

华丽转型 地产项目蓄势待发

龙元建设动态分析报告

报告关键点：

- 临安项目规模庞大 成长空间可见
- “建筑+房地产”具备竞争力的产业链形成

报告摘要：

- 华丽进军地产业：**龙元建设控股子公司石与木投资咨询公司与临安市政府于2009年9月20日签署了正式协议。正式协议除了在框架协议的基础上，进一步就项目开发日程、各出资方责任与项目利润分成等进行明确之外，将框架协议协议的“2.8+1”平方公里列为高新园区的启动区，并将协议范围扩大到整个高新园区29平方公里的开发面积。
- 地产开发优势大，盈利空间巨大：**龙元建设通过一、二级联动开发项目，节省时间、提高效率、减少成本，通过一、二级开发的良好链接提高开发效率，缓解单纯一级开发带来的资金压力，能够更快的回笼资金；在二级开发阶段，由于能够从地价的提升中获得更多的超额利润，从而强化了公司的拿地优势。此外，龙元建设作为建筑企业，本身就具有一般二级开发商所没有的强大施工能力和成本控制能力。合作方、地方政府三方优势互补，潜力巨大。**据我们测算，2010年和2011年地产业务贡献的EPS分别达到0.28元和1.13元，到2011年公司地产业务盈利占比将达到61%，成功实现转型。**项目的实施将为公司承接新的一、二级开发联动地产项目积累丰富的经验。
- 土地储备丰富，估值大幅提升：**29平方公里正式协议的签订实际上为公司地产开发储备了丰富的优质土地。考虑全部29平方公里的一级开发与“2.8+1”部分的二级开发，其合理估值应为27.92-29.39元，对应09-11年EPS为0.61、1.02、2.02元；二级开发每增加1500亩的土地开发面积，其合理估值对应增加3.40元/股。我们保守估计在剩余18000亩的面积中，公司进行二级开发的面积若有25%-30%即4500-5400亩，则合理估值为38.12-41.63元。
- 工程订单饱满，水泥新线贡献大：**截至目前，公司新承接工程合同量已达70多亿元，全年有望达到120亿元。考虑公司在华北、东北建筑工程市场的快速发展以及目前公司超过200亿元的在手订单规模，我们预计未来几年建筑业务仍将稳中有升，毛利率相对稳定。今年10月份在安徽芜湖将有一条新的5000t/d熟料生产线投产，预计公司明年水泥销售量将有超过100%的增长，成为新的增长点。
- 高成长性可期：**公司有望未来将房地产业务做大做强，转型为“建筑+房地产”的综合性企业，按照我们的测算，公司2009-2012年的净利润复合增长率将达到80%，成长性非常突出，我们对公司转型后的发展前景非常看好，提高评级至“买入-B”，6个月目标价30元，12个月目标价40元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,116.2	7,287.1	9,027.8	11,124.0	14,519.8
Growth(%)	-0.7%	2.4%	23.9%	23.2%	30.5%
净利润	191.8	120.2	287.3	483.9	957.8
Growth(%)	1.6%	-37.3%	139.1%	68.4%	98.0%
毛利率(%)	9.9%	9.7%	9.9%	13.4%	21.5%
净利润率(%)	2.7%	1.6%	3.2%	4.3%	6.6%
每股收益(元)	0.40	0.25	0.61	1.02	2.02
每股净资产(元)	3.21	3.36	5.08	6.02	8.02
市盈率	45.9	73.3	30.7	18.2	9.2
市净率	5.8	5.5	3.7	3.1	2.3
净资产收益率(%)	13.2%	7.0%	12.4%	20.7%	32.5%
ROIC(%)	19.3%	12.8%	17.2%	21.4%	31.1%
EV/EBITDA	20.5	22.3	20.0	10.9	6.3
股息收益率	0.4%	0.4%	1.0%	1.6%	3.3%

评级：

买入-B

上次评级：增持-A

目标价格：30.00 元

期限：6 个月 上次预测：11.00 元

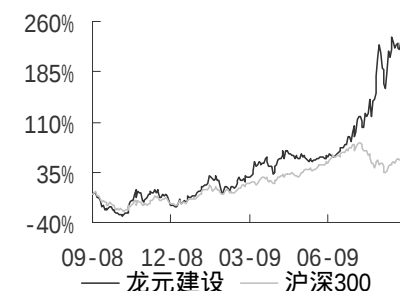
现价：18.59 元

报告日期：2009-09-23

市场数据

总市值(百万元)	8,807.94
流通市值(百万元)	4,984.80
总股本(百万股)	473.80
流通股本(百万股)	268.14
12 个月最高/最低	3.87/20.49 元
十大流通股股东(%)	42.38%
股东户数	31,201

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.76	106.43	182.41
绝对收益	18.49	107.96	229.86

研究员

石磊 首席行业分析师

021-68765916 shilei@essence.com.cn

王天睿 助理行业分析师

021-68765363 wangtr@essence.com.cn

陶学明

CFA 高级行业分析师

0755-82558030 taoxm@essence.com.cn

李孔逸 助理行业分析师

0755-82558026 liky@essence.com.cn

前期研究成果

龙元建设：稳定成长 不失弹性

2009-06-17

龙元建设：房地产复苏带来未来业绩弹性

2009-05-08

龙元建设：原材料涨价及财务费用拖累盈利

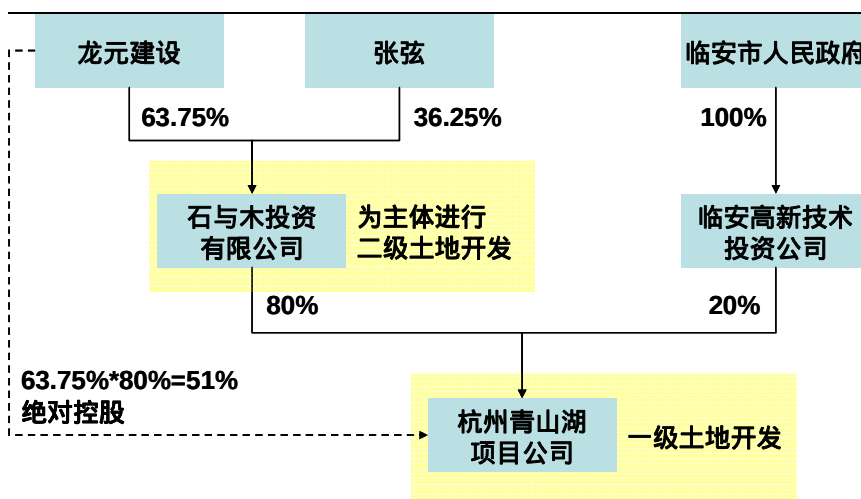
2009-04-15

我们重点关注的龙元建设近期公告了临安高新技术产业园项目，公司将开始进军房地产业。我们最近对上市公司进行了拜访并对临安项目现场进行了考察，对公司的转型非常看好，地产业务将使得公司施工业务如虎添翼，盈利步入高增长期。

