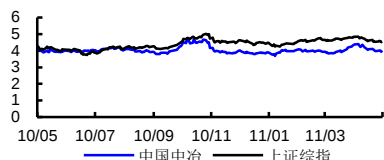


证券研究报告—深度报告
建筑建材
建筑工程
中国中冶(601618)
推荐

 合理价值 5.63~5.78 元 昨收盘: 4.07 元 (上调评级)
 区间: 5.78

2011年5月17日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

 总股本(百万股) 19,110.0/3,627.4
 总市值(百万元) 78,159.9/26,578.4
 沪深300/深圳成指 2,871.03/12,156.61
 12个月最高/最低(元) 4.78/3.76

相关研究报告:

《中国中冶-601618-技术领先优势不断加大,期待内生性增长的积极变化》——2010-11-8

《中国中冶-601618-2010年中报点评:综合毛利率持续提升,增长模式逐步转型》——2010-8-24

《中国中冶 2009 年年报及 2010 年 1 季报点评:业绩平稳增长,利润率持续提升》——2010-4-29

《中国中冶 09 年三季报点评:“城市基础设施综合开发模式”有望成为长期亮点》——2009-10-20

证券分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120021

联系人: 刘萍

电话: 0755-82130678

E-mail: liuping@guosen.com.cn

深度报告

转型成效初现, 估值提升可期

●转型效果初现

公司在几家央企中率先拉开转型大幕,业务多元化已初具成效,尽管营收规模增速放缓,但毛利率持续提升,业务结构优化之利已经开始显现,公司盈利能力显著改善,我们认为公司是建筑央企转型的成功典范,随着公司房地产业务的快速成长以及资源开发业务步入收获期,公司毛利率仍有进一步提升空间。

●工程承包业务仍有望维持稳定增长

尽管国内钢铁行业面临产能过剩,但伴随钢铁行业技改周期到来和城市钢厂搬迁的进行,我们判断公司冶金工程业务仍不至于出现明显萎缩。而公司作为最早开展业务转型的央企,目前面临众多机遇,二三线城市城镇化加速为公司房建业务的高速增长带来契机,再加上基础设施建设业务的快速成长使得公司工程承包业务仍有望维持平稳增长。

●保障房与商品房齐飞

保障房的大规模开建为公司短期业绩提供了确定的增长点,公司 5% 左右的市场占有率已成为国内保障房第一大承建商。伴随公司业务重心向高毛利率的房地产业务倾斜,公司构建了包含保障房、商品房、土地一级开发、城乡统筹发展四位一体的全面房地产开发业务。为公司短、中、长期的发展奠定基础。

●多晶硅、矿产开采交相辉映

资源开发业务进入回报期,多晶硅价格目前仍维持在 75-80 美元的高位,公司产能在 11 年将较 2010 年翻倍,成为公司短期业务亮点。而伴随产能超过 3 万吨的瑞木镍钴矿在 11 年投产,公司矿山开发业务将出现爆发式增长。

●合理价值在 5.63-5.78 元/股之间,上调至“推荐”评级

合理价值为 5.63-5.78 元/股,我们认为公司目前的股价仍未充分反应公司业务重心重构后对公司盈利能力的大幅提升以及经营风险的显著分散,公司估值依然低廉,我们上调至“推荐”评级。

独立性声明:

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。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	165,774.04	206,791.82	245,568	289,302	335,759
(+/-%)	8.05%	24.74%	18.8%	17.8%	16.1%
净利润(百万元)	4,425.15	5,320.78	6601	8070	10106
(+/-%)	44.23%	20.24%	24.1%	22.2%	25.2%
每股收益(元)	0.23	0.28	0.35	0.42	0.53
EBIT Margin	3.94%	5.2%	5.5%	5.7%	5.8%
净资产收益率(ROE)	11.41%	11.83%	13.3%	14.6%	16.2%
市盈率(PE)	17.66	14.69	11.8	9.6	7.7
EV/EBITDA	16.62	24.3	19.6	17.6	16.2
市净率(PB)	2.02	1.74	1.56	1.40	1.25

投资摘要

估值与投资建议

作为一家特种工程承包出身的大型央企，中国中冶在不得不面对主业市场环境不振的情况下，在几家央企中率先拉开转型大幕，业务多元化已初具成效，尽管营收规模增速放缓，但毛利率持续提升，业务结构优化之利已经开始显现，公司盈利能力显著改善，我们认为公司是建筑央企转型的成功典范。

尽管国内钢铁行业面临产能过剩，但伴随钢铁行业技改周期到来和城市钢厂搬迁的进行，我们判断公司冶金工程业务仍不至于出现明显萎缩。而公司作为最早开展业务转型的央企，目前面临众多机遇，二三线城市城镇化加速为公司房建业务的高速增长带来契机，再加上基础设施建设业务的快速成长使得公司工程承包业务仍有望维持稳定增长。

而保障房的大规模开建为公司短期业绩提供了确定的增长点，公司 5% 左右的市场占有率已成为国内保障房第一大承建商。伴随公司业务重心向高毛利率的房地产业务倾斜，公司构建了包含保障房、商品房、土地一级开发、城乡统筹发展四位一体的全面房地产开发业务。为公司短、中、长期的发展奠定基础。

公司资源开发业务也在近两年进入回报期，多晶硅受益欧洲需求爆发，自去年 3 月以来价格一直走高，目前仍维持在 75-80 美元的高位，而公司产能在 11 年将较 2010 年翻倍，成为公司短期业务亮点。而伴随产能超过 3 万吨的瑞木镍钴矿在 11 年投产，公司矿山开发业务将出现爆发式增长。

预计公司 11-13 年业绩分别为 0.35、0.42、0.53 元，目前股价对应市盈率分别为 12X、10X、8X，我们认为公司目前估值仍有优势，而随着公司地产、资源业务开发力，业绩稳定增长值得期待，上调至“推荐”评级。

核心假设或逻辑

(1) 业务量假设：2008-2010 年的工程承包业务增长率分别为：14.78%、14.73% 和 14.60%，其中冶金工程业务与 10 年持平，(2) 商品房价格并未出现大幅下跌；(3) 11-13 年多晶硅价格分别为：75 美元、68 美元、60 美元。瑞木镍矿于 11 年顺利投产，镍金属价格维持在现有的 19 万元/吨。

与市场预期的差异之处

市场过分关注冶金工程业务不振对公司的影响，而忽略了公司业务转型带来的成效，保障房并不是公司短期内唯一亮点，资源开发、房地产业务、房建业务等多点开花分散了公司经营上的风险。

