

转型中的中国中冶

买入首次评级

目标价格：4.94元

投资要点:

- 📖 海外市场提升冶金工程发展空间。
- 📖 国内参股铁矿产能释放，国外参股铁矿 2012 年初投产。
- 📖 杜达和蒙亚啊铅锌矿投产，巴新瑞木镍钴矿 2012 年初投产。
- 📖 公司是国内垃圾焚烧企业龙头，污水处理有望成为新的增长点。
- 📖 非冶金工程、保障房和商品房在 2012 年进入业绩释放期。

报告摘要:

- **海外市场提升冶金工程发展空间。** 公司是全球最大的冶金工程承包商，拥有黑色和有色冶金工程完整产业链。未来公司积极拓展海外市场，提升公司冶金工程市场空间。
- **国内参股铁矿产能释放，国外参股铁矿 2012 年初投产。** 公司参股 16% 股权的司家营铁矿进入扩产期，司家营铁矿资源量达 36 亿吨，三期 500 万吨项目将会在 2012 年底竣工，届时产能达到 1250 万吨。公司根据协议可参股 20% 的中信泰富西澳项目将会在 2012 年初投产，年产铁精粉 2400 万吨。
- **杜达和蒙亚啊铅锌矿投产，巴新瑞木镍钴矿 2012 年初投产。** 巴基斯坦杜达和西藏蒙亚啊铅锌矿 2011 年投产，合计可年产铅锌矿金属量 11 万吨。巴新瑞木镍钴矿将在 2012 年初投产。
- **公司是国内垃圾焚烧企业龙头，污水处理有望成为新的增长点。** 公司垃圾焚烧主营业务占有市场份额 40-50%。污水处理有望成为公司新的增长点。
- **非冶金工程、保障房和商品房在 2012 年进入业绩释放期。** 公司非冶金工程 2011 上半年新签订单 769 亿元，在手订单 2250 亿元，未来几年将继续保持高速增长。保障房和商品房在手、协议和委建建筑面积 3062.3 万平和 2577.4 万平，是国内最大保障房项目公司。
- **盈利预测及投资建议：** 我们预计 2011 年、12 年和 13 年，公司 EPS 分别为 0.3 元、0.42 元和 0.58 元，公司合理股价为 4.94 元，给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,652.95	2,067.92	2,319.25	2,879.11	3,628.73
同比增长率	7.63	25.10	12.15	24.14	26.04
净利润	42.32	53.21	57.33	80.26	110.84
同比增长率	35.74	25.72	7.75	40.00	38.10
每股收益(元)	0.29	0.28	0.30	0.42	0.58

钢铁

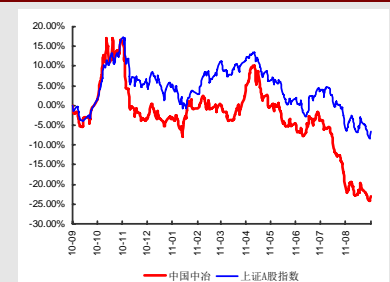
分析师:

赵丽明 (S1180511010007)

电话: 010 88085099

Email: zhaoliming@hsec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110630	10083	
20110331	17341	
20101231	16408	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

目录

一、公司概况	6
二、国际冶金工程承包龙头	6
1、市场重心将由国内逐渐转向国外	10
2、装备制造能力提升、公司产业链完善	16
3、开拓新兴业务、环保业务优势凸显	19
(1) 水务处理	19
(2) 冶金环保	21
(3) 固废处理	21
(4) 海水淡化和新能源	23
二、资源丰富、价值不菲	24
1、资源丰富、业绩渐现	25
(1) 铁矿资源丰富，参股铁矿进入产能释放期	25
(2) 铜矿资源丰富，产能释放须待时日	27
(3) 铅锌矿：产能进入释放期	28
(4) 小金属矿和煤矿：镍钴矿投产在即	29
2、矿山开采降低冶炼亏损	29
三、非冶金工程业务高速增长	30
1、房屋建筑工程	31
2、交通基础设施	32
3、国际工程承包	33
四、房地产业务将成为公司另一支柱产业	34
1、保障房	35
2、商品房	36
估值及盈利预测	37
1、冶金工程业务	37
2、资源开发业务	37
(1) 铁矿资源	37
(2) 有色金属业务	37
3、非冶金工程业务	38
4、房地产业务	38
财务报表预测	39

插图

图 1: 公司组织结构图.....	6
图 2: 2011 上半年不同业务营业收入占比 (%).....	6
图 3: 2011 上半年不同业务毛利润占比 (%).....	6
图 4: 黑色冶金流程结构图.....	7
图 5: 2009 年全国工程勘察设计百强企业.....	7
图 6: 勘察工程业绩.....	7
图 7: 铁矿采选和烧结设计业绩.....	8
图 8: 冶炼和加工设计业绩.....	8
图 9: 有色冶金流程结构图.....	9
图 10: 矿山采选设计业绩.....	9
图 11: 冶炼和加工设计业绩.....	9
图 12: 历年营业收入比较.....	10
图 13: 2010 年营业利润比较.....	10
图 14: 历年新签订单比较.....	10
图 15: 2010 年结转订单比较.....	10
图 16: 历年中国中冶和西马克、达涅利收入比例.....	11
图 17: 历年新签订单同比增长(%).....	11
图 18: 1950-2008 年全球粗钢产量.....	11
图 19: 1980-2011 上半年全球粗钢产量和同比增长.....	11
图 20: 历年各主要产钢地粗钢产量 (亿吨).....	12
图 21: 历年主要产钢地粗钢全球占比(%).....	12
图 22: 国外收入及其占比.....	12
图 23: 非金融类对外直接投资及同比增长.....	12
图 24: 公司国外工程业绩.....	13
图 25: 公司和国外同行技术优劣势比较.....	14
图 26: 公司和国外同行优劣势比较.....	14
图 27: 中国中冶和中材国际比较.....	15
图 28: 装备制造收入及同比增长.....	16
图 29: 装备制造收入占比.....	16
图 30: 装备制造不同业务占比 (%).....	16
图 31: 历年装备制造不同业务收入 (亿元).....	16
图 32: 中国中冶装备制造公司表.....	17
图 33: 公司研发链条.....	18
图 34: 中国中冶钢结构制造公司.....	19
图 35: 城市污水处理.....	20
图 36: 工业污水处理.....	20
图 37: 原水净化处理.....	20
图 38: 冶金环保.....	21
图 39: 生活垃圾焚烧发电.....	22
图 40: 危废处理和生活垃圾堆埋.....	22
图 41: 钢渣储量项目表.....	23
图 42: 多晶硅营业收入及毛利率.....	24

图 43: 多晶硅产能及同比增长.....	24
图 44: 历年资源开发收入及毛利润 (不含多晶硅)	25
图 45: 历年资源开发不同业务收入.....	25
图 46: 资源开发不同业务收入占比 (%)	25
图 47: 历年资源开发不同业务毛利润占比 (亿元)	25
图 48: 公司铁矿储量及产能.....	26
图 49: 公司铜矿储量及产能.....	28
图 50: 公司铅锌矿储量及产能.....	28
图 51: 公司小金属和煤炭储量及产能.....	29
图 52: 2011 上半年非冶金工程分业务收入占比 (%)	30
图 53: 2011 上半年非冶金工程分业务毛利占比 (%)	30
图 54: 非冶金工程收入及同比增长 (亿元)	30
图 55: 非冶金工程新签合同额及同比增长.....	30
图 56: 非冶金工程结转合同额 (亿元)	30
图 57: 房屋建筑工程收入及同比增长.....	31
图 58: 房屋建筑工程收入占比.....	31
图 59: 历年城镇固定资产投资及同比增长.....	31
图 60: 房地产开发投资完成额及同比增长.....	31
图 61: 房地产新开工面积及同比增长.....	32
图 62: 房地产施工面积及同比增长.....	32
图 63: 交通基础设施收入及同比增长.....	32
图 64: 交通基础设施收入占比.....	32
图 65: 道路运输业固定资产投资完成额及同比增长.....	32
图 66: 城市公共交通业固定投资完成额及同比增长.....	32
图 67: 其他业务收入及同比增长.....	33
图 68: 其他业务收入占比.....	33
图 69: 对外承包工程完成营业额及同比增长.....	33
图 70: 对外承包工程新签合同额及同比增长.....	33
图 71: 房地产各子分部营业收入占比.....	34
图 72: 房地产各子分部毛利润占比.....	34
图 73: 房地产开发营业收入及同比增长.....	34
图 74: 房地产开发收入占比.....	34
图 75: 2010 年房地产业务经营和新开发项目状况.....	35
图 76: 2011 上半年保障房业务经营状况.....	35
图 77: 保障房项目不同城市占比 (%)	35
图 78: 2011 上半年商品房业务经营状况.....	36
图 79: 商品房项目不同城市占比 (%)	36
图 80: 房地产不同业务毛利率 (%)	37
图 81: 房地产不同业务毛利润.....	37
图 82: 公司和达涅利业务比较.....	37
图 83: 公司和金达必储量和资源比较.....	37
图 84: 公司和哈萨克铜业资源储量比较.....	38
图 85: 各项业务估值表.....	38

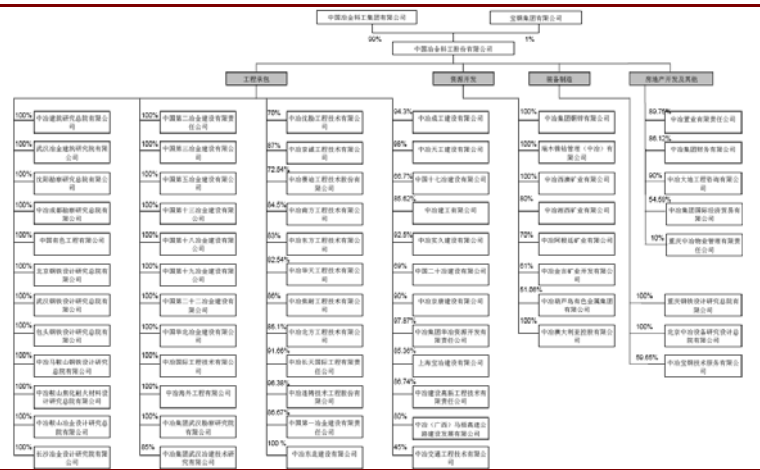
表格

表 1: 利润表(百万元).....	39
表 2: 资产负债表(百万元).....	39
表 3: 现金流量表(百万元).....	40

一、公司概况

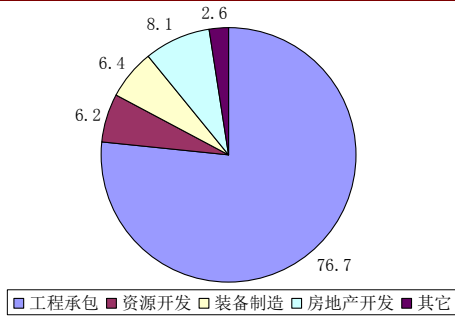
公司是全球最大的工程建设综合企业集团之一，“世界 500 强”企业中排名第 315 位。公司以技术创新及其产业化为核心竞争力，以强大的冶金建设实力为依托，从事工程承包、资源开发、装备制造及房地产开发四大主业。公司在境内外主要有 63 家二级全资及控股子公司、1 家二级参股子公司分布在四大主业，其中工程承包最为庞大达到 48 家。

图 1：公司组织结构图



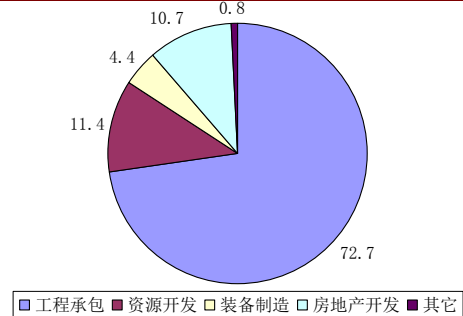
资料来源：公司公告

图 2：2011 上半年不同业务营业收入占比 (%)



资料来源：公司公告

图 3：2011 上半年不同业务毛利润占比 (%)



资料来源：公司公告

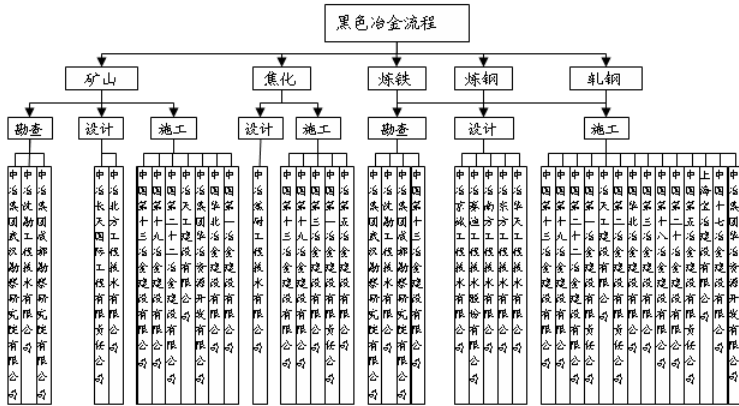
2011 上半年公司实现营业收入 1061.5 亿元，同比增长 18.56%；实现毛利润 126.6 亿元，同比增长 12.43%；归属母公司所有者净利润 19.69 亿，同比下降 11.47%。其中工程承包、资源开发、装备制造和房地产开发分别占营业收入的 76.7%、6.2%、6.4%和 8.1%；工程承包、资源开发、装备制造和房地产开发分别占毛利润的 72.7%、11.4%、4.4%和 10.7%。

二、国际冶金工程承包龙头

公司是全球最大的冶金工程承包商，主要集中在黑色冶金和有色冶金两大领域。公司

拥有 3 家专业地质勘察院, 3 家国家级冶金工程专业研究院, 11 家冶金工程专业设计院, 16 家冶金工程专业施工建设企业。公司能够为钢铁企业和矿山提供勘查、采选、烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢的设计、制造和施工; 为有色企业和矿山企业提供勘查、采选、冶炼和加工全套服务。

图 4: 黑色冶金流程结构图



资料来源: 宏源证券

图 5: 2009 年全国工程勘察设计百强企业

排名	公司名称
2	中冶京诚工程技术有限公司
5	中冶南方工程技术有限公司
7	中冶赛迪工程技术股份有限公司
14	中冶焦耐工程技术有限公司
15	中国恩菲工程技术有限公司
41	中冶长天国际工程有限责任公司
51	中冶华天工程技术有限公司
55	中冶北方工程技术有限公司
71	中冶东方控股有限公司

资料来源: 公司公告

在黑色冶金工程承包领域, 公司在国内外无论规模还是技术能力, 均居于领先地位。在铁矿和工厂勘查上, 公司拥有中冶沈堪、中冶武勘和中冶成勘三家研究院, 承担了很多国内外大型铁矿的勘查项目, 其中利比里亚邦矿铁矿工程勘察项目和马达加斯加苏拉拉铁矿是国内钢企在国外收购的大型铁矿, 储量分别在 27 亿吨和 8 亿吨。

图 6: 勘察工程业绩

矿山	工厂
阿富汗艾娜克铜矿测绘勘察及探矿工程	武钢、韶钢、马钢、宝钢、湛江、鞍钢、本钢
利比里亚邦矿铁矿工程勘察项目	亚东、华润、冀东等水泥企业
马达加斯加苏拉拉铁矿	中石化武汉 80 万吨项目
巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目	福建炼化勘察、桩基工程
武钢矿业公司程潮铁矿	普光气田天然气净化厂
武钢灵乡铁矿	台塑越南河静钢铁项目
通化钢铁公司板石沟铁矿	缅甸金山公司水泥厂
本溪钢铁公司歪头山铁矿	亚东、华润、冀东等水泥企业

资料来源: 宏源证券

在矿山设计方面, 中冶北方和中冶长天为国内外铁矿采选工程和烧结项目承包和设计, 在 2009 年全国工程勘察设计百强企业分别为第 41、55 名。这两家公司的典型工程主要有, 采矿: 澳大利亚兰伯特角磁铁矿和河钢司家营铁矿; 选矿: 澳大利亚 SINO 铁矿选矿厂和攀钢选矿厂工程; 烧结: 沙钢 550m² 烧结机工程和宝钢宝钢 1、2、3 期烧结工程; 球团: 武钢鄂州 500 万吨球团厂工程(一期)和宝钢湛江龙腾物流有限公司 500 万吨球团工

程(一期), 第二个项目是国内自行研发规模最大的球团厂。在焦化方面, 中冶焦耐是国第一的焦化项目设计院, 在全球也居于前列, 在 2009 年全国工程勘察设计百强企业分别为第 14 名, 该公司典型工程是巴西 Usiminas 焦炉项目和首钢 4 座 7.63 米特大型焦炉工程。在钢铁生产设计方面, 公司拥有中冶京诚、中冶南方、中冶赛迪、中冶华天和中冶东方全国前五大钢铁设计院, 在 2009 年全国工程勘察设计百强企业分别为第 2、5、7、51、71 名。这五家设计院几乎参与了全国大中型钢铁企业的建设, 是国内钢铁工程行业的核心。高炉: 沙钢 5800m³ 高炉(全球最大)和宝钢三期 4350 m³ 号高炉; 转炉: 首钢: 炼钢连铸系统工程(包括 300 吨转炉系统)和重钢炼钢项目转炉工程(产能 646 万吨); 轧钢: 首钢: 2230 mm 酸洗-冷轧联合机组工程和沙钢: 5000mm 宽厚板工程工程。公司拥有 13 家冶金建设公司, 参与了国内大型铁矿、钢铁联合企业的建设, 是国内冶金工程建设的主要力量。

