

建筑工程

署名人: 罗泽兵

S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

参与人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12 个月目标价: 5.00 元

当前股价: 4.15 元

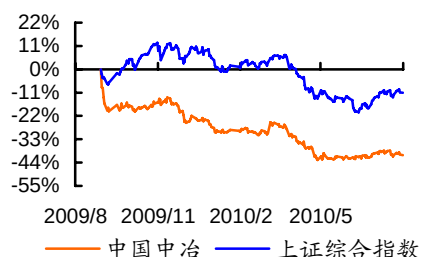
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2650.31
总股本(百万)	19110
流通股本(百万)	6371
流通市值(亿)	264
EPS (TTM)	0.23
每股净资产(元)	2.42
资产负债率	80.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国中冶	-0.95	1.47	-16.16
上证综合指数	3.04	-0.86	-12.30



相关报告

《新股报告-中国中冶-专业能力优势明显的大型冶金工程综合企业》 2009-9-21

中国中冶

601618

推荐

保障房及资源开发战略快速推进

公司今日发布中期报告, 2010 年上半年公司实现收入 890.3 亿元, 同比增长 18.3%; 实现归属于母公司净利润 22.3 亿元, 同比增长 7.0%。2010 年上半年公司的基本每股收益约 0.12 元, 符合我们的预期。

投资要点:

- 上半年工程承包主业平淡, 保障房为主的房地产业务是主要增长点。上半年公司实现收入 890.3 亿元, 同比增长 18.3%。具体构成来看, 由于公司传统的工程承包业务主要面对以钢铁为主的相关行业, 而今年国内黑色金属冶炼行业的固定资产投资基本没有增长, 因此上半年公司工程承包仅实现 7.9% 的增长。而受益于去年以来公司在保障房方面的投入, 上半年公司实现房地产 77.4 亿元, 同比有 320% 的大幅增长。
- 与地方城市保障房合作建设力度将持续加大, 房地产收入的未来占比将快速上升。今年上半年公司在唐山、鞍山等市加大了保障房的投入力度, 到 6 月底公司在房地产上的土地储备及在建工程账面余额达到 284 亿元, 较年初增长 39%, 显示了公司在保障房建设上的投入决心。预计到 2011 年公司房地产的收入有望达到 200 亿元以上, 在公司收入的占比将首次达到 10% 以上。
- 资源环节的战略投入有望自 2012 年进入明显收获期。今年上半年公司资源业务实现收入 42.3 亿元, 同比增长 38%。上半年这方面的收入仍主要是依靠葫芦岛的金属冶炼和洛阳多晶硅加工业务, 而公司着力较多的矿产资源开发仍在投入期。预计从 2012 年开始公司在海外的瑞木镍矿等大型项目将进入正式收获期, 成为继房地产之后公司在工程承包主业之外的又一战略增长点。
- 大额财务费用是影响近期利润的主要不利因素, 资金运用效率有待进一步提高。公司去年融资完成后, 今年上半年其有息负债规模并未减少, 反而从年初的 686 亿元上升至 6 月底的 870 亿元左右, 导致上半年财务费用同比仍呈上升状态, 占到公司同期 EBIT 总额的 1/3 左右。公司的资金运用效率仍存较大的改善空间。
- 维持“推荐”的投资评级。公司目前正努力加大工程承包业务中非冶金类型的比例, 以稳定传统主业经营规模; 同时公司在保障房及资源开发战略的快速推进也有望在明后年进入明显收获期。预计 10-12 年公司 EPS 为 0.26、0.31 和 0.37 元, 维持推荐。
- 风险提示: 国外资源开发进度低于预期的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	165201	189590	219197	251911
同比(%)	8%	15%	16%	15%
归属母公司净利润(百万元)	4232	4902	5857	7165
同比(%)	38%	16%	19%	22%
毛利率(%)	12.2%	12.5%	12.6%	12.9%
ROE(%)	11.1%	11.4%	12.0%	12.8%
每股收益(元)	0.22	0.26	0.31	0.37
P/E	18.74	16.18	13.54	11.07
P/B	2.08	1.84	1.62	1.41
EV/EBITDA	4	3	3	2

资料来源: 中投证券研究所

1、工程承包主业平淡，保障房为主的房地产业务是上半年主要增长点

上半年公司实现营业收入 890.3 亿元，同比增长 18.3%。

从具体构成来看，由于公司传统的工程承包业务主要面对以钢铁为主的相关行业（钢铁、冶金工程在公司工程承包收入中仍占 60%），而 10 年前 7 月国内黑色金属冶炼行业的固定资产投资基本没有增长，因此上半年公司工程承包业务仅实现 7.9% 的增长。而受益于去年以来公司在保障房方面的大力投入，上半年公司实现房地产 77.4 亿元，实现同比 320% 的大幅增长。

