



建筑建材 中国中冶 (601618)

增持

建筑工程 公司项目实地调研简报

(首次评级)

2010年11月12日

技术领先优势不断加大，其他业务拓展初见成效

分析师：刘小勇 SAC执业证书编号 S0760209070142 电话：010-82190395 E-MAIL: liuxiaoyong@sxzq.com

刘俊清 SAC执业证书编号 S0760200010035 电话：0351-8686975 E-MAIL: liujunqing@sxzq.com

平海庆 SAC执业证书编号 S0760209090153 电话：010-82190365 E-MAIL: pinghaiqing@sxzq.com

联系人：张小玲 电话：0351-8686990 E-MAIL: zhangxiaoling@sxzq.com

事项：

11月1-5日，我们参与了中国中冶的反向路演，走访了北京、天津、秦皇岛、唐山、重庆等多个中冶的控股子公司，实地察看了冶金建设项目、多晶硅开发项目、市政工程、房地产开发项目等多种业务模块，并与公司相关领导进行了交流。

评论：

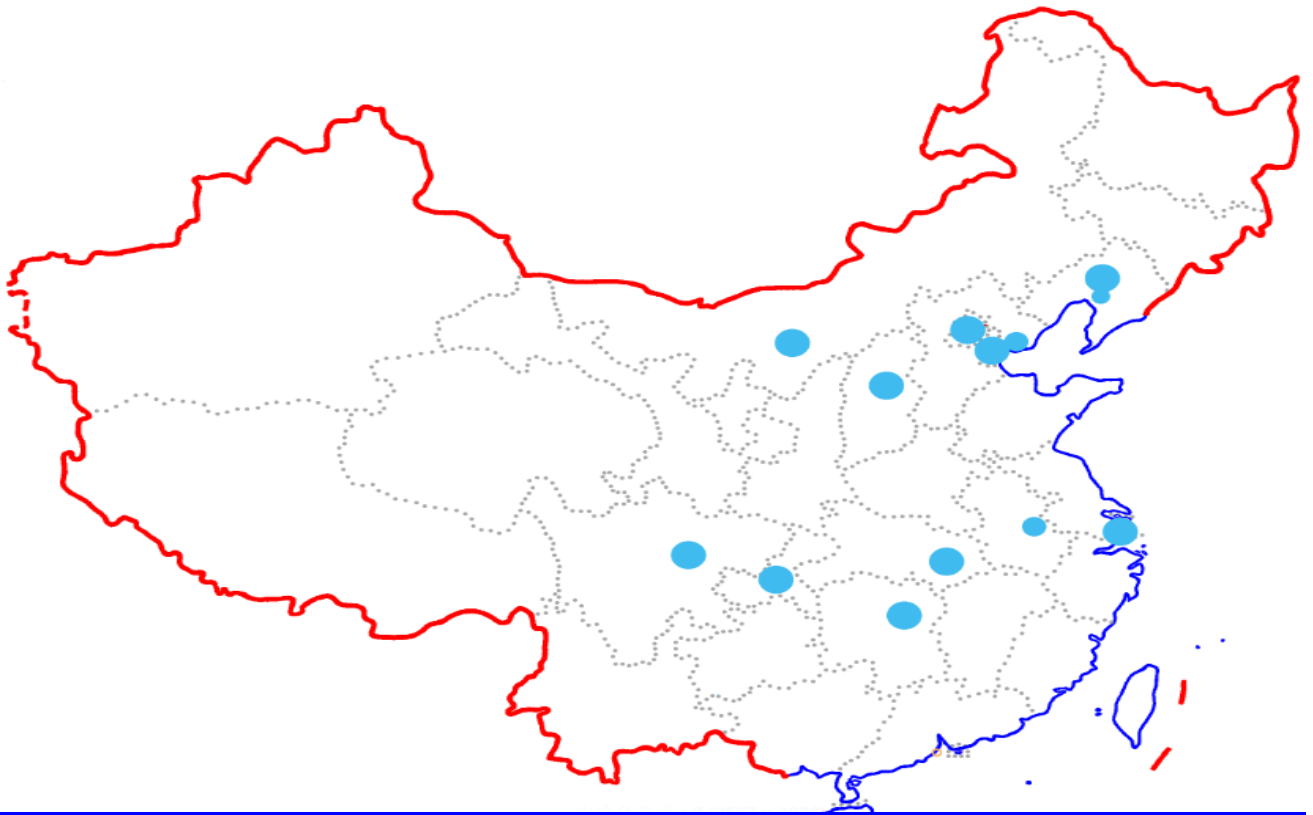
在我国冶金行业工程建筑的技术领先优势不断扩大

公司是我国专业化经营历史最久、专业设计及施工能力最强的冶金工程承包商，也是全球最大的工程建设综合企业集团之一。其主营业务包括工程承包、资源开发、装备制造及房地产开发，其中冶金工程承包仍占主要地位，2009年，其收入和利润占比重均在80%以上。

这次我们先后调研了国内领先的冶金工程设计研究机构，中冶恩菲工程技术有限公司、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及其研发中心、重工基地，以及赛迪公司总承包的重庆钢铁技改环保搬迁冶金工程项目——重庆钢铁600万吨中厚板工程项目，同时了解到公司在海外铜矿、镍矿、铁矿等的项目有了较大的进展。