股价变化的催化因素

保障房建设规模铺开，业绩仍有超预期的可能，股权激励的推出。

核心假设或逻辑的主要风险

1、房地产价格出现大幅下跌；2、矿产资源价格出现大幅下跌；

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
绝对估值法：4.61~6.64 元/股	5
相对估值法：5.25~6.30 元/股	6
上调至“推荐”的投资评级.....	6
工程承包业务仍有望平稳增长	9
冶金工程承包业务受益技改周期来临及国内钢厂搬迁	10
房建业务有望高速增长期.....	12
交通基础设施工程承包业务仍有提升空间	14
环保工程等其他工程承包业务或将成为新的增长极	14
房地产业务：保障房与城市综合开发齐飞.....	15
保障性住房开发支撑短期业绩.....	15
获取可持续经营的资产.....	15
获取廉价的土地储备.....	16
引入高回报的创新模式.....	16
城市基础设施综合开发模式将成为长期亮点	16
商品房业务 NAV 估值 1.06 元.....	16
资源开发：多晶硅、矿山开发交相辉映	17
多晶硅业务成短期业绩亮点.....	17
矿山业务将是公司业绩中长期增长点	18
盈利预测：稳定增长可期	19
基本假设.....	19
核心判断的主要风险	20
附表 1：财务预测与估值.....	21
国信证券投资评级.....	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 5: 建筑企业面临的外部环境 PEST 模型分析	7
图 3: 08 年中国中冶收入结构	8
图 4: 10 年工程承包在中国中冶收入结构中进一步下降	8
图 5: 08 年中国中冶毛利结构	8
图 6: 10 年房地产在中国中冶毛利中占比大幅增长	8
图 7: 08 年中国中冶收入结构	9
图 8: 10 年中国中冶收入结构	9
图 9: 公司综合毛利率稳步提升	9
图 10: 公司销售净利率也有提升	9
图 11: 09 年中国中冶工程承包收入结构	10
图 12: 10 年中国中冶工程承包收入结构	10
图 13: 中国中冶工程承包收入增长	10
图 14: 中国中冶工程承包毛利率	10
图 15: 黑色金属冶炼 FAI 增速在低位保持平稳	10
图 16: 黑色金属采选业 FAI 及增速	10
表 6: 部分在正在或计划进行搬迁的城市钢厂	11
图 17: 有色金属冶炼及压延 FAI 及增速	12
图 18: 有色金属采选业 FAI 及增速	12
图 19: 中国中冶冶金工程营收及增长	12
图 20: 中国中冶冶金工程毛利率基本保持平稳	12
图 21: 建安工程增速仍在高位	13
图 22: 建筑安装工程在 FAI 中的占比呈上升趋势	13
图 23: 施工面积增速创 08 年以来新高	13
图 24: 新开工面积增速仍在高位	13
图 25: 房建业务营业收入仍有望保持快速增长	13
图 26: 房建业务毛利率稳中有升	13
图 27: 中国中冶交通基建业务营收增长	14
图 28: 中国中冶交通基建业务毛利率	14
图 29: 中国中冶其它工程承包业务营收增长	14
图 30: 中国中冶其它工程承包业务毛利率	14
图 31: 2009 年中国中冶房地产业务构成	15
图 32: 2010 年中国中冶房地产业务构成	15
图 33: 保障性住房大规模开建	15
图 34: 保障性住房带来的影响其实不只是施工合同	15
表 7: 中国中冶地产业务 NAV 估值 (不含保障房)	16
图 35: 中国中冶保障性住房营收快速增长	16
图 36: 中国中冶保障性住房开发毛利率持续提升	16
图 37: 中国中冶多晶硅加工业务营收增长预测	17
图 38: 多晶硅价格走势	17
图 39: 中国中冶多晶硅加工业务营收增长预测	17
图 40: 多晶硅业务毛利率	17
表 8: 瑞木镍钴矿对公司业绩贡献	18
表 9: 中国中冶矿产资源概况	18
表 10: 中国中冶矿产资源 NPV 估值	18
图 41: 中国中冶矿业业务营收增长	19
图 42: 中国中冶矿业业务毛利率	19
表 11: 中国中冶分项业务收入预测	19

估值与投资建议

绝对估值法：4.6 1~6.64 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司工程承包业务在“十二五”期间仍能维持正增长，而房地产业务受商品房和保障房的双引擎拉动，将快速增长，公司多晶硅业务量价齐升，瑞木镍钴矿即将投产，因此资源开发业务有望迎来也爆发式增长。我们的估值模型显示公司绝对估值的合理区间在 4.61~6.64 元之间，价值中枢为 5.63 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	7.6%	25.1%	18.8%	17.8%	16.1%	15.0%	14.0%	12.0%	8.0%	5.0%	2.0%
销货成本 / 销售收入	87.7%	87.0%	86.7%	86.3%	86.2%	86.8%	86.6%	86.5%	86.5%	86.5%	86.57%
管理费用 / 销售收入	3.8%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
所得税税率	20.9%	27.5%	26.0%	26.0%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	228.1%	89.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	26%
无风险利率	3.73%	Ke	15.89%
行业平均 Beta	0.92	风险溢价	6.8%
公司市值 (E)	77587	E/(D+E)	43.95%
债务总额(D)	98951	D/(D+E)	56.05%
Kd	5.3%	WACC	9.18%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
8.2%	7.55	8.19	8.93	9.81	10.85
8.7%	6.55	7.08	7.70	8.41	9.25
9.18%	5.68	6.13	6.64	7.23	7.92
9.7%	4.91	5.29	5.72	6.22	6.78
10.2%	4.23	4.55	4.92	5.34	5.81

资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
14.9%	4.91	4.99	5.09	5.19	5.31
15.4%	4.67	4.75	4.84	4.93	5.03
15.89%	4.46	4.53	4.61	4.69	4.78
16.4%	4.26	4.32	4.39	4.47	4.54
16.9%	4.07	4.13	4.19	4.26	4.33

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值法：5.25~6.30 元/股

我们预测中国中冶 2011-2013 年业绩分别为 0.35、0.42、0.5。动态市盈率为 12 倍、10 倍和 8 倍。我们自今年初年度策略开始为投资者揭示大型央企的转型过程中蕴藏的投资机会，在国内经济结构的调整以及固定资产投资增速下滑，投资结构发生变化的背景下，以中国中冶为代表的以特种工程承包为主业的建筑央企也开始布局转型之路，公司目前地产业务势头良好、资源开发业务逐渐进入收获期，我们认为目前的估值水平并没有反应公司转型取得的成效。由于公司近三年净利润增长将超过 20%，我们认为可给予公司 11 年 15-18 倍市盈率，则对应合理价值区间为 5.25-6.30 元，价值中枢 5.78 元。

上调至“推荐”的投资评级

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 5.63-5.78 元/股，价值中枢为 5.7 元，我们认为公司目前的股价仍未充分反应公司业务重心重构后对公司盈利能力的大幅提升以及经营风险的显著分散，我们认为保障房的规模开建和多晶硅业务的量价齐升为公司短期业绩带来亮点，而房建业务、瑞木镍钴矿投产、其它矿山投资成为公司中长期业绩刺激因素，我们认为公司估值仍然低廉，上调至“推荐”的投资评级。

央企拉开转型大幕

如果说“十二五”以前，几大央企的发展模式是“让规模飞”的话，那么“十二五”以后，几大央企的发展思路将变为“让利润飞”，从几家央企“十二五”规划看，几乎无一例外均在酝酿转型，这主要是由企业所面临的内外部环境发生变化所造成的，我们这里运用 PEST 模型对几家央企所面临的外部环境作一个简要分析。

从宏观经济趋势看，国家对“十二五”期间 GDP 的增速目标降至 7.5%，FAI 投资增速下滑是大势所趋，尤其是对于特种工程承包商来说，部分行业投资高峰已过或者已经见顶，而与此同时，CPI 高企，原材料成本和人工成本都不可避免的在上涨，如果仍然抱着原有的发展思路，企业的长期增长将面临困境，尤其对于 4 家央企来说，合计营收规模已接近 1.5 万亿，“做大”的思路显然已经不适合企业的长期发展，而调整业务布局、提升管理效率，通过内生增长实现企业的长期可持续发展成为必然选择。

从政治、社会等角度来分析，机遇与挑战并存，由于全球范围内的地区经济发展不平衡，海外建筑市场发展空间巨大，而且海外业务毛利率普遍高于国内项目，国内建筑央企在中东、非洲等地通过多年努力也建立了良好的企业形象，因此“走出去”成为建筑央企的坚定选择，当然我们也看到，海外项目风险较大，对部分企业造成了较大的影响，但我们更愿意看到的是企业在这些损失中积累经验，而不是瞻前顾后，停滞不前。

从国内的市场来看，保障性住房规模开建、城镇化加速、人均收入水平的提高为建筑央企发展房地产业务带来了良好的机会，4 家公司均为十六家可以从事房地产开发的央企，房地产业务较建筑施工业务有更高的毛利率，而相较于普通房地产企业，大型央企在通过保障性住房混合开发、城市综合开发等方式获取廉价土地储备方面更具优势，而在央行收紧银根的背景下，几家建筑央企融资能力将显著高于中小型房地产企业。

发展房地产业务也是带动传统业务的一个较好方式，尤其是按照城市综合开发模式

进行的项目，一般框架内的基础配套、房建等合同都可以由公司取得。

表 5: 建筑企业面临的外部环境 PEST 模型分析

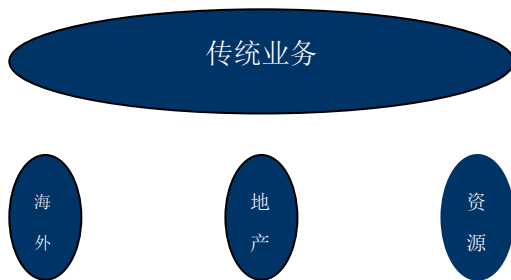
政治	“南下”“北上”战略、保障性住房、高铁、水利、收紧银根
经济	“十二五” GDP 增速降至 7.5%，FAI 投资增速长期下滑、人工成本、材料成本上涨
社会	城镇化加速、人口老龄化、受教育程度提高
技术	建筑节能、绿色环保

资料来源：国信证券经济研究所

进行矿产资源投资是目前央企进行业务调整的另一个重要方面，无论是国内还是国外，都可以看到几家央企跑马圈地的身影，而国资委也明确表态鼓励央企加大研发投入，同时鼓励央企为获得战略资源而进行的风险投资，由于央企长期担负我国政府间经济技术合作任务，其在获取矿产资源时可以在国家经济外交活动轨道内安排，一方面得到国家政策的支持；另一方面也有利于降低风险。