图 7: 铁矿采选和烧结设计业绩

采矿	选矿	烧结	球团
攀钢一期采矿工程	攀钢选矿厂工程	宝钢 1、2、3 期烧结工程	武钢鄂州 500 万吨球团厂工程(一期)
澳大利亚兰伯特角磁铁矿	澳大利亚 SINO 铁矿选矿厂	武钢 435m ² 烧结工程	宝钢湛江龙腾物流有限公司 500 万吨球团工程(一期)
河钢司家营铁矿	澳大利亚兰伯特角铁矿选矿厂	宁钢 435 m ² 烧结机工程	委内瑞拉 FMO300 万吨/年球团设备成套工程
白云鄂博铁矿	司家营铁矿研山选矿厂	沙钢 550m ² 烧结机工程	武钢 250 万吨球团工程
鞍钢弓长岭铁矿	鞍钢弓长岭选矿厂	印度 NINL 烧结厂	本钢 200 万吨氧化球团工程

资料来源: 宏源证券

图 8: 冶炼和加工设计业绩

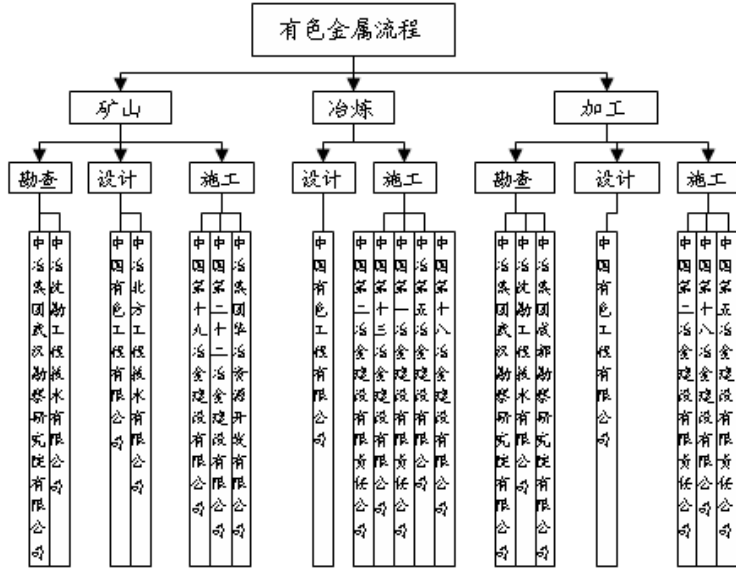
焦化	炼铁	炼钢	轧钢
巴西 Usiminas 焦炉项目	沙钢: 5800m ³ 高炉(全球最大)	首钢: 炼钢连铸系统工程(包括 300 吨转炉系统)	首钢: 2230 mm 酸洗-冷轧联合机组工程
首钢: 4 座 7.63 米特大型焦炉工程	宝钢三期 4350 m ³ 号高炉工程	重钢炼钢项目转炉工程	沙钢: 5000mm 宽厚板工程
鲅鱼圈钢铁项目: 255 万吨焦化工程	鲅鱼圈: 3800m ³ 高炉工	新余钢铁转炉炼钢工程	宝钢: 1800mm 冷轧带钢工程
沙钢: 最先进超大型焦炉	武钢: 3200 m ³ 大型高炉	邯钢: 转炉炼钢系统工程	攀钢 Φ340 无缝连轧管机组
武钢: 7.63 米焦炉工程	涟钢: 2200 m ³ 高炉工程	北台钢铁(集团)炼钢易地改建炼钢工程	武钢: 1700mm 轧钢工程全国最早

资料来源: 宏源证券

在有色冶金工程承包领域, 公司在矿山和工厂勘查、设计和施工方面具有很强的综合实力。中国有色工程有限公司是国内领先的有色金属矿山和工厂设计院, 承担了国内外矿山工程设计和咨询工程近 400 座, 国内的重要的有色金属矿山和工程均出自该设计院, 在 2009 年全国工程勘察设计百强企业第 15 名。中冶北方在有色金属矿山采选设计居于重要

的地位，很多大型有色金属矿山都出自该设计院。

图 9：有色冶金流程结构图



资料来源：宏源证券

图 10：矿山采选设计业绩

铜矿	矿铅锌	金矿	钼、镍矿
德兴铜矿	驰宏锌锗股份公司深部资源	尹格庄金矿	金堆城钼矿
赞比亚谦比西铜矿	白音诺尔铅锌矿	排山楼金矿	鹿鸣钼矿
铜矿峪铜矿	杜达铅锌工程	三山岛金矿	乌努格吐山铜钼矿
越南生权铜联合企业	厂坝铅锌矿		金川矿床
冬瓜山铜矿工程	四川呷村铅锌银多金属矿		巴新瑞木镍钴矿

资料来源：宏源证券

图 11：冶炼和加工设计业绩

冶炼	冶炼	加工
株洲冶炼厂	遵义铝厂电解槽	西南铝业热连轧工程
水口山铅锌冶炼厂	青海桥头电解铝工程	上海铜带厂
云南冶金集团曲靖有色基地	涪陵铝厂电解槽	上海有色金属板带厂
甘肃成州锌业公司锌冶炼厂	大冶有色金属公司	上海铝材厂铝箔线
飞龙实业有限责任公司铅冶炼厂	云南铜业有限公司	南京龙毅厂
巴基斯坦杜达铅锌工程	刚果（金）钴冶炼厂工程	上海闵行阔幅铝铝材厂
缅甸达贡山镍矿项目	江铜 10 万吨/年铅冶炼项目	国核宝钛铝业四辊板冷轧机
金川集团公司冶炼工程	云锡 10 万吨/年铜冶炼项目	金川镍合金板带材生产线

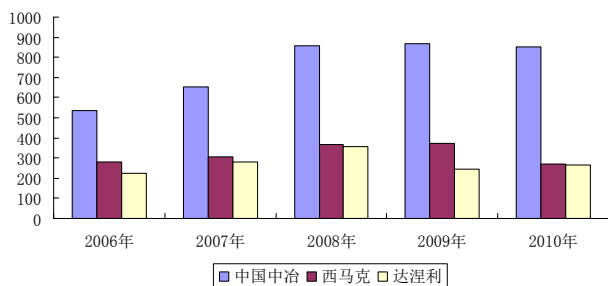
资料来源：宏源证券

矿山采选设计的典型项目，铜矿：德兴铜矿和赞比亚谦比西铜矿，这两家铜矿的储量分别为 800 万吨和 700 万吨；铅锌矿：驰宏锌锗股份公司深部资源和白音诺尔铅锌矿；镍矿：金川矿床和巴新瑞木镍钴矿；钼矿：金堆城钼矿；金矿：尹格庄金矿。在矿山和工厂勘查上，公司拥有中冶沈堪和中冶武勘 2 家研究院，在国内外大型有色金属矿山和工厂勘查有出色表现，典型项目有艾娜克铜矿和巴新瑞木镍钴矿。在冶炼加工方面，中国有色工程有限公司和其它公司完成了很多国内外大型冶炼厂的设计和产品设计，典型项目主要有，铜：大冶有色金属公司、云南铜业有限公司和上海铜带厂；镍：金川集团公司冶炼工程和缅甸达贡山镍矿项目；铅锌：株洲冶炼厂和云南冶金集团曲靖有色基地项目；铝：遵义铝厂电解槽、西南铝业热连轧工程和上海闵行阔幅铝铝材厂。在施工建设方面，公司 5 家冶金建设公司参与国内外大型有色金属矿山和工厂的施工，是国内有色冶金工程建设的重要力量。

1、市场重心将由国内逐渐转向国外

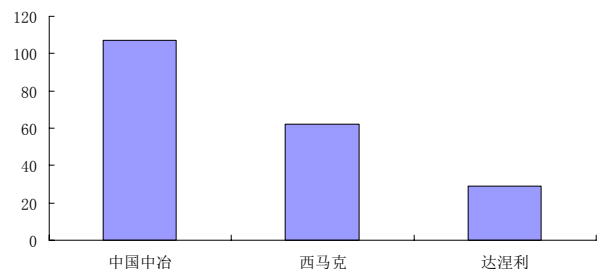
公司是全球最大的冶金工程承包商，紧随其后的是西马克和达涅利，奥钢联和得兴在冶金工程方面的业绩也很突出。由于中国钢铁公司的快速发展，公司在该领域的业务快速增长。2010 年，公司冶金承包业务实现营业收入 852.38 亿元，分别是西马克和达涅利的 3.13 倍和 3.23 倍；实现营业利润 107.4 亿元，分别是西马克和达涅利的 1.72 倍和 3.72 倍。而在 2006 年，公司实现营业收入 533.6 亿元，分别是西马克和达涅利的 1.89 倍和 2.35 倍。公司营业收入相对同行业公司比例扩大说明公司占有市场的份额逐渐扩大。

图 12: 历年营业收入比较



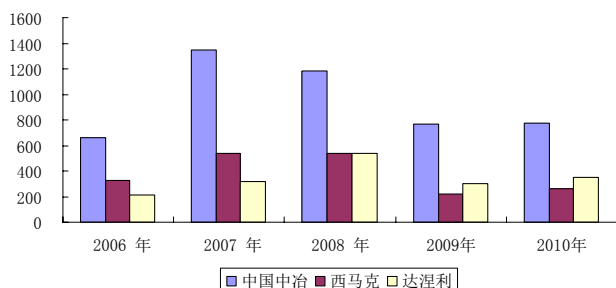
资料来源：宏源证券

图 13: 2010 年营业利润比较



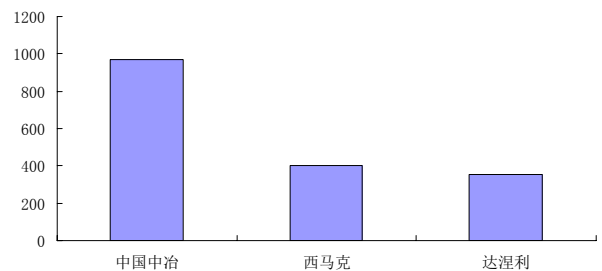
资料来源：宏源证券

图 14: 历年新签订单比较



资料来源：宏源证券

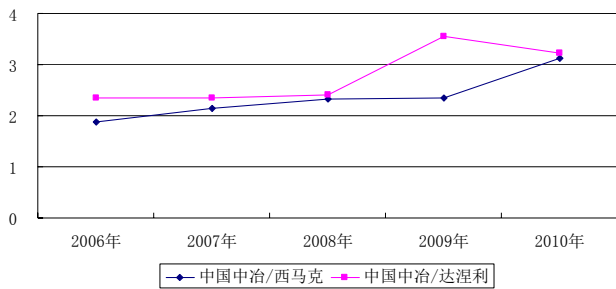
图 15: 2010 年结转订单比较



资料来源：宏源证券

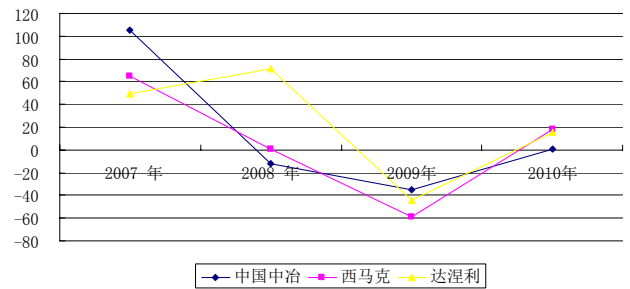
冶金工程 2010 年公司新签订单 778 亿，西马克和达涅利分别为 263.31 亿元和 349.96 亿元，结转订单 970.72 亿元，西马克和达涅利分别为 401.4 亿元和 352.5 亿元。不过，达涅利和西马克的新签订单增速分别为 18.15%和 15.53%，而公司增速只有 1.17%，明显低于前者。由于，公司市场主要在国内，国际市场份额较少，达涅利和西马克则是全球布局。因此，公司只有继续扩大国际市场份额，才能继续保持公司的快速发展。

图 16: 历年中国中冶和西马克、达涅利收入比例



资料来源: 宏源证券

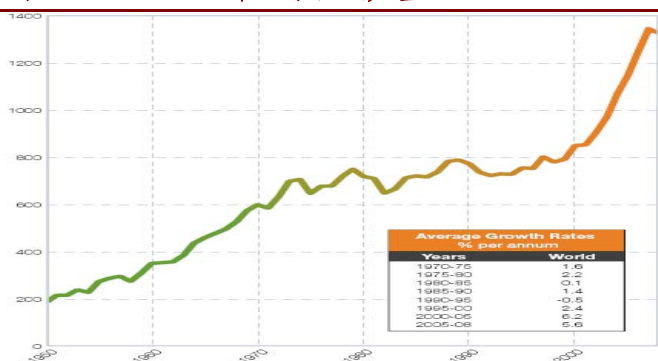
图 17: 历年新签订单同比增长(%)



资料来源: 宏源证券

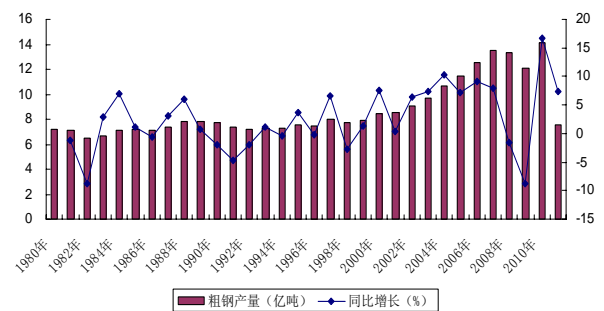
从 1950-2011 年全球粗钢产量看，全球钢铁行业经历两次高速增长期，第一次是 1950-1978 年，战后重建和经济复苏带动粗钢产量快速增长，粗钢产量从 2 亿吨增至近 7.3 亿吨。第二次增长 1998 年-2007 年，中国粗钢产量的快速增长带动全球粗钢产量从 1998 年 7.77 亿吨增至 2007 年 13.51 亿，产量增加了 5.74 亿吨，其中 3.75 亿吨来自中国。2008 年受金融危机影响，全球粗钢产量短时回落，但是中国粗钢产量增长使 2010 年全球粗钢产量再创新高，达到 14.14 亿吨，比 07 年的高点增长了 4.66%。2010 年全球粗钢产量相比 1998 年增加了 6.37 亿吨，其中 5.13 亿吨来自中国。除中国外，2010 年全球粗钢产量仅比 1998 年多 1.24 亿吨，折合年复合增长率只有 1.43%。2011 年上半年全球粗钢产量 7.59 亿吨，同比增长 7.43%，再次回到了 1998-2007 期间的增速。

图 18: 1950-2008 年全球粗钢产量



资料来源: 宏源证券

图 19: 1980-2011 上半年全球粗钢产量和同比增长

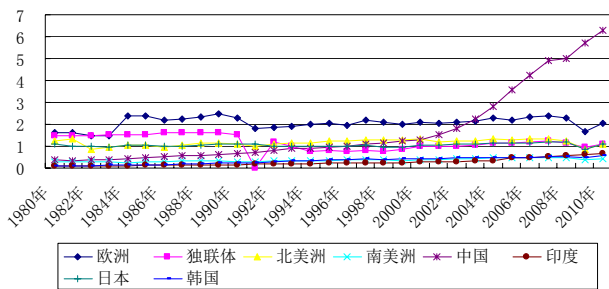


资料来源: 宏源证券

由于欧洲、北美和日本率先完成工业化，钢铁产量较早进入稳定期。1980-2010 年间，欧洲粗钢产量稳定在 2 亿吨左右，北美和日本一直稳定在 1 亿吨左右。由于苏联在 1991 年解体后，独联体粗钢产量由 1.5 亿吨一度降至 7700 万吨，随着政治稳定经济复苏回升至 1 亿吨左右。而韩国、中国、印度、南美和韩国在工业化过程中，钢材需求量增加导致

