

2009 年 9 月 21 日

中国中冶(601618)

上市首日预测价格: 6.5-7.5

中国冶金工程建设领域龙头

投资要点:

- 公司是全球最大的工程建设综合企业集团之一,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。公司是以技术创新及其产业化为核心竞争力,以强大的冶金建设实力为依托,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。
- 非冶金工程建设市场前景广阔:在拉动内需政策的持续作用下,今年前 7 月我国城镇固定资产投资达到 95932.0 亿元,同比增长 32.9%,比去年同期提高了 5.6 个百分点,总体来看,固定资产投资增速环比略有下降,但仍保持在高位,国家一系列的拉动内需政策效应正在逐步体现,我们预计固定资产投资的高速增长仍持续,从而为经济增长提供有力支撑,拉动建筑行业的高景气。
- 多元化经营格局已经形成:公司凭借多年来在冶金工业建设领域积累的贯穿冶金工程各个环节的核心技术优势与设计施工能力,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。在巩固、发展传统工程承包业务同时,公司亦借助自身的技术优势、资金优势、规模优势积极拓展业务领域,构建关联互补、协同效应显著的业务板块布局,开展资源开发、装备制造及房地产开发等业务。
- 我们采用比较估值法,选取建筑行业上市公司中与中国中冶发展前景相似,业务规模比较接近,在所处行业中同样处于龙头地位的中国中铁、中国铁建和中国建筑进行估值水平的比较,三家公司 2009-2011 年的平均市盈率分别为 23.43X、17.84X 和 14.56X,同时考虑到中国中冶目前拥有的矿产资源尚未完全释放利润,应给予更高的 PE 估值水平以反应矿产资源的价值,我们认为给予 09 年 25X-30X 的 PE 估值更为合理,结合我们对中冶 2009-2011 年的每股收益 0.24 元、0.30 元和 0.38 元,其对应的二级市场合理价格为 6.00 元- 7.20 元;
- 风险提示:宏观经济风险 and 市场竞争风险

研究员: 张平

电话: 025-84457777-895

E-mail: zhangping@163.com

地址: 南京市,中山东路 90 号

发行基本资料

发行股数(万)	350000
发行后总股本(万)	1650000
发行方式	网下询价 上网定价
发行日期	9.09
预计上市日期	9.21
保荐机构	中信证券

发行前财务数据

发行前每股收益(元)	2007	0.27
	2008	0.24
发行后全面摊薄每股收益(元)	2007	0.22
	2008	0.19
发行前每股净资产(元) (截止 2009 年 06 月 30 日)		0.69
资产负债率		94.10%

主要经营指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	153571	181386	206570	232510
收入增长率	24%	18%	14%	13%
净利润(万元)	3118	4531	5747	7318
净利润增长率	-12%	45%	27%	27%
EPS(元)(摊薄后)	0.24	0.24	0.30	0.38

一、公司概况

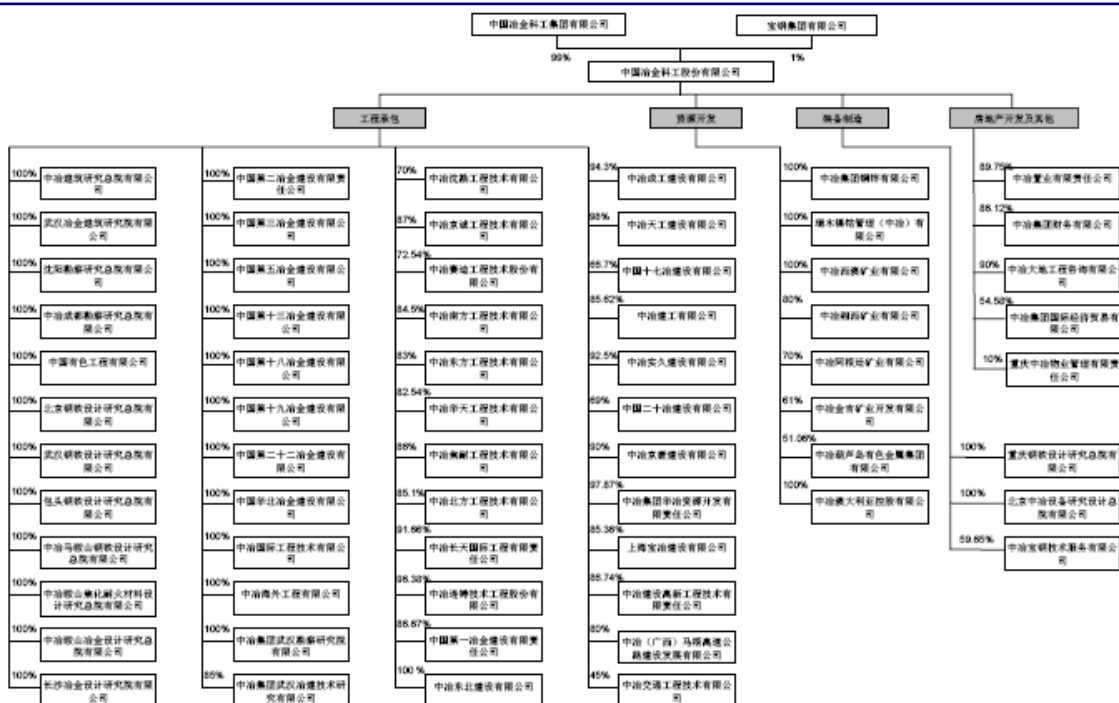
1、公司简介

公司是全球最大的工程建设综合企业集团之一，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。公司是以技术创新及其产业化为核心竞争力，以强大的冶金建设实力为依托，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。

2、股东和股权结构

公司是由中国冶金科工集团有限公司作为主发起人，联合宝钢集团有限公司共同发起设立的股份有限公司。中国冶金科工集团有限公司系国家授权投资的机构，是公司控股股东和实际控制人，本次发行前持有公司 99% 的股份。中冶集团是国务院国资委监管的大型国有企业集团，其前身为中国冶金建设公司。1994 年，经原国家经贸委批准，中国冶金建设公司更名为中国冶金建设集团公司，并以该公司为核心组建中冶集团。2006 年 3 月 12 日，国务院国资委同意中国冶金建设集团公司更名为中国冶金科工集团公司。经国务院国资委批准，2009 年 4 月 27 日，中冶集团改制为国有独资公司—中国冶金科工集团有限公司。

图1：中国中冶的股东结构及参控股公司



资料来源：招股说明书

表1：中国中冶发行前后股东结构

股东名称	发行前		A+H 发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
中国冶金科工集团公司	128.7	99.00%	128.7	67.35%
宝钢集团有限公司	1.3	1.00%	1.3	0.68%
A 股公众投资者	/	/	35	18.32%
H 股公众投资者	/	/	26.1	13.66%
合计	130	100.00%	191.1	100.00%

