

建筑装饰

中国建筑(601668.SH)/4.96 元

强上升趋势中的房屋建筑龙头

投资要点

- 中国建筑承国家队衣钵，是中国最大的建筑房地产综合企业集团，也是中国最大的房屋建筑承包商。其业务覆盖房屋建筑领域的整个产业链，在行业内最具声望和影响力。
- 房屋建筑业务领跑行业，占据行业最高端市场，“中国建筑”的品牌突出，政府资源丰富，推行“大市场、大业主、大项目”的高端战略，是城市化和工业化的最大受益者。我们预测2009年公司房屋建筑业务毛利润和净利润将会出现比较大的增长。依据公司目前的在手合同额，以及我们的毛利率预测模型预测，公司2009-2011建筑业毛利润增幅分别为29.79%、18.45%和18%。
- 房地产开发的融资能力得到提升，品牌优势突出，土地储备遍布全国经济发达区域，市场风险得到有效控制，协同化优势明显，“建筑+房地产”一体化经营保障公司现金流安全，降低财务风险。房地产市场回暖，旗下两房企获得较高的估值。
- 中国建筑在盈利能力、三费控制能力以及偿债能力方面的表现较两铁出色，考虑到新股发行摊薄影响，预计2009年ROE将会走低，2010年后企稳回升。公司收入在未来三年将会保持20%左右的增长，毛利率水平进一步提升，2011年有望超过12%。2009-2011年净利润增幅分别为96%，29%和52%，合每股EPS分别为0.18、0.23和0.35元。
- 综合考虑绝对估值和相对估值两种估值方法，得到中国建筑的估值区间为5.08-6.68元，中值为5.88元，较当前股价有2%-35%的折让。估值区间隐含09年动态PE为28-37倍，推荐买入。

主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	202097	250487	301926	362311
同比增速(%)	20	24	21	20
净利润(百万)	2745	5379	6955	10570
同比增速(%)	-44	96	29	52
每股盈利(元)	0.15	0.18	0.23	0.35
市盈率(倍)	32	27	21	14

研究员：高利

联系人：张弛

Tel: 86-10-59370823

Email: zhangchi@hczq.com

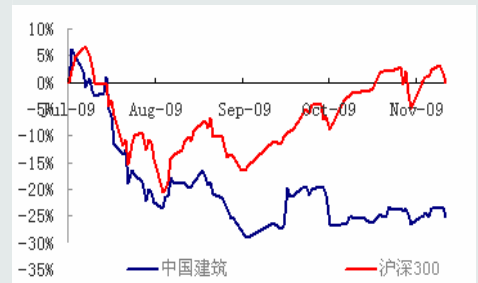
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	3000000
流通 A 股/B 股(万股)	1200000/0
资产负债率(%)	84.96
每股净资产(元)	0.85
市盈率(倍)	54.74
市净率(倍)	5.86
12 个月内最高/最低价	4.58/7.96

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、中国建筑：全方位发展的建筑解决方案提供商	5
1、承国家队衣钵，行业内最具声望和影响力	5
2、主营业务覆盖房屋建筑业整个产业链	6
3、房地产开发将是未来拉动公司利润增长的关键	8
4、五大战略打造具有国际竞争力的企业集团	10
5、IPO融资为公司业绩增长打下基础	12
二、主营业务分析：走在强势上升的大道上	13
1、房屋建筑业务：继续领跑行业，利润水平有望提升	13
2、房地产开发：融资能力提升，业绩起飞可以期待	17
3、基础设施建设：后起之秀，市场广阔	24
4、国际工程承包：分享大蛋糕	26
5、设计勘察：创新中心，公司核心竞争力的保障	27
三、财务分析及盈利预测	28
1、盈利能力：身处逆境但仍表现出色	28
2、三项费用控制：总体优于两铁	29
3、偿债能力：小幅胜出	30
4、周转能力：处于中游	30
5、预计公司收入在未来三年将会保持算术平均值 20% 左右的增长	31
四、估值与建议	33
1、绝对估值	33
2、相对估值	37
3、最后估值结果为公司合理价值中值为每股 5.88 元，估值区间为 5.08-6.68 元，推荐买入	38
五、存在的风险	40

图表目录

图表 1	中国建筑发展大事记	5
图表 2	中国建筑股份有限公司组成.....	6
图表 3	主营业务地理分布	7
图表 4	中国建筑的业务架构	7
图表 5	公司业务的协同优势	8
图表 6	2008 年占主营收入比最大的三项业务毛利率	8
图表 7	2008 年主营业务收入和净利润结构	9
图表 8	目标收入和利润结构	9
图表 9	中海地产及中建地产的股权关系.....	10
图表 10	研发开支及增长率	11
图表 11	截至 2008 年底公司员工专业构成	11
图表 12	部分工程技术人员资质情况.....	11
图表 13	截至 2008 年底公司员工学历构成	12
图表 14	发行前公司股本构成	12
图表 15	发行后公司股本构成	13
图表 16	中国建筑IPO发行资金使用情况.....	13
图表 17	近三年中国建筑承接的部分重点项目	14
图表 18	近三个月公司签订的重大战略合作协议	14
图表 19	建筑业务毛利率对比	14
图表 20	建筑业务单笔合同额及增幅.....	15
图表 21	中国建筑近年三费数据对比.....	15
图表 22	中建一局至中建八局地理位置分布图	16
图表 23	1980 年至 2008 年全国固定资产投资和建筑业总产值.....	16
图表 24	房屋建筑收入及增长率	17
图表 25	房屋建筑毛利润及增长率	17
图表 26	房屋建筑分部净利润及增长率	17
图表 27	房屋建筑新签合同额及增长率	17
图表 28	房建业务营业收入及毛利润预测.....	17
图表 29	中海地产土地储备	18
图表 30	中建地产土地储备	20
图表 31	土地储备分布图.....	22
图表 32	协同化优势整体提升公司竞争力.....	23
图表 33	房地产开发投资额	23
图表 34	我国城市化率和发达国家城市化率比较	24
图表 35	房地产开发收入及增长率	24

图表 36	房地产开发分布利润及增长率	24
图表 37	房地产开发业务营业收入及毛利润预测	24
图表 38	近三年来中国建筑承接的部分基础设施建设项目	25
图表 39	铁路中长期发展规划	25
图表 40	交通中长期发展规划	25
图表 41	基础设施建设收入及增长率	26
图表 42	基础设施建设毛利润及增长率	26
图表 43	基础设施建设分部利润及增长率	26
图表 44	基础设施建设新签合同额及增长率	26
图表 45	基建业务营业收入及毛利润预测	26
图表 46	近三年中国建筑承接的部分海外项目	27
图表 47	海外收入比例对比	27
图表 48	全国房屋新开工面积	28
图表 49	设计业务营业收入及毛利润预测	28
图表 50	销售毛利率水平	28
图表 51	净资产回报率水平	29
图表 52	销售费用占主营业务收入的比	29
图表 53	管理费用占主营业务收入的比	29
图表 54	财务费用占主营业务收入的比	30
图表 55	三公司 2006-2008 年流动比率	30
图表 56	三公司 2006-2008 年速动比率	30
图表 57	存货周转率（单位：次）	31
图表 58	应收账款周转率	31
图表 59	预测收入成本和毛利率	31
图表 60	财务报表预测	32
图表 61	DCF估值参数	33
图表 62	DCF法估值结果	33
图表 63	中海地产NAV估值	34
图表 64	中建地产NAV估值	35
图表 65	绝对估值结果（单位：元）	37
图表 66	可比主要建筑公司PE值	37
图表 67	可比主要房地产公司PE值	38
图表 68	相对估值结果（单位：元）	38
图表 69	海外建筑公司可比估值	39
图表 70	海外房地产公司可比估值	40

一、中国建筑：全方位发展的建筑解决方案提供商

1、承国家队衣钵，行业内最具声望和影响力

中国建筑是中国最大的建筑房地产综合企业集团，也是中国最大的房屋建筑承包商。其业务覆盖房屋建筑领域的整个产业链，包括项目设计，工程施工，房地产开发，以及向外拓展的国际工程承包业务。中国建筑长期位居中国国际工程承包业务首位，是发展中国家和地区最大的跨国建筑公司以及全球最大的住宅工程建造商，下属子公司中国海外发展综合实力长期位居国内房地产领域第一名。中国建筑是国内最大也是最具竞争力的房屋建筑企业。

1982年中建总公司成立，2006 年公司首次跻身“世界500 强”，2008年排名为第385 位。在2007 年和2008 年《财富》“全球最受赞赏公司”评选中，中国建筑连续两年成被评为“中国地区最受赞赏”的五家企业之一。

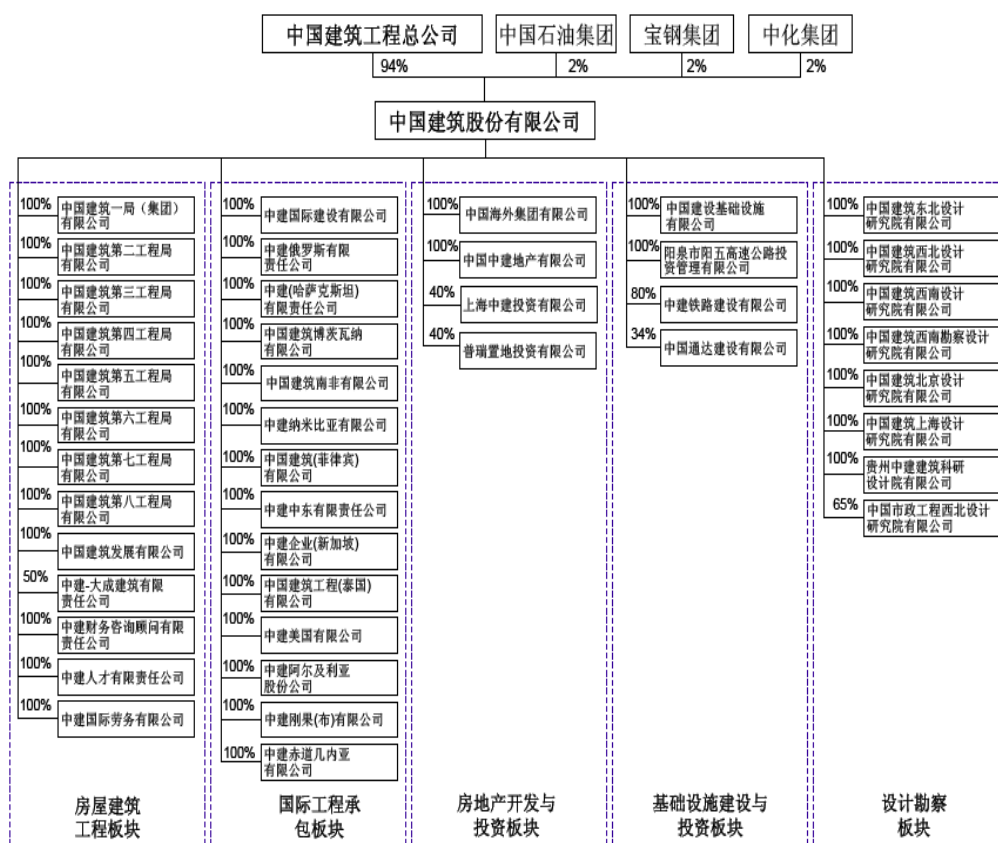
公司具备各类高等级施工总承包和专业施工资质723 个，其中特级资质17 个，是中国各类高等级专业资质及特级资质最多的建筑企业集团。迄今为止，中国建筑共获得建筑业最高奖项鲁班奖125项，国家级科技进步及发明奖51项，是建筑类企业中获得这两类奖项最多的企业之一。公司取得的资质和过往业绩为公司目前大力推行的“大市场，大业主，大项目”高端战略提供了比较可靠的支撑。

图表 1 中国建筑发展大事记

	主要事件	发展阶段
1952 年	军队集体转业，并成立中央人民政府建筑工程部第一至第六工程局	初步创立
1979 年	子公司中国海外建筑工程有限公司在香港成立，主营建筑业务	
1982 年	依据城乡建设部文件《关于成立中国建筑工程总公司的通知》，第一至第六工程局联合三大建筑设计院成立了中建总公司	
1983 年	中建总公司接收基建工程兵 21、22 支队，成立了第七、第八工程局	
1984 年	跻身于世界最大 225 家工程承包商行列	
1985 年	中国海外房地产业务在香港起步	
1988 年	中国海外进军内地房地产业务	综合发展
1989 年后	接收和成立了一批子公司，成为综合发展的企业集团	
2008 年	“世界 500 强”中，中建总公司排名第 385 位	再次起航
2009 年 7 月	中国建筑股份有限公司 A 股上市，开启国际化发展和专业化运营的新篇章	

资料来源：招股说明书，华创证券研究所

图表 2 中国建筑股份有限公司组成



注：(1) 上述持股比例为本公司直接持股比例，不含间接持股比例；(2) 各业务板块按下属各子公司主营业务分类

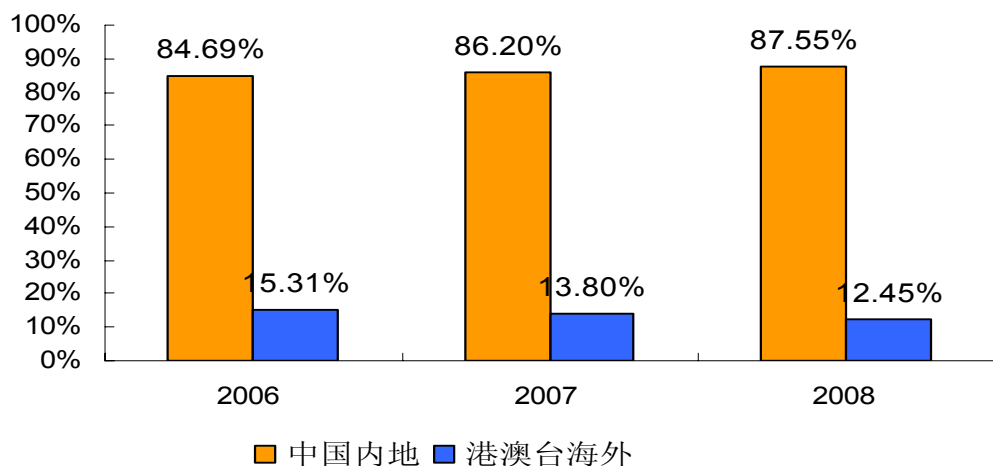
资料来源：招股说明书，华创证券研究所

2、主营业务覆盖房屋建筑业整个产业链

公司主营业务由最初的工程施工发展而来，目前覆盖了从上游的项目设计，到中游的工程施工，以及下游的房地产开发的房屋建筑全产业链。各业务流程的子公司在国内均属各自领域内第一梯队。公司的国际承包业务由上世纪公司代表国家进行对外援助项目建设发展而来，目前已拓展至美国、俄罗斯、阿及利亚、阿联酋、新加坡、越南、泰国等国家和地区。截止2008年底，公司海外业务累计实现收入296亿美元。基础设施建设业务是公司新近发展的业务领域，公司以BT、BOT、以及承包的方式承接了一批包括哈大铁路客运专线等具有影响力的铁路、公路、桥梁、隧道等基础设施工程，基建业务正在以每年超过40%的增长率增长。

公司来自中国内地的主营业务收入占到总收入80%以上，受到中国城市化加速的影响，这一比例仍然在逐年提升，同时目前公司也在大力开拓国际承包市场，积极准备进入西亚市场。2008年来自中国内地的收入比例达到87.55%，创历史新高。中国建筑将会是中国城市化进程中的最大受益者。

图表 3 主营业务地理分布



资料来源: Wind, 华创证券研究所

中国建筑股份有限公司以事业部制的模式平行管理房屋建筑、房地产开发、基础设施建设、设计勘察和国际承包五大业务领域。为了进一步强化管理,满足上市的要求,公司在原来内部控制架构的基础上,出台了新的《中国建筑股份有限公司内部控制手册09版》,对不同业务的企业,在战略与风险、预算与合同、收入、成本、资金管理、存货管理、固定资产及无形资产,投融资及产权等方面进行了详尽和更为合理的规定。公司在三项费率控制方面的表现近三年来持续优于中国中铁和中国铁建。