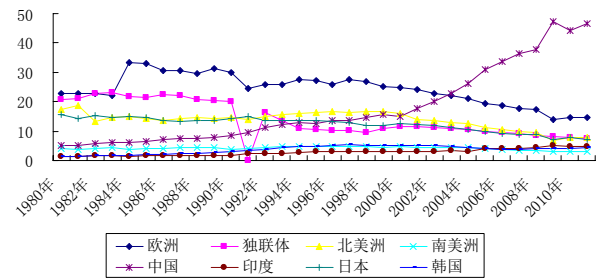
粗钢产量持续增长。2010年中国、印度、韩国和南美，这4个国家粗钢产量分别为6.27亿吨，0.67亿吨、0.58亿吨和0.44亿吨分别是1980年的16.88倍，7.03倍、6.83倍和1.51倍。中国粗钢产量的快速增长大幅提高了全球粗钢产量的基数，欧洲、北美和日本粗钢全球占比有较大幅度的减少。2011上半年，欧洲、北美和日本粗钢全球占比分别为14.69%、7.78%和7.13%，比其近30年高点分别下降了18.54、9.62和8.44个百分点。中国、印度和韩国粗钢全球占比分别为46.51%、4.66%和4.46%，比其近30年低点增长了41.47、3.33和3.27个百分点。目前，中国粗钢产能虽然已经超过了7亿吨，但中国工业化进程仍将继续，中国的粗钢产量还将维持一定幅度的增长。印度、南美粗钢产量还没有经历高速增长阶段，未来印度、南美由于其资源优势有望成为下一个粗钢产量高速增长的地区。现阶段处于粗钢产量高速增长期或者高速增长期向稳定增长期的过度阶段。欧洲、北美和日本粗钢产量均已恢复到金融危机前的水平，全球粗钢产量继续增长将主要来自新增产能。中国、印度、南美和独联体粗钢产量将会对全球钢铁产业走势影响显著。

图 20: 历年各主要产钢地粗钢产量 (亿吨)



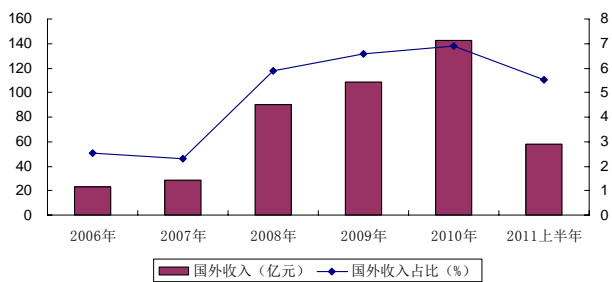
资料来源: 宏源证券

图 21: 历年主要产钢地粗钢全球占比 (%)



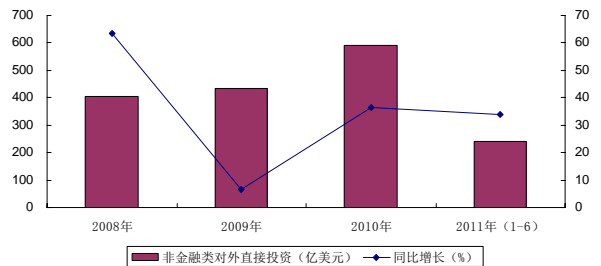
资料来源: 宏源证券

图 22: 国外收入及其占比



资料来源: 宏源证券

图 23: 非金融类对外直接投资及同比增长



资料来源: 宏源证券

目前，全球粗钢产量增长主要来自中国，但是中国粗钢产量的高速增长期进入到稳定增长期，虽然增量并没有减少。公司在稳固国内市场的同时，积极到东南亚、南亚、中东、南美和非洲扩张业务才能继续保持公司业绩的高速增长。由于中国钢铁工业大发展，公司重点开拓国内市场，公司海外业务占比较低。受国内钢铁投资下降及国家政策影响，公司开发国外市场，国外收入和占比快速增长，2010年国外收入142.86亿比2007年增长404.78%，占营业收入6.91%，比2007年增加了4.62个百分点。公司2010年新签海外订单266.6亿元，2011年一季度新签海外订单68.9亿元，同比增长174.6%。2011上半年公

司国外收入 58.35 亿元，同比增长 5.5%。

公司海外业务快速拓展得益于公司的竞争优势。首先，公司在海外有大量已有矿山和冶金工程业绩。其次，公司和国外行业的差距主要在设备制造能力和部分核心设备设计加工能力。不过，随着公司营口中试基地和陕压设备公司的能力得到发挥和核心设备设计开发，公司在设备方面的将会大幅缩小。公司和国外同行相比，公司拥有从矿山到轧钢完整的工程设计产业链，能够为国外公司提供全产业链的设计，总包能力强。其次，公司国内设备加工成本低，人力成本低，提出的报价低、工期短。再次，公司设计人员数量大，安装施工能力强，工期得到有效保障。

图 24: 公司国外工程业绩

	矿山	工厂
勘查	阿富汗艾娜克铜矿测绘勘察及探矿工程	台塑越南河静钢铁项目
	利比里亚邦矿铁矿工程勘察项目	缅甸金山公司水泥厂
	马达加斯加苏拉拉铁矿	缅甸金山水泥场地勘察项目
设计施工	巴布亚新几内亚瑞木镍钴项目	越南冒溪电厂桩基与地基工程
	澳大利亚兰伯特角磁铁矿工程	巴西 Usiminas 焦炉项目
	蒙古奥尤陶乐盖铜金矿项目选矿车间	印度布山焦炉
	俄罗斯联邦赤塔州别列佐夫铁矿	印度金斗焦炉
	越南太钢槟榔寨铁矿	印度 JSW 四号焦炉工程
	阿根廷 MSG 铁矿	日本住友焦炉
	澳大利亚 SINO 铁矿选矿厂	日本歌山焦炉
	俄罗斯别列佐夫选矿厂	印度艾沙高炉
	赞比亚谦比西铜矿	印度 ESSAR 高炉
	越南生权铜联合企业	土耳其 220 吨/h 电炉
	巴基斯坦山达克工程	印度 EIL 电钢工程
	委内瑞拉 FMO300 万吨/年球团项目	巴西 CSN 冶金设备供货项目
	土耳其 ISDEMIER 烧结厂	巴西 GA 项目
	阿尔巴尼亚烧结厂	俄罗斯 MMK2000mm 冷轧项目
	越南太钢烧结厂	巴西卡利亚西卡工厂棒材项目
	印度中东钢铁公司烧结厂	印度 ESL 电钢项目
	巴西 AMM2 号烧结厂	沙特石油管项目
印度 NINL 烧结厂	缅甸达贡山镍矿项目	
印度伊斯帕特烧结机	刚果(金)钴冶炼厂工程	

资料来源：宏源证券

目前公司开拓国外市场的部门除中冶海外工程有限公司和中冶国际工程技术有限公司外，子公司中的部分工程技术公司和工程建设公司设立国际部参与国际业务。近几年我国非金融对外投资快速增长，2008-2011 年累计投资额 1668.5 亿美元，即使在 2009 年依然保持正增长，达到 433 亿美元。其中我国钢企和央企到海外投资收购矿山是很重要的一部分。公司将会跟随这些公司为矿山的勘查和采选工程服务，比如中信泰富西澳铁矿项目，武钢在利比里亚邦矿项目和马达加斯加苏拉拉铁矿的勘查项目。而且随着国内公司在海外钢铁产业链延伸，公司将继续承接炼铁、炼钢和轧钢项目。随着亚洲、南美和非洲工业化进程的推动，全球粗钢产量有望进一步提升，短期内具有资源优势的印度和巴西继续保持

钢铁产量增长。公司未来将会随着国内公司投资海外和国外钢铁工业的发展迎来第二次高速增长成长机会。

图 25: 公司和国外同行技术优劣势比较

	勘查设计			设备制造		
	中冶	西马克	达涅利	中冶	西马克	达涅利
勘查	强	弱	弱			
采选	强	弱	较强	强	弱	较强
烧结	强	弱	较强	强	弱	较强
焦化	强	弱	弱	强	弱	弱
炼铁	强	强	强	较强	强	强
炼钢	强	强	强	较强	强	强
连铸	强	强	强	较强	强	强
轧钢	较强	强	强	弱	强	强

资料来源: 宏源证券

图 26: 公司和国外同行优劣势比较

	中冶	西马克	达涅利
报价	较低	高	高
工期	短	长	长
全产业链	强	弱	较强
设计	强	强	强
设备加工	较强	强	强
施工	强	弱	弱
安装	强	较强	较强

资料来源: 宏源证券

中材国际是在国际市场发展非常成功的水泥工程承包商, 以新签合同额计算, 2010 年中材国际占有国际市场 (不包括中国市场) 份额为 37%, 排名全球第一。中材国际成功开拓国际市场主要依靠公司自身实力和正确市场策略。首先, 中材国际具备水泥生产线设计、设备制造、安装、施工、调试到生产运营的完整链条。其次, 中材国际水泥工程在质量相当的情况下, 相对国外同行工期短、报价低, 因此受到拉法基等国际水泥跨国公司的青睐。再次, 中材国际和国际水泥跨国公司合作, 降低了开拓国际市场的难度, 在国际水泥跨国公司全球扩展的同时, 自身也快速发展壮大。最后, 国际水泥生产新增产能主要来自亚洲、非洲和南美, 公司的优势能够得到有效发挥。

中国中冶和中材国际有很多相似之处, 首先产品线相似, 公司主要钢铁和有色冶金生产线和矿山采选生产线。其次, 公司拥有比中材国际更完备的冶金工程产业链, 公司从矿山、原料生产、冶金和加工项目的勘查、设计、设备制造、施工、安装、调试。再次, 公司的产品质量早已毋庸置疑, 和国外同行相比, 公司工期短、报价低的优势也将得到充分发挥。而且, 未来全球钢铁生产新增区域和中材国际的重点市场几乎相同。最后, 公司开始为国际钢铁巨头米塔尔公司在巴西建设部分生产线, 而且中国钢铁公司经过多年发展, 部分实力较强的公司已经具备到国际市场发展的能力和条件。公司在国际未来钢铁增长区

域已有较多的工程业绩。因此，有理由相信公司将重心向国外市场转移的同时，能够成为全球（不包括中国）第一的冶金工程承包商。

图 27: 中国中冶和中材国际比较

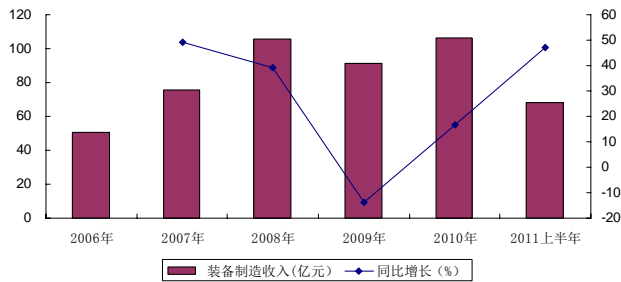
	中国中冶	中材国际
产品	钢铁生产线、矿山采选生产线	水泥生产线
矿山勘查	中冶集团武汉勘察研究院有限公司 中冶沈勘工程技术有限公司 中冶集团成都勘察研究院有限公司	隶属中材集团
矿山设计	中冶长天国际工程有限责任公司 中冶北方工程技术有限公司 中国有色工程有限公司	设备销售
矿山施工	中国第十三冶金建设有限公司 中国第十九冶金建设有限公司 中国第二十二冶金建设有限公司 中冶天工建设有限公司 中冶集团华冶资源开发有限公司 中国华北冶金建设有限公司 中国第一冶金建设有限公司	隶属中材集团
工厂勘查	中冶集团武汉勘察研究院有限公司 中冶沈勘工程技术有限公司 中冶集团成都勘察研究院有限公司 中国第十三冶金建设有限公司	隶属中材集团
工厂设计	中冶焦耐工程技术有限公司 中冶京诚工程技术有限公司 中冶赛迪工程技术股份有限公司 中冶南方工程技术有限公司 中冶东方工程技术有限公司 中冶华天工程技术有限公司 中国有色工程有限公司	南京水泥工业设计研究院 成都水泥工业设计研究院 天津水泥工业设计研究院 苏州混凝土水泥制品研究院 (合肥水泥工业设计院属于中建材)
工厂施工	中国第十三冶金建设有限公司 中国第十九冶金建设有限公司 中国第二十二冶金建设有限公司 中冶天工建设有限公司 中冶集团华冶资源开发有限公司 中国华北冶金建设有限公司 中国第一冶金建设有限公司 中国第十七冶金建设有限公司 上海宝冶建设有限公司 中国第五冶金建设有限责任公司 中国第二十冶金建设有限公司 中国第十八冶金建设有限公司 中国第三冶金建设有限公司 中国第二冶金建设有限责任公司	苏州中材建设公司 邯郸中材建设公司 中材建设公司 天津天安机电设备安装有限公司
设备加工	冶金设备产能为 41.09 万吨，钢结构设计产能为 213.02 万吨。	水泥设备产能 30 万吨
	中冶陕西轧辊有限公司 中冶陕压重工设备有限公司 中冶京诚（营口）装备技术公司 中冶京诚实久（成都）设备制造公司 长春京诚机器设备有限公司 天津赛瑞机器设备有限公司 中冶京诚（湘潭）重工设备有限公司 重庆赛迪重工设备有限公司 西安电炉研究所有限公司 中冶赛迪电气技术有限公司 中冶南方（武汉）重工制造有限公司 中冶南方（武汉）威仕工业炉公司 中冶南方（武汉）自动化有限公司 中冶华天设备分公司 中冶重工 中冶宝钢技术服务有限公司 中冶京诚（扬州）冶金科技产业有限公司 中冶华天南京工业炉有限公司	唐山中材重型机械公司 中材成都重型机械公司 中国建材装备有限公司 江苏中材水泥技术装备公司 1、扬州中材机器制造有限公司 2、溧阳中材机器制造有限公司 中天仕名 1、中天仕名（徐州）重型机械公司、 2、中天仕名（淄博）重型机械公司、 3、常熟仕名重型机械有限公司、 4、天津椿本输送机械有限公司、 5、天津仕名粉体技术装备有限公司、 6、天津益尔信控制工程公司、 7、天津能达技术发展有限公司

资料来源：宏源证券

2、装备制造能力提升、公司产业链完善

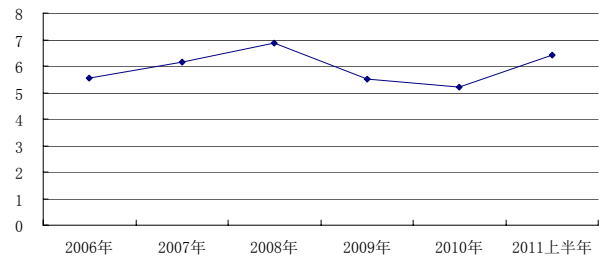
装备制造业务主要包括冶金设备、钢结构和其它金属制品。2011 年上半年装备制造业务实现营业收入 68.01 亿元,同比增长 47.01%,占公司营业收入 6.2%;实现毛利 5.65 亿元,同比增长 56.39%,占公司毛利润 4.42%。冶金设备、钢结构和其它金属制品分别占收入的 52.9%、22.1%和 25%。

图 28: 装备制造收入及同比增长



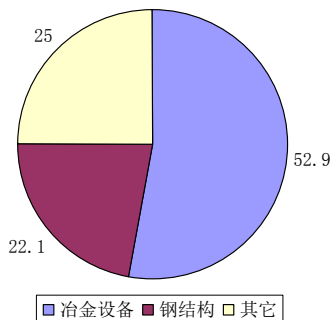
资料来源: 宏源证券

图 29: 装备制造收入占比



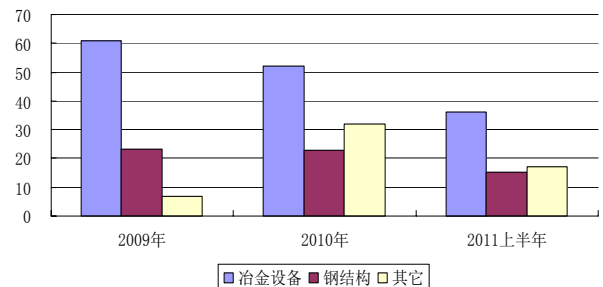
资料来源: 宏源证券

图 30: 装备制造不同业务占比 (%)



资料来源: 宏源证券

图 31: 历年装备制造不同业务收入 (亿元)



资料来源: 宏源证券

公司冶金设备制造能力达到 41.09 万吨,钢结构制造能力 213.02 万吨。冶金设备主要包括轧机、带钢处理线设备以及轧钢配套设备。轧机主要包括一定规格的冷、热板带轧机,棒线轧机和特种轧机等;带钢处理线设备,包括一定规格的板带处理线、脱脂、酸洗、刷洗设备、开卷机、卷取机、平整机等;配套设备,包括剪切设备、硬齿面传动箱、高压水除磷设备、板坯连铸设备、卷板运输设备、锻压设备及相关冶金工矿备件。

冶金设备制造能力是公司冶金工程业绩工程产业链条上最薄弱的一环。国内同行中,中国一重、二重和太重等特大型装备制造企业处于第一梯队;公司规模和上重、宝钢常州机械厂相当,但是技术实力和后者还有一定差距,在特定领域,比如板材轧机成套设备,具有较为明显的优势。和国外同行中,公司和西门子奥钢联、西马克集团、和达涅利等跨国冶金装备公司差距较大,在国外部分地区依靠价格优势、技术优势和总包能力具有一定竞争力。

目前公司冶金装备制造主要由有营口中试基地和陕压基地承担,尤其营口中试基地定

位高端，拟通过四期建设彻底改变公司在装备制造环节薄弱的缺陷。营口中试基地包括装备制造、中试生产两部分。营口制造公司的战略定位：一是要打造成具有国际先进水平的国家级重大装备制造和技术研发基地，二是要打造成大型铸锻件制造基地，为机械、化工、电力、矿山、能源、船舶等行业提供大型关键零部件。

