

工程板块维持平稳，等待资源板块的 增效潜力释放

中国中冶 (601618.SH)

谨慎推荐 维持评级

事件:

公司发布3季报,前3季度公司实现营业收入1620.8亿元,同比增长19%;实现归属母公司的净利润26.0亿元,同比下降13%。前3季度公司的基本每股收益为0.14元,符合我们的预期。

投资要点:

- **工程板块方面,前3季度公司冶金工程新签合同同比基本持平,非冶金工程的新签合同增幅在10%左右。**前3季度公司新签工程合同1825.6亿元,同比增长6.6%。前3季度公司新签工程合同中非冶金的比例占60%,已是自09年以来连续三年超越冶金工程。在下游钢铁行业产能压力仍较为明显的局面下,预计公司未来新签工程合同将维持平稳格局。目前公司在手工程合同约3500亿元,相当于公司去年工程收入的1.6倍。
- **房建等非冶金工程毛利率小幅走低,前3季度公司整体毛利率下滑0.3个百分点。**公司工程板块中,冶金工程的毛利率相对较高,一般较房建这类非冶金工程高3个百分点。今年以来,公司冶金工程毛利率基本稳定,而房建业务毛利率下降约0.5个百分点,从而整体拉低公司前3季度毛利率至11.5%。
- **BT、海外资源开发等相关多元化板块处于投入阶段,预计利润体现将在明年中期以后。**公司今年来继续加大了在基础设施、保障房领域的BT项目投入力度,目前公司BT类项目的资产规模达到170亿元,预计未来两年每年将释放5亿元以上的投资收益;同时,海外资源开发方面,瑞木镍红土矿的即将投产也将使这一领域逐步进入回报阶段。
- **负债规模小幅提升,财务费用压力短期将延续。**3季度末公司净负债率较中期水平继续上升8个百分点,财务费用的支出规模仍较大。第3季度公司财务费用12.6亿元,占当期EBIT的50.2%。我们预计随着明年公司大量BT项目逐步进入回购期,公司的财务压力将有所缓解。
- **维持谨慎推荐的投资评级。**公司工程领域基本稳定,BT/资源开发战略有望在明后年进入收获阶段。预计2011-2013年公司EPS分别为0.25、0.30和0.37元,维持谨慎推荐的投资评级。

合理估值: 4.0元

分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

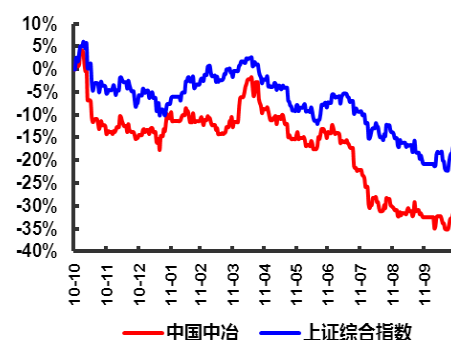
✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

市场数据日期 2011.10.30

上证综合指数	2,473
公司收盘价	3.08
总股本(百万)	19,110
流通股本(百万)	6,498
流通市值(亿)	111.7
EPS (TTM)	0.26
每股净资产(元)	2.44
资产负债率	83%

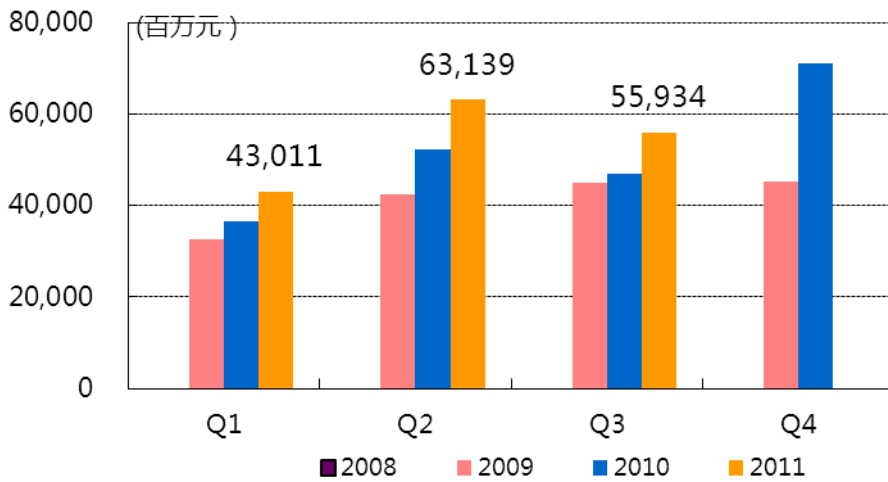
近一年相对上证综指表现



主要财务指标(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	206,792	243,304	283,267	326,214
收入同比	25%	18%	16%	15%
归属母公司净利润	5,321	4,727	5,82	7,113
净利润同比	20%	-11%	23%	22%
毛利率	13.0%	12.8%	13.0%	13.3%
ROE	11.8%	9.5%	10.5%	11.3%
每股收益(元)	0.28	0.25	0.30	0.37
P/E	11.06	12.45	10.11	8.27
P/B	1.31	1.18	1.06	0.94

