

王小勇
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2009年10月15日

中国建筑(601668.SH)/5.25元

双节后成交数据回暖、房地产新龙头投资价值凸显

工业·建筑工程

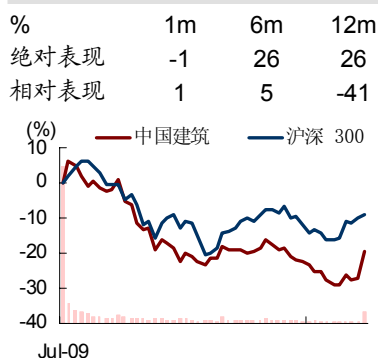
目标估值：7元

强烈推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	2971
总股本(万股)	3000000
已上市流通股(万股)	600000
总市值(亿元)	1575
流通市值(亿元)	315
每股净资产(MRQ)	0.6
ROE(TTM)	29.2
资产负债率	84.5%
主要股东	中国建筑工程总公司
主要股东持股比例	56.4%

股价表现



相关报告

1、《中国建筑(601668)一基建业务占比持续上升,房地产业务维持强势》2009/08/31

2、《中国建筑(601668)新股定价报告-建造有形、构筑无限》2009/07/16

我们认为,不管从开发实力、品牌价值还是土地储备上来看,公司基本已取代万科成为A股房地产市场的新龙头,目前已经具备长期投资价值,上调公司投资评级至“强烈推荐-A”,目标价7元。

- 节后各地成交数据提升投资者对房地产的预期。各地节后房地产成交数据并不如媒体在此之前渲染的大幅下降,基本上回升到了6、7月高峰时候的水平,尤其是深圳,一手房成交10月12日至14日三天的成交套数就基本达到9月的三分之一。这就使得投资者有理由对10月房地产市场产生比较好的预期。
- 公司经营数据比较乐观。9月当月新开工面积、竣工面积分别为1193万平方米、381万平方米,分别占累计新开工面积、累计竣工面积的17.8%、17.7%,尽管我们不知道8月份的数据,但从占比可以发现9月份的数据可以说是比较乐观的。公司新增土地面积大幅增加。截止9月底,公司土地储备面积达到4032万平方米,在全国的房地产开发企业中位居前五,远超万科近2000万平方米。
- 收购蚬壳电器(0081.HK)控股光大地产,进一步增强了公司房地产开发实力。蚬壳电器控股光大地产70%股权,重组后的蚬壳电器主营业务将变更为中国内地房地产开发,目前光大地产拥有土地储备约170万平米,位于北京、广州、上海及呼和浩特等城市。
- 中国建筑将取代万科成为A股市场房地产龙头。我们认为,万科与公司下属中海地产基本上是国内两大龙头房地产开发品牌。但是,与万科相比,公司无论在设计、规划、施工等领域都具有比万科更强的专业优势、成本优势。加上中建地产的土地资源优势将与中海地产形成良性互补,以及曲线收购光大地产(同样也是国内地产行业领军企业),大大提升了公司房地产开发的综合实力,因此可以说,中国建筑将取代万科成为目前A股市场房地产行业新龙头。
- 预计09-11年实现归属母公司净利润53亿元、83亿元、123亿元,同比增长92%、57%、48%。摊薄后基本每股收益0.18元、0.28元、0.41元。
- 公司长期投资价值凸显。公司自7月29日上市以来,股价大幅走低,到目前基本处于安全边际内。我们认为,随着通胀的预期不断加强以及宽松的货币政策的持续,国内房地产将不太可能发生08年类似的市场调整。上调公司投资评级至“强烈推荐-A”,目标价7元。

