

建筑施工



王挺

021-38565724

wangting@xyzq.com.cn

推荐（首次）

王爽

S0190210030003

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

中国中冶（601618）

蜕变中的冶金工程巨头

2010年12月17日

投资要点

- 12月16日我们调研了中国中冶,与公司就冶金工程市场、房地产开发及矿山开发等业务经营、公司未来发展战略等进行了深入交流。公司是全球最大的冶金工程承包商,2009年位列ENR225家全球承包商第9位,近年积极响应国家“走出去”“战略,依靠长期技术积累和冶金矿山工程的经验,大力拓展各种有色金属资源开发业务,目前已经获取了大量的有色资源开发权。而且,公司利用自身的工程经验和央企的融资及公共关系优势,成功的建立了城市基础设施建设、保障房、住宅及商业地产等城市资源运营商的综合开发业务模式。我们认为公司正跨步走在由“工程承包商”向“资源开发商”的蜕变道路上,随着公司有色金属等矿产资源开发项目的逐步投产,公司的价值将逐步得到重估。

调研要点:

- 前三季度工程承包新签合同约2163亿,全年新签合同额极有可能超过2360亿的年度经营目标。截至9月底,公司新签合同总额约2163亿元,公司在非冶金工程承揽上进展顺利。我们预计公司今年新签合同极有可能超过公司年初制定的2360亿目标。
- 公司各项业务毛利率均有回升,房地产开发业务快速增长和多晶硅价格上涨今年业绩超预期的关键因素。截至10月底,公司房地产开发业务收入超过170亿,预计全年超过200亿,增速超过100%,而且随着保障房开发业务的成熟,毛利率已经由不足7%提升至13%以上,房地产开发业务盈利提升大幅超预期。下半年,多晶硅价格大幅上涨,公司预计多晶硅加工业务毛利率回升至50%-60%,大幅超过上半年的25%左右。
- 巴新瑞木镍钴矿开发进展顺利,阿富汗艾娜克铜矿开发项目进展慢于之前预期。今年年底,公司储量1.43亿吨巴新镍钴矿开始投产,明年将对公司业绩产生贡献。阿富汗艾娜克铜矿开发项目还处于建设前期,公司预计要到2014年才能开始投产。作为全球储量第二的艾娜克铜矿,已探明储量达6.67亿吨。
- 未来公司业务看点: (1) 工程承包业务: 冶金工程承揽主要取决于十二五规划中钢铁产业政策和大型钢铁基地建设,非冶金工程增长的关键是房建业务的拓展速度; (2) 矿产开发业务: 多晶硅业务公司技术成熟,盈利主要取决于未来价格变化; 矿产资源主要取决于海外铜矿、铁矿、镍钴矿等资源的开发进展; (3) 房地产开发业务: 公司9月底200亿取得南京下关老城区改造项目,未来几年业务主要在于该项目的开发进度(截至9月底,公司土地储备693.37万平米); (4) 装备制造业务: 随着营口、曹妃甸、陕西等基地项目建设的投产,公司装备制造能力大幅提高。尤其是钢结构业务,产能超过250万吨,是全国最大的钢结构公司。

- 今年公司间接控股的上市公司锌业股份可能大幅亏损，公司暂无重组计划。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28 元、0.39 元、0.48 元，对应 PE 分别为 14.2 倍、10.3 倍、8.4 倍，首次给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	177099	159483	226044	219666
货币资金	45923	112459	68744	146889
交易性金融资产	301	354	405	458
应收账款	30404	5257	35714	10585
其他应收款	13846	880	15954	3069
存货	59519	8071	68951	17776
非流动资产	53379	56418	68215	69957
可供出售金融资产	811	851	936	1030
长期股权投资	1835	1946	2141	2355
投资性房地产	792	831	915	1006
固定资产	17340	26298	30815	33548
在建工程	12156	6078	3039	1520
油气资产	0	0	0	0
无形资产	15480	15237	24952	24625
资产总计	230477	215901	294260	289623
流动负债	134981	104131	171828	136666
短期借款	24657	22191	28644	25780
应付票据	4611	5934	7729	8703
应付账款	43816	4624	54832	12116
其他	61897	71382	80623	90068
非流动负债	49335	59052	62276	83964
长期借款	32873	37873	37873	57873
其他	16462	21179	24403	26091
负债合计	184315	163183	234104	220630
股本	19110	19110	19110	19110
资本公积	16759	16759	16759	16759
未分配利润	2170	7339	12852	19329
少数股东权益	8027	9191	10798	12762
股东权益合计	46162	52718	60156	68992
负债及权益合计	230477	215901	294260	289623

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	4232	5412	7473	9129
折旧和摊销	1844	1400	1857	2175
资产减值准备	3853	-3231	3735	-3114
无形资产摊销	234	280	334	389
公允价值变动损失	1	-9	-13	-8
财务费用	2444	2641	2749	3259
投资损失	-99	-524	-508	-442
少数股东损益	934	1164	1607	1963
营运资金的变动	21119	-59414	52421	-55441
经营活动产生现金流量	-9072	66254	-35614	68280
投资活动产生现金流量	-51085	-3759	-12988	-3107
融资活动产生现金流量	102430	4041	4886	12972
现金净变动	42274	66537	-43715	78145
现金的期初余额	28	45923	112459	68744
现金的期末余额	42302	112459	68744	146889

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	165201	194405	222670	251625
营业成本	145023	169540	193231	217578
营业税金及附加	3966	4705	5344	6039
销售费用	1037	1303	1381	1510
管理费用	6441	8126	8684	9310
财务费用	2444	2641	2749	3259
资产减值损失	779	917	983	1047
公允价值变动	1	-9	-13	-8
投资收益	99	524	508	442
营业利润	5703	7690	10794	13315
营业外收入	985	803	859	877
营业外支出	160	179	173	169
利润总额	6528	8314	11479	14024
所得税	1362	1738	2399	2931
净利润	5166	6576	9080	11093
少数股东损益	934	1164	1607	1963
归属母公司净利润	4232	5412	7473	9129
EPS (元)	0.22	0.28	0.39	0.48

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.7%	17.7%	14.5%	13.0%
营业利润增长率	53.9%	34.8%	40.4%	23.4%
净利润增长率	37.9%	27.9%	38.1%	22.2%
盈利能力(%)				
毛利率	12.2%	12.8%	13.2%	13.5%
净利率	2.6%	2.8%	3.4%	3.6%
ROE	11.1%	12.4%	15.1%	16.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	80.0%	75.6%	79.6%	76.2%
流动比率	1.31	1.53	1.32	1.61
速动比率	0.87	1.45	0.91	1.48
营运能力(次)				
资产周转率	143.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	995.4%	1000.0%	1000.0%	1000.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.22	0.28	0.39	0.48
每股经营现金	-0.36	3.47	-1.86	3.57
每股净资产	2.00	2.28	2.58	2.94
估值比率(倍)				
PE	18.2	14.2	10.3	8.4
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。