

中国中冶 (601618)

证券研究报告
2017年04月14日

PPP、海外业务强势推进，资源板块有望持续减亏

并入五矿成矿冶巨头，斩获国改基金第一单

并入五矿成矿冶巨头，多领域合作逐步展开，同时享受中冶和五矿双方的国内外资源，正式提出打造千亿内部市场。小平台也有大优势，公司有望突破原作为直属央企在国企改革过程中的限制，加快公司改革的步伐，股权激励、员工持股将成为可能。

技术优势、地产品牌助力中国中冶业务多元化

公司积累了贯穿钢铁工程 8 大业务领域、19 个业务单元的核心技术优势，公司专利数量位居所有央企第四位。公司能将这种优势延伸到其他建设领域。2016 年，公司的房地产业务毛利率 27.24%，名列央企地产业务前茅。这不仅与房地产行业整体毛利率比较高有关，同时也体现出公司在房地产开发过程中独到的眼光和优秀的管理能力。

“一带一路”助力海外拓展，资源业务有望持续减亏

“一带一路”业务强势推进，海外工程合同持续高速增长；今年矿产资源价格有望继续震荡上行，资源业务有望继续减亏。如延续此势头，若公司的资源开发业务实现小幅盈利，将使公司的总体利润水平提高 12% 以上。

PPP 推广力度空前，公司严格筛选、积极承揽

2016 年，公司累计中标 PPP 项目 122 个，涉及的项目总投资 2538 亿元，撬动的工程规模 1751 亿元。在建 PPP 项目确认收入 94 亿元，较 15 年 2.8 亿元的水平快速增长。PPP 已然成为公司承揽工程项目的重要形式。就目前了解到的情况来看，2017 年持续拓展 PPP 项目仍是公司的主要任务，预计项目总投资和收入在 2016 年的基础上仍会快速增长。

公司积极拓展新兴产业，多管齐下成绩喜人

行业此次行情的本质是“资产荒和改革背景下的国有建筑企业资产价格重估”和“投资的结构性和市场集中度提升带来的民营企业投资机会”。在这个主逻辑之下，存在着 PPP、一带一路、雄安新区、混改等具体的表现形式。从目前来看，建筑行业上述特点并无变化，我们仍然认为国有建筑公司（尤其是中字头国有大型建筑公司）的估值提升行情远未结束。

投资建议

公司与中国五矿的重组的前景值得期待，增发后将进一步提升竞争力；PPP 业务今年有望继续快速增长；得益于技术优势和地产品牌等强力支持，公司业务多元化发展动力十足；受益于部分大宗商品价格持续震荡上行，资源开发业务进一步减亏，进而提高公司利润水平。综上，我们看好公司未来发展，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.29 元、0.33 元、0.35 元，上调公司的评级至“买入”，上调目标价格至 6.6 元。

风险提示：固定资产投资持续下行、PPP 推进不达预期等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	217,323.97	219,557.58	242,521.39	263,620.10	278,263.78
增长率(%)	0.71	1.03	10.46	8.70	5.55
EBITDA(百万元)	11,469.60	12,198.93	12,655.92	14,064.49	15,339.22
净利润(百万元)	4,801.56	5,375.86	6,093.91	6,773.51	7,330.89
增长率(%)	21.10	11.96	13.36	11.15	8.23
EPS(元/股)	0.23	0.26	0.29	0.33	0.35
市盈率(P/E)	22.92	20.47	18.06	16.25	15.01
市净率(P/B)	1.82	1.56	1.65	1.50	1.36
市销率(P/S)	0.51	0.50	0.45	0.42	0.40
EV/EBITDA	12.91	11.08	14.23	11.49	11.51

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	5.31 元
目标价格	6.6 元
上次目标价	5.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	17,852.62
流通 A 股股本(百万股)	16,239.00
A 股总市值(百万元)	94,797.41
流通 A 股市值(百万元)	86,229.09
每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	77.98
一年内最高/最低(元)	5.85/3.47

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中国中冶-首次覆盖报告:PPP、海外项目促进订单高速增长，资源板块大幅扭亏》 2017-03-30

内容目录

1. 并入五矿成矿冶巨头，斩获国改基金第一单	4
1.1. 公司是冶金领头羊，产能升级是新机.....	4
1.2. 并入五矿成矿冶巨头，多领域合作逐步展开.....	4
1.3. 国企结构调整基金首单落地，公司增发资金到位.....	5
2. 技术优势、地产品牌助力中国中冶业务多元化	7
2.1. 冶金市场日趋饱和，公司业务多元化成果斐然.....	7
2.2. 冶金技术实力雄厚，技术优势延伸至非冶领域.....	7
2.3. 地产业务毛利突出，打造高端住宅品牌.....	9
3. “一带一路”助力海外拓展，资源业务有望持续减亏	11
3.1. “一带一路”强势推进，海外工程合同高速增长.....	11
3.2. 镍、铜、锌价格震荡向上，资源开发业务持续减亏.....	12
4. PPP 推广力度空前，公司严格筛选、积极承揽	14
4.1. PPP 发展迅速，完美对接了政府和企业的需求.....	14
4.2. 公司 PPP 订单占比提升迅速,同时严控风险、探索金融合作新模式.....	15
4.3. 积极发挥技术优势，大胆创新 PPP 合作模式—以白银市管廊项目为例.....	17
5. 公司积极拓展新兴产业，多管齐下成绩喜人	19
5.1. 管廊建设正当时，“中冶管廊”实力超群.....	19
5.2. 主题乐园建设如火如荼，公司能力赢得好评.....	21
5.3. 海绵城市建设迫在眉睫，公司抓住机遇、及早布局.....	23
6. 投资建议	24
风险提示	24

图表目录

图 1：冶金行业新机会.....	4
图 2：中国中冶最新股权结构.....	6
图 3：全国房地产开发投资累计同比增速.....	7
图 4：全国基础设施投资累计同比增速.....	7
图 5：2014 年至今公司新签非冶金工程占比.....	7
图 6：公司非冶金工程营收占工程承包营收比例.....	7
图 7：2012-2016 中国中冶主营业务毛利率.....	10
图 8：2016H1 中字头央企房地产业务毛利率.....	10
图 9：中冶德贤公馆外景效果图.....	10
图 10：中冶德贤公馆 2016 年房价走势.....	10
图 11：2011-2016 公司新签海外合同情况.....	11
图 12：2012-2016 公司资源开发业务毛利.....	12
图 13：2016 三大主要海外矿产营收、利润情况.....	12
图 14：LME 镍价格走势.....	12

图 15: LME 铜价格走势	12
图 16: LME 锌价格走势	13
图 17: 中冶多晶硅出厂价格走势	13
图 18: 固定资产投资累计同比增速	15
图 19: 民间固定资产投资累计同比增速	15
图 20: 2016 每月新签重大项目中 ppp 数量占比	16
图 21: 2016 每月新签重大项目中 PPP 金额占比	16
图 22: 中国中冶 PPP 项目特点及风险控制	17
图 23: 白银市地下管廊项目示意图	18
图 24: 白银市地下管廊总体布局平面图	18
图 25: 目前是城市综合管廊建设的最佳时间	20
图 26: “三级联动” 促发展	21
图 27: 上海迪斯尼 “明日世界”	22
图 28: 武汉万达电影乐园	22
表 1: 中国中冶近期重大冶金工程介绍	4
表 2: 2015 年双方主要业务板块收入情况	5
表 3: 公开发行认购对象及认购金额	6
表 4: 募集资金用途	6
表 5: 公司人才优势与研发能力一览	8
表 6: 公司最近承接的重大基建及新兴产业项目	8
表 7: 中国中冶参股及控股的房地产公司	9
表 8: 2016 年房地产央企地产销售金额排名	9
表 9: 海外业务亮点频现	11
表 10: 公司主要在产矿产项目产能规模及保本预测价格	12
表 11: 公司在产矿产价格预测	13
表 12: 公司资源开发业务盈利预测	14
表 13: PPP 项目库时间轴: 发改委 VS 财政部	14
表 14: 2016 年以来中国中冶 5 亿以上的 PPP 项目一览	15
表 15: 综合管廊国家政策一览	19
表 16: “三措并举” 抢占管廊战略制高点	20
表 17: 2015 年至今新增 5 亿元以上重大管廊合同	21
表 18: 中国中冶近年来承接的主题乐园项目一览	22
表 19: “海绵城市” 国家政策文件一览	23
表 20: 中国中冶轨道海绵城市领域近期动作	24

1. 并入五矿成矿冶巨头，斩获国改基金第一单

1.1. 公司是冶金领头羊，产能升级是新机

公司是我国冶金领域的龙头企业，是新中国最早一支钢铁工业建设力量，是中国钢铁工业的开拓者和主力军。从 1948 年投身“中国钢铁工业的摇篮”鞍钢的建设，到建设武钢、包钢、太钢、攀钢、宝钢等，公司先后承担了国内几乎所有大中型钢铁企业主要生产设施的规划、勘察、设计和建设工程，是构筑新中国“钢筋铁骨”的奠基者。

中冶集团在国务院国资委 2015 年度中央企业负责人经营业绩考核结果中，首次被评为 A 级企业。在 2016 年《财富》世界企业 500 强排名中，以中国中冶为核心资产的中冶集团位居第 290 位，继去年提升 28 位后，再次跨越进步 36 位。

公司在冶金领域新签多项重要合同，冶金工程领域领导者的地位得到不断增强。

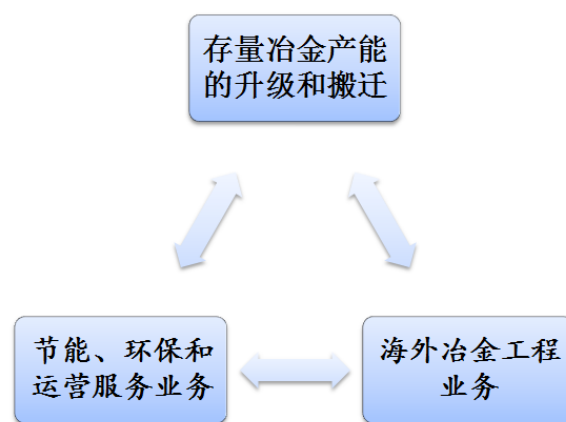
表 1：中国中冶近期重大冶金工程介绍

地区	合同金额	项目亮点
宝钢广东湛江钢铁精品基地项目	逾 150 亿人民币	本项目是全球在建规模最大、最现代化的钢铁项目之一，代表了世界钢铁工业发展的最高水平，也是中国中冶抓住国内钢铁产能升级、环保搬迁的机遇重点开拓的核心项目之一
印度塔塔 KPO 钢厂 2 号高炉设计合同	400.29 万美元	该高炉融合了当今最成熟、最先进的设计理念和技术，如分段并联冷却、横行冷却壁、干法除尘、转鼓法水渣等，建成后将成为世界最大的新建高炉，是中国中冶优势技术海外应用的代表项目。
越南台塑河静钢铁厂项目	22.17 亿美元	本项目是世界上最大的单一综合钢铁厂，集合当今世界钢铁工业发展最先进和成熟的技术，是中国中冶抓住“一带一路”国家战略机遇，大力发展海外工程业务的代表项目

资料来源：公司推介材料，天风证券研究所

目前钢铁行业外部环境存在着一定的结构化机遇。随着新环保法颁布，迫使钢铁企业加大环保投入，公司将依靠自身技术优势，积极拓展高毛利的节能环保业务以及具备稳定收益的运营服务业务。同时，公司将充分受益于国家对冶金行业淘汰落后产能，实现产能升级的政策落地，预计到 2020 年行业可测新增产能为 7200 万吨，年均 1400 万吨，预计每年新增固定资产投资约 560 亿元。除此之外，公司重点关注“一带一路”带来的海外冶金工程业务契机，积极拓展海外业务，为公司的冶金工程及配套业务带来新的增长点。

图 1：冶金行业新机会



资料来源：天风证券研究所

1.2. 并入五矿成矿冶巨头，多领域合作逐步展开

2015 年 12 月 8 日，中冶集团与中国五矿实施战略重组，中冶集团整体进入五矿，成为五矿的全资子公司(2017 年公司增发完成后，五矿将间接持有公司 59.18%的股权，对公司实

施控制)。2016年6月2日，五矿与中冶集团重组大会在北京召开。此前的重组方案显示，五矿、中冶集团决定将重组分三步走：1)2016年完成战略和管理体系上的融合；2)加强管控和企业业务的进一步融合；3)从各自的优势角度和业务分类进一步进行业务整合，更细化地加强管控，规避风险。

中冶集团作为公司的控股股东、国资委作为公司的最终控制人未发生变化。根据上市公司治理准则等要求，公司作为上市公司的独立性和完整性不会受到影响，现有组织架构和管理体制会保持稳定。

虽然公司从之前的大平台转化成了小平台，但公司现在可以同时享受中冶和五矿双方的国内外资源，实际上获得了更大的舞台。小平台也有其巨大优势，主要体现在以下几点：1)公司的战略定位更加明确，主业优势更加突出，由注重规模扩张向注重提升质量效益转变，公司与其他央企之间同质化经营、重复建设、无序竞争等问题得到有效化解；2)公司有望突破原作为直属央企在国企改革过程中的限制，加快公司改革的步伐，股权激励、员工持股将成为可能，提高公司发展效率。

表 2：2015 年双方主要业务板块收入情况

业务分部	中国中冶		中国五矿	
	收入规模（亿元）	占比	收入规模（亿元）	占比
工程承包	1832.70	1832.70	163.10	8.47%
房地产开发	193.05	193.05		
装备制造	83.34	83.34		
有色金属	28.62	28.62	953.4	49.49%
黑色矿业			36.7	1.90%
黑色流通			856.11	43.38%
金融			113.47	5.89%
其他	21.44	21.44	74.56	3.78%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国中冶与中国五矿重组后的资产规模超过 7000 亿元，2015 年合计营业收入超过 4300 亿元，两家企业的业务分布在产业链上下游，重叠性较小，属于“互补式重组”。新五矿在全球金属矿产领域，率先打通了从资源获取、勘查、设计、施工、运营到资源流通的全产业链通道，形成了为金属矿产企业提供系统性解决方案和工程建设运营一体化、全生命周期的服务能力，将大幅提高企业在整个行业上的竞争力和话语权。

2016 年 12 月 21 日，新中国五矿正式提出打造千亿内部市场，这是在整合融合方面迈出的又一实质性步伐。2011 至 2015 年，原中国五矿与中冶集团两家企业各自内部以及两家企业之间实际发生的交易规模，五年累计才有 1250 亿元。而根据公司目前所做的计算，新中国五矿内部市场 2017 年就有望达到千亿级规模，2017-2020 年的全口径内部市场达 3742 亿元，累计可创造增量效益 100 多亿元。如果内部市场开拓有力，效果明显，实现“1+1>2”的效果，将为大型中央企业的重组整合提供样本。

1.3. 国企结构调整基金首单落地，公司增发资金到位

目前增发资金已到位，本次非公开发行的发行价为 3.86 元/股，总募集资金为 62.29 亿元，由共有 8 个机构投资者认购，锁定期 12 个月。中国国有企业结构调整基金股份有限公司也是本次认购对象之一。

2016 年 9 月，受国务院国资委委托，中国诚通牵头成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，基金总规模为人民币 3500 亿元，中国诚通集团总裁、国企结构调整基金董事长朱碧新表示，基金将重点研究把基金用在调结构的项目上，基金希望 80% 的投资都用在国有重点骨干企业结构调整上。本次投资中国中冶，是该基金成立后首次投向 A 股上市公司。这体现出公司在国企改革层面的工作获得了国资委的肯定，未来前景值得期待。

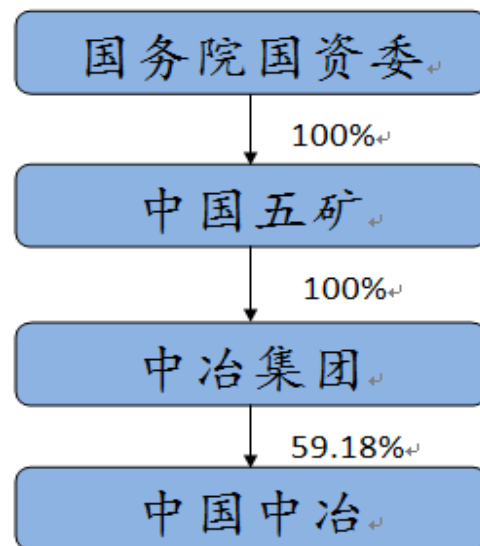
表 3：公开发行认购对象及认购金额

发行对象名称	获配股数（亿股）	获配金额（亿元）	锁定期（月）
1 财通基金管理公司	5.24	20.24	12
2 深圳市平安置业投资	1.81	7.00	12
3 鹏华资产管理有限公司	1.62	6.24	12
4 诺安基金管理有限公司	1.67	6.43	12
5 建信基金管理优先责任公司	1.74	6.71	12
6 宏信证券有限责任公司	1.61	6.23	12
7 华泰资产管理有限公司	2.20	8.48	12
8 中国国有企业结构调整基金股份有限公司	0.24	0.96	12
合计	16.17	62.29	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

本次增发后中冶集团持股 59.18%，依旧是公司的控股股东。增发资金到位后，公司将进一步做大做强做优公司的核心业务，提高公司核心竞争力，改善公司自身资本结构，保持公司可持续发展。

图 2：中国中冶最新股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：募集资金用途

类别	序号	项目名称	募集资金（亿元）
基础设施投资	1	珠海市十字门中央商务区商务组团项目	21.4
	2	泸州空港路建设项目	5.2
节能环保投资	3	湛江钢铁环保项目	4.9
保障房	4	汪家馨城二期项目	7.6
	5	满堂家园项目	4.5
其他	6	补充流动资金及偿还银行贷款	18.1
总计			61.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

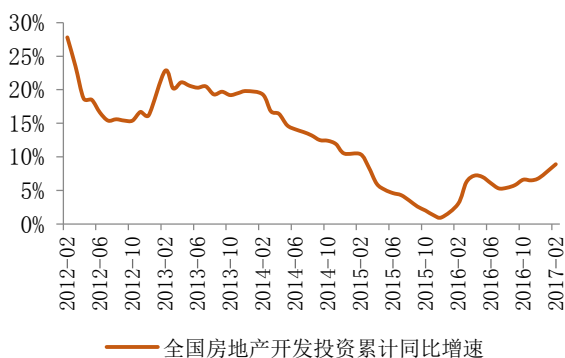
2. 技术优势、地产品牌助力中国中冶业务多元化

2.1. 冶金市场日趋饱和，公司业务多元化成果斐然

冶金市场经过建国以来的高速发展之后，现在已经接近饱和。受国家宏观调控政策影响，冶金领域固定资产投资快速下滑。2016年，全国黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资额为4161亿元，同比下降2.3%。在有色冶金方面，2016年，全国有色金属矿采选业固定资产投资额为1429亿元，同比下降10.0%；有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资额为5259亿元，同比下降5.7%。

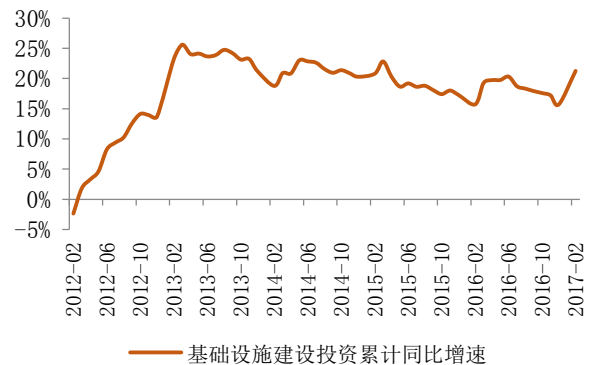
快速推进的城镇化进程，推动房屋建筑工程及基础设施建设市场连续快速发展。2016年，全国房地产开发投资102581亿元，同比增长6.9%，商品房销售面积同比增长22.5%。2016年，全国基础设施建设投资152011亿元，同比增长15.7%，近期增速一直处于高位。非冶金工程市场未来发展空间十分广阔。

图 3：全国房地产开发投资累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

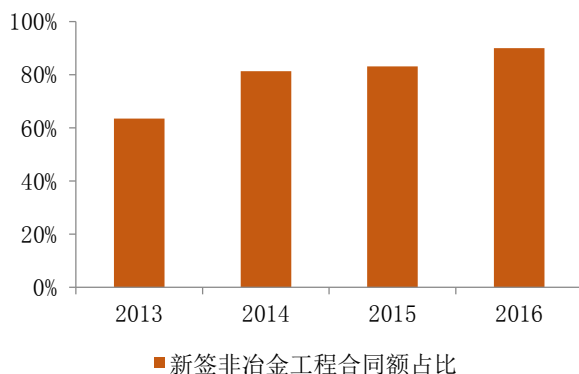
图 4：全国基础设施投资累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

