收入	617	617	617	617
减：营业外支出	1,082	1,082	1,082	1,082
利润总额	42,583	53,496	60,811	68,399
所得税费用	7,611	9,562	10,869	12,226
净利润	34,972	43,934	49,941	56,173
少数股东损益	3,696	4,644	5,278	5,937
归母净利润	31,276	39,291	44,663	50,236

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	7.6%	14.9%	9.6%	10.0%
归母净利润增长率	13.2%	25.6%	13.7%	12.5%
盈利能力				
毛利率	10.0%	11.0%	11.1%	11.0%
四项费用/营收	5.4%	6.1%	6.0%	5.9%
净利率	3.0%	3.3%	3.4%	3.5%
ROE	7.4%	9.0%	9.8%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	73.8%	73.6%	74.3%	74.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	9.3	9.3	9.3	9.3
存货周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
每股数据(元/股)				
EPS	1.26	1.59	1.80	2.03
P/E	5.5	4.4	3.8	3.4
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。