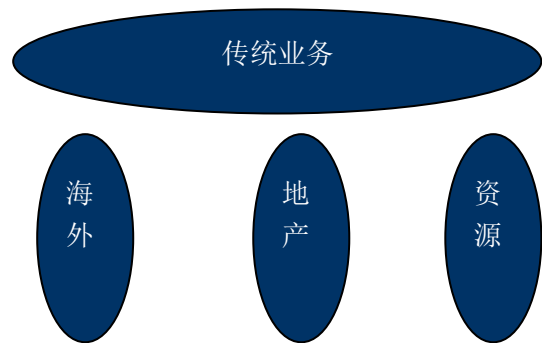
目前中建、中冶、两铁均有矿产资源项目，大部分在国外，小部分在国内，而矿产开发同样可以带动传统业务的开发，尤其在国内，由于几大央企具有较强的议价能力，与当地政府一般都会签署包含一揽子投资计划的框架性协议，可以为公司争取大体量的施工合同。

图 1: 建筑央企目前的业务结构



资料来源：国信证券经济研究所

图 2: 建筑央企转型后的业务结构



资料来源：国信证券经济研究所

盈利结构调整 转型成效初现

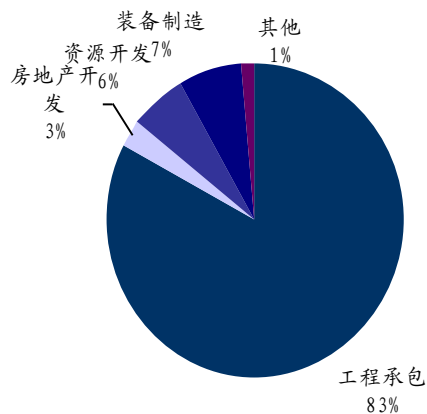
中国中冶是建筑央企中较早通过业务结构调整进行战略转型的上市公司，也是转型步伐最快的央企，当然这也是由于公司所面对的冶金工程市场在众多细分行业中率先完成投资高峰有关，转型是形势所迫，较早转型在获取市场、资源方面可占据先发优势。

从建筑央企的转型路径来说，一般都采取相关行业的多元化，普遍是从工程承包延伸至房地产、资源行业，我们在年度策略中曾探讨过央企的“二次转型”，央企在开展房地产业务的时候，又自然而然的利用自身在融资、施工、设计、政府背景等多方面的优势发展出城市综合开发的模式。

公司上市以后，加快了转型步伐，对比上市前后，2008 年，公司工程承包业务占公司营收的比例为 83%，但是到 2010 年，公司工程承包业务在营收中的占比下降到 76%，两年时间下降了 7 个百分点。而房地产业务在营收中的占比从 3%上升到

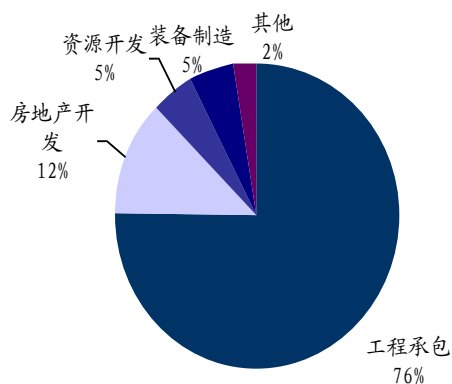
12%，上升了 8 个百分点。

图 3： 08 年中国中冶收入结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

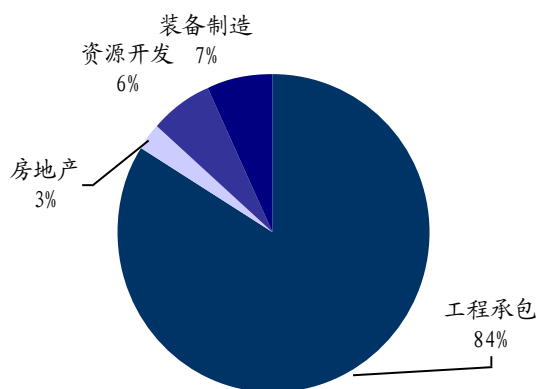
图 4： 10 年工程承包在中国中冶收入结构中进一步下降



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

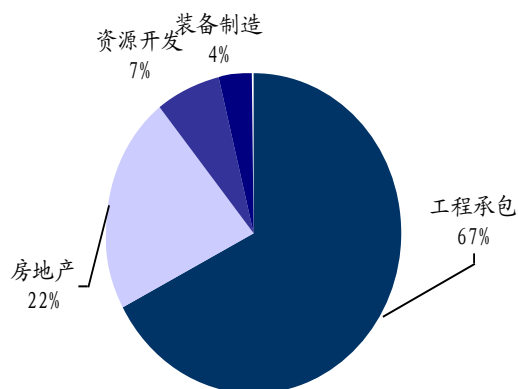
从中国中冶的毛利结构看，变化更为明显，工程承包业务在毛利中的占比从 2008 年的 84% 下降到 2010 年的 67%，下降了 17 个百分点，而房地产业务在毛利中的占比从 2008 年的 3% 上升到 2010 年的 22%，上升 19 个百分点，资源开发业务虽然在营收中的占比有所下降，但在毛利中的占比也上升了一个百分点。

图 5： 08 年中国中冶毛利结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

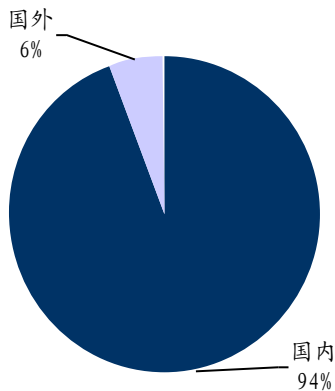
图 6： 10 年房地产在中国中冶毛利中占比大幅增长



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

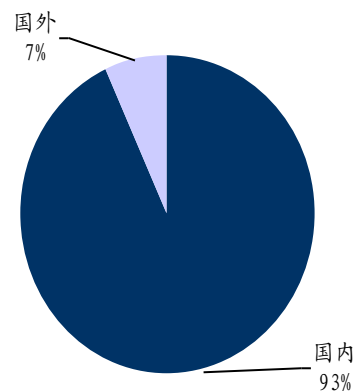
中国中冶“走出去”的战略也有所收获，一方面，公司利用自身在技术、成本等方面的优势，加速工程承包业务的海外扩张，另一方面，公司较早以前就开始利用央企背景从海外获取矿产资源。表现在营收的结构上，从营收的地域分布看，公司国内业务 2008 年占营收比例为 94%，海外业务占比为 6%，而 2010 年，海外业务占比提升至 7%，上升 1 个百分点。

图 7: 08 年中国中冶收入结构



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

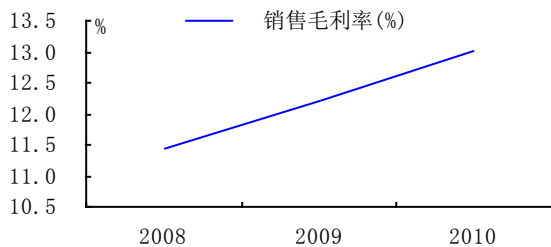
图 8: 10 年中国中冶收入结构



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

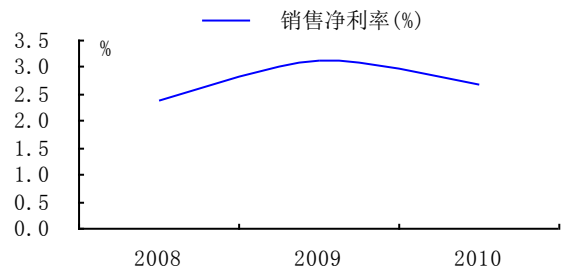
业务结构调整对公司的影响非常明显, 由于高毛利的房地产业务占比提升, 公司在工程承包业务毛利率下降的情况下, 仍然实现了综合毛利率的稳步提升, 从 2008 年的 11.43% 提升至 2010 年的 13.03%, 公司的销售净利率从 2008 年的 2.38% 提升至 2010 年的 2.69%, 公司 2010 年净利率较 2009 年略有下滑, 主要受所得税的影响, 由于公司前几年所获得的税收优惠在 2010 年到期, 因此所得税率从 2009 年的 20.86% 大幅上升至 27.55%。如果不考虑所得税的影响, 公司 2010 年净利率仍可实现正增长。

