

动态报告/公司快评

建筑建材

建筑工程

中国中冶（601618）

公司项目实地调研快评

谨慎推荐

（维持评级）

2010年11月9日

技术领先优势不断加大，期待内生性增长的积极变化

分析师： 邱波

0755-82133390

qiubo@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209050334

事项：

11月4、5日，我们参与了公司西南区项目的实地调研，并与公司相关领导进行了交流。

评论：

■ 实地调研使我们对公司技术实力的认同进一步加强

11月4、5日，我们先后现场调研了国内领先的冶金工程设计研发中心——中冶赛迪研发中心、装备先进数控设备的冶金装备基地——赛迪重工基地、技改环保及搬迁的冶金工程项目——重庆钢铁冶炼厂、具备影响力的非冶金工程项目——中冶建工市政项目（包括产业园区建设、轻轨项目、公租房建设等）等项目现场，对公司的冶金技术研发实力、冶金装备制造能力及各业务间的协同效应有了更为直观、深入的认识。

在国内冶金行业面临产业整合、技术升级、更新改造的大背景下，公司充分发挥在冶金方面的“技术先导优势”，立足高端、核心装备，形成方案设计、设备配套、安装调试、后续服务等一体化综合服务手段，通过工艺升级、新设备成套等现代化冶金生产服务模式，不断扩大公司在国内冶金工程领域的领先优势，并不断推行核心技术的产业化——将冶金领域的研发、技术及工艺转化为核心设备的制造及销售，将技术领先优势不断转化为生产力，从而驱动公司价值的长期增长。

■ 业务调整和优化是公司发展的重头戏

公司从冶金工程承包开始进行产业链一体化和相关多元化拓展，逐步形成目前由工程承包、资源开发、装备制造、房地产开发等板块组成的互补性极强的业务结构。财报数据显示，公司工程承包业务占比及增速均有所回落（10年中期公司工程承包业务占比78.8%，同比增速为7.9%，而以往历年公司承包业务占比均在80%以上），而非承包业务特别是房地产、资源开发及其他业务则快速增长（10年中期，房地产开发业务同比增长319%，资源开发业务同比增长37.9%，其他业务同比增长143%）。在工程承包业务中，公司在冶金工程收入有所下降，而在市政、交通、城市基础设施等非冶金领域市场增幅明显。

在继续巩固冶金工程承包领域的领导地位、发挥冶金建设实力的基础上，业务结构的逐步调整及不断优化将是公司未来发展的长期战略。资源开发业务、房地产开发业务、海外冶金工程及非冶金工程的承包在公司未来收入结构中的比重将进一步提高，公司的盈利能力及抗市场风险能力将同步增强。

■ “城市基础设施综合开发模式”有望成为长期亮点

通过实地调研，我们切身体会到公司作为大型央企在“城市基础设施综合开发”中的规模化优势和综合议价能

力。公司充分利用自身资金、技术、经验优势，通过与政府合作，进行从土地一级开发，公路、轨道交通等配套设施建设，到房屋建设及房产开发的“城市基础设施综合开发”一整套服务。与从事一二级联动开发的地方城投公司相比，公司将房屋建筑和区域内配套交通基础设施建设一并囊括，对需要进行新城开发及旧城改造的地方政府有极大的吸引力。

09年8月，中冶置业在石家庄、南京等地投资成立基础设施投资及保障性住房投资公司，推进“城市基础设施综合开发”模式。10月公司签署珠海横琴岛BT项目包括路网建设、防潮堤和环境景观工程等，投资总额达126亿元。10年4月，中国三冶以BT方式投资150亿元建设鞍山市达道湾保障性住房项目。10年8月，公司参与总投资134亿元的秦皇岛6个县辖区的33个新民居建设项目。10年9月，公司以总价203.3亿元，取得南京下关区2块地，进行临江老城改造及开发。

我们认为，短期来看，保障性住房开发业务将成为公司房地产业务及建筑施工业务的利润增长点之一，长期来看，通过保障性住房开发，公司将通过自身“城市基础设施综合开发”模式的扩张，开拓出更多的利润渠道。

■ 期待内部运营效率提升上的积极变化

10年6月以公司最高层管理者更换为契机，公司内部治理有望引来全新发展期。今年以来，公司管理层在资产优化整合、业务协同及互补、内部成本预算、管理架构简化、扁平化治理、绩效考核及评定等方面进行了大量举措，我们由此期待公司在内部运营效率提升上的积极变化。

■ 建议与传统建筑施工企业区别看待，静待公司经营向好的积极信号，暂维持公司“谨慎推荐”评级

与传统大型建筑（劳动密集型）企业不同，公司以技术为核心，技术优势是公司长期价值增长的核心驱动所在，公司目前11.6万名在岗员工中，有6万多名专业技术人员（大多归于工程承包），占比达52.1%，我们建议将该公司与传统施工企业区别看待。随着公司在内部管理改进上作了大量工作，我们期待公司能在内生性增长上放出积极信号，并能在经营数据上得到验证。综合考虑各种因素，我们预计公司10~12年EPS分别为0.26元、0.37元和0.45元，对应PE分别18X、12X和11X，暂维持“谨慎推荐”的投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。