资料来源：招股说明书（H股发行数量暂不考虑超额配售选择权行使）

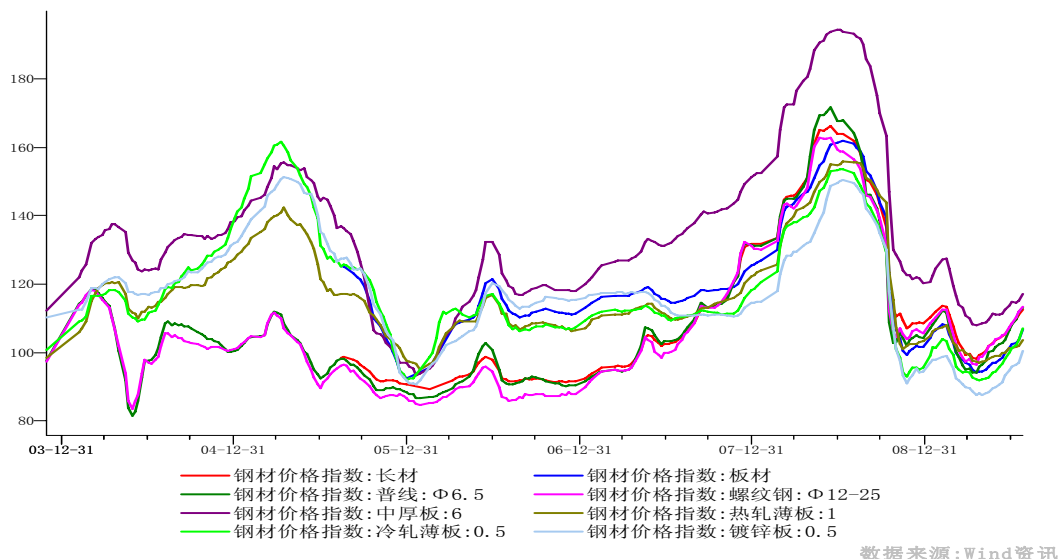
二、行业发展前景

1、冶金工程行业受益钢铁行业复苏

2008 年下半年钢材市场价格大幅跌入低谷正是在经济衰退的大形势下发生的。去年 11 月 13 日后的钢材

市场价格深跌触底反弹，反弹的趋势一直持续到 2009 年春节前。由于市场主体的惯性思维，认为节后有一波上涨行情，给脆弱的市场注入投机因素；同时，春节长假有利于生产供应，导致节后供需严重失衡，社会库存量成倍增长。风险的积累终于演绎了中国钢材市场价格新一轮的大幅回落，高库存风险和降价亏损的压力使经销商和钢铁企业陷入了节后钢材市场走势的一片恐慌之中。进入下跌通道后，一方面，大中钢厂迫于成本压力限产保价，供给减少；另一方面，节后固有的需求较大，同时经济刺激政策所释放出的需求从预期转变为现实，使得需求放大。供需力量的调整可从库存逐步下降中体现。从今年 4 月中下旬以来，供需力量的逆转使钢材价格重新回归上升通道。

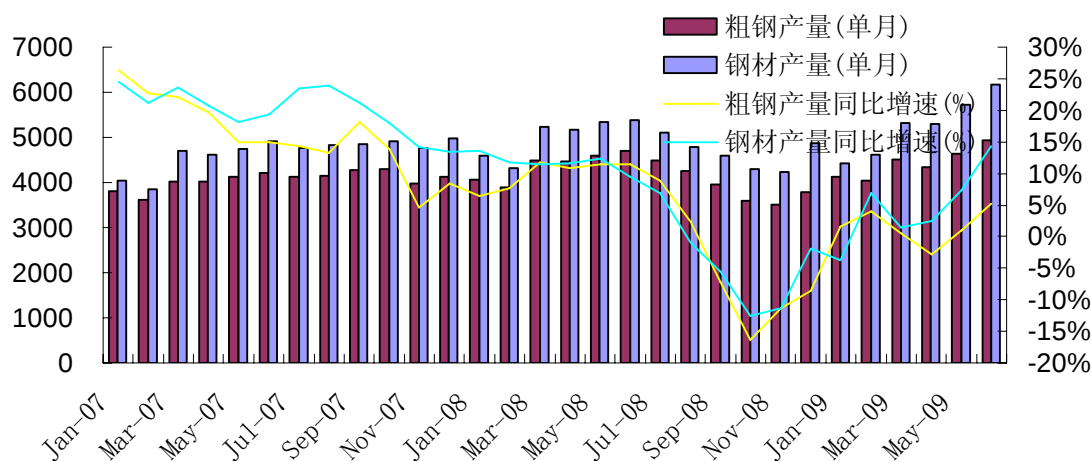
图2: 钢材价格从底部反弹



资料来源: wind 华泰证券研究所

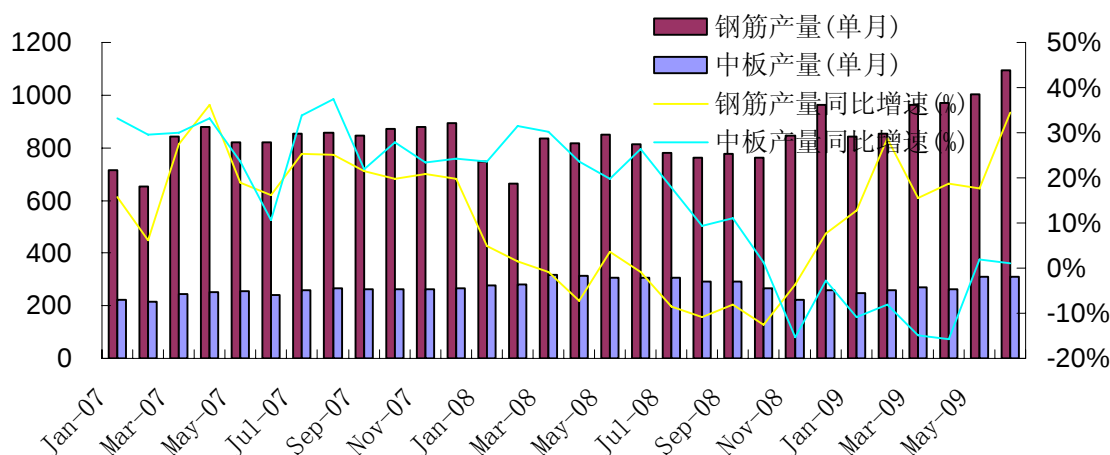
全球粗钢产量在 5 月份出现回升, 欧盟粗钢产量重新达到 1049.8 万吨; 美国粗钢产量 5 月份到达 431 万吨; 世界第二大钢材生产国日本的粗钢产量大幅回升, 达到 648.8 万吨。今年前 5 个月, 全球粗钢产量达到 4.49 亿吨, 比去年同期的 5.79 亿吨下降了 22.4%, 扣除中国后, 累计产量 2.32 亿吨, 同比下滑 36%。由于世界主要钢铁生产国粗钢产量大幅萎缩, 中国粗钢产量在 5 月份占到全球总产量的 48.6%, 远高于去年同期 33% 左右的水平。由于中国政府出台救市措施最早, 力度也空前, 因而推升国内粗钢产量大幅增长。5 月中国粗钢产量 4646 万吨, 和去年同期相比增加 44.7 万吨, 同比增速在连续两个月下降后, 再度回升至正值。今年前 5 个月, 粗钢累计产量达到 2.17 亿吨, 达到 2008 年全年 4.95 亿吨的 43%, 按照目前态势发展下去, 预计粗钢产量将超过去年, 突破 5 亿吨。钢材产量 5729.1 万吨, 同比增加 391 万吨, 增幅扩大至 7.4%。前 5 个月累计完成钢铁生产 2.54 亿吨, 同比增加 3.7%。钢材增产呈现加速态势。