图 9: 公司综合毛利率稳步提升



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 10: 公司销售净利率也有提升



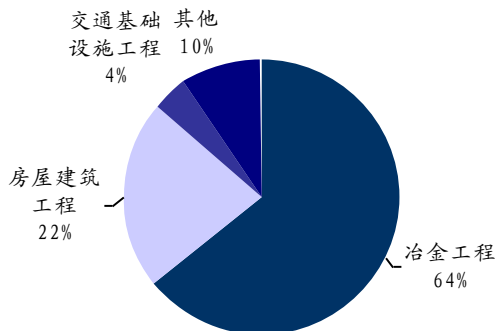
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

工程承包业务仍有望平稳增长

中国中冶具备国内乃至世界领先的冶金工程技术能力及项目经验, 在国内钢铁冶金及有色冶金工程承包领域占据绝对的市场份额, 但是公司业务发展受制于相关行业产能过剩的大环境。

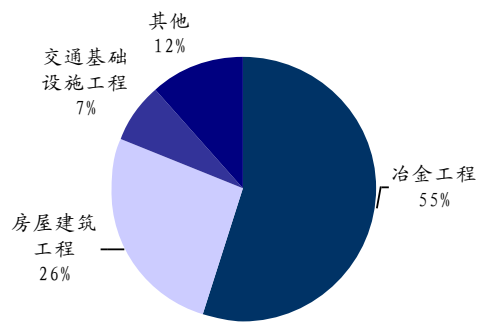
公司近年来除了在相关行业进行多元化, 公司主业所在的工程承包业务领域也进行了拓展, 加大了房屋建筑工程和基础设施工程的业务量, 因此, 尽管冶金工程行业投资不振, 公司的房建业务和基建业务保持了较快的增长, 工程承包业务因而也保证了平稳增长。

图 11: 09 年中国中冶工程承包收入结构



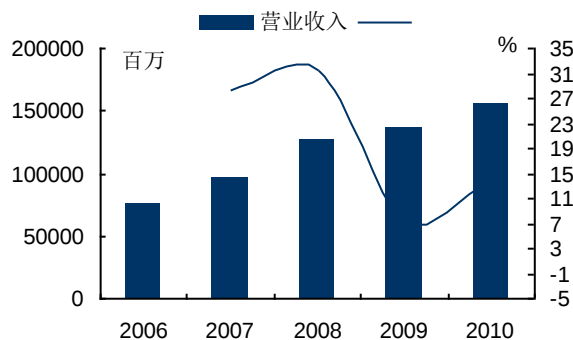
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 12: 10 年中国中冶工程承包收入结构



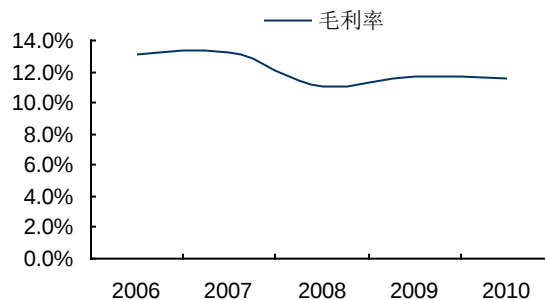
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 13: 中国中冶工程承包收入增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 14: 中国中冶工程承包毛利率

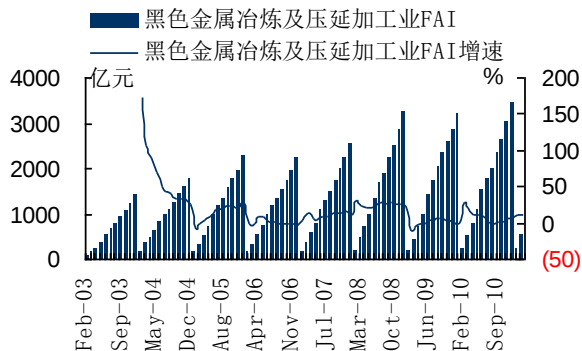


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

冶金工程承包业务受益技改周期来临及国内钢厂搬迁

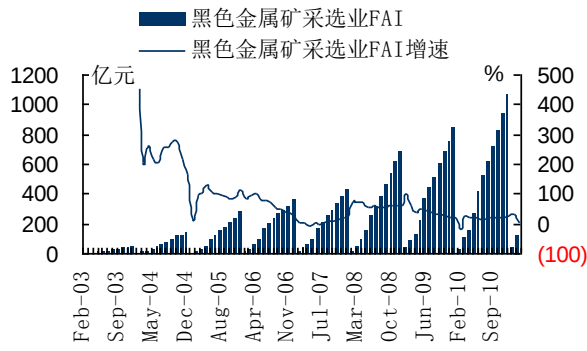
目前,国内乃至全球钢铁行业产能过剩已成不争之实。高企的铁矿石价格大幅吞噬钢铁企业利润,钢铁企业固定资产投资难于大幅增长,但是,由于新一轮钢铁行业技改周期来临以及市内钢厂搬迁,我们判断,钢铁行业固定资产投资增速在“十二五”期间并不会出现萎缩,可能会保持 5%左右的增速。

图 15: 黑色金属冶炼 FAI 增速在低位保持平稳



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 16: 黑色金属采选业 FAI 及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

由于环境压力能原因，城市钢厂搬迁已成为大势所趋，根据发改委重点产业生产力和布局和调整规划，今后五年钢铁行业的规划要求是“加快沿海、沿江适度、内陆转移”。

根据冶金工业规划研究院的最新统计，目前全国70多家大中型钢厂，位于省会及直辖市的有20家，城市钢厂39家，2009年城市钢厂的钢铁总产量达2.28亿吨，占大中型钢厂总产量的39.5%。

目前国内正式开始实施搬迁的大型钢厂主要是首钢和重钢，根据相关投资计划，首钢搬迁总投资为677亿元，涉及产能800万吨，而重钢搬迁总投资240亿元，涉及产能350万吨，根据两家钢厂搬迁产能耗费投资的一个粗略估算，每万吨钢厂搬迁需要投资7000-8000万元，我们假设39家城市钢厂所涉及的2.28亿吨产能中的60%最终实现搬迁，则需要投资9576-10944亿元。

当然，由于钢厂搬迁涉及人员安置、选址、规划、环保以及新厂立项等方方面面的问题，搬迁的启动和进展都是一个漫长的过程。尽管市场普遍认为钢铁行业属夕阳行业，但由于技术改造以及搬迁等因素，行业FAI在“十二五”期间仍有望实现正增长。

表 6: 部分在正在或计划进行搬迁的城市钢厂

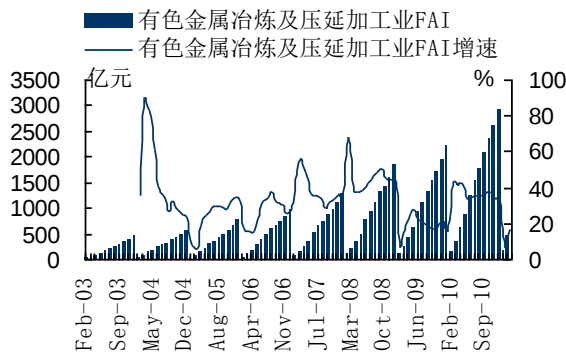
钢厂	原地址	老厂产能	搬迁地址	产能	进展
首钢	北京石景山区	首钢北京地区拥有 800 万吨产钢规模，关停厂区包括炼钢厂、炼铁厂、焦化厂、高速线材厂、热轧等	河北曹妃甸	首钢京唐钢铁项目设计年产铁 898 万吨、钢 970 万吨、钢材 913 万吨。	一期工程已于 2010 年全线试产
重钢	重庆市大渡口区	大渡口老厂区 350 万吨产能，焦化、烧结、冶炼等污染车间将全面停产与关闭；中板（130 万吨）、线材、型材三条生产线将进行搬迁	重庆市长寿新区	重钢环保搬迁工程一期工程 650 万吨钢产能，包括 4100mm 宽厚板和 1780 毫米热轧生产等；二期包括 2700 毫米宽厚板和 4800 毫米宽厚板两条生产线	预计 2011 年 6 月一期工程投产
东北特钢大连基地	大连市甘井子区	淘汰大连基地 10 吨电炉 6 座、25 吨电炉 4 座，老厂区小棒材生产线搬迁至新厂后产能达到 30 万 t/a	金州区登沙河镇	总体目标，年产特殊钢 119 万吨，特殊钢材 108 万吨。建成合金钢大盘卷、合金钢大规格型材、合金钢材、银亮材、合金钢丝等五条现代化装备生产线	大连基地高合金钢高速线材生产线已投产；小棒材生产线也已顺利搬迁，投入生产
张店钢厂	淄博市中心城区	老厂关停 4 座 128 立方米高炉、一座 420 立方米高炉、炼钢设施及小轧钢机组	淄博市桓台经济技术开发区	新区工程总体规划 200—300 万吨钢的生产规模，分三期建设。其中一期工程包括 120 吨转炉、1350 高炉、120 万吨高线；二期工程 80 吨氧气顶吹转炉	一期投产，二期开建
华菱锡钢	无锡市	拥有 80 万吨钢、85 万吨钢材的生产能力，其中淘汰落后的 20 吨电炉，搬迁 1 座 50 吨电炉	江阴经济开发区——靖江园区	一期投资 40 亿元，到 2011 年形成 80 万吨钢、90 万吨高品质无缝钢管及合金钢棒材的产能规模；二期投产后，最终形成年产 200 万吨钢和 100 万吨无缝管	预计一期工程于 2011 年投产
广钢集团	广州市	拟淘汰广钢集团下属广钢 350 万吨钢铁产能以及韶钢 150 万吨落后钢铁产能	湛江经济技术开发区东海岛新区	在湛江建设 500 万吨（汽车板、家电板、造船板等）精品钢基地	湛江项目的基础设施和周边配套工程一直在进行，高炉项目还未开工
宝钢浦钢	上海浦东新区	原厂以生产中厚板为主，钢材年产量约 220 万吨，将全部淘汰	上海宝山罗泾	总共将形成铁 300 万吨以上、钢 314 万吨以上、305 万吨坯、中厚板 300 万吨以上的产能	第一步已投产，第二步在建
首钢贵钢	贵阳市	具有年生产优质特殊钢 50 万吨、材 46 万吨的能力，是全国最大的凿岩钎具钢生产和科研基地	贵阳城市北郊——修文县扎佐镇	拟用三年时间分期建成，投资百亿打造贵钢新材料循环经济工业基地，建设 200 万吨、200 万吨材、长短流程相结合的国内一流特殊钢生产基地	2010 年底进入厂房建设、设备装置，预计 2012 年建成
青钢	青岛市区	拥有 400 万吨钢铁产能	青岛胶南董家口	新家面积达 9000 亩，是现在的四倍，目前具体搬迁方案尚未出台	
石钢	石家庄市	拥有 260 万吨钢铁产能，包括 60 万吨棒材连轧生产线和 50 万吨优质汽车专用钢棒材连轧线	位于沧州黄骅港	搬迁计划待定	
马钢合肥	合肥市瑶海区	具备年产铁 160 万吨、钢 200 万吨、材 150 万吨的能力	合肥循环经济示范园区内	据媒体报道，马钢合肥将进行整体搬迁，投资建设炼钢和冷轧薄板等一系列项目，其中冷轧薄板将于 2010 年 12 月开工桩基建设	
达州钢	达州城区	现已具备年产钢 400 万吨，钢材 350	达州工业	新的工业园区为达钢配置了 5 平方公里土地，	

铁	万吨，机焦 210 万吨，甲醇 50 万吨	园区	力争用 5 到 10 年时间，将达钢设备逐渐搬迁出厂区
杭钢	杭州	杭钢集团钢铁主业主要是杭州半山钢铁基地，目前已具备 400 万吨钢的年生产能力	搬迁计划待定

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所

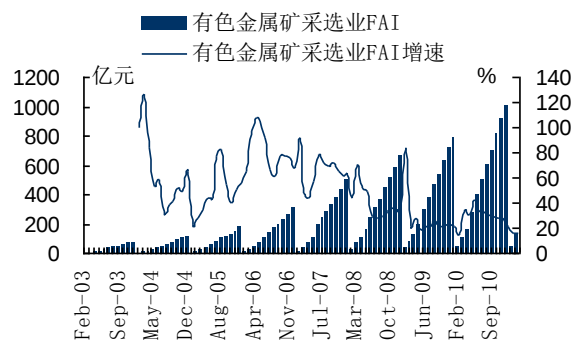
根据相关信息，未来有色金属冶炼总产能扩张的空间相当有限。中国已将主要的十种有色金属的产能年均增速限制在 8%，尽管 2010 年以来金属价格持续上涨，相关行业景气高涨，但我们认为有色金属行业固定资产投资增速在“十二五”期间可能也在 8% 以内。

图 17：有色金属冶炼及压延 FAI 及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

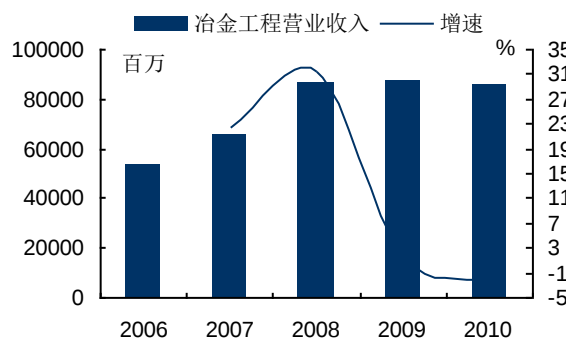
图 18：有色金属采选业 FAI 及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

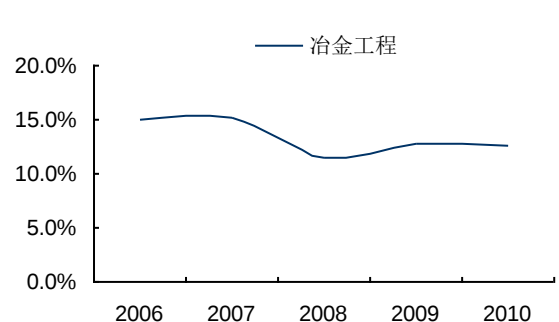
公司作为冶金工程承包行业的绝对龙头，相关业务的发展与行业发展基本一致，尽管面临钢铁行业的产能过剩，但受益于技改周期来临、城市钢厂搬迁以及有色金属行业景气提振，我们判断公司冶金工程业务在“十二五”期间有望维持正增长。

图 19：中国中冶冶金工程营收及增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 20：中国中冶冶金工程毛利率基本保持平稳



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

房建业务有望高速增长期

我们在报告《中国建筑：成长大幕开启》中，曾详细分析过房建市场规模达 10 万亿，而“十二五”期间，仍将保持 18% 左右的增速。

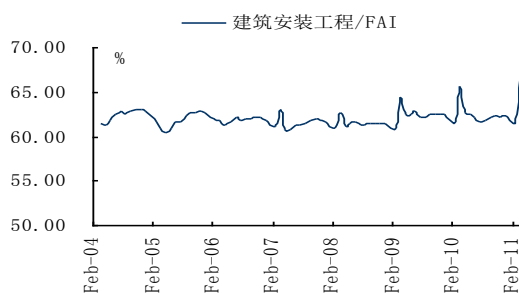
统计数据显示，从资金投向的角度看，建筑安装工程在固定资产投资中的比例呈上升之势，我国建安工程一般占 FAI 的比例在 61% 以上，但是在 10 年底，建安工程占 FAI 的比例上升至 62.3%，而在 11 年 2 月，则创下了 67% 的历史新高。由于房建工程是建安工程最主要的组成部分，因此房屋建筑工程市场目前仍然高度景气。

图 21: 建安工程增速仍在高位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

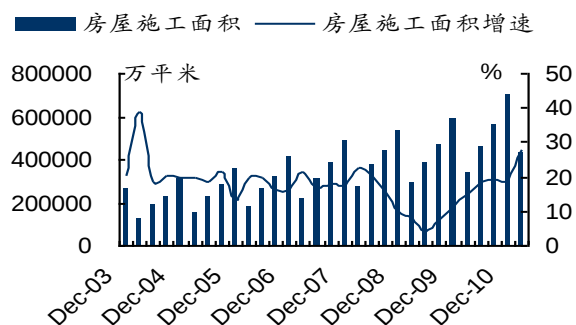
图 22: 建筑安装工程在 FAI 中的占比呈上升趋势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

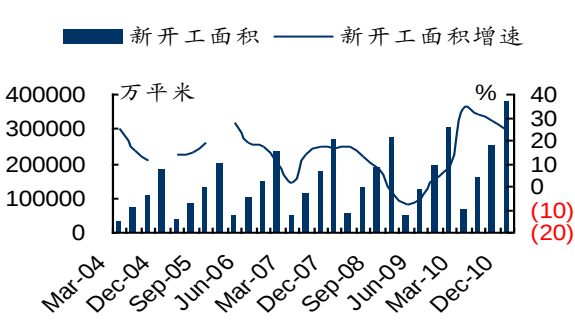
我们一再强调房建市场与交通建设市场最大的区别一个是市场规模、一个是市场集中度，无论铁路还是公路，其市场容量都是 1 万亿左右级别，而房建市场是 10 万亿级别的容量，交通基建的市场集中度较高，无论是铁路还是公路几乎都被几家央企垄断，而房建市场却具备与建筑工程细分行业中的装饰行业类似的特征，行业容量巨大，而市场集中度较低、受益消费升级明显。

