

卸包袱聚主业，业绩拐点可期

中信证券研究部

2013年2月1日

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

投资评级

买入

(维持)

当前价：2.16 元

目标价：2.55 元

事项：

公司1月30日公告称，对中冶葫芦岛有色金属集团有限公司（以下简称“葫芦岛有色”）、中信泰富西澳大利亚 SINO 铁矿工程承包项目（以下简称“西澳项目”）以及所属兰伯特角铁矿项目资产（以下简称“兰伯特角资产”）计提大额资产减值损失；预计2012年实现归属于上市公司股东净利润为-72亿元左右。

点评：

卸掉包袱、轻装上阵，重大资产计提减值解决遗留问题，腾出业绩释放空间。

三项资产减值共造成公司2012年归属上市公司股东净利润减少约93亿元：（1）彻底剥离葫芦岛有色，该公司2011/2012M1-11分别亏损21.85/52.70亿元，公司已于2012年底将其全部股权转让给中冶集团（应收款项计提坏账准备69亿元，转回以前年度亏损30亿元，两者相抵净亏39亿元）。（2）西澳项目主要系工期延迟、成本增加等原因，计提合同预计损失约31亿元，但公司后续将与业主进行协商谈判，损失存收回的可能。（3）兰伯特角资产由于汇率、法律、工艺等环境发生重大变化，导致该项目IRR低于预期，计提减值损失23亿元。

工程承包、房地产等传统主业平稳增长，海外新签合同增长较快。

近几年公司克服钢铁产能过剩、冶金业务萎缩等不利的行业环境，积极拓展房建、市政、公路等非冶金工程市场，主营业务收入及新签合同平稳增长。积极培育房地产业务，2011年房地产在手项目规划建筑面积4728万平方米，计划总投资2791亿元，成为国内最大的保障房建设企业之一。根据公告信息，尽管公司2012年新签合同小幅下降6.1%，但Q4以来单月新签合同逐月回升，其中海外合同大幅增长52.6%。

聚焦主业、稳健发展，2013年业绩将迎来向上拐点。

公司提出了“聚焦主业、适度多元、做强做优、稳健发展”战略，计划深入拓展工程承包市场，严格控制垫资项目，整合海外市场；加强“中冶钢构”、“中冶置业”专业品牌；向“绿色生态”特色房地产开发商转型；资源开发业务积极推进已投产项目达产达标。我们认为，随着公司甩掉历史包袱、聚焦主业发展，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。

风险因素：

冶金投资低于预期、房地产调控、国际化经营、应收帐款坏账等。

盈利预测、估值与评级。

我们预测公司2012/2013/2014年EPS分别为-0.38/0.17/0.19元的盈利预测（原预测分别为0.17/0.21/0.24元）。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，且目前股价已反应较悲观的预期（对应2012/13年预测PB仅为1.00/0.95倍），我们认为给予公司2013年15倍PE是合理的，对应2.55元目标价，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测及估值

项目/年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	206792	230178	212569	205392	225543
增长率 YoY%	25.2	11.3	-7.7	-3.4	9.8
净利润(百万元)	5321	4243	-7254	3164	3563
增长率 YoY%	28.5	-20.2	-270.9	143.6	12.6
毛利率%	13.0	11.9	12.1	12.7	13.6
净资产收益率 ROE%	11.8	8.8	-17.6	7.3	7.7
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.28	0.22	-0.38	0.17	0.19
每股净资产 (元)	2.35	2.52	2.16	2.28	2.42
PE	8	10	N/A	13	12
PB	0.92	0.86	1.00	0.95	0.89
EV/EBITDA	27	32	-584	25	21

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

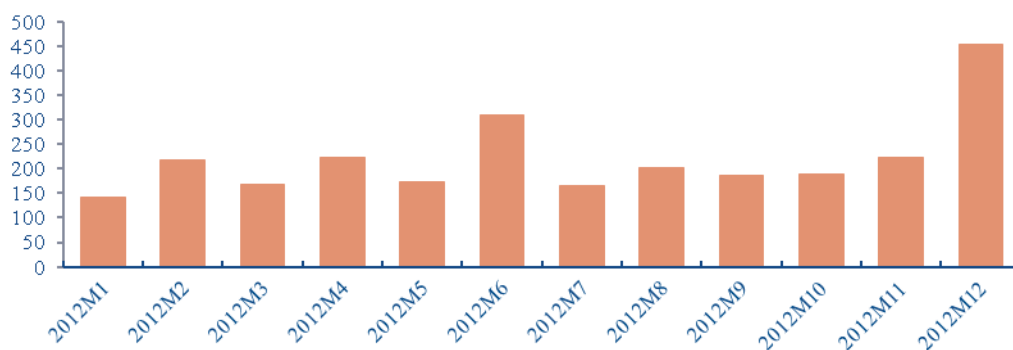
注：股价为 2013 年 1 月 31 日收盘价

表 2：公司此次计提资产减值损失情况（亿元）

项目	对 12 年度业绩影响额	资产减值计提具体内容
对葫芦岛有色计提减值损失	-39	对持有的中冶葫芦岛有色金属集团有限公司应收款项计提了人民币约 69 亿元坏账准备；同时，由于公司于 2012 年 12 月 31 日已将持有葫芦岛有色的股权转让给了控股股东中国冶金科工集团有限公司，转回本年度及以前年度超额亏损人民币约 30 亿元。
西澳项目计提预计合同损失	-31	按 2012 年 12 月 31 日汇率算，西澳项目合同预计总收入为人民币 275 亿元（43.57 亿美元），合同预计总成本为人民币约 306 亿元（约 49 亿美元），两者相减，合同预计损失为人民币约 31 亿元。
对兰伯特角资产计提资产减值	-23	根据仲量联行出具的评估报告，兰伯特角资产 2012 年度共计提资产减值准备人民币约 23 亿元，其中：2012 年上半年已计提人民币 18.1 亿元，并已在 2012 年半年报披露。
合计	-93	

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 1：公司 2012 年单月新签订单情况（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2010	2011	2012E	2013E	2014E	指标名称	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	206,792	230,178	212,569	205,392	225,543	货币资金	41,453	45,281	39,954	41,078	45,109
营业成本	179,852	202,744	186,855	179,353	194,842	存货	88,901	106,121	83,076	88,690	92,589
毛利率	13.0%	11.9%	12.1%	12.7%	13.6%	应收账款	37,333	43,536	27,173	37,464	41,139
营业税金及附加	6,168	6,156	5,952	5,546	5,864	其他流动资产	47,307	44,747	49,746	48,022	52,136
营业费用	1,530	1,836	1,701	1,623	1,759	流动资产	214,994	239,684	199,948	215,254	230,972
营业费用率	0.74%	0.80%	0.80%	0.79%	0.78%	固定资产	23,647	26,227	37,917	56,795	74,791
管理费用	8,462	9,792	9,566	8,832	9,247	长期股权投资	2,496	3,091	2,621	2,921	3,221
管理费用率	4.09%	4.25%	4.50%	4.30%	4.10%	无形资产	18,837	19,698	20,713	20,729	20,744
财务费用	2,743	3,813	5,194	7,072	10,507	其他长期资产	28,247	43,330	47,950	48,558	49,243
财务费用率	1.33%	1.66%	2.44%	3.44%	4.66%	非流动资产	73,226	92,347	109,201	129,003	147,998
投资收益	399	1,132	3,300	800	1,200	资产总计	288,221	332,031	309,149	344,257	378,971
营业利润	7,008	5,323	-5,524	3,552	4,118	短期借款	27,270	51,510	21,946	51,156	62,145
营业利润率	3.39%	2.31%	-2.60%	1.73%	1.83%	应付账款	51,915	53,206	56,057	53,806	58,453
营业外收入	814	1,152	500	850	900	其他流动负债	94,980	108,654	116,635	120,249	134,358
营业外支出	134	320	300	425	450	流动负债	174,165	213,370	194,637	225,211	254,956
利润总额	7,689	6,155	-5,324	3,977	4,568	长期负债	34,493	31,121	36,121	41,121	46,121
所得税	2,118	2,442	1,331	875	1,005	其他长期负债	26,049	29,366	26,615	23,838	21,134
所得税率	27.5%	39.7%	-25.0%	22.0%	22.0%	非流动性负债	60,542	60,486	62,735	64,958	67,254
少数股东损益	250	-531	599	-62	0	负债合计	234,708	273,856	257,373	290,170	322,211
归属于母公司股东的净利润	5,321	4,243	-7,254	3,164	3,563	股本	19,110	19,110	19,110	19,110	19,110
净利率	2.57%	1.84%	-3.41%	1.54%	1.58%	资本公积	18,069	18,110	18,110	18,110	18,110
每股收益（元）（摊薄）	0.28	0.22	-0.38	0.17	0.19	股东权益合计	44,971	48,203	41,206	43,579	46,251
现金流量表 (百万元)						少数股东权益	8,542	9,972	10,571	10,508	10,508
指标名称	2010	2011	2012E	2013E	2014E	负债股东权益总计	288,221	332,031	309,149	344,257	378,971
净利润	5,321	4,243	-7,254	3,164	3,563	主要财务指标					
少数股东损益	250	-531	599	-62	0	增长率	2010	2011	2012E	2013E	2014E
折旧和摊销	2,119	2,665	1,475	2,283	3,089	营业收入	25.18	11.31	(7.65)	(3.38)	9.81
营运资金变动	-36,909	-23,360	28,801	-8,441	-1,411	营业利润	24.89	(24.05)	N/A	164.30	15.95
其他	4,099	4,351	14,276	-5,513	9,711	净利润	28.50	(20.25)	N/A	143.62	12.62
经营现金流	-25,121	-12,631	37,897	-8,568	14,953	利润率 (%)					
资本支出	-10,877	-9,562	-18,102	-21,100	-21,062	毛利率 (%)	13.03	11.92	12.10	12.68	13.61
投资收益	99	175	3,300	800	1,200	EBIT Margin (%)	5.21	4.19	4.00	4.89	6.13
资产变卖	205	488	0	0	0	EBITDA Margin (%)	6.24	5.35	4.69	6.00	7.50
其他	-762	1,025	-600	-600	-600	净利率 (%)	2.57	1.84	(3.41)	1.54	1.58
投资现金流	-11,335	-7,875	-15,402	-20,900	-20,462	回报率 (%)					
发行股票	999	0	0	0	0	净资产收益率 (%)	11.83	8.80	(17.60)	7.26	7.70
负债变化	35,550	32,109	-20,068	38,456	20,937	总资产收益率 (%)	1.90	1.41	(2.34)	1.00	1.01
股息支出	-4,754	-7,824	0	-791	-891	其他 (%)					
其他	-617	-297	-5,194	-7,072	-10,507	资产负债率 (%)	81.43	82.48	83.25	84.29	85.02
融资现金流	31,178	23,989	-25,262	30,593	9,539	所得税率 (%)	27.55	39.68	(25.00)	22.00	22.00
现金净增加额	-5,278	3,483	-2,767	1,125	4,030	股利支付率 (%)	0.00	0.00	0.00	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

投资评级分为股票评级和行业评级。

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；

2. 投资建议的评级标准

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：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	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；
行业投资评级	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 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信 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。