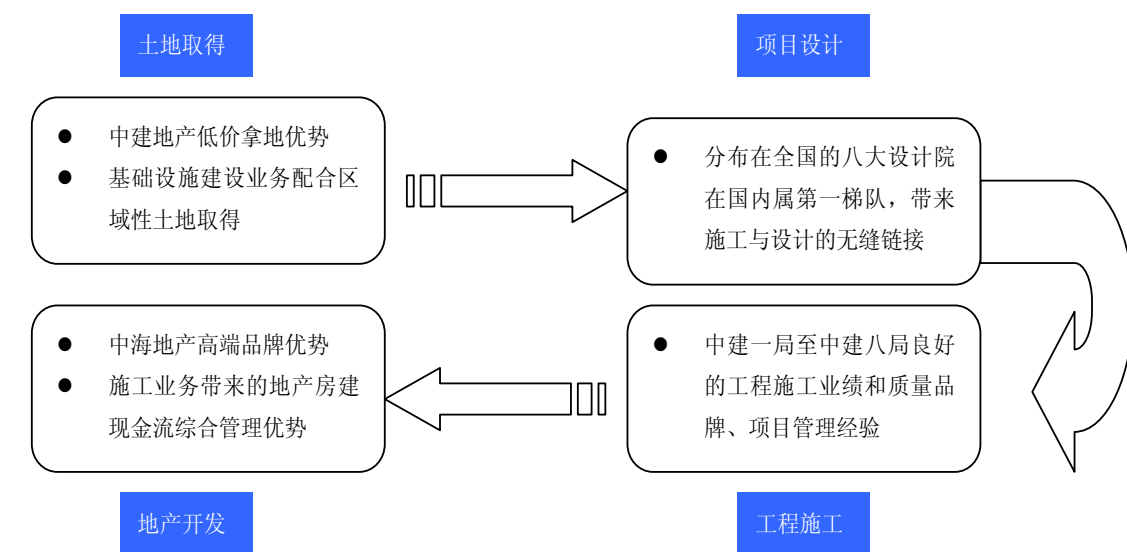
图表 4 中国建筑的业务架构



资料来源: 招股说明书, 华创证券研究所

公司极具互补性的业务带来比较强的上下游协同优势,有效的从财务安全性、专业性、产业附加值、成本控制等方面提升了公司整体价值。

图表 5 公司业务的协同优势

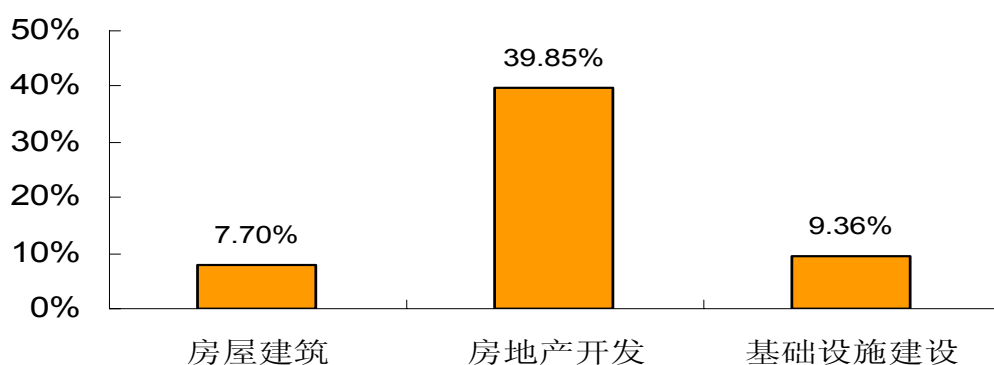


资料来源：华创证券研究所

3、房地产开发将是未来拉动公司利润增长的关键

房地产开发是公司主营业务中毛利率和净利率最高的业务。2008年，房地产开发的收入占公司主营业务收入的9.3%，净利润贡献达到48%，毛利率达到39.58%，高于占主营收入比例最大的房屋建筑业务毛利率32个百分点。公司正在集中精力发展房地产业务，房地产收入占比逐年提高，中国建筑2009年半年报显示上半年房地产收入已经占到总收入的13.72%，较半年前提高4.4个百分点。

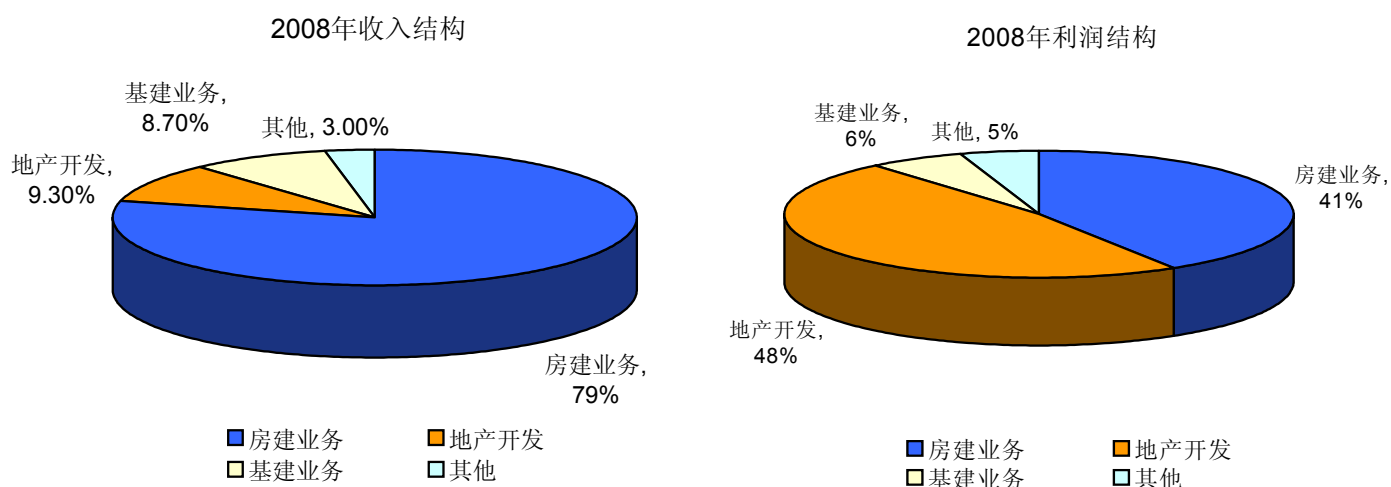
图表 6 2008 年占主营收入比最大的三项业务毛利率



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

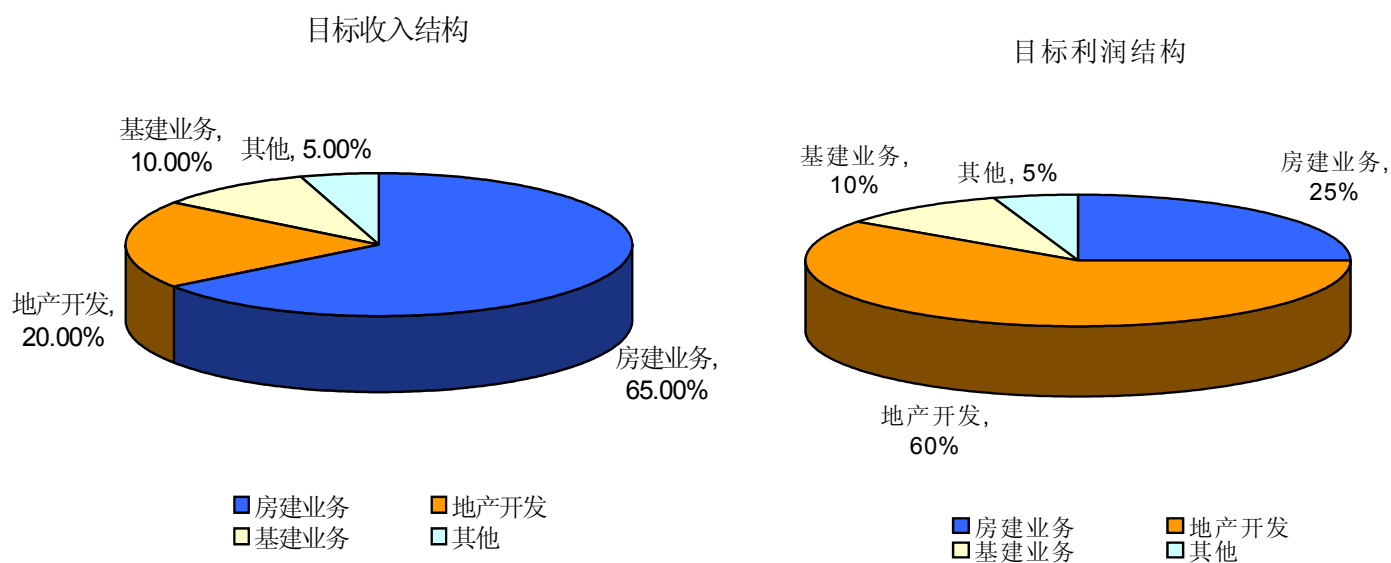
公司倾斜资金与技术重点发展房地产业务，目标收入结构当中房地产开发收入将占到总收入的20%，净利润将会占到60%，成为名副其实的主要利润来源。

图表 7 2008 年主营业务收入和净利润结构



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

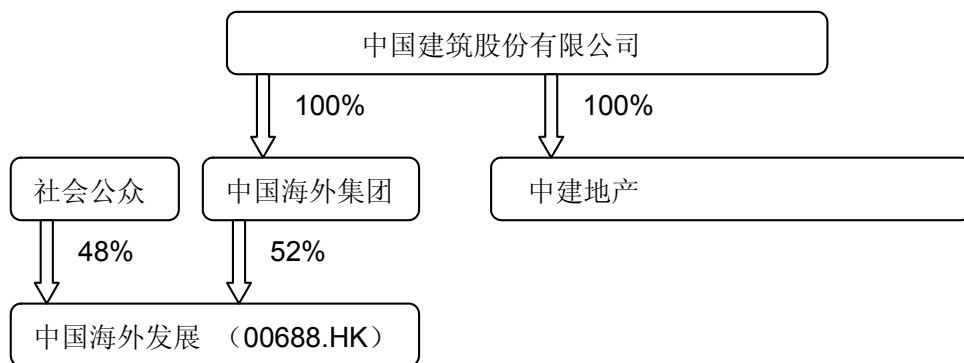
图表 8 目标收入和利润结构



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

目前中国建筑旗下主要拥有两大房地产品牌：“中海地产”以及“中建地产”。两家地产公司业务互为补充，基本不存在交叉。中海地产是国内顶尖的高端住宅项目发展商，2004年-2006年及2008年连续蝉联中国房地产企业领导品牌第一名、中国房地产百强企业综合实力TOP10第一名。中建地产则是后起之秀，2008年11月由原中国建设机械华东公司改制而来，重点着力于市场巨大的中低端住宅建设以及保障性住房建设。

图表 9 中海地产及中建地产的股权关系



资料来源：华创证券研究所

4、五大战略打造具有国际竞争力的企业集团

中国建筑力图进一步强化在建筑、房地产行业的领先优势，以“一最两跨”作为战略发展目标：建设成最具国际竞争力的建筑房地产综合企业集团，在2010年跨入世界五百强前三百强，跨入国际建筑房地产综合企业集团前三强。中国建筑股份有限公司根据自身资源、能力状况，结合世界经济、中国经济、国内外工程承包市场、房地产市场及国家政策等外部环境及其发展趋势，确定了五大发展战略：

品牌战略。进一步发挥和扩大公司的品牌优势，提高公司在国内外建筑、地产市场的占有份额，着力拓展高端市场，适当兼顾中端市场，逐步退出低端市场。充分利用公司现有两大顶尖品牌：房屋建筑领域的“中国建筑”和房地产开发领域的“中国海外”，进一步提高项目的品牌溢价。

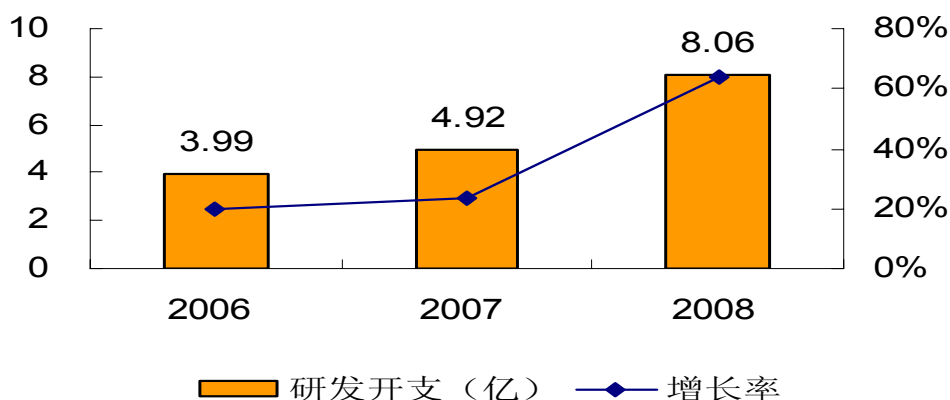
国际化战略。加快“走出去”步伐，统筹引领所属企业走向国际市场，形成更加合理的国际化经营布局，增强国际化经营能力，不断提高公司在国际工程承包市场的核心竞争力和市场占有率，提升海外业务收入和利润对公司的贡献度，向跨国经营的世界级企业迈进。

区域化战略。进一步优化调整区域经营布局，根据历史发展和未来规划，合理确定下属企业的区域经营范围，提高公司整体的协同发展和市场竞争力，加大区域化业务拓展力度。

专业化战略。加强和提高各业务板块的专业化水平，建力专业化的人才队伍，鼓励和引导不同层次的下属企业发挥自身优势，确立适合自身实际的、符合专业发展方向的企业定位，使公司整体做到大而强，强化下属公司在各专业领域的领导地位。

科技化战略。发挥科技对生产经营的推动作用，加大对科技的资源投入，注重研发推动行业发展的超前技术，保持和扩展公司的科技领先优势，进一步扩大领先于同业竞争者的差距。

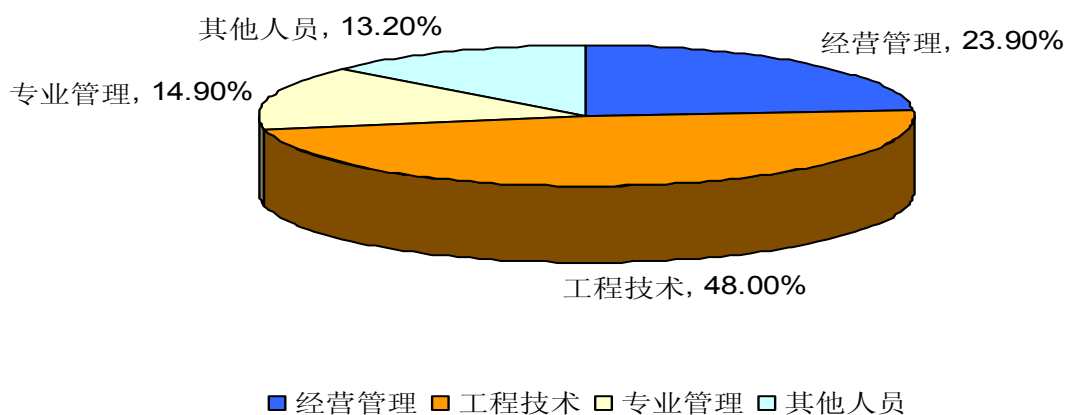
图表 10 研发开支及增长率



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

公司的品牌、专业化以及科技化战略均需要较强的人才支撑。中国建筑拥有包括中国工程院院士在内的一大批专家，主要工程技术及经营管理人员均拥有本科以上学历。

图表 11 截至 2008 年底公司员工专业构成



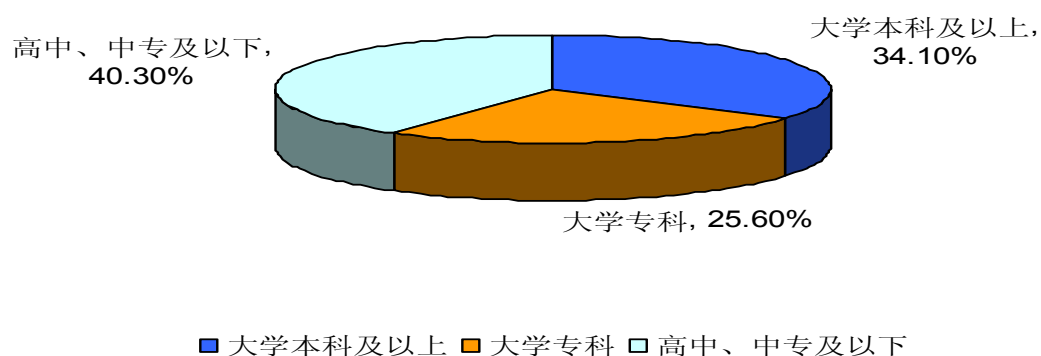
资料来源：招股说明书，华创证券研究所

图表 12 部分工程技术人员资质情况

中国工程院院士和全国工程设计勘察大师	13 人
包括国内知名专家在内的专家委员会委员	100 人
国家有突出贡献的中青年专家	5 人
享受政府特殊津贴专家	188 人
教授级高工	820 人
英国皇家特许建造师	119 人

资料来源：招股说明书，华创证券研究所

图表 13 截至 2008 年底公司员工学历构成

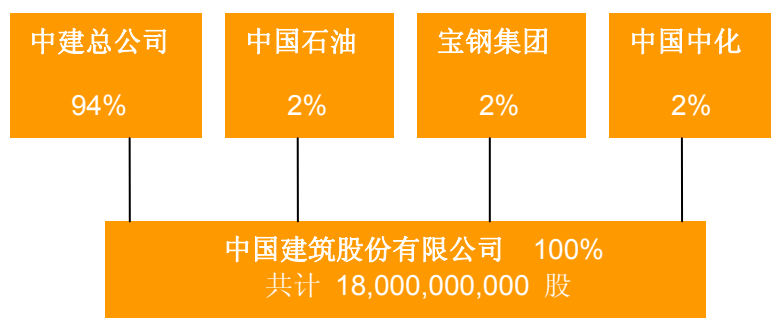


资料来源：招股说明书，华创证券研究所

5、IPO融资为公司业绩增长打下基础

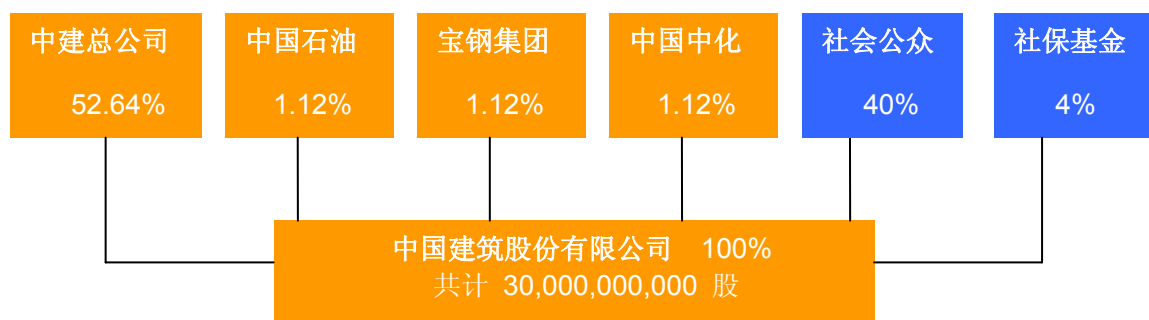
中建总公司将优质资产全部注入中国建筑股份有限公司，2009年7月28日公司中国建筑股份有限公司公开发行120亿A股，占股本总额的40%，募集资金总额为501.6亿元。每股净资产由发行前的0.85元增长为2.15元，增长了2.52倍。

图表 14 发行前公司股本构成



资料来源：招股说明书

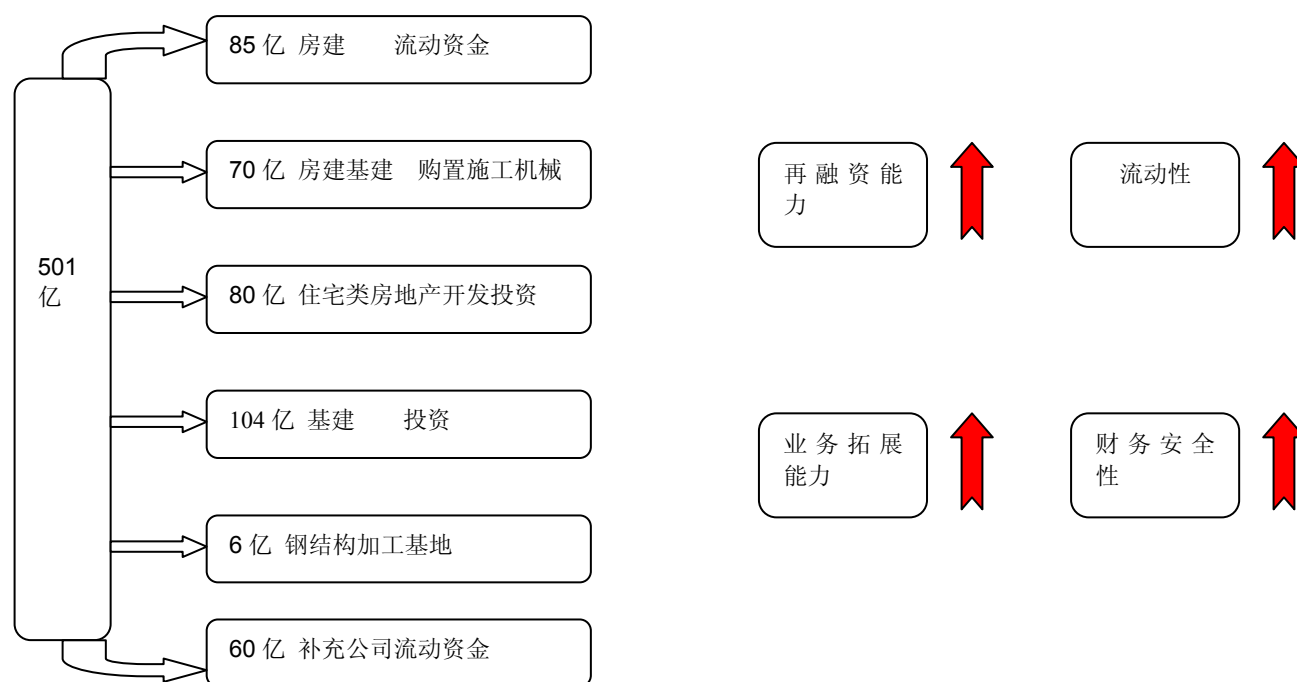
图表 15 发行后公司股本构成



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

发行所筹集资金主要投向了房地产开发和房屋建筑领域：其中约85 亿元用于重大工程承包项目的流动资金，约80 亿元用于普通住宅类房地产开发项目，约70 亿元用于购置施工机械设备，约104 亿元用于基础设施投资项目，约6 亿元用于钢结构加工基地项目，约60 亿元用于补充公司流动资金。IPO后公司资本金得到补充，再融资能力、流动性、财务安全性得到提升，基建设备的购置将增强公司基础设施建设领域承包项目的能力，补充的流动资金能够有效助推房地产业务迅速发展。

图表 16 中国建筑 IPO 发行资金使用情况



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

二、主营业务分析：走在强势上升的大道上

1、房屋建筑业务：继续领跑行业，利润水平有望提升

传统主营业务，占据行业最高端市场。建筑工程承包业务历来是公司主营业务收入中占比最大的业务。2008 年度，公司房屋建筑业务的营业收入和分部利润分别为 1,606 亿元和 36.1 亿元，占本公司营业收入总额和分部利润合计的 79.0%和 41.7%。作为国家建筑业的骄子，自新中国成立初期至上世纪七十年代，中国建筑承担了包括第一汽车制

造厂、第二汽车制造厂、第一重型机器厂、第二重型机器厂、大庆炼油厂、等在内的国家重点工程项目，建设了酒泉卫星发射基地。“中国建筑”的品牌价值主要体现在工程质量和专业资质上，近几年陆续承接了一批“高、精、尖”的工程，占据行业内最高端市场。

图表 17 近三年中国建筑承接的部分重点项目

完工时间	项目名称	合同金额(亿)	完工时间	项目名称	合同金额(亿)
2009 年	中央电视台新台址项目主楼	46.5	2008 年	新中国国际展览中心	7.9
2008 年	上海环球金融中心	39.1	2008 年	北京奥林匹克公园(B 区)	7.7
2009 年	中国国贸中心三期	16	2007 年	国家游泳中心	6.6

资料来源：招股说明书，华创证券研究所

政府资源丰富，混乱战场中的突围者。在目前建筑业高度竞争、产品同质化、市场总体比较混乱的情况下，中国建筑的央企背景使得公司在大项目承包和区域性项目合作上具有其他竞争对手不可比拟的优势。

图表 18 近三个月公司签订的重大战略合作协议

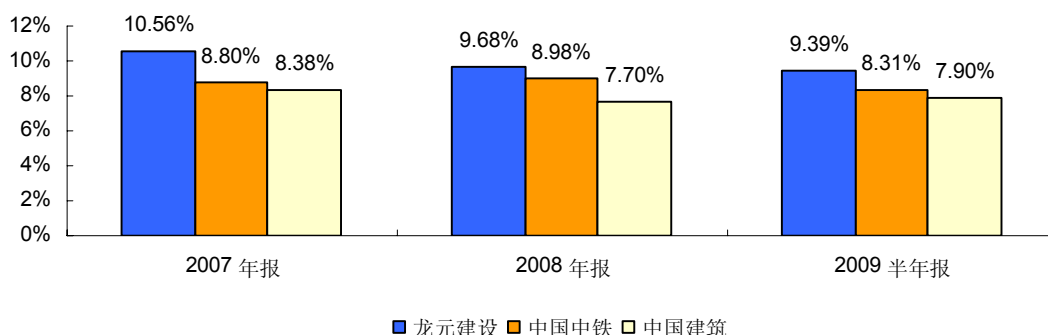
2009 年 9 月	中国建筑与湖南发展投资集团签订战略合作协议。	合作开发投资建设长株潭“两型”社会试验区“3+5”城市群（长株潭 + 岳阳、常德、益阳、娄底、衡阳）的基础设施项目，计划总体目标为 5 年内拟合作投资 200 亿元。
2009 年 6 月	中国建筑与中国兵器工业集团签订了战略合作协议。	合作建设兵器产业园。
2009 年 6 月	中国建筑与新疆维吾尔自治区人民政府签订了《战略合作框架协议》。	铁路、公路、电厂、风能发电等工程项目建设和投资多项合作，开拓国际工程市场。

资料来源：公司公告，华创证券研究所

推行强势项目管理模式，毛利率仍有提升空间。公司建筑业务的主力军中建一局至中建八局八个工程局分布在全国各个地区，从业务区域来看基本能够覆盖整个中国大陆市场；从业务类型来看，既有建筑工程总承包，也有专业分包，配套能力和灵活性兼具。

由于房屋建筑工程领域竞争十分激烈，进入门槛较低，毛利率水平一直不高。目前公司正在推行类似于很多民营企业的比较强势的项目管理模式，强化项目经理在项目中的责任，狠抓项目进行中的成本和绩效。此外，公司最新的 09 年内部控制手册也极大地强化了在工程质量和项目组织方面的管理控制，也将对毛利率的提升起到一定的作用。公司房屋建筑业务净利润的毛利率弹性非常大，毛利率每提升 0.5 个百分点，公司整体的净利润将会增加 10 亿至 15 亿元。相比龙元建设，我们认为中国建筑拥有龙元建设所不可比拟的品牌和经验优势，毛利率还有较大提升空间。

图表 19 建筑业务毛利率对比

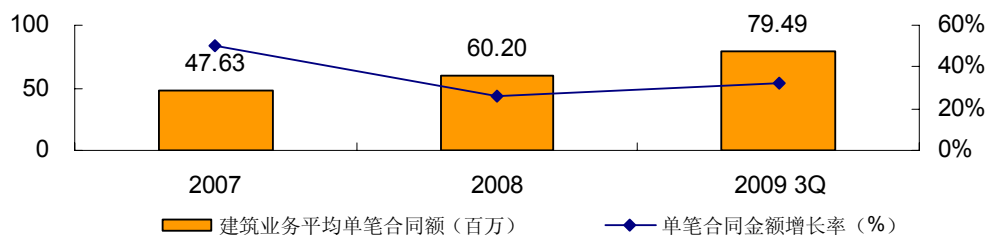


资料来源：Wind，华创证券研究所

“大市场、大业主、大项目”，净利率水平有望改善

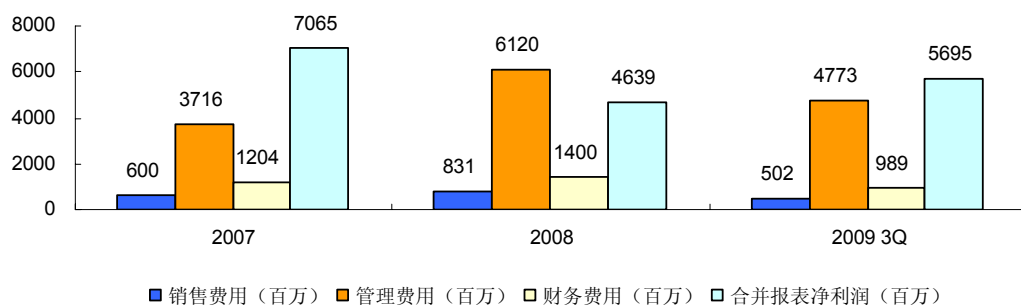
近年来，公司实行“大市场、大业主、大项目”的高端战略，充分利用公司已有的品牌、资质、项目管理能力等多方优势，努力将资源集中在高端市场，部分工程局划定了承接项目合同额的底线，建筑业务单笔合同金额增长显著，2009 年前三季度新签合同额单笔平均值达到 7900 万。

图表 20 建筑业务单笔合同额及增幅



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 21 中国建筑近年三费数据对比

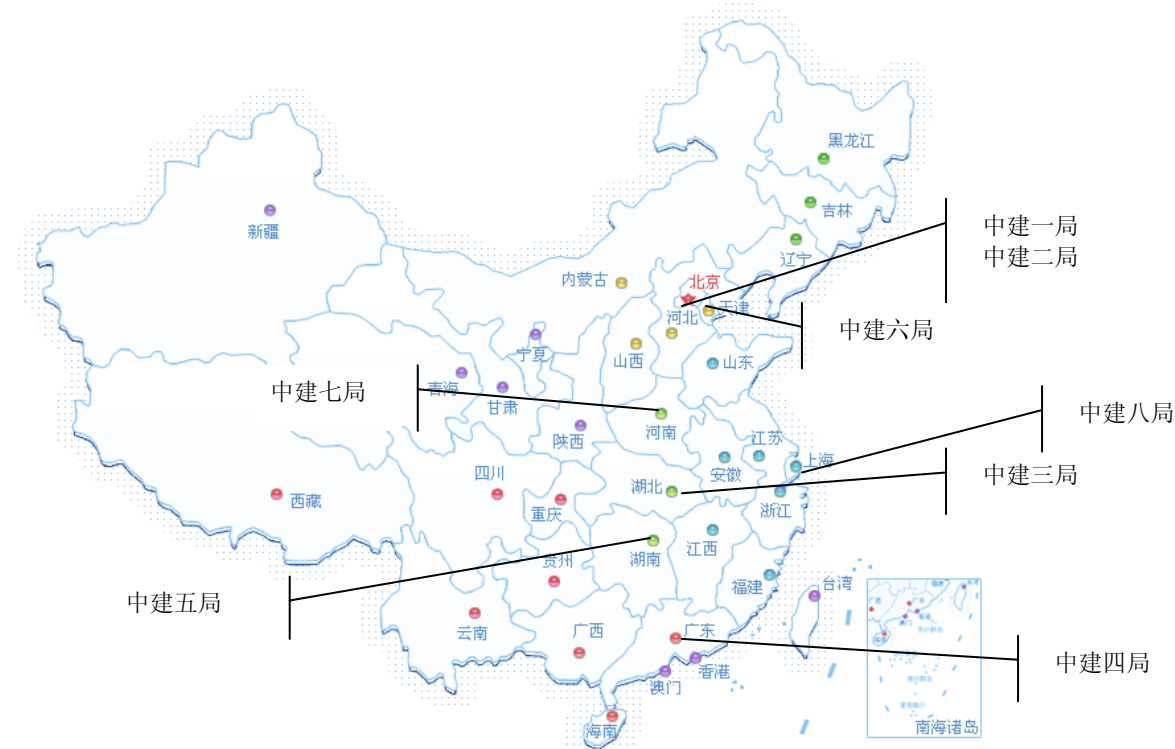


资料来源: Wind, 华创证券研究所

承接大的项目能够显著降低销售费用，对管理费用的控制效果也比较显著，作为净利率相对较低的建筑行业，三费的下降能够有效提升公司净利润。

2009 年 1-9 月公司销售费用大幅度降低，销售费用额为 5 亿元，同比降低 1.9 亿元，降幅达到 27.9%。管理费用得到有效控制。1-9 月份管理费用 47.7 亿元，同比增长 4.7 亿元，增幅为 10.8%，小于收入增长幅度，百元收入管理费为 2.7 元，比 08 年百元收入管理费 3.0 元下降了 0.3 元。财务费用进一步降低。1-9 月份财务费用 9.9 亿元，同比降低 4 亿元，降幅为 29%。三费的下降对同期仅为 57 亿元的公司净利润贡献显著。

图表 22 中建一局至中建八局地理位置分布图

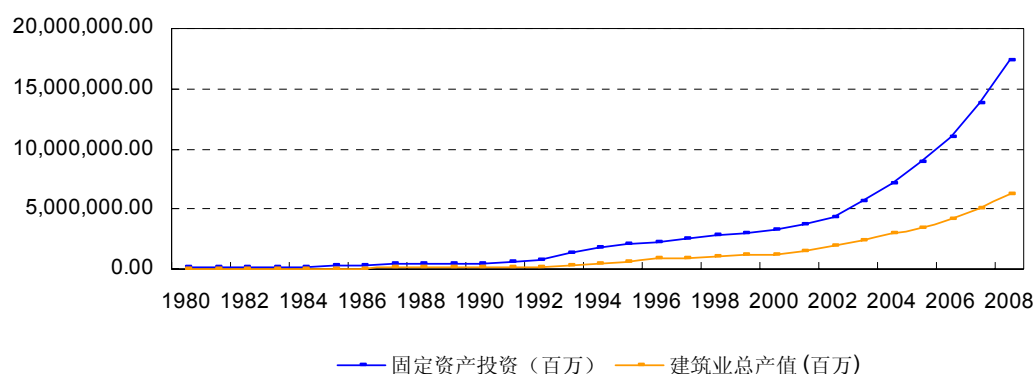


资料来源：招股说明书，华创证券研究所

城市化和工业化的最大受益者。中国经济所处的发展阶段注定建筑业正在经历一个快速发展的时期。进入 21 世纪以来，建筑业总产值稳步增长，除 2005 年建筑业总产值增幅低于 20% 以外（19%），其余均在 20% 以上。2006 年至 2008 年，全国建筑业总产值的平均增幅为 21%。城市化和工业化仍然是当代中国发展的主线。