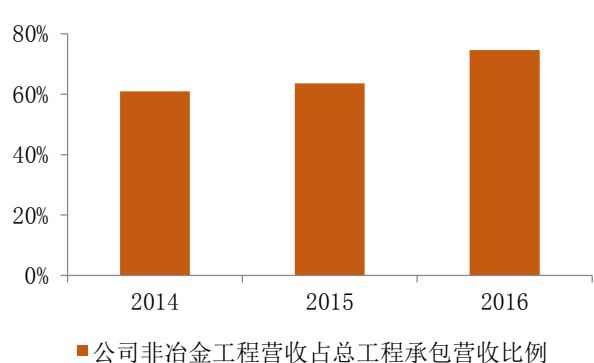
在传统冶金业务的市场容量出现下降的情况下，公司主动向其他领域拓展业务，寻找新的发展动力。近年来，公司在夯实传统冶金主业的基础上，业务多元化开拓取得积极进展。2016年，公司新签工程合同额5024亿元，同比增长25.10%，其中新签非冶金工程合同额占新签工程合同额的90%，占比达到历史新高。公司2016年工程承包营业收入中非冶金工程营业收入占到29.81%，非冶金工程已经成为公司发展的重要动力来源。

图 5：2014 年至今公司新签非冶金工程占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司非冶金工程营收占工程承包营收比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 冶金技术实力雄厚，技术优势延伸至非冶领域

公司积累了贯穿钢铁工程 8 大业务领域、19 个业务单元的核心技术优势和国内实力最强的矿山建设、矿业开发及生产的核心技术优势。公司能将这种优势延伸到其他建设领域，以钢结构建筑为例，公司有非常成熟的钢结构加工制作生产和装备制造基地，在建筑钢结构、工艺钢结构、设备钢结构的制造和安装方面全国领先，在冶炼、化工、轻工等工业项

目非标设备的制造和安装方面具有突出实力，可提供从设计到加工制造，从结构安装到项目整体承建的全过程服务。冶金技术为公司开拓钢结构市场提供了无可比拟的优势。

经过长期积累，公司在特殊地质条件下大型深基坑、超高层建筑、超大跨度建筑、超大型复杂高精度机电系统工程建设等领域拥有了一大批国际一流的技术。此外，公司建立了多个新兴产业研究院，在综合管廊、海绵城市、美丽乡村、智慧城市等新兴工程技术领域，和污水处理、河道治理、垃圾综合处理、光伏发电等环保业务领域以及特色主题公园建设领域也具有十分明显的技术优势。

表 5：公司人才优势与研发能力一览

突出的人才优势	<p>(1) 领军人才</p> <p>中国工程院院士 1 人；国家勘察设计大师 12 人； 中央直接联系的院士专家 3 人；国家白千万人才工程专家 4 人</p>
	<p>(2) 中坚力量</p> <p>各类专业技术人才 53000 人，占集团总人数超过 48%；其中工程技术人才 40000 人，占专业技术人员超过 75% 中高级职称 31687 人，占专业技术人员数的 60%</p>
强大的研发能力	<p>(1) 国家工程技术研究中心</p> <p>国家钢结构工程技术研究中心；国家工业建筑诊断与改造工程技术研究中心； 国家钢铁生产能效优化工程技术研究中心；工业环境保护国家工程研究中心</p>
	<p>(2) 专业领域技术中心</p> <p>多晶硅材料制备技术国家工程实验室；国家建筑钢材质量监督检验中心； 冶金清洁生产技术中心；国家环境保护钢铁工业污染防治工程技术研究中心； 中国工程建设焊接协会焊接从业人员培训中心</p>
	<p>(3) 新兴产业研究院</p> <p>中国中冶管廊技术研究院；中国中冶海绵城市技术研究院； 中国中冶美丽乡村与智慧城市技术研究院；中国中冶水环境技术研究院； 中国中冶康养产业技术研究院</p>

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2015 年，公司有效专利继续位居中央企业第 4 名，居所有非资源垄断类中央企业第 1 名，有效专利已达到 16406 件，其中发明专利为 3656 件。2015 年 12 月，专利“一种环冷机台车”荣获第十七届中国专利金奖，实现了公司在中国专利金奖上零的突破，2016 年 10 月，专利“一种干熄炉专用供气装置”再获中国专利金奖。

事实上，已经承接的各种类型的大型基建及新兴产业项目，已经展示了公司具备了多元化发展的技术能力。

表 6：公司最近承接的重大基建及新兴产业项目

领域	重点工程
交通市政基础设施	长春至深圳高速公路内蒙古通辽至鲁北段施工总承包项目、湖北光谷大道快速化改造工程、贵州遵义至绥阳高速公路项目等，市政交通基础设施领域的发展对提升公司盈利能力和可持续发展，作用愈发明显
环境工程与新能源	云南昆明 60MWP 并网光伏发电总承包项目、宝钢炼铁厂烧结大修改造烟气净化工程、辽宁农业高新区污水处理项目、武钢集团鄂城钢铁烟气余热回收发电综合节能技术改造项目等
高端房建	河北保定市万博广场二期工程、河南新密轩辕黄帝故里文化产业园项目施工总承包、兰州新区理工职业学院设计施工总承包项目、福州新区海西创新园三期及基础配套设施项目等，合同额均达数十亿元，公司的高端房建业务得到了快速、健康发展
特色主题工程	上海迪士尼度假区探险岛、明日世界施工总承包项目、珠海长隆海洋王国、武汉万达电影乐园、淮安西游记文化体验园等多个特色主题工程项目，获得了社会各界的广泛认可，进一步树立了主题工程领域的行业领先地位

城市地下综合管廊	珠海横琴地下综合管廊工程、湖南常德大道地下综合管廊；与贵州省、深圳市、昆明市等多个省市政府签署了综合管廊战略合作协议
海绵城市、美丽	武汉市光谷中心城西干渠公园工程、青菱十里长渠拓宽工程、生态改造及水质提升工程、古田生态新城基础设施建设和生态修复等三个项目的规划、设计、建设；重庆渝北奇彩山谷农业观光园、贵州道真大沙河国际旅游度假区、重庆市北部新区互联网产业园、上海新虹桥国际医学中心

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 地产业务毛利突出，打造高端住宅品牌

公司的房地产业务集中于中冶置业集团有限公司，位列国资委确定的 16 家以地产为主业的央企名单。中冶置业全力打造以项目开发能力、资本整合能力、产业整合能力为基础的企业核心竞争力，2016 年，中冶置业营业收入、销售签约额实现“双百亿”，资产总额 526 亿元。

表 7：中国中冶参股及控股的房地产公司

被参控公司	参控关系	直接持股比例	表决权比例
天津中冶和苑置业有限公司	联营企业		19.00
青岛金泽华帝房地产有限公司	子公司		50.00
天津中冶团泊城乡发展有限公司	联营企业	30.00	
天津中冶新华置业有限责任公司	联营企业	49.00	
包头市中冶置业有限责任公司	联营企业	36.00	
中冶置业集团有限公司	子公司	100.00	100.00

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司倾力打造了具有业界影响力的高端住宅、商业地产和中冶物业三张企业名片。特别是高端地产领域，公司根据中国南北文化差异，创立了“中冶·德贤公馆”、“中冶·锦绣华府”、“中冶·逸璟龙湾”三大高端住宅产品系列，凭借精湛的建筑品质和稀缺的城市区域，高端住宅的销售一直保持着可喜的发展势头，多个项目的销售量跻身当地市场销售榜前列。由中国指数研究院、中国房地产指数系统评选发布的“2016-2017 中国 TOP100 价值楼盘”榜单公布，公司打造的北京中冶·德贤公馆、南京中冶·盛世滨江从全国 100 个城市近 10000 个楼盘中脱颖而出，入围百强楼盘榜单。其中，南京中冶·盛世滨江在 2016 年 5 月首次开盘，实现 3 小时热销 18 亿元，单月销售额全国排名第七位。

公司 2015 年年报指出：未来五年，公司房地产业务的发展目标为：**综合实力排名央企房地产企业前 10 位、国内房地产行业前 50 位**。2016 年，公司房地产项目销售火爆，如果仅根据 2016 年房地产销售额排名，公司地产销售表现已经接近实现了五年发展目标，发展情况好于预期。

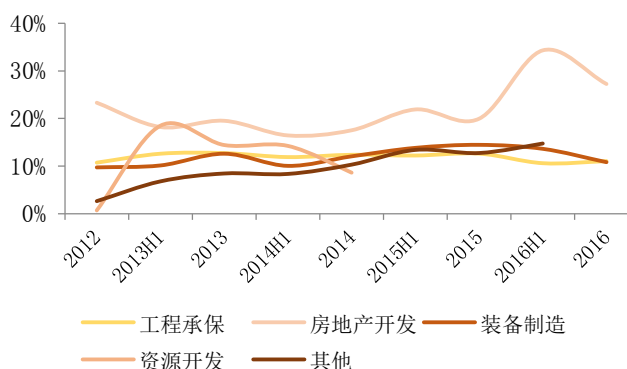
表 8：2016 年房地产央企地产销售金额排名

房地产央企	地产销售金额（亿元）	全国排名
1 保利地产	2100	5
2 中海地产	2105	6
3 华润置地	1080	10
4 招商蛇口	747	14
5 中国铁建	466	27
6 华侨城	370	35
7 电建地产	310	50
8 中粮置业	310	50
9 中国中铁	300	54
10 中冶置业	220	75
11 五矿地产	210	77
12 葛洲坝	120	123

资料来源：中国指数研究院，天风证券研究所

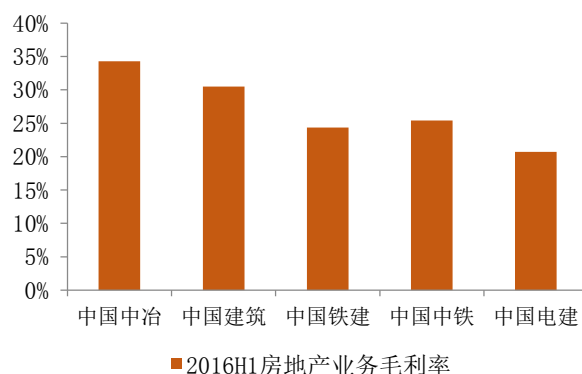
2016 年，公司的房地产业务毛利率 27.24%，遥遥领先其他主营业务。这不仅与房地产行业整体毛利率比较高有关，同时也体现出公司在房地产开发过程中独到的眼光和优秀的管理能力。不仅如此，公司的房地产在五家中字头的房地产央企中房地产业务的净利率也是名列前茅。

图 7：2012-2016 中国中冶主营业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2016H1 中字头央企房地产业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

以天津“新八大里”首宗地块“七里”为例，2014 年 5 月公司以 49.49 亿元底价摘得，折合楼面地价 1.4 万元/平方米，宣告年内天津总价单价双料“地王”诞生。虽然在当时看来，公司的买地成本很高，但是目前“新八大里”已经成为天津房地产的新宠。

“七里”地块上开发的中冶德贤公馆位于河西区，邻近城市主干道大沽南路，靠近中环线，配套成熟。公司在该地块开发了中冶德贤公馆项目，定位于中高端住宅，目前小户型在售价格在 2.9 万元/平方米左右，实现了较大收益。

图 9：中冶德贤公馆外景效果图



资料来源：房天下，天风证券研究所

图 10：中冶德贤公馆 2016 年房价走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. “一带一路”助力海外拓展，资源业务有望持续减亏

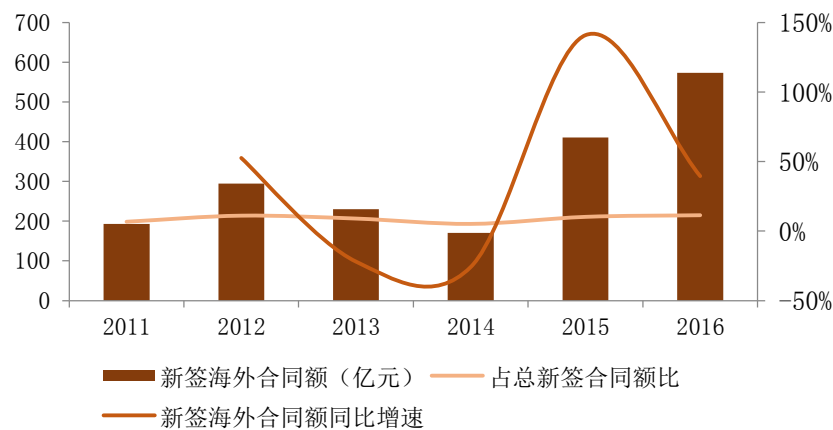
3.1. “一带一路”强势推进，海外工程合同高速增长

新中国五矿资产规模超 7000 亿元，体量超过必和必拓、力拓、淡水河谷三大矿业巨头，成为全球最大的金属矿产巨头。公司依靠新中国五矿强大的竞争优势，叠加“一带一路”战略的政策红利，海外业务进入新的发展阶段。

据统计，2016 年我国企业在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同 8158 份，签合同额 1260.3 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.6%，同比增长 36%。习主席与李克强总理访问海外签署战略合作框架投资在 4000 亿美元以上。同时，海外工程业务趋势受益人民币兑美元贬值。人民币兑美元中间价近期跌破 6.95 元，创八年新低。人民币兑美元贬值将使得国际工程公司更具竞争优势，有利于海外业务开展。

2016 年 1-12 月，公司累计新签合同额人民币 5024 亿元，较上年同期增长 25.1%。其中公司新签海外项目合同额共 573 亿美元，比去年同期增长 39.5%，增速大幅高于国内项目，呈现出快速增长的状态。

图 11：2011-2016 公司新签海外合同情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 9：海外业务亮点频现

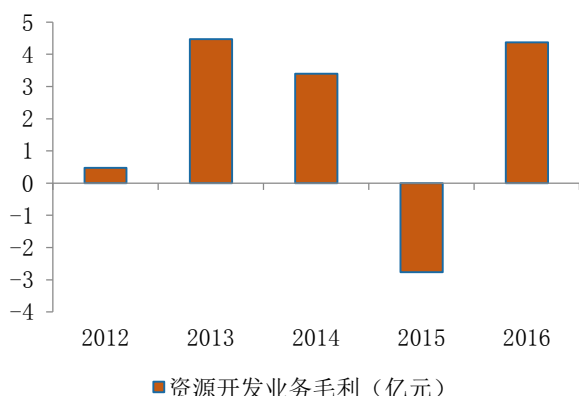
亮点	项目	合同金额	项目内容及意义
“一带一路”旗舰项目“中巴经济走廊”的第一个实施项目	中兴能源巴基斯坦旁遮普省 100MW 光伏电站 EPC 总承包工程（绿极能源、阿波罗太阳能、雷斯能源）	总计 29.9 亿人民币	总体建成后将是世界上单体最大光伏发电项目，是我国“一带一路”重点开局工程之一。该项目的开工建设可直接为当地创造 3300 多个就业岗位，项目全部并网发电后，每年可提供清洁电力约 12.71 亿度，节约标准煤约 39.4 万吨，减排二氧化碳 82.6 万吨。
第一次中标美国本土大型工程	中冶海外和美国 PDC 资本集团签署养老地产建设协议	5.5 亿美元	中冶海外将利用在中国采购和加工、在美国本土组装和配套的模式，参与养老地产项目的设计、采购、施工管理等工作。通过和美国公司优势互补，为项目创造好的经济和社会效益。
第一次获得海外地铁合同	新加坡地铁汤东线建设勿洛南站及隧道项目	1.4 亿美元	标志着本公司在公共基础设施领域开启了新的一页，不仅增强了公司在当地建筑工程领域的市场影响力，更为公司“做冶金建设国家队、基本建设主力军、新兴产业领跑者，长期坚持走高技术建设之路”的战略新定位提供新的支撑，大大提高了公司的品牌效应。
再次在海外获得大型综合系统钢铁项目	马来西亚马中关丹产业园 350 万吨钢铁项目全工艺系列合同	超 8 亿美元	项目包括设计、采购、施工、安装、设备材料管理、项目管理等。马中关丹产业园区位于马来西亚东海岸经济特区关丹港市，被列入国家“一带一路”规划重大项目和跨境国际产能合作示范基地。本次获得 350 万吨钢铁项目全工艺系列合同，用实际行动实现了公司必须要“占领钢铁技术和市场制高点，在冶金领域保持世界第一的绝对地位”的钢铁誓言。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 镍、铜、锌价格震荡向上，资源开发业务持续减亏

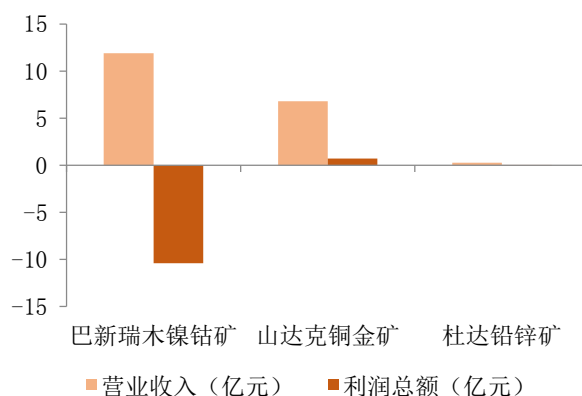
矿产资源开发也是公司海外业务一个重要的组成部分。2016 年公司资源开发业务毛利为 4.37 亿元，较 2015 年有所反弹。随着未来镍、铜价格震荡走高，公司资源开发业务有望实现盈利。公司目前主要在产矿业项目包括巴新瑞木镍钴项目、巴基斯坦山达克铜金项目、巴基斯坦杜达铅锌矿项目以及洛阳多晶硅项目。希拉格兰德铁矿 2016 年该项目累计生产铁精粉 15.65 万吨，该项目目前已经停产。

图 12：2012-2016 公司资源开发业务毛利



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2016 三大主要海外矿产营收、利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年巴新瑞木镍钴项目累计生产镍 22234 吨，全年平均达产率 68.2%。全年实现销售收入 12.0 亿元，利润总额为 -10.4 亿元。根据总成本=收入-利润，在产量变化不大的情况下，通过计算可知镍矿的保本价格约为 14600 美元/吨，同理可得其他矿产的保本价格。

表 10：公司主要在产矿产项目产能规模及保本预测价格

矿产项目	2017 计划产能	预测保本价格
巴新瑞木镍钴项目	镍约 25000 吨	14600 美元/吨左右
巴基斯坦山达克铜金矿项目	镍约 25000 吨	6313 美元/吨左右
巴基斯坦杜达铅锌矿项目	锌 20 万吨	2065 美元/吨左右
洛阳多晶硅	15000 吨	126 元/千克左右

资料来源：公司公告，2016 公司业绩推介材料，天风证券研究所

矿产价格是资源开发业务的生命线，2016 年以来镍、铜、铁、多晶硅的价格都出现了上涨，公司资源开发业务出现生机。

图 14：LME 镍价格走势



图 15：LME 铜价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：LME 锌价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：中冶多晶硅出厂价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

巴新瑞木镍钴项目巨亏的原因是镍供大于求，导致镍价格下降，同时镍销售量下降。然而，现在的情况正在发生好转。2017 年 2 月 2 日，菲律宾政府出于环保考虑下令关停 23 座矿场，且多数为镍矿，关停矿场的镍产量约占世界总产量的 8%。镍供应量的下降将有助于推高镍价，同时需求正在逐步增加，未来镍价格有望走高。

目前锌矿供应仍然偏紧，特朗普基建方案再起，加上中国两大 PMI 数据走强，以及部分地区环保整顿加严，对锌价形成较强提振。长期来看，全球制造业全面回暖，基建投资提振市场预期，将对锌价格构成一定支撑。

罢工给铜矿生产带来了巨大压力，世界上最大的两个铜矿 Escondida 和 Grasberg 仍未恢复正常经营。需求方面，美国特朗普政府也提出了 5000 亿美元的基建方案，我国两会召开发布政府工作报告，提出铁路建设投资 8000 亿、公路水运 1.8 万亿等基础设施建设。紧缩的供给和扩张的需求，预计铜价至少能够保持在目前水平。

