

建筑建材/建筑

2009年9月2日



新股研究

新股询价报告

建议询价区间： 5.45-5.99 元

中国中冶（601618）：冶金工程航母上市，未来看点在资源开发

核心观点

结论：我们采用相对估值法对中国中冶进行估值。沪深两市中的可比公司有中国中铁(601390)、中国铁建(601186)和中国建筑(601668)。在不考虑H股发行的前提下，我们预测公司09、10年的EPS分别为0.30、0.41元，参照可比公司09年的估值水平，我们给予公司20倍PE，合理估值区间为6.06-6.66元。建议网下询价区间为5.45-5.99元。

主要依据：公司以工程承包、资源开发、装备制造及房地产开发为四大支柱业务，是全球最大的工程建设综合企业集团之一。

公司是我国专业化经营历史最久、专业设计及施工能力最强的冶金工程承包商。尽管受金融危机影响，我国钢铁及有色行业受到一定的负面影响，但长期来看国民经济的稳健发展、产业结构调整与振兴等因素将促使钢铁冶金工程建设行业面临较好的发展机遇。公司积极从事房屋建筑工程、交通基础设施工程及其他工程承包业务。

公司在境内外拥有铁矿石总资源量超过20亿吨，铜矿总资源量约4亿吨，镍矿总资源量约0.74亿吨，均位居国内同类企业前列。阿根廷的希拉格兰德铁矿预计2009年开始投产运行；巴基斯坦杜达铅锌矿目前已经达到全面投产条件；巴布亚新几内亚瑞木镍红土矿计划于09年下半年竣工投产。

公司的装备制造业务包括冶金设备、钢结构。冶金设备在国内特定领域具有一定的技术优势，在部分发展中国家凭借工程总承包的模式和价格优势拥有较强的竞争力。公司是我国最大的钢结构制造企业。2008年，钢结构产量占全国钢结构产量的10%以上。

房地产开发业务覆盖北京、上海、天津、重庆、武汉等城市，“中冶置业”品牌享有较高知名度。依靠良好的政府关系，公司在保障性住房开发中有望获得快速增长。

风险提示：1、钢铁冶金行业投资增速放缓以及国家对于钢铁行业的政策调整可能导致公司冶金工程承包业务增速降低。2、原材料价格波动将影响公司毛利水平。3、公司资产负债率处于较高水平，09年6月30日合并口径为94.10%。4、多晶硅价格因产能释放出现大幅回落，将影响公司相关业务的盈利水平。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	350000
总股本（万股）	1300000
网上发行日期	2009-9-9
建议询价区间（元）	5.45-5.99

研究员：马琳娜

电话：010—84183255

E-mail: malinna@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表1 公司IPO发行基本参数

公司名称	中国冶金科工股份有限公司
公司简称	中国中冶
发行地	上海证券交易所
网上申购日期	2009-9-9
股票代码	601618
本次发行股数	350000 万股
每股发行价	
发行方式	网下询价配售与网上资金申购
发行后总股本	1650000 万股
每股盈利（2008 年）	0.24 元
发行后全面摊薄每股收益（2008 年）	0.19 元
发行前每股净资产	0.30 元
发行后每股净资产	0.24 元

资料来源：公司招股意向书

2、中国中冶基本情况

中国冶金科工股份有限公司以工程承包、资源开发、装备制造及房地产开发为主业的多专业、跨行业、跨国经营的特大型企业集团。公司是全球最大的工程建设综合企业集团之一，已在亚洲、非洲、大洋洲、中东、北美、南美等地的数十个国家和地区从事工程承包、资源开发及房地产开发等业务。在美国《财富》杂志 2009 年公布的“世界 500 强”企业中排名第 380 位，在美国《工程新闻记录》（ENR）2008 年公布的“225 家全球最大承包商”中排名第 12 位。

公司是我国专业化经营历史最久、专业设计及施工能力最强的冶金工程承包商，曾参与了宝钢、鞍钢、武钢等我国几乎所有大中型钢铁联合企业的规划、设计或建设，是我国冶金工业建设的主导力量。同时，公司在国内有色金属冶金工程领域也处于领先地位，拥有国内最大的有色金属冶金设计院之一——中国有色工程有限公司，曾为我国几十家大中型有色金属企业提供了规划、设计及建设等服务。此外，公司积极从事房屋建筑工程、交通基础设施工程及其他工程承包业务。同时公司在境内外还拥有铁矿石总资源量超过 20 亿吨，铜矿总资源量约 4 亿吨，镍矿总资源量约 0.74 亿吨，均位居国内同类企业前列。