目前营口中试基地一、二期工程已于 2009 年建成投产，项目有：熔融还原制气炉、100 吨超高功率电炉及 120 吨精炼炉、大截面圆坯连铸机、20MN 快锻液压机、80MN 快锻液压机、铸钢件生产线、结构件生产线、热处理生产线、机械加工生产线及配套的公辅设施。达产后形成的能力：年生产铁水 50 万吨，生产高热值煤气 10~12 万立方米/小时；年产钢水 70 万吨，年产各种铸钢件 1.5 万吨，最大铸钢件：400t；年产连铸坯 55 万吨，最大规格 Φ600mm；各种锻件 5.5 万吨。目前营口制造公司的铸钢能力已列国内第 5 位（排一重、二重、洛矿、上重之后），能够一次提供钢水 500 吨，浇铸 400 吨重的铸钢件。三期工程于 2010 年内启动。三期项目建设主要围绕提升装备制造水平、增加高附加值产品为目标，配齐重型锻造车间、重型加工、装配车间。项目有：120 吨精炼炉（二精炼）、40MN 及 200MN 自由锻造液压机及配套的重型粗加工厂和重型热处理厂、铸钢件清理厂、电渣熔铸厂、铸铁厂、大型冷加工装备厂等。主要产品包括：转炉、电炉、连铸、轧机等大型冶金装备和涵盖风电、核电、军工、冶金、航空、船用、石化等领域的大型铸锻关键零部件。四期工程将建设特种材料项目。

图 28：中国中冶装备制造公司表

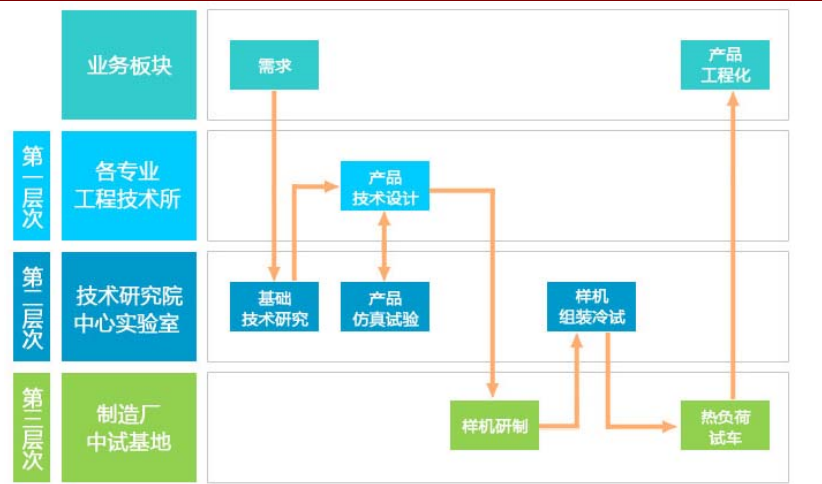
中冶京诚	中冶京诚（营口）装备技术公司	冶金成套设备、轧辊
	中冶京诚久实（成都）设备制造公司	棒线材轧机、炼铁
	长春京诚机器设备有限公司	连铸设备
	天津赛瑞机器设备有限公司	炼钢、连铸设备、轧管设备
	中冶京诚（湘潭）重工设备有限公司	重型矿山设备、冶金成套设备
	中冶京诚（扬州）冶金科技产业有限公司	加热炉
中冶赛迪	中冶陕西轧辊有限公司	轧辊、铸钢件、锻件
	中冶陕压重工设备有限公司	板带轧机、棒线材轧机、连铸设备
	重庆赛迪重工设备有限公司	炼铁、炼钢、轧钢、炉外精炼、工业炉
	西安电炉研究所有限公司	电炉、感应炉、电阻炉
中冶南方	中冶南方（武汉）重工制造有限公司	有色和黑色冶金设备成套设备
	中冶南方（武汉）威仕工业炉公司	加热炉、热处理炉、退火炉
	中冶南方（武汉）自动化有限公司	工业自动化系统、设备成套及电气产品
中冶华天	中冶华天设备分公司	轧钢辅助机组
	中冶华天南京工业炉有限公司	加热炉
中冶连铸	中冶重工	连铸设备
	中冶宝钢技术服务有限公司	冶金特种设备制造

资料来源：宏源证券

陕压基地主要包括中冶陕西轧辊有限公司和中冶陕压重工设备有限公司，现已形成年产轧制设备和板带设备 4.5 万吨和 2 万吨锻钢轧辊的生产能力。中冶陕西轧辊有限公司于 2010 年投产，年产各类轧辊 20131 吨、锻件 19000 吨、铸钢件 20000 吨、钢锭 14300 吨。

中冶陕压重工设备有限公司在板带设备尤其冷轧、镀锌设备方面具有较强的竞争力。该公司不仅能够自主设计，而且还和达涅利、西马克等国外知名公司合作生产冶金设备。目前公司拥有 15 个系列近 200 个品种规格的产品。主导产品有：各种黑色及有色板带轧机、冷热板带平整机组、板带酸洗机组设备、连续退火机组设备、板带镀锌机组设备、连续棒材（型材）轧制成套设备、高速线材成套设备、方坯及板坯连铸设备、各种飞剪及液压剪、各种硬齿面传动箱、汽车模具研配压机、铜铝型材挤压机、各种液压机械压力机等。

图 33：公司研发链条



资料来源：宏源证券

除营口和陕压两大基地外，公司还有 14 家设备加工公司从事矿山、炼铁、炼钢、连铸、轧钢和电气领域的设备制造。目前公司冶金设备制造公司中除中冶宝钢技术服务公司外，其余均归属各大技术工程公司。中冶京诚主要拥有中冶京诚（营口）装备技术公司、中冶京诚实久（成都）设备制造公司、长春京诚机器设备有限公司、天津赛瑞机器设备有限公司、中冶京诚（湘潭）重工设备有限公司和中冶京诚（扬州）冶金科技产业有限公司。中冶南方拥有中冶南方（武汉）重工制造有限公司、中冶南方（武汉）威仕工业炉公司、中冶南方（武汉）自动化有限公司。中冶赛迪拥有中冶陕西轧辊有限公司、中冶陕压重工设备有限公司、重庆赛迪重工设备有限公司、西安电炉研究所有限公司、中冶赛迪电气技术有限公司。中冶连铸和中冶华天、分别用中冶重工和中冶华天设备分公司、中冶华天南京工业炉有限公司。

虽然公司最重要的营口中试基地现在还没有完全发挥其应有的作用，但是这并不能阻挡公司完善自身链条的步伐。因为装备制造不仅仅是增加公司收入，而且能使公司总包能力提升，公司最核心的研发设计能力得到充分发挥。所以中试基地的建设对公司成长具有战略意义。

公司钢结构产品主要有建筑钢结构和特种钢结构，建筑钢结构主要包括高层钢结构、住宅钢结构、塔桅钢结构、网架结构、轻型门式钢架等；特种钢结构主要包括压力容器、球罐、高炉炉体等。公司是国内最大的钢结构制造企业，2008 年本公司钢结构产量占全国总产量的比重超过 10%，其中二十二冶、十八冶和十九冶是公司钢结构业务的中坚力量。目前无论从企业规模、产品产量、技术实力还是市场份额的角度来看，国内同行与本公司均存在较大的差距。不仅国内客户而且国外客户对公司钢结构产品已经逐渐得到认可。

图 34：中国中冶钢结构制造公司

	钢结构产能（万吨）	其它
中冶东北建设有限公司	10	40 万吨焊管
中国第五冶金建设有限责任公司	10	
中国第十七冶金建设有限公司	6	
中国第十八冶金建设有限公司	20	
中国第十九冶金建设有限公司	30	3 万吨 H 型钢
中国第二十二冶金建设有限公司	65	50 万吨冷弯型钢
中冶集团华冶资源开发有限公司	12	

资料来源：宏源证券

3、开拓新兴业务、环保业务优势凸显

公司在发展和完善冶金业务的同时，积极开拓新兴业务。目前，公司新兴业务主要集中在水务处理、固废处理、冶金环保、海水淡化和新能源。

（1）水务处理

公司水务处理分为城市污水处理、工业污水处理和中水回用、原水净化。城市污水处理主要采用多级 A/O 污/废水生化处理工艺、氧化沟污/废水生化处理工艺、A/O、A2/O 污/废水生化处理工艺和生化组合技术及设备等处理城市污水。中国有色、中冶南方、中冶长天和 中冶华天在该领域不仅技术成熟而且业绩不菲。工业污水处理方面，中冶南方和中冶华天在钢铁行业、食品加工和酿酒行业、卫生行业和纺织行业业绩突出。原水净化方面，中冶华天和 中冶南方同样硕果累累。截至 2008 年，我国工业废水和生活废水排放量分别为 241.7 亿吨和 330 亿吨。全国共建成城镇污水处理厂 1529 座，日处理能力达 9079 万吨/天，废水处理率 57.4%。国家环保总局环境规划院、国家信息中心《2008—2020 年中国环境经济形势分析与预测》，在处理水平正常提高的情况下，我国“十二五”和“十三五”时期的废水治理投入（含治理投资和运行费用）将分别达到 10583 亿元和 13922 亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到 4355 亿元和 4590 亿元；而在采取更有力措施情况下，“十二五”和“十三五”时期我国废水治理投入将分别达到 12781 亿元和 15603 亿元，其中用于工业和城镇生活污水的治理投资将分别达到 5753 亿元和 5578 亿元。我国在水生产和供应行业投资在 2009 年大幅增长，2009 年和 2010 年固定资产投资完成额分别为 1740 亿元和 1705 亿元，2011 年前 7 个月为 826 亿元。

我国污水处理和供水领域投资大幅增加必然带动污水处理厂和原水净化厂大规模建设。公司在工业污水、生活污水和原水净化方面技术成熟、预计公司污水处理合同将会在十二五会有大幅度增长。公司不仅在国内市场业绩丰厚，而且在国际市场公司在美国、印度和俄罗斯等国建设有污水处理项目，随着公司国际化进程的加快，公司依托自身实力和 技术，海外环保订单将会高速增长。

图 35: 城市污水处理

项目	能力 吨/日	单位	项目	能力 吨/日	单位
贵阳市清镇污水处理厂工程	2.5 万	中国有色	潍坊市坊子区污水处理厂项目	2 万	中冶华天
山西省潞城市污水处理厂工程	2 万	中国有色	安徽明光市污水处理厂项目	3 万	中冶华天
浙江春南污水处理回用工程	2.5 万	中国有色	安徽滁州市污水处理厂项目	10 万	中冶华天
房山良乡污水处理厂 BOT	4 万	中国有色	寿光市综合污水处理厂项目	12 万	中冶华天
深圳龙岗污水处理工程		中冶长天	龙泉污水处理厂设备成套项目	4 万	中冶华天
江门市新会区双水污水处理厂	1 万	中冶南方	湖州市碧浪污水处理厂提标改造	2 万	中冶华天
美国 Mirzapur 市污水处理工程		中冶南方	安徽来安县污水处理厂项目	6 万	中冶华天
美国 Kolhapur 市污水处理工程		中冶南方	马鞍山市第二污水处理厂项目	10 万	中冶华天
安徽天长市污水处理厂项目	4 万	中冶华天	池州市清溪污水处理厂项目	8 万	中冶华天
广东新会东郊污水处理厂项目	4 万	中冶华天	巢湖市污水处理厂项目	6 万	中冶华天

资料来源: 宏源证券

图 36: 工业污水处理

项目	能力 m ³ /d	单位	项目	能力 m ³ /d	单位
宝钢 1550mm 冷轧厂循环水及废水处理	14000	中冶南方	柳钢老区工业废水处理回用项目	16 万	中冶华天
武钢 1700mm 冷轧厂循环水及废水处理	7300	中冶南方	盘锦市石化分公司污水处理回用项目	5000	中冶华天
本钢冷轧厂循环水及废水处理	5000	中冶南方	保定乐凯胶片公司中水处理回用项目	5000	中冶华天
武钢新 3#高炉水处理	13000	中冶南方	安徽岳西县人民医院废水处理项目	200	中冶华天
俄罗斯 MMK 公司冷轧系统脱盐车站		中冶南方	徐州金波啤酒厂废水处理项目	2500	中冶华天
印度孟买市纺织污水处理工程		中冶南方	青啤(马鞍山)公司废水处理站项目	3500	中冶华天
印度坎普尔啤酒污水处理工程		中冶南方	当涂县肉食品厂废水处理项目	1500	中冶华天
美国贵格饮料公司污水处理工程	1800	中冶南方	当涂黄池豆食品公司生产废水项目	1500	中冶华天
安江纺织印染厂废水处理		中冶长天	上海东方种畜养猪场废水处理项目	1000	中冶华天
深圳中心医院污水处理		中冶长天	合肥精细化工农药废水处理工程项目	400	中冶华天

资料来源: 宏源证券

图 37: 原水净化处理

项目	能力 m ³ /d	单位	项目	能力 m ³ /d	单位
安徽省霍邱县自来水厂项目	30000	中冶华天	无锡县钢厂自来水厂项目	22000	中冶华天
红太阳化学工业园自来水厂项目	40000	中冶华天	当涂县第二水厂项目	50000	中冶华天
山东潍坊坊子自来水厂项目	40000	中冶华天	振石集团东方钢铁净水站项目	12000	中冶华天
当涂博望镇自来水厂项目	20000	中冶华天	江阴宗承钢铁公司净水站项目	7200	中冶华天
马钢一厂区净水站项目	50000	中冶华天	江阴华西气体公司净水站项目	2400	中冶华天
安徽广德自来水厂项目	60000	中冶华天	泉州三安钢铁有限公司净水项目	72000	中冶华天
马钢南山矿自来水厂项目	30000	中冶华天	武钢水源净化站	462200	中冶南方
南京钢厂第二水厂项目	30000	中冶华天	广钢水源净化站	80000	中冶南方
中天钢铁集团公司净水站项目	72000	中冶华天	武东铁路局给水工程	3000	中冶南方

资料来源: 宏源证券

(2) 冶金环保

冶金环保属于公司在冶金业务的配套工程,主要包括烟气处理和除尘净化。中冶南方、中国有色和中冶长天在烟气处理方面均表现突出,尤其在烟气脱硫方面处于国内领先水平。脱硫技术主要集中在氨-硫酸氨湿法脱硫技术、镁法脱硫技术、石灰-石膏湿法脱硫技术、钢渣法治理烧结烟气脱硫技术,并积极开发集脱硫、脱硝、脱二恶英和重金属除尘于一体的活性炭技术。公司在冶金设计的地位决定了公司在冶金环保领域的技术和规模处于国内领先的水平。中冶长天是国内最早从事研究和开展冶金环保脱硫及余热发电设计、总承包业务的专业公司。中国恩菲开展烟气脱硫业务 20 余年,设计或总承包电厂锅炉脱硫装置超过 8000MW,有色冶炼烟气及工业锅炉脱硫装置数十套,钢厂烧结烟气脱硫装置十余套。公司不仅在冶金行业烟气处理和除尘方面领先,而且已经拓展到电力、垃圾焚烧行业。

目前,脱硫市场主要集中在电力行业、钢铁行业和有色冶金,预计每年火电行业和钢铁行业脱硫市场需求在 155 亿元和 19.1 亿元,公司在钢铁和有色冶金行业具有明显优势。由于日本核电影响,核电发展减缓,电力缺口有望通过火电来弥补,电力行业脱硫市场需求将会有一定增长。火电脱销和钢铁行业余热发电在十二五期间投资约在 500 亿元和 32.6 亿元,公司有望在该领域分得一定份额。

图 38: 冶金环保

项目	能力 Nm ³ /h	单位	项目	能力 Nm ³ /h	单位
江阴兴澄特种钢铁有限公司 2x50MW 电厂锅炉烟气脱硫除尘工程	2×47.7 万	中冶南方	江苏南通美亚热电有限公司 1x75t/h+1x130t/h 锅炉烟气脱硫工程	30 万	中冶南方
攀钢西昌钒钛资源综合利用项目 2×360m ² 烧结脱硫工程	2×120 万	中冶南方	与丹麦 TOPSOE 公司合作低浓度 SO ₂ 制酸工程	7 万	中国中色
柳钢 83m ² 1#、2# 烧结烟气脱硫工程	64.13 万	中冶南方	内蒙古巴彦淖尔矿业制酸尾气脱硫	12 万	中国中色
河北钢铁 1×180m ² 烧结烟气脱硫工程	65 万	中冶南方	大冶冶炼厂铜烟气制酸工程	16 万	中国中色
日照钢铁 6×180m ² 烧结烟气脱硫工程	123 万	中冶南方	托克托电厂(8×600MW)烟气脱硫		中国中色
柳钢 110m ² +265m ² 烧结烟气脱硫工程	40+90 万	中冶南方	唐山热电厂(5×5MW)烟气脱硫		中国中色
杭钢 1×180m ² 烧结烟气脱硫工程	70 万	中冶南方	陡河发电厂(2×200MW)烟气脱硫		中国中色
南钢 1×360m ² 烧结烟气脱硫工程	110 万	中冶南方	攀钢 6# 烧结机烟气脱硫工程	55 万	中国中色
安钢 2# 400m ² 烧结机烟气脱硫工程	240 万	中冶南方	攀成钢 105 m ² 烧结烟气脱硫工程		中冶长天
安钢 3# 500m ² 烧结机烟气脱硫工程	280 万	中冶南方	湘钢 2×360 m ² 烧结余热发电		中冶长天
杭钢 1#2#(2×90m ²) 烧结烟气脱硫工程	2×72 万	中冶南方	邢钢 2×180 m ² 烧结余热发电项目		中冶长天