预计 2010 年中国城镇人口将会达到 6.3 亿，3 农村人口转为城镇人口将会产生大量的住宅需求，同时城市中由于早期建设的住宅普遍存在结构不合理和质量较低等问题，随着城市人口收入的增加，也会产生很大的住宅更换需求。由于公司的房屋建筑业务规模巨大，2008 年营业收入占到全国建筑总产值的 2.67%，营业收入增速基本和建筑业总产值增速保持一致。公司房屋建筑业务收入近三年的平均增速为 20%，由于基本较少涉及发展迅速的新农村建设，公司建筑业务收入增幅较建筑业总产值增幅低 1 个百分点属正常现象。

图表 23 1980 年至 2008 年全国固定资产投资和建筑业总产值

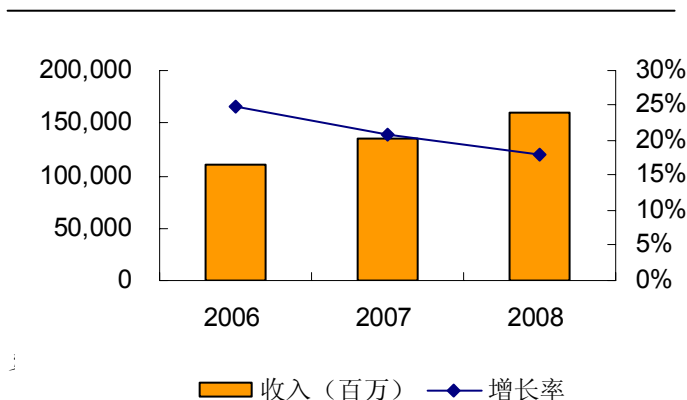


资料来源：CEIC，华创证券研究所

房屋建筑业务 2006 至 2008 年财务情况概览

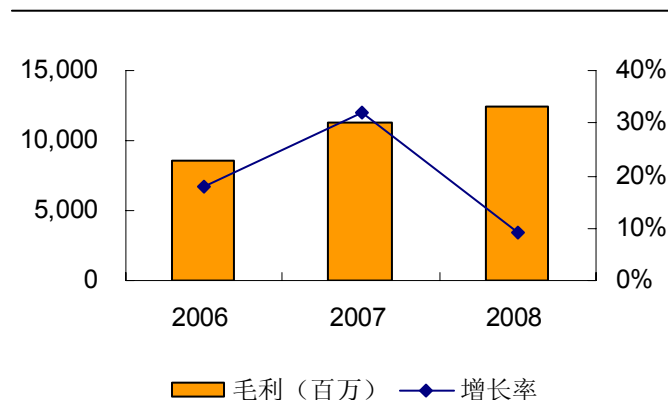
我们认为公司2008年净利润出现下降主要是受三股力量共同作用的结果：1.金融危机导致部分国内项目和国际项目放缓建设甚至停工，2.主要原材料价格在经济过热时期经历了大幅上涨，3.奥运和地震造成了区域性影响，北京和成都等地工程停建。我们预测2009年公司房屋建筑业务毛利润和净利润将会出现比较大的增长。依据公司目前的在手合同额，以及我们的毛利率预测模型，我们预计公司2009-2011建筑业毛利润增幅分别为29.79%、18.45%和18%。

图表 24 房屋建筑收入及增长率



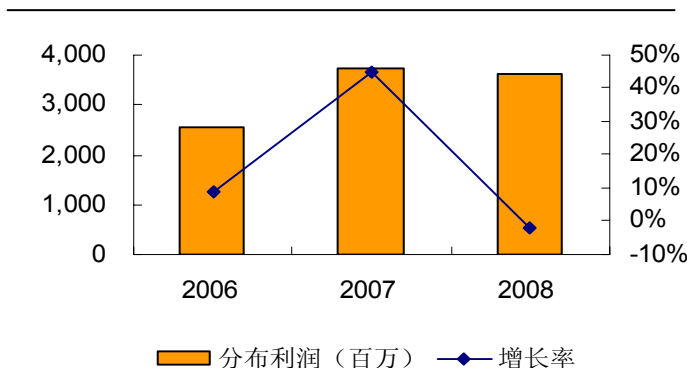
资料来源：华创证券研究所

图表 25 房屋建筑毛利润及增长率



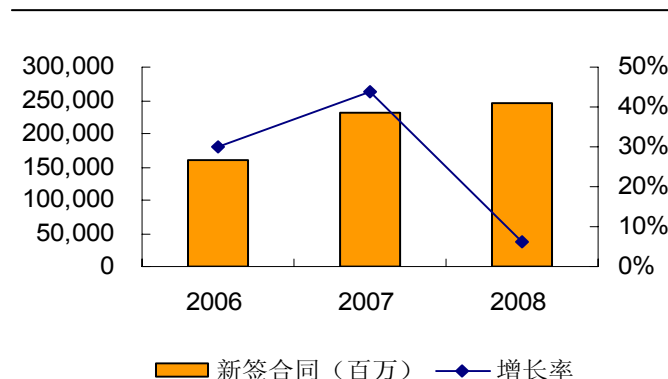
资料来源：华创证券研究所

图表 26 房屋建筑分部净利润及增长率



资料来源：华创证券研究所

图表 27 房屋建筑新签合同额及增长率



资料来源：华创证券研究所

图表 28 房建业务营业收入及毛利润预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入(百万)	135,163	160,618	193,616	226,418	261,418
YOY (%)	21.50%	18.83%	20.54%	16.94%	15.46%
毛利润(百万)	11,324	12,732	16,525	19,574	23,096
YOY (%)	32.18%	9.25%	29.79%	18.45%	18.00%

资料来源：华创证券研究所

2、房地产开发：融资能力提升，业绩起飞可以期待

房地产开发业务是对公司净利润贡献最大的业务，是拉动净利润增长的核心力量。2008年，占公司营业收入9%的房地产业务贡献了51%的净利润。房地产开发也是公司毛利率

水平最高的业务，2006-2008年三年平均达到38%。

由于房地产项目开发并不实际涉及具体的工程建筑，我国引进项目开发“三方制”之后，建筑工程业务实行了外包，房地产公司集中精力于项目运营，因此，品牌优势，融资能力和运营经验就成为了项目开发中取得成功的关键。

品牌优势突出，高低配合结构优。中国建筑在房地产开发领域拥有两大核心品牌：致力于高端住宅项目、较为成熟的“中海地产”，以及致力于中低端和保障性住房建设的、正在迅速发展的“中建地产”。

中海地产：高端项目发展商。

中海地产在2004-2006年和2008年名列中国房地产行业领导公司品牌排行榜第一名，2004-2006年三年名列中国房地产百强企业综合实力TOP10第一名，同时也是香港恒生指数中唯一一只内地地产股。中海地产享受较高的品牌溢价，2008年中海地产的营业收入低于万科，但净利润超过万科，2006-2008年，中海地产连续三年被评为中国房地产企业百强盈利第一名。

中建地产：保障性住房提供商。

中建地产的主要业务分布在二三线城市，致力于中低端住房和保障性住房开发，与中海地产基本不存在业务交叉。中低端住房和保障性住房将会是满足广大城镇居民住房需求和改善住房需求的主体，市场前景广大。

土地储备丰富，全国性布局降低市场风险。2009年8月末，公司共有土地储备达到3888万平方米，能够满足公司4-5年的开发需求。中海地产的土地储备绝大多数位于长三角、珠三角、环渤海等经济发达的区域。由于房地产市场具有很强的区域性特征，全国性的战略布局使得公司的市场风险不会集中于某个地区，降低了市场风险，从而降低了公司的预期收益率水平，有效提升了公司价值。

图表 29 中海地产土地储备

项目名称	权益	占地面积(万平方米)	规划建筑面积(平方米)	用地性质	截至2008年底未竣工入住的规划建面(平方米)
珠江三角洲地区					
中海康城国际南区	100%	155,835	621,715	住宅	621,715
中海大山地	100%	174,998	252,300	住宅	171,949
阳光玫瑰园	78%	44,199	125,398	住宅	125,398
龙岗酒店	100%	20,657	75,000	商住	75,000
中海翠林兰溪	100%	328,181	306,180	住宅	88,228
金沙馨园	100%	127,253	297,691	住宅	297,691
璟晖华庭二期	100%	22,273	108,786	住宅	108,786
中海花城湾	100%	33,264	316,824	住宅	156,977
中海万锦豪园	100%	270,452	776,685	住宅	228,101
中海金沙湾	100%	408,835	1,338,295	住宅	1,145,771
万锦东苑	100%	75,936	264,495	住宅	264,495
银坑地块	100%	107,948	212,885	住宅	212,885
横琴富祥北	100%	152,935	151,285	住宅	151,285
环宇城	100%	67,000	310,784	住宅	310,784
横琴项目	100%	81,895	137,998	商住	137,998
珠江三角洲地区小计		2,071,661	5,296,321		4,097,063

长江三角洲地区

中海翡翠湖岸二期	100%	127,950	58,915	住宅	48,017
万锦城	100%	68,246	266,165	住宅	266,165
中海瀛台二期	99.50%	83,241	137,533	住宅	137,533
建国东路 65 号地	50%	18,360	98,440	商住	98,440
御景熙岸	100%	131,232	191,385	住宅	191,385
普陀区长风 6B, 7C 地块	50%	142,108	393,426	住宅	393,426
中海东湖观邸三期、四期	100%	87,374	89,772	住宅	89,772
雍城世家	50%	198,044	427,772	住宅	427,772
钱塘山水	100%	47,735	151,589	住宅	151,589
金溪园	100%	33,462	81,049	住宅	81,049
紫藤苑	100%	49,769	153,826	住宅	153,826
之江项目	50%	104,486	267,265	住宅	267,265
滨江 75 号地	50%	191,525	721,371	住宅	721,371
滨江 76 号地	50%	87,915	335,722	住宅	335,722
中海·凯旋门	100%	23,077	109,046	住宅	109,046
凤凰熙岸	100%	169,561	740,309	住宅	740,309
御湖熙岸	100%	260,452	316,624	住宅	224,527
独墅湖项目	100%	344,643	361,572	住宅	361,572
苏州国际社区	100%	663,002	1,439,452	住宅	1,439,452
胥江岸花园	100%	48,138	230,328	住宅	230,328
长江三角洲地区小计		2,880,320	6,571,561		6,468,566

环渤海地区

中海城二期	100%	245,879	670,090	住宅	614,878
中海广场	100%	19,183	150,820	商业	150,820
瓦尔登湖	72%	334,414	138,989	住宅	78,168
中海国际社区	100%	500,843	1,065,371	住宅	853,425
金域中央	100%	89,100	178,057	住宅	178,057
中海常青藤	100%	103,700	416,145	住宅	416,145
中海华庭	100%	43,600	120,385	住宅	106,397
中海英伦官邸	100%	87,400	160,492	住宅	160,492
国际社区	100%	470,798	1,602,595	住宅	1,602,595
银海一号	100%	58,134	238,032	住宅	238,032
吴家村山东路项目	100%	43,172	249,270	住宅	249,270
四方区清江路 F 地块	100%	73,363	161,870	住宅	161,870
紫御东郡	100%	172,856	351,974	住宅	351,974
奥体中心	60%	235,901	493,000	住宅	493,000
市中区九曲片区	100%	1,782,113	2,628,746	住宅	2,628,746
御湖翰苑	100%	19,000	137,636	住宅	137,636
响螺湾 B-16	100%	8,613	56,202	商业	56,202
响螺湾 C-02	100%	9,917	172,724	商业	172,724
环渤海地区小计		4,297,986	8,992,398		8,650,431

成都及其他内地城市

中海兰庭	100%	73,401	367,419	住宅	367,419
城南一号	100%	151,333	511,574	住宅	511,574
青羊区苏坡乡龙嘴村项目	100%	47,940	180,426	住宅	180,426
国际社区	60%	544,912	2,280,000	住宅	2,280,000
江北区江北城 B02-B05	45%	93,126	426,272	住宅	426,272
成都及其他内地城市小计		910,712	3,765,691		3,765,691

港澳地区

莲塘尾项目	100%	88,300	35,200	住宅	35,200
-------	------	--------	--------	----	--------

牛津道 1	100%	3,113	8,964	住宅	8,964
赤柱滩道 6	100%	3,766	6,394	住宅	6,394
港澳地区小计		95,179	50,558		50,558

合计		10,255,858	24,676,529		23,032,309
----	--	------------	------------	--	------------

资料来源：公司公告，招股说明书，华创证券研究所

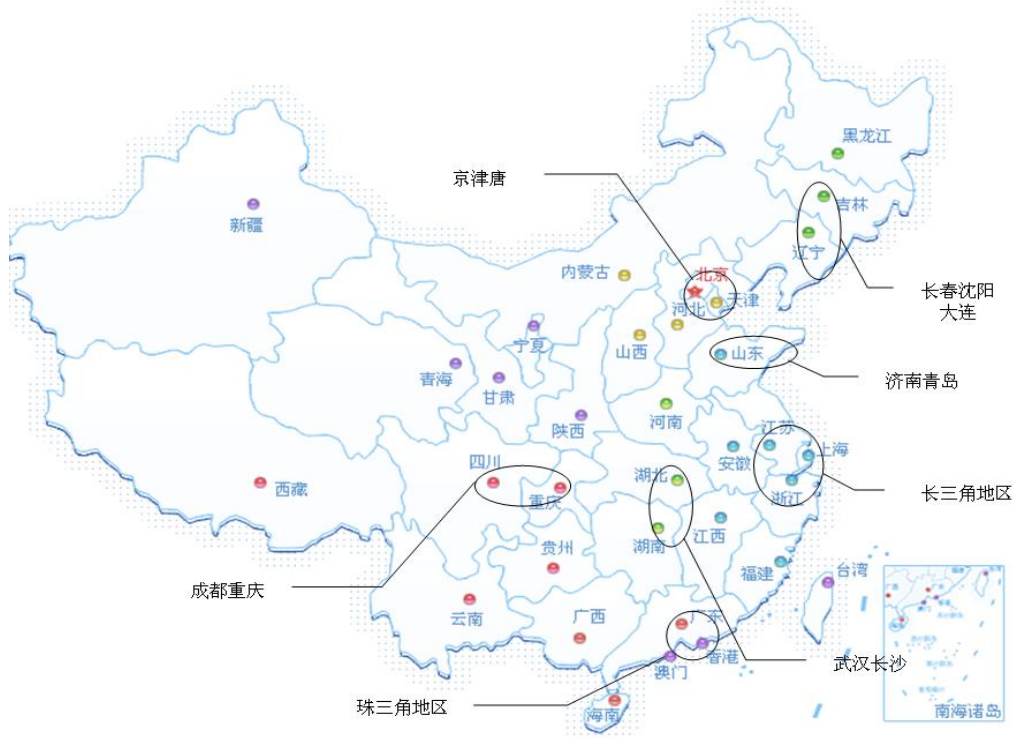
图表 30 中建地产土地储备

项目名称	权益	占地面积(平方米)	规划建筑面积(平方米)	用地性质	截至 2008 年末竣工入伙的规划建筑面积(平方米)
华北地区					
北京颐合天地住宅项目	100%	290,517	306,280	商住	28,214
北京怀柔安丽花园住宅项目	70%	51,137	155,173	商住	155,173
北京西直门项目	67%	17,117	86,725	商业	86,725
北京顺义李桥镇地块	23%	73,489	110,234	住宅	110,234
北京朝阳三间房项目	100%	52,011	104,022	住宅	104,022
北京通州宋庄项目	100%	156,723	229,858	住宅	229,858
北京大兴黄村地块	45%	21,544	75,403	住宅	75,403
中关村公馆项目	51%	7,028	54,641	商业	54,641
西长安中心项目	51%	12,900	50,766	商住	50,766
北京昌平回龙观地块	45%	65,447	98,957	商住	98,957
天津阳光金地住宅项目	88%	8,437	28,991	商住	6,179
天津绮景家园住宅项目	100%	17,996	19,806	住宅	19,806
天津天赐园住宅项目	100%	27,852	101,631	住宅	3,000
三河北欧小镇住宅项目	52%	107,459	168,694	商住	10,000
河北雄县温泉花园住宅项目	60%	178,300	390,880	商住	390,880
唐山中建二局招待所地块	70%	6,355	40,000	商住	40,000
唐山建瑞花苑项目	70%	15,016	33,538	住宅	33,538
唐山中建二局办公楼地块	70%	11,931	35,000	商住	35,000
唐山中建二局三公司办公楼地块	70%	10,715	75,000	商住	75,000
华北地区小计		1,131,974	2,165,599		1,607,396
华东地区					
上海中建大厦项目	80%	9,189	90,247	商业	90,247
济南中建文化城住宅项目	100%	37,200	114,300	商住	114,300
青岛千智广场住宅项目	70%	33,270	84,495	商住	84,495
潍坊康居花园住宅项目	100%	1,190,300	2,553,000	商住	2,553,000
山东烟台临海和苑	100%	248,668	671,900	住宅	671,900
德州中建华府项目	50%	173,000	265,000	商住	265,000
盐城师范学院项目	100%	90,526	208,207	商住	208,207
扬州江阳路住宅项目	100%	50,069	105,124	商住	105,124
芜湖鲁港九龙地块开发	100%	6,846	24,000	商住	24,000
福州中辉新苑住宅项目	100%	36,327	62,141	商住	17,916
福州好来屋住宅项目	100%	43,059	88,927	商住	2,654
华东地区小计		1,918,454	4,267,341		4,136,843
华中地区					
长沙市含浦住宅项目	100%	146,952	354,704	商住	354,704
长沙外贸学院项目	60%	34,768	109,380	商住	109,380
长沙中建桂苑住宅项目	100%	46,534	135,000	商住	2,696
长沙新点苑四期住宅项目	100%	5,394	26,416	商住	22,845
长沙华欣公寓住宅项目二期	100%	6,421	28,913	住宅	4,684