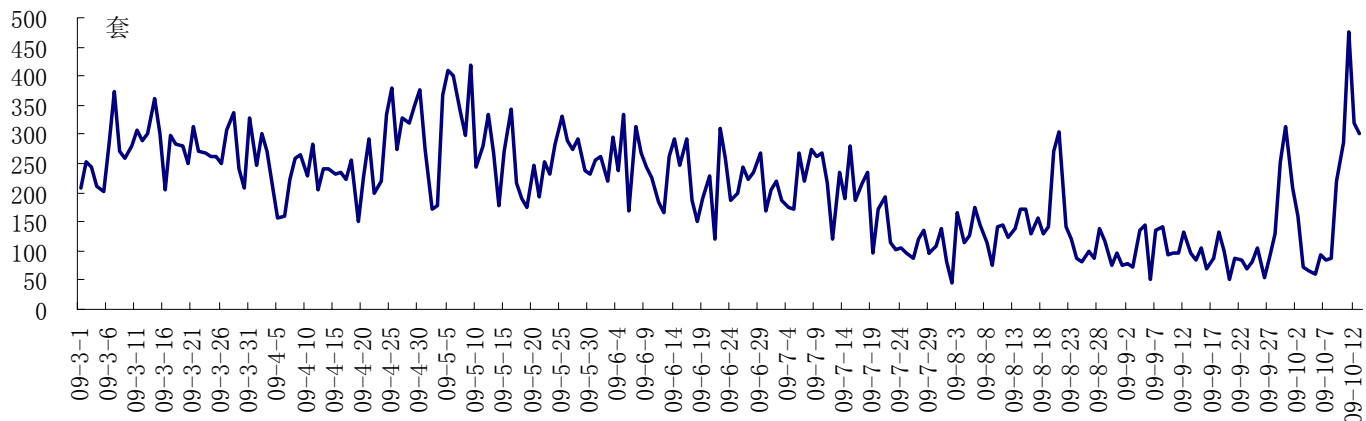
财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1683	2021	2625	3327	4094
同比增长	26%	20%	30%	27%	23%
营业利润(百万元)	94	67	114	187	277
同比增长	98%	-29%	70%	64%	49%
净利润(百万元)	49	27	53	83	123
同比增长	104%	-44%	92%	57%	48%
每股收益(元)	0.16	0.09	0.18	0.28	0.41
PE	32.0	57.4	29.9	19.0	12.8
PB	12.3	10.2	2.0	1.8	1.7