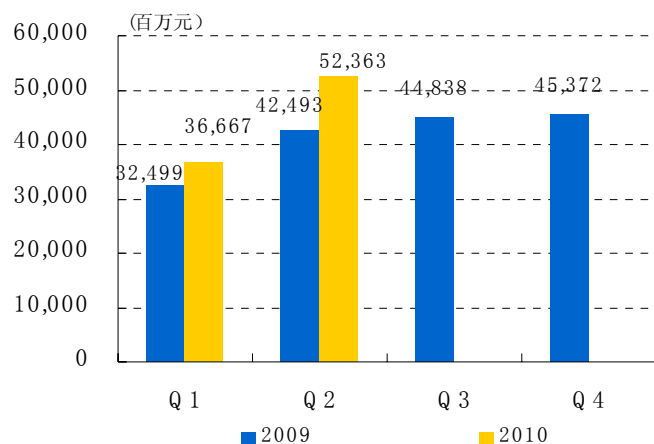
今年上半年公司继续加大了在保障房方面的投入，6 月底公司在房地产上的土地储备及在建工程投入达到 284 亿元，较年初增长 39%，显示了公司在保障房建设上的投入决心。预计到 2011 年公司房地产的收入有望达到 200 亿元以上，在公司收入的占比首次达到 10% 左右。

表 1 西部地区铁路里程及其占全国比例的远期规划

项 目	2010 年上半年	2009 年上半年	增长率
工程承包	70,195,236	65,041,791	7.92%
资源开发	4,226,526	3,065,548	37.87%
装备制造	4,626,115	4,352,569	6.28%
房地产开发	7,735,912	1,845,886	319.09%
其他	2,246,399	925,803	142.64%
小 计	89,030,188	75,231,597	18.34%

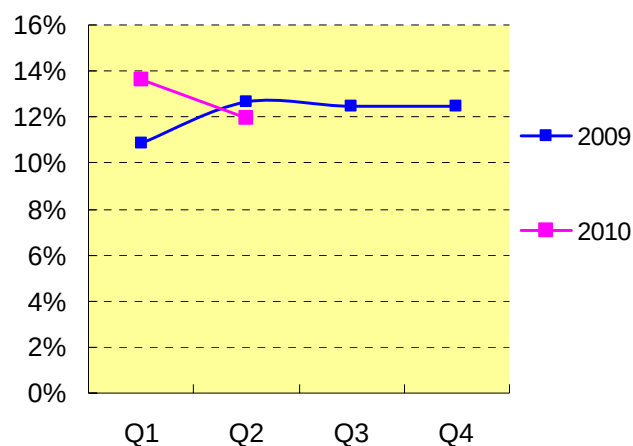
资料来源：公司公告

图 1 公司历年单季度收入对比



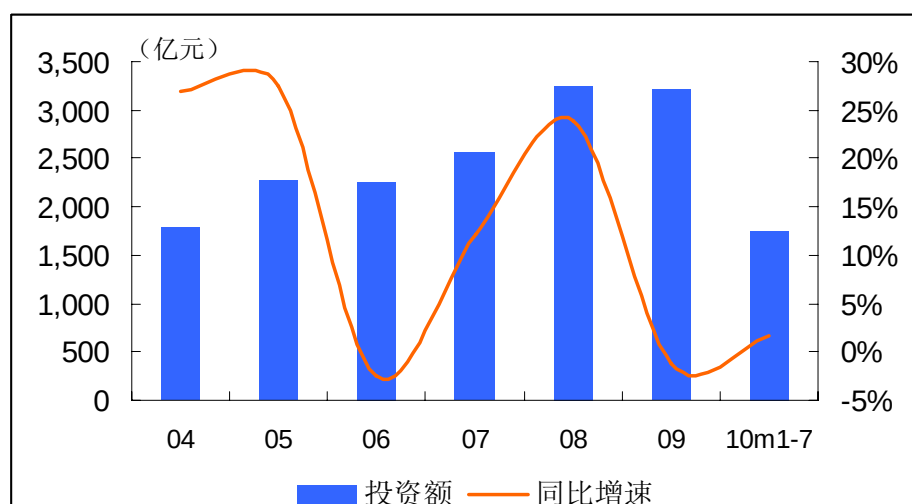
资料来源：公司公告

图 2 公司历年单季度毛利率对比



资料来源：公司公告

图 3 公司上游-国内黑色金属冶炼行业-固定资产投资及增速



资料来源：国家统计局

2、资源环节持续投入，有望自 2012 年进入显著收获期

今年上半年公司资源业务实现收入 42.3 亿元，同比增长 38%。上半年这方面的收入仍主要是依靠葫芦岛的金属冶炼和洛阳多晶硅加工业务，而公司着力较多的矿产资源开发仍在投入期。预计从 2012 年开始公司在海外的瑞木镍矿等大型项目将进入正式收获期，成为继房地产之后公司在工程承包主业之外的又一战略增长点。