为了预测未来一年公司销售的镍价格均值，我们假定可以表示为 LME 镍现货价格与 LME 镍 15 期货价格的均值，即 $(9873+14266) / 2 = 12070$ 美元/吨，同理铜、锌的预期价格也可以通过现货价格与期货价格求均值获得。由于多晶硅没有期货价格，所以我们假设未来一年内的预期均价即为现价。

表 11：公司在产矿产价格预测

资源	现价	未来一年预期均价
镍	9873 美元/吨	12070 美元/吨
铜	5848 美元/吨	5768 美元/吨
锌	2782 美元/吨	2435 美元/吨
多晶硅	128 元/千克	128 元/千克

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑矿产资源价格在目前至少不用担心大幅下降的问题，公司不必计提固定资产减值准备，公司预期贡献利润 = (未来一年预期均价 - 保本预测价格) * 产能。同时，未来一年公司镍销售金额的汇兑均值为美元兑人民币 1803 期货与即期汇率的均值，即 $(6.86+7.13) / 2 = 7.00$ 。公司 2014 至 2016 年资源开发业务利润总额分别为 -13.2 亿元、-31.2 亿元和 -9.1 亿元，2016 年矿产资源价格的上涨，公司资源开发业务已经实现巨幅减亏。2017 年，矿产资源价格上涨趋势不减，同时，公司常年亏损的希拉格兰德铁矿停止生产，效益不错的杜达铅锌矿项目扩大生产，预计将使公司的资源开发业务实现小幅盈利，使公司的总体利润水平提高 12%。

表 12：公司资源开发业务盈利预测

矿产项目	预计贡献利润	2017 预期资源开发利润总额	2016 资源开发利润总额	2016 公司利润总额	公司利润总额提高比例
巴新瑞木镍钴项目	-0.63 亿美元	0.37 亿人民币	-9.1 亿人民币	76.5 亿人民币	(0.37+9.1) /76.5=12.38%
巴基斯坦山达克铜金矿项目	-0.05 亿美元				
巴基斯坦杜达铅锌矿项目	0.74 亿美元				
洛阳多晶硅	0				

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. PPP 推广力度空前，公司严格筛选、积极承揽

4.1. PPP 发展迅速，完美对接了政府和企业的需求

目前国家发改委与财政部均有自己的 PPP 项目库，2015 年 5 月发改委建立首个国家部委层面 PPP 项目库，而 2016 年 2 月，财政部也建立了 PPP 综合信息平台项目库。根据最新数据，发改委和财政部各已经公布了第三批 PPP 项目，发改委项目库总金额超 6 万亿，财政部超 12 万亿，发展速度极为迅猛。

与此同时，PPP 相关配套政策频出，2016 年 12 月 26 日，发改委和证监会联合印发了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化的通知》，资产证券化作为一种融资方式不仅为社会资本方投资 PPP 项目提供了新的退出渠道，同时可以有效降低融资成本，对于推动 PPP 项目具有重要意义。

表 13：PPP 项目库时间轴：发改委 VS 财政部

时间	财政部	发改委
2015/04	第一批示范项目 ：总投资规模约 1800 亿元	
2015/05		第一批 PPP 推荐项目 ：总投资 1.97 万亿元
2015/09	第二批示范项目 ：总投资金额 6589 亿元	
2015/10		第二批与全国工商联推介 PPP 项目 ，江苏、安徽、福建、江西、山东、湖北、贵州等 7 个省份在会上推出总投资约 400 亿的 PPP 项目
2016/01	第一期季报：6997 个项目纳入财政部 PPP 项目库，总投资需求 8.1 万亿元	
2016/03	第二期季报：7721 个项目纳入财政部 PPP 项目库，总投资 8.8 万亿元	
2016/06	第三期季报：9285 个项目纳入财政部 PPP 项目库，总投资 10.6 万亿元	
2016/09		第三批公开推介传统基础设施 PPP 项目 1233 个 ，总投资约 2.14 万亿元
2016/10	第三批示范项目 ：总投资金额 1.2 万亿元	

资料来源：发改委，财政部，天风证券研究所

众所周知，我国地方政府一直存在着强烈的投资冲动，近年来由于清理地方债和加快经济转型，这种冲动受到一定程度的限制，全国的固定资产投资增速不断下滑。同时，由于整体经济增速下滑，经济风险预期加大，民间资本投资意愿下降，投资增速下滑严重。

图 18: 固定资产投资累计同比增速

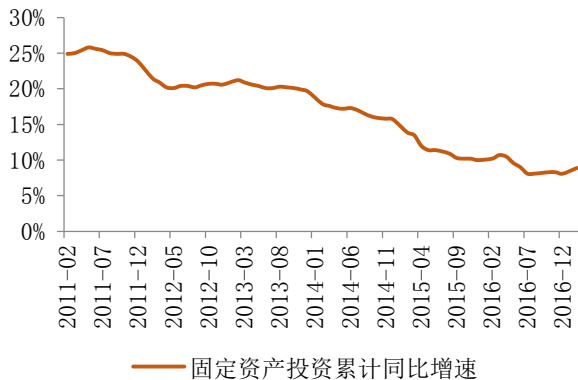
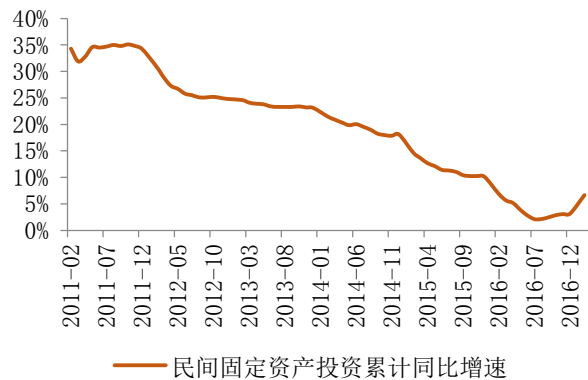


图 19: 民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

但是 PPP 是在一定程度上开了个口子, 有望引导民间投资投入到基础设施建设中去, 扭转投资的下滑趋势, 这是 PPP 在当前经济形势下的特殊意义。央企在承接订单、资金实力、资金成本等方面较民营企业具有天然优势。根据调研信息, 国有建筑公司在承接 PPP 订单方面优势确实明显, 以至于许多优质的 PPP 项目已经开始出现压价竞争的现象。

需要重视在 PPP 项目中国有建筑企业的“通道作用”。全社会投资增速随着人口结构变化而快速下行, 而基建将在连续几年内保持强势, 随着 PPP 模式的全面推开, 社会资本想参与进去, 与国有大型建筑公司合作便成为一个很好的选择, 这就是国有建筑公司的“通道意义”。此“通道意义”使得国有大型建筑公司股权成为社会资本追捧的稀缺品。

4.2. 公司 PPP 订单占比提升迅速,同时严控风险、探索金融合作新模式

在 PPP 模式已经成为基础设施和新兴产业领域的主要商业模式的大背景下, 公司紧随国家政策导向, 自 2015 年以来, 将产融有效结合, 使公司的 PPP 业务得以快速发展, 不仅贡献了大量新签工程合同额, 而且为企业在城市地下综合管廊等新兴业务领域的开拓, 提供了切实可行的商业模式。

2016 年, 公司累计中标 PPP 项目 122 个, 涉及的项目总投资 2538 亿元, 撬动的工程规模 1751 亿元。在建 PPP 项目确认收入 94 亿元, 较 15 年 2.8 亿元的水平快速增长。2016 年以来, 公司新签单笔合同额在人民币 5 亿元以上的重大工程承包合同中, PPP 项目数量占比和金额占比都在逐步提升(见图 20、21), PPP 已然成为公司承揽工程项目的重要形式。就目前了解到的情况来看, 2017 年持续拓展 PPP 项目仍是公司的主要任务, 预计项目总投资和收入在 2016 年的基础上仍会快速增长。

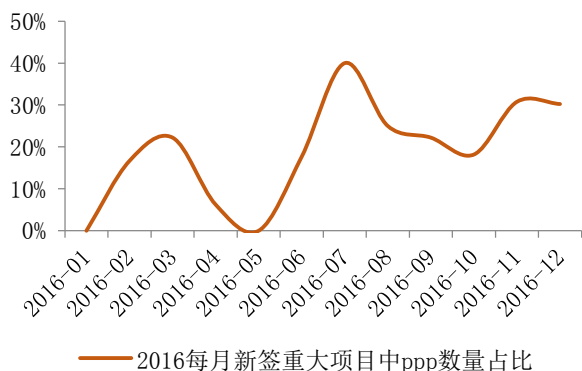
表 14: 2016 年以来中国中冶 5 亿以上的 PPP 项目一览

时间	签约 PPP 项目名称	项目金额 (亿元)
2016 年 2 月	重庆中美协同创新加速器及大数据学院 PPP 项目工程	7.5
2016 年 3 月	郑州市惠济区老鸦陈、张砦、双桥村棚户区改造建设项目 (一期工程)	67
2016 年 3 月	贵州省赤水至望谟高速公路紫云至望谟段	41.7
2016 年 3 月	黄石经济技术开发区新型城镇化及基础设施 PPP 建设项目	37.7
2016 年 3 月	贵州省三都至荔波高速公路 PPP 项目	28
2016 年 3 月	贵州省天柱至黄平高速公路三穗至施秉段	26
2016 年 3 月	辽阳市大型人防公交枢纽 (综合客运枢纽二期工程政府和社会资本合作 (PPP) 模式项目)	5.2
2016 年 4 月	佛山西站一期路网 PPP 项目建设工程施工总承包	13.2
2016 年 6 月	兰州新区地下综合管廊一期工程 25 条管廊项目	46.5
2016 年 6 月	福建健康产业园 (一期、二期) 建设工程 PPP 项目	40
2016 年 6 月	武汉阳逻经济开发区“阳逻之心”PPP 项目	13.7

2016年7月	马鞍山市濮塘休闲度假区配套基础设施项目 (PPP 项目)	8.4
2016年7月	马鞍山市慈湖高新区市政基础设施和双创基地项目 (PPP 项目)	6.7
2016年8月	重庆沙坪坝工业园青凤组团启动区基础设施建设 (PPP 项目)	30
2016年8月	南京市浦口区新市镇项目汤泉街道房建工程 (PPP 项目)	5.2
2016年9月	西安市地下综合管廊建设 PPP 项目 (PPP 项目)	62.9
2016年9月	佛山市顺德区横五路 (一期) 工程 (PPP 项目)	11.2
2016年10月	长春空港经济开发区综合管廊及市政路网东区项目 (PPP 项目)	35.6
2016年10月	岳池县园区基础设施建设、广岳大道-翔凤大道沿线人居环境整治、特色集镇建设 (PPP 项目)	20.0
2016年11月	马鞍山市中心城区水环境综合治理 PPP 项目 EPC 总承包合同 (PPP 项目)	34.8
2016年11月	国道 G206 线梅城至畚江段改线工程项目 (PPP 项目)	10.8
2016年11月	吴忠市城市东部地下综合管廊一期工程 (PPP 项目)	7.3
2016年11月	濮阳市引黄灌溉调节水库岸线综合提升工程 (PPP 项目)	6.5
2016年12月	四川省简阳市高铁新城一期建设 PPP 项目施工总承包项目 (PPP 项目)	29.5
2016年12月	呼和浩特金山高新技术开发区新能源产业园区新能源汽车制造项目建设工程施工总承包合同 (PPP 项目)	29.3
2016年12月	重庆渝北区仙桃数据谷二期一标段投融资建设工程 (PPP 项目)	29.0
2016年12月	G320 湘潭绕城线三期工程 (PPP 项目)	24.9
2016年12月	广东省梅州市梅县新城地下综合管廊等市政基础设施建设项目施工总承包 (PPP 项目)	19.3
2016年12月	汝州市科教园区建设 PPP 项目社会资本和工程总承包商一体化采购施工合同 (PPP 项目)	17.8
2016年12月	六安集中示范园区城镇化建设 PPP 项目工程总承包合同 (PPP 项目)	17.3
2016年12月	攀枝花火车站基础设施项目 (PPP 项目)	16.0
2016年12月	银川市地下综合管廊及配套基础设施 PPP 项目 III 标段 (PPP 项目)	9.9
2016年12月	巴中经济开发区规划十四路建设项目等三个 PPP 项目施工合同 (PPP 项目)	7.5
2016年12月	青岛平度市奥体中心工程 (PPP 项目)	7.0
2016年12月	邯郸冀南新区科创中心及周边道路工程 (PPP 项目)	5.1
2016年12月	大理海东山地新城洱海保护水环境循环综合建设工程 (PPP 项目)	5.0
2017年1月	四川省泸州市二环路 (纳溪段) 项目 (PPP 项目)	16.1
2017年1月	成都天府新区“拨改租”第二批 (三期) 项目投资建设施工总承包合同 (PPP 项目)	7.7
2017年2月	黑龙江抚远市黑瞎子岛配套功能区东极小镇项目 (PPP 项目)	30.0
2017年2月	银川市地下综合管廊及配套基础设施 PPP 项目 IV 标段 (PPP 项目)	11.7
2017年2月	温州生态园黄屿 D-22 (原 F03) 地块棚户区改造 PPP 项目总承包合同 (PPP 项目)	6.7
2017年2月	贵州新蒲保税区配套产业标准厂房四期建设项目合同 (PPP 项目)	5.7

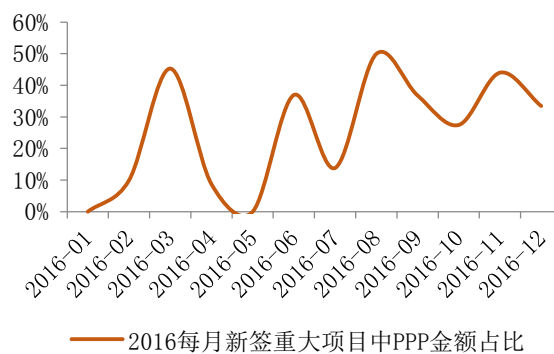
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：2016 每月新签重大项目中 ppp 数量占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2016 每月新签重大项目中 PPP 金额占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

PPP 项目大多投资金额较大，对于承揽企业的融资能力要求很高。在竞标 PPP 工程的过程

中，与民企相比，公司作为大型国企有着明显的资金优势。不仅如此，公司还积极与大型金融机构、民营上市公司合作，为 PPP 项目的融资提供更为多元化的渠道，赢得差异化的竞争优势。

2016 年 8 月 5 日，中冶集团和平安集团签署全面战略合作协议。公司和平安集团将共同设立中冶 PPP 项目产业基金，规模为人民币 1000 亿元，将为中国中冶未来承揽 PPP 项目带来巨大资金优势。目前公司与中国人寿、中国政企合作投资基金的合作也在积极洽谈中，后续将有更多的合作。与金融机构合作除了资金上有保证外，部分金融机构在一些 PPP 项目上也有一定的主导权，掌握整个项目周期，公司在这类项目中与他们合作能够确保施工利润并不用过多考虑运营环节的问题。

公司同时与很多上市民企作为联合体中标 PPP 项目。作为公司而言，整个大的项目由公司统揽，而部分相对无太大优势的业务（如园林等）则交给民营企业，能够发挥各自优势。

公司在积极承揽 PPP 项目的同时也非常注重风险控制，对于 PPP 项目的筛选有着严格的标准：（1）对能入财政部 PPP 项目库，有正式实施方案并已通过相应审核的正规 PPP 项目，全力参与；（2）对不能入财政部 PPP 项目库的“类 PPP 项目”中的政府采购项目，如有当地人大将还款列入预算及中长期规划的决议，积极参与；（3）对经济欠发达地区的项目，全部认真评审、严格审批，谨慎参与；对不能入 PPP 项目库且不属于政府采购范畴，而被地方政府包装为 PPP 的项目，一概不参与。

图 22：中国中冶 PPP 项目特点及风险控制



资料来源：中国中冶业绩沟通会，天风证券研究所

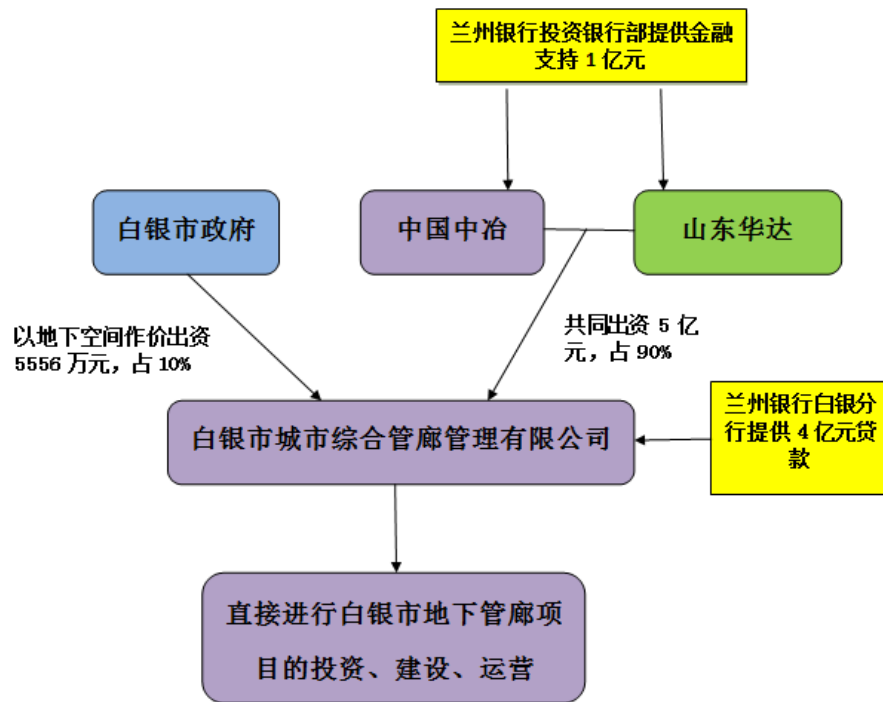
4.3. 积极发挥技术优势，大胆创新 PPP 合作模式—以白银市管廊项目为例

2015 年 10 月，中国一冶集团有限公司、山东华达建设工程有限公司与白银市政府正式签订了白银市地下综合管廊试点项目 PPP 项目合同书及备忘录，成立白银市城市综合管廊管理有限公司，开创了全国管廊试点城市中唯一以混合所有制形式投资、建设、运营、管理项目的先河。这体现出公司积极创新 PPP 合作模式，为后续 PPP 项目的开展积累丰富的管理经验。

在这个项目中，白银市政府以地下空间作价出资 5556 万元，占项目公司 10% 股权，社会资本方以现金出资 5 亿元，占项目公司 90% 股权。项目采取建设—运营—移交（BOT）的运作方式，特许经营期 30 年（含建设期）。根据市场平均水平测算，社会资本方投入本金的收益率大约在 8%。兰州银行，通过投资银行部对白银管廊项目公司资本金方面提供金融

支持 1 亿元，兰州银行白银分行向社会资本发放贷款 4 亿元，满足 PPP 项目融资需求。公司与山东华达实际共同出资 1 亿元，占总投资的 18%。

图 23：白银市地下管廊项目示意图



资料来源：天风证券研究所整理

预计项目建成后，项目公司在获得合理回报和支付融资本息情况下，每年资金需求量为 8290 万元，项目公司可以获得初期入廊费和以后年度管廊租赁使用费，管廊租赁经营收益为 2800 万元/年；基础设施配套费补助 1500 万元/年；政府预算资金补助 4000 万元/年。以上费用合计现金流 8300 万元/年，基本能够保障项目公司的合理收益。

管廊项目一般都需要大量的财政补助，PPP 项目的收益安全性是公司首要关注的问题。白银市在全国 34 个城市中脱颖而出，成为西北地区唯一进入全国首批 10 个地下综合管廊试点的城市。在 2015 年到 2017 年的三年间，白银每年还可获得财政 3 亿元的专项资金补助。以此可看出这个 PPP 项目经过了财政部和住建部专家组的层层筛选，项目可行性获得了很大的肯定，是非常优质的项目。

图 24：白银市地下管廊总体布局平面图



资料来源：白银市住房和城乡建设网，天风证券研究所

该项目以搭建主城区及银西新区主干管廊系统为目标，建设主城区的北环路、银山路、振兴大道、诚信大道、北京路等 5 条地下综合管廊，和银西新区的迎宾大道及南环西路 2 条地下综合管廊，合计 26.25 公里。项目建成后，服务面积 40 平方公里，受益人口 35 万人，将大幅提升白银市城市建设管理水平和综合承载能力，为这座资源枯竭型城市注入新的活力。截至 2016 年 12 月，该项目开工率已达到 80%，已完成 14.6 公里的主体工程，占总工程量的一半以上，项目进展十分顺利。由于管廊项目位于白银市主城区最繁华的街道，预期 2800 万元/年的管廊租赁收益风险相对较小。