资料来源:招商证券

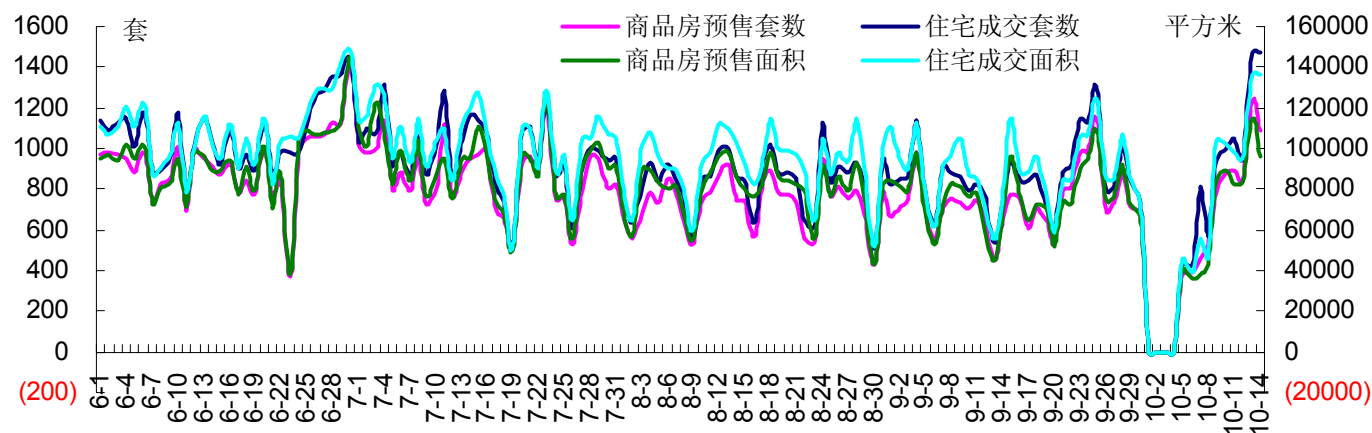
事件一：各地房地产市场节后成交数据基本回到高峰水平

图 1：深圳近期成交情况——节后成交套数创下年内新高



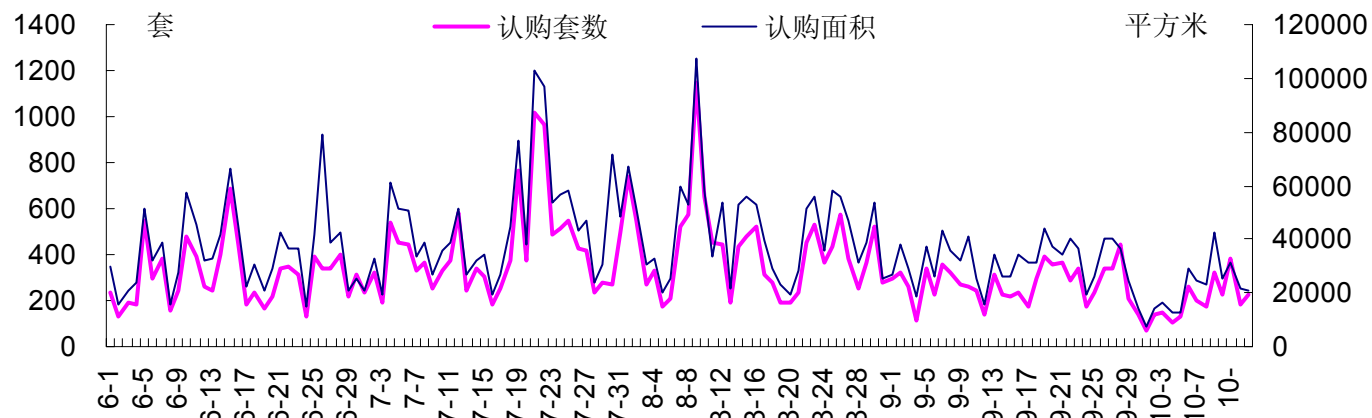
资料来源：招商证券研发中心整理

图 2：上海近期成交情况——节后成交大幅反弹



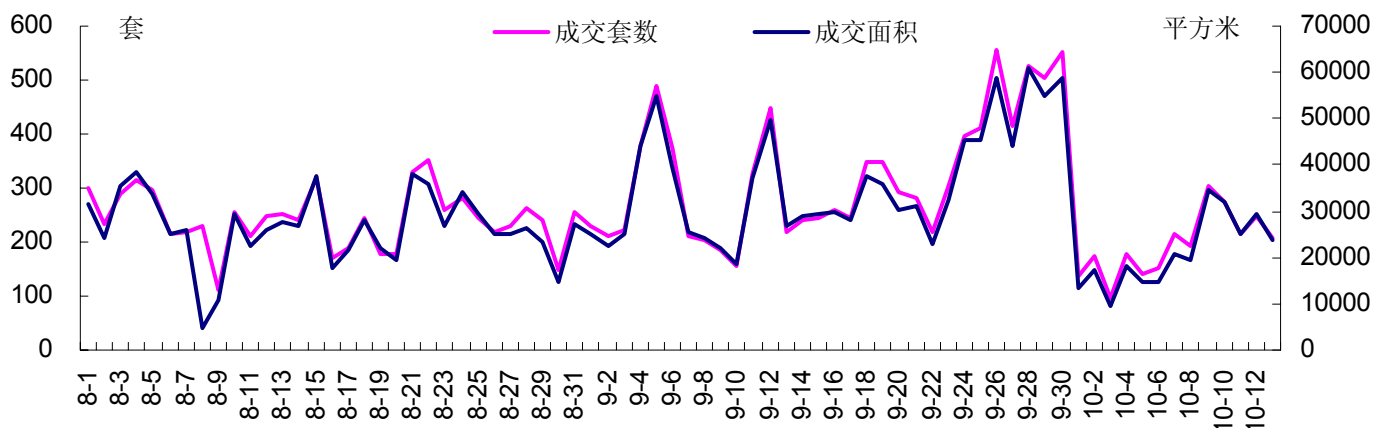
资料来源：招商证券研发中心整理

图 3：北京近期成交情况——节后成交回复正常水平



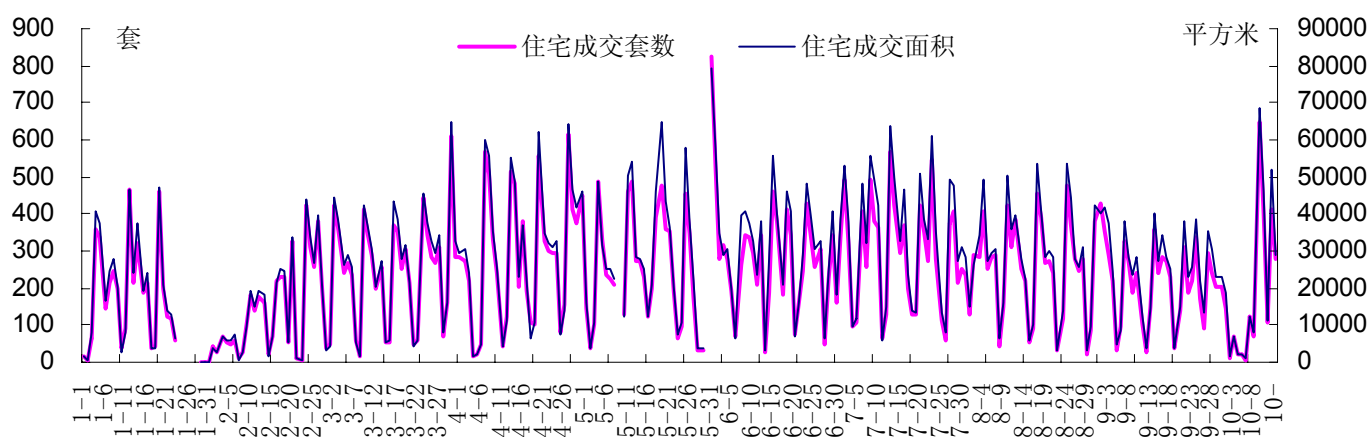
资料来源：招商证券研发中心整理

图 4：杭州近期成交情况——节后成交与正常水平持平



资料来源：招商证券研发中心整理

图 5：南京近期成交情况——节后成交大幅提升



资料来源：招商证券研发中心整理

事件二：公布 1-9 月经营数据

表 1：9 月经营数据拆分分析

序号	项 目	1-9 月		1-8 月		9 月当月	9 月占累 计比
		数额	同比增长	数额	同比增长		
1	建筑业累计新签合同额（亿元）	2428	21.6%	2247	20.4%	181	7.5%
2	建筑业累计施工面积（万 m ² ）	24705	22.0%	22922	14.1%	1,783	7.2%
3	建筑业累计新开工面积（万 m ² ）	6690	7.5%	5497	-3.4%	1,193	17.8%
4	建筑业累计竣工面积（万 m ² ）	2158	92.4%	1777	95.7%	381	17.7%
5	房地产业累计销售额（亿元）	370	81.1%	328	84.7%	42	11.4%
6	房地产业累计销售面积（万 m ² ）	447	104.9%	403	126.3%	44	9.8%
7	本期末土地储备（万 m ² ）	4,032		3888		144	3.6%
8	本年新购置土地储备（万 m ² ）	770		309		461	59.9%