资料来源: 宏源证券

(3) 固废处理

公司在固废处理方面主要在城市垃圾处理和工业废渣处理,其中城市垃圾处理集中在垃圾焚烧、垃圾填埋和垃圾堆肥。垃圾焚烧是公司在新兴领域的主要业务之一。中冶长天、中冶南方和中国恩菲在此领域具有很强的竞争力。尤其是中国恩菲,该公司垃圾焚烧发电项目全国布局,已经成功设计的项目 20 多个,这些项目的垃圾处理能力总和为 24000 吨/天,占全国在建和已建成垃圾焚烧项目垃圾处理能力总和的近三成。而且中冶长天和中冶南方在垃圾焚烧发电领域设计的项目数量也位居前列,公司在垃圾焚烧领域处于国内龙头

地位。中冶南方在从事垃圾焚烧的同时，也进行垃圾填埋和堆肥业务，多方向开展垃圾处理业务。2009年，我国城市生活垃圾产出量1.56亿吨，无害化处理能力1.12亿吨，无害化处理率在71.4%。2008年垃圾焚烧、垃圾填埋和垃圾堆肥日处理能力分别为25.23万吨、5.16万吨和0.53万吨，未来垃圾焚烧的处理能力将会进一步提高。2009年全国环境污染治理投资额4525亿元，未来投资规模将保持较高增长。

图 39: 生活垃圾焚烧发电

项目	能力 吨/天	单位	项目	能力 吨/天	单位
无锡市锡东生活垃圾焚烧发电厂	2000	中国有色	广州李坑生活垃圾焚烧发电厂工程	1000	中冶南方
襄樊生活垃圾焚烧发电厂	1200	中国有色	湖北省垃圾焚烧规划		中冶南方
深圳市宝安区白鹤湖垃圾焚烧处理厂	1200	中国有色	广东中山北部组团垃圾焚烧发电厂	1000	中冶南方
曲靖市生活垃圾焚烧厂	1200	中国有色	武汉市江北西部垃圾发电厂工程		中冶南方
济南市第二生活垃圾综合处理厂项目	2000	中国有色	厦门市西部垃圾焚烧发电厂	1800	中冶南方
成都洛带城市生活垃圾焚烧厂	1200	中国有色	无锡盛事垃圾热电厂		中冶南方
无锡市惠联热电厂垃圾焚烧热电联产改造项目	1200	中国有色	黑龙江肇东生活垃圾焚烧发电厂	500	中冶南方
苏州市苏能垃圾发电厂	1000	中国有色	深圳老虎坑焚烧发电厂二期工程	3000	中冶南方
温州市永强垃圾发电厂	900	中国有色	深圳龙岗垃圾焚烧发电厂		中冶长天
宁波垃圾焚烧发电厂	1000	中国有色	深圳平湖垃圾焚烧发电厂		中冶长天

资料来源: 宏源证券

图 40: 危废处理和生活垃圾填埋

项目	能力吨/ 天	单位	项目吨/天	能力	单位
湖北黄冈医疗垃圾处理厂	10	中冶南方	武汉钢铁村垃圾综合处理厂	1200	中冶南方
湖北随州医疗垃圾处理厂	3	中冶南方	武汉二妃山垃圾填埋场	800	中冶南方
湖北金阳危险废物处理场	10万吨/ 年	中冶南方	昆山垃圾综合处理厂工程	80	中冶南方
武汉江环锅顶山固体废弃物综合处理基地	50~200	中冶南方	宜昌黄家湾垃圾综合处理厂工程	300	中冶南方
黄石枫树坳垃圾填埋场	100~120	中冶南方	湖北来凤县垃圾综合处理厂工程	100	中冶南方
荆州市垃圾堆肥厂	150	中冶南方	湖北当阳垃圾综合处理厂	220	中冶南方
武汉岱山垃圾填埋场	500	中冶南方	湖北枣阳垃圾综合处理厂	250~300	中冶南方
武汉北洋桥垃圾填埋场	420	中冶南方	武汉阳逻陈家冲垃圾卫生填埋工程	2000	中冶南方
武汉金口垃圾填埋场	400~600	中冶南方	云安县杉坑洞生活垃圾卫生填埋场工程		中冶南方
武汉曙光村垃圾填埋场	248	中冶南方	襄樊垃圾堆肥处理厂		中冶南方
武汉紫霞观垃圾填埋场	500	中冶南方	黑龙江省郎乡林业局城镇污水处理及生活垃圾处理工程	60	中冶南方

资料来源: 宏源证券

目前,我国城市生活垃圾增长率达到10%以上,城市生活垃圾累计堆存量高达70亿吨。随着我国城市化进程的推进,城市生活垃圾增长还将进一步加快,城市生活垃圾处理市场空间还将继续扩大。公司在危废和工业废渣处理方面也业绩卓著,中冶宝钢技术服务公司作为国内最大、技术实力最强的冶金渣处理与综合利用专业化公司,长期致力于冶金渣可循环利用技术的研究与开发实现了工业废弃物全面资源化利用,创造了冶金渣100%的高附加值利用。中国京冶在处理转炉渣方面具有技术优势,实现了钢渣零排放。2009年,我国工业固体废物产量20.39亿吨,工业固体废物处置量4.75亿吨。公司在冶金行业工业固废处理的技术和经验有望在其它行业扩展。

中国京冶工程技术有限公司双方成立了合资公司新余中冶环保资源开发有限公司,专业从事钢渣“零排放”工程。钢渣“零排放”项目分两期建设,一期为新建一条116万吨/年钢渣热闷、磁选、筛分生产线,加工处理新钢公司三期技改后所有转炉钢渣、脱硫渣、精炼渣、铸余渣等钢渣;二期为新建年产120万吨钢铁渣复合粉生产线。目前一期工程已建成投产,2010年,新余中冶公司努力保产排渣,保证了新钢公司的正常生产,全年加工钢渣130万吨,实现主营业务收入1.02亿元,利润总额2826.3万元。钢渣产生率约为粗钢量的15-20%,2011年我国粗钢产量有望突破7亿吨,钢渣产量在1.2亿吨,钢渣零排放市场空间在100亿元左右。

图 41: 钢渣储量项目表

项目	能力 万吨/年	单位	项目	能力 吨/天	单位
鞍钢鲅鱼圈钢渣热闷生产线	80	中国京冶	本钢钢渣处理生产线	60	中国京冶
九江钢厂钢渣热闷生产线	50	中国京冶	日钢钢渣处理生产线	170	中国京冶
韶关钢渣热闷生产线	50	中国京冶	首钢京唐钢钢渣工程	160	中国京冶
太钢普通钢渣热闷处理生产线	92	中国京冶	新余中冶钢渣热闷生产线	116	中国京冶
天铁钢渣热闷生产线	60	中国京冶			

资料来源: 宏源证券

(4) 海水淡化和新能源

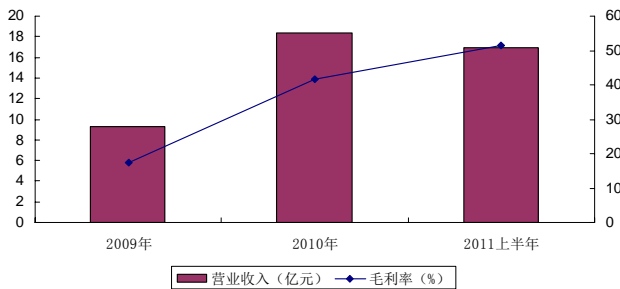
海水淡化是公司依托水务处理上的优势拓展的新业务。目前该业务以中冶连铸为平台成立中冶海水淡化有限公司进行项目运营。中冶海水淡化公司将主要从事海水淡化及供水项目的投资、建设、工程承包和淡化厂的运营,开展海水淡化及供水工艺的研究、设计和技术服务,相关高新技术和材料、设备的研发,装备制造、成套、研制、销售和维修,海水淡化水的生产与销售等业务。中冶连铸和乐亭县签已经签订了海水淡化BOT项目框架协议,建设每日20万吨海水淡化及供水项目,总投资20亿元,其供水区域为乐亭临港产业聚集区。中冶海水淡化公司通过合作方式对公司水务处理的优质资源进行整合。中冶华天作为中冶集团重要的水处理公司将承担海水淡化预处理、产品水调质等项目的科研及海水淡化工程示范厂的总体设计等工作。

公司在新能源方面主要是多晶硅和风能。风能业务主要是中冶京诚参与,目前中冶京诚装备和材料制造业务成功开发了1.5MW系列双馈异步风冷(水冷)风力发电机、2.1MW

双馈异步风冷风力发电机、2.1MW 双馈异步风冷风力发电、2.7MW 双馈异步水冷风力发电、3.0MW 双馈异步风冷风力发电机产品并投入市场，同时生产风力发电机增速机架、底座、机舱框架、风电塔筒等配套产品。

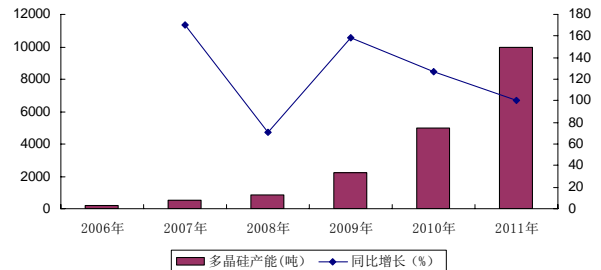
多晶硅项目是中国恩菲利用具备自主知识产权的技术实施的高技术产业化项目，控股子公司洛阳中硅高科技有限公司一期工程年产 300 吨多晶硅项目 2005 年 10 月如期投产，成为当时国内最大的多晶硅生成企业。项目的实施打破了美、日、德等国多年在多晶硅领域的技术封锁和市场垄断。公司多晶硅产能快速增长，2006 年多晶硅产能只有 185 吨，2011 年多晶硅产能已经达到了 10000 吨，产能比去年增长了 1 倍。2011 年上半年多晶硅产量 3751 吨，同比增长 134.58%；实现营业收入 16.9 亿元，同比增长 212.96%；毛利率达到了 51.5%，比去年同期增长 25.5 个百分点。虽然多晶硅价格近期大幅下降，但是随着多晶硅产量增长，多晶硅业务仍将是公司利润重要来源。

图 42: 多晶硅营业收入及毛利率



资料来源：宏源证券

图 43: 多晶硅产能及同比增长



资料来源：宏源证券

二、资源丰富、价值不菲

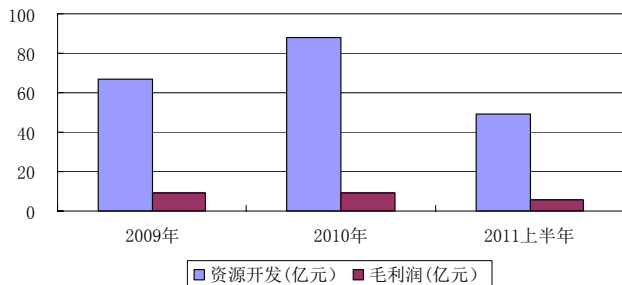
公司是我国进行境外资源开发的重要力量，在境内外拥有丰富的金属矿产资源，具备较为完整的矿产资源开发及加工产业链条。依托技术优势、国家鼓励“走出去”政策及长期以来积累的市场开拓能力，公司具备在境内外获得并开发大型、优质矿产资源的持续发展能力。本公司拥有国内先进的有色金属资源开发设计、开发技术和能力，拥有矿山开发、建设，矿产资源采、选、冶的一体化产业链条，在有效降低营运成本的同时，也有助于通过矿产资源采选业务享受资源价格可能的上升带来的收益。

公司通过直接投资开发、合资合作开发及租赁经营等方式开展资源开发业务。目前，除国内外，公司目前在阿富汗、巴基斯坦、巴布亚新几内亚、阿根廷、澳大利亚等国家进行资源开发。现在公司拥有铁矿资源量 37.75 亿吨，铜金属资源量 680.77 万吨、铅锌金属资源量 150.55 万吨。小金属矿中有镍金属资源量 75 万吨、钴金属资源量 7.43 万吨、钒金属量 16.56 万、二氧化钛储量 143 万吨、黄金金属资源量 23.92 吨和银金属资源量 127.69 吨。煤矿储量 7500 万吨。此外，公司铁矿潜在储量 14 亿吨、煤矿潜在储量 7000 万-1.85 亿吨。

2011 上半年，公司资源开发业务（不包括多晶硅）实现营业收入 49.1 亿元，同比增长 33.07%；实现毛利润 5.73，同比增长 24.48%。其中资源开发实现营业收入 10.4 亿元，

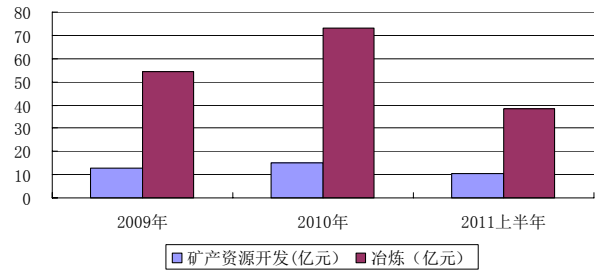
同比增长 44.63%，占资源开发板块的 21.24%，实现毛利润 4.41 亿元，同比增长 90.5%，占资源开发板块的 77.03%。

图 44: 历年资源开发收入及毛利润 (不含多晶硅)



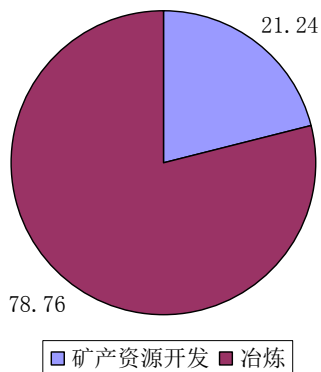
资料来源: 宏源证券

图 45: 历年资源开发不同业务收入



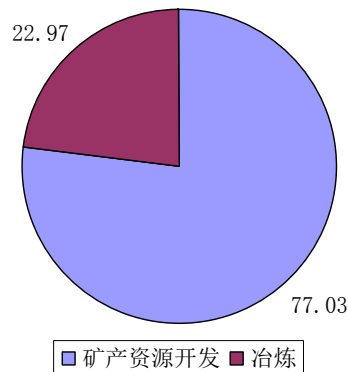
资料来源: 宏源证券

图 46: 资源开发不同业务收入占比 (%)



资料来源: 宏源证券

图 47: 历年资源开发不同业务毛利润占比 (亿元)



资料来源: 宏源证券

1、资源丰富、业绩渐现

(1) 铁矿资源丰富，参股铁矿进入产能释放期

公司铁矿资源丰富，铁矿储量 37.75 亿吨。其中国外铁矿储量合计 31.23 亿吨，主要包括阿根廷希拉格兰德铁矿和澳大利亚的兰伯特角铁矿，此外公司可以参股中信泰富西澳项目 20%的股权和作为基石投资人参股源库资源不超过 5%的股权。中信泰富西澳项目将会在 2012 年初投产，年产铁精粉 2400 万吨，其中球团矿 600 万吨。公司铁精粉份额产能 480 万吨，将会在 2012 年贡献业绩。

希拉格兰德铁矿: 希拉格兰德铁矿位于阿根廷黑河省，本公司持有该公司 70%的股份。该铁矿分为南、北和东三个矿区，铁矿资源量合计 2.97 亿吨，矿石为磁铁矿，品味 56%。目前，该矿具有设计采选生产能力 360 万吨/年，铁精粉生产能力 120 万吨。

兰伯特角铁矿: 兰伯特角铁矿位于西澳的皮尔巴拉地区，矿体主要分为北矿区，中矿区及南矿区三部分。公司通过全资子公司中冶西澳矿业有限公司持有该矿 100%的权益。兰伯特角磁铁矿项目涉及的资源主要分为四个部分，勘探许可证号分别为 E47/1462、

E47/1271、E47/1233、E47/1248，该四项勘探权可以转化为采矿权。该矿的西部地块（勘探许可证号为 E47/1462）磁铁矿资源量（JORC 标准）为 19.15 亿吨，品位为 30.7%，其中包括控制资源量 14.34 亿吨，推测资源量 4.81 亿吨。该矿除西部地区已知资源外，还包括周边 151 平方公里的未知资源量。目前该矿的开采正在规划中。

西澳铁矿项目：西澳铁矿项目位于西澳洲皮尔巴拉（Pilbara）区邻近 Fortescue 河口地区。该项目由西澳赛诺铁矿控股公司间接持有 100% 权益，中信泰富有限公司通过两家全资子公司前持有该公司 100% 的股份。中信泰富获得该矿 20 亿吨矿石的开采权，并且还有权获得 40 亿吨铁矿开采权。西澳铁矿项目有望明年年初投产，年产铁精粉 2400 万吨，其中球团矿 600 万吨。根据中冶集团与中信泰富有限公司于 2007 年间达成的有关协议，中冶集团将从前述中信泰富有限公司两家全资子公司中受让西澳赛诺铁矿控股公司 20% 的股本权益。

源库资源：该公司正在规划 China First Coal 项目和 China First Iron Ore 项目建设。China First Coal 项目可从昆士兰蕴藏符合 JORC 规则的 37 亿吨资源中开采 14 亿吨原煤，该矿出产发热量 6300 大卡的动力煤。该项目计划在 2014 年投产，年产原煤 4000 万吨。China First Iron Ore 项目可从西澳洲的铁矿石矿床中开采 100 亿吨。该项目第一阶段先开采 10 亿吨的项目，年产铁精粉 1200 万吨。此外，该公司拥有南澳 Ooldea 铁矿，该矿资源量约有 20 亿吨。公司作为基石投资人投资 2 亿美元参股的库源资源不超过 5% 的股权，未来公司打算扩大和库源资源在铁矿项目的合作。如果合作成功，公司在铁矿储量份额可能会进一步扩大。

图 29：公司铁矿储量及产能

铁矿	储量 (万吨)	股权 (%)	权益储量 (万吨)	品位 (%)	矿种	产能 (万吨)
希拉格兰德铁矿	29700	70	20790	56	赤铁矿、磁铁矿	120
兰伯特角铁矿	191500	100	191500	30.7	赤铁矿	规划中
中信泰富西澳项目	200000	20	40000	31.77	磁铁矿	2400 (12 年投产)
源库资源 (基石)	1200000	5 (暂定)	60000	30.6	磁铁矿	规划中
国外合计			312290			
朝阳金昌铁矿	2400	85	2040	31.69	磁铁矿	20
宁城宏大铁矿	7345.5	48.6	3573.59	12.64	磁铁矿	70
司家营铁矿	360000	16	57600	30	磁铁矿、赤铁矿	750
旬阳铁矿	10000	20	2000	30	磁铁矿	60
国内合计			79610			
合计			377500			

资料来源：宏源证券

国内铁矿资源储量 6.52 亿吨，主要包括朝阳金昌铁矿、宁城宏大铁矿和公司参股的司家营铁矿 16% 股权和旬阳铁矿 20% 股权。司家营铁矿二期 500 万吨在 2011 年下半年投产，该矿现已具备 750 万吨铁精粉产能，未来还将扩产 500 万吨铁精粉产能。公司拥有铁精粉份额产能 120 万吨，未来将达到 200 万吨。旬阳铁矿产能 60 万吨，公司拥有铁精粉份额产能 12 万吨。公司国内现有铁精粉份额产能合计 182 万吨。

朝阳金昌铁矿：朝阳金昌铁矿占地约 0.938 平方公里。该项目由朝阳金昌矿业集团有

限公司经营，本公司控股子公司中冶北方工程技术有限公司（本公司拥有中冶北方工程技术有限公司 85.1%的股权）持有该公司 100%的股份。金昌铁矿总原位矿量（中国准则）约为 2400 万吨，全铁品位 31.69%，该矿包含三个分矿区：官坟铁矿、勿台沟铁矿及宋仗子铁矿。三个分矿区均已处于开采阶段，主要产品为铁矿和磁铁矿，设计铁精粉生产量为 20 万吨/年。

宁城宏大铁矿：宏大铁矿石矿场位于内蒙古自治区宁城县，占地约 1.31 平方公里。公司控股子公司中冶京唐建设有限公司（公司持有中冶京唐建设有限公司 90%的股权）持有该公司 54%的股权。该矿是低品位钒钛磁铁矿，总资源量（中国准则）约为 7,345.5 万吨，全铁平均品位为 12.64%，磁铁品位约为 5.11%，钒(V_2O_5) 平均品位 0.02%-0.3%，钛(TiO_2) 平均品位 1%~6%，磷平均品位 2%~3%。该铁矿已处于开采阶段，主要产品为磁铁精矿粉，产能约为 67.2 万吨/年。

司家营铁矿：司家营铁矿是冀东铁矿区的重要组成部分，属鞍山式沉积变质铁矿床。矿区范围占地 36 平方公里，矿区资源保有储量 23 亿吨（北区 8.9 亿吨、南区 14 亿吨），其中上部氧化矿 3.2 亿吨，深部磁铁矿 20 亿吨。整个司家营铁矿和司南铁矿区铁矿石资源总储量超过 36 亿吨。司家营铁矿采选工程（总投资约 150 亿元）全部完成后，将形成年采选铁矿石 4200 万吨、生产铁精矿粉 1420 万吨的生产能力，为亚洲最大的铁矿山。司家营铁矿北区一期工程，设计规模为年采选铁矿石 700 万吨，生产铁精矿 254 万吨，概算总投资 19.27 亿元。2009 年 6 月份已达到月产铁精粉 20 万吨的水平，预计全年可完成 220 万吨铁精粉。司家营铁矿北区二期工程，概算总投资 65 亿元，建设规模为年采选铁矿石 1500 万吨配套，达产后年生产铁精矿粉 483.95 万吨。对司家营铁矿南区的开发，分两步实施：S38 线以此已经完成可行性研究和初步设计工作，该采选工程，概算总投资 42 亿元，建设规模为年采选铁矿石 1500 万吨配套，采用地下开采，建成后将为国内最大的地下铁矿山，并且将是世界上最大的采用充填法采矿的矿山。达产后，年产铁精矿粉 506.85 万吨。现在该矿二期已经投产，铁精粉产能达到 750 万吨，三期正在建设中。

旬阳铁矿：旬阳铁矿矿石平均品位 30%，磁铁矿储量超过 1 亿吨。该矿计划总投资 50 亿元开发旬阳铁矿，分三期投入分步实施：一期计划投资 10 亿元，建年产 200 万吨的矿山，2008 年下半年开工建设，2010 年建成投产；二期投入 12 亿元，建年产 450 吨的矿山和 120 万吨的球团厂，2010 年开工建设；三期投资 28 亿元，最终形成年产 800 万吨的矿山、120 万吨的球团矿和 60 万吨的海绵铁，2012 年开工建设。

（2）铜矿资源丰富，产能释放须待时日

公司铜矿权益储量金属量合计 680.77 万吨，主要分布在阿富汗、巴基斯坦和西藏。其中阿富汗的艾娜克铜矿是全球难得的千万吨级的大铜矿，品味高达 1.85%。

山达克铜金矿：山达克铜金矿位于巴基斯坦俾路支省，由东、南、北三个矿体组成。公司于 2001 年初以租赁经营的方式取得了该矿的经营权，租赁经营期 10 年，2013 年年底到期。以铜分割品位大于 0.25%计算，该矿矿产保有资源量（JORC 标准）为 5,090 万吨，铜平均品位 0.47%，金平均品位 0.46 克/吨。可开采矿石储量 4,970 万吨，铜平均品位 0.45%，金平均品位 0.47 克/吨。山达克铜金矿资产包括年设计开采矿石能力 430 万吨的采矿厂；年设计处理矿石 430 万吨，生产 22%品位的铜精矿 7 万吨的选矿厂；设计生产粗铜 2 万吨，含金粗铜 1.5 万吨的冶炼厂。

艾娜克铜矿：阿富汗艾娜克铜矿区位于阿富汗中东部卢格尔省的北端。矿区面积约 5 平方公里，公司的全资子公司中冶集团铜锌有限公司持有该公司 75%的股份。艾娜克铜矿

采矿权区内的艾娜克铜矿床是目前世界上已探明、但尚未开发的大规模、高品位铜矿床之一。矿床分为中、西两个矿区，相距约 1.5 至 2 公里。矿区原位矿量（非 JORC 标准）4.83 亿吨，铜平均品位为 1.85%。该项目总投资约为 43.91 亿美元，该项目于 2008 年下半年启动开工建设，生产期 32 年，企业建成后，可实现年生产电解铜 22 万吨、铜精矿含铜 10 万吨、硫酸 30 万吨。由于该项目矿区搬迁和文物保护影响，项目投产将会推迟。

图 49：公司铜矿储量及产能

铜矿	金属量储量 (万吨)	股权 (%)	权益储量 (万吨)	品位 (%)	矿种
艾娜克铜矿	893.55	75	670.16	1.85	
山达克铜金矿	23.92	40	9.57	0.47	
蒙亚啊	3.69	28	1.04		
合计			680.77		

资料来源：宏源证券

(3) 铅锌矿：产能进入释放期

铅锌矿权益储量合计金属量 150.55 万吨，分布在国内和巴基斯坦，主要包括杜达铅锌矿、蒙亚啊铅锌矿和农戈山铅锌矿。目前，蒙亚啊矿和杜达矿已经投产，铅锌产能分别为 4 万吨和 7 万吨，农戈山矿开发正在规划中。

杜达铅锌矿：杜达铅锌矿位于巴基斯坦俾路支省，中冶杜达矿业开发有限公司拥有该矿 80% 的权益并负责经营。公司的全资子公司中冶集团铜锌有限公司持有中冶杜达矿业开发有限公司 51% 的股份。该矿资源量（JORC 标准）总共约 1,448 万吨，锌平均品位 9.9%，铅平均品位 3.4%。杜达铅锌矿开采能力为 66 万吨/年，年产品位 55% 的锌精矿 9.72 万吨、品位 67% 的铅精矿 2.2 万吨，目前已经达到全面投产条件。

蒙亚啊铅锌矿：该矿位于西藏拉萨北 150 公里左右，公司子公司中冶葫芦岛有色金属集团有限公司持有该矿 55% 股权。矿区面积 112.6 平方公里，已探明矿脉 19 条。其中已完成初勘三条，详勘一条。预测估算金属量为 Pb: 551116.88 吨，Zn: 848350.63 吨，Cu: 36862.99 吨，Ag: 454.72 吨整个矿区的金属储量保守估计不应低于 200 万吨金属量。该矿于 2010 年 9 月投产，年产铅锌金属量 4 万吨。

农戈山铅锌矿：农戈山铅锌矿位于中国四川省甘孜州，占地面积 0.42 平方公里，该矿由四川农戈山多金属矿业有限责任公司经营，本公司控股子公司中冶集团华冶资源开发有限责任公司（本公司持有中冶集团华冶资源开发有限责任公司 97.87% 的股权）持有该公司 51% 的股权。该矿原位矿量（中国准则）为 2,041.6 万吨，铅平均品位为 1.8%，锌平均品位为 1.4%。该项目目前仍处于发展阶段，未来主要产品为锌精矿及铅精矿。

图 50：公司铅锌矿储量及产能

铅锌矿	储量金属量 (万吨)	股权 (%)	权益储量 (万吨)	品位 (%)	矿种
蒙亚啊矿床	140	28	39.31	21	
杜达铅锌矿	192.58	40.8	78.57	13.30	
农戈山铅锌矿	65.33	50	32.67	3.25	
合计			150.55		

资料来源：宏源证券

(4) 小金属矿和煤矿：镍钴矿投产在即

公司小金属矿主要有镍、钴、钒、钛和金银。镍矿和钴矿主要集中在巴布亚新几内亚瑞木镍红土矿权益储量金属量 74.99 万吨和 7.43 万吨，该矿将于 2012 年投产，年产 7 万吨氢氧化镍钴。公司钒矿和钒钛矿主要分布在泸溪含钒炭质页岩矿和宏大矿业，五氧化二钒和二氧化钛的权益储量分别为 16.56 万吨和 142.94 万吨。金矿和银矿以共生矿存在权益储量金属量分别为 23.92 吨和 127.69 吨。煤矿权益储量 1.15 亿吨，分布在澳大利亚源库资源和阿富汗配套项目。

图 51: 公司小金属和煤炭储量及产能

	储量(金属量)(万吨)	股权(%)	权益储量(万吨)	品位(%)	矿种
煤矿					
源库资源	140000	5	7000	6350 大卡	动力煤
艾娜克铜矿配套项目	10000	75	7500		动力煤
小金属					
瑞木镍红土矿(镍)	144.63	51.85	74.99	1.01	红土镍矿
瑞木镍红土矿(钴)	14.32	51.85	7.43	0.10	共生钴
山达克铜金矿(金)吨	23.92	100	23.92	0.46	共生金
蒙亚啊矿床(银)吨	454.72	28	127.69		共生银
泸溪含钒炭质页岩矿(V ₂ O ₅)	13.55	80	10.84	0.79	
宁城宏大铁矿(V ₂ O ₅)	7345.5	49%	5.72	0.16%	钒钛磁铁矿
宁城宏大铁矿(TiO ₂)	7345.5	49%	142.94	4.00%	钒钛磁铁矿

资料来源：宏源证券

瑞木镍红土矿：瑞木镍红土矿位于巴布亚新几内亚，占地约 249 平方公里，该矿由中冶金吉矿业开发有限公司的全资子公司中冶瑞木镍钴有限公司负责资金投入，本公司持有中冶金吉 61% 的股权。中冶瑞木镍钴有限公司拥有该矿 85% 的权益，矿山红土镍矿总资源量（JORC 标准）达 1.432 亿吨，镍平均品位 1.01%，钴平均品位 0.10%。瑞木镍红土矿年处理矿石能力 340 万吨，项目达产后年产氢氧化镍钴 7.2744 万吨（含镍 3.128 万吨、含钴 0.322 万吨）。该项目将于 2012 年投产，预计运营期限为 40 年。

泸溪含钒炭质页岩矿（石煤）：泸溪含钒炭质页岩矿位于中国湖南省泸溪县，占地面积 2.94 平方公里。该矿由本公司的控股子公司中冶湘西矿业有限公司经营，本公司持有该公司 80% 的股权。该矿炭质页岩的原位矿量（中国准则）为 7,111.4 万吨，钒的原位矿量（中国准则）为 1,714.7 万吨，炭质页岩质量能量为 3,507 焦耳/克，五氧化二钒平均品位 0.79%。该项目正处于设计阶段，未来主要产品为五氧化二钒，副产品（钒矿废物所产生的热量）可用于发电。

2、矿山开采降低冶炼亏损

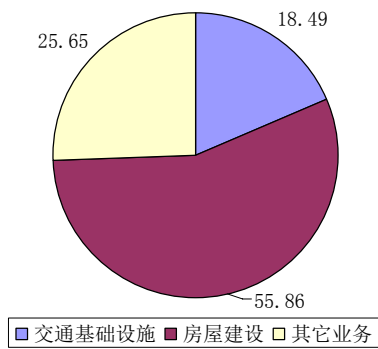
公司有色金属冶炼主要分布在山达克铜冶炼厂和中冶葫芦岛有色金属集团有限公司。山达克铜冶炼厂具有粗铜产能 2 万吨、含金粗铜 1.5 万吨。中冶葫芦岛有色金属集团控股锌业股份，锌业股份具有铅锌冶炼产能具备对锌、铅、铜等金属的冶炼能力，是亚洲最大的锌冶炼企业之一。中冶葫芦岛有色金属集团主要产品生产能力精锌 26 万吨、电解锌 13 万吨、电解铜 10 万吨、电铅 3 万吨、黄金 5 吨、白银 80 吨、硫酸 100 万吨。山达克

产业链较为完整，盈利状况较好。2010 年前葫芦岛有色集团原料全部来自外购，依靠冶炼业务，企业亏损较为严重。葫芦岛有色控股 55%的蒙亚啊铅锌矿投产，可年产金属量 4 万吨铅锌矿。蒙亚啊铅锌矿能够减少葫芦岛有色原料对外依存度，有效降低企业亏损。

三、非冶金工程业务高速增长

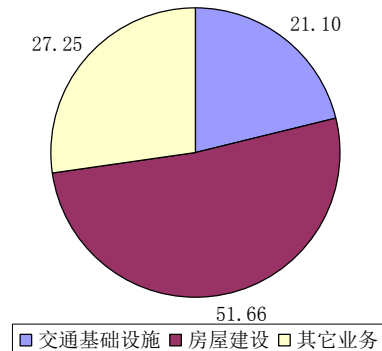
虽然冶金工程业务短期有所下滑，但是公司非冶金工程业务高速增长。公司非冶金工程主要包括房屋建筑、交通基础设施和国际工程承包为代表的其他业务。

图 530: 2011 上半年非冶金工程分业务收入占比 (%)



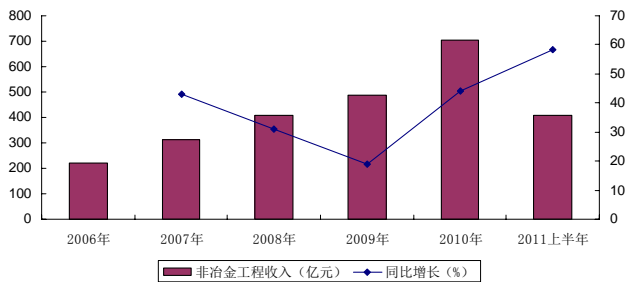
资料来源：公司公告

图 531: 2011 上半年非冶金工程分业务毛利占比 (%)