表 2 公司主要矿产项目的预计开发进度

(万吨)	产品	09	10E	11E	12E
希拉格兰德铁矿	铁精粉	12.0	66.0	80.0	80.0
瑞木镍红土矿	氢氧化镍钴		0.5	4.0	7.8
艾娜克铜矿	铜精矿				20.0
山达克铜金矿	粗铜	1.8	1.6	1.6	1.6
杜达铅锌矿	铅精矿		0.3	1.4	2.0
	锌精矿	0.4	1.5	6.3	7.4

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	177099	180782	208823	239507	营业收入	165201	189590	219197	251911
现金	45923	34126	39455	45344	营业成本	145023	165958	191606	219383
应收账款	30404	34760	40188	46186	营业税金及附加	3966	4550	5261	6046
其它应收款	13846	14363	16606	19084	营业费用	1037	1194	1381	1587
预付账款	19531	22404	25867	29617	管理费用	6441	7356	8439	9648
存货	59519	66164	76389	87463	财务费用	2444	2891	3108	3701
其他	7875	8964	10317	11812	资产减值损失	779	850	1000	1100
非流动资产	53379	61719	69192	75961	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	1835	1974	1974	1974	投资净收益	99	150	150	150
固定资产	17340	25743	33431	40405	营业利润	5703	6941	8552	10596
无形资产	15480	15274	15068	14862	营业外收入	985	800	800	800
其他	18723	18728	18719	18721	营业外支出	160	200	200	200
资产总计	230477	242501	278015	315468	利润总额	6528	7541	9152	11196
流动负债	134981	140860	169144	197753	所得税	1362	1508	1922	2351
短期借款	24657	17406	29750	40900	净利润	5166	6033	7230	8844
应付账款	43816	50141	57890	66282	少数股东损益	934	1131	1373	1679
其他	66508	73313	81504	90570	归属母公司净利润	4232	4902	5857	7165
非流动负债	49335	49335	49335	49335	EBITDA	9991	11634	14176	17527
长期借款	32873	32873	32873	32873	EPS（元）	0.22	0.26	0.31	0.37
其他	16462	16462	16462	16462	主要财务比率				
负债合计	184315	190195	218478	247087	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	8027	9158	10531	12211	成长能力				
股本	19110	19110	19110	19110	营业收入	7.7%	14.8%	15.6%	14.9%
资本公积	16759	16759	16759	16759	营业利润	53.9%	21.7%	23.2%	23.9%
留存收益	2358	7260	13117	20282	归属于母公司净利润	37.9%	15.8%	19.5%	22.3%
归属母公司股东权益	38135	43148	49005	56170	获利能力				
负债和股东权益	230477	242501	278015	315468	毛利率	12.2%	12.5%	12.6%	12.9%
现金流量表					净利率	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	11.1%	11.4%	12.0%	12.8%
经营活动现金流	-6815	8306	5944	8289	ROIC	10.0%	10.5%	10.4%	11.0%
净利润	5166	6033	7230	8844	偿债能力				
折旧摊销	1844	1802	2516	3231	资产负债率	80.0%	78.4%	78.6%	78.3%
财务费用	2444	2891	3108	3701	净负债比率	35.34	30.44%	32.15	32.94%
投资损失	-99	-150	-150	-150	流动比率	1.31	1.28	1.23	1.21
营运资金变动	-16636	-2817	-7425	-8057	速动比率	0.87	0.81	0.78	0.77
其它	466	547	664	720	营运能力				
投资活动现金流	-15705	-9961	-9850	-9850	总资产周转率	0.82	0.80	0.84	0.85
资本支出	12329	10000	10000	10000	应收账款周转率	6	5	5	5
长期投资	-3747	132	0	0	应付账款周转率	3.72	3.53	3.55	3.53
其他	-7123	171	150	150	每股指标（元）				
筹资活动现金流	41044	-10142	9236	7450	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.26	0.31	0.37
短期借款	-6267	-7251	12344	11151	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.36	0.43	0.31	0.43
长期借款	17655	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.00	2.26	2.56	2.94
普通股增加	6110	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	26130	0	0	0	P/E	18.74	16.18	13.54	11.07
其他	-2584	-2891	-3108	-3701	P/B	2.08	1.84	1.62	1.41
现金净增加额	18543	-11797	5329	5888	EV/EBITDA	4	3	3	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建材建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中铁二局、葛洲坝、中国中铁、中国铁建、中材国际、海油工程、中国建筑、中国中冶、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434