资料来源：招商证券研发中心整理

事件三：收购香港蚬壳电器（0081.HK）控股光大地产

中海地产将以 2.90 港元/股认购重组后蚬壳电器 1.57 亿新股，占其发行后总股本的 23.08%，同时以港元/股向原股东实施自愿无条件现金收购，现金收购涉及金额将不超过 26.17 亿港元，中海地产力争获得蚬壳电器的绝对控股权并保持其上市地位。

蚬壳电器于 1984 年在香港联交所上市，截至 09 年 6 月 30 日，归属母公司股东权益为 31 亿港元。资料显示，该公司主营电器产品制造、科技项目及地产投资拓展，持有中国光大房地产开发有限公司 70% 的权益，并拥有香港蚬壳工业大厦、广州中信广场、美国加州 Livermore 商业中心、深圳特区高科技厂房等物业。

光大地产简介：

中国光大房地产开发有限公司原为中国光大集团总公司的全资子公司，是光大集团旗下专业从事房地产开发、经营、管理的企业。

中国光大房地产开发公司于 1985 年 11 月在国家工商局注册成立，注册资本 1.33 亿元人民币。

2004 年 10 月，根据国务院关于中国光大集团发展金融控股集团的整体要求，中国光大房地产开发公司进行了企业改制，正式更名为“中国光大房地产开发有限公司”（以下简称“公司”），现由香港 SMC Real Estate Fund Limited（蚬壳电器）控股，为外商独资的全国性房地产综合开发企业，总资产逾 40 亿元人民币。

从 1995 年起公司确定以城市住宅、商业物业的开发建设为主要业务发展方向，并积极不懈地致力于推动该项业务的专业化进程。

经过多年的发展，目前公司已经发展成为项目涉及全国十余个城市、年开复工近 40 余万平方米，竣工 20 余万平方米的集房地产开发、营销策划、物业管理为一体的全国性、综合性房地产开发企业，具备较强的专业开发实力和品牌影响力。

迄今，公司投资开发建设或负责建设管理的项目有：北京大观园酒店、榆苑公寓、西晴公寓、万柳光大花园、光大名筑、光大水墨、光大国际中心、广州光大花园、琶洲会展中心、上海国际会展中心、金鹤数码大厦、三亚南中国海休闲会馆、合肥光大国际广场等等。此外，目前在施的项目包括北京学院派、上湖、通惠项目、高立庄项目、上海金鹤数码大厦、广州光大橡园、桂林光大生态家园以及呼和浩特等地的项目。

盈利预测：

预计公司 09-11 年的营业收入分别为 2625 亿元、3327 亿元、4094 亿元，同比增长 29.9%、26.8%、23.0%。预计 09-11 年实现归属母公司净利润 53 亿元、83 亿元、123 亿元，同比增长 92%、57%、48%。摊薄后基本每股收益 0.18 元、0.28 元、0.41 元。

表 2: 公司分项业务预测

收入 (亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	1183	1464	1774	2262	2828	3393
房地产开发与投资	118	164	188	297	425	617
提供劳务收入	28	52	51	54	59	62
其他业务收入	3	3	7	11	15	22
合计	1332	1683	2021	2625	3327	4094
收入 (YOY)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	-	23.7%	21.2%	27.5%	25.0%	20.0%
房地产开发与投资		39.0%	14.4%	58.0%	43.0%	45.0%
提供劳务收入		82.5%	-0.9%	5.0%	10.0%	5.0%
其他业务收入		22.6%	121.4%	55.0%	35.0%	45.0%
合计	27.3%	26.4%	20.1%	29.9%	26.8%	23.0%
毛利 (亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	93	113	131	168	211	254
房地产开发与投资	38	85	84	144	208	308
提供劳务收入	6	12	13	15	17	18
其他业务收入	1	1	1	1	2	2
合计	138	211	229	328	437	583
毛利 (YOY)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	-	21.3%	16.1%	27.7%	25.5%	20.5%
房地产开发与投资		125.0%	-1.6%	72.3%	44.5%	47.8%
提供劳务收入		95.1%	10.0%	13.4%	13.4%	10.2%
其他业务收入		4.3%	-26.8%	44.8%	31.8%	43.6%
合计	-	52.8%	8.4%	43.3%	33.3%	33.2%
毛利率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	7.9%	7.7%	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%
房地产开发与投资	32.0%	51.7%	44.5%	48.5%	49.0%	50.0%
提供劳务收入	21.5%	22.9%	25.5%	27.5%	28.4%	29.8%
其他业务收入	40.0%	34.0%	11.2%	10.5%	10.3%	10.2%
综合毛利率	10.4%	12.5%	11.3%	12.5%	13.1%	14.2%