图3: 粗钢、钢材产量情况



资料来源: WIND 华泰证券研究所

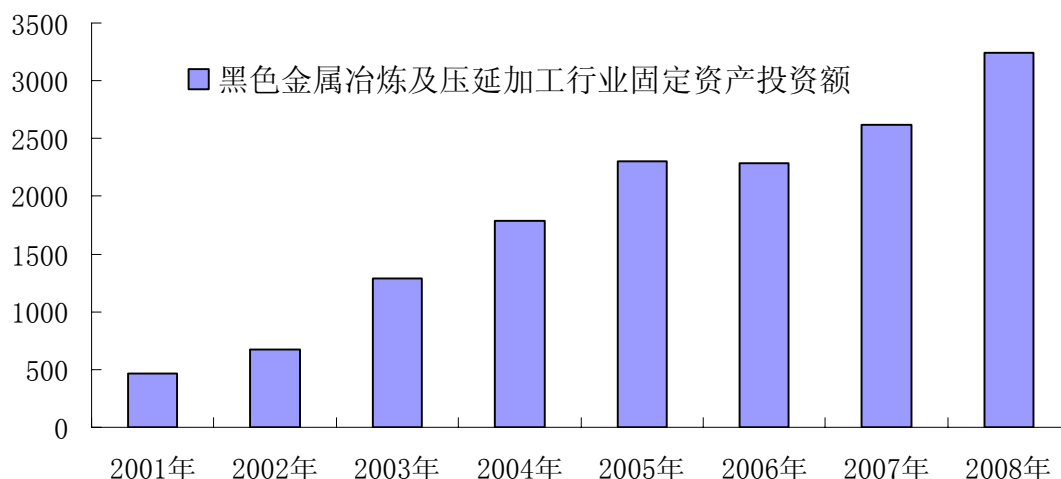
图4:钢筋、中板产量情况



资料来源: WIND 华泰证券研究所

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5:钢筋、中板产量情况

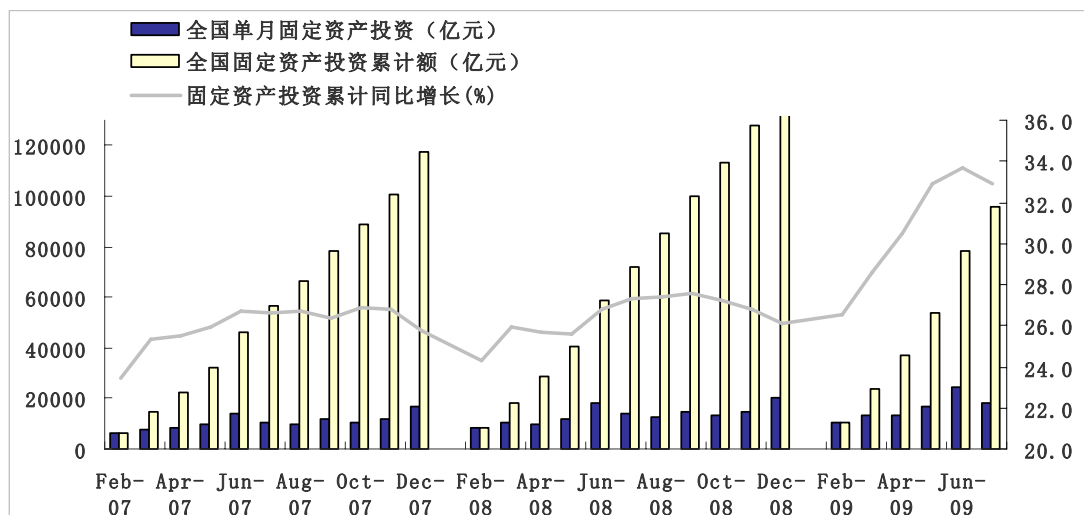


资料来源: WIND 华泰证券研究所

2、非冶金工程建设市场前景广阔

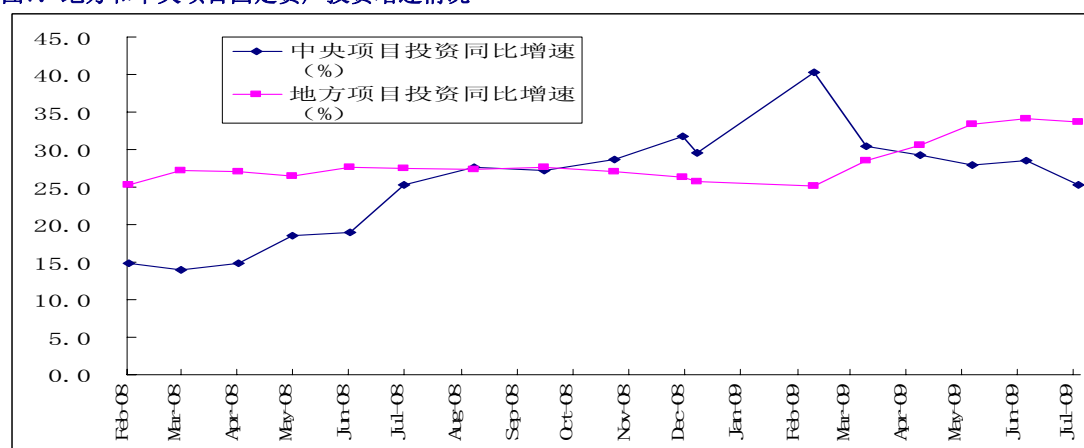
在拉动内需政策的持续作用下, 今年前 7 月我国城镇固定资产投资达到 95932.0 亿元, 同比增长 32.9%, 比去年同期提高了 5.6 个百分点, 其中 7 月份城镇固定资产投资达到 17833.7 亿元, 同比增长 29.9%, 增速比上个月下降 5.3 个百分点, 总体来看, 固定资产投资增速环比略有下降, 但仍保持在高位, 其中地方项目投资增速超过中央项目, 说明地方投资的积极性被拉动起来, 使得固定资产投资的高速增长更具持续性, 国家一系列的拉动内需政策效应正在逐步体现, 我们预计固定资产投资的高速增长仍持续, 从而为经济增长提供有力支撑, 拉动建筑行业的高景气。

图6: 固定资产投资维持高位运行



资料来源: 国家统计局 华泰证券研究所

图7: 地方和中央项目固定资产投资增速情况

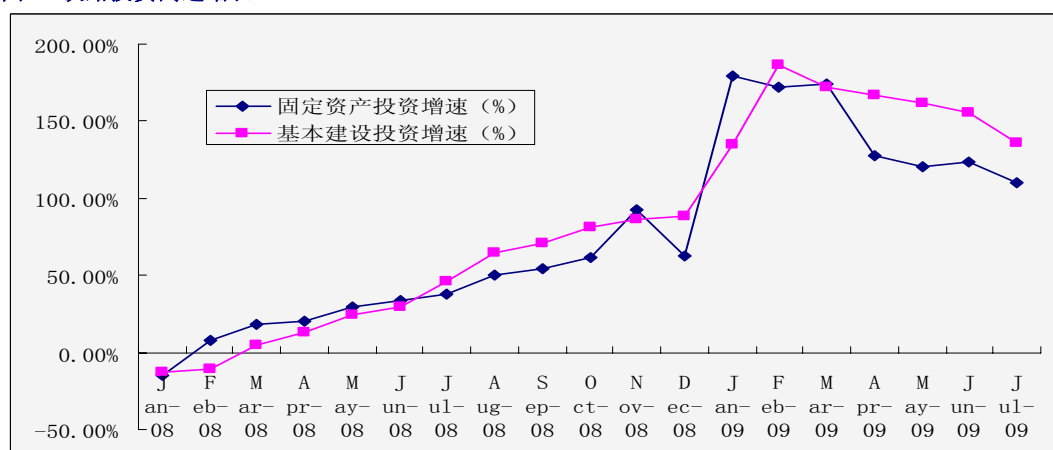


资料来源: 国家统计局 华泰证券研究所

基建投资如期增长

1-7 月, 铁路固定资产投资 2817.08 亿元, 同比增长 110.58%, 增速较上个月回落 12.81 个百分点; 铁路基本建设投资 2474.94 亿元, 同比增长 135.96%, 增速较上个月回落 19.19 个百分点; 由于 2008 年铁路投资呈现前低后高走势, 今年铁路投资增速从 3 月份以来逐步回落, 在未来几个月铁路投资增速仍将继续回落, 我们预计 09 年下半年 8-11 月月均铁路投资额将有望达到 600 亿元, 12 月的年末效应有望达到 1,000 亿元, 全年完成 6,000 亿元的目标基本可以实现。

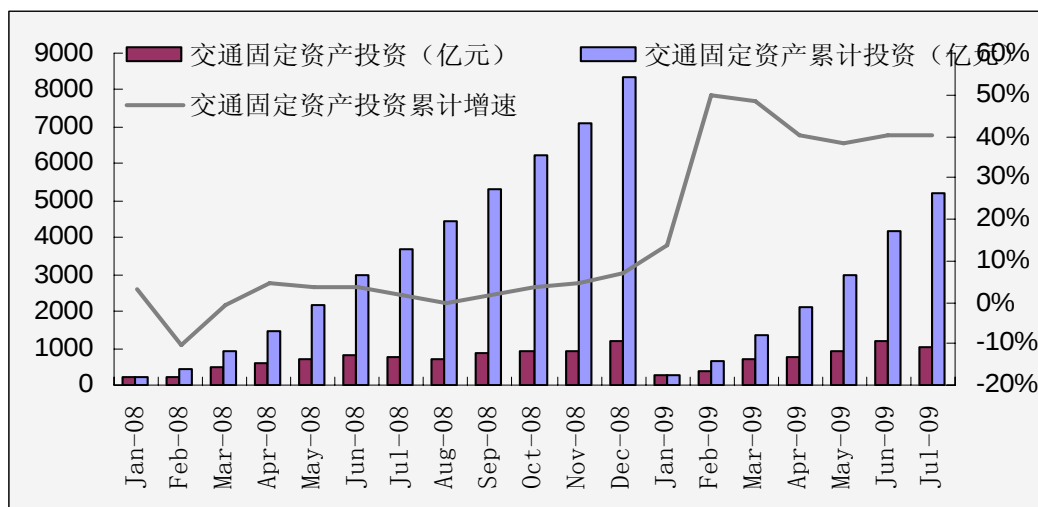
图8: 铁路投资高速增长



资料来源: 铁道部 华泰证券研究所

1-7 月，交通固定资产投资 5202.79 亿元，同比增长 40.34%，增速与上个月基本持平，其中公路固定资产投资 4521.92 亿元，同比增长 49.33%，增速较上个月提高 0.37 个百分点；

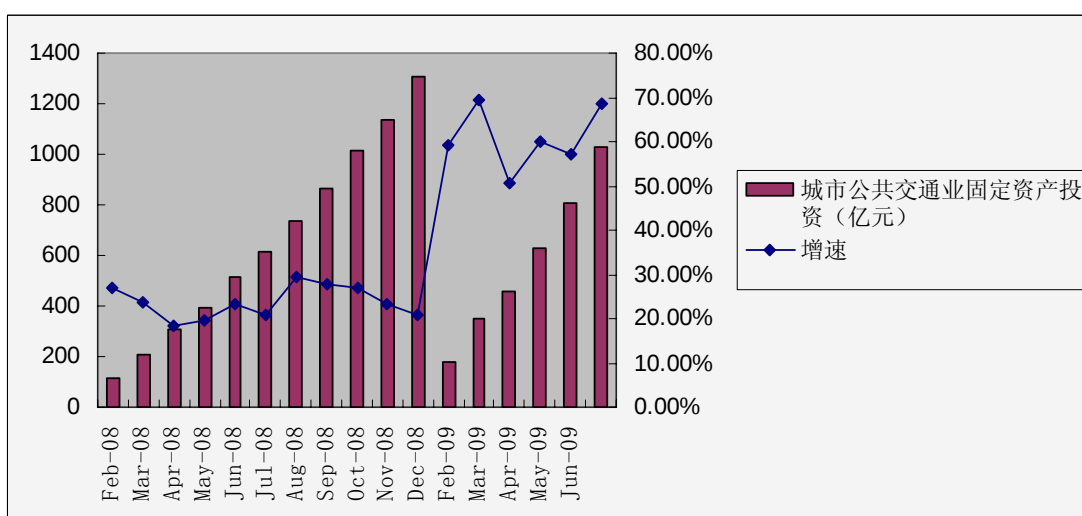
图9：交通投资增速平稳



资料来源：交通部 华泰证券研究所

1-7 月，城市公共交通运输业固定资产投资 1031 亿元，同比增长 69.43%，增速较上个月上升 11.2 个百分点。

图10：城市公共交通运输业投资增速高位运行



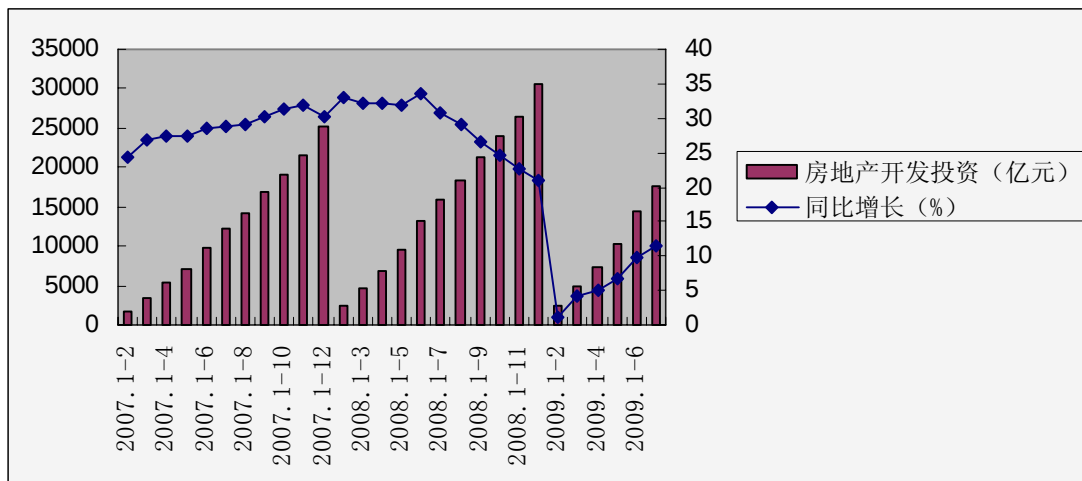
资料来源：统计局 华泰证券研究所

3、房地产市场逐步回暖

1-7 月，全国完成房地产开发投资 17720 亿元，同比增长 11.6%，增幅比 1-6 月提高 1.7 个百分点，比去年同期回落 19.3 个百分点。其中，商品住宅完成投资 12427 亿元，同比增长 8.2%，比 1-6 月提高 0.9 个百分点，比去年同期回落 25.5 个百分点，占房地产开发投资的比重为 70.1%。房地产市场销售回暖，1-7 月，全国商品房销售面积 41755 万平方米，同比增长 37.1%。其中，商品住宅销售面积增长 38.8%；办公楼销售面积增长 13.3%；商业营业用房销售面积增长 21.7%。1-7 月，商品房销售额 19600 亿元，同比增长 60.4%。其中，商品住宅销售额增长 65.3%，办公楼和商业营业用房销售额分别增长 22.9%和 34.2%。房地产市场去存货进程正在加快，房产商拿地的信心正在逐步增强，1-7 月，全国房地产开发企业完成土地购置面积 16309 万平方米，同比下降 25.8%，降幅较上半年缩窄 0.7 个百分点。