由于历史渊源，公司拥有一大批研究、设计水平一流的专业技术人才，目前11.6万名在岗员工中，有6万多名专业技术人员（大多归于工程承包），占比达52.1%。在国内冶金行业面临产业整合、技术升级、更新改造的大背景下，公司充分发挥其在冶金方面的“人才优势”和“技术先导优势”，高起点、高视觉，形成了方案设计、核心装备制造、自动控制、安装调试、后续服务等一体化的综合服务模式，不断扩大公司在国内冶金工程领域的领先优势，并进行钢铁、有色等行业的技术、装备进行国产化，多次打破国外相关机构的技术垄断和封锁，将自身的技术领先优势不断转化为生产力，成为公司价值的长期增长有力驱动。

图 1：公司子公司主要分布区域



数据来源：山西证券研究所

依托技术基础优势，拓展业务取得实质性突破

公司充分发挥自身的技术优势和规模优势，在经营好冶金建筑的同时，审时度势，积极进行相关性业务拓展，以弥补我国冶金建设收缩带来的负面影响。比较有代表性的是国家 863 项目——多晶硅及产业延伸的新能源开发，子公司洛阳中硅拥有全国唯一的国家级多晶硅实验室，多晶硅产能已达 5000t/a，随着新建产能释放，有望明年实现 8000-10000 吨/年的产能，达到中国前三，并且多晶硅未来订单已有所保障，目前已与多家用户单位签订若干常年订单，前景看好；垃圾发电方面已有成熟项目——无锡锡东垃圾发电项目，也属于朝阳产业，未来前景广阔；与地方政府密切合作，承当地方政府的市政工程和保障性住房的建设，并进行工程总承包；同时商品房地产的开发也取得了实效。以上各项业务目前都已经取得了实质性的突破，并为公司贡献了一定的收益，财报数据显示，公司工程承包业务占比及增速均有所回落（10 年中期公司工程承包业务占比 78.8%，同比增速为 7.9%，而以往历年公司承包业务占比均在 80% 以上），而非工程承包业务特别是房地产、资源开发及其他业务则快速增长（10 年中期，房地产开发业务同比增长 319%，资源开发业务同比增长 37.9%，其他业务同比增长 143%）。在工程承包业务中，公司冶金工程收入占比有所下降，而在市政、交通、城市基础设施等非冶金领域市场增幅明显。



表 1：2010 年中期中国中冶业务构成及其增长变化（单位：万元）

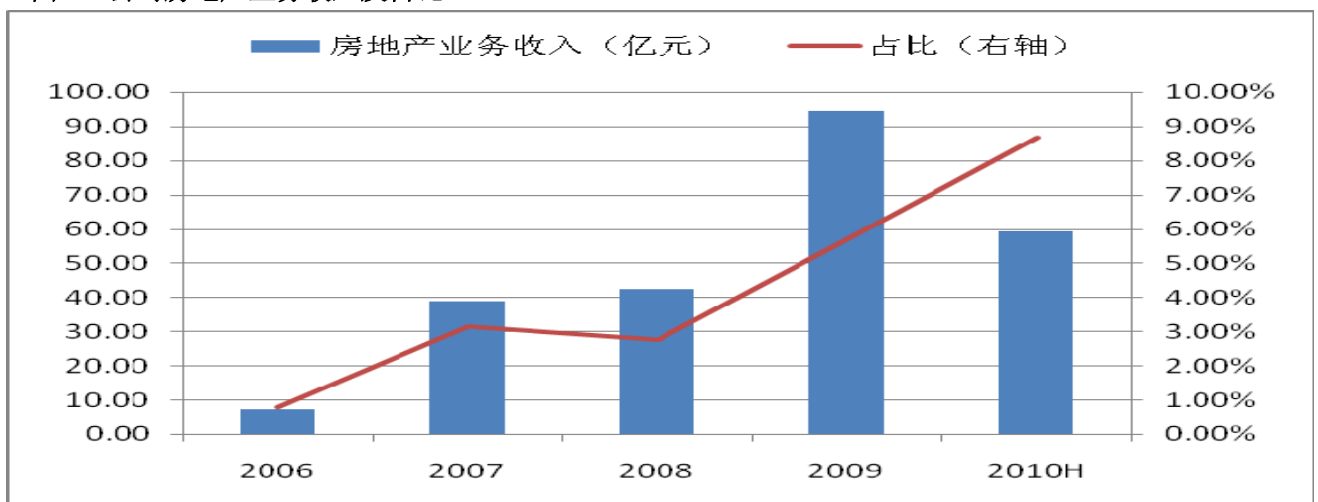
项目		2009 年上半年	2010 年上半年	增长率
工程承包	收入	65041791	70195236	7.92%
	占比	86.46%	78.84%	
资源开发	收入	3065548	4221526	37.87%
	占比	4.07%	4.75%	
装备制造	收入	4352569	4626115	6.28%
	占比	5.79%	5.20%	
房地产	收入	1845886	7735912	319.09%
	占比	2.45%	8.69%	
其他	收入	925803	2246399	142.64%
	占比	1.23%	2.52%	
小计	收入	75231587	89030188	18.34%
	占比	100%	100%	

数据来源：公司公告

与政府密切合作，进行保障房建设，房地产业务增长较快

作为全国大型工程承包企业，公司子公司遍布全国主要钢铁城市，大多数子公司扎根当地多时，与当地政府和钢铁企业有良好的合作关系，这非常有利于总公司在当地发展房地产业务。中国中冶是国资委确定的 16 家以地产为主业的央企之一，借助于强大的央企背景和雄厚的资金实力，上市以来中国中冶在房地产行业快速发展，房地产业务收入占营业总收入比重从 2006 年的 0.79% 上升至 2010 年上半年的 8.69%，房地产业务利润占总利润的比重达 15% 左右。随着公司对房地产业务支持力度不断加大，房地产业务将成为公司未来收入和利润重要来源之一。

图 2：公司房地产业务收入及占比



数据来源：公司资料，山西证券研究所

多数子公司成为地方保障房建设工程的总承包商之一

中国中冶在上市之前对集团内房地产业务进行了整合，组建了中冶置业作为集团房地产业务的领军企业，相继完成了京津唐地区、华中、华南、东北、西南五大区域公司的组建，全国区域公司布局基本完成。上市以后，公司充分利用央企背景和上市公司优势，继续快速发展房地产业务，目前以进入城市已达到 22 个，初步完成了全国布局。并从以下几个方面入手，成为地方政府保障房建设工程的总承包商之一。

1) 公司积极相应政府号召，大力参与保障性住房建设，勇于承担央企的社会责任；2) 公司在参与保障性住房建设的同时，结合自身优势，切入当地住宅和商业开发项目；3) 作为大型的工程建筑承包企业，公司的产业链涉及勘察、设计、工程总承包、工程施工、工程监理，形成了承包施工一条龙的工程承包体系。在法律和规则允许的范围内，公司可以动员下属公司全员参与房地产业务，充分利用产业链长的特点提高盈利水平。

表 2：公司主要从事房地产业务子公司分布

子公司	总部所在地
中冶置业有限责任公司	北京
中冶建设高新工程技术有限责任公司	北京
中冶京诚工程技术有限公司	北京
中冶建筑研究总院有限公司	北京
中冶集团华冶资源开发有限公司	北京
中冶海外工程有限公司	北京
上海宝冶建设有限公司	上海
中国二十冶建设有限公司	上海
中冶实久建设有限公司	成都
中冶成工建设有限公司	成都
中冶建工有限公司	重庆
中冶赛迪工程技术股份有限公司	重庆
中国第十七冶金建设有限公司	马鞍山
中冶华天工程技术有限公司	马鞍山
中冶天工建设有限公司	天津
中冶东北建设有限公司	鞍山
中冶北方工程技术有限公司	鞍山
中国第一冶金建设有限责任公司	武汉
中冶南方工程技术有限公司	武汉
中冶东方工程技术有限公司	包头
中国第二冶金建设有限责任公司	包头
中冶京唐建设有限公司	唐山

数据来源：公司资料，山西证券研究所



表 3: 公司承建的部分保障房建设项目

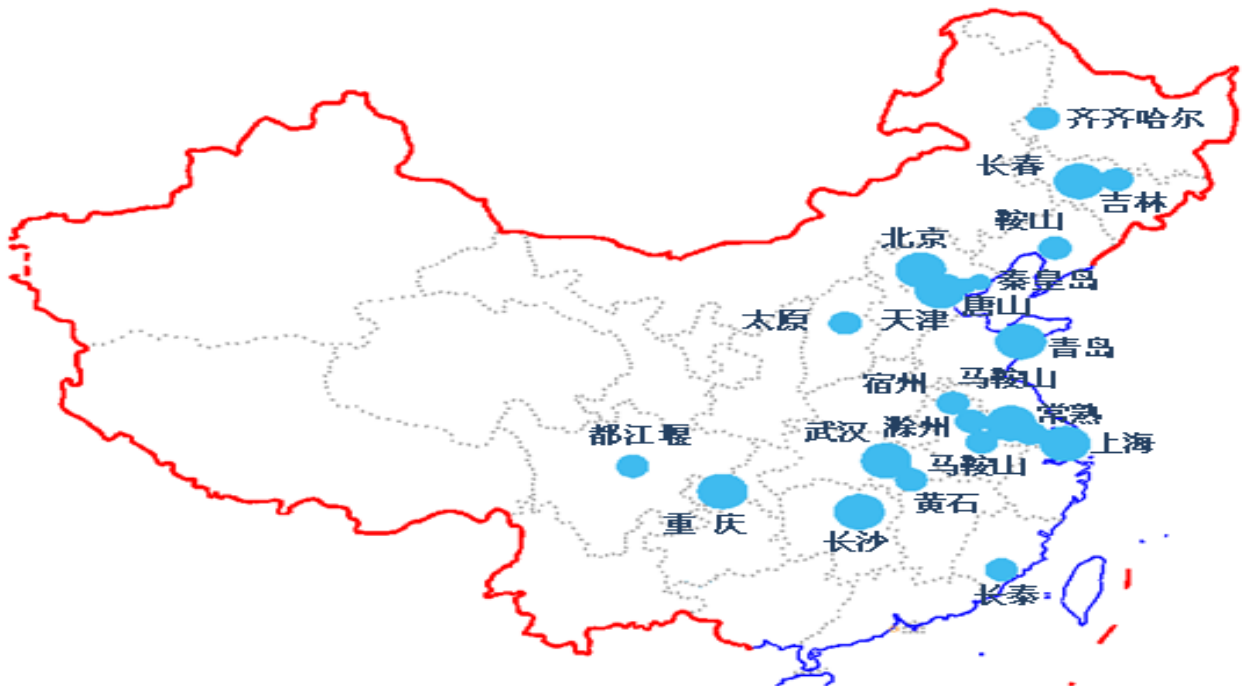
项目	所在地	概况	开发模式	结算方式
秦皇岛新民居项目	秦皇岛	第一批共 34 个项目，总投资 132.97 亿元。	BT 模式	每年按实际投资额结算，政府以土地出让款作为结算资金来源
唐山河联里项目	唐山	该项目为唐山市危旧房改造重点项目，总建面 104.17 万平米，总投资 29.06 亿元。	政府（唐山市危改办）委托开发	投资达到 50% 和竣工时获得唐山市危改办支付的 30% 和 70% 总投资额的合同价款。资金来源除销售回款与政府拨款外，还可通过土地补偿进行。
天津和苑项目	天津	起步区总居住建面 133 万平米，总投资 80 亿元。	授权开发+整体回购	一次结构封顶可结算 35%，四方联合验收可结算 55%，交付结算 10%。

数据来源：公司资料，山西证券研究所

积极参与城市综合开发，市政建设和房地产业务有望成为公司未来主业之一

公司充分利用自身资金、技术、经验优势，通过与政府合作，进行从土地一级开发，配套设施建设，到房屋建设等的“城市基础设施综合开发”业务模式务，对需要进行新城开发及旧城改造的地方政府有极大的吸引力。2009 年 8 月，中冶置业在石家庄、南京等地投资成立基础设施投资及保障性住房投资公司，推进“城市基础设施综合开发”模式。10 月公司签署珠海横琴岛 BT 项目包括路网建设、防潮堤和环境景观工程等，投资总额达 126 亿元。2010 年 4 月，中国三冶以 BT 方式投资 150 亿元建设鞍山市达道湾保障性住房项目。2010 年 8 月，公司参与总投资 134 亿元的秦皇岛 6 个县辖区的 33 个新民居建设项目。同年 9 月，公司以总价 203.3 亿元，取得南京下关区 2 块地，进行临江老城改造及开发。城市综合开发、保障新住房建设与商业房地产开发业务已成为公司新的利润增长点。

图 3: 公司房地产业务布局城市



数据来源：山西证券研究所



南京项目将使公司收入迈上新台阶

9月19日，公司全资子公司中冶置业控股的南京临江老城改造建设投资有限公司以200.34亿元拍下南京市下关区滨江江边路以西1号和3号地块的土地使用权，两块土地合计总建筑面积达409.13万平方米，计划于2011年下半年开工。该项目的取得大幅增加了公司在一线城市的土地储备，预计将在2012年产生收益，届时公司房地产业务的收入可能会有较大增长。

有别于传统建筑施工企业，公司经营向好尚需一些催化剂，初次给予公司“增持”评级

与其他建筑企业不同，公司以技术为核心，以技术开发与工程总承包为主要业务形式，技术优势是公司长期价值增长的核心驱动所在，非冶金建筑业务的拓展已取得实质性的突破，其中市政建设和房地产业务已经成为公司新的利润增长点。因此，我们认为公司具有较大的增长潜力。短期由于海外项目进展的不确定性因素，暂不进行盈利预测，长线看具有较好投资价值，给予“增持”评级。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。