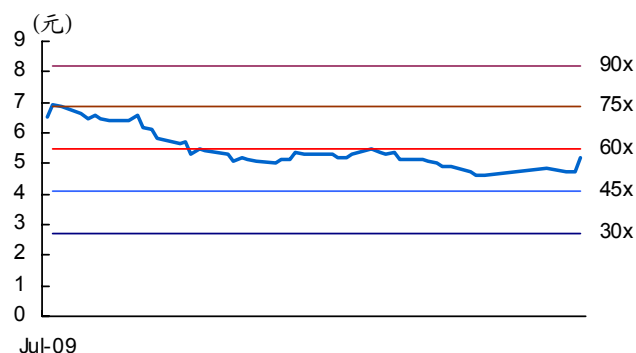
资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

表 3: 盈利预测简表

单位: 亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1683	2021	2625	3327	4094
营业成本	1472	1792	2297	2890	3511
营业税金及附加	64	77	100	126	156
营业费用	6	8	10	13	16
管理费用	37	61	92	100	123
财务费用	12	14	17	17	17
资产减值损失	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(1)	0	0	0
投资收益	7	3	5	6	7
营业利润	94	67	114	187	277
营业外收入	3	3	3	4	5
营业外支出	1	1	1	2	2
利润总额	97	69	116	189	280
所得税	26	22	30	49	73
净利润	71	46	86	140	207
少数股东损益	21	19	33	57	85
归属于母公司净利润	49	27	53	83	123
EPS (元)	0.16	0.09	0.18	0.28	0.41

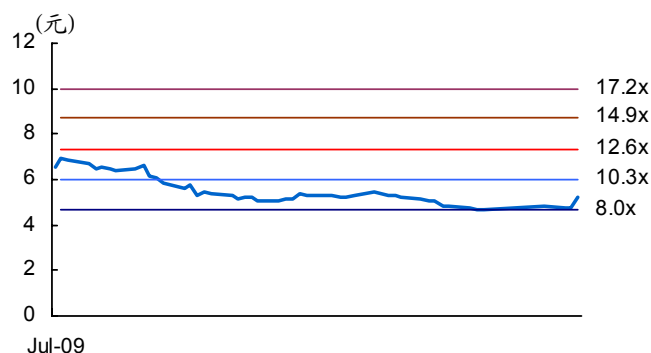
资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

图 5: 中国建筑历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6: 中国建筑历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《中国建筑（601668）—基建业务占比持续上升，房地产业务维持强势》2009/08/31
- 2、《中国建筑（601668）新股定价报告—建造有形、构筑无限》2009/07/16

