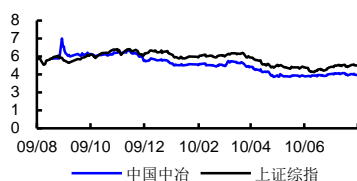


**动态报告**
**建筑建材**
**建筑工程**
**中国中冶(601618)**
**谨慎推荐**
**2010 年中报点评**

(维持评级)

2010 年 8 月 25 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘 (元)	4.15
总股本/流通 A 股(百万股)	19,110.00/3,500.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	78,924.30/26,312.23
上证综指/深圳成指	2,639.37/11,078.86
12 个月最高/最低 (元)	6.94/3.97

**财务数据**

净资产值(百万元)	39,200.00
每股净资产(元)	2.05
市净率	2.01
资产负债率	80.72%
息率	

**相关研究报告:**

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

《中国中冶 09 年三季报点评: “城市基础设施综合开发模式”有望成为长期亮点》——2009-10-30

《中国中冶: “技术先导型”多元化冶金工程承包商》——2009-9-21

**分析师: 邱波**

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209050334

**分析师: 李遵庆**

电话: 0755-82133055

E-mail: lizqing@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210070011

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 综合毛利率持续提升, 增长模式逐步转型

## ● 1H10 年业绩基本符合预期, 综合毛利率持续提升

1H10 公司业绩基本符合预期。1H10 公司完成营收 890.3 亿元, 同比增长 18.3%。其中, 工程承包业务完成营收 702 亿元, 同比增长 7.9%, 新签合同 1239.8 亿元, 同比增长 53.1%, 非冶金工程承包业务营收合同占比快速增长, 弥补了冶金工程业务需求下滑的影响; 资源开发业务完成营收 42.2 亿元, 同比增长 37.9%, 主要由于公司旗下葫芦岛有色、洛阳中硅等公司产量提升且产品单价上涨; 装备制造业务完成营收 46.3 亿元, 同比增长 6.3%; 房地产开发业务完成营收 77.4 亿元, 同比增长 319.1%, 逐步进入规模回报期; 其他业务完成营收 22.5 亿元, 同比增长 142.6%。1H10 公司实现归属母公司股东净利润 22.3 亿元, 同比增长 4.8%, 对应 EPS 0.12 元。

1H10 公司综合毛利率为 12.65%, 同比上升了 0.78 个百分点。其中, 工程承包业务毛利率为 11.90%, 同比上升了 0.34 个百分点; 资源开发业务毛利率为 14.17%, 同比下降了 0.36 个百分点; 装备制造业务毛利率为 7.81%, 同比下降了 4.30 个百分点; 房地产开发业务毛利率为 23.55%, 同比上升了 2.08 个百分点。

## ● 期间费率有所上升

1H10 公司三费费率为 6.08%, 同比上升 0.53 个百分点。其中, 销售费率为 0.67%, 同比上升了 0.16 个百分点; 管理费率为 3.62%, 同比上升了 0.07 个百分点; 财务费率为 1.80%, 同比上升了 0.30 个百分点, 主要由于利息支出和汇兑损失同比上升较快。

## ● 增长模式逐步转型, 维持“谨慎推荐”评级

我们认为, 尽管公司资源开发业务推进速度较原计划有所延迟, 11 年起公司业绩增长引擎仍将逐步转为资源开发及房地产开发。预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.32 元、0.43 元、0.45 元, 对应 10~12 年动态 PE 分别为 13X、10X、9X。维持“谨慎推荐”的投资评级。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	153,427.45	165,201.15	182,460	217,213	263,498
(+/-%)	24.18%	7.67%	10.4%	19.0%	21.3%
净利润(百万元)	3,068.09	4,232.33	6103	8124	8617
(+/-%)	-13.83%	37.95%	44.2%	33.1%	6.1%
每股收益 (元)	0.24	0.22	0.32	0.43	0.45
EBIT Margin	4.73%	3.95%	5.7%	5.8%	6.2%
净资产收益率 (ROE)	86.16%	11.10%	14.3%	16.8%	15.8%
市盈率 (PE)	17.50	18.65	13.0	9.8	9.2
EV/EBITDA	14.23	16.71	15.9	14.2	12.3
市净率 (PB)	15.08	2.07	1.85	1.64	1.46