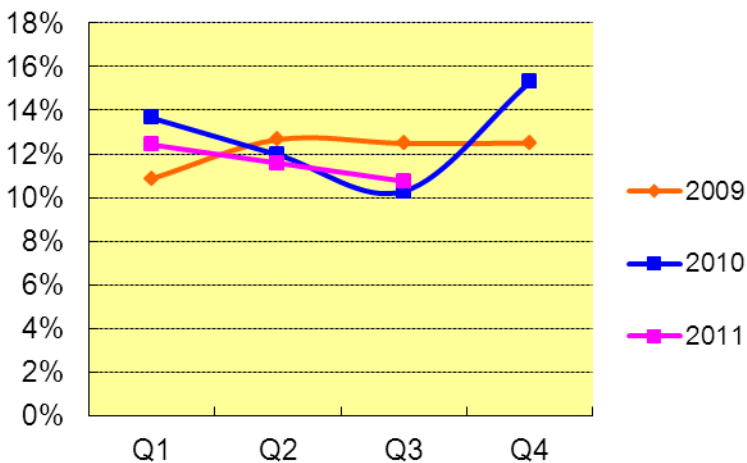
资料来源: 中国银河证券研究部

图 1 公司历年各季度收入对比



资料来源：公司公告

图 2 公司历年各季度毛利率对比



资料来源：公司公告

附表 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	214994	230883	262714	302124
现金	41453	36496	36825	42408
应收账款	37333	43942	51160	58916
其它应收款	13868	16465	19169	22076
预付账款	22607	26739	31037	35650
存货	88901	95076	110360	126763
其他	10832	12165	14163	16311
非流动资产	73226	81158	88446	95175
长期投资	2496	2496	2496	2496
固定资产	23647	30015	35912	41339
无形资产	18837	20387	21787	23087
其他	28247	28261	28251	28253
资产总计	288221	312041	351160	397299
流动负债	174165	192394	224843	262669
短期借款	27270	27471	40577	57598
应付账款	51915	61542	71435	82053
其他	94980	103381	112831	123018
非流动负债	60542	60542	60542	60542
长期借款	34493	34493	34493	34493
其他	26049	26049	26049	26049
负债合计	234708	252936	285385	323211
少数股东权益	8542	9292	10142	11342
股本	19110	19110	19110	19110
资本公积	18069	18069	18069	18069
留存收益	7894	12621	18441	25554
归属母公司股东权益	44971	49813	55633	62746
负债和股东权益	288221	312041	351160	397299

现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-25121	7909	1959	3938
净利润	5571	5477	6670	8313
折旧摊销	2119	2077	2698	3269
财务费用	2743	3976	5136	5826
投资损失	-399	-350	-400	-450
营运资金变动	-36596	-4207	-13094	-14028
其它	1442	936	950	1008
投资活动现金流	-11335	-9091	-9600	-9550
资本支出	11082	8000	8000	8000
长期投资	-1155	0	0	0
其他	-1408	-1091	-1600	-1550
筹资活动现金流	31178	-3775	7970	11195
短期借款	2613	201	13106	17021
长期借款	1620	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1310	0	0	0
其他	25634	-3976	-5136	-5826
现金净增加额	-5438	-4957	329	5583

资料来源: 中国银河证券研究部

利润表	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	206792	243304	283267	326214
营业成本	179852	212214	246328	282940
营业税金及附加	6168	7250	8441	9721
营业费用	1530	1703	1983	2284
管理费用	8462	10186	11686	13310
财务费用	2743	3976	5136	5826
资产减值损失	1428	1200	1700	1900
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	399	350	400	450
营业利润	7008	7124	8393	10684
营业外收入	814	800	600	500
营业外支出	134	100	100	100
利润总额	7689	7824	8893	11084
所得税	2118	2347	2223	2771
净利润	5571	5477	6670	8313
少数股东损益	250	750	850	1200
归属母公司净利润	5321	4727	5820	7113
EBITDA	11870	13178	16227	19779
EPS (元)	0.28	0.25	0.30	0.37

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	24.7%	17.7%	16.4%	15.2%
营业利润	22.5%	1.7%	17.8%	27.3%
归属于母公司净利润	20.2%	-11.2%	23.1%	22.2%
获利能力				
毛利率	13.0%	12.8%	13.0%	13.3%
净利率	2.6%	1.9%	2.1%	2.2%
ROE	11.8%	9.5%	10.5%	11.3%
ROIC	7.3%	7.2%	7.9%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	81.4%	81.1%	81.3%	81.4%
净负债比率	57.1%	60.5%	73.8%	80.9%
流动比率	1.23	1.20	1.17	1.15
速动比率	0.72	0.70	0.68	0.67
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.81	0.85	0.87
应收账款周转率	6	5	5	5
应付账款周转率	3.76	3.74	3.70	3.69
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.25	0.30	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.31	0.41	0.10	0.21
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.61	2.91	3.28
估值比率				
P/E	11.1	12.5	10.1	8.3
P/B	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	9	8	7	6

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼	上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn