

建筑建材

2013 年 02 月 01 日

中国中冶 (601618)

——冬天来了，春天还会远吗

报告原因：有信息公布需要点评

中性

维持

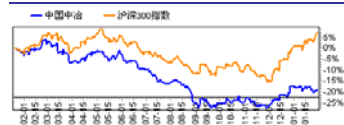
市场数据：2013 年 01 月 30 日

收盘价（元）	2.22
一年内最高/最低（元）	2.89/1.97
上证指数/深证成指	2383/9784
市净率	0.9
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	36051
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：2012 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	2.55
资产负债率%	83.45
总股本/流通 A 股（百万）	19110/1623
	9
流通 B 股/H 股（百万）	-/2871

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国中冶(601618)--资金紧张影响工程承包，资源开发等待售价回暖》
2012/03/30

《中国中冶(601618)--高管增持，信心与决心助推转型深入》
2011/09/14

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com
研究支持
陆玲玲 A0230112080006
lull@swsresearch.com
张璘 A0230112080007
zhangjin@swsresearch.com

联系人

吴一凡
(8621)23297818*7469
wuyif@swsresearch.com
地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2011	230,178	11.3	4,243	-20.2	0.22	11.9	7.3	10.2	17.1
2012Q3	48,266	-13.7	848	1.3	0.04	9.2	1.2	-	-
2012E	196,301	-14.7	-7,199	-269.7	-0.38	11.7	-14.2	-	(25.5)
2013E	190,540	-2.9	2,165	130.1	0.11	11.9	4.1	20.0	19.7
2014E	209,746	10.1	2,505	15.7	0.13	12.1	4.4	17.2	17.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **对非盈利资产进行剥离和大幅计提，公司 2012 年归属母公司净利润预亏 72 亿：**预亏主要原因是（1）对葫芦岛有色应收账款和长期股权投资计提减值准备，考虑转让后本年度和过往年度亏损转回，造成亏损 39 亿；（2）澳大利亚 SINO 铁矿项目计提合同预计损失 31 亿；（3）子公司中冶澳大利亚控股对兰伯特角铁矿项目计提资产减值准备 23 亿；（4）多晶硅业务大额亏损。
- **若不考虑 93 亿的减值准备和预计损失计提，2012 年公司盈利 21 亿，去掉亏损点有望使 2013 年的业绩同比获得较大改善：**公司业务中重大亏损点已在 2012 年的年报中较充分计提，这些业务预计不会对未来报表再产生重大影响。其他业务同比增速下滑主要受多晶硅业务亏损的影响，由于多晶硅价格近期逐渐走稳，我们预计 13 年公司多晶硅销售均价有望与 12 年 25 美元/公斤左右持平，工程施工业务下滑 5%（12 年订单下滑 6%）、装备制造持平、房地产业务增长 10%，则 13 年有望保持传统主业 21 亿的盈利水平，同比增速将较 2012 年有较大幅度改善。
- **改革创新开启新征程：**管理层在公司 2013 年的工作会议上表示将把中冶的现在作为新的发展起点，要全力推进改革创新，最大限度调动发展中冶的一切正能量和积极因素，聚焦中冶主业，建设“美好中冶”。2013 年具体的改革任务包括：一是综合业绩考核改革；二是公司专业化组建改革；三是优势互补整合改革；四是市场协调制度改革；五是新兴市场布局改革；六是海外工程业务改革；七是招标采购制度改革；八是用工薪酬制度改革；九是配套制度改革。管理层表示“中冶集团有可能从滑落谷底中弹射起来，迎来新一轮稳健发展的机遇”，“力争在 2013 年第一季度就呈现出新的变化。”
- **维持“中性”评级：**考虑到主要亏损点剥离和充分的减值准备计提对未来业绩带来的正面影响，以及管理层对走出低谷的坚定决心与信心有望给公司带来积极的变化，尽管目前 PE 偏高，我们依然维持原有评级。预计 12\13\14 年 EPS 分别为 -0.38/0.11/0.13 元，13\14 年对应的 PE 分别为 20X、17.6X。

1. 对非盈利资产剥离并大幅计提减值

公司剥离亏损子公司葫芦岛有色，对非盈利的长期股权投资和合同预计损失大幅计提减值准备 93 亿元，加上多晶硅业务亏损，导致 2012 年净利润预亏 72 亿。公司公告预计 2012 年度归属母公司净利润亏损 72 亿，预亏主要原因是：（1）对葫芦岛有色应收账款和长期股权投资计提减值准备，考虑转回转让后本年度和过往年度亏损，造成亏损 39 亿；（2）全资子公司中冶澳控对兰伯特角铁矿项目计提资产减值准备 23 亿；（3）对澳大利亚 SINO 铁矿项目计提 31 亿亏损；（4）多晶硅业务大额亏损。

表 1：公司此次大幅计提资产减值准备，造成 12 年净利润减少 62 亿元

计提主体	控股比例	计提对象	计提金额	对 12 年净利润影响
中国中冶		葫芦岛有色	69 亿应收款项坏账准备和 5.9 亿长期股权	减少 39 亿元
中国中冶		中冶西澳	38 亿应收款项坏账准备和 1.3 亿长期股权	无
中国中冶		中冶澳控	24 亿应收款项坏账准备和 0.5 亿长期股权投资减值准备	无
葫芦岛有色	0%	自身资产	33 亿资产减值准备	无
中冶澳控	100%	兰伯特角项目	23 亿资产减值准备（1H12:18.1 亿，2H12:4.9 亿）	减少 23 亿元

资料来源：wind，申万研究

充分的计提止住三个重大“出血点”，若不考虑 93 亿的减值准备和预计损失计提，2012 年公司盈利 21 亿（同比下滑 50%），13 年业绩同比将获得较大改善。公司已将葫芦岛有色全部股权转让给控股股东，未来其亏损将不再对上市公司产生影响；兰伯特角铁矿项目的长期股权投资已经全部计提；SINO 铁矿项目截至 12 年底已完工 90%，预计合同额与成本估计不会再发生重大变化。

表 2：葫芦岛有色长期亏损严重

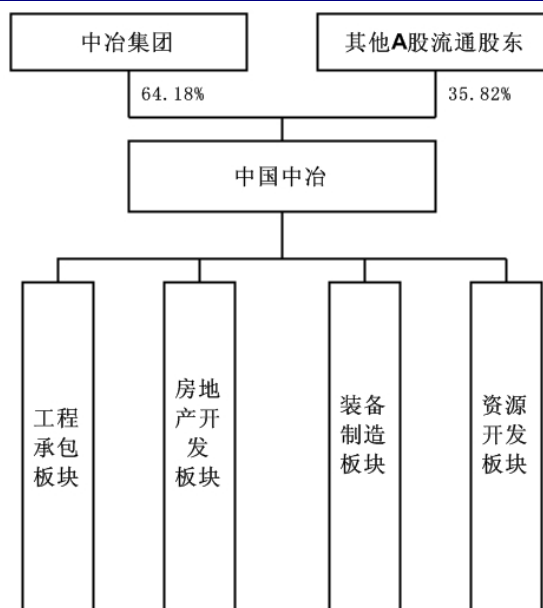
时间	净利润（亿元）	权益净利润绝对值占中冶 2011 收入比例
2011 年	-21.9	26%
2012 年 1~11 月	-52.7	63%

资料来源：wind，申万研究

2. 传统主业预计 13 年平稳

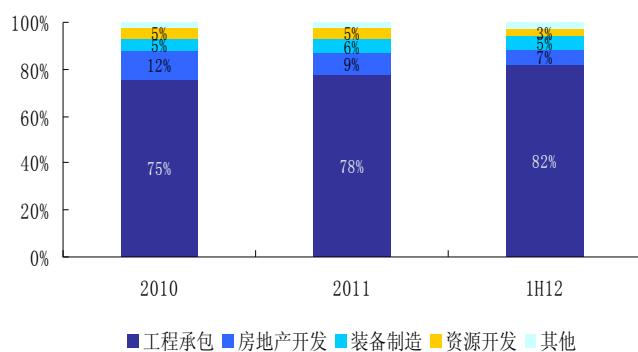
公司主要业务为工程承包、房地产开发、装备制造和资源开发四个板块，工程承包板块收入和毛利率占比均在 80% 以上：公司主要业务分工程承包、房地产开发、装备制造和资源开发四个板块，其中工程承包占比最大，1H12 收入和毛利占比 82% 和 80%。

图 1：中国中冶传统主业分四个板块，其中工程承包板块占比最大



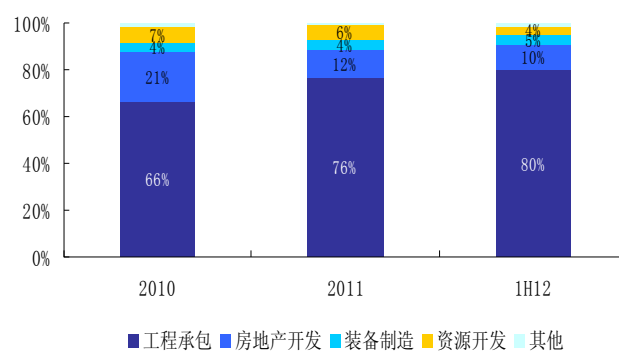
资料来源：申万研究

图 2：中国中冶 1H12 工程业务收入占 82%



资料来源：wind，申万研究

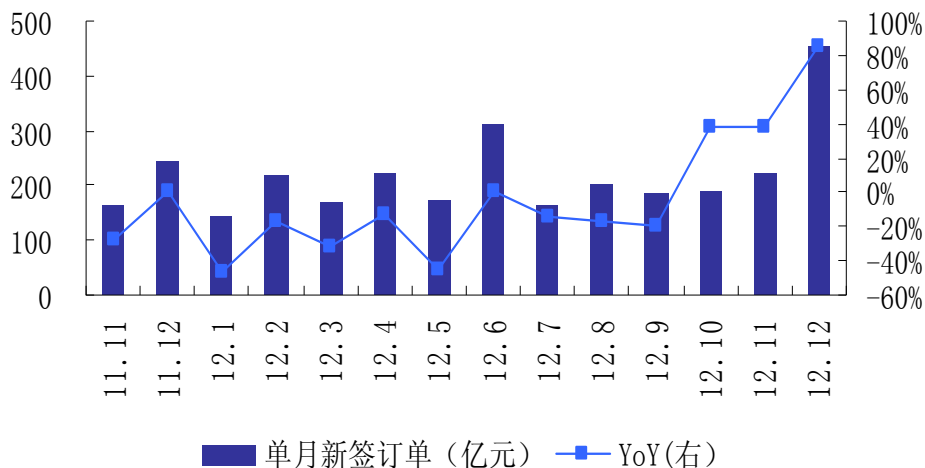
图 3：中国中冶 1H12 工程业务毛利占 80%



资料来源：wind，申万研究

非冶金工程订单 2012 年下滑 9%，四季度开始回暖。公司 12 年工程订单下滑 9%，但四季度订单增速明显加快，10~12 月新签合同额分别是 190、224 和 453 亿元，同比增长 38%、38%和 85%。

图 4： 12 年 10~12 月新签合同同比增长 38%、38%和 85%



资料来源: wind, 申万研究

2013 年传统主业有望实现企稳。2012 年其他业务同比增速下滑主要受多晶硅业务亏损的影响, 由于多晶硅价格近期逐渐走稳, 我们预计 13 年公司多晶硅销售均价有望与 12 年 25 美元/公斤左右持平, 则亏损程度不会进一步扩大; 预计工程施工业务下滑 5% (2012 年订单下滑 6%)、装备制造持平、房地产业务增长 15%, 则 2013 年公司有望保持传统主业 21 亿的盈利水平, 若基建回暖力度较大, 甚至有可能实现增长。

3. 改革创新值得期待

2012 年集团与公司管理层明显加大了对整改的决心。我们看到的改变包括迅速调整了领导班子分工, 将集团“重”、“大”、“难”问题的解决清晰地落实在每个领导班子成员肩上; 采取措施结束了集团连续 3 年经营活动现金流量大额为负和 5 年以来带息负债余额持续快速上涨的局面; 对非盈利资产进行剥离与大幅的减值准备计提。集团董事长在 2013 年工作会议上表示, “要突破近几年集团经营方面的困境, 走出转型过程中的陷阱, 消除前几年盲目做大造成集团的虚胖, 实现中冶集团比较优势的最大发挥, 以改革最大的红利抓住最大的机遇, 释放出中冶集团最大的潜力。”

管理层强调现在是新的发展起点, 2013 年的重点工作之一是改革创新, 公司有望获得积极变化。在 2013 年的工作会议上, 管理层表示, 将把中冶的现在作为新的发展起点, 要全力推进改革创新, 最大限度调动发展中冶的一切正能量和积极因素, 聚焦中冶主业, 踏上建设“美好中冶”的新征途。2013 年具体的改革任务包括: 一是综合业绩考核改革; 二是公司专业化组建改革; 三是优势互补整合改革; 四是市场协调制度改革; 五是新兴市场布局改革; 六是海外工程业务改革; 七是招标采购制度改革; 八是用工薪酬制度改革; 九是配套制度改革。管理层表示“中冶集团有可能从滑落谷底中弹射起来, 迎来新一轮稳健发展的机遇”, “力争在 2013 年第一季度就呈现出新的变化。”

表 3：预计公司 12/ 13/ 14 年全面摊薄 EPS 为-0.38/0.11/0.13 元

利润表	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	165,774	206,792	230,178	196,301	190,540	209,746
二、营业总成本	160,153	200,182	225,989	207,943	188,163	206,668
其中：营业成本	145,515	179,852	202,744	173,303	167,826	184,338
营业税金及附加	4,048	6,168	6,156	5,398	5,240	5,768
销售费用	1,043	1,530	1,836	1,610	1,562	1,720
管理费用	6,473	8,462	9,792	10,227	8,651	9,522
财务费用	2,356	2,743	3,813	4,403	3,198	3,375
资产减值损失	717	1,428	1,648	13,001	1,687	1,945
加：公允价值变动收益	1	(1)	1	(2)	1	1
投资收益	99	399	1,132	450	300	300
三、营业利润	5,721	7,008	5,323	(11,193)	2,678	3,379
加：营业外收入	990	814	1,152	3,747	1,200	1,200
减：营业外支出	161	134	320	225	200	200
四、利润总额	6,550	7,689	6,155	(7,671)	3,678	4,379
减：所得税	1,362	2,118	2,442	0	1,013	1,224
五、净利润	5,188	5,571	3,713	(7,671)	2,665	3,155
少数股东损益	763	250	(531)	(472)	500	650
归属于母公司所有者的净利润	4,425	5,321	4,243	(7,199)	2,165	2,505
六、基本每股收益	0.29	0.28	0.22	(0.38)	0.11	0.13
全面摊薄每股收益	0.23	0.28	0.22	(0.38)	0.11	0.13

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

王胜：A 股策略、建筑工程。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|-------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。