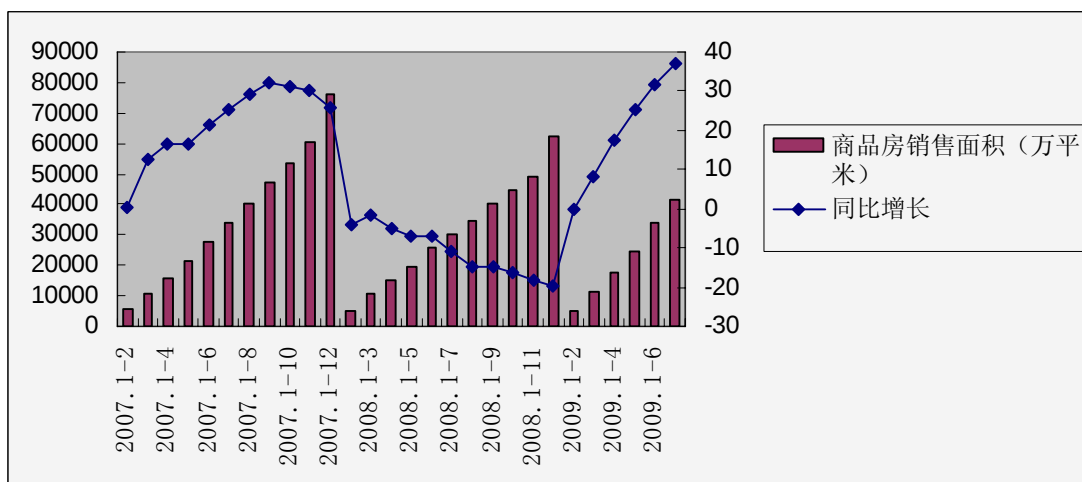
伴随着房地产销售的快速回暖，房价也出现大幅上涨，上半年的房地产开发投资增速一直低于商品房销售增速，房地产去存货进程加快，部分房地产商出现“捂盘惜售”的状况，快速上涨的房价会在一定程度上遏制了有效需求的释放，从 5 月份以来，房地产开发投资增速开始回暖，从而能有效缓解目前市场的供求状况，有利于房价的稳定，销售数据有望继续增长，从而带动房地产投资的持续回暖。

图11：房地产开发投资持续增长



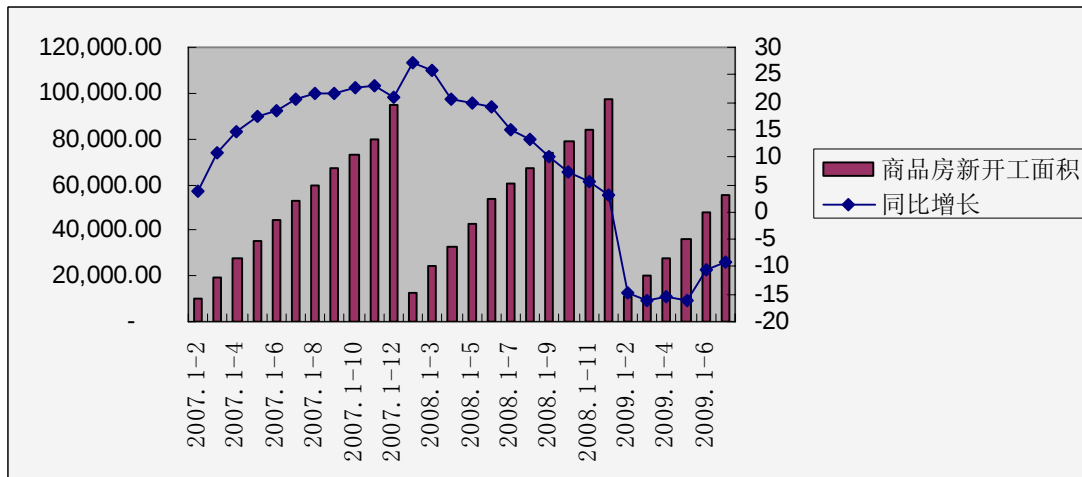
资料来源：统计局 华泰证券研究所

图12：房地产销售持续回暖



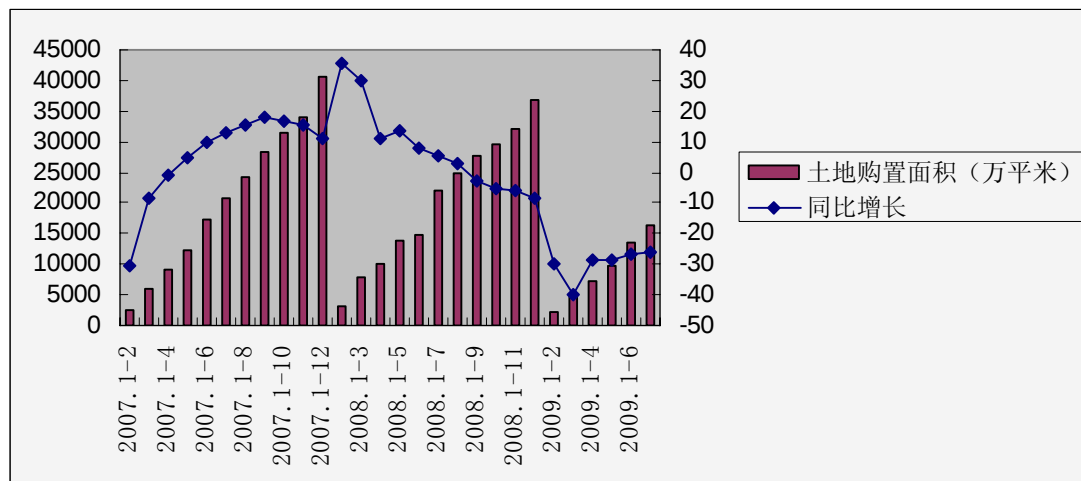
资料来源：统计局 华泰证券研究所

图13：房地产新开工面积环比上升



资料来源：统计局 华泰证券研究所

图14：土地购置面积环比上升



资料来源: 统计局 华泰证券研究所

三、公司主营业务情况

1、多元化业务发展模式已经形成

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，公司凭借多年来在冶金工业建设领域积累的贯穿冶金工程各个环节的核心技术优势与设计施工能力，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。在巩固、发展传统工程承包业务同时，公司亦借助自身的技术优势、资金优势、规模优势积极拓展业务领域，构建关联互补、协同效应显著的业务板块布局，开展资源开发、装备制造及房地产开发等业务。从2008年公司的收入构成来看，工程承包业务是收入的主要来源，工程承包占82.68%、资源开发占6.21%、装备制造占6.88%、房地产占2.76%；从公司分部利润构成来看，工程承包业务是利润的主要来源，工程承包占81.51%、资源开发占-2.68%、装备制造11.62%、房地产占8.53%；

图15: 公司主营收入构成情况

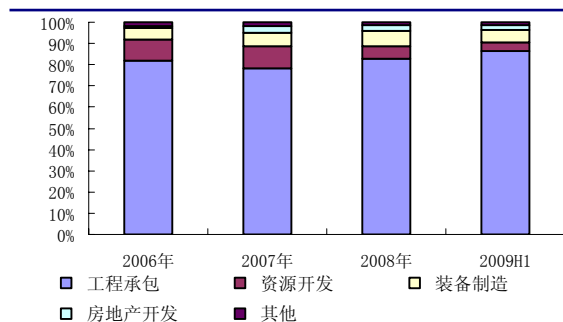
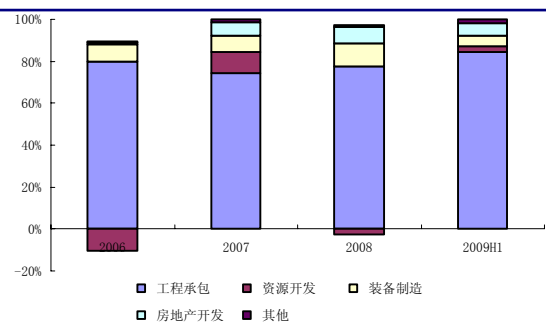


图16: 公司分部利润构成情况



数据来源: 招股说明书 华泰证券研究所

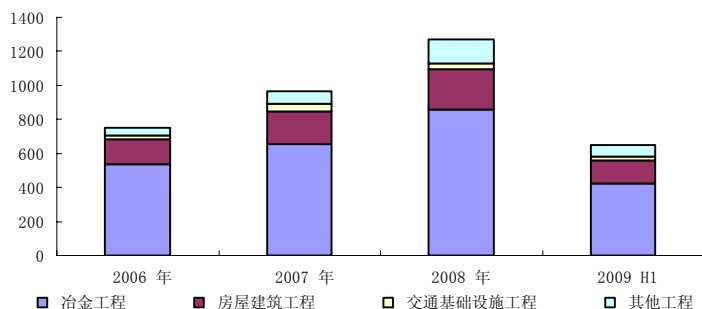
数据来源: 招股说明书 华泰证券研究所

2、冶金工程业务是工程承包业务的主体

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。公司拥有3家专业地质勘察院，3家国家级冶金工程专业研究院，9家冶金工程专业设计院，13家冶金工程专业施工建设企业，代表了我国冶金工程领域领先的勘察、咨询、设计、施工能力，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。截至本招股意向书签署之日，公司承建或参建的项目获得中国建筑业最高奖—鲁班奖42项；国家优质工程奖34项；詹天佑土木工程大奖2项；全国优秀工程设计奖110项，优秀工程勘察奖20项。2008年，该业务分部收入为1269.72亿元，占公司收入总额的82.68%。2009年1-6月，该

业务分部收入为 647.66 亿元，占公司收入总额的 86.36%。

图 17：工程承包业务分行业情况



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

3、资源开发业务释放利润尚需时日

公司从事以金属矿产品为主的资源开发业务。公司是我国进行境外资源开发的重要力量，除在我国外，公司目前在阿富汗、巴基斯坦、巴布亚新几内亚、阿根廷、澳大利亚等国家进行资源开发。所涉及的主要矿产资源为铁、铜、镍、锌、铅、钴、金等。公司资源开发业务的各项主要业务活动和服务内容包括：境内外矿产资源的投资、开采、冶炼加工、进出口等。公司通过直接投资开发、合资合作开发及租赁经营等方式开展资源开发业务。公司目前共拥有 11 座矿山的股权，其中已经投产产生效益的仅有 4 座矿山，大部分具有高开发价值的矿山尚未投产，希拉格兰德铁矿和瑞木镍红土矿预计到年底前投产，艾娜克铜矿和兰伯特角铁矿投产要到 2013 年，其余几座矿山的投产时间尚未确定，都处在前期设计阶段，公司资源开发业务释放利润还需时日。

表 2：公司拥有矿产情况

序号	名称	投产时间	储量	权益
1	杜达铅锌矿	已投产	该矿资源量（JORC 标准）总共约 1,448 万吨，锌平均品位 9.9%，铅平均品位 3.4%。	51%
2	山达克铜金矿	已投产	以铜分割品位大于 0.25% 计算，该矿矿产保有资源量（JORC 标准）为 5,090 万吨，铜平均品位 0.47%，金平均品位 0.46 克/吨。可开采矿石储量 4,970 万吨，铜平均品位 0.45%，金平均品位 0.47 克/吨。	租赁经营期 10 年，2013 年底到期。
3	希拉格兰德铁矿	2009 年年内运行	南矿区保有资源量为（非 JORC 标准）1.994 亿吨；南矿区矿石可开采量为 0.313 亿吨，赤铁（地下 25 米表层矿）平均品位 54.8%，含磷 1.43%，磁铁（地下 25 米以下）平均品位 57.3%。北矿区推测资源量（非 JORC 标准）为 0.113 亿吨，另有勘探目标资源量 0.2 亿吨；东矿区约有 0.3~0.4 亿吨的勘探目标资源量。	70%
4	瑞木镍红土矿	2009 年年内运行	矿山红土镍矿总资源量（JORC 标准）达 1.432 亿吨，镍平均品位 1.01%，钴平均品位 0.10%。	52%
5	艾娜克铜矿	2013 年投产	艾娜克铜矿采矿权区内的艾娜克铜矿床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）4.83 亿吨，铜平均品位为 1.85%。	75%
6	兰伯特角铁矿	2013 年投产	该矿的西部地块（勘探许可证号为 E47/1462）磁铁矿资源量（JORC 标准）为 19.15 亿吨，品位为 30.7%，其中包括控制资源量 14.34 亿吨，推测资源量 4.81 亿吨。该矿除西部地区已知资源外，还包括周边 151 平方公里的未知资源量。	100%
7	西澳铁矿项目	基础设计	2,400 万吨/年铁精矿的选矿厂（该选矿厂可能进一步扩建到 3,600 万吨/年的生产能力），600 万吨/年的球团厂	20%
8	朝阳金昌铁矿	已投产	金昌铁矿总原位矿量（中国准则）约为 66.9 万吨，全铁品位 31.69%，该矿包含三个分矿区：官坎铁矿、勿台沟铁矿及宋仗子铁矿。	85%
9	宁城宏大铁矿	已投产	总资源量约为 7,345.5 万吨，全铁平均品位为 12.64%，磁铁品位约为 5.11%。	49%
10	农戈山铅锌矿	发展阶段	原位矿量（中国准则）为 2,041.6 万吨，铅平均品位为 1.8%，锌平均品位为 1.4%。	50%
11	泸溪	设计	该矿炭质页岩的原位矿量（中国准则）为 7,111.4 万吨，钒的原位矿量（中国准则）为 1,714.7	80%

含钒 阶段 万吨，炭质页岩质量能量为 3,507 焦耳/克，五氧化二钒平均品位 0.79%。
炭质
页岩
矿

数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

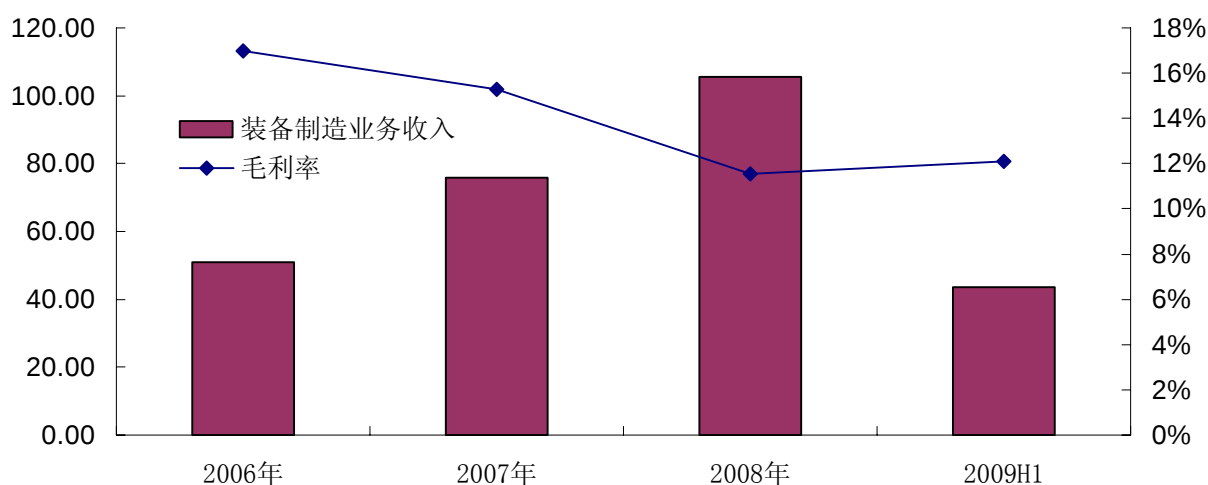
4、装备制造具备一定竞争实力，钢结构业务国内领先

公司的装备制造业务主要涉及冶金设备及其零部件、钢结构及其他金属制品制造，产品主要应用于冶金工程以及房屋建筑工程领域。公司亦从事自产设备和机械产品的进出口服务。公司是我国大型冶金设备制造商，为国内大多数大中型钢铁联合企业提供冶金设备及成套，包括宝钢、鞍本钢、武钢、首钢、攀钢、唐钢、马钢、太钢、包钢等。公司生产的冶金设备还远销海外市场，包括日本、德国等冶金工业发达的国家。同时公司是我国最大的钢结构制造企业，公司生产的建筑钢结构主要被应用于大型会展、体育场馆、航站楼、厂房等；特种钢结构主要应用于冶金、化工等行业的生产线。