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	45923	12035	14381	17569	营业收入	165295	182460	217213	263498
应收款项	51804	44540	52131	64395	营业成本	145023	159930	190268	230038
存货净额	59519	51892	60708	71616	营业税金及附加	3966	4124	4996	6008
其他流动资产	19552	22990	27803	32699	销售费用	1037	967	1136	1344
<b>流动资产合计</b>	<b>177099</b>	<b>131757</b>	<b>155324</b>	<b>186578</b>	管理费用	6441	7097	8287	9815
固定资产	29785	27275	24809	22326	财务费用	2444	1872	1540	1464
无形资产及其他	15480	14861	14243	13625	投资收益	99	98	266	416
投资性房地产	6278	6278	6278	6278	资产减值及公允价值变动	(778)	15	15	20
长期股权投资	1835	1830	1840	1834	其他收入	(2)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>230477</b>	<b>182001</b>	<b>202494</b>	<b>230642</b>	营业利润	5703	8585	11266	15265
短期借款及交易性金融负债	32271	500	300	200	营业外净收支	825	806	895	857
应付款项	48427	46569	53845	63943	<b>利润总额</b>	<b>6528</b>	<b>9391</b>	<b>12161</b>	<b>16123</b>
其他流动负债	54283	33866	40297	48786	所得税费用	1362	1945	2536	3407
<b>流动负债合计</b>	<b>134981</b>	<b>80935</b>	<b>94443</b>	<b>112929</b>	少数股东损益	934	1343	1501	4099
长期借款及应付债券	36373	36143	36143	36143	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4232</b>	<b>6103</b>	<b>8124</b>	<b>8617</b>
其他长期负债	12962	12912	12862	12812					
<b>长期负债合计</b>	<b>49335</b>	<b>49055</b>	<b>49005</b>	<b>48955</b>					
<b>负债合计</b>	<b>184315</b>	<b>129990</b>	<b>143447</b>	<b>161883</b>					
少数股东权益	8027	9233	10581	14262					
股东权益	38135	42778	48465	54497					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>230477</b>	<b>182001</b>	<b>202494</b>	<b>230642</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	4232	6103	8124	8617
资产减值准备	(349)	368	(39)	(91)
折旧摊销	1816	2789	3201	3274
公允价值变动损失	778	(15)	(15)	(20)
财务费用	2444	1872	1540	1464
营运资本变动	(20298)	(10503)	(7602)	(9621)
其它	(847)	838	1387	3772
<b>经营活动现金流</b>	<b>(14667)</b>	<b>(420)</b>	<b>5057</b>	<b>5931</b>
资本开支	(8733)	(13)	(63)	(63)
其它投资现金流	(298)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9187)</b>	<b>(7)</b>	<b>(73)</b>	<b>(57)</b>
权益性融资	33165	371	0	0
负债净变化	17655	(230)	0	0
支付股利、利息	(9653)	(1831)	(2437)	(2585)
其它融资现金流	(7757)	(31771)	(200)	(100)
<b>融资活动现金流</b>	<b>41411</b>	<b>(33461)</b>	<b>(2637)</b>	<b>(2685)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>17557</b>	<b>(33888)</b>	<b>2346</b>	<b>3188</b>
货币资金的期初余额	28365	45923	12035	14381
货币资金的期末余额	45923	12035	14381	17569
企业自由现金流	(20229)	474	5450	6441

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.22	0.32	0.43	0.45
每股红利	0.51	0.10	0.13	0.14
每股净资产	2.00	2.24	2.54	2.85
ROIC	8%	9%	14%	16%
ROE	11%	14%	17%	16%
毛利率	12%	12%	12%	13%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	7%	7%	7%
收入增长	8%	10%	19%	21%
净利润增长率	36%	44%	33%	6%
资产负债率	83%	76%	76%	76%
息率	12.2%	2.3%	3.1%	3.3%
P/E	18.7	13.0	9.8	9.2
P/B	2.1	1.9	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.7	15.9	14.2	12.3

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
<b>交易策略</b>					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>万成水</b> 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>焦戡</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>李锐</b> 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b> 010-66026341 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		<b>黎敏</b> 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		<b>徐冉</b> 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn