

中国中冶（601618）2012 年报点评

# 卸包袱聚主业，开启恢复性增长

2013 年 3 月 27 日

## 投资要点

- ❖ **受计提减值及合同预计损失影响业绩大幅下滑。**公司 2012 年实现营业收入 2211.2 亿元、归属母公司股东的净利润-69.5 亿元，同比分别下降 3.9% 和 263.8%；EPS-0.36 元，略好于我们预期。公司业绩出现大幅亏损，主要是由于持有的葫芦岛有色应收账款计提坏账准备 68.9 亿元，澳大利亚兰伯特角资产计提探矿权减值准备 23 亿元，中信泰富西澳 SINO 铁矿项目计提当期损失 30.4 亿元。若剔除多晶硅和营口项目亏损影响，公司传统设计、施工企业实现利润总额 98.3 亿元，同比增长 4.8%。
- ❖ **资源开发拖累毛利率小幅下滑，现金流大幅改善。**主要受葫芦岛有色和洛阳中硅毛利大幅下降以及中冶西澳铁矿工程项目成本超支因素的影响，公司毛利率下降 0.19pct 至 11.7%，若剔除上述因素影响则公司综合毛利率达 13.3%，同比提高 0.85pct。期间费用率同比上升 0.5pct，其中管理费用率、财务费用率同比分别提高 0.26/0.31pct。经营性现金流大幅改善，2012 年经营活动净现金流为 43.9 亿元，结束了连续三年大额负数的局面。
- ❖ **传统主业平稳发展，房地产收入及利润大幅增长。**工程承包板块主要受冶金工程下滑影响，营业收入/毛利分别下降 3.1%/10.3%，毛利率同比下降 0.9pct，剔除西澳铁矿工程项目影响后，毛利率同比上升 0.22pct。房地产开发板块营业收入、毛利分别增长 21.7%/79.8%，毛利率同比大幅提高 7.6pct，期末在手项目土地储备 4415 万平方米。装备制造板块主要受营口公司停产影响，营业收入/毛利分别下降 20.9%/6.2%，毛利率同比上升 1.5pct。资源开发板块受葫芦岛有色及洛阳中硅拖累，营业收入同比下降 42.6%/90.5%，毛利率同比下降 10.3pct。
- ❖ **卸掉包袱、聚焦主业，2013 年业绩将迎来向上拐点，Q1 预增 20%左右。**公司提出了“聚焦主业、做强做优、适度多元、稳健发展”的战略，计划深入拓展工程承包市场，向“绿色生态”特色房地产开发商转型，积极培育市政污水处理/垃圾焚烧/钢铁渣处理/光伏发电/工业制氧/环保建筑/EMC 等战略性新兴产业。我们认为，随着公司甩掉历史包袱，矿产资源板块业绩有望逐步减亏，2013 年业绩有望迎来向上的拐点。公司 Q1 业绩预增 20%左右，对应 EPS 0.054 元。
- ❖ **风险因素：**冶金投资低于预期、地产调控、应收帐款坏帐等。
- ❖ **盈利预测、估值及评级。**预测公司 2013/14/15 年全面摊薄 EPS 分别为 0.18/0.21/0.23 元（原预测 13/14 年 EPS 为 0.17/0.19 元）。当前价 2.01 元，对应 2013/14/15 年 PE 分别为 11/10/9 倍，PB 分别为 0.9/0.8/0.8 倍。鉴于下游行业环境逐步好转，公司处于扭亏为盈的转型发展期，我们认为给予公司 2013 年 14 倍 PE 是合理的，对应 2.50 元目标价，维持“买入”评级。

| 项目/年度           | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)       | 230178 | 221120 | 220426 | 235154 | 257009 |
| 增长率 YoY%        | 11.3   | -3.9   | -0.3   | 6.7    | 9.3    |
| 净利润(百万元)        | 4243   | -6952  | 3456   | 4020   | 4454   |
| 增长率 YoY%        | -20.2  | -263.8 | 149.7  | 16.3   | 10.8   |
| 毛利率%            | 11.9   | 11.7   | 12.0   | 12.6   | 13.0   |
| 净资产收益率 ROE%     | 8.8    | -16.9  | 7.8    | 8.5    | 8.8    |
| 每股收益 EPS(摊薄)(元) | 0.22   | -0.36  | 0.18   | 0.21   | 0.23   |
| 每股净资产 (元)       | 2.52   | 2.15   | 2.31   | 2.46   | 2.64   |
| PE              | 9      | -6     | 11     | 10     | 9      |
| PB              | 0.8    | 0.9    | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| EV/EBITDA       | 35     | -56    | 31     | 26     | 24     |

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2013 年 3 月 28 日收盘价



## 买入（维持）

当前价：2.01 元

目标价：2.50 元

## 中信证券研究部

### 杨涛

中信证券研究部建筑行业首席分析师

电话：021-68766932

邮件：yangtao@citics.com

执业证书编号：S1010510120071

### 鲍荣富

电话：021-68768243

邮件：brf@citics.com

执业证书编号：S1010512070003

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 沪深 300 指数    | 2499.302 点      |
| 总股本/流通股本     | 19110/16239 百万股 |
| 近 12 月最高/最低价 | 2.71 元/1.99 元   |
| 近 1 月绝对涨幅    | -4.74%          |
| 近 6 月绝对涨幅    | -1.95%          |
| 今年以来绝对涨幅     | -11.06%         |

表 1：公司年度主要经营指标

（单位：百万元）

|             | 2006     | 2007      | 2008      | 2009      | 2010      | 2011      | 2012      |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入        | 92032.63 | 123552.55 | 153571.49 | 165294.62 | 206791.82 | 230178.2  | 221119.7  |
| 营业成本        | 80122.66 | 107382.44 | 136015.87 | 145022.65 | 179851.53 | 202743.93 | 195173.15 |
| 毛利率         | 12.94%   | 13.09%    | 11.43%    | 12.26%    | 13.03%    | 11.92%    | 11.73%    |
| 销售费用        | 536.69   | 704.63    | 892.57    | 1037.44   | 1530.16   | 1835.82   | 1655.77   |
| 管理费用        | 4044.55  | 4663.69   | 5969.63   | 6440.78   | 8461.58   | 9791.87   | 9975.06   |
| 管理费用率       | 4.39%    | 3.77%     | 3.89%     | 3.90%     | 4.09%     | 4.25%     | 4.51%     |
| 财务费用        | 1113.98  | 1395.01   | 2879.87   | 2443.67   | 2743.07   | 3812.86   | 4345.26   |
| 期间费用率       | 6.19%    | 5.47%     | 6.34%     | 6.00%     | 6.16%     | 6.71%     | 7.23%     |
| 利润总额        | 3403.92  | 7668.32   | 4584.34   | 6527.78   | 7688.6    | 6154.64   | -7962.3   |
| 所得税         | 620.49   | 1643.95   | 936.7     | 1361.81   | 2117.99   | 2442.07   | 2492.52   |
| 所得税率        | 18.23%   | 21.44%    | 20.43%    | 20.86%    | 27.55%    | 39.68%    | -31.30%   |
| 净利润         | 2783.44  | 6024.37   | 3647.65   | 5165.97   | 5570.62   | 3712.57   | -10454.82 |
| 少数股东损益      | 1475.71  | 2463.74   | 529.68    | 933.65    | 249.84    | -530.86   | -3503.31  |
| 少数股东损益占比    | 53.02%   | 40.90%    | 14.52%    | 18.07%    | 4.48%     | -14.30%   | 33.51%    |
| 归属母公司股东的净利润 | 1307.73  | 3560.63   | 3117.97   | 4232.33   | 5320.78   | 4243.42   | -6951.5   |
| 全面摊薄 EPS（元） | 0.07     | 0.19      | 0.16      | 0.22      | 0.28      | 0.22      | -0.36     |
| 净利润率        | 3.02%    | 4.88%     | 2.38%     | 3.13%     | 2.69%     | 1.61%     | -4.73%    |

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

利润表

(百万元)

| 指标名称         | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 230,178 | 221,120 | 220,426 | 235,154 | 257,009 |
| 营业成本         | 202,744 | 195,173 | 193,884 | 205,596 | 223,552 |
| 毛利率          | 11.9%   | 11.7%   | 12.0%   | 12.6%   | 13.0%   |
| 营业税金及附加      | 6,156   | 6,211   | 6,172   | 6,584   | 7,196   |
| 营业费用         | 1,836   | 1,656   | 1,653   | 1,764   | 1,928   |
| 营业费用率        | 0.80%   | 0.75%   | 0.75%   | 0.75%   | 0.75%   |
| 管理费用         | 9,792   | 9,975   | 9,919   | 10,347  | 11,051  |
| 管理费用率        | 4.25%   | 4.51%   | 4.50%   | 4.40%   | 4.30%   |
| 财务费用         | 3,813   | 4,345   | 5,397   | 6,646   | 8,285   |
| 财务费用率        | 1.66%   | 1.97%   | 2.45%   | 2.83%   | 3.22%   |
| 投资收益         | 1,132   | 3,613   | 800     | 840     | 882     |
| 营业利润         | 5,323   | -8,396  | 3,758   | 4,697   | 5,342   |
| 营业利润率        | 2.31%   | -3.80%  | 1.70%   | 2.00%   | 2.08%   |
| 营业外收入        | 1,152   | 950     | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| 营业外支出        | 320     | 517     | 300     | 300     | 300     |
| 利润总额         | 6,155   | -7,962  | 4,458   | 5,397   | 6,042   |
| 所得税          | 2,442   | 2,493   | 1,070   | 1,295   | 1,450   |
| 所得税率         | 39.7%   | -31.3%  | 24.0%   | 24.0%   | 24.0%   |
| 少数股东损益       | -531    | -3,503  | -68     | 82      | 138     |
| 归属于母公司股东的净利润 | 4,243   | -6,952  | 3,456   | 4,020   | 4,454   |
| 净利率          | 1.84%   | -3.14%  | 1.57%   | 1.71%   | 1.73%   |
| 每股收益（元）（摊薄）  | 0.22    | -0.36   | 0.18    | 0.21    | 0.23    |

现金流量表

(百万元)

| 指标名称   | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润    | 4,243   | -6,952  | 3,456   | 4,020   | 4,454   |
| 少数股东损益 | -531    | -3,503  | -68     | 82      | 138     |
| 折旧和摊销  | 2,665   | 2,868   | 1,262   | 1,607   | 2,181   |
| 营运资金变动 | -23,360 | -5,115  | 37,699  | -2,810  | -4,464  |
| 其他     | 4,351   | 17,088  | -2,625  | 6,167   | 7,939   |
| 经营现金流  | -12,631 | 4,387   | 39,724  | 9,065   | 10,248  |
| 资本支出   | -9,562  | -5,312  | -18,102 | -15,305 | -18,164 |
| 投资收益   | 175     | 105     | 800     | 840     | 882     |
| 资产变卖   | 488     | 369     | 0       | 0       | 0       |
| 其他     | 1,025   | -51     | -600    | -600    | -600    |
| 投资现金流  | -7,875  | -4,889  | -17,902 | -15,065 | -17,882 |
| 发行股票   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 负债变化   | 32,109  | -294    | -5,684  | 18,720  | 21,403  |
| 股息支出   | -7,824  | -9,773  | -864    | -1,005  | -1,114  |
| 其他     | -297    | -47     | -5,397  | -6,646  | -8,285  |
| 融资现金流  | 23,989  | -10,113 | -11,946 | 11,069  | 12,005  |
| 现金净增加额 | 3,483   | -10,615 | 9,877   | 5,069   | 4,371   |

资产负债表

(百万元)

| 指标名称     | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 45,281  | 34,208  | 41,961  | 47,031  | 51,402  |
| 存货       | 106,121 | 110,340 | 96,457  | 102,284 | 111,217 |
| 应收账款     | 43,536  | 46,944  | 40,118  | 42,798  | 46,776  |
| 其他流动资产   | 44,747  | 47,771  | 45,534  | 48,075  | 51,894  |
| 流动资产     | 239,684 | 239,263 | 224,070 | 240,187 | 261,289 |
| 固定资产     | 26,227  | 34,644  | 46,334  | 54,085  | 66,982  |
| 长期股权投资   | 3,091   | 3,514   | 3,814   | 4,114   | 4,414   |
| 无形资产     | 19,698  | 15,444  | 16,672  | 16,900  | 17,128  |
| 其他长期资产   | 43,330  | 33,370  | 37,677  | 43,786  | 47,045  |
| 非流动资产    | 92,347  | 86,972  | 104,497 | 118,886 | 135,569 |
| 资产总计     | 332,031 | 326,235 | 328,567 | 359,073 | 396,857 |
| 短期借款     | 51,510  | 42,513  | 41,115  | 64,548  | 91,295  |
| 应付账款     | 53,206  | 60,508  | 58,165  | 61,679  | 67,066  |
| 其他流动负债   | 108,654 | 106,330 | 108,223 | 107,375 | 108,253 |
| 流动负债     | 213,370 | 209,351 | 207,503 | 233,602 | 266,613 |
| 长期负债     | 31,121  | 35,616  | 40,616  | 45,616  | 50,616  |
| 其他长期负债   | 29,366  | 28,465  | 24,786  | 21,097  | 17,391  |
| 非流动性负债   | 60,486  | 64,081  | 65,402  | 66,713  | 68,007  |
| 负债合计     | 273,856 | 273,432 | 272,905 | 300,315 | 334,621 |
| 股本       | 19,110  | 19,110  | 19,110  | 19,110  | 19,110  |
| 资本公积     | 18,110  | 18,086  | 18,086  | 18,086  | 18,086  |
| 股东权益合计   | 48,203  | 41,149  | 44,076  | 47,090  | 50,431  |
| 少数股东权益   | 9,972   | 11,653  | 11,586  | 11,668  | 11,805  |
| 负债股东权益总计 | 332,031 | 326,235 | 328,567 | 359,073 | 396,857 |

主要财务指标

| 指标            | 2011    | 2012     | 2013E    | 2014E   | 2015E |
|---------------|---------|----------|----------|---------|-------|
| 增长率 (%)       |         |          |          |         |       |
| 营业收入          | 11.31   | (3.94)   | (0.31)   | 6.68    | 9.29  |
| 营业利润          | (24.05) | (257.73) | (144.76) | (24.99) | 13.74 |
| 净利润           | (20.25) | (263.82) | (149.71) | (16.32) | 10.81 |
| 利润率 (%)       |         |          |          |         |       |
| 毛利率           | 11.92   | 11.73    | 12.04    | 12.57   | 13.02 |
| EBIT Margin   | 4.19    | 3.67     | 3.99     | 4.62    | 5.17  |
| EBITDA Margin | 5.35    | 4.96     | 4.56     | 5.30    | 6.02  |
| 净利率           | 1.84    | (3.14)   | 1.57     | 1.71    | 1.73  |
| 回报率 (%)       |         |          |          |         |       |
| 净资产收益率        | 8.80    | (16.89)  | 7.84     | 8.54    | 8.83  |
| 总资产收益率        | 1.32    | (2.18)   | 1.09     | 1.21    | 1.22  |
| 其他 (%)        |         |          |          |         |       |
| 资产负债率         | 82.48   | 83.81    | 83.06    | 83.64   | 84.32 |
| 所得税率          | 39.68   | (31.30)  | 24.00    | 24.00   | 24.00 |
| 股利支付率         | 0.00    | 0.00     | 25.00    | 25.00   | 25.00 |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

## 一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，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。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 评级说明

| 1. 投资建议的比较标准                                                                |  | 评级     | 说明                         |
|-----------------------------------------------------------------------------|--|--------|----------------------------|
| 投资评级分为股票评级和行业评级。                                                            |  | 买入     | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；       |
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准； |  | 增持     | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；  |
|                                                                             |  | 持有     | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；  |
|                                                                             |  | 卖出     | 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；       |
| 2. 投资建议的评级标准                                                                |  | 行业投资评级 |                            |
| 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅：                            |  | 强于大市   | 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；       |
|                                                                             |  | 中性     | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|                                                                             |  | 弱于大市   | 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上        |

|     | 北京                                | 上海                                     | 深圳                               | 中信证券国际有限公司               |
|-----|-----------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------|--------------------------|
| 地址： | 北京市朝阳区亮马桥路 48 号<br>中信证券大厦（100125） | 上海浦东新区世纪大道 1568 号<br>中建大厦 22 楼（200122） | 深圳市福田区中心三路 8 号<br>中信证券大厦（518048） | 香港中环添美道 1 号<br>中信大厦 26 楼 |

### Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。