我们提出，作为国内最大的建筑房地产综合企业集团，本文详细地描述了公司所处的建筑行业、房地产行业的发展背景，我们认为，公司未来业务成长潜力尤其是基建与房地产行业的空间巨大。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1429	1749	2814	3243	3714
现金	260	342	823	729	643
交易性投资	1	0	1	1	0
应收票据	2	2	3	3	4
应收款项	309	331	430	545	670
其它应收款	95	106	136	173	213
存货	441	571	919	1156	1405
其他	322	397	502	636	780
非流动资产	230	292	270	282	306
长期股权投资	38	34	54	54	54
固定资产	71	83	127	131	149
无形资产	29	32	28	26	23
其他	92	144	61	71	81
资产总计	1659	2042	3084	3524	4020
流动负债	1133	1337	1564	1879	2204
短期借款	125	140	70	70	70
应付账款	476	542	735	925	1124
预收账款	209	283	367	462	562
其他	323	372	391	422	449
长期负债	267	398	531	541	541
长期借款	157	229	264	274	274
其他	110	169	268	268	268
负债合计	1399	1735	2095	2420	2745
股本	180	180	300	300	300
资本公积金	(58)	(61)	431	431	431
留存收益	6	35	71	129	215
少数股东权益	132	153	186	243	328
母公司所有者权益	128	154	803	861	947
负债及权益合计	1659	2042	3084	3524	4020

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(13)	26	(133)	(23)	25
净利润			53	83	123
折旧摊销			20	24	25
财务费用			17	17	17
投资收益			(5)	(6)	(7)
营运资金变动			(248)	(198)	(218)
其它			30	57	85
投资活动现金流	(41)	(81)	2	(35)	(49)
资本支出			(30)	(25)	(40)
其他投资			32	(10)	(9)
筹资活动现金流	147	142	613	(36)	(62)
借款变动			(73)	0	(15)
普通股增加			120	0	0
资本公积增加			492	0	0
股利分配			(16)	(25)	(37)
其他			89	(11)	(10)
现金净增加额	93	87	481	(94)	(86)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1683	2021	2625	3327	4094
营业成本	1472	1792	2297	2890	3511
营业税金及附加	64	77	100	126	156
营业费用	6	8	10	13	16
管理费用	37	61	92	100	123
财务费用	12	14	17	17	17
资产减值损失	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(1)	0	0	0
投资收益	7	3	5	6	7
营业利润	94	67	114	187	277
营业外收入	3	3	3	4	5
营业外支出	1	1	1	2	2
利润总额	97	69	116	189	280
所得税	26	22	30	49	73
净利润	71	46	86	140	207
少数股东损益	21	19	33	57	85
母公司所有者净利润	49	27	53	83	123
EPS (元)	0.16	0.09	0.18	0.28	0.41

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	26%	20%	30%	27%	23%
营业利润	98%	-29%	70%	64%	49%
净利润	104%	-44%	92%	57%	48%
获利能力					
毛利率	12.5%	11.3%	12.5%	13.1%	14.2%
净利率	2.9%	1.4%	2.0%	2.5%	3.0%
ROE	38.4%	17.8%	6.6%	9.6%	13.0%
ROIC	13.5%	7.4%	7.2%	10.3%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	84.3%	85.0%	67.9%	68.7%	68.3%
净负债比率	19.1%	21.1%	11.6%	10.2%	8.5%
流动比率	1.3	1.3	1.8	1.7	1.7
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.1	1.0
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
存货周转率	4.1	3.5	3.1	2.8	2.7
应收帐款周转率	5.8	6.3	6.9	6.8	6.7
应付帐款周转率	3.5	3.5	3.6	3.5	3.4
每股资料(元)					
每股收益	0.16	0.09	0.18	0.28	0.41
每股经营现金	-0.04	0.09	-0.44	-0.08	0.08
每股净资产	0.43	0.51	2.68	2.87	3.16
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.08	0.12
估值比率					
PE	32.0	57.4	29.9	19.0	12.8
PB	12.3	10.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	16.5	21.0	13.0	8.6	6.1

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 9 月加盟招商证券，主要研究建筑工程行业，重点研究公司有宏润建设、中铁二局、中国中铁、中国铁建、中材国际、葛洲坝等。

主要研究特点：行业经验丰富，对建筑工程行业研究深刻，善于从多方面多角度挖掘上市公司潜力，并成功推荐了宏润建设、中铁二局、中材国际等多只个股。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。