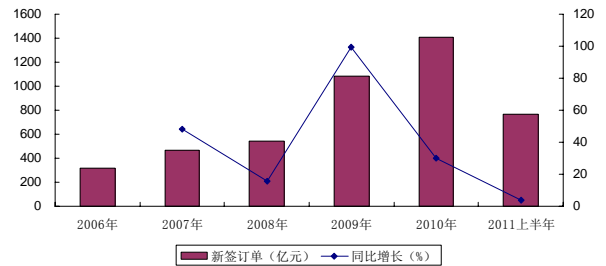
资料来源：公司公告

图 54: 非冶金工程收入及同比增长 (亿元)



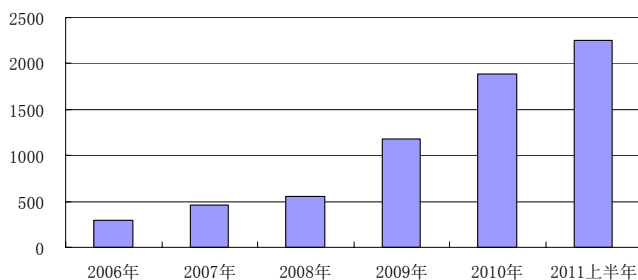
资料来源：宏源证券

图 55: 非冶金工程新签合同额及同比增长



资料来源：宏源证券

图 56: 非冶金工程结转合同额 (亿元)



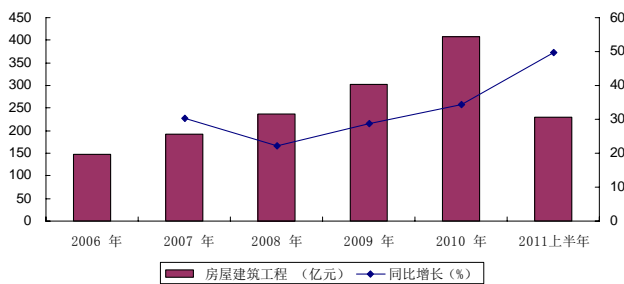
资料来源：宏源证券

2010 上半年年公司非冶金工程实现营业收入 410.26 亿元，同比增长 58.38%，其中房屋建筑占 55.86%，交通基础设施占 18.49%，其它业务占 25.65%。实现毛利润 41.65 亿，房屋建筑、交通基础设施和其它业务分别占 51.66%、21.09%和 27.25%。2011 上半年公司非冶金工程新签订单增速放缓，新签订单 769 亿元，同比增长 3.5%，结束了 09、10 年 99.14% 和 30.12% 的高增长。公司新签订单增长带动非冶金工程结转合同额迅速增加，2011 上半年年达到了 2250 亿元。

1、房屋建筑工程

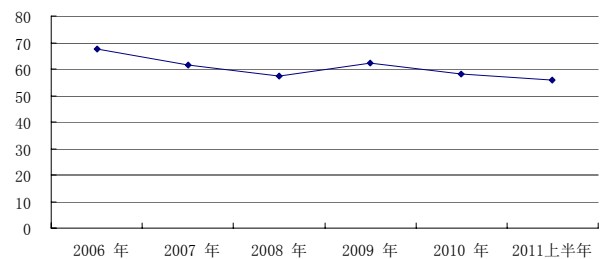
房屋建筑是公司非冶金工程业务的主要部分，收入和毛利润份额均超过了 50%。房屋建筑工程业务保持连续增长，尤其在 08 年后，增速逐年增加。2011 上半年，房屋建筑实现营业收入 288.87 亿，同比增长 49.55%。虽然房屋建筑业务收入持续增长，但是由于交通基础设施和其它业务增长更快，其非冶金工程业务占比呈下降态势。公司房屋建筑业务主要包括公共设施建设和房地产项目施工。公司在公共设施建设实力雄厚，承接了很多国家重点大型场馆项目，典型工程：国家体育场（鸟巢）钢结构（安装）、北京金融街威斯汀大酒店、上海 2010 年世博会主题馆钢结构工程、深圳大运中心主体育馆。

图 57：房屋建筑工程收入及同比增长



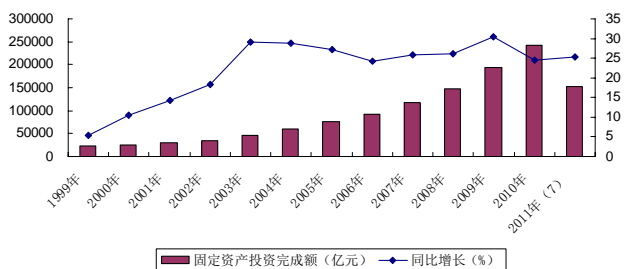
资料来源：宏源证券

图 58：房屋建筑工程收入占比



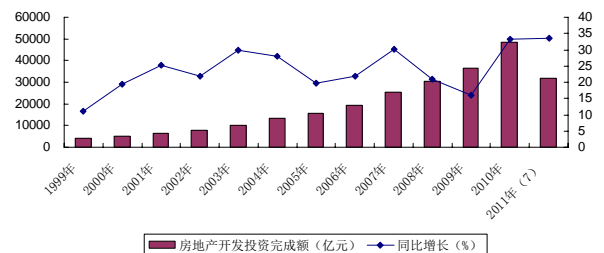
资料来源：宏源证券

图 32：历年城镇固定资产投资及同比增长



资料来源：宏源证券

图 33：房地产开发投资完成额及同比增长

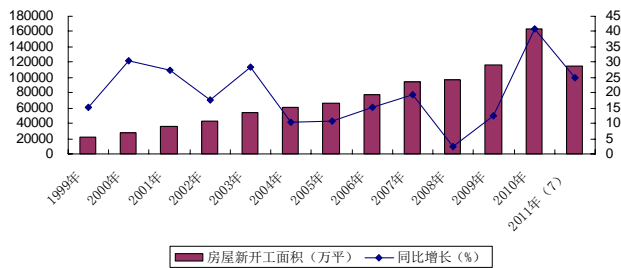


资料来源：宏源证券

2011 年前 7 月，国内固定资产投资增长较为稳定，增速继续保持在 25% 以上。虽然房地产 2011 年前 7 个月新开工面积增速下降，但是我国在十二五期间规划建设保障房 3500 万套。2011 年建设 1000 万套保障房，将支撑房地产投资增速继续保持较高水平。公司在大力开拓保障性住房项目的同时，公司房建业务也得到快速增长。重点承揽项目包括重庆市 123.8 万平方米“康庄美地”公共租赁住房项目及 75 万平方米“康居西城”公共租赁住房项目。

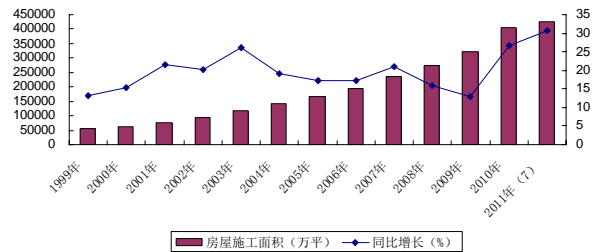
目、鞍山达道湾保障性住房项目、武汉市八一路延长线工程、天津星耀五洲欧亚二期建设项目、珠海十字门商务区（会展商务组团一期）项目等。预计公司房屋建筑业务在固定资产投资和保障房的带动性会依然保持较快增长。

图 61: 房地产新开工面积及同比增长



资料来源: 宏源证券

图 62: 房地产施工面积及同比增长

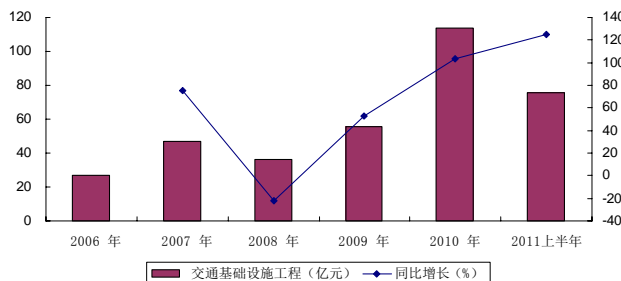


资料来源: 宏源证券

2、交通基础设施

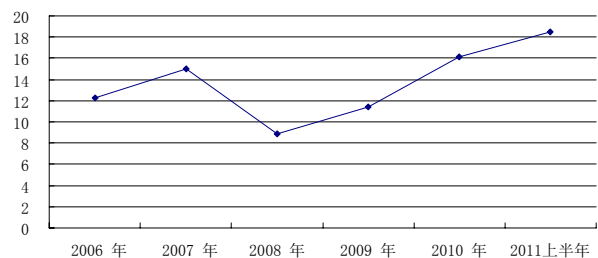
交通基础设施是公司非冶金工程业务中增长最快的业务，2009 年受国家大规模投资影响，交通基础设施业务高速增长。2011 上半年，房屋建筑实现营业收入 75.75 亿，同比增长 124.8%。公司交通基础设施建设分布在三个领域公路建设、城市轨道交通建设和机场建设。公司交通基础设施典型工程主要有：沪宁高速公路、京杭运河钱塘江沟通工程、乍浦嘉兴苏州高速公路工程、重庆巫山至奉节高速公路、重庆轨道交通 6 号线江北城车站及区间隧道工程等。

图 63: 交通基础设施收入及同比增长



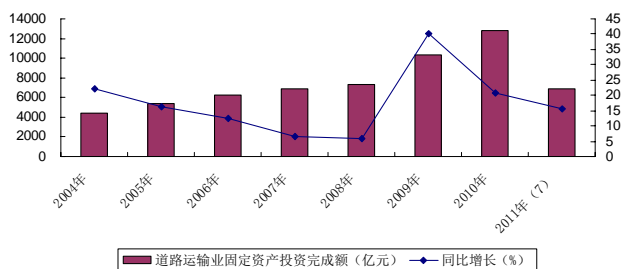
资料来源: 宏源证券

图 64: 交通基础设施收入占比



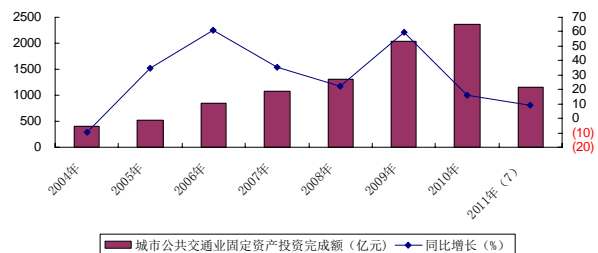
资料来源: 宏源证券

图 65: 道路运输业固定资产投资完成额及同比增长



资料来源: 宏源证券

图 66: 城市公共交通业固定投资完成额及同比增长



资料来源: 宏源证券

2011 年前 7 个月，道路运输业固定资产投资完成额 6906.65 亿元，同比增长 15.7%，

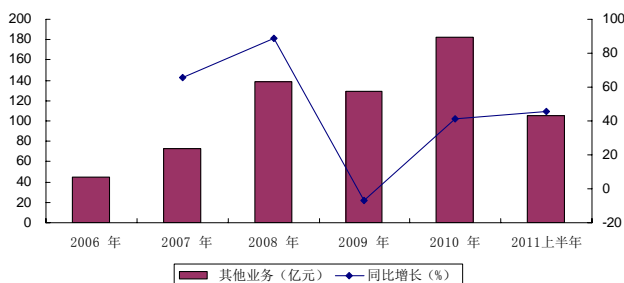
增速下降了 10.6 个百分点，已连续两年快速下滑。预计随着国家大规模投资退出，道路运输业固定资产投资增速还会下降。城市公共交通运输业固定资产投资完成额 1146.51 亿元，同比增长 9.14%，比去年同期增加了 2 个百分点。由于我国大中城市交通拥堵逐渐成为普遍问题，公共交通运输特别是城市轨道交通建设将成为发展重点。目前我国包括北京、上海、深圳等城市已经拥有城市轨道交通系统，青岛、杭州、成都、沈阳等城市已获得国家批准，即将或正在建设地铁系统。随着我国城市化进程的加快及城市人口的增加，对于城市轨道交通的投资将会大幅增长。公司在交通基础设施高速增长，一方面来自国家大规模投资另一方面和公司在该领域基数较低有关。我们预计公司交通基础设施增速在未来会一定幅度下降。

3、国际工程承包

目前其他业务是公司非冶金工程业务中盈利能力较好的业务，虽然收入占比只有 25.65%，但是毛利润占比达到 29.17%。2011 上半年，房屋建筑实现营业收入 105.07 亿，同比增长 45.31%。公司非冶金工程业务中其它业务包括国际非冶金工程承包和环保业务。国际工程承包呈现多样化，在水泥、造纸、电厂、基建、房建和索道等领域承接业务。

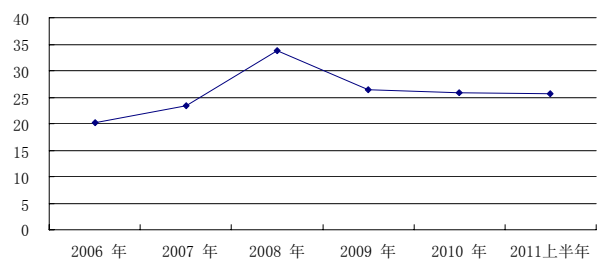
我国对外承包工程完成营业额和新签合同额持续增长，2011 上半年对外承包工程完成营业额和新签合同额分别为 425.1 亿美元和 661.9 亿美元，同比增长分别为 13.8%和 20.5%。公司国际工程承包业务有很大增长空间。

图 67: 其他业务收入及同比增长



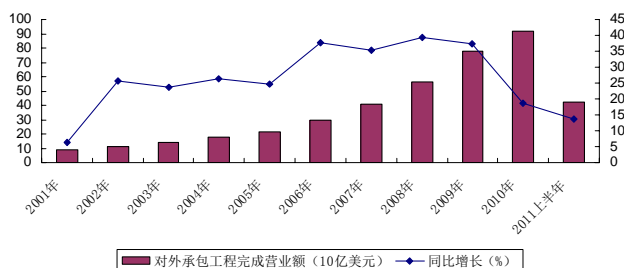
资料来源: 宏源证券

图 68: 其他业务收入占比



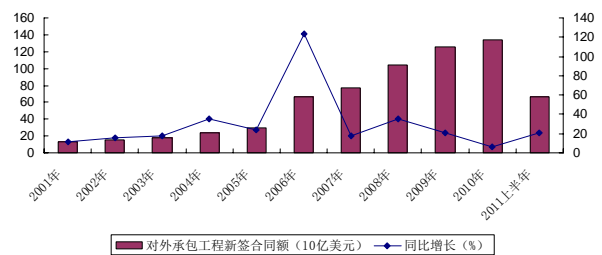
资料来源: 宏源证券

图 69: 对外承包工程完成营业额及同比增长



资料来源: 宏源证券

图 340: 对外承包工程新签合同额及同比增长



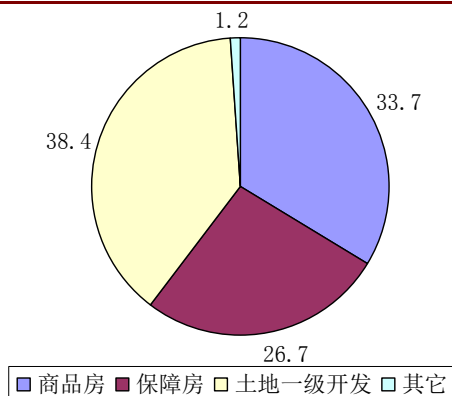
资料来源: 宏源证券

四、房地产业务将成为公司另一支柱产业

房地产开发经营被列为本公司主业,成为被鼓励和支持发展房地产业务的中央企业之一。公司房地产开发业务主要包括住宅和商业地产的开发、销售及土地开发。

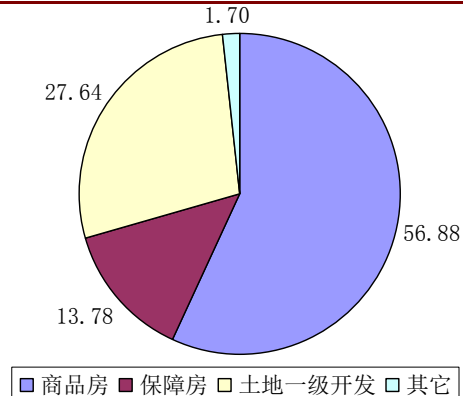
近几年,公司房地产业务实现了高速增长。2006年,房地产收入只有7.23亿元,占公司营业收入0.79%。2010年房地产收入达到了249.57亿元,占公司营业收入12.1%,近5年的复合增长率超过240%。2011上半年实现收入86.42亿元,同比增长11.72%。房地产业务中,2011上半年商品房实现营业收入29.12亿元,同比下降36.96%,占房地产总收入33.7%;保障房实现营业收入23.07亿元,同比增长24.74%,占房地产总收入26.7%;土地一级开发实现收入33.19亿元,同比增长201.7%,占房地产总收入38.4%。不过商品房毛利润占比达到了56.88%,保障房和土地一级开发分别为13.78%和27.67%。

图 71: 房地产各子分部营业收入占比



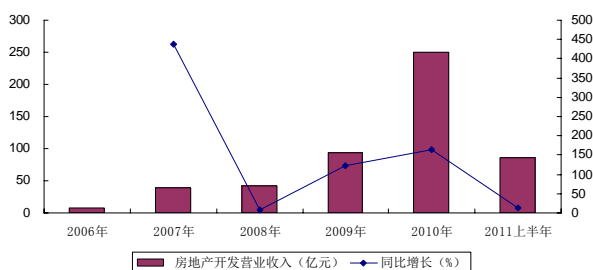
资料来源: 宏源证券

图 72: 房地产各子分部毛利润占比



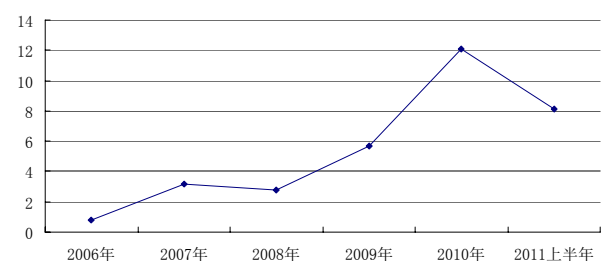
资料来源: 宏源证券

图 73: 房地产开发营业收入及同比增长



资料来源: 宏源证券

图 74: 房地产开发收入占比



资料来源: 宏源证券

房地产业务快速增长带动新开工面积和项目进入高速增长期,2010年,公司房地产业务完成投资额432.6亿元,同比增长270%;施工面积1448万平,同比增长174%;其中新开工面积940万平,同比增长238.2%;土地储备385万平,同比增长58.4%。

2010年公司房地产新开发项目及土地一级开发项目共72个,总投资约人民币

1,760 亿元，总建筑面积 2,347 万平方米。其中：保障性住房项目 24 个，总投资为人民币 257 亿元，总建筑面积 564 万平方米；商品房项目 28 个，总投资为人民币 422 亿元，总建筑面积 1,095 万平方米；土地一级开发项目 5 个，总投资人民币 58 亿元。2010 年房地产新开工项目有望在 2012 年后进入结算高峰，预计公司 2012 年房地产收入将会有爆发式增长。

图 75: 2010 年房地产业务经营和新开发项目状况

2010 年房地产业务经营状况		
亿元人民币/ 万平方米	2010 年	同比增长
完成投入总额	432.6	270%
签约销售面积	129	11.40%
签约销售额	132	25.00%
竣工面积	253	127.20%
施工面积	1448	174.00%
其中: 新开工面积	940	238.20%
土地储备面积	385	58.40%
2010 年房地产新开发项目情况		
亿元人民币/万平方米	计划总投入	规划总建筑面积
商品房	422	1095
保障性住房	257	564
一级土地开发	58	完成 41 万平方米

资料来源: 宏源证券

1、保障房

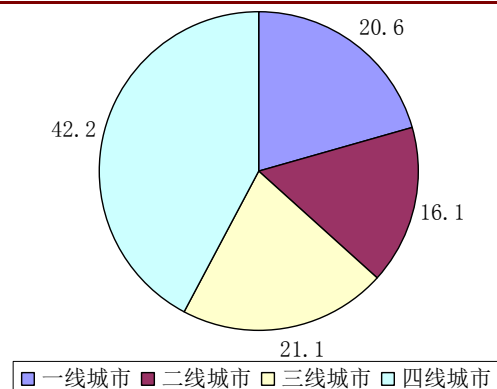
2010 年，中国政府将发展保障性住房作为房地产市场结构调整的重要举措，继续加大对保障性住房的支持力度。2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户。2010 年，全国各类保障性住房和棚户区改造住房实际开工 590 万套，基本建成 370 万套；农村危房改造开工 136 万户，基本竣工 108 万户。十二五期间，我国规划建设保障房 3500 万套，2011 年建设 1000 万套保障房，相比 2010 年的 580 万套，增长 72.4%。

图 76: 2011 上半年保障房业务经营状况

已取得土地开发权项目 (万平)	1318.9
已签署开发协议但尚未获取土地使用权项目 (万平)	1297.8
委托代建形式承建的项目 (万平)	445.6
在手项目总建筑面积 (万平)	3062.3
1-6 月完成投入 (亿元)	39.4
1-6 月施工面积 (万平方米)	799.5
其中: 新开工面积 (万平方米)	213.6
1-3 月竣工面积 (万平方米)	80.5

资料来源: 宏源证券

图 77: 保障房项目不同城市占比 (%)



资料来源: 宏源证券

受国家政策推动，公司利用自身的融资能力、设计能力、建设能力和良好的履约信誉，积极参与开发保障性住房项目，保障性住房项目在房地产开发中的比重大幅增加。而且公司与国家开发银行、中国银行、中国农业银行、中国建设银行和交通银行等银行签署了总额为 450 亿元人民币的保障性住房信贷合作协议，公司保障性住房业务资金需求得到保证。2011 上半年已取得土地开发权的在手项目建筑面积 1318.9 万平，已签署开发协议的在手项目 1297.8 万平米，委托代建的在手项目 445.6 万平，合计达到了 3062.3 万平，超过 2010 房地产总建筑面积。目前公司保障房主要集中三、四线城市，占比分别为 21.1%和 42.2%。一、二线城市只占 20.6%和 16.1%。由于保障房和商品房相比利润偏低，对资金要求较高，一般地产开发商参与的积极性不高。公司在资金保证上具有优势，而且公司除保障房外，还可以通过城市基础设施建设获得收益，因此保障房项目不仅是推动房地产业务发展，还将带动非冶金工程业务。

2、商品房

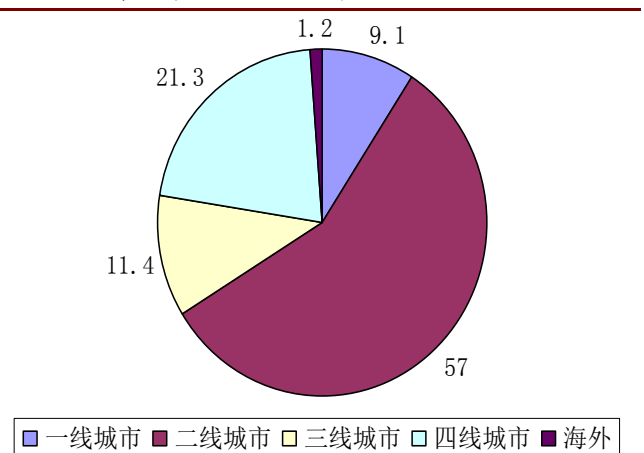
商品房业务是公司房地产业务利润的主要来源，2011 上半年商品房毛利润占房地产业务毛利润 56.88%。由于公司二级子公司中有不少参与房地产开发，公司房地产项目在分布广泛，国内主要在北京、重庆、武汉、上海、南京等国内大中城市，国外分布在新加坡和香港。近几年，公司商品房业务飞速发展，2010 年新开发项目 28 个，超过了 2009 年的在建项目个数。截至 2011 上半年末商品房在手项目总建筑面积 2577.4 万平，在手项目规划总投入 1752.1 亿元。商品房项目施工面积 696.2 万平，其中新开工面积 107.2 万平。

图 78: 2011 上半年商品房业务经营状况

在手项目规划总投入(亿元)	1752.1
在手项目规划建筑面积(万平)	2577.4
在手项目占地面积	1582.8
1-6月完成投入(亿元)	91.8
上半年末待开发土地面积(万平)	261.8
其中: 1-6月新增(万平)	71.8
1-6月施工面积(万平)	696.2
其中: 新开工面积(万平)	107.2
1-6月竣工面积(万平)	23
1-6月销售面积(万平)	80.4
1-6月销售额(亿元)	74.4

资料来源: 宏源证券

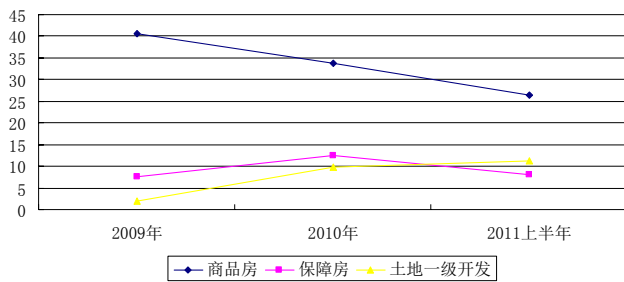
图 79: 商品房项目不同城市占比 (%)



资料来源: 宏源证券

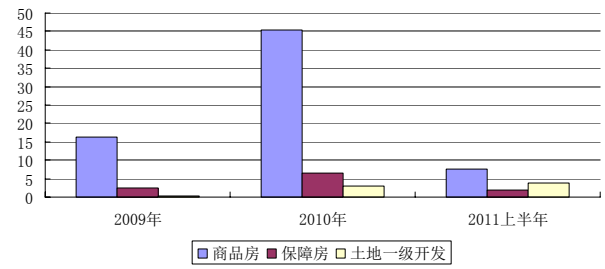
由于项目结算和去年单个项目销售影响，2011 上半年商品房实现毛利润 13.5 亿元，同比下降 25.7%。商品房业务和保障房业务毛利率下降较快，比去年分别下降 6.2 和 3.7 个百分点。2011 上半年商品房实现毛利润 7.72 亿，比去年同期减少了 7.3 亿。随着 2011 下半年房地产项目结算，预计 2011 年下半年业绩将会大幅回升。而且公司商品房新开工项目在 2010 年较为集中，预计在 2012 年商品房竣工面积将会大幅增长，业绩也将大幅增长。

图 80: 房地产不同业务毛利率 (%)



资料来源: 宏源证券

图 81: 房地产不同业务毛利润



资料来源: 宏源证券

估值及盈利预测

1、冶金工程业务

公司冶金工程业务是公司核心业务,和达涅利、西马克和奥钢联属于同一行业,选取达涅利作为标的进行比较。达涅利 2011 年 9 月 7 日市值为 95.06 亿元,以营业收入差异做比较,中国中冶冶金工程业务市值应为 312.78 亿元,折合每股 1.64 元。

图 82: 公司和达涅利业务比较

	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净资产 (亿元)	市值 (亿元)
中国中冶	959.41	118.10	535.13	
达涅利	263.52	28.89	95.29	85.93
中国中冶/达涅利	3.64	4.09	5.62	

资料来源: 宏源证券

2、资源开发业务

(1) 铁矿资源

公司资源开发分为铁矿石业务和有色金属矿业务两部分,其中国外铁矿石业务与金达必经营模式相似。以金达必做标准,公司国外铁矿石业务市值 125.83 亿元,折合每股 0.66 元。公司国内矿石储量 6.521 亿吨,按吨储 10 元计算,国内铁矿石储量价值 65.21 亿元,折合每股 0.34 元。

图 83: 公司和金达必储量和资源比较

	储量 (亿吨)	品味 (%)	产能 (万吨)	市值 (亿元)
中国中冶	31.19	31	600 (2012)	125.83
金达必	12.59	34.1	1100 (在建)	50.74
中国中冶/金达必	2.48			

资料来源: 宏源证券

(2) 有色金属业务

公司有色金属业务从区域和产品结构和哈萨克铜业公司相近。根据两家公司金属储量比较,公司有色业务相当于哈萨克铜业的三分之一较为合理。哈萨克铜业公司当前市值

543.46 亿元，公司有色业务折合市值 179.34 亿元，折合每股 0.94 元。

图 84：公司和哈萨克铜业资源储量比较

	中冶储量	哈铜储量	中冶品味 (%)	哈铜品味 (%)
铜 (金属量万吨)	680.77	1582	1.85	0.58
黄金 (吨)	9.57	272.79	0.46 (g/t)	0.1 (g/t)
银 (吨)	127	12575		4.61 (g/t)
铅锌 (万吨)	150	491	13	0.18
煤炭 (亿吨)	1.45	5.73		
镍 (金属量万吨)	75		1.01	
钴 (金属量万吨)	7.42		0.1	
钒 (V ₂ O ₅) 万吨	15.56		0.63	
钛 (TiO ₂) 万吨	142.94		4	

资料来源：宏源证券

3、非冶金工程业务

公司非冶金工程业务高速增长，我们预计该业务 2011 年、2012 年和 2013 年分别为 EPS 为 0.08 元，0.1 元和 0.14 元，按 01 年 EPS 给予 7 倍市盈率，对应每股 0.56 元。

4、房地产业务

房地产业务进入高速增长期，2012 年房地产项目竣工会大幅增长，我们预计业务 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.08 元，0.2 元和 0.21 元，按 2011 年 EPS 给予 10 倍市盈率，对应每股股价 0.8 元。

图 85：各项业务估值表

业务名称	折合每股价值 (元)
冶金工程	1.64
非冶金工程	0.56
国外铁矿	0.66
国内铁矿	0.34
有色金属资源	0.94
房地产	0.8
合计	4.94

资料来源：宏源证券

公司是全球最大冶金工程承包商，具有从矿山、冶炼到加工完整工程承包产业链条。目前，公司处于转型期，冶金工程承包由国内逐渐转向国外，拓展空间放大。非冶金工程承包和房地产快速发展，2012 年业绩释放期。参股中信泰富西澳铁矿明年，司家营铁矿产能进入快速增长期。巴新瑞木镍钴项目明年投产，蒙亚啊铅锌矿下半年投产，公司矿产资源开发将开始贡献业绩。多晶硅产能增至 1 万吨，业绩快速增长。预计公司 2011 年、2012 年和 2013EPS 分别为 0.3 元、0.42 元和 0.58 元，公司合理股价应该为 4.94 元，给予公司“买入”评级。

财务报表预测

表 1: 利润表(亿元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,652.95	2,067.92	2,319.25	2,879.11	3,628.73
减: 营业成本	1,450.23	1,798.52	2,023.73	2,517.11	3,186.02
营业税金及附加	39.66	61.68	64.94	80.62	101.60
销售费用	10.37	15.30	16.83	19.36	21.29
管理费用	64.41	84.62	93.08	107.04	112.39
财务费用	24.44	27.43	35.91	36.63	42.12
资产减值损失	7.79	14.28	15.00	16.50	20.63
投资净收益	0.99	3.99	3.00	3.00	3.00
营业利润	57.03	70.08	72.76	104.87	147.67
加: 营业外收入	9.85	8.14	9.00	9.00	9.00
减: 营业外支出	1.60	1.34	1.50	1.50	1.50
利润总额	65.28	76.89	80.26	112.37	155.17
减: 所得税	13.62	21.18	16.05	22.47	31.03
净利润	51.66	55.71	64.21	89.89	124.14
少数股东损益	9.34	2.50	6.88	9.63	13.30
归属于母公司所有者的净利润	42.32	53.21	57.33	80.26	110.84
每股收益(元)	0.29	0.28	0.30	0.42	0.58

表 2: 资产负债表(亿元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	283.65	459.23	414.53	370.00	400.00
应收账款	248.88	304.04	373.33	476.00	508.00
预付款项	212.59	195.31	226.07	260.00	273.00
存货	452.96	595.19	889.01	1,127.00	1,217.00
流动资产	1,320.70	1,770.99	2,149.94	2,491.36	2,678.00
长期应收款	0.00	8.73	102.72	200.38	260.49
固定资产	142.55	173.40	236.47	265.99	387.99
在建工程	71.26	121.56	132.96	179.80	167.11
无形资产	130.25	154.80	188.37	198.73	200.71
非流动资产	406.07	533.79	732.26	921.62	1,120.61
短期借款	309.24	246.57	272.70	423.48	400.00
应付账款	341.70	438.16	519.15	629.52	755.42
预收款项	430.77	412.97	417.26	495.18	625.18
流动负债	1,365.49	1,349.81	1,741.65	2,162.34	2,437.12
长期借款	152.18	328.73	344.93	370.08	395.66
应付债券	35.00	35.00	181.82	182.98	183.46
非流动负债	259.82	493.35	605.42	659.52	686.58
少数股东权益	65.62	80.27	85.42	104.22	113.62
所有者权益	101.46	461.62	535.13	591.11	674.90
总资产	1,726.77	2,304.77	2,882.21	3,412.98	3,798.61

表 3: 现金流量表(亿元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	-68.15	-251.21	-270.01	-162.00	-145.80
投资活动产生的现金流量净额	-157.05	-113.35	-91.81	-100.99	-201.98
筹资活动产生的现金流量净额	410.44	311.78	332.67	299.40	315.00
现金期末余额	185.43	-54.38	-29.14	36.41	-32.78
现金期初余额	261.57	447.40	393.02	363.87	400.28
现金净增加额	447.00	393.02	363.87	400.28	367.50

分析师简介:

赵丽明: 宏源证券研究所钢铁行业研究员, 北京科技大学材料学博士, 有多年钢铁行业和证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 首钢股份、西宁特钢、方大炭素、鄂尔多斯、新兴铸管、南方建材、鲁银投资、中国中冶。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。