2.1 股权结构

表2 公司主要股东及持股比例

十大股东	股份数(亿股)	持股比例(%)	股权性质
中国冶金科工集团公司	125.235	75.9	国有股
宝钢集团有限公司	1.265	0.77	国有股
全国社会保障基金理事会	3.5	2.12	国有股
本次发行	35	21.21	流通股

资料来源：公司招股意向书

2.2 主要财务指标

表3 公司最近三年主要财务指标

项目	2008	2007	2006
营业收入(亿元)	1,535.71	1,235.53	920.33
营业利润(亿元)	37.64	74.26	34.13
利润总额(亿元)	45.84	76.68	34.04
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	31.18	35.61	13.08
总资产(亿元)	1726.77		
净资产(亿元)	101.46		
总股本(亿股)	130		
流动比率	0.97	0.94	0.96
速动比率	0.64	0.66	0.65
应收账款周转率(次)	6.41	6.62	6.01
存货周转率(次)	3.48	3.92	4.16
资产负债率(%)	94.12		
每股净资产(元)	0.28		
净资产收益率(摊薄)(%)	87.01		
每股经营活动的现金流量(元)	0.50		
每股收益(元)	0.24		

资料来源：公司招股意向书

2.3 募集资金投向

表4 公司募集资金投向一览表

所属类别	序号	募集资金项目名称	募集资金使用量 (亿元)
资源开发	1	阿富汗艾娜克铜矿项目	8.50
	2	瑞木镍红土矿项目	25.00
技术研发	3	国家钢结构工程技术研究中心创新基地	15.00
设备购置	4	工程承包及研发所需设备的购置	50.00
装备制造	5	陕西富平新建锻钢轧辊制造及提高热加工生产能力项目	6.43
	6	唐山曹妃甸 50 万吨冷弯型钢及钢结构项目	4.40
	7	中冶辽宁德龙钢管有限公司年产 40 万吨 ERW 焊管项目（二期）	3.45
	8	辽宁鞍山精品钢结构制造基地（风电塔筒制造生产线）10 万吨/年项目	4.82
房地产开发	9	浦东高行地块开发项目	5.88
	10	重庆北部新区经开园鸳鸯旧城改造二期地块开发项目	5.00
其他	11	补充流动资金和偿还银行贷款	40.00
合计			168.48

资料来源：公司招股意向书

3 公司业务简介及展望

3.1 工程承包 - 核心业务快速发展

工程承包是公司的传统和核心业务，也是目前公司收入总额最高的业务。公司是我国乃至全球最大的冶金工程承包商。能够为钢铁联合企业“全生命周期”提供勘察、咨询、设计、建设、技改、维检等全方位服务。除冶金工程外，公司也从事房屋建筑工程、交通基础设施工程以及矿山、环保、电力、化工、轻工及电子等其他工程领域的承包业务，提供科研、规划、勘察、咨询、设计、采购、施工、安装、维检、监理及相关技术服务等服务。公司工程承包业务主要采用 EPC 总承包/交钥匙总承包的模式，同时还采用设计-采购承包、设计-施工承包、采购-施工承包、项目管理承包等模式。2008 年，公司该业务分部收入为 1270 亿元，占收入总额的 82.68%。2009 年 1-6 月，公司该业务分部收入为 648 亿元，占收入总额的 86.36%。

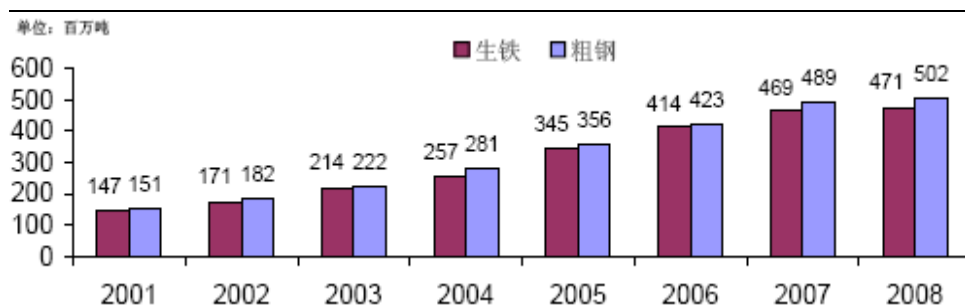
公司是我国最大的海外工程承包商之一。按照中国企业 2008 年对外承包工程业务新签合同额及完成营业额计算，公司分别排名第 14 位和第 21 位。公司曾向巴基斯坦、印度、日本、加拿大、巴西、德国、南非等多个国家和地区

提供了工程承包服务。

冶金工程承包是指在冶金工业建设和技术改造工作过程中从事规划、勘察、咨询、设计、施工、安装、调试、监测、监理等工作的领域。冶金工程一般分为钢铁冶金和有色金属冶金两大类。

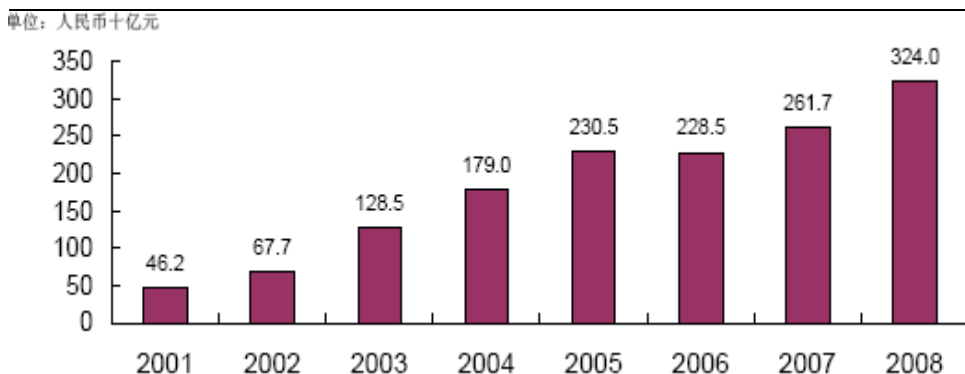
我国年粗钢产量从 1996 年至 2008 年连续多年世界排名第一。2008 年，我国粗钢产量为 5.02 亿吨，是同期全球粗钢总产量的 37.8%。钢铁行业的快速发展促进了对于我国钢铁行业的投资，2001 年至 2008 年我国黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资额总体保持快速增加，这为钢铁冶金工程建设行业带来了发展机遇。

图1 我国生铁及粗钢年产量



资料来源：国际钢铁协会

图2 中国黑色金属冶炼及延压加工行业固定资产投资额



资料来源：国家统计局

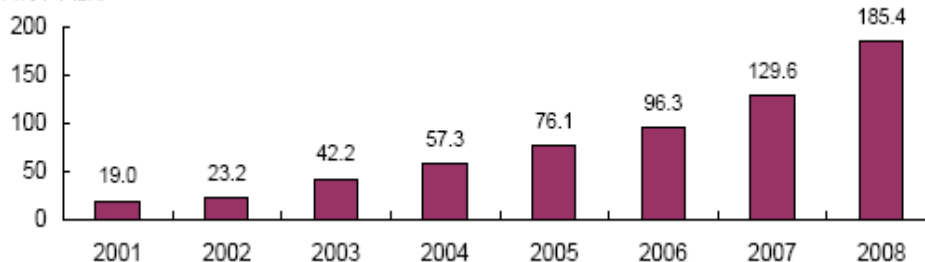
在我国钢铁产量持续增长的同时，我国钢铁行业正面临着战略转型。产业集中度偏低以及高附加值、高技术含量产品比例偏低的现状以及高能耗、低效率的粗放式发展模式已经不能适应我国经济发展的需要。2008 年下半年以来，随着国际金融危机的扩散和蔓延，我国钢铁行业受到较大影响。2009 年 1 月，国务院审议通过了《钢铁产业调整和振兴规划》。规划在《钢铁产业发展政策》的基础上进一步强调，加快钢铁产业调整和振兴，必须以控制总量、淘汰落后、联合

重组、技术改造、优化布局为重点，推动钢铁产业由大变强。

2009 年 2 月，国务院原则通过了《有色金属产业调整振兴规划》，旨在以控制总量、淘汰落后、技术改造、企业重组为重点，推动产业结构调整和优化升级。该政策提出，要稳定和扩大国内市场，改善出口环境；调整产品结构，满足电力、交通、建筑、机械、轻工等行业需求；支持技术含量和附加值高的深加工产品出口；严格控制总量，加快淘汰落后产能；加大技术改造和研发力度，推动技术进步；开发前沿共性技术，提高装备工艺水平和关键材料加工能力；促进企业重组，优化产业布局，加强企业管理和安全监管，提高产业竞争力；充分利用国内外两种资源，增强资源保障能力；加快建设覆盖全社会的有色金属再生利用体系，发展循环经济，提高资源综合利用水平。该规划的出台一定程度上将促进我国有色金属行业的发展。

图3 中国有色金属冶炼及延压加工行业固定资产投资额

单位：人民币十亿元

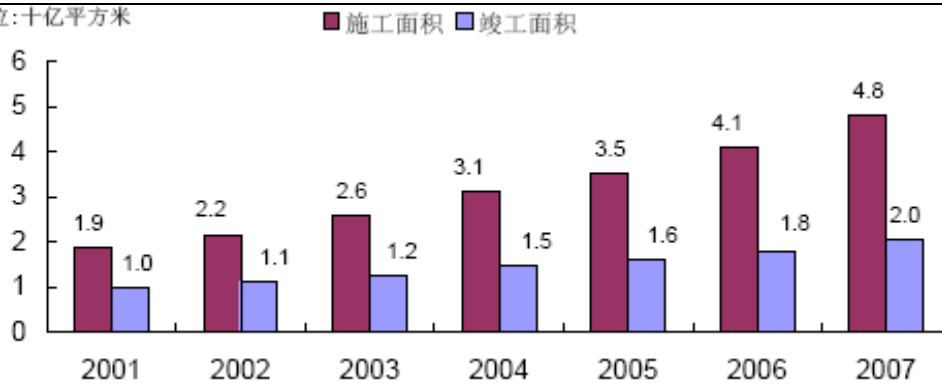


资料来源：国家统计局

房屋建筑工程行业与我国国民经济总体增长、工业化、城市化水平、房地产行业的发展态势密切相关。近年来，城市化、新农村建设、西部大开发战略实施等举措，有力地推动了我国房屋建筑工程的发展。

图4 我国建筑业企业房屋建筑面积

单位：十亿平方米



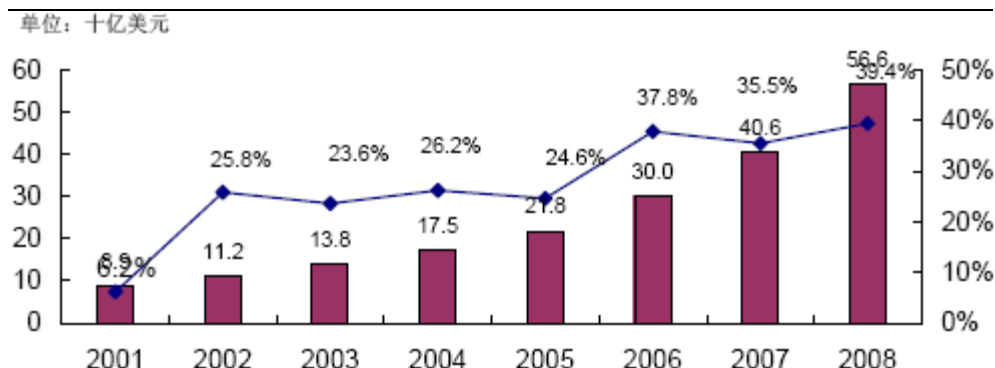
资料来源：国家统计局

作为固定资产投资领域的重要组成部分,我国交通基础设施建设领域的投资近年来亦保持持续增长。在“十一五”规划下,我国政府投入交通基础设施建设包括铁路、公路等的投资金额将高达 3.8 万亿元,相比“十五”期间增长 73%。

2008 年下半年以来,受全球金融危机的影响,我国经济增速放缓。国务院于 2008 年 11 月发布的包括“加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路,完善高速公路网,安排中西部干线机场和支线机场建设,加快城市电网改造”等在内的促进经济增长的措施将进一步促进我国交通基础设施建设行业的发展。

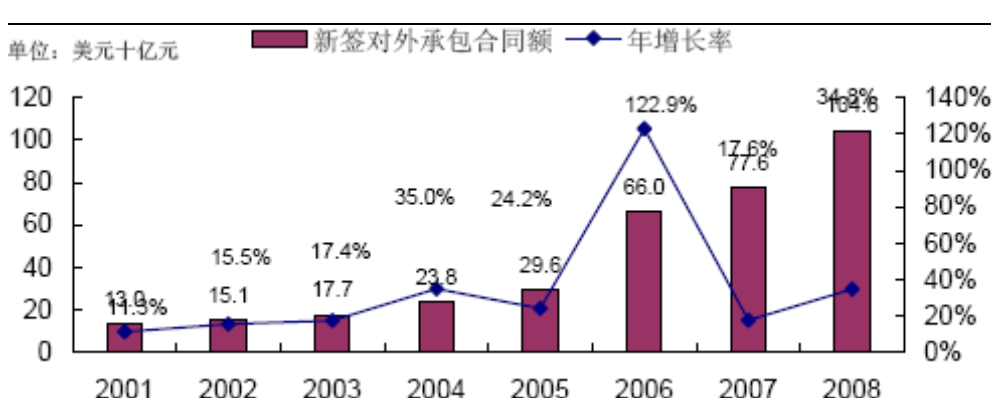
近年来我国国际工程承包业务发展迅速。2008 年,我国对外承包工程完成营业额 566 亿美元,比 2007 年增长了 39.4%;新签合同额 1,046 亿美元,比 2007 年增长了 34.8%。截至 2008 年底,我国对外承包工程累计完成营业额达到了 2,630 亿美元,签订合同额累计达到 4,341 亿美元。

图5 我国对外承包工程完成营业额



资料来源: 国家统计局

图6 对外承包工程新签合同额



资料来源: 国家统计局

3.2 资源开发 - 即将进入收获期

公司按照“以金属矿产品为主，以国内稀缺资源为主、以境外资源开发为主”的业务定位，进行矿产资源的开发及加工。公司是我国进行境外资源开发的重要企业之一，也是我国拥有矿产资源最丰富的国内企业之一。

迄今为止，公司拥有铁、铜、镍、锌、铅、钴、金等多种黑色及有色金属矿产资源。其中，巴布亚新几内亚瑞木镍红土矿，总资源量达 1.432 亿吨，总探明和控制资源量约为 7,220 万吨。2007 年，以公司为主的竞标联合体中标阿富汗艾娜克铜矿项目，取得了这一世界级特大型铜矿的开采权。该矿是目前世界上已探明、但尚未开发的大规模、高品位铜矿床之一，矿区原位矿量（非 JORC 标准）达到 4.83 亿吨，铜平均品位为 1.85%。

此外，公司下属企业控股的洛阳中硅高科有限公司，在现有年产 3000 吨多晶硅生产线逐步达产的基础上，正在加快推进第二条年产 2000 吨多晶硅生产线的建设，预计将于 2010 年达产，成为公司在非金属矿产资源领域的新突破。

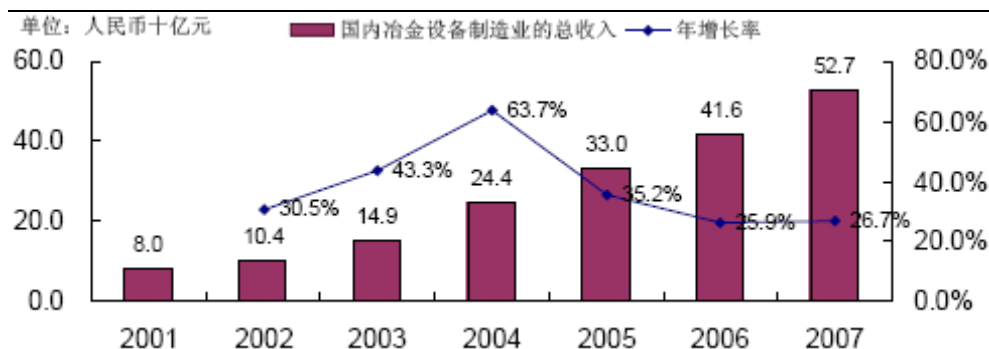
预计能于近年内投产的矿产有阿根廷的希拉格兰德铁矿，公司持股 70%。该矿的设计采选生产能力 360 万吨/年，预计 2009 年内开始投产运行；巴基斯坦的杜达铅锌矿，公司持股 41%。计划年生产品位 55%的锌精矿 9.72 万吨及品位 67%的铅精矿 2.2 万吨。目前已经达到全面投产条件；巴布亚新几内亚的瑞木镍红土矿，公司持股 52%。该矿计划于 2009 年下半年竣工投产。

公司资源开发业务的投资或运营模式包括：直接获取矿权投资开发、合资合作开发、并购境外拥有矿权的矿业公司以及租赁经营等。2008 年，该业务分部收入为 95 亿元，占公司收入总额的 6.21%。2009 年 1-6 月，该业务分部收入为 31 亿元，占公司收入总额的 4.09%。

3.3 装备制造－随冶金工程承包业务一起成长

装备制造业是为满足国民经济各部门发展和国家安全需要而制造各种技术装备的产业总称。装备制造业是国民经济各部门和国防建设的战略性产业。公司装备制造业务的产品主要包括冶金设备、钢结构及其他金属制品，业务范围包括装备制造产品的研发、设计、制造、安装、调试、检修及相关服务。公司在钢结构的研究、设计、制造、安装方面处于我国领先地位，是我国最大的钢结构制造企业。2008 年，本公司钢结构产量超过 200 万吨，根据中国钢结构协会的统计数据，占全国钢结构产量的 10%以上。2008 年，该业务分部收入为 106 亿元，占公司收入总额的 6.88%。2009 年 1-6 月，该业务分部收入为 44 亿元，占公司收入总额的 5.80%。

图7 国内冶金设备制造业的总收入及增长率



资料来源：《中国重型机械工业年鉴》

3.4 房地产 - 土地储备丰富

公司的房地产开发业务主要包括住宅和商业地产的开发、销售及一级土地开发等。在公司房地产开发业务所覆盖的包括北京、上海、天津、重庆、武汉等城市，“中冶置业”品牌已享有较高声誉与知名度。截至 2009 年 6 月 30 日，公司共拥有 41 个正在开发以及将要开发的项目，总占地面积约为 341 万平方米。其中 25 个正在开发的项目，总占地面积约为 219 万平方米，总规划建筑面积 451 万平方米。2008 年，该业务分部收入（对外交易收入）为 42 亿元，占公司收入总额的 2.76%。2009 年 1-6 月，该业务分部收入为 18 亿元，占公司收入总额的 2.46%。

4 投资风险

1、钢铁冶金行业投资增速放缓以及国家对于钢铁行业的政策调整可能导致公司冶金工程承包业务增速降低。2、原材料价格波动将影响公司毛利水平。3、公司资产负债率处于较高水平，09 年 6 月 30 日合并口径为 94.10%。4、多晶硅价格因产能释放出现大幅回落，将影响公司相关业务的盈利水平。

5 业绩预测

表 5 公司 2009 年-2010 年业绩预测（亿元）

	2007	2008	2009	2010
一、营业总收入	1,235.53	1,535.71	1,919.64	2,399.55
二、营业总成本	1,175.02	1,504.58	1,862.44	2,319.65
营业成本	1,073.82	1,360.16	1,689.29	2,111.61

营业税金及附加	28.49	35.72	44.15	55.19
销售费用	7.05	8.93	10.94	13.68
管理费用	46.64	59.70	72.95	91.18
财务费用	13.95	28.80	33.59	35.99
资产减值损失	5.07	11.28	11.52	12.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	-0.76	-0.09	0.00	0.00
投资净收益	14.51	6.59	8.00	10.00
四、营业利润				
加：营业外收入	5.07	9.57	12.00	15.00
减：营业外支出	2.65	1.36	1.50	1.80
五、利润总额				
减：所得税	16.44	9.37	15.52	21.14
六、净利润				
减：少数股东损益	24.64	5.30	10.23	13.93
归属于母公司所有者的净利润	35.61	31.18	49.95	68.03
七、每股收益：				
	0.00	0.24	0.30	0.41

资料来源：WIND 国都证券研究所

6 估值定价

我们采用相对估值法对中国中冶进行估值。沪深两市中的可比公司有中国中铁（601390）、中国铁建（601186）和中国建筑（601668）。在不考虑H股发行的前提下，我们预测公司09、10年的EPS分别为0.30、0.41元，参照可比公司09年的估值水平，我们给予公司20倍PE，合理估值区间为6.06 - 6.66元。建议网下询价区间为5.45 - 5.99元。

表6 同比上市公司估值

代码	名称	总市值 (百万)	收盘价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
601390.SH	中国中铁	127586	5.99	0.30	0.39	20.03	15.43
601186.SH	中国铁建	110051	8.92	0.47	0.63	18.98	14.16
601668.SH	中国建筑	153900	5.13	0.16	0.22	31.33	23.22

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。