5. 公司积极拓展新兴产业，多管齐下成绩喜人

5.1. 管廊建设正当时，“中冶管廊”实力超群

(1) 相关政策强力支持，管廊建设正当时

城市综合管廊也被称为综合管沟、共同沟或地下共同沟，是通过将电力、通讯、给水、热水、制冷、中水、燃气、垃圾真空管等两种以上的管线集中设置到道路以下的同一地下空间而形成的一种现代化、科学化、集约化的城市基础设施。城市综合管廊的应用无疑能解决管线传统直埋、空中架设作业带来的“马路拉链”和“空中蜘蛛网”等问题。

表 15：综合管廊国家政策一览

时间	部门	文件
2014.6	国务院	办公厅关于加强城市地下管线建设管理的指导意见
2015.6	住建部	修订“城市综合管廊工程技术规范”； 制定“城市综合管廊工程投资估算指标”
2015.6	住建部；财政部	关于定期上报地下综合管廊十点城市工作进展情况的的通知
2015.8	国务院	关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见
2015.5	住建部	城市地下综合管廊工程规划编制指引
2014.12	住建部；财政部	关于开展中央财政支持地下综合管廊试点工作的通知
2015.1	住建部；财政部	关于组织申报 2015 年地下综合管廊试点城市的通知

2015.10	住建部、国开行、农业发展银行	关于推进开发性金融支持城市地下综合管廊建设的通知
2015.11	发改委、住建部	关于城市地下综合管理实行有偿使用制度的指导意见
2016.2	住建部、财政部	关于开展 2016 年中央财政支持地下综合管廊试点工作的通知

资料来源：相关政府网站，天风证券研究所

图 25：目前是城市综合管廊建设的最佳时间



资料来源：相关政府网站，天风证券研究所

结合各省份建设规划，我们预计我国未来五年将完成约 1.2 万公里长度的综合管廊，若以 0.8 亿元每公里投资额测算，预计未来五年城市综合管廊市场容量为万亿级别。

（2）公司成国内管廊先行者，“中冶管廊”实力超群

公司作为国内最早的地下综合管廊建设者，倾力打造具有广泛影响力的“中冶管廊”品牌，在国内创下多项第一。人民日报、新华社、中央电视台、中国经济导报等多家主流媒体聚焦“中冶管廊”进行了集中报道，引起了社会各界的强烈反响和广泛好评。

表 16：“三措并举”抢占管廊战略制高点

时间	事件	影响
2015.06.06	率先成立了——中冶华发公共综合管廊有限公司	这是国内首家管廊投资建设运营专业化公司，以此统领全集团分布于全国各地的勘察、设计、施工和运营力量，进一步开发国内综合管廊建设市场。
2015.09.14	中国邮储银行在京签署《中冶城市综合管廊产业基金战略合作框架协议》	决定共同设立国内首支千亿级城市综合管廊产业基金，不断为响应国家推进城市综合管廊建设号召提供资金与资本支持。
2015.10.29	成立中国中冶管廊技术研究院	这是全国第一家专业综合管廊技术研究院，力争为助推中冶集团管廊业务的快速发展、巩固全国管廊市场领跑者的优势地位、塑造中冶管廊业务知名品牌起到强有力的科技支撑与动力引擎作用。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

与此同时，中冶集团已经形成了集团、中冶华发管廊公司、子企业在综合管廊开发建设运营全过程中各司其责、紧密衔接和相互支撑的“三级联动”管控模式。通过这“三级联动”的相互呼应，有力地保证综合管廊开发和建设的有序推动。

图 26：“三级联动”促发展

集团	中冶华发管廊	子企业
<ul style="list-style-type: none"> 主要承担大型项目与政府高端对接、重大风险评估及大额度资金调配等决策类责任，搭建审批流程的绿色通道 	<ul style="list-style-type: none"> 统领全集团分布于全国各地的勘察、设计、施工力量，重点承担统控集团各类资源、统一对外、联合作战的管理职责 	<ul style="list-style-type: none"> 承担勘察、设计、施工、运营等环节的操作职责，构建对管廊市场开发的强力支撑，以此形成分工明确、责任清晰、优势明显、通力协作的工作格局。

资料来源：中国中冶推介材料，天风证券研究所

2016 年，公司新中标西安市、兰州市、深圳市等 39 个地下综合管廊 PPP 和施工总承包项目，中标项目里程 508.4 公里，投资额 501.32 亿元；新承揽的咨询、设计类项目涉及里程 314.88 公里；规划类项目涉及 995.23 平方公里，在国内管廊市场中继续保持领跑地位。公司承揽的珠海横琴地下综合管廊工程是国内首个成系统的区域性综合管廊工程，为国内综合管廊建设提供了标杆，**被住建部当作典型在全国推广**。在已明确承建单位的三座第一批国家级试点城市管廊项目中，本公司独占两席，管廊市场开发局面呈现出强劲的发展势头。

表 17：2015 年至今新增 5 亿元以上重大管廊合同

时间	合同	金额（亿元）
2015.12	白银市地下综合管廊建设工程	20.4
2016.04	银川滨河新区长河大街地下管廊工程项目	6
2016.06	兰州新区地下综合管廊一期工程 25 条管廊项目	46.5
2016.09	西安市地下综合管廊建设 PPP 项目（PPP 项目）	62.9
2016.10	长春空港经济开发区综合管廊及市政路网东区项目（PPP 项目）	35.6
2016.11	长春空港经济开发区综合管廊及市政路网西区项目	16.8
2016.11	吴忠市城市东部地下综合管廊一期工程（PPP 项目）	7.3
2016.12	深圳市空港新城启动区综合管廊及道路一体化工程	68.6
2016.12	广东省梅州市梅县新城地下综合管廊等市政基础设施建设项目施工总承包（PPP 项目）	19.3
2016.12	邢东新区综合管廊项目（EPC 工程总承包）	10.3
2016.12	银川市地下综合管廊及配套基础设施 PPP 项目 III 标段（PPP 项目）	9.9
2016.12	南昌市洛阳东路综合改造工程（昌东大道-天祥大道）综合管廊施工项目	6.1
2017.2	银川市地下综合管廊及配套基础设施 PPP 项目 IV 标段（PPP 项目）	11.7
2017.2	青岛新机场工作区、航站区综合管廊工程施工	5.5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 主题乐园建设如火如荼，公司能力赢得好评

（1）主题公园游客激增，各地建设如火如荼

目前，我国主题公园市场年客流已达到 1.5 亿人次。“十三五”规划纲要明确提出“文化产业成为国民经济支柱性产业”的目标，到 2020 年，文化产业占 GDP 比重有望达到 5% 以上，以主题公园旅游为代表的文化及相关产业增加值规模有望达到数万亿元。国家质检总局特种设备局安全巡视局巡视员隋法波披露，2015 年我国新增大型主题公园三十多家，新

增大型游乐设施 400 多台，截至 2015 年底，全国大型游乐设施已达到 2.04 万台，发展速度非常快。

主题乐园建设进入高峰期，2016 年各地主题乐园建设如火如荼，约有 20 个主题乐园正在建设中，比如北京的环球影城、各地的万达主题乐园等。

(2) 公司积极承揽，能力赢得好评

我国的主题公园未来市场广阔，但是存在设计形式单一、缺乏创意、无显著特色的“阿喀琉斯之踵”，公司大幅提高创意、深化设计及运维能力，持续提升全产业链综合竞争优势和品牌价值，以技术优势占领高端市场，着力打造名副其实的世界一流主题公园领军企业。

中冶集团作为世界 500 强企业，是全球最大的主题公园建设承包商，拥有国内唯一一家主题公园专业设计院，是国内唯一具有主题公园设计施工总承包资格的企业，也是国内第一批投身特色主题工程项目施工的企业。近年来承接了国内外许多主题公园项目，并出色完成了工程，获得一致好评。

表 18：中国中冶近年来承接的主题乐园项目一览

项目名称	承建子公司	项目简介
新加坡环球影城	中冶天工与中国京冶共同承建	新加坡环球影城（Universal Studios Singapore）项目是中冶集团在海外承建的第一个大型综合娱乐项目，占地约 20 公顷，建造费用超过 10 亿美元，设计日接待游客量 2 万人次，是东南亚首个、世界上第四个环球影城主题公园。 该工程荣获中国建设工程鲁班奖（境外工程），该奖项是中国建筑业工程领域的工程质量最高奖。 获新加坡建设局 BCA 和环境署颁发的两项大奖：绿色施工优秀奖以及新型钢结构轻质外墙板系统获得的绿色创新金奖。获国际项目管理（中国）特大项目金奖
上海迪士尼	上海宝冶	承揽了科技感最强、最具主题特点、游乐项目最集中的 明日世界和探险岛 等主题园区和其它专项工程。
武汉万达电影乐园	中国京冶	该项目位于湖北省武汉市武昌区楚河汉街商业街西侧，是 全球唯一的室内电影文化主题公园 ，与“汉秀”剧场并成为“武汉双骄”，是万达集团向文化产业转型的龙头项目之一。
方龙之谷室内乐园	上海宝冶	位于南京老山生态旅游体验园，首期占地 500 亩，总投资 88 亿，建筑面积约 70 万平方米，是 国内最大的室内主题乐园 。
郑州乐海水世界开园	上海宝冶	2016 年 6 月 17 日正式开园，郑州乐海水世界以国际创新理念、罕见的超大规模、全进口一流设备，以 法国名著《海底两万里》为主题文化 ，成为国际型的超大型水上乐园。项目总占地 20 万平方米，设计日游客容量 3 万人次。
淮安西游记乐园	中国京冶	淮安西游记乐园是以西游记文化为主线，整合旅游休闲、文化教育、动漫影视、商贸娱乐、餐饮酒店等产业链，融文化旅游、娱乐教育、动漫影视、商贸餐饮、休闲度假等于一园， 集娱乐性、体验性、科技性为一体的充满中国元素的主题公园 ，旨在打造成苏北重要文旅集散中心。
珠海长隆海洋王国	中冶建研	珠海长隆海洋王国所属的长隆国际海洋度假区位于珠海市横琴新区，规划设计分为富祥湾、横琴山、海豚湾三大组团，总体规划占地面积达 5 平方公里，是 集主题乐园、酒店度假于一体的综合性海洋乐园 。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 27：上海迪士尼“明日世界”