公司是我国大型的冶金设备制造企业之一，依靠公司的核心技术和产业化能力，在冶金设备制造行业与其竞争对手展开差异化的竞争。相比较而言，公司的冶金设备产品主要为大型轧钢设备，在与中等规模的冶金设备制造商展开竞争。在一定规格的大型精密板带轧机成套设备及板带处理成套设备方面，公司具有比较明显的技术优势。与跨国公司比，公司的冶金设备产品在国际市场上并不具备明显的竞争优势，但在部分发展中国家市场，凭借公司工程总承包的业务模式以及良好的客户关系及价格优势，公司仍具备较强的竞争实力。

在钢结构制造方面，2008 年，公司钢结构产量占全国总产量的比重超过 10%，是我国最大的钢结构制造企业。因此，无论从企业规模、产品产量、技术实力还是市场份额的角度来看，这些企业与公司均存在较大的差距。在国际上，公司作为中国钢结构的领军企业之一，钢结构产品已经逐渐得到认可。

图 18：装备制造业务收入及毛利率情况



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

5、受益保障性住房市场开发，房地产业务具备持续增长动力

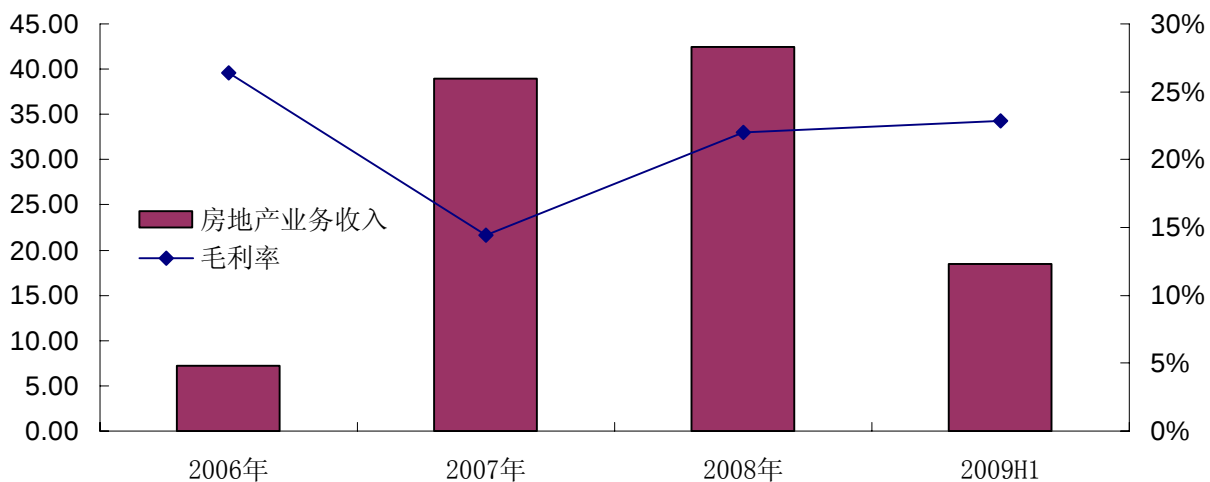
2005 年，按照国务院国资委《关于公布中央企业主业（第三批）的通知》（国资发规划[2005]251 号），房地产开发经营被列为公司主业，成为被鼓励和支持发展房地产业务的中央企业之一。公司的房地产开发业务主要包括多种类型住宅及商用房的开发、销售和管理以及受政府委托进行一级土地的开发；其中，住宅主要包括普通住宅及保障性住房等；商用房则主要包括城市综合体、写字楼和酒店等。

2008 年 1 月，公司与国家开发银行签署了《廉租房业务合作协议》，获得每年不低于 100 亿元的信用额度从事保障性住房开发业务，就保障性住房建设开展银企合作进行了有益的探索。在国务院一系列扩大内需政策出台后，公司进一步加快了保障性住房开发业务发展的步伐。2009 年 1 月 6 日，公司与中国银行、中国农业银行、中国建设银行和交通银行等银行签署了总额为 350 亿元人民币的保障性住房信贷合作协议，为公司保障性住房业务的进一步发展提供了强大的资金支持。

公司目前拥有 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，权益土地面积 158 万平，公司拥有 16 个将要开发的项目，总占地面积约为 122 万平方米，权益土地面

积 92 万平方米。

图 19：房地产业务收入及毛利率情况



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

四、募集资金项目——增强公司综合实力

根据项目的投资情况及资金使用计划，公司本次 A 股发行募集资金投资项目的资金投入计划如下表所示：

表 3：募集资金投向

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
	9	浦东高行地块开发项目	5.88
房地产开发	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

数据来源：招股说明书

本次募集资金投资项目，紧紧围绕公司现有的主营业务，着重提高主营业务的生产能力和运行效率，进一步提升公司的核心竞争力和市场影响力，为公司的长期持续发展营造有利环境。本次发行完成后，公司资金实力将得到进一步的增强，净资产和每股净资产将有一定幅度增长，资产负债率也将有所下降，偿债能力有所增强。

五、估值与询价建议

1、盈利预测及说明

根据目前行业发展状况及公司的基本情况，我们做如下预测。

盈利预测关键假设：

- 1、公司募集资金按计划投入使用，预计 2009-2011 年公司主营业务收入增长率分别达到 18.11%、13.88% 和 12.56%；
- 2、预计 2008-2010 年公司综合毛利率为 12.00%、12.01% 和 12.07%；

表 4：公司各项业务收入及毛利预测

单位（亿元）	2006 年	2007 年	2008 年	2009H1	2009 年 E	2010E	2011E
--------	--------	--------	--------	--------	----------	-------	-------

工程承包	收入	752.58	966.46	1,269.72	647.66	1,518.25	1,708.99	1,885.57
	增速		28.42%	31.38%		19.57%	12.56%	10.33%
冶金工程	收入	533.60	653.50	859.40	424.14	859.40	902.37	947.49
	增速		22.47%	31.51%		0.00%	5.00%	5.00%
房屋建筑工程	收入	147.78	192.67	235.70	132.13	329.98	395.98	475.17
	增速		30.37%	22.33%		40.00%	20.00%	20.00%
交通基础设施工程	收入	26.83	46.93	36.37	24.05	80.02	112.03	134.43
	增速		74.90%	-22.50%		120.00%	40.00%	20.00%
其他工程	收入	44.37	73.36	138.25	67.33	248.85	298.62	328.49
	增速		65.34%	88.46%		80.00%	20.00%	10.00%
资源开发	收入	91.39	131.21	95.33	30.66	104.86	146.80	205.52
	增速		43.57%	-27.35%		10.00%	40.00%	40.00%
装备制造	收入	50.89	75.91	105.62	43.53	121.46	133.61	146.97
	增速		49.17%	39.13%		15.00%	10.00%	10.00%
房地产开发	收入	7.23	38.94	42.45	18.46	46.69	53.70	64.44
	增速		438.27%	9.01%		10.00%	15.00%	20.00%
其他	收入	18.24	23.00	22.60	9.61	22.60	22.60	22.60
	增速		26.15%	-1.75%		0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入	920.33	1,235.53	1,535.71	749.92	1,813.86	2,065.70	2,325.10
	增速		34.25%	24.30%		18.11%	13.88%	12.56%
工程承包	毛利率	13.12%	13.19%	11.02%	11.51%	11.52%	11.46%	11.44%
冶金工程	毛利率	15.02%	15.22%	11.50%	12.05%	12.10%	12.20%	12.30%
房屋建筑工程	毛利率	7.60%	8.10%	9.09%	9.46%	9.50%	9.50%	9.50%
交通基础工程	毛利率	7.52%	4.72%	7.17%	9.83%	9.80%	9.00%	9.00%
其他工程	毛利率	12.01%	13.89%	12.32%	12.75%	12.75%	12.75%	12.75%
资源开发	毛利率	9.67%	11.06%	12.57%	14.89%	15.00%	15.00%	15.00%
装备制造	毛利率	16.96%	15.30%	11.54%	12.11%	12.00%	12.00%	12.00%
房地产开发	毛利率	26.38%	14.46%	22.01%	22.86%	22.00%	22.00%	22.00%
其他	毛利率	5.48%	10.71%	9.50%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%
综合毛利率		12.94%	13.09%	11.43%	11.81%	12.00%	12.01%	12.07%