1. 华丽转型进军房地产，一鸣惊人

2009 年 7 月 27 日，上海石与木投资咨询有限公司（以下简称“石与木”）与临安市人民政府签署了《临安高新技术产业园开发合作框架协议》，拟与市政府授权的国有独资公司临安高新技术投资有限公司共同出资设立项目公司。石与木出资人民币 8000 万元，占比 80%；临安高新技术投资有限公司出资人民币 2000 万元，占比 20%。2009 年 8 月 24 日，龙元建设与自然人张弦签署《增资协议》，双方根据协议将对上海石与木投资咨询有限公司进行增资。增资完成后，龙元建设持有石与木 63.75% 的股权，从而间接拥有了项目公司 51% 的绝对控股权。未来项目公司将负责临安高新技术产业园“2.8+1”平方公里启动区土地的一级熟化并由石与木作为龙头进行地块的二级开发，并保留部分区域内的重大公共服务项目的经营管理权。

图 1 龙元建设间接持有杭州青山湖项目公司 51% 股权



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

根据公司最新公告，2009 年 9 月 20 日，子公司石与木投资咨询有限公司与临安市人民政府签署了正式协议。正式协议除了在框架协议的基础上，进一步就项目开发日程、各出资方责任与项目利润分成等进行明确之外，将框架协议商议的“2.8+1”平方公里列为高新园区的启动区，并将协议范围扩大到整个高新园区 29 平方公里的开发面积。2012 年前整个区域建设初现框架，到 2015 年基本完成启动区建设。临安市人民政府确保于 2010 年 1 月份组织对于核心区内约 250 亩出让用地公开挂牌出让。

我们向公司详细了解了项目的情况，并对该地块与周边房地产现状进行了项目实地调研。公司通过该项目从建筑施工主业通过一、二级土地开发的方式介入房地产开发业务，将是发展过程中最重要的一次华丽转型。项目涉及地块规模庞大，开发前景十分看好，未来几年该项目的收入与盈利贡献将是公司房地产乃至整体业务高增长的重要因素。下面我们就从项目的基本状况以及盈利分析的角度进行阐述。

2. 临安房地产项目空间巨大，前景可观

2.1. 园区位置优势明显 地块潜力大

临安高新技术产业园区地处浙江省“两小时交通、经济、生活圈”的核心地带，到上海仅 2 个小时的车程，距萧山国际机场仅 1 小时路程。继杭徽高速公路建成通车后，直接穿越高新园的省重点项目——文一西路延伸工程临余公路目前已开工，预计将于明年下半年建成通车。不久的将来，青山航道还将实现与京杭大运河与钱塘江的联通。高新区块正逐步实现与杭州城区的无缝对接。

图 2 青山湖区区位图



数据来源：临安市政府资料，安信证券研究中心

园区目前规划占地总面积达 29 平方公里，位于临安市主城区东侧，青山湖片区北部，南临秀丽的青山湖。（下图湖北部蓝色、黄色、红色区域，其中红色为项目启动区，见下方规划样图）

图 3 青山湖区区位图



数据来源：临安市政府资料，安信证券研究中心

青山湖区景色秀丽，被誉为临安第一景，位于临安新十景之一的青山湖国家森林公园，离杭州市区 38 公里，位于临安市东郊 5 公里，面积 64.5 平方公里，其中水域面积 10 平方公里，以彭祖八百里养生园与国内罕见的水上森林而闻名。

图4 青山湖区景色秀丽——水上森林



数据来源：临安市政府资料，安信证券研究中心

2.2. 新型产业园区——“在工作中度假，在度假中生活”

临安毗邻杭州，地处中国经济最为活跃、发展最具潜力的长江三角洲腹地，随着近年以杭州为核心的都市群产业转型和不断升级，发展高新技术产业和高附加值传统产业正成为该地区未来产业和经济发展的战略选择。

近年来，临安把发展高新技术产业作为产业转型升级、实现跨越发展的重要途径，立足生态、区位、人文和后发四大优势，重点推进高新技术产业发展。截至目前，临安已有省级以上高新技术企业43家，其中国家级7家。

时下，临安正倾力打造杭州西郊现代化生态市。据杭州日报报道，为实现这一目标，未来三年，临安将坚定不移地“以高新技术产业为主导、先进装备制造业为主体、现代服务业为支撑”的工业化新路，围绕打造大都市高新技术产业拓展基地目标，实施工业经济三年行动计划，重点发展生物医药、电子信息、新材料、新能源、环保等产业。力争到2010年，高新技术产业销售产值超过100亿元，使高新技术产业将逐步成为引领临安工业经济增长、提升产业层次的主导产业。

在此背景下，临安高新技术产业园应运而生。产业园将立足于杭州地区，面向长三角，以软件信息、工业设计和生物科技等为高新产业功能主体。

从产业园区的发展阶段分级来看，该园区在产业发展要素、园区功能、空间形态等方面均处于目前产业园区的最高阶段；而在产业类型、核心驱动力方面虽然受限于目前国内的创新型企业的数量、规模与企业文化、品牌等较多因素与第四阶段的要求尚还有差距，但基本其目标定位也均是国内产业园区中领先的。

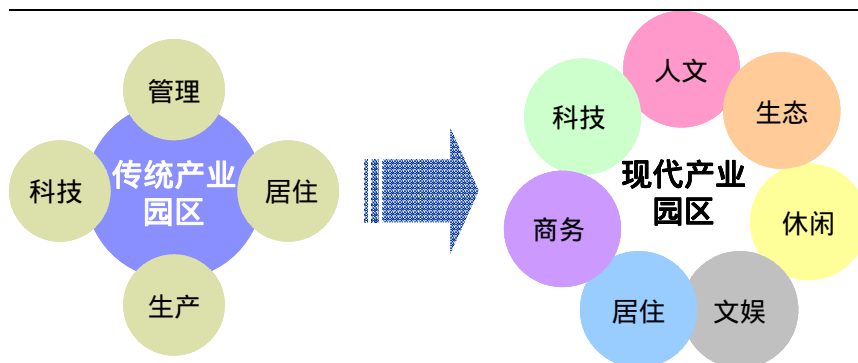
表1 产业园区发展阶段与该园区的定位

指标	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段	该园区定位
发展阶段	要素群集阶段	产业主导阶段	创新突破阶段	财务凝聚阶段	3-4阶段
产业聚集动力	低成本导向	产业链导向	创新文化	高势能优势	3阶段
产业发展需求因素	廉价土地、劳动力、税收优惠政策	配套服务于研发能力	高素质人才、较高的信息、技术及其它配套	高价值的品牌	3-4阶段
园区功能	加工型	产品制造	研发、科技产业区	复合型(事业发展中心+生活乐园)	4阶段
与城市的关系	点对点	串联式	中轴辐射式	多级耦合式	3-4阶段
核心驱动力	政府的优惠政策	政策与市场竞争力双重作业	内力为主，技术推动	内力为主，企业家精神	2-3阶段
主要产业类型	低附加值、劳动密集型	外向型产业	技术密集型、创新型产业，生物、能源、材料等	高价值“财富级”要素推动	3阶段
产业空间形态	纯产业区	纯产业区	产业社区	综合新城	4阶段
园区增值方式	贸-工-技	工-贸-技	技-工-贸	技-贸-工	4阶段
代表园区	国内一些发展水平低或早期的园区	国内发展较好的高新园区	中关村、台湾新竹、法国索非亚	美国硅谷	青山湖“森林硅谷”

数据来源：安信证券研究中心

园区在提供有吸引力的产业政策的基础上，打出了“在工作中度假，在度假中生活”口号，以突出的自然生态环境和为产业发展提供高端配套服务功能为特色，兼具生态旅游和都市休闲功能、综合型、开放型的高新产业研发园区。据了解，目前已有多家大型的研发类的企业有意入驻园区。

图5 园区的架构优势



数据来源：临安市政府资料，安信证券研究中心

根据正式协议的内容，临安市政府将为园区配备专业的招商引资团队，并承诺将高投公司获得的土地溢价收入用于园区发展。同时，石与木也将全力协助市政府引进高新技术项目，促进园区的产业结构优化与层次提升。

2.3. 园区规划清晰、布局合理

临安高新园在空间布局上，保留了原有山脉，通过水系梳理和公共绿地的串接，形成山水相连、显山见水的景观特征，并在依山傍水中营造出“一主两副”的空间格局。“一主”：即中部组团，依托临余公路和傍青山湖的交通及环境优势，依托较成规模的可建设用地，发展成产业研发、产业配套服务以及城市旅游度假休闲为一体的复合型功能组团。“两副”：即东部组团借助独特的半坡山地、近八百里养生园和同人房产的功能特征，发展产业高端服务和城市高档人居社区；西部组团拥有集中的大面积可建设用地，并与浙江林学院毗邻，为产业提供教育及科研配套的服务功能。

图6 临安市高新技术产业园 2.8 平方公里启动区块平面规划图



数据来源：临安市政府资料，安信证券研究中心

根据正式协议，“2.8+1”平方公里的园区将作为整个高新园区的启动区块。根据2.8平方公里地块启动区规划，扣除森林、水域等自然环境尽量予以保留之外，可用于一、二级建筑开发的地块面积约为1900亩，其中规划了产业、商业、住宅用地分别为1000亩、200亩、700亩。

此外，目前尚未确定的启动区另 1 平方公里的拓展空间，具体方位将在之后另行协商。

2.4. 优势互补实现“Win-win”

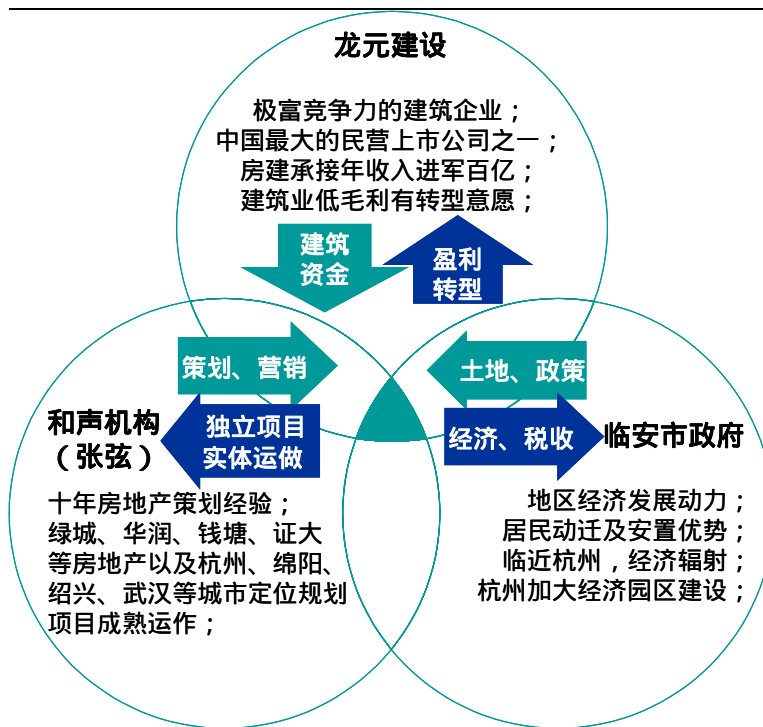
框架性协议签署后，我们对公司高管、合作方进行了拜访沟通并对项目现场进行了实地调研，对项目的情况有了较为深入的了解。

作为公司合作方的张弦，其关联企业和声机构是国内最大的房地产策划综合服务类企业之一，成立于 1998 年，曾获得全国房地产广告服务十强企业、中国房地产策划代理机构大奖、中国房地产十佳广告商等殊荣。

和声机构长期与绿城集团战略合作，8 年来参与绿城集团在全国近 40 个高端房地产项目，此外，其也曾为华润集团、钱塘集团、泰江集团、吉利集团、嘉城建设、丹霞地产、证大集团等企业 60 余个地产项目提供房地产全案服务。而在青山湖地区，和声机构也有绿城·青山湖玫瑰园以及青山湖 81 号的成熟运作经验。此次合作，张弦将引入和声机构的原班团队，在将来项目开发中着重进行项目整体方案策划与营销。

而临安市政府，则发挥其优势，通过政策导向提升园区定位与招商能力，通过政府职能配合进行区域内局面的动迁与安置。正式协议约定，临安市人民政府授权高投公司代为项目公司实施区域开发的前期征地拆迁工作，在实施前，征迁安置费用由项目公司同临安市人民政府确定每户包干基数，并根据建设时序分期、分批进行，从征地到拆迁的过程中还会受到市场价的影响，临安市人民政府需排定拆迁时序，明确锁定每户包干基数。

图 7 各出资方的优势资源、项目责任与项目获益



数据来源：安信证券研究中心

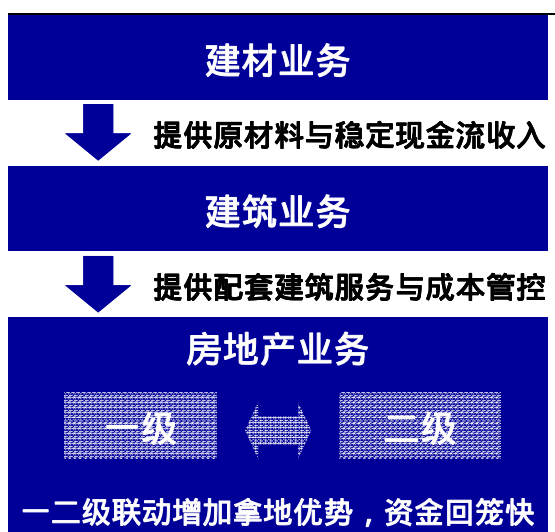
作为连续多年浙江进沪施工企业第一名，龙元建设则具有优秀的施工能力、成本控制能力及品牌优势，通过资源互补与优势的融合，合作的三方形成了目标效应的有效结合，“Win-Win”模式架构充分展现。

2.5. 一、二级联动开发拥有单纯的一级或二级开发无法比拟的优势

在公告中，政府承诺，石与木公司将负责临安高新技术产业园的土地一级熟化并作为龙头进行园区内的二级开发，而石与木公司拟与临安市政府的高投公司共同出资设立项目公司，并占有 80% 股权。其中一级熟化由项目公司负责基础设施投入，推动

区域熟化；二级开发则以项目公司为平台，以石与木为主，引进项目公司的关联公司或战略合作伙伴对区域可出让土地进行高新产业、商务会展、商贸办公、配套住宅等多形式二级市场开发。

图 8 公司业务模式和产业链



数据来源：安信证券研究中心

公司通过一、二级联动开发将获得单纯的一级或二级开发无法比拟的优势：相对单纯的一级开发商来说，一、二级联动开发能够节省时间、提高效率、减少成本，公司通过二级开发能够更快的回笼资金，并通过一、二级开发的良好链接提高开发效率，缓解单纯一级开发带来的资金压力；相对单纯的二级开发商来说，如果出现竞标者与公司争夺同一地块，公司则可以依靠从地价的提升中获得的更多的超额利润，从而降低购地的实际成本，有效地控制开发风险。并且，龙元建设作为建筑企业，本身就具有一般二级开发商所没有的强大施工能力和成本控制能力。

2.6. 周边地产项目情况与对比

我们调研了临安项目周边三个知名度较高的楼盘，均为别墅项目，其中绿城玫瑰园项目一期已售罄，均价 13000 元/平米-30000 元/平米之间，独栋均价约为 25000 元/平米，该项目一期远离青山湖湖岸，而公司所得地块位于青山湖滨，包括了湖区水上森林风景带，一期开发的 100 亩住宅项目，预计全部做成容积率仅为 0.3-0.4 独栋别墅，未来售价理应高于绿城玫瑰园的独栋别墅，我们保守估计售价与绿城相同，为 25000 元/平米；另外，附近的锦绣钱塘和湖光山社的均价也在 13000/平米以上，考虑到园区内住宅项目容积率均比较低，主要以各类别墅为主，因此，我们假设园区内住宅平均单价为 18000 元/平米，整体容积率 0.8；产业方面，我们假设平均单价为 7000 元/平米，整体容积率 1.3；商业的平均单价为 12000 元/平米，容积率 1.5。总体来看，我们对园区内房价的假设是较为保守的。

此外，由于贯穿整个临安高新技术园区的重要道路——文一西路延长段目前正在修建之中，随着该路段明年的竣工，相应周边地块的平均单价预计也将随之提升。而杭州市政府亦规划了横贯园区、直达杭州的轻轨路线，一旦轻轨修建完毕，该地块出行杭州将非常方便。

图9 周边地产项目情况



数据来源：安信证券研究中心

此外，我们比较了与青山湖风格类似的宁波东钱湖地块的房地产开发状况。宁波东钱湖距离宁波市区约 15 公里，是浙江地区著名的天然淡水湖与风景区。目前，该地块最近的在售楼盘华润置业卡纳湖谷的销售状况，容积率 0.41 的别墅销售价格单套起价 700 万元，均价为 25000 元/平方米左右。

图10 宁波东钱湖地产项目



数据来源：安信证券研究中心

参考 2009 年 9 月 4 日雅戈尔在东钱湖茶亭村竞标中地的情况，东钱湖茶亭村地块 32.91 万平方米雅戈尔拍得总价为 18.16 亿元，折合每亩价格为 368 万元，以 0.3 容积率计算，折合楼面成本为 1.84 万元/平方米，预计未来开发别墅的销售价格将超过 30000 元/平方米。

2.7. RNAV 估值

一级开发保守估计 RNAV 6.45 元/股

土地一级开发利润空间取决于与政府间的最终分成比例，政府承诺公司保底收益率为 12%，超额利润实际分成比例为石与木公司 65%，政府 35%。我们假设土地整理成本每亩约 35 万元，由于公司的产业定位是创意研发为主，其产业用地的用途主要是修建高新企业中国总部、写字楼与科技研发中心类的产业建筑，通过与台湾桃园科技工业园、成都青羊开发区等类似产业园区用地出让价格的对比，综合区域内住宅、商业用地的情况，我们预计区域内平均地价每亩 100-110 万元；由于前期 2.8 平方公里按照规划，可用建筑土地面积为 1900 亩，按此比例结合整体地块情况，我们估算除 2.8 平方公里以外全部园区的可用建筑土地面积为 18000 亩。整体开发进程，按照正式协议的说明，启动区的基础设计在 2012 年 6 月之前基本完成，2015 年完成启动区的建设；我们预计对应“2.8+1”的启动区一级开发最迟将于 2013 年完成，测算的对

应 RNAV 为 1.17 元/股。

其它 25.2 平方公里的部分，由于此部分面积过于庞大，预计公司仅能对其一部分进行二级开发，而可以相信的是，其他公司在土地竞价时由于没有一级开发的项目公司关联方的优势，其最终拿地价格必然高于石与木（石与木对于开发优势较佳的地块均可以积极竞价的方式，由于其拥有一级开发超额收益的分成，高地价拿地的影响相对小得多）。处于保守的原则，我们在测算中未考虑此因素，仅假设所有一级土地最终出让价格均与石与木价格同样。考虑区域面积巨大，滚动开发周期较长，考虑“2.8+1”的开发进度，我们按照 2012 年启动剩余面积的一级开发，得到一级开发项目的 RNAV 值为 5.27 元/股。一级开发总的 RNAV 为 6.45 元/股。

二级开发 RNAV_{min} 为 8.21 元/股 面积带来弹性

二级开发方面，园区将以石与木公司为龙头进行开发。在前文中对地价和房价的假设前提下，结合地块的开发进程，我们估算出“2.8+1”平方公里项目二级开发的 RNAV 值为 8.21 元/股。而 25.2 平方公里的部分，通过敏感性分析，对应增加 1 平方公里（即 1500 亩）的二级房地产开发面积，RNAV 对应增加 3.40 元/股。

表 2 价格容积率与预测模型假设

价格容积率计算			
一期二级开发	面积（亩）	价格（元/平米）	容积率
商业	200	12,000	1.50
住宅	700	18,000	0.80
产业	1,000	7,000	1.30
加权平均		11,579	1.14
预测假设			
土地出让价格	100	土地年均涨幅	5%
土地开发成本	35	成本年均上涨	3%
折现率	8%	房价年均上涨	5%

数据来源：安信证券研究中心

综合公司一、二级开发资源，采用 RNAV 估值法对其进行了估值。以总股本 4.74 亿股计，在没有考虑“2.8+1”平方公里之外的二级开发的拓展区域的情况下，龙元建设房地产业务的每股 RNAV 值为 14.63 元/股，而每 1 平方公里的拓展二级开发，我们保守的将权益比例降低至 51% 计算，每股 RNAV 值将增加 3.40 元/股。

表 3 地块开发进度及 RNAV 测算

开发区块及内容	开发进程	RNAV（元/股）
2.8平方公里 一级	2010-2013	0.87
1平方公里 一级	2010-2013	0.30
2.8+1平方公里 二级	2011-2016	8.18
25.2平方公里 一级	2012-2023	5.27
25.2平方公里 二级	2013-2024	3.40/Km ²
共29平方公里	2010-2025	14.63+3.40/Km ²

数据来源：安信证券研究中心

2.8. 房地产业务盈利预测

按照正式协议说明，首期启动区青山湖边的 100 亩别墅用地和 150 亩产业用地将于 2010 年 1 月进入到公开挂牌出让过程，考虑一级开发的进度，我们预计一级开发

业务 2010 年贡献每股收益 0.28 元，房地产二级开发项目预计 2010 年下半年可以销售，包括湖边独栋别墅（均价 2.5 万元左右）和部分产业项目（价格 7000 元左右）。2011 年部分二级开发开始进入结算期，同时启动区块的一级开发将进入高峰期，预计 2011 年房地产业务贡献每股收益 1.13 元。

表 4 房地产业务收入成本测算 2010E-2012E

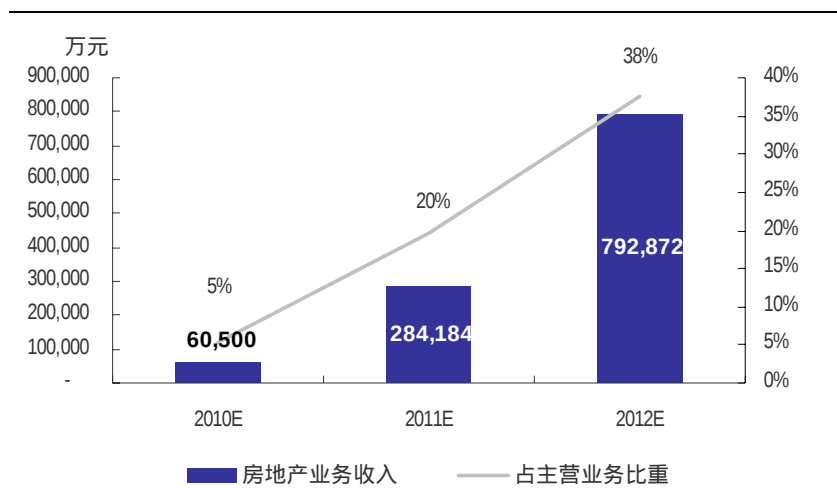
房地产业务收入成本测算			2010E	2011E	2012E
2.8 平方公里	一级开发	出让规模(亩)	550	600	500
		出让价格(万元/亩)	110.0	105.0	110.3
		成本(万元/亩)	35.0	36.1	37.1
		总收入(万元)	60500.0	63000.0	55125.0
	二级开发	结算价格(元/平米)		11578.9	12157.9
		结算面积(万平米)		17.3	28.8
		总收入(万元)		200200.0	350268.9
1 平方公里	一级开发	出让规模(亩)		200.0	200.0
		出让价格(万元/亩)		105.0	110.3
		成本(万元/亩)		36.1	37.1
		总收入(万元)		21000.0	22050.0
	二级开发	别墅价格(元/平米)			20000.0
		结算面积(万平米)			10.0
		总收入(万元)			200000.0
25.2 平方公里	一级开发 (假设可出 让 18000 亩)	出让规模(亩)			1500.0
		出让价格(万元/亩)			110.3
		成本(万元/亩)			37.1
		总收入(万元)			165375.0
合计	总收入(万元)		60500.0	284184.3	792872.4
	总成本(万元)		19250.0	94861.6	260924.7

数据来源：安信证券研究中心

2.9. 房地产占比未来将逐年提高 成功实现转型

公司房地产业务将于明年开始贡献收益，明年预计仅有“2.8+1”平方公里的部分一级开发，收入与盈利贡献相对较小；但随 2011 年二级开发开始贡献收入，房地产在公司业务中的重要性将明显显现，而 2012 年将持续高速增长的态势。

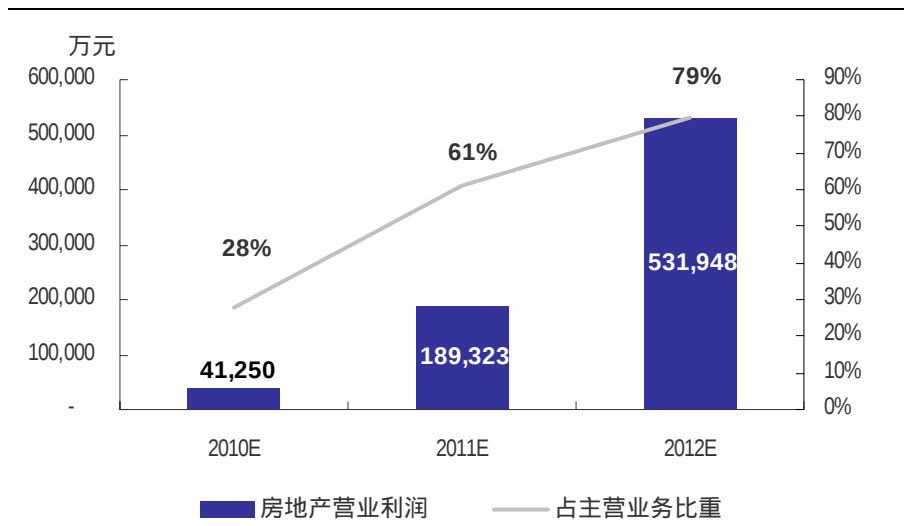
图 11 房地产收入与主营业务占比（2010E-2012E）



数据来源：安信证券研究中心

我们预计，公司 2010-2012 年的房地产业务收入分别为 6.05 亿元、28.42 亿元与 79.29 亿元，占公司主营业务收入的比重到 2012 年将达到 38%；而如果考虑房地产业务毛利率水平远高于建筑业务，2011 年房地产业务对盈利的贡献将超过 50%。公司有望通过该项目，成长为国内一流的房地产一二级联动的开发商。

图 12 房地产营业利润与主营业务利润占比（2010E-2012E）



数据来源：安信证券研究中心

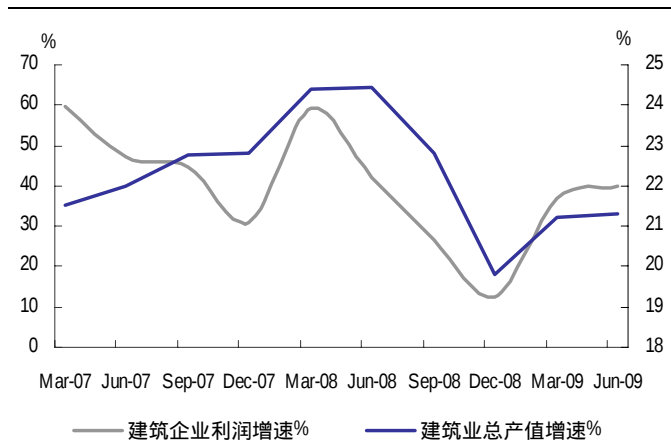
3. 工程订单饱满，施工盈利增长明显

2008 年，受宏观经济的影响，房地产开发增速大幅回落，各地在建工程不同程度地出现延迟开工或者暂停施工的情况。同时因开发商资金链紧张，工程完工进度的确认也有一定人为的减慢。因此，公司主业的房屋建筑承包工程业务增长较为缓慢。而钢构子公司去年受原材料价格大幅上涨影响，出现 6500 万元的大幅亏损，进一步吞噬了房建业务带来的收益。由于施工业务侧重房屋建筑领域，公司成为地产复苏受益最明显的施工企业。

3.1. 房建工程承包恢复性增长

进入 2009 年，受国家投资拉动以及私人部门投资的恢复，经济复苏尤其是房地产投资出现明显回暖，与房地产投资直接相关的建筑业受益明显，行业总产值以及行业整体的盈利状况均出现了明显的恢复性增长。

图 13 建筑企业利润增速 VS 建筑业总产值



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

从房建行业先行指标房地产投资以及新开工面积数据观察，受国内房地产行业复苏的影响，开发商加快了之前在建项目的工程进度。2009 年 1-8 月，全国房地产投资

增速为 14.7%。但是商品房新开工面积增速仍较不理想，6、7 月出现了负增长，我们认为，这与开发商 2008 年下半年行业景气度下滑，较多在建项目出现停工或者缓建，而这些项目在 09 年则需要进行恢复性的施工有关。未来，如果房地产行业的景气度仍能维持一个较高的水平，开发商前期大量拍得的土地有望进入实际开发进程，相关的房建市场景气度有望进一步提升。

图 14 房地产投资增速

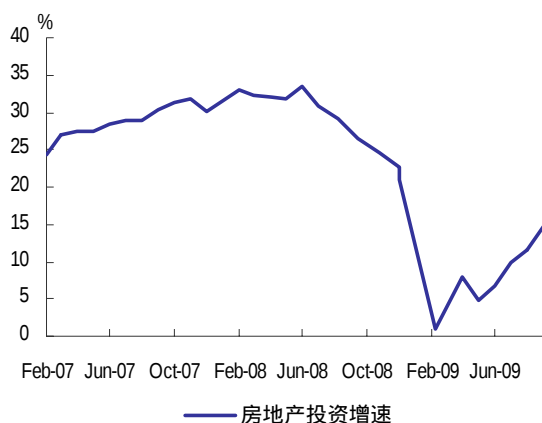
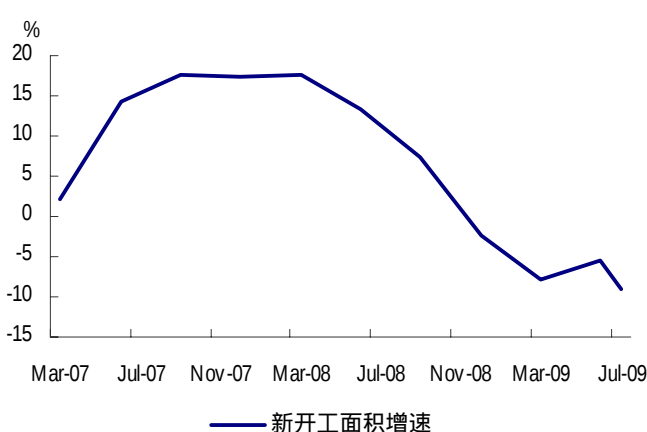


图 15 房地产新开工面积增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

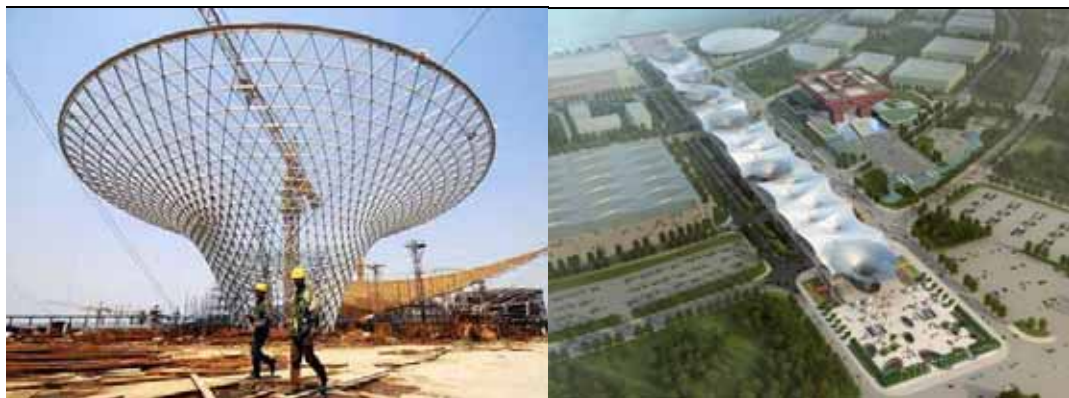
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

2009 年上半年，公司实现营业收入 35.48 亿，实现归属母公司净利润 1.003 亿元，较上年同期小幅上升。据了解，截止至目前，公司今年新承接合同量已达 70 多亿元，全年有望达到 120 亿元；而 2008 年受经济影响而停建、缓建的项目，目前基本恢复正常施工。去年承接的沈阳单体 100 亿元的项目，目前业已开工，预计 2009 年收入的贡献约为 10 亿元。考虑公司在华北、东北建筑工程市场的快速发展以及目前公司目前超过 200 亿的在手订单规模，我们预计未来几年建筑业务仍将稳中有升，毛利率相对稳定。

3.2. 幕墙、钢结构相关业务处于高速成长期

公司幕墙、钢构业务起步较晚，规模相对较小。但是公司定位高端，具备较高的设计、施工能力。公司承建的上海新国际博览中心、南京新世纪广场、上海廖创兴金融中心以及上海港客运中心“滴水”玻璃幕墙工程，都成为非常具有代表性的标志性建筑。公司承建的世博标示性建筑之一，“阳光谷”的建设，业已成为高难度钢结构工程的地标类项目。

图 16 上海世博“阳光谷”施工现场及设计图



数据来源：安信证券研究中心

我们预计全年幕墙合同承接可以达到 3.5 亿元，09 年幕墙业务收入约可超过 2 亿元。公司 08 年收购了幕墙公司 50% 的股权，将在利润的权益比例上有所体现。钢结构业务受钢价大幅下降的影响，预计收入较 08 年较难有明显的增长；但是由于钢构业务签有一定比例的闭口合同，因此，其盈利能力与钢价存在略有滞后的负相关，可

能会存在一定的波动，考虑 08 年的钢价处在高位，预计 09 年钢构业务毛利率有望较上年大幅提升。

3.3. 水泥产能大幅扩张 明年有望高增长

建材业务方面，我们曾实地调研了公司的生产线。公司在安徽芜湖的 2500t/d 熟料生产线运转状况良好，运转指标和能耗指标较国内同规模生产线优秀。但是，由于上半年东部地区水泥供大于求且公司主要产销低毛利率的熟料产品，同时整体价格较去年同期有明显回落，使得公司目前水泥业务盈利情况相对 08 年有所下降。

目前，随着水泥旺季得到来，区域水泥价格出现了明显的回升。此外，根据安徽省、铁道部协议，今明两年安徽省计划开工建设 16 个项目，今年力争开工 10 个项目。根据我们的了解，除合肥火车站改造工程已开工建设，阜阳至六安、宿州至淮安铁路已完成国家审批程序外，其他 7 个项目前期工作正在积极推进中。随着后期相关项目配套资金的逐步到位，基建项目一旦开始正式施工，对相关区域内的水泥需求将产能很大的拉动。

今年 10 月份，公司预计将有一条新的 5000t/d 熟料生产线点火投产，预计公司明年水泥销售量将有超过 100% 的增长，随华东地区水泥需求回升带动价格的回暖，以及后期公司生产线配套的余热发电项目投产，预计公司明后年水泥销售的利润有望大幅增长，成为一个新的利润增长点。

4. 盈利预测与估值

综合前文对公司各业务的分析，我们估计公司未来各业务的收入、毛利率如下：
 表 5 公司业务收入预测（2008-2011E）

业 务		2008	2009E	2010E	2011E
建筑工程	收入（万元）	647,847	797,694	896,787	992,200
	合同额（亿元）	2,061,000	1,200,890	1,320,979	1,453,077
	毛利率	9.6%	9.8%	10.0%	10.2%
幕墙	收入（万元）	13,165	20,258	26,816	31,777
	毛利率	9.6%	10.3%	10.3%	10.3%
钢结构	收入（万元）	45,590	59,496	69,834	79,367
	毛利率	-6.0%	9.5%	8.0%	8.0%
水泥	收入（万元）	22,042	24,233	57,250	63,119
	销售量（万吨）	103	123	277	291
	毛利率	14.7%	11.9%	15.2%	16.9%
房地产	收入（万元）	-	-	60,500	284,184
	毛利率			68.2%	66.6%
主营业务收入（万元）		728,644	901,680	1,111,188	1,450,646

数据来源：安信证券研究中心

我们通过核算，公司 2009、2010、2011 年除房地产之外的传统业务 EPS 分别为 0.61、0.74、0.89 元，考虑建筑行业主要公司的估值状况，给予公司非房地产业务 2010 年 18-20 倍的目标 PE，目标区间为 13.29-14.77 元。

综合房地产部分的 NAV 估值情况，仅考虑全部 29 平方公里的一级开发与“2.8+1”部分的二级开发，其合理估值应为 27.92-29.39 元，对应 09-11 年 EPS 为 0.61、1.02、2.02 元；此外，如前文所述，除“2.8+1”部分的二级开发外，每增加 1500 亩的土地二级开发面积，其合理估值对应增加 3.40 元/股，我们保守估计在剩余 18000 亩的面积中，公司进行二级开发的面积若有 25%-30% 即 4500-5400 亩，则合理估值为 38.12-41.63 元，由于此部分二级开发按照进度将在 2012 年之后进行，对 EPS 无影响。

表 6 建筑类企业估值情况比较

序号	代码	公司	最新 收盘价 (元)	每股收益(元)			市盈率		
				2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
行业均值(整体法)			9.14	0.35	0.45	0.58	22.8	17.3	13.5
1	002062	宏润建设	17.88	1.09	1.30	1.57	16.4	13.8	11.4
2	600068	葛洲坝	12.36	0.75	0.96	1.20	16.4	12.9	10.3
3	601808	中海油服	14.69	0.72	0.89	0.99	20.3	16.6	14.9
4	600820	隧道股份	13.39	0.54	0.65	0.82	24.8	20.7	16.3
5	600496	精工钢构	10.04	0.53	0.66	0.86	19.0	15.3	11.7
6	600170	上海建工	14.32	0.52	0.64	0.93	27.8	22.4	15.3
7	600491	龙元建设	19.7	0.61	1.02	2.02	32.3	19.3	9.8
8	601186	中国铁建	9.15	0.47	0.64	0.83	19.4	14.3	11.0
9	600284	浦东建设	12.88	0.47	0.74	0.95	27.5	17.5	13.5

数据来源：安信证券研究中心

盈利能力大幅提升，成长性突出

公司通过此次项目进入房地产领域，通过与专业房地产策划公司和声团队合作，通过专业互补，带动公司房地产一、二级联动开发、房建、装修装饰完整的产业链。随着该项目的运作与成熟，以及公司在同类型市场上的拓展，未来公司有望将房地产业务做大做强，转型为“建筑+房地产”的综合性企业。按照我们的测算，公司 2009-2012 年的净利润复合增长率将达到 80%，成长性非常突出，我们对公司转型后的发展前景非常看好，提高评级至“买入-B”，6 个月目标价 30 元；考虑公司房地产业务利润释放主要体现在 2011 年及以后，给予 12 个月目标价 40 元。

5. 投资风险

目前的投资风险主要在于：

- 1) 项目周期较长，其中“2.8+1”平方公里为 6 年，而全部高新区的周期预计长达 15 年，存在因市场环境变化影响开发进程等风险；
- 2) 因整个项目涉及投入巨大，所需资金量很多，存在流动资金与后续长期投入资金不足的风险；
- 3) 由于公司之前未有房地产开发经验，初次试水项目规模庞大，且同时涉及一级、二级、三级房地产开发内容，复杂度较高，项目管理与实施难度较大，存在一定的经营风险。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2009-9-22	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	7,116.2	7,287.1	9,027.8	11,124.0	14,519.8	成长性						
减: 营业成本	6,409.6	6,579.1	8,134.4	9,637.9	11,405.2	营业收入增长率	-0.7%	2.4%	23.9%	23.2%	30.5%	
营业税费	214.5	217.9	270.8	358.2	1,113.7	营业利润增长率	-17.1%	-33.3%	123.4%	120.7%	99.4%	
销售费用	6.8	9.2	12.6	16.7	23.2	净利润增长率	1.6%	-37.3%	139.1%	68.4%	98.0%	
管理费用	140.3	132.3	162.5	198.0	254.1	EBITDA 增长率	6.5%	-7.6%	38.0%	98.6%	85.1%	
财务费用	83.1	139.4	80.4	112.6	127.0	EBIT 增长率	-8.3%	-7.6%	46.8%	106.1%	88.7%	
资产减值损失	17.9	45.5	6.1	0.7	0.6	NOPLAT 增长率	7.3%	-11.6%	41.6%	88.8%	98.5%	
加: 公允价值变动收益	0.0	-0.3	0.9	-	-	投资资本增长率	33.7%	4.9%	52.2%	36.4%	34.1%	
投资和汇兑收益	-0.5	-0.9	1.0	1.1	1.2	净资产增长率	10.9%	4.5%	51.2%	18.5%	33.3%	
营业利润	243.5	162.5	362.9	801.0	1,597.2	利润率						
加: 营业外净收支	44.6	26.9	64.7	18.5	29.0	毛利率	9.9%	9.7%	9.9%	13.4%	21.5%	
利润总额	288.1	189.4	427.6	819.5	1,626.2	营业利润率	3.4%	2.2%	4.0%	7.2%	11.0%	
减: 所得税	87.0	77.7	128.3	229.5	390.3	净利率	2.7%	1.6%	3.2%	4.3%	6.6%	
净利润	191.8	120.2	287.3	483.9	957.8	EBITDA/营业收入	5.3%	4.8%	5.4%	8.6%	12.2%	
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.6%	4.1%	4.9%	8.2%	11.9%	
货币资金	675.6	1,115.0	1,254.8	1,138.9	709.7	运营效率						
交易性金融资产	0.3	0.1	1.0	1.0	1.0	固定资产周转天数	22	20	20	20	17	
应收帐款	3,529.8	3,648.7	4,575.7	5,607.7	7,319.6	流动营业资本周转天数	59	71	79	100	111	
应收票据	33.8	65.3	123.7	152.4	198.9	流动资产周转天数	334	376	359	350	316	
预付帐款	148.2	118.5	126.6	136.2	147.6	应收帐款周转天数	134	142	132	134	131	
存货	2,820.6	3,056.8	3,900.0	4,620.9	5,468.3	存货周转天数	129	145	139	138	125	
其他流动资产	0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	371	413	392	381	342	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	87	100	104	120	124	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	15.7	21.7	20.0	22.0	24.2	ROE	13.2%	7.0%	12.4%	20.7%	32.5%	
投资性房地产	157.5	152.4	160.0	176.0	193.6	ROA	2.5%	1.3%	2.7%	4.7%	8.3%	
固定资产	424.8	384.2	595.9	660.5	716.7	ROIC	19.3%	12.8%	17.2%	21.4%	31.1%	
在建工程	1.7	62.7	12.7	8.2	5.5	费用率						
无形资产	89.0	85.6	80.0	74.8	69.9	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	
其他非流动资产	58.4	61.0	57.7	58.7	59.7	管理费用率	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	
资产总额	7,955.4	8,772.1	10,908.2	12,657.3	14,914.6	财务费用率	1.2%	1.9%	0.9%	1.0%	0.9%	
短期债务	1,231.5	1,697.8	2,000.0	2,500.0	2,500.0	三费/营业收入	3.2%	3.9%	2.8%	2.9%	2.8%	
应付帐款	2,902.4	2,707.7	3,231.5	3,696.7	4,374.6	偿债能力						
应付票据	459.7	739.8	780.0	739.3	937.4	资产负债率	80.9%	81.9%	77.9%	77.5%	74.5%	
其他流动负债	1,704.5	1,850.2	1,794.8	1,801.9	1,795.2	负债权益比	422.6%	451.4%	353.4%	344.0%	292.5%	
长期借款	64.8	1.0	151.0	251.0	351.0	流动比率	1.13	1.12	1.21	1.25	1.33	
其他非流动负债	0.6	11.2	98.2	203.0	372.8	速动比率	0.69	0.69	0.74	0.75	0.81	
负债总额	6,433.2	7,181.1	8,502.1	9,806.3	11,115.1	利息保障倍数	3.93	2.17	5.52	8.11	13.58	
少数股东权益	116.2	103.6	115.6	221.8	499.8	分红指标						
股本	388.8	388.8	473.8	473.8	473.8	DPS(元)	0.08	0.08	0.18	0.31	0.61	
留存收益	1,017.2	1,099.6	1,816.7	2,155.4	2,825.9	分红比率	20.3%	32.3%	30.0%	30.0%	30.0%	
股东权益	1,522.2	1,591.0	2,406.0	2,851.0	3,799.5	股息收益率	0.4%	0.4%	1.0%	1.6%	3.3%	
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E	
净利润	201.1	111.6	287.3	483.9	957.8	EPS(元)	0.40	0.25	0.61	1.02	2.02	
加: 折旧和摊销	61.7	58.7	40.3	46.6	52.9	BVPS(元)	3.21	3.36	5.08	6.02	8.02	
资产减值准备	17.9	45.5	6.1	0.7	0.6	PE(X)	45.9	73.3	30.7	18.2	9.2	
公允价值变动损失	-0.0	0.3	0.9	-	-	PB(X)	5.8	5.5	3.7	3.1	2.3	
财务费用	-	92.9	141.0	80.4	112.6	P/FCF	-125.9	18.1	-23.3	-146.9	-21.9	
投资收益	0.5	0.9	-1.0	-1.1	-1.2	P/S	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6	
少数股东损益	9.3	-8.6	12.0	106.2	278.1	EV/EBITDA	20.5	22.3	20.0	10.9	6.3	
营运资金的变动	-278.0	-233.3	-924.9	-1,088.0	-1,409.3	CAGR(%)	43.2%	122.9%	100.0%			
经营活动产生现金流量	79.9	72.0	-499.0	-339.1	5.8	PEG	1.1	0.6	0.3	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-95.2	-89.7	-200.3	-103.0	-103.1	ROIC/WACC	2.1	1.4	1.8	2.3	3.3	
融资活动产生现金流量	75.8	201.5	846.6	342.2	-314.3	REP	1.9	2.8	1.7	1.1	0.6	

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004 年 7 月至 2007 年 6 月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007 年 7 月加盟安信证券研究所。2006 年、2007 年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。5-6 年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007 年 8 月加盟安信证券研发团队。

李孔逸，2002 年 7 月到 2004 年 7 月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007 年 7 月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人
0755-82558084	lijin@essence.com.cn

凌洁
021-68765237
李国瑞
021-68763872
张勤
021-68763879
马正南
010-66581668
潘琳
0755-82558268
王远洋
0755-82558087

上海联系人
lingjie@essence.com.cn
上海联系人
ligr@essence.com.cn
上海联系人
zhangqin@essence.com.cn
北京联系人
mazn@essence.com.cn
深圳联系人
panlin@essence.com.cn
深圳联系人
wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034