图 28：武汉万达电影乐园



资料来源：观察者网，天风证券研究所



资料来源：湖北风景园林网，天风证券研究所

5.3. 海绵城市建设迫在眉睫，公司抓住机遇、及早布局

(1) 海绵城市解决城市难题，建设普及迫在眉睫

针对城市目前凸显的城市内涝、水质退化等水文安全问题，政府已将海绵城市建设上升到国家战略层面。国务院《关于推进海绵城市建设的指导意见》提出了海绵城市建设工作目标：通过海绵城市建设，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将 70% 的降雨就地消纳和利用。到 2020 年，城市建成区 20% 以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80% 以上的面积达到目标要求。

表 19：“海绵城市”国家政策文件一览

时间	部门	海绵城市相关政策文件
2016.03	财政部	关于开展 2016 年中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知
2015.12	住建部、国开行	关于推进开发性金融支持海绵城市建设的通知
2015.10	国务院	国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见
2015.08	水利部	关于推进海绵城市建设水利工作的指导意见
2014.12	财政部	关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知
2014.11	住建部	关于印发海绵城市建设技术指南——低影响开发雨水系统构建（试行）的通知建城函（2014）275 号

资料来源：相关政府部门网站，天风证券研究所

对于海绵城市建设投资有多种说法，伍业钢教授在其著作中提及，新城区每平方公里造价约 6 千万~1 亿元，老城区每平方公里 1 亿~1.5 亿元；住建部城建司副司长章林伟表示，海绵城市建设每平方公里需要 1.8 亿左右；第一批试点城市示范区面积计划三年内投资 865 亿，建设面积 435 平方公里，以此计算，则每平方公里投资约 2 亿元。

2020 年预计完成 12245 平方公里海绵城市，假设建设成本按 1-1.5 亿每平方公里计算，则 2015-2020 年全国需要投入 12245-18367 亿建设海绵城市，平均每年需投资约 2040-3061 亿。若考虑运行维护和拆迁，投资金额更大。

(2) 公司抓住机遇，步步为营

本公司审时度势、顺势而为，成立了海绵城市技术研究院，以开发研究相关技术为引擎，编制《中国中冶海绵城市设施标准图集》，快速推动研发成果的产业化。

距武汉市被确定为海绵城市第一批试点建设城市不久，公司便承接了武汉市海绵城市建设科研专项，为示范建设提供理论依据和支撑。公司积极承接了武汉市光谷中心城西干渠公园工程、青菱十里长渠拓宽工程、生态改造及水质提升工程、古田生态新城基础设施建设及生态修复等三个项目的规划、设计、建设，项目总投资超 100 亿元，获得了良好的社会效益和经济效益，海绵城市建设已成为公司布局新兴产业的重要组成部分。

表 20：中国中冶轨道海绵城市领域近期动作

时间	事件	影响
2016 年 4 月 26 日	中冶天工集团与北京海绵城市控股有限公司举行战略合作签约仪式	此次合作是为了发挥双方各自优势，打造“中国海绵城市投资建设联合体”，形成海绵城市及地下管网、地下综合管廊等基础建设 PPP 投资模式的“联合旗舰”，实现双赢。
2016 年 5 月 14 日	中冶建工集团安装公司承建的重庆国博中心项目海绵城市改造工程正式开工	项目施工内容主要包括施工图范围内低影响开发系统、中心广场透水砖铺装、展馆蓄水池工程（包括分流井、截污挂篮装置、沉砂池、蓄水池、雨水处理等）、北区停车场 PP 模块蓄水池工程、停车场雨水花园改造、雨污水综合管网回用系统工程（包括管道沟槽的开挖回填及管道安装）等施工内容
2016 年 7 月 19 日	由中冶赛迪的联合体中标吉林四平市海绵城市（一期）建设工程 EPC 项目	中冶赛迪集团主要承担设计工作。
2016 年 11 月	武汉市青山区第一医院等海绵改造工程	合同金额达 8.1 亿元人民币

资料来源：公司官网，天风证券研究所

6. 投资建议

公司与中国五矿的重组的前景值得期待，增发后将进一步提升竞争力；PPP 业务今年有望继续快速增长；得益于技术优势和地产品牌等强力支持，公司业务多元化发展动力十足；受益于部分大宗商品价格持续震荡上行，资源开发业务进一步减亏，进而提高公司利润水平。综上，我们看好公司未来发展，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.29 元、0.33 元、0.35 元，上调公司的评级至“买入”，上调目标价格至 6.6 元。

风险提示

固定资产投资持续下行、PPP 推进不达预期等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	33,730.71	44,863.39	36,378.21	39,543.01	41,739.57	营业收入	217,323.97	219,557.58	242,521.39	263,620.10	278,263.78
应收账款	92,719.91	100,954.60	117,314.66	124,337.10	135,375.76	营业成本	188,817.36	191,369.84	211,957.58	229,495.22	241,607.37
预付账款	13,698.47	13,421.06	19,758.39	15,296.43	21,025.08	营业税金及附加	5,597.16	3,288.12	3,632.03	3,948.01	4,167.31
存货	115,305.24	122,191.10	148,643.58	150,975.18	171,167.98	营业费用	1,512.23	1,665.26	1,839.43	1,999.45	2,110.52
其他	20,104.47	21,344.40	15,693.20	25,023.07	18,290.42	管理费用	10,067.08	10,425.17	11,515.56	12,517.38	13,078.40
流动资产合计	275,558.79	302,774.54	337,788.04	355,174.79	387,598.81	财务费用	2,526.56	2,228.71	3,375.78	3,714.22	3,934.30
长期股权投资	3,915.03	5,163.49	5,163.49	5,163.49	5,163.49	资产减值损失	4,569.53	4,023.06	4,425.36	4,867.90	5,111.29
固定资产	30,154.22	30,037.76	30,161.10	29,933.77	29,753.05	公允价值变动收益	(30.45)	(3.22)	469.49	156.66	(260.94)
在建工程	3,578.92	3,653.17	2,233.90	1,382.34	829.41	投资净收益	1,735.16	440.05	1,076.29	1,083.84	1,300.00
无形资产	14,527.35	14,416.86	14,101.72	13,785.32	13,467.66	其他	(3,409.43)	(873.68)	(3,091.57)	(2,480.99)	(2,078.12)
其他	16,028.52	21,445.80	21,733.20	22,031.64	22,342.29	营业利润	5,938.77	6,994.26	7,321.44	8,318.41	9,293.65
非流动资产合计	68,204.03	74,717.07	73,393.40	72,296.56	71,555.89	营业外收入	1,375.81	1,306.71	1,460.55	1,381.02	1,382.76
资产总计	343,762.82	377,491.60	411,181.45	427,471.34	459,154.69	营业外支出	171.44	653.20	369.57	398.07	473.61
短期借款	36,798.15	49,740.44	71,082.20	74,796.42	88,864.13	利润总额	7,143.14	7,647.77	8,412.42	9,301.36	10,202.80
应付账款	109,708.44	130,680.43	143,200.89	159,037.92	166,478.73	所得税	2,194.39	1,678.12	1,845.91	2,040.97	2,238.76
其他	88,968.03	75,602.50	76,980.31	85,580.63	85,258.08	净利润	4,948.74	5,969.65	6,566.51	7,260.40	7,964.03
流动负债合计	235,474.62	256,023.38	291,263.41	319,414.97	340,600.93	少数股东损益	147.18	593.79	472.60	486.88	633.14
长期借款	19,259.93	25,038.82	27,008.68	7,886.61	10,419.97	归属于母公司净利润	4,801.56	5,375.86	6,093.91	6,773.51	7,330.89
应付债券	10,972.49	6,654.00	6,654.00	6,654.00	6,654.00	每股收益(元)	0.23	0.26	0.29	0.33	0.35
其他	6,900.75	6,667.70	6,667.70	6,667.70	6,667.70						
非流动负债合计	37,133.17	38,360.52	40,330.38	21,208.32	23,741.67						
负债合计	272,607.80	294,383.90	331,593.79	340,623.29	364,342.61	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	10,597.39	12,554.63	13,027.23	13,514.11	14,147.25	成长能力					
股本	19,110.00	20,723.62	20,723.62	20,723.62	20,723.62	营业收入	0.71%	1.03%	10.46%	8.70%	5.55%
资本公积	17,876.69	22,438.34	22,438.34	22,438.34	22,438.34	营业利润	12.26%	17.77%	4.68%	13.62%	11.72%
留存收益	31,357.81	39,742.90	45,836.81	52,610.32	59,941.22	归属于母公司净利润	21.10%	11.96%	13.36%	11.15%	8.23%
其他	(7,786.87)	(12,351.79)	(22,438.34)	(22,438.34)	(22,438.34)	获利能力					
股东权益合计	71,155.02	83,107.70	79,587.66	86,848.05	94,812.09	毛利率	13.12%	12.84%	12.60%	12.94%	13.17%
负债和股东权益总计	343,762.82	377,491.60	411,181.45	427,471.34	459,154.69	净利率	2.21%	2.45%	2.51%	2.57%	2.63%
						ROE	7.93%	7.62%	9.16%	9.24%	9.09%
						ROIC	6.75%	7.69%	7.65%	6.87%	8.27%
						偿债能力					
						资产负债率	79.30%	77.98%	80.64%	79.68%	79.35%
						净负债率	200.87%	190.66%	193.05%	202.69%	208.10%
						流动比率	1.17	1.18	1.16	1.11	1.14
						速动比率	0.68	0.71	0.65	0.64	0.64
						营运能力					
						应收账款周转率	2.58	2.27	2.22	2.18	2.14
						存货周转率	1.96	1.85	1.79	1.76	1.73
						总资产周转率	0.65	0.61	0.62	0.63	0.63
						每股指标(元)					
						每股收益	0.23	0.26	0.29	0.33	0.35
						每股经营现金流	0.74	0.90	-0.86	1.09	-0.52
						每股净资产	2.92	3.40	3.21	3.54	3.89
						估值比率					
						市盈率	22.92	20.47	18.06	16.25	15.01
						市净率	1.82	1.56	1.65	1.50	1.36
						EV/EBITDA	12.91	11.08	14.23	11.49	11.51
						EV/EBIT	17.49	14.66	16.84	13.43	13.35

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970

传真: (8627)-87618863

邮箱: research@tfzq.com

传真: (8621)-68812910

邮箱: research@tfzq.com

传真: (86755)-23913441

邮箱: research@tfzq.com