图 23: 施工面积增速创 08 年以来新高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

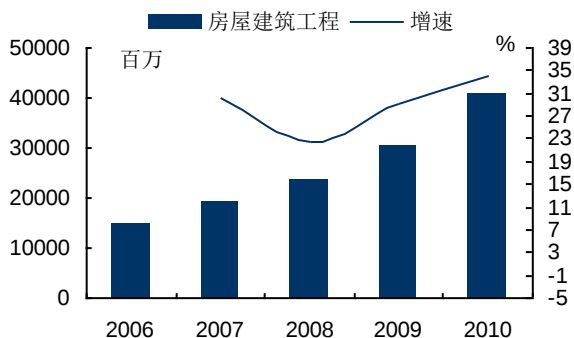
图 24: 新开工面积增速仍在高位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

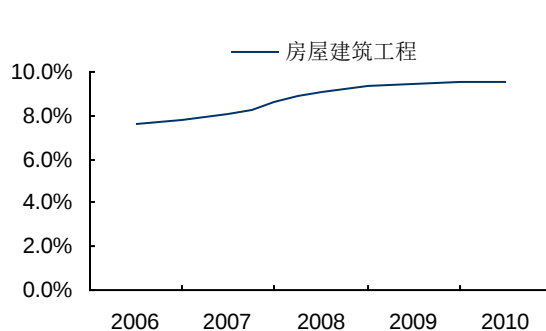
统计数据显示，2010 年，建安工程投资总规模为 14.9 万亿元，房建市场的总投资规模占建安工程总投资规模的 59% 左右，因此，在 2010 年，房建市场的市场容量为 8.8 万亿元，根据我们的测算，规模排名前 10 的企业总市场占有率仅为 5%。

图 25: 房建业务营业收入仍有望保持快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 26: 房建业务毛利率稳中有升



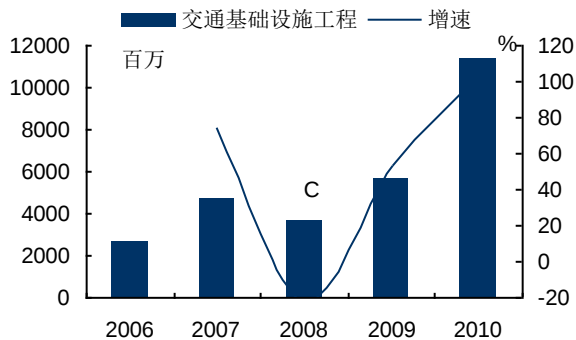
资料来源: wind, 国信证券经济研究所

中国中冶房建业务是除冶金工程外，工程承包业务中占比最大的业务，近三年一直保持 20% 以上的增长，2010 年增速更是达到 34%，我们在建筑工程各细分行业的景气度中，除了水利水电，最看好的就是房建，我们认为中国中冶的房建业务在“十二五”期间仍有望保持 20% 以上的增长。

交通基础设施工程承包业务仍有提升空间

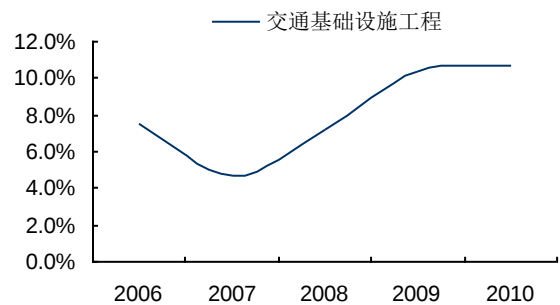
尽管交通基建在“十二五”期间投资增速会有较为明显的下滑，由于中国中冶相关业务规模较小，而公司通过城市综合开发等模式在获取订单上有明显优势，因此，未来仍有较大提升空间。

图 27：中国中冶交通基建业务营收增长



资料来源：国信证券经济研究所

图 28：中国中冶交通基建业务毛利率

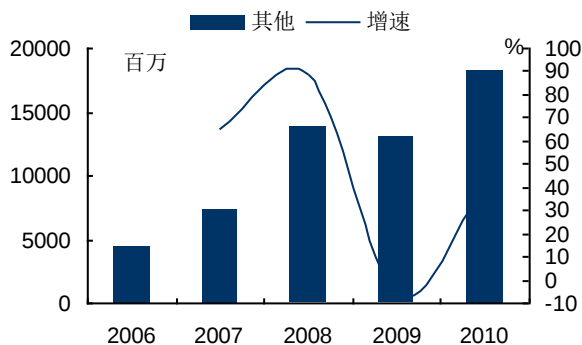


资料来源：国信证券经济研究所

环保工程等其他工程承包业务或将成为新的增长极

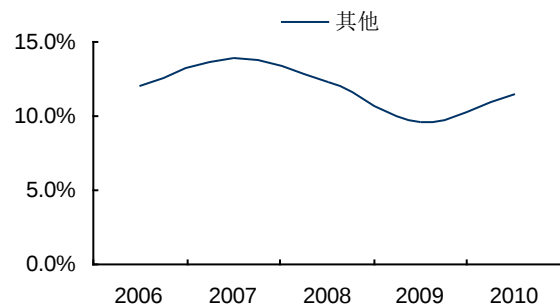
我们认为，公司作为较早进入垃圾处理厂、水处理厂等民用环保工程领域的企业，有着丰富的建设经验和技術积累，有望在该领域继续扩大优势。09 年以来，公司其它工程承包业务保持了较快的增长。

图 29：中国中冶其它工程承包业务营收增长



资料来源：国信证券经济研究所

图 30：中国中冶其它工程承包业务毛利率

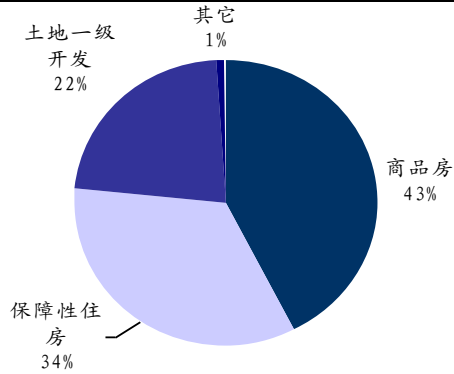


资料来源：国信证券经济研究所

房地产业务：保障房与城市综合开发齐飞

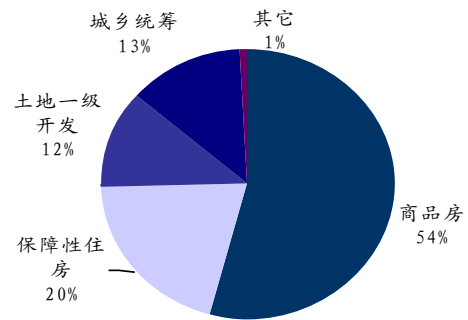
公司房地产开发主业为国资委所定，受到国家政策支持，虽然起步较晚，但发展潜力十分巨大。

图 31：2009 年中国中冶房地产业务构成



资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 32：2010 年中国中冶房地产业务构成



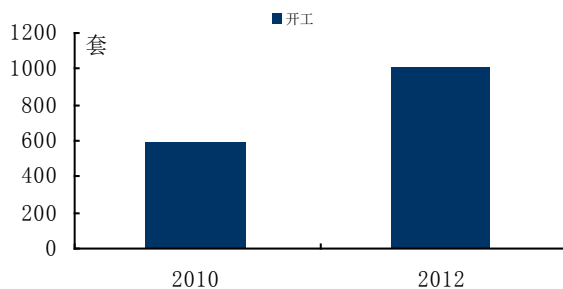
资料来源：wind，国信证券经济研究所

保障性住房开发支撑短期业绩

中国政府明确计划在今后 5 年内新建 3600 万套保障性住房（其中包含了棚户区改造）。具体来看，2011-2012 年每年建设 1000 万套住房，2013-2015 年每年建设量在 500-600 万套之间，以每套 70 平米，平均造价 2800 元计算，“十二五”期间保障房总投资大约在 7 万亿，公司目前保障房发展非常迅速，截止 2011 年一季度末，公司在手项目总建筑面积已达 3000 万平米，总投资 850 亿元。我们预计公司保障房每年的投资在 400-500 亿之间，按 3% 的收益率保守测算，可为公司贡献 EPS 6-8 分钱。

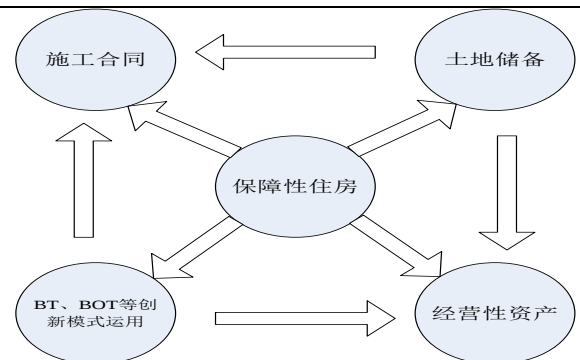
我们曾分析过，保障性住房给相关上市公司带来的收益更多是在保障性住房之外。

图 33：保障性住房大规模开建



资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 34：保障性住房带来的影响其实不只是施工合同



资料来源：wind，国信证券经济研究所

获取可持续经营的资产

目前国内保障性住房的建设尚处于探索阶段，什么样的模式最适合中国国情还需要时间的验证，但是从趋势来看，以大量的廉租房和公租房代替经济适用房可能更为合理。有实力的建设主体则可成为其建设主体和经营主体，这对政府来说可以减轻

财政负担,对于轻资产的建筑公司来说,形成了可持续经营的资产,是双赢的模式。

获取廉价的土地储备

我们认为在政策高压、保障房建设与地方政府考核挂钩的情况下,在银根紧缩,中央开始清理地方融资平台,而地方政府财有限的背景下,土地市场单纯的招、拍、挂模式可能有所改变,不排除未来推出限地价、竞保障房的模式。

引入高回报的创新模式

对于许多财力不足的地方政府来说,BT 模式或者 BOT 模式经营保障性住房可能会成为一种必然的选择。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利润增长点之一,长期来看,通过保障性住房开发,公司将为自身“城市基础设施综合开发”模式的扩张,开拓出更多的渠道。

城市基础设施综合开发模式将成为长期亮点

公司房地产开发不同于传统开发商——着眼于个别地段或楼盘,而是利用自身资金、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”。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。

商品房业务 NAV 估值 1.06 元

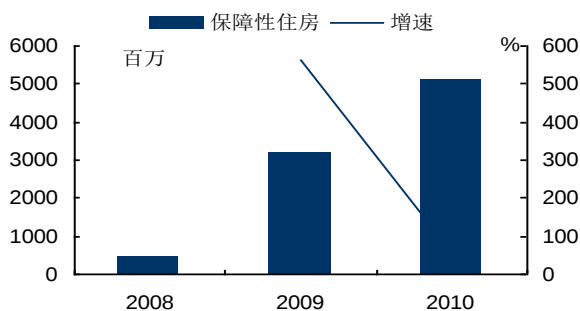
公司常规房地产项目在施面积 2307 万平米,待开发土地储备接近 300 万平米,也就是说公司目前绝大部分项目都处在施工阶段,为公司房地产业务的快速增长奠定了基础。我们的 NAV 估值结果显示,公司房地产业务(不含保障房)NAV 为 1.06 元。

表 7: 中国中冶地产业务 NAV 估值(不含保障房)

	建筑面积 万平米	总投资 亿元	NAV 亿元	每股 NAV 元/股
商品房	2600	1923	179	0.94
土地一级开发	1340	300	24	0.13
合计	3940	2223	203	1.06

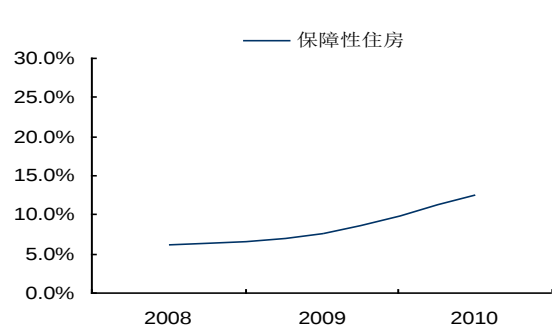
资料来源:公司资料,国信证券经济研究所

图 35: 中国中冶保障性住房营收快速增长



资料来源:统计局,国信证券经济研究所

图 36: 中国中冶保障性住房开发毛利率持续提升



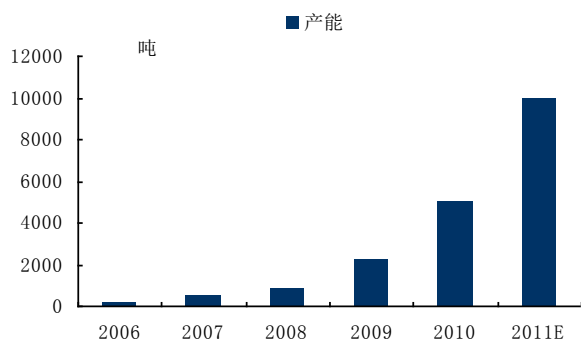
资料来源:统计局,国信证券经济研究所

资源开发：多晶硅、矿山开发交相辉映

多晶硅业务成短期业绩亮点

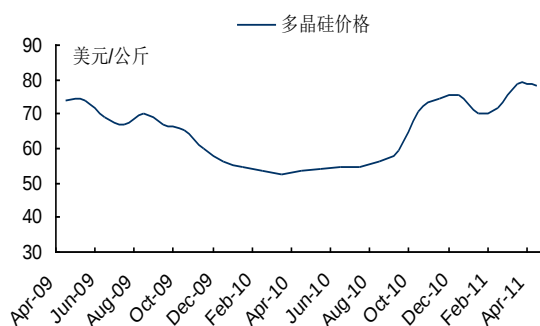
多晶硅价格自 2010 年 3 月以来持续上涨，目前仍处于 70-80 美元的高位，我们认为多晶硅行业是规模效应非常明显的行业，生产成本的高低决定了其在未来行业中的竞争地位，公司旗下洛阳中硅拥有自主研发实力，规模效应明显，2010 年产能达到 5000 吨，公司预计 11 年产能将达到 1 万吨，是国内规模仅次于保利协鑫的第二大多晶硅生产企业。

图 37：中国中冶多晶硅加工业务营收增长预测



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

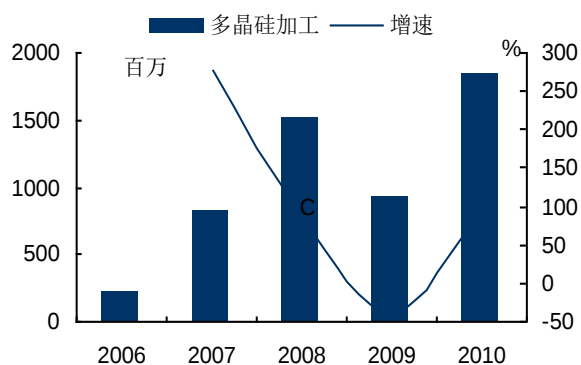
图 38：多晶硅价格走势



资料来源：国信证券经济研究所

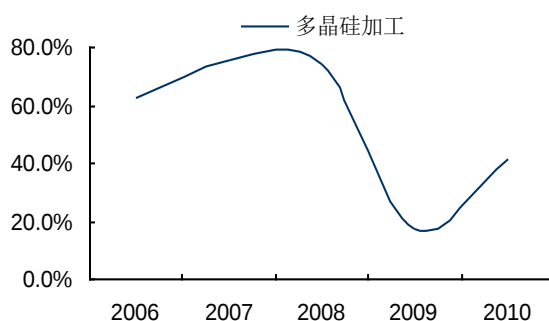
公司 2010 年多晶硅业务产量 4117 吨，价格在 440 元/公斤左右（约 65 美元/公斤），公司 10 年多晶硅业务毛利率高达 41.5%，成本大约在 260 元/公斤（约 38 美元/公斤），今年产能翻番后，保守估计预计产量将达 7000 吨，而目前多晶硅价格已显著高于公司去年的平均售价，我们按照 490 元（约 75 美元）的全年平均价格，假设成本与去年持平（事实上，成本每年都在下降），公司多晶硅业务今年至少能贡献毛利 16.1 亿元，因此今年多晶硅业务将成为公司业绩亮点。

图 39：中国中冶多晶硅加工业务营收增长预测



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 40：多晶硅业务毛利率



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

矿山业务将是公司业绩中长期增长点

矿山资源有望成为公司中长期业绩增长的主要推力。目前公司拥有铁、铜、镍、锌、铅、钴、金等多种黑色及有色金属矿产资源，杜达铅锌矿，目前已部分投产，瑞木镍红土矿，总资源量 1.43 亿吨，项目已进入工程尾项清理的竣工和联动试车阶段，主体工程建设完成 95%，预计将在今年投产，明年开始释放业绩。

