



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月1日

建筑

研究部

吴慧敏

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030004

wuhm@cicc.com.cn

张松

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010055

zhangs2@cicc.com.cn

审慎推荐

中国中冶 (601618.SH/1618.HK)

2010 年业绩超预期, 未来多点开花

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	153,559	165,774	206,792	246,665	281,704
(+/-%)	24%	8%	25%	19%	14%
营业利润	3,706	5,721	7,008	7,756	9,590
(+/-%)	-54%	54%	23%	11%	24%
净利润	3,068	4,425	5,321	5,776	6,766
(+/-%)	-27%	44%	20%	9%	17%
摊薄每股盈利(元)	0.16	0.23	0.28	0.30	0.35
净资产收益率(%)	86.2%	11.6%	11.8%	11.7%	12.5%
现金分红收益率(%)	0.0%	1.5%	1.7%	1.9%	2.2%
净利润率	2.0%	2.7%	2.6%	2.3%	2.4%
总资产回报率	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%
资产负债率	94.2%	80.0%	81.4%	82.8%	83.0%
市盈率_A	24.9	17.2	14.3	13.2	11.3
市净率_A	21.4	2.0	1.7	1.5	1.4
市盈率_H	16.9	12.3	9.8	8.7	7.4
市净率_H	26.7	1.4	1.2	1.0	0.9

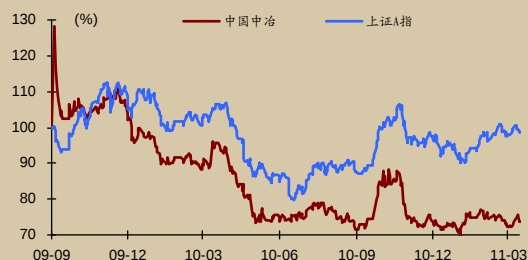
股票信息

H股	A股
1618.HK	股票代码 601618.CH
港币3.24	当前股价 人民币3.99
港币4.0	目标价 -
3.93	日成交量(百万股) 43.10
港币4.39/2.98	52周最高价/最低价 人民币5.25/3.75
72.627	市值(百万元) 72,627
19,110	发行股数(百万股) 19,110
6,371	其中:流通股(百万股) 6,371
	主要股东(持股比例) 中国冶金科工集团(64.18%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
601618.CH	+1.53	-2.44	+2.84	+2.05
上证A指	+0.65	+0.31	+6.11	+4.27
A股建筑指数	-0.73	-4.71	+6.86	+4.73

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近期报告

2/23/2011	利比亚冲突升级, 对建筑公司影响有限
3/08/2011	现行保障性住房模式探讨
3/15/2005	关注中国建筑国际年报行情和中国中冶交易性机会

2010 年业绩高于预期

2010 年, 中国中冶实现收入 2,068 亿, 同比增长 24.7%; 归属母公司股东净利润 53.2 亿元, 对应每股盈利 0.28 元, 同比增长 20.2%, 高于市场一致预期 9%;

正面:

- 毛利率显著改善:** 2010 年公司毛利率达 13.0%, 同比提升 0.8 个百分点, 其中资源开发和房地产板块分别提升 1.6 和 2.1 个百分点;
- 非冶金工程拓展迅速:** 2010 年非冶金工程收入同比增长 43.5%, 占工程承包板块比重达 45.2%; 新签合同额同比增长 29.0%, 占新签合同总额的 64.4%;
- 房地产业务高增长:** 2010 年公司房地产实现收入 249.6 亿元, 同比增长 164.4%, 同时, 公司 2010 年新开发保障性住房项目 24 个, 总建筑面积 564 万平方米;

负面:

- 钢铁产能扩张受限拖累核心主业增长:** 2010 年公司冶金工程收入同比下降 2.6%, 新签合同额同比上升 2.4%;
- 管理费用率上升 0.2 个百分点:** 主要由于研发费用以及人工成本的上升;

盈利预测

考虑到公司新签合同额增长, 毛利率改善等, 我们小幅上调公司 2011 年盈利预测 6%, 2011、2012 归属母公司股东净利润分别为 57.8 和 67.7 亿元, 分别同比增长 8.6%和 17.1%, 对应每股收益 0.30 和 0.35 元。

估值和投资建议

当前股价下, 公司 2010、2011 年 A 股市盈率分别为 13.2 倍和 11.3 倍, H 股市盈率分别为 8.7 倍和 7.4 倍, 估值较低, 且 A/H 溢价达 31.8%。我们认为, 公司核心主业逐步复苏、矿产资源开发、保障性住房建设有望成为公司的新增长点; 我们维持“审慎推荐”的投资评级, H 股未来 12 个月目标价为 4.0 港元, 对应 2011 年市盈率 11 倍, 隐含 23.5%的上升空间;

风险:

基建投资放缓, 保障性住房政策执行力度弱于预期

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2010 年业绩超预期

2010 年，中国中冶实现收入 2,068 亿，同比增长 24.7%；归属母公司股东净利润 53.2 亿元，对应每股盈利 0.28 元，同比增长 20.2%，高于市场一致预期 9%；

收入稳定增长

具体来看：

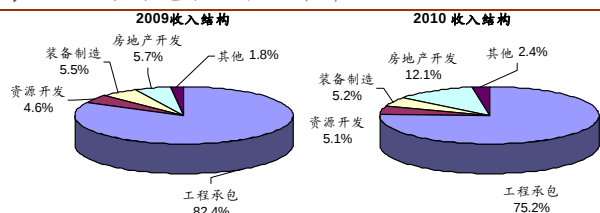
- **工程承包同比增长 14.0%**：受国家钢铁产能扩张的严格限制影响，公司工程承包业务 2010 年收入增速放缓，其中，冶金工程实现收入 852.7 亿元，同比下降 2.6%，交通基建、房屋建筑分别实现大幅增长 102.9%和 33.9%；
- **矿产资源开发收入同比大幅增长 39.2%**：收入下降的主要原因包括：1) 公司所属中冶葫芦岛有色产量上升；2) 洛阳中硅高科产品多晶硅的 5000 吨产能投产，同时 2010 年多晶硅价格企稳回升；
- **装备制造收入同比上升 16.7%**：主要原因在于 1) 公司钢结构产量同比上升 22.4%；2) 营口中试基地 2009 年中期投产，对 2010 年全年收入贡献较大；
- **房地产开发大幅增长 164.4%**：2010 年公司商品房、保障性住房及土地一级开发业务进展迅速，其中，商品房签约销售额同比增长 25%，竣工面积同比增长 127.2%，2010 年新开发保障性住房项目 24 个，总建筑面积 564 万平方米；
- **海外收入占比略有提升**：2010 年，公司海外业务实现收入 142.9 亿元，同比增长 31.4%，主要来源于西澳 SINO 铁矿项目等工程承包及巴基斯坦山达克铜金矿的产出；海外业务占比由 2009 年的 6.6%小幅提升至 2010 年的 6.9%。

图表 1：房地产和资源开发贡献增大

分部收入	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
工程承包	136,544	82.4%	155,609	75.2%	14.0%
资源开发	7,628	4.6%	10,618	5.1%	39.2%
装备制造	9,131	5.5%	10,653	5.2%	16.7%
房地产开发	9,439	5.7%	24,957	12.1%	164.4%
其他	3,032	1.8%	4,955	2.4%	63.4%
合计	165,774	100.0%	206,792	100.0%	24.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 2：工程承包收入占比下降



资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 3：非冶金工程的上升弥补冶金工程的下降

工程承包 (百万元)	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
冶金工程	87,525	64.1%	85,274	54.8%	-2.6%
房屋建筑	30,449	22.3%	40,770	26.2%	33.9%
交通基建	5,598	4.1%	11,359	7.3%	102.9%
其他	12,972	9.5%	18,206	11.7%	40.4%
合计	136,544	100.0%	155,609	100.0%	14.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 4：公司房地产业务大幅增长

房地产 (百万元)	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
商品房	4,021	42.6%	13,477	54.0%	235.2%
保障性住房	3,209	34.0%	5,091	20.4%	58.6%
一级土地开发	2,105	22.3%	2,995	12.0%	42.3%
其他	104	1.1%	3,394	13.6%	3168.9%
合计	9,439	100.0%	24,957	100.0%	164.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 5：境外收入占比小幅提升

分部收入	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
境内	154,901	93.4%	192,506	93.1%	24.3%
境外	10,873	6.6%	14,286	6.9%	31.4%
合计	165,774	100.0%	206,792	100.0%	24.7%

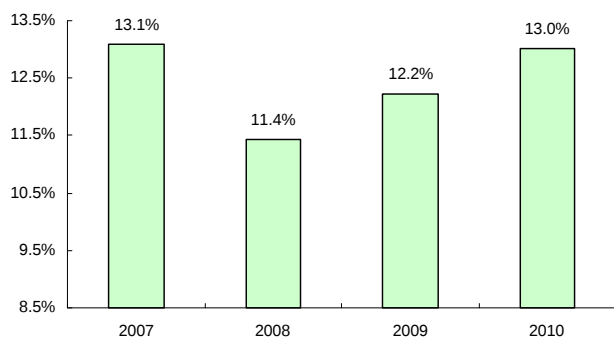
资料来源：公司数据，中金公司研究部；

综合毛利率显著提升

公司 2010 年综合毛利率为 13.0%，相比于 2009 年显著提升 0.8 个百分点。

- **工程承包毛利率小幅下降 0.1 个百分点**：主要由于工程承包板块结构变化，高毛利率的冶金工程板块收入同比下降所致；
- **矿产资源开发毛利率同比上升 1.6 个百分点**：主要原因包括：1) 有色金属价格上升；2) 洛阳中硅高科产品多晶硅的 5000 吨产能投产，由于规模效应单位成本下降，而同期价格企稳回升；
- **装备制造收入同比下降 2.2 个百分点**：主要由于原材料价格上涨和营口中试基地尚未完全达产，折旧等固定费用较高所致；
- **房地产开发提升 2.1 个百分点**：主要由于保障性住房和土地一级开发进入正常滚动发展状态，毛利率分别提升 4.9 和 9.5 个百分点；而商品房结算价格较去年同期下降，毛利率同比下滑 6.9 个百分点；