湖南长沙中建信和天下	100%	87,334	300,900	住宅	300,900
湖南岳阳洞庭桂苑	100%	49,334	173,265	住宅	173,265
岳阳彩虹阁住宅项目	100%	3,767	22,309	商住	16,000
武汉关山住宅项目	100%	90,843	226,566	商住	226,566
武汉新时代广场	100%	9,800	126,600	商住	66,675
孝感东城新区项目	100%	113,606	272,655	住宅	272,655
荆门金象小区危旧房改造（南区）	100%	8,655	58,542	住宅	58,542
荆门金象小区（中区、北区）	100%	33,960	151,461	住宅	151,461
湖北荆门军马场基地项目	100%	81,400	179,079	住宅	179,079
湖北武汉汤逊湖项目	100%	778,333	601,239	住宅	601,239
武汉纸坊基地项目	100%	70,839	130,275	住宅	130,275
益阳市梓山湖项目	51%	676,431	1,530,000	商住	1,530,000
河南平顶山嘉天下	100%	46,214	84,983	商住	84,983
南阳中建小区三期	100%	8,004	20,010	商住	20,010
华中地区小计		2,298,589	4,532,297		4,305,959
华南地区					
惠州中天彩虹城住宅项目	60%	89,156	460,024	商住	460,024
惠州中天山水雅苑住宅项目	60%	198,146	328,751	商住	328,751
广州颐年园二期第一组团项目	100%	23,070	40,300	住宅	40,300
深圳龙岗万鑫商城住宅项目	40%	43,016	187,312	商住	187,312
揭阳榕城区项目	45%	380,332	945,005	商住	945,005
广西玉林市人民路项目	100%	48,700	147,012	商住	147,012
华南地区小计		782,420	2,108,404		2,108,404
西部地区					
成都人居大源住宅项目	100%	33,352	180,489	住宅	180,489
成都斑竹园住宅项目	100%	30,250	15,000	住宅	15,000
陕西西安开元壹号	100%	274,158	880,000	住宅	880,000
中建西南院新建办公楼项目	100%	17,146	75,841	商业	75,841
西安科技路项目	100%	32,419	159,669	商住	159,669
陕西汉中南郑大道东段项目	100%	219,011	613,230	商住	613,230
汉中南郑大道东段项目	100%	219,011	387,212	住宅	387,212
都匀银湖新城住宅项目	33.33%	110,931	403,000	商住	403,000
西部地区小计		936,278	2,714,441		2,714,441
总计		7,067,715	15,788,082		14,873,043

资料来源：公司公告，招股说明书，华创证券研究所

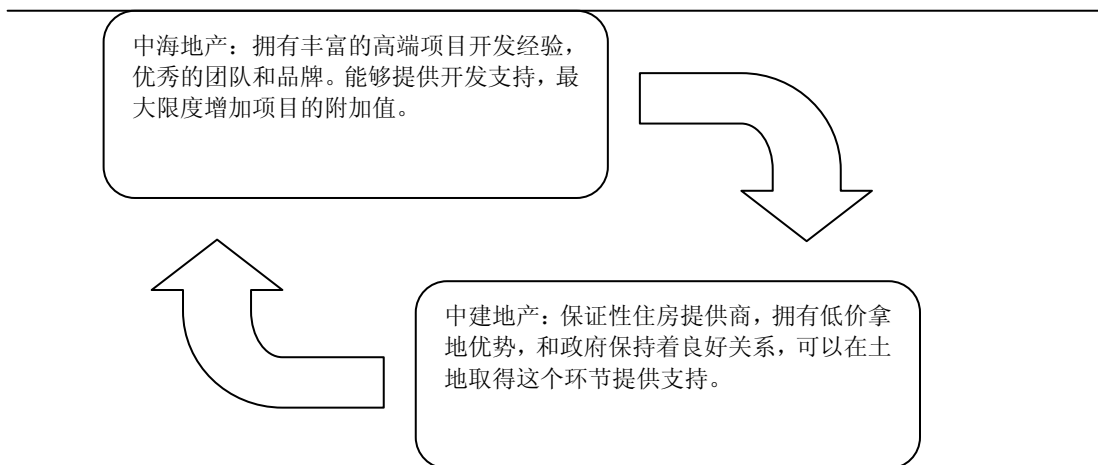
图表 31 土地储备分布图



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

协同优势提升公司竞争力。中海地产和中建地产同属中国建筑房地产开发业务板块。中建地产的主要优势在于低价拿地的能力，以及因保证性住房开发和其他因素与地方政府建立起来的良好关系。中海地产的主要优势在于项目运营的经验，品牌优势。两公司在项目开发的不同环节上存在较大的、其他竞争对手不具备的协同化优势，能够有效提升盈利能力和竞争力。

图表 32 协同化优势整体提升公司竞争力



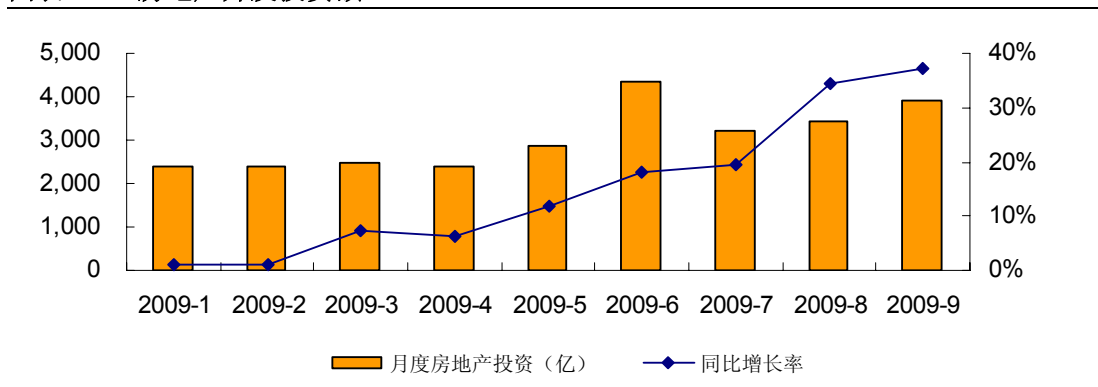
资料来源：华创证券研究所

“建筑+房地产”一体化经营降低公司财务风险。 房地产属于周期性很强的行业。从资产本身的属性和房地产的营销方法来看，房屋价格都有上涨的要求，但是超出需求面的价格又必然会回落，导致了房地产市场具有这种内生的不稳定性。在如 2008 年金融危机后房地产市场走低、价格下跌、需求萎缩的情况下，公司拥有建筑业务，不至于有太多的到期应付工程款流出企业，产生资金链紧张甚至断裂的危险。公司整体财务安全性得到很大提升。

短期市场转好，长期前景仍然向好

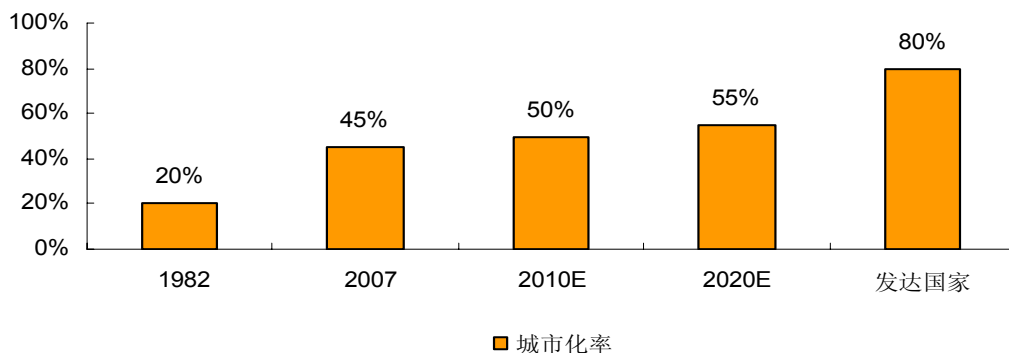
1-9月房地产开发投资额累计达到25050亿元，同比增长17.7%，增速比上半年加快7.8个百分点。其中9月份房地产开发投资3902亿，同比增长37%。房地产市场已经走出了金融危机之后的低谷。长期受城市化和工业化的影响，仍然向好。

图表 33 房地产开发投资额



资料来源：CEIC，华创证券研究所

图表 34 我国城市化率和发达国家城市化率比较

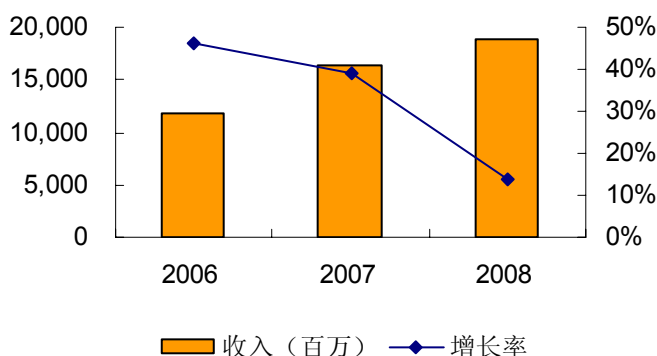


资料来源：华创证券研究所

房地产开发业务 2006 至 2008 年财务情况概览

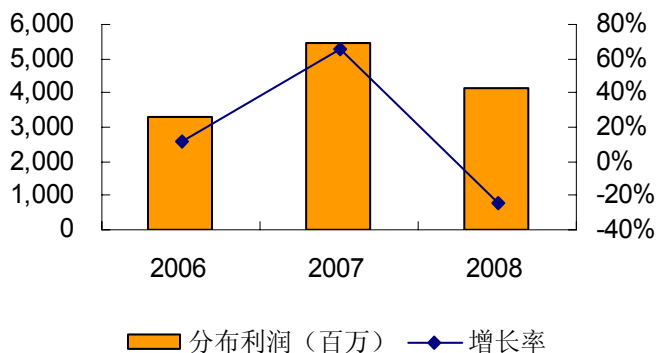
我们认为公司2008年房地产开发收入增长放缓主要是受到房地产市场低迷的影响。收入增长但是分部净利润出现下跌的因素我们认为主要有两个方面：1.由于前期开拓业务迅猛以及市场低迷时公司加大了营销力度，销售费用和管理费用吞噬了部分净利润；2.主要原材料价格的上涨由于承包合同的影响部分转嫁给了房地产公司。房地产市场目前已经回暖，我们预测2009年房地产业务收入和净利润同比将会有60%左右的增长。

图表 35 房地产开发收入及增长率



资料来源：华创证券研究所

图表 36 房地产开发分布利润及增长率



资料来源：华创证券研究所

图表 37 房地产开发业务营业收入及毛利润预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入(百万)	16,447	18,823	30,117	43,274	60,570
YOY (%)	39.45%	14.44%	60.00%	43.69%	39.97%
毛利润(百万)	7,142	7,501	11,444	16,444	22,411
YOY (%)	93.64%	5.03%	52.57%	43.69%	36.29%

资料来源：华创证券研究所

3、基础设施建设：后起之秀，市场广阔

中国建筑是基础设施领域的新进入者。2008 年公司基础设施建设收入 177 亿，占总收入的比例为 8.7%。2006-2008 年公司基础设施建设毛利率平均值为 9.7%，高于普通房屋建筑，低于房地产开发；收入增长率分别为 32%、60.4%和 40.8%，发展十分迅速。2008

年新签合同额达到 378 亿，预计基础设施建设收入在今后几年将会有较大增长。

图表 38 近三年来中国建筑承接的部分基础设施建设项目

完工时间	项目名	合同额（亿）	完工时间	项目名	合同额（亿）
2006 年	北京地铁四号线工程	6.1	2008 年	武广客运专线武汉站	38.6
2009 年	第二松花江大桥	4.2	2008 年	中环填海三期工程	37.9
2009 年	长沙市基础设施融资建造项目	13.2	2009 年	广州市珠江新城核心区市政交通项目	6.1
2009 年	美国纽约洋基体育场火车站	4.5	2013 年	哈尔滨至大连客运专线土建工程 TJ-2 标段	91.5

数据来源：铁道部，华创证券研究所

基础设施建设领域前景广阔，铁路、公路、港口等的建设规划显示至少到2020年，基础设施建设市场将会保持报需求。铁道部公布的数据，到2020年，我国铁路营业里程达到12万公里以上，较2008年增加3万公里，计划到2020年总投资达到5万亿。交通部数据显示2010年公路总里程将会较2008年增加30万公里，按每公里投资500万测算，总投资额将会达到1.5万亿。

图表 39 铁路中长期发展规划

	任务目标	投资
2008 年	铁路营业里程达 8.0 万公里，完成客运量 14.6 亿人、货运量 33.0 亿吨，较 2003 年年均分别增长 11%和 4.6%。	完成基本建设投资 3371 亿，固定资产投资 4144 亿。
2009 年	N/A	计划基本建设投资 6000 亿，固定资产投资 7000 亿。
2010 年	全国铁路营业里程达到 9 万公里，其中客运专线约 7000 公里，复线、电气化率均达到 45%以上。	N/A
2020 年	全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，复线率和电气化率分别达到 50%和 60%以上。	计划到 2020 年总投资 5 万亿。

数据来源：铁道部，华创证券研究所

图表 40 交通中长期发展规划

	公路任务目标	港口任务目标	投资
2008 年	全国公路总里程达 199.5 万公里（不含村道），高速公路达 6.03 万公里。	沿海港口完成货物吞吐量 44 亿吨，完成集装箱吞吐量 1.28 亿标准箱。	累计完成交通固定资产投资 8335 亿
2009 年			前三季度已 7555 亿，达到 2008 年全年的 90.6%
2010 年	全国公路总里程将达到 230 万公里，其中高速公路 6.5 万公里、二级以上公路 45 万公里、县乡公路 180 万公里。	沿海港口深水泊位 1752 个，年总通过能力达到 46 亿吨，港口专业化泊位数量达到 377 个，通过能力 1.36 亿标箱。	

资料来源：交通部，华创证券研究所

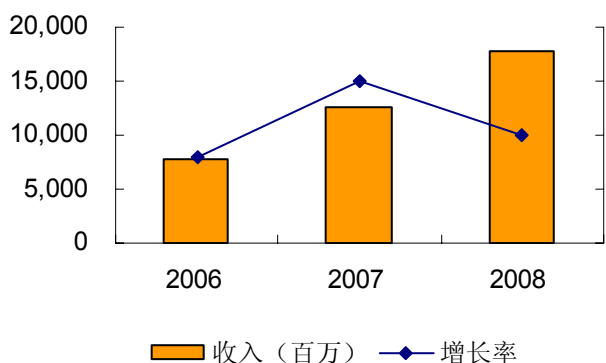
成为区域整体运营商的必要保障。基础设施业务虽然对公司收入及利润贡献有限，毛利率也不及房地产开发，但是对公司整体意义重大。公司增加基础设施业务后，能够建设房屋、道路、地铁、桥梁、铁路、隧道，具有整体建设一个区域的能力，对公司今后发展具有深远的意义。目前已经在公司与新疆、湖南等省签订的战略协议中起到了重要的