根据我们的测算，按照现有镍和钴的金属价格不变，公司瑞木镍钴矿达产后每年可贡献 EPS0.033 元。

表 8: 瑞木镍钴矿对公司业绩贡献

瑞木镍矿	产能	价格	销售收入	毛利	营业利润	权益净利润	贡献 EPS
	吨	万元/吨	万元	万元	万元	万元	元
金属镍	31150	19	591850	207148	147963	53858	0.028
金属钴	3300	30	99000	34650	24750	9009	0.005
合计			690850	241798	172713	62867	0.033

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 9: 中国中冶矿产资源概况

矿产资源	所持权益	主要矿种	矿产资源量 (亿吨)	矿石储量 (亿吨)	开采方式
阿根廷希拉格兰德铁矿	70%	铁矿	2.0	0.3	地下开采
澳大利亚西澳铁矿	20%	铁矿	25.0	20.0	露天开采
澳大利亚兰伯特角铁矿	100%	铁矿	19.2	-	露天开采
巴新瑞木镍钴矿	52%	镍钴矿	1.4	0.8	露天开采
巴基斯坦杜达铅锌矿	41%	铅锌矿	0.1	0.1	地下开采
巴基斯坦山达克铜金矿	租赁 (10 年)	铜金矿	0.5	0.5	露天开采
阿富汗艾娜克铜矿	75%	铜矿	4.5	3.5	露天/地下开采
辽宁省朝阳金昌铁矿	74%	铁矿	0.007	-	露天/地下开采
内蒙古自治区宏大铁矿	49%	铁矿	0.7	-	露天开采
湘西含钒炭质页岩矿	80%	钒矿	0.7	0.1	露天/地下开采
四川省农戈山铅锌矿	50%	铅锌矿	0.2	0.06	地下开采

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

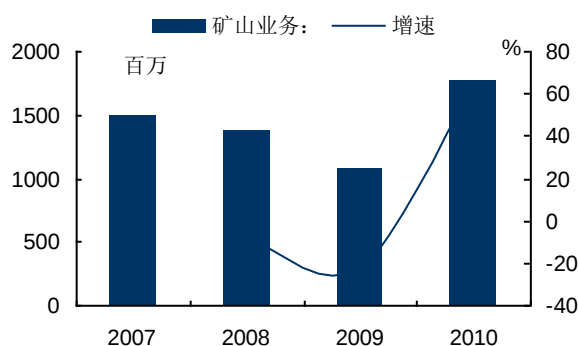
我们对中国中冶拥有的矿产资源按照现有资源价格进行估值，按照 12% 的折现率，按协议开采年限测算的 NPV 为 241.8 亿元，折合到每股约为 1.27 元。

表 10: 中国中冶矿产资源 NPV 估值

资源名称	NPV(亿元)
杜达铅锌矿	6.89
山达克铜金矿	9.39
瑞木镍红土矿	34.00
阿富汗艾娜克铜矿	103.77
农戈山铅锌矿	0.31
阿根廷希拉格兰德	18.74
兰伯特角铁矿	55.43
朝阳金昌	0.37
宏大铁矿	0.91
泸溪	12.00
NPV 总计	241.80
折合每股	1.27

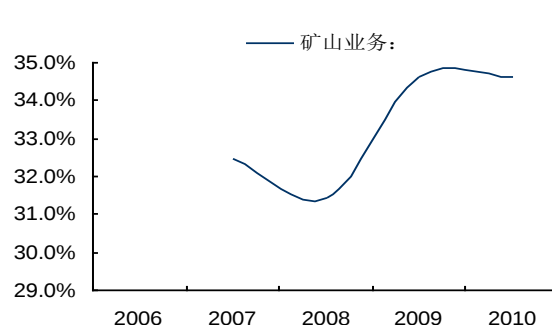
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 41: 中国中冶矿山业务营收增长



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图 42: 中国中冶矿山业务毛利率



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

盈利预测: 稳定增长可期

基本假设

根据对公司基本面的分析, 我们假设公司 2011-2013 年的工程承包业务增长率分别为: 14.78%、14.73%和 14.60%, 其中冶金工程业务与 2010 年持平, 商品房价格并未出现大幅下跌; 11-13 年多晶硅价格分别为: 75 美元、68 美元、60 美元。瑞木镍矿于 11 年顺利投产, 镍金属价格维持在现有的 19 万元/吨。由此得出公司 11-13 年 EPS 分别为 0.35 元、0.42 元、0.53 元。

表 11: 中国中冶分项业务收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E
工程承包				
营业收入	155609.43	178608.50	204921.68	234835.19
增速%	13.96	14.78	14.73	14.60
营业成本	137670.19	158488.96	182085.51	208956.41
毛利	17939.24	20119.54	22836.18	25878.78
毛利率%	11.53	11.26	11.14	11.02
资源开发				
营业收入	10618.16	15190.65	20021.01	22789.70
增速%	39.20	39.41	31.80	13.83
营业成本	8932.15	11964.94	15152.74	17070.99
毛利	1686.01	3225.70	4868.27	5718.71
毛利率%	15.88	21.23	24.32	25.09
装备制造				
营业收入	10652.82	11505.05	12195.35	12805.12
增速%	16.66	8.00	6.00	5.00
营业成本	9582.59	10343.04	10957.52	11498.99
毛利	1070.23	1162.01	1237.83	1306.12
毛利率%	10.05	10.10	10.15	10.20
房地产开发				
营业收入	24956.87	34714.37	46170.89	58975.98
增速%	164.40	39.08	33.00	27.73
营业成本	19170.07	27020.27	36167.00	46044.77

毛利	5786.80	7694.10	10003.89	12931.21
----	---------	---------	----------	----------

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、 房地产调控硬着陆，房价大幅下跌；
- 2、 大宗商品价格暴跌；

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	41453	40000	47381	65198	营业收入	206792	245568	289302	335759
应收款项	61475	72661	85602	99348	营业成本	179852	212853	249801	289336
		10469	11843	12110	营业税金及附加	6168	7318	8621	10006
存货净额	88901	3	6	8	销售费用	1530	1965	2314	2686
其他流动资产	22627	26767	31534	36598	管理费用	8462	9962	12123	14150
流动资产合计	21499	24465	28349	32279	财务费用	2743	3539	3894	3788
固定资产	37104	41479	43466	42906	投资收益	399	439	483	531
无形资产及其他	18837	18083	17330	16576	资产减值及公允价值变动	(1428)	(1570)	(1727)	(1900)
投资性房地产	14790	14790	14790	14790	其他收入	0	0	0	0
长期股权投资	2496	2696	2896	3096	营业利润	7008	8799	11303	14423
	28822	32170	36197	40015	营业外净收支	680	680	680	680
资产总计	1	8	2	8	利润总额	7689	9479	11983	15103
短期借款及交易性金融负债	37540	46277	40000	42000	所得税费用	2118	2465	3116	3927
应付款项	59736	68399	82050	94506	少数股东损益	250	413	797	1071
			10450	12120	归属于母公司净利润	5321	6601	8070	10106
其他流动负债	76889	88985	9	4					
	17416	20366	22655	25771					
流动负债合计	5	0	9	0					
长期借款及应付债券	52675	52675	62675	62675					
其他长期负债	7867	6867	7867	6867					
长期负债合计	60542	59542	70542	69542					
	23470	26320	29710	32725					
负债合计	8	2	1	2					
少数股东权益	8542	8913	9630	10591					
股东权益	44971	49592	55241	62315					
	28822	32170	36197	40015					
负债和股东权益总计	1	8	2	8					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5321	6601	8070	10106
资产减值准备	649	875	152	15
折旧摊销	2093	3932	4887	5399
公允价值变动损失	1428	1570	1727	1900
财务费用	2743	3539	3894	3788
营运资本变动	(21171)	(10484)	(1122)	6683
其它	(622)	(504)	564	947
经营活动现金流	(12302)	1991	14278	25049
资本开支	(8297)	(10000)	(8000)	(6000)
其它投资现金流	(237)	0	0	0
投资活动现金流	(9195)	(10200)	(8200)	(6200)
权益性融资	2265	0	0	0
负债净变化	1620	0	10000	0
支付股利、利息	(4754)	(1980)	(2421)	(3032)
其它融资现金流	21029	8736	(6277)	2000
融资活动现金流	17027	6756	1302	(1032)
现金净变动	(4470)	(1453)	7381	17818
货币资金的期初余额	45923	41453	40000	47381
货币资金的期末余额	41453	40000	47381	65198
企业自由现金流	(19564)	(6584)	7932	20571
权益自由现金流	3085	(467)	8773	19768

资料来源：国信证券经济研究所预测

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	