资料来源：华泰研究所

考虑公司公开发行35亿A股和26.1亿H股后的摊薄，预计2009-2011年摊薄每股收益分别为0.24元、0.30元和0.38元，2008-2011年的年复合增长率将达到32.9%。

2、公司估值及询价区间

我们采用比较估值法，选取建筑行业上市公司中与中国中冶发展前景相似，业务规模比较接近，在所处行业中同样处于龙头地位的中国中铁、中国铁建和中国建筑进行估值水平的比较，三家公司2009-2011年的平均市盈率分别为23.43X、17.84X和14.56X，同时考虑到中国中冶目前拥有的矿产资源尚未完全释放利润，应给予更高的PE估值水平以反应矿产资源的价值，我们认为给予09年25X-30X的PE估值更为合理，结合我们对中冶2009-2011年的每股收益0.24元、0.30元和0.38元，其对应的二级市场合理价格为6.00元-7.20元；

表6：与建筑行业上市公司的估值水平比较

代码	简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
601390	中国中铁	6.14	0.05	0.30	0.39	0.48	122.80	20.47	15.74	12.79
601668	中国建筑	5.17	0.15	0.17	0.22	0.26	33.90	30.41	23.50	19.88
601186	中国铁建	9.13	0.32	0.47	0.64	0.83	28.53	19.43	14.27	11.00
均值							61.74	23.43	17.84	14.56

资料来源：WIND 华泰研究所

六、风险提示

- 宏观经济风险：公司所从事的主营业务与宏观经济的发展紧密相关，受国家宏观经济走势、固定资产投资规模、城市化进程等因素的影响较大。当前，我国正处在工业化、信息化、城镇化加速发展和居民消费升级的时期，经济体制的变革与持续的对外开放给经济社会发展带来强劲的动力和活力，也奠定了我国经济能够保持高位运行的基础。2008 年以来，国际、国内经济环境发生了较大变化，由次贷危机引发的全球性经济衰退逐步蔓延。受全球经济增速放缓，消费需求减弱以及国内房地产投资增速下滑等因素影响，2008 年下半年以来，我国经济形势较为严峻。整体宏观经济环境的变化可能对公司日常经营造成较大压力。
- 市场竞争加剧风险：公司凭借在冶金工程领域的综合实力成为我国市场份额最大、专业化经营历史最久、专业设计能力最强的冶金工程承包商，掌握多项国内乃至国际领先的冶金工艺和核心技术，在国内冶金工程承包及相关业务领域占据了绝对的市场份额。但是，随着国内各大钢铁联合企业自身设计、施工力量的逐步增强以及加入WTO 以后我国冶金工程承包市场对外开放程度的逐步提高，公司的市场地位可能遇到一定的挑战，进而对公司业务经营及市场份额形成不利影响。此外，公司的非冶金工程承包、资源开发、房地产开发等业务面临着激烈的市场竞争，竞争者中包括大型国有企业、民营企业以及境外企业和跨国公司等，日益激烈的市场竞争可能导致公司相关业务市场份额的减少以及发展增速的降低。

附表：盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	132070	152598	170335	188506
现金	28365	32000	33000	34000
应收账款	24888	27534	31357	35295
其它应收款	7010	8344	9502	10695
预付账款	21259	25059	28538	32099
存货	45296	52361	59631	67072
其他	5251	7300	8307	9345
非流动资产	40607	40286	39351	38349
长期投资	1680	1800	1800	1800
固定资产	14255	17016	17862	17751
无形资产	13025	13025	13025	13025
其他	11647	8445	6664	5773
资产总计	172677	192885	209686	226855
流动负债	136549	145400	155227	163513
短期借款	30924	29557	17264	1981
应付账款	34170	39903	45443	51113
其他	71455	75940	92520	110419
非流动负债	25982	25741	25741	25741
长期借款	15218	15218	15218	15218
其他	10764	10523	10523	10523
负债合计	162531	171141	180968	189254
少数股东权益	6562	7531	8759	10323
股本	13000	19110	19110	19110
资本公积	-9371	-9371	-9371	-9371
留存收益	51	4581	10328	17646
归属母公司股东权益	3584	14213	19960	27278
负债和股东权益	172677	192885	209686	226855

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	6492	5582	15780	18391
净利润	3648	5499	6975	8882
折旧摊销	1615	802	935	1002
财务费用	2880	2741	2788	2408
投资损失	-659	-300	-300	-300
营运资金变动	-1298	-5681	5007	6013
其它	306	2522	376	387
投资活动现金流	-16958	-51	300	300
资本支出	15112	0	0	0
长期投资	-1119	353	0	0
其他	-2965	302	300	300
筹资活动现金流	13043	-1897	-15080	-17691
短期借款	30924	-1367	-12293	-15283
长期借款	15218	0	0	0
普通股增加	13000	6110	0	0
资本公积增加	-9371	0	0	0
其他	-36728	-6640	-2788	-2408
现金净增加额	2259	3635	1000	1000

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	153571	181386	206570	232510
营业成本	136016	159612	181771	204454
营业税金及附加	3572	4172	4751	5348
营业费用	893	1052	1157	1256
管理费用	5970	6893	7230	7673
财务费用	2880	2741	2788	2408
资产减值损失	1128	1100	1200	1300
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资净收益	659	300	300	300
营业利润	3764	6117	7973	10372
营业外收入	957	1000	1000	1000
营业外支出	136	200	200	200
利润总额	4584	6917	8773	11172
所得税	937	1418	1799	2290
净利润	3648	5499	6975	8882
少数股东损益	530	968	1228	1564
归属母公司净利润	3118	4531	5747	7318
EBITDA	8258	9659	11697	13782
EPS (元)	0.24	0.24	0.30	0.38

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	24.3%	18.1%	13.9%	12.6%
营业利润	-49.3%	62.5%	30.3%	30.1%
归属于母公司净利润	-12.4%	45.3%	26.8%	27.3%
获利能力				
毛利率	11.4%	12.0%	12.0%	12.1%
净利率	2.0%	2.5%	2.8%	3.1%
ROE	87.0%	31.9%	28.8%	26.8%
ROIC	15.2%	19.1%	28.0%	43.8%
偿债能力				
资产负债率	94.1%	88.7%	86.3%	83.4%
净负债比率	32.30%	27.57%	19.28%	10.36%
流动比率	0.97	1.05	1.10	1.15
速动比率	0.64	0.69	0.71	0.74
营运能力				
总资产周转率	1.78	0.99	1.03	1.07
应收账款周转率	12	7	6	6
应付账款周转率	7.96	4.31	4.26	4.23
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.24	0.30	0.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.34	0.29	0.83	0.96
每股净资产 (最新摊薄)	0.19	0.74	1.04	1.43
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	4	3	3	2

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。