作用。对于土地的一级开发能力有助于房地产业务公司取得土地。

基础设施建设业务 2006-2008 年财务情况概览

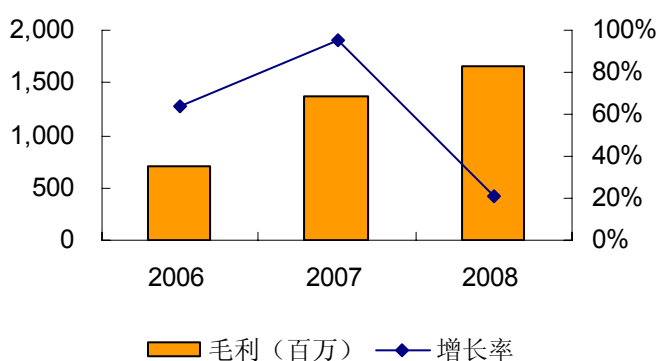
公司 2008 年净利润较 2007 年大幅下降，一方面是受市场影响，另一方面是由于 2007 年处置部分项目导致投资收益大幅增长使得基数较高。受已签合同额的影响，我们认为 2009 年公司基础设施建设营业收入仍然会保持 2008 年的增速，由于 2009 年钢材和水泥价格均低位运行，毛利润和净利润会出现反弹性增长。

图表 41 基础设施建设收入及增长率



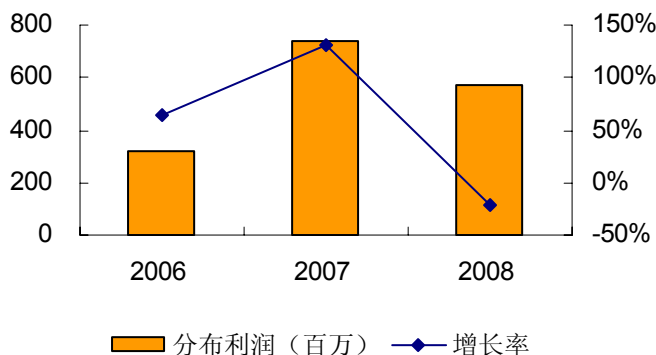
资料来源：华创证券研究所

图表 42 基础设施建设毛利润及增长率



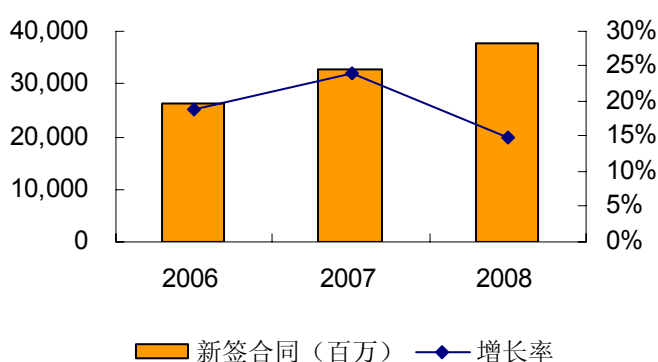
资料来源：华创证券研究所

图表 43 基础设施建设分部利润及增长率



资料来源：华创证券研究所

图表 44 基础设施建设新签合同额及增长率



资料来源：华创证券研究所

图表 45 基建业务营业收入及毛利润预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入(百万)	12,571	17,696	24,776	30,970	40,562
YOY (%)	60.40%	40.76%	40.01%	25.00%	30.97%
毛利润(百万)	1,365	1,655	2,230	2,787	3,651
YOY (%)	95.20%	21.25%	34.73%	25.00%	30.97%

资料来源：华创证券研究所

4、国际工程承包：分享大蛋糕

国际工程承包业务源于公司早期代表中国政府进行对外援助的项目。从1978年改革开放至2008年，公司海外营业额累计占我国国际工程营业额累计值的11%。截至2008年12月31日，本公司累计签订海外工程合同额448 亿美元，实现营业收入296 亿美元，涵

盖了房屋建筑、制造、能源、交通、水利、工业、石化、危险物处理、电讯、排污/垃圾处理等多个工程承包专业领域，在《工程新闻记录》（ENR）225 家最大国际承包商排名中，近二十年来长期雄踞中国公司榜首。目前，公司所承包的国际工程建设业务仍然集中在相对落后的国家和地区：东南亚、中东、巴基斯坦和非洲地区。

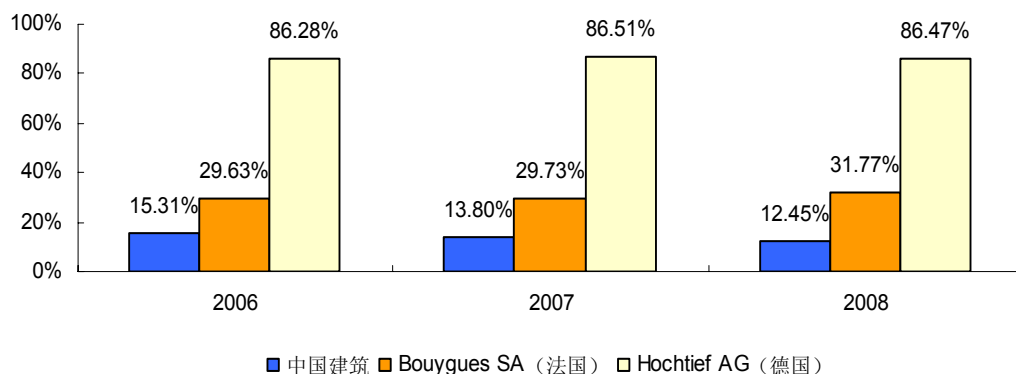
图表 46 近三年中国建筑承接的部分海外项目

完工时间	项目名	合同金额 (万美元)	完工时间	项目名	合同金额 (万美元)
2005 年	香港迪斯尼乐园	69,586	2006 年	阿尔及利亚外交部大楼框架合同	8,392
2009 年	澳门新豪天地工程（联营）	150,000	2009 年	泰国屋宇机构 1 万套项目	21,000
2010 年	阿联酋酋长路改造工程	25,624	2010 年	阿联酋摩登二期项目	15,125
2010 年	巴基斯坦人马座酒店	22,500	2010 年	赤道几内亚马拉博国际会议中心及 配套酒店（非盟城）项目	14,288

资料来源：华创证券研究所

国际工程承包市场巨大，与世界著名的建筑公司相比，中国建筑的海外营业的占总收入的比例仍然很小，市场前景广阔。目前，公司正在积极开拓西亚市场，有望进一步提升公司建筑工程承包收入。

图表 47 海外收入比例对比

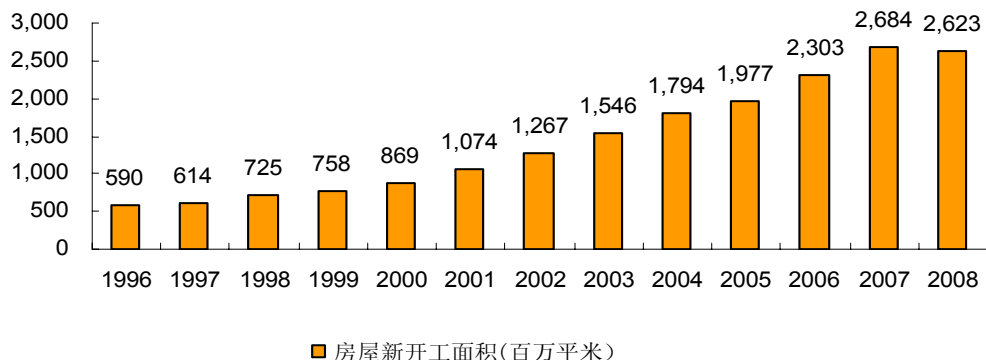


资料来源：Bloomberg，华创证券研究所

5、设计勘察：创新中心，公司核心竞争力的保障

设计勘察业务占公司主营业务收入的比例很小，仅占1%左右，具有一部分配套性的色彩，2008年营业收入为24亿元，2006-2008年平均毛利率为34%。由于设计勘察位于房屋建筑产业链的前端，属于创新中心，对于公司保持竞争力意义重大。公司目前有7家大型设计院，分别为中国建筑东北设计研究院（简称东北院，下同）、西北院、西南院、西勘院、上海院、北京院以及市政西北院。7家设计院均为各区域强院，也属于国内一线设计院。随着全国房地产投资及房屋新开工面积的快速增长，设计勘察业务有望保持同步增长。

图表 48 全国房屋新开工面积



数据来源: CEIC, 华创证券研究所

图表 49 设计业务营业收入及毛利润预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入(百万)	2,021	2,442	2,930	3,516	4,044
YOY (%)	41.80%	20.83%	20.00%	20.00%	15.00%
毛利润(百万)	705	808	958	1,155	1,394
YOY (%)	38.51%	14.61%	18.56%	20.56%	20.69%

资料来源: 华创证券研究所

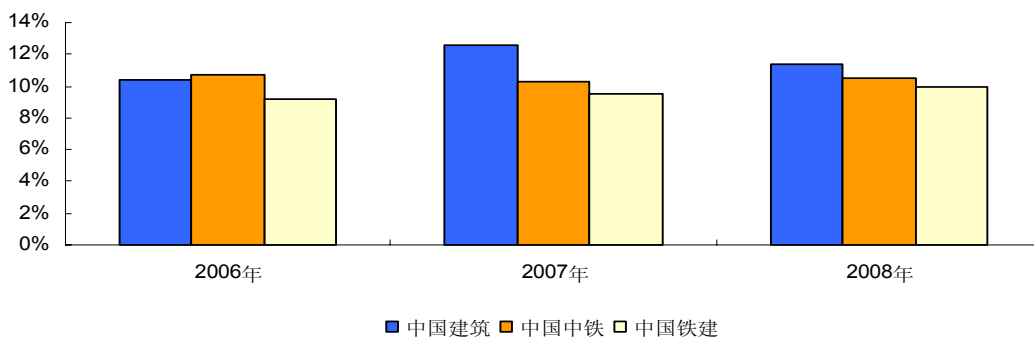
三、财务分析及盈利预测

我们主要将中国建筑的盈利能力、三项费用控制能力、偿债能力以及周转能力与另外两家业务和规模上最为接近的上市央企: 中国中铁和中国铁建, 进行了对比。

1、盈利能力: 身处逆境但仍表现出色

中国建筑与两铁都拥有毛利率较高的房地产业务, 不同之处是中国建筑绝大部分业务处在竞争最激烈, 毛利率最低的普通房屋建筑领域。剔除2008年受金融危机影响, 中国建筑毛利率水平处在上升通道上, 2007、2008年毛利率水平优于两铁, 2008年为11.33%, 今后仍有上升空间。

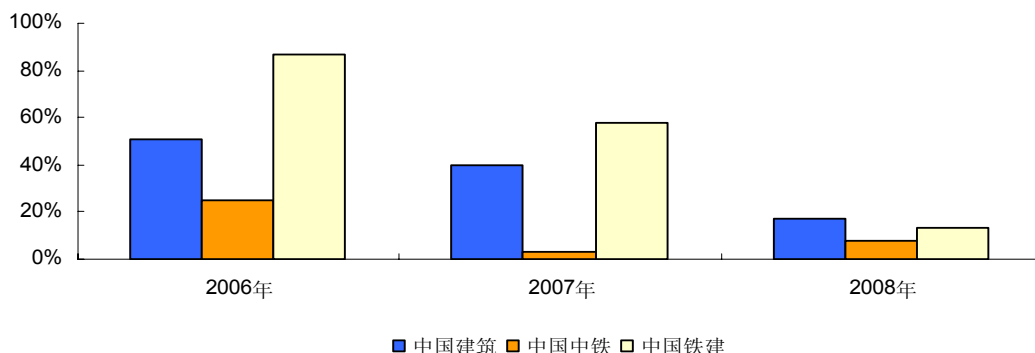
图表 50 销售毛利率水平



资料来源: 华创证券研究所

净资产回报率水平有下降的趋势, 但最终在08年胜出两铁。中国建筑2008年净资产回报率为19.48%, 相比中国中铁和中国铁建, 中国建筑ROE降幅最小。受到新股发行摊薄影响, 预计2009年ROE将会进一步降低, 2010年后企稳回升。

图表 51 净资产回报率水平

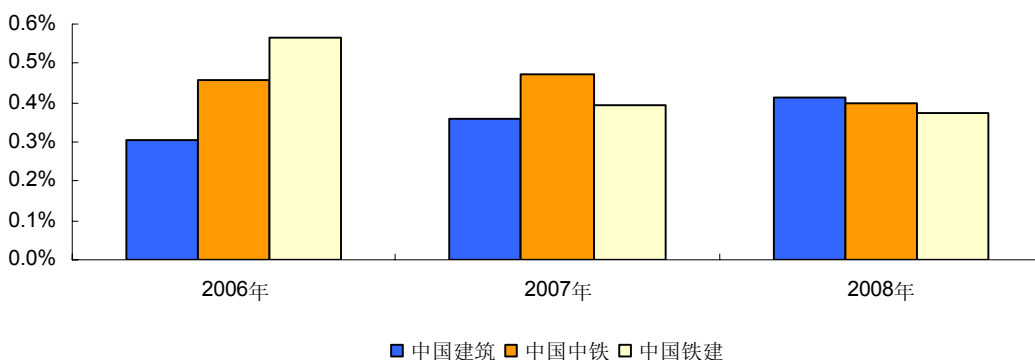


资料来源：华创证券研究所

2、三项费用控制：总体优于两铁

由于公司逐步加大了在房地产领域的营销投入，并且房地产业务的收入占比一直高于两铁，虽然中国建筑的销售费用占比有逐年上升的趋势，但我们认为其销售费用控制能力仍优于两铁。

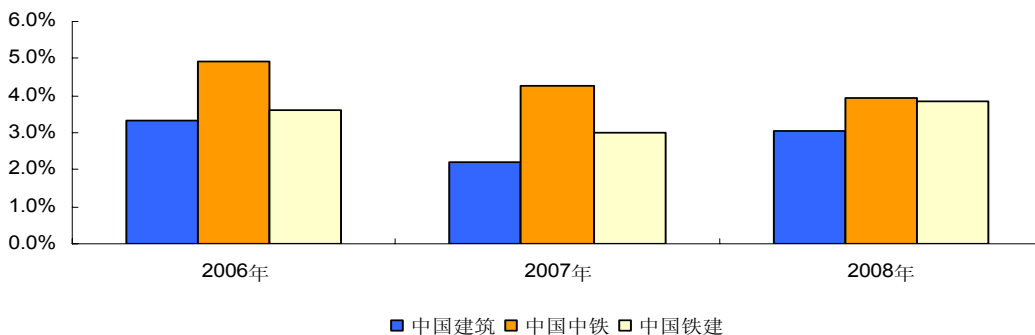
图表 52 销售费用占主营业务收入的比



资料来源：华创证券研究所

中国建筑身处竞争最激烈、毛利率最低的普通房屋建筑领域，实行了严格的内部控制，管理费用控制能力持续优于两铁。

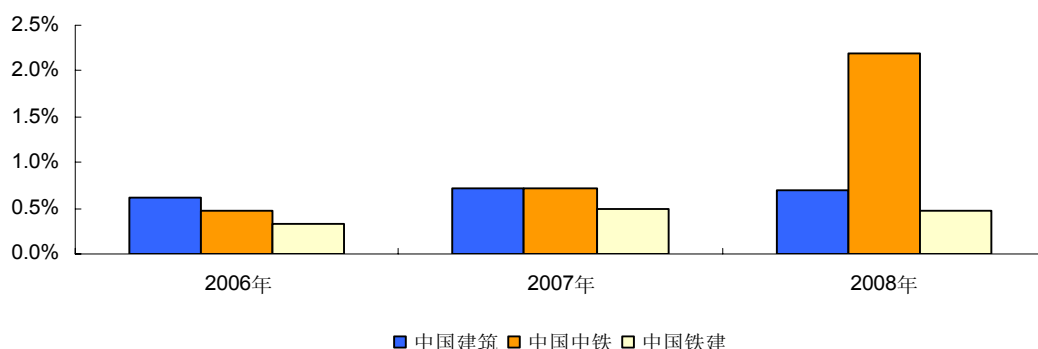
图表 53 管理费用占主营业务收入的比



资料来源：华创证券研究所

公司2006年财务费用率为三者当中最高，2007、2008年有所改善，剔除中国中铁08年汇兑因素影响，中国建筑财务费用控制能力基本与中国中铁持平，弱于中国铁建。

图表 54 财务费用占主营业务收入的比

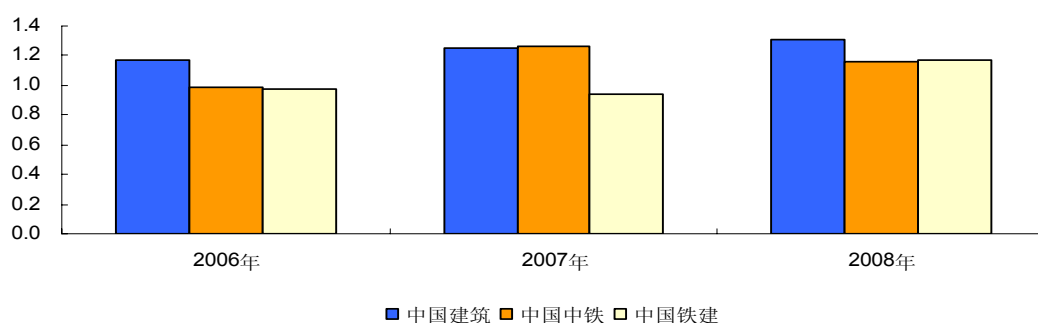


资料来源：华创证券研究所

3、偿债能力：小幅胜出

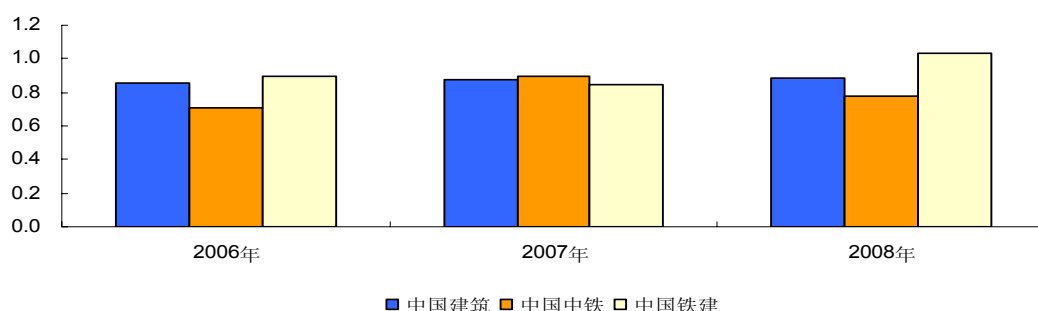
2006-2008年公司流动比率和速动比率一直比较稳定，流动比率维持在1.2左右，速动比率维持在0.8以上，均高于安全边界。

图表 55 三公司 2006-2008 年流动比率



资料来源：华创证券研究所

图表 56 三公司 2006-2008 年速动比率

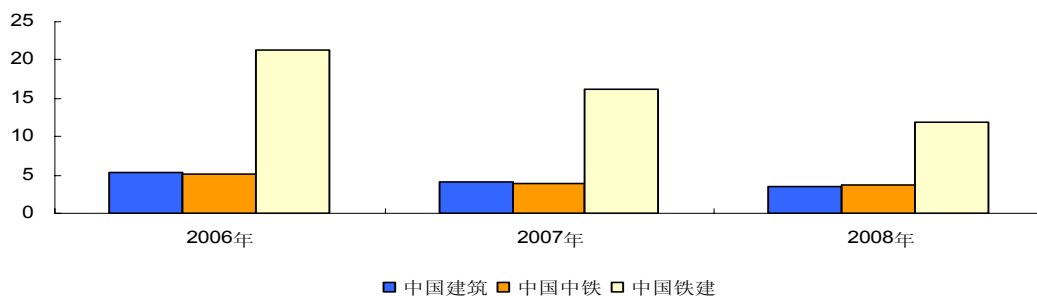


资料来源：华创证券研究所

4、周转能力：处于中游

中国建筑的主要存货为房地产开发的土地储备及未完工项目的开发成本，包括土地出让金、基础配套设施支出、建筑安装工程支出、完工前发生的借款费用等。公司2006、2007、2008三年存货周转率分别为5.26、4.2和3.57，逐年降低。主要是受到房地产销售速度大幅减缓影响，公司根据市场情况控制了拿地速度，存货控制能力较强。

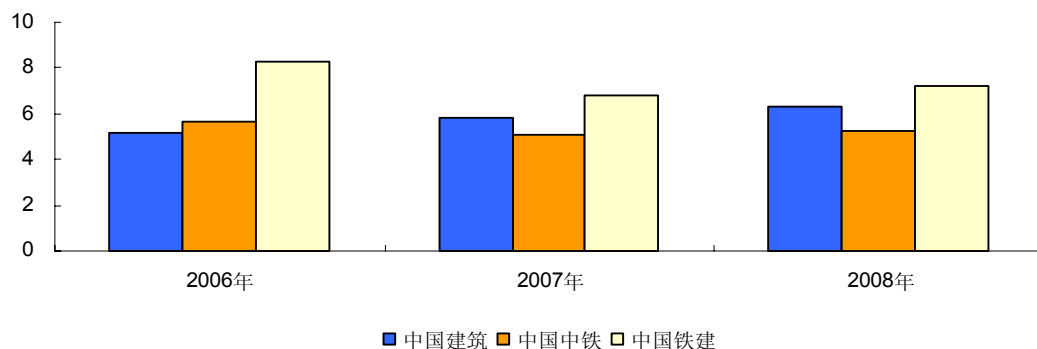
图表 57 存货周转率（单位：次）



资料来源：华创证券研究所

中国建筑加强了应收账款控制，应收账款周转率逐年提高，公司2006、2007、2008三年应收账款周转率分别为5.18、5.79和6.32强于中国中铁，弱于中国铁建。

图表 58 应收账款周转率



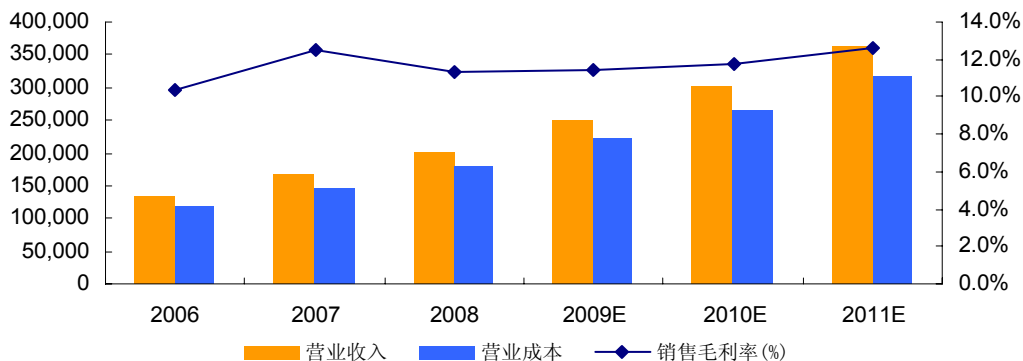
资料来源：华创证券研究所

5、预计公司收入在未来三年将会保持算术平均值 20%左右的增长

我们预计公司重点发展的房地产和基础设施领域今后三年将会保持高增长，其他业务增长率或低于同年建筑业总产值增长率。

预计公司收入在未来三年将会保持20%左右的增长。毛利率水平进一步提升，2011年有望超过12%。2009-2011年净利润增幅分别为93%，30%和51.9%，合每股EPS分别为0.18、0.23和0.35元。

图表 59 预测收入成本和毛利率



资料来源：华创证券研究所

图表 60 财务报表预测

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	174920	242641	232303	284519
现金	34156	81190	48458	70532
应收账款	33103	44584	49908	58163
其它应收款	10622	11282	13225	12133
预付账款	10744	16917	17348	22653
存货	57104	66342	78432	95452
其他	29191	22325	24932	25587
非流动资产	29248	47163	90889	90924
长期投资	3444	3086	3295	3275
固定资产	8296	26170	68310	65703
无形资产	3154	3877	4842	5400
其他	14354	14031	14443	16546
资产总计	204168	289804	323192	375443
流动负债	133696	157820	168124	195199
短期借款	13969	18990	20889	22978
应付账款	54218	62852	63127	74546
其他	65509	75978	84108	97675
非流动负债	39758	41596	54078	64443
长期借款	22860	29540	40767	50355
其他	16898	12056	13310	14088
负债合计	173454	199416	222202	259642
少数股东权益	15330	18072	21632	25899
股本	18000	30000	30000	30000
资本公积金	-6074	33465	33585	33585
留存收益	3240	8619	15574	26144
归属母公司股东权益	15384	72316	79359	89903
负债和股东权益	204168	289804	323192	375443

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2604	14267	20982	10241
净利润	4639	8121	10515	14837
折旧摊销	1335	522	602	627
财务费用	1400	1000	753	1268
投资损失	-323	-450	-492	-422
营运资金变动	-1562	4614	9210	-7044
其它	-2885	460	393	974
投资活动现金流	-8087	-2238	-1415	-477
资本支出	4596	2000	1478	2578
长期投资	-461	922	408	204
其他	-3952	684	-1007	-273
筹资活动现金流	14170	55722	10462	9261
短期借款	1461	5021	1899	2089
长期借款	7178	6680	11227	9587
普通股增加	0	12000	0	0
资本公积增加	-301	39539	1260	1678
其他	5833	-7518	-2784	-2415
现金净增加额	8355	67750	31029	21025

资料来源: 华创证券研究所

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	202097	250487	301926	362311
营业成本	179198	221953	266470	316570
营业税金及附加	7698	9068	11282	13485
营业费用	831	877	996	1159
管理费用	6120	6638	7850	8877
财务费用	1400	1000	753	1268
资产减值损失	410	250	368	343
公允价值变动收益	-59	15	-33	-26
投资净收益	323	450	492	422
营业利润	6705	11166	14665	21005
营业外收入	270	272	296	279
营业外支出	113	139	128	127
利润总额	6861	11299	14834	21158
所得税	2222	3178	4319	6321
净利润	4639	8121	10515	14837
少数股东损益	1894	2742	3560	4267
归属母公司净利润	2745	5379	6955	10570
EBITDA	9440	12688	16021	22901
EPS (元)	0.15	0.18	0.23	0.35

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	20.1%	23.9%	20.5%	20.0%
营业利润	-29.0%	66.5%	31.3%	43.2%
归属母公司净利润	-44.2%	95.9%	29.3%	52.0%
获利能力				
毛利率	11.3%	11.4%	11.7%	12.6%
净利率	1.4%	2.1%	2.3%	2.9%
ROE	17.8%	7.4%	8.8%	11.8%
ROIC	12.9%	17.4%	10.1%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	85.0%	68.8%	78.0%	79.0%
净负债比率	24.89%	26.26%	29.81%	30.14%
流动比率	1.31	1.54	1.38	1.46
速动比率	0.88	1.14	0.94	0.99
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.01	0.99	1.04
应收帐款周转率	6	6	6	7
应付帐款周转率	3.52	3.79	4.23	4.60
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.18	0.23	0.35
每股经营现金	0.09	0.48	0.70	0.34
每股净资产	0.51	2.41	2.65	3.00
估值比率				
P/E	31.60	26.88	20.79	13.68
P/B	5.64	2.00	1.82	1.61
EV/EBITDA	18	14	11	8

四、估值与建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法对中国建筑进行了估值。

1、绝对估值

考虑到公司房地产业务对净利润的贡献较大，我们对建筑业务及其他业务，与房地产业务分别估值。考虑到房地产业务的特征，对建筑业务及其他采用DCF估值，对于房地产业务采用NAV估值。

建筑业务及其他业务 DCF 估值

基于历史数据我们对中国建筑的建筑业务及其他业务 β 值取0.8，无风险利率取一年期存款利率2.25%，市场预期收益率取10%，资产负债率考虑到行业平均水平取70%，债务成本考虑到公司负债主要是以流动性负债为主，取6个月至1年期以及1年至3年期贷款利率中间值5.38%。永续增长率取3%。

公司建筑业务及其他业务绝对估值结果为每股2.44元。

图表 61 DCF 估值参数

贝塔值 (β)	0.8
无风险利率 (%)	2.25%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (K_e)	8.45%
债务成本 K_d (%)	5.38%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	70%
WACC	6.30%

资料来源：华创证券研究所

图表 62 DCF 法估值结果

WACC(%)	永续增长率					
	0%	1%	2%	3%	4%	5%
3.30%	2.63	4.13	7.93	37.08	-17.04	-7.49
4.30%	1.78	2.57	4.04	7.76	36.36	-16.73
5.30%	1.25	1.73	2.50	3.94	7.60	35.65
6.30%	0.89	1.21	1.68	2.44	3.85	7.44
7.30%	0.62	0.85	1.17	1.63	2.37	3.76
8.30%	0.43	0.60	0.82	1.13	1.58	2.31
9.30%	0.27	0.40	0.57	0.79	1.09	1.54
10.30%	0.14	0.25	0.38	0.54	0.76	1.06

资料来源：华创证券研究所

房地产业务 NAV 估值

我们对中国建筑的两大房地产公司分别进行了NAV估值，其中权益资产净值的计算考虑到了预期销售价格增长的因素，以及人防、配套公用建筑如学校等计入规划面积但不可售的因素。

图表 63 中海地产 NAV 估值

项目名称	权益	占地面积(平方米)	规划建筑面积(平方米)	用地性质	2008 年底未竣工入伙的规划建面(平方米)	权益资产净值 (百万)
珠江三角洲地区						
中海康城国际南区	100%	155,835	621,715	住宅	621,715	2,419
中海大山地	100%	174,998	252,300	住宅	171,949	2,037
阳光玫瑰园	78%	44,199	125,398	住宅	125,398	621
龙岗酒店	100%	20,657	75,000	商住	75,000	1,269
中海翠林兰溪	100%	328,181	306,180	住宅	88,228	198
金沙馨园	100%	127,253	297,691	住宅	297,691	705
璟晖华庭二期	100%	22,273	108,786	住宅	108,786	874
中海花城湾	100%	33,264	316,824	住宅	156,977	1,527
中海万锦豪园	100%	270,452	776,685	住宅	228,101	820
中海金沙湾	100%	408,835	1,338,295	住宅	1,145,771	3,780
万锦东苑	100%	75,936	264,495	住宅	264,495	996
银坑地块	100%	107,948	212,885	住宅	212,885	783
横琴富祥北	100%	152,935	151,285	住宅	151,285	832
环宇城	100%	67,000	310,784	住宅	310,784	1,578
横琴项目	100%	81,895	137,998	商住	137,998	642
珠江三角洲地区小计		2,071,661	5,296,321		4,097,063	
长江三角洲地区						
中海翡翠湖岸二期	100%	127,950	58,915	住宅	48,017	569
万锦城	100%	68,246	266,165	住宅	266,165	3,152
中海瀛台二期	99.50 %	83,241	137,533	住宅	137,533	1,418
建国东路 65 号地	50%	18,360	98,440	商住	98,440	729
御景熙岸	100%	131,232	191,385	住宅	191,385	1,295
普陀区长风 6B, 7C 地块	50%	142,108	393,426	住宅	393,426	3,994
中海东湖观邸三期、四期	100%	87,374	89,772	住宅	89,772	608
雍城世家	50%	198,044	427,772	住宅	427,772	1,086
钱塘山水	100%	47,735	151,589	住宅	151,589	513
金溪园	100%	33,462	81,049	住宅	81,049	411
紫藤苑	100%	49,769	153,826	住宅	153,826	1,106
之江项目	50%	104,486	267,265	住宅	267,265	1,017
滨江 75 号地	50%	191,525	721,371	住宅	721,371	2,441
滨江 76 号地	50%	87,915	335,722	住宅	335,722	1,065
中海·凯旋门	100%	23,077	109,046	住宅	109,046	830
凤凰熙岸	100%	169,561	740,309	住宅	740,309	5,010
御湖熙岸	100%	260,452	316,624	住宅	224,527	1,235
独墅湖项目	100%	344,643	361,572	住宅	361,572	1,377
苏州国际社区	100%	663,002	1,439,452	住宅	1,439,452	7,307
胥江岸花园	100%	48,138	230,328	住宅	230,328	926
长江三角洲地区小计		2,880,320	6,571,561		6,468,566	
环渤海地区						
中海城二期	100%	245,879	670,090	住宅	614,878	3,121
中海广场	100%	19,183	150,820	商业	150,820	3,190
瓦尔登湖	72%	334,414	138,989	住宅	78,168	262

中海国际社区	100%	500,843	1,065,371	住宅	853,425	2,274
金域中央	100%	89,100	178,057	住宅	178,057	437
中海常青藤	100%	103,700	416,145	住宅	416,145	968
中海华庭	100%	43,600	120,385	住宅	106,397	419
中海英伦官邸	100%	87,400	160,492	住宅	160,492	642
国际社区	100%	470,798	1,602,595	住宅	1,602,595	4,271
银海一号	100%	58,134	238,032	住宅	238,032	1,359
吴家村山东路项目	100%	43,172	249,270	住宅	249,270	580
四方区清江路 F 地块	100%	73,363	161,870	住宅	161,870	411
紫御东郡	100%	172,856	351,974	住宅	351,974	864
奥体中心	60%	235,901	493,000	住宅	493,000	876
市中区九曲片区	100%	1,782,113	2,628,746	住宅	2,628,746	7,228
御湖翰苑	100%	19,000	137,636	住宅	137,636	699
响螺湾 B-16	100%	8,613	56,202	商业	56,202	380
响螺湾 C-02	100%	9,917	172,724	商业	172,724	1,169
环渤海地区小计		4,297,986	8,992,398		8,650,431	
成都及其他内地城市						
中海兰庭	100%	73,401	367,419	住宅	367,419	1,337
城南一号	100%	151,333	511,574	住宅	511,574	2,813
青羊区苏坡乡龙嘴村项目	100%	47,940	180,426	住宅	180,426	687
国际社区	60%	544,912	2,280,000	住宅	2,280,000	3,472
江北区江北城 B02-B05	45%	93,126	426,272	住宅	426,272	730
成都及其他内地城市小计		910,712	3,765,691		3,765,691	
港澳地区						
莲塘尾项目	100%	88,300	35,200	住宅	35,200	1,117
牛津道 1	100%	3,113	8,964	住宅	8,964	303
赤柱滩道 6	100%	3,766	6,394	住宅	6,394	243
港澳地区小计		95,179	50,558		50,558	
权益净资产值总计						95,021
合每股						2.85 元

资料来源：华创证券研究所

图表 64 中建地产 NAV 估值

项目名称	权益	占地面积 (平方米)	规划建筑面 积(平方米)	用地 性质	2008 年底未竣工入伙的 规划建面(平 方米)	权益资 产净值 (百 万)
华北地区						
北京颐合天地住宅项目	100%	290,517	306,280	商住	28,214	113
北京怀柔安丽花园住宅项目	70%	51,137	155,173	商住	155,173	348
北京西直门项目	67%	17,117	86,725	商业	86,725	535
北京顺义李桥镇地块	23%	73,489	110,234	住宅	110,234	79
北京朝阳三间房项目	100%	52,011	104,022	住宅	104,022	624
北京通州宋庄项目	100%	156,723	229,858	住宅	229,858	552
北京大兴黄村地块	45%	21,544	75,403	住宅	75,403	122
中关村公馆项目	51%	7,028	54,641	商业	54,641	262
西长安中心项目	51%	12,900	50,766	商住	50,766	207
北京昌平回龙观地块	45%	65,447	98,957	商住	98,957	196
天津阳光金地住宅项目	88%	8,437	28,991	商住	6,179	17

天津绮景家园住宅项目	100%	17,996	19,806	住宅	19,806	40
天津天赐园住宅项目	100%	27,852	101,631	住宅	3,000	11
三河北欧小镇住宅项目	52%	107,459	168,694	商住	10,000	6
河北雄县温泉花园住宅项目	60%	178,300	390,880	商住	390,880	150
唐山中建二局招待所地块	70%	6,355	40,000	商住	40,000	39
唐山建瑞花苑项目	70%	15,016	33,538	住宅	33,538	33
唐山中建二局办公楼地块	70%	11,931	35,000	商住	35,000	34
唐山中建二局三公司办公楼地块	70%	10,715	75,000	商住	75,000	74
华北地区小计		1,131,974	2,165,599		1,607,396	

华东地区

上海中建大厦项目	80%	9,189	90,247	商业	90,247	2,022
济南中建文化城住宅项目	100%	37,200	114,300	商住	114,300	343
青岛千智广场住宅项目	70%	33,270	84,495	商住	84,495	109
潍坊康居花园住宅项目	100%	1,190,300	2,553,000	商住	2,553,000	3,064
山东烟台临海和苑	100%	248,668	671,900	住宅	671,900	1,209
德州中建华府项目	50%	173,000	265,000	商住	265,000	138
盐城师范学院项目	100%	90,526	208,207	商住	208,207	233
扬州江阳路住宅项目	100%	50,069	105,124	商住	105,124	189
芜湖鲁港九龙地块开发	100%	6,846	24,000	商住	24,000	49
福州中辉新苑住宅项目	100%	36,327	62,141	商住	17,916	32
福州好来屋住宅项目	100%	43,059	88,927	商住	2,654	4
华东地区小计		1,918,454	4,267,341		4,136,843	

华中地区

长沙市含浦住宅项目	100%	146,952	354,704	商住	354,704	539
长沙外贸学院项目	60%	34,768	109,380	商住	109,380	118
长沙中建桂苑住宅项目	100%	46,534	135,000	商住	2,696	3
长沙新点苑四期住宅项目	100%	5,394	26,416	商住	22,845	16
长沙华欣公寓住宅项目二期	100%	6,421	28,913	住宅	4,684	7
湖南长沙中建信和天下	100%	87,334	300,900	住宅	300,900	481
湖南岳阳洞庭桂苑	100%	49,334	173,265	住宅	173,265	250
岳阳彩虹阁住宅项目	100%	3,767	22,309	商住	16,000	25
武汉关山住宅项目	100%	90,843	226,566	商住	226,566	571
武汉新时代广场	100%	9,800	126,600	商住	66,675	347
孝感东城新区项目	100%	113,606	272,655	住宅	272,655	480
荆门金象小区危旧房改造（南区）	100%	8,655	58,542	住宅	58,542	94
荆门金象小区（中区、北区）	100%	33,960	151,461	住宅	151,461	242
湖北荆门军马场基地项目	100%	81,400	179,079	住宅	179,079	272
湖北武汉汤逊湖项目	100%	778,333	601,239	住宅	601,239	1,611
武汉纸坊基地项目	100%	70,839	130,275	住宅	130,275	339
益阳市梓山湖项目	51%	676,431	1,530,000	商住	1,530,000	905
河南平顶山嘉天下	100%	46,214	84,983	商住	84,983	153
南阳中建小区三期	100%	8,004	20,010	商住	20,010	31
华中地区小计		2,298,589	4,532,297		4,305,959	

华南地区

惠州中天彩虹城住宅项目	60%	89,156	460,024	商住	460,024	464
惠州中天山水雅苑住宅项目	60%	198,146	328,751	商住	328,751	363
广州颐年园二期第一组团项目	100%	23,070	40,300	住宅	40,300	56
深圳龙岗万鑫商城住宅项目	40%	43,016	187,312	商住	187,312	599
揭阳榕城区项目	45%	380,332	945,005	商住	945,005	357
广西玉林市人民路项目	100%	48,700	147,012	商住	147,012	206
华南地区小计		782,420	2,108,404		2,108,404	

西部地区

成都人居大源住宅项目	100%	33,352	180,489	住宅	180,489	419
成都斑竹园住宅项目	100%	30,250	15,000	住宅	15,000	19
陕西西安开元壹号	100%	274,158	880,000	住宅	880,000	1,760
中建西南院新建办公楼项目	100%	17,146	75,841	商业	75,841	182
西安科技路项目	100%	32,419	159,669	商住	159,669	255
陕西汉中南郑大道东段项目	100%	219,011	613,230	商住	613,230	932
汉中南郑大道东段项目	100%	219,011	387,212	住宅	387,212	573
都匀银湖新城住宅项目	33.33%	110,931	403,000	商住	403,000	172
西部地区小计		936,278	2,714,441		2,714,441	

权益净资产值总计	23,676
合每股	0.79 元

资料来源：华创证券研究所

绝对估值结果为公司当前合理价值每股 **6.08 元**，上下浮动 **10%**得到公司当前合理估值区间为每股 **5.47-6.68 元**

由于房地产市场回暖、房屋价格上涨，中海地产及中建地产享受了较前期略高的估值。绝对估值结果为公司当前合理价值每股 **6.08 元**，上下浮动 **10%**得到公司当前合理估值区间为每股 **5.47-6.68 元**，较当前股价 **4.96 元**有 **10%-35%**的折让，隐含 **09 年**动态 **PE** 为 **30 倍-37 倍**。

图表 65 绝对估值结果（单位：元）

	分部名称	估值	浮动 -10%	浮动 +10%
绝对估值	中建地产	0.79	0.71	0.86
	中海地产	2.85	2.56	3.13
	房建及其他	2.44	2.20	2.68
	合计	6.08	5.47	6.68

资料来源：华创证券研究所

2、相对估值

我们仍然采用对建筑业务及其他业务，与房地产业务分别估值。对建筑业务及其他业务，以及房地产业务均采用PE估值。可比建筑公司的09年动态PE在16-26倍，可比房地产公司的09年动态PE在30-33倍。综合考虑中国建筑在建筑领域的品牌和地位，选择建筑业务PE为26倍，房地产业务考虑到品牌和发展潜力，选择PE为36倍。

图表 66 可比主要建筑公司 PE 值

	证券名称	2008PE	2009PE	2010PE
002062.SZ	宏润建设	21	16	14
600170.SH	上海建工	32	30	24
600528.SH	中铁二局	39	26	17
601186.SH	中国铁建	29	19	14
601390.SH	中国中铁	66	20	15

资料来源：Wind，华创证券研究所

图表 67 可比主要房地产公司 PE 值

	证券名称	2008PE	2009PE	2010PE
600048.SH	保利地产	40	30	22
600383.SH	金地集团	36	33	26
000024.SZ	招商地产	43	29	23

资料来源: Wind, 华创证券研究所

相对估值结果为公司当前合理价值每股 **5.65 元**, 上下浮动 **10%**得到公司当前合理估值区间为每股为 **5.08-6.21 元**

依据09年预期净利润的分布, 房地产开发对于净利润的贡献大约为**54%**, 房屋建筑及其他业务对净利润的贡献度大约为**46%**, 以及09年预测EPS**0.18元**为基础, 得到相对估值下, 公司当前合理价值为**5.65元**, 上下浮动**10%**为**5.08-6.21元**, 估值区间较当前股价**4.96元**有**2%-25%**的折让, 隐含09年PE为**28倍至34倍**。

图表 68 相对估值结果 (单位: 元)

	分部名称	估值	浮动 -10%	浮动 +10%
相对估值	房地产业务	3.49	3.15	3.85
	房建及其他	2.15	1.93	2.36
	合计	5.65	5.08	6.21

资料来源: Wind, 华创证券研究所

3、最后估值结果为公司合理价值中值为每股 5.88 元, 估值区间为 5.08-6.68 元, 推荐买入

综合考虑绝对估值和相对估值两种估值方法, 得到中国建筑的估值区间上下界为**5.08-6.68元**, 中值为**5.88元**, 较当前股价有**2%-35%**的折让。估值区间隐含09年动态PE为**28-37倍**, 推荐买入。

图表 69 海外建筑公司可比估值

公司名称	上市地区	股价 2009-10-19	市值 (百万)	PE			PB			ROA(%)			ROE(%)		
				07 年	08 年	09 年	07 年	08 年	09 年	07 年	08 年	09 年	07 年	08 年	09 年
中国中铁 (HKD)	香港	6.62	132,743	35.6	105.1	23.0	2.5	2.5	2.3	1.38	0.58	10.61	7.92	2.42	2.40
中国铁建 (HKD)	香港	10.62	99,747	36.9	32.8	21.5	16.8	2.7	2.5	1.64	1.93	12.09	59.80	13.79	2.45
均值				36.3	68.9	22.3	9.7	2.6	2.4	1.5	1.3	11.3	33.9	8.1	2.4
Bouygues SA (EUR)	欧洲	37.16	18,193	9.2	8.5	27.1	1.8	1.7	1.6	4.35	4.36	15.63	22.14	20.64	3.56
Grupo SA (EUR)	欧洲	34.21	40,459	6.5	-5.7	6.5	1.2	3.0	3.3	1.38	-1.68	-1.47	19.79	-30.50	1.43
Fomento SA (EUR)	欧洲	30.69	12,918	5.3	11.3	62.0	1.4	1.5	1.5	3.50	1.54	12.05	27.85	12.89	1.55
Hochtief AG (EUR)	欧洲	58.82	4,474	28.4	23.3	111.0	1.8	2.1	1.8	1.48	1.54	9.52	6.85	8.21	2.82
Skanska AB (SEK)	欧洲	109.00	32,622	11.1	14.7	60.1	2.2	2.4	2.3	5.45	3.82	15.57	20.63	15.67	4.06
均值				12.1	10.4	53.3	1.7	2.1	2.1	3.2	1.9	10.3	19.5	5.4	2.7
Kajima Corp (JPY)	日本	222.00	768,280	5.7	-35.8	-47.4	0.8	1.0	0.9	2.02	-0.33	6.69	12.74	-2.38	1.20
Shimizu Corp (JPY)	日本	354.00	698,059	10.3	44.2	80.1	0.8	0.9	0.9	1.45	0.33	3.84	7.43	1.97	1.50
Taisei Corp (JPY)	日本	174.00	715,197	7.6	-7.6	6.0	0.5	0.7	0.7	1.31	-1.43	3.92	6.72	-8.22	1.50
Obayashi Corp (JPY)	日本	362.00	745,248	14.0	23.8	23.0	0.6	0.7	0.7	0.95	0.61	2.93	3.75	2.67	1.70
均值				9.4	6.1	15.4	0.7	0.8	0.8	1.4	-0.2	4.3	7.7	-1.5	1.5
Fluor Corp (USD)	美国	51.54	6,762	22.9	14.1	57.5	4.0	3.5	2.7	10.00	11.79	21.56	26.63	29.14	14.01
Jacobs Inc (USD)	美国	46.05	6,517	19.6	13.8	67.6	3.0	2.5	2.2	9.20	10.97	16.28	17.58	20.58	13.93
Shaw Group (USD)	美国	28.79	4,522	120.0	12.7	60.7	1.9	1.6	1.7	-0.59	3.32	7.27	-1.52	10.25	3.24
均值				54.2	13.5	62.0	3.0	2.5	2.2	6.2	8.7	15.0	14.2	20.0	10.4

资料来源: Bloomberg, 华创证券研究所

图表 70 海外房地产公司可比估值

公司名称	上市地区	股价 2009-10-19	市值 (百万)	PE			PB			ROA			ROE		
				07 年	08 年	09 年	07 年	08 年	09 年	07 年	08 年	09 年	07 年	08 年	09 年
长江实业 (HKD)	香港	100.20	211694	8.4	15.0	14.0	1.0	1.0	1.0	10.5	5.5	5.4	12.9	6.8	6.9
新世界发展 (HKD)	香港	16.82	119068	6.5	30.6	11.0	0.9	0.9	0.8	6.2	1.2	3.6	14.6	2.8	7.7
新鸿基 (HKD)	香港	118.60	305585	10.9	29.4	21.6	1.4	1.4	1.3	9.9	3.4	4.5	13.6	4.7	6.2
瑞安房地产 (HKD)	香港	4.62	21244	8.6	8.6	13.2	1.3	1.2	1.0	8.8	7.6	4.1	16.5	14.7	8.0
恒基地产 (HKD)	香港	54.00	130403	7.2	20.9	21.2	1.0	0.9	0.9	10.1	3.1	2.9	14.5	4.5	4.3
均值				8.3	20.9	16.2	1.1	1.1	1.0	9.1	4.2	4.1	14.4	6.7	6.6
DR Horton Inc (USD)	美国	12.43	6515	6.3	-4.1	-46.4	0.7	1.4	1.6	-5.4	-27.3	-3.1	-11.8	-62.5	-7.6
Lennar Corp (USD)	美国	15.08	4012	-38.7	754.0	-27.1	0.6	0.9	1.1	-18.0	-13.4	-3.5	-40.8	-34.4	-12.3
Pulte Homes Inc (USD)	美国	10.84	4273	29.3	-19.4	-14.5	0.6	1.0	1.3	-19.3	-16.4	-9.6	-41.4	-41.2	-71.1
均值				-1.02	243.53	-29.33	0.66	1.10	1.37	-14.24	-19.06	-5.40	-31.33	-46.05	-30.32

资料来源: Bloomberg, 华创证券研究所

五、存在的风险

宏观和市场风险。建筑业和房地产行业与宏观经济运行情况密切相关，行业发展与国民经济的景气程度有很强的关联性，受固定资产投资规模、城市化进程等宏观经济因素的综合影响深远且重大。宏观经济环境的恶化可能使公司房地产业务受到尤其强烈的影响。此外，房地产市场的竞争可能会随着品牌和资金的集中、REIT进入中国等变得更加激烈，创新的速度跟不上市场可能会遭到淘汰。建筑市场可能会随着房地产市场集中度的增加而进一步丧失议价能力，竞争也可能会更加激烈。

政策风险。基础设施建设业务很大程度上依赖政府部门兴建道路、桥梁、铁路、市政设施、环保设施、能源工程等项目的投资。如果未来中央及地方政府大幅削减基建项目的投资预算，则公司的基础设施建设业务会受到不利影响。

国家在房地产信贷、商品房供应结构、土地供应、税收等方面的政策直接影响房地产市场。如果公司不能适应国家的宏观调控政策并及时做出相应的业务策略调整，将可能对公司的经营成果和未来发展构成不利影响。

公司建筑业务和固定资产投资的相关性十分显著，固定资产投资则很大程度上受到政府政策影响，相关政策的调整可能会对公司的建筑业务产生不利影响。

财务风险。如果公司建筑项目业务的业主不能按期支付工程款，公司将会面临应收账款发生损失的风险。房地产是负债率非常高的行业，如果现金流管理不当，公司可能会面临资金链断裂的风险。当汇率大幅波动时，公司的国际承包业务和海外房地产开发业务产生的外汇可能会有汇兑损失的风险。

管理风险。尽管公司已建立了完善的独立董事制度、关联交易管理制度和信息披露等制度以加强对中小股东利益的保护，但是仍然不排除控股股东利用其控股地位，不恰当地影响公司的生产和经营管理。

公司的主要业务是工程施工，项目管理不当也将产生一定得风险。建筑施工高空高压作业较多，如过发生设备失灵、土方塌陷等可能导致公司业务中断、资质声誉降低，给公司造成经济损失。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801