图表 6：毛利率趋势图



资料来源：公司数据，中金公司研究部；

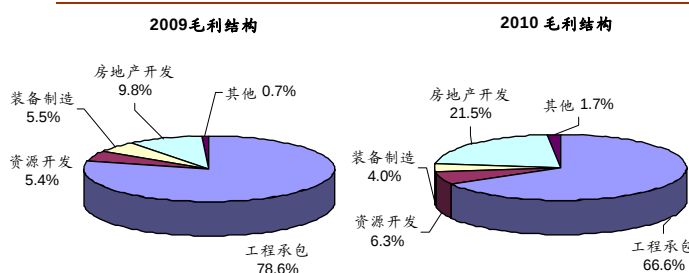
图表 7：分板块毛利及毛利率比较

分部毛利	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
工程承包	15,920	78.6%	17,939	66.6%	12.7%
资源开发	1,086	5.4%	1,686	6.3%	55.3%
装备制造	1,121	5.5%	1,070	4.0%	-4.5%
房地产开发	1,986	9.8%	5,787	21.5%	191.4%
其他	146	0.7%	458	1.7%	213.2%
合计	20,259	100.0%	26,940	100.0%	33.0%

分部毛利率	2009	2010	+/- (%)
工程承包	11.7%	11.5%	-0.1%
资源开发	14.2%	15.9%	1.6%
装备制造	12.3%	10.0%	-2.2%
房地产开发	21.0%	23.2%	2.1%
其他	4.8%	9.2%	4.4%
综合毛利率	12.2%	13.0%	0.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 8：分板块毛利占比的变化



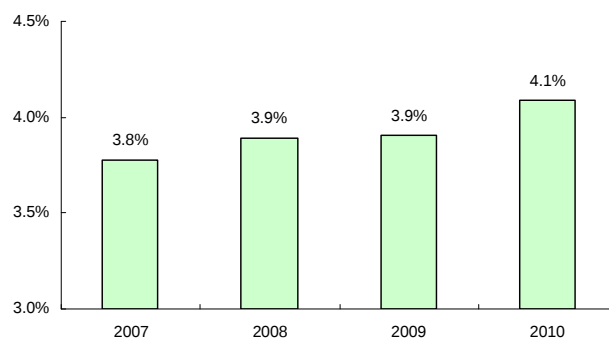
资料来源：公司数据，中金公司研究部；

管理费用率上升，财务费用率下降

2010 年，公司管理费用率为 4.1%，同比上涨 0.2 个百分点，主要为研发费用和人工成本的上升所致。

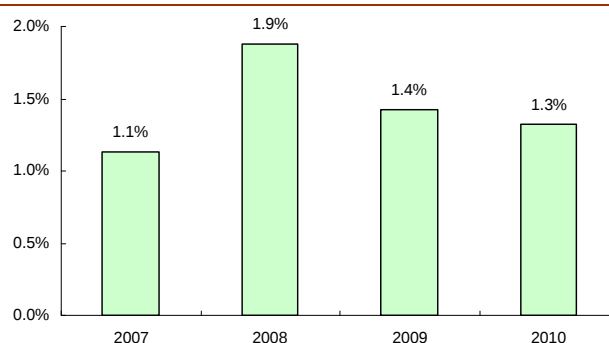
2010 年，公司财务费用率为 1.3%，同比下降 0.1 个百分点，主要由于公司融资增速小于收入增速，但财务费用同比上升 16.4%。

图表 9：管理费用率上升



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10：财务费用率小幅下降



资料来源：公司数据，中金公司研究部

分部利润率下降，分部结构进一步优化

公司 2010 年分部利润率为 4.3%，相比于 2009 年下降 0.3 个百分点，主要由于费用率的提升和资产减值损失的增加，但分部利润结构进一步优化；

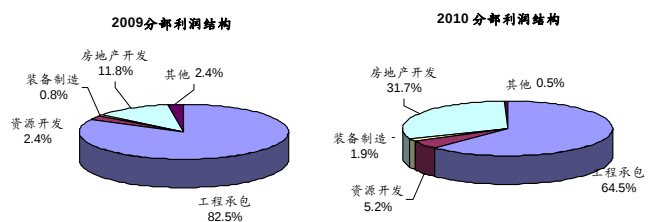
图表 11：分板块分部利润的情况

分部利润	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
工程承包	6,451	82.5%	5,829	64.5%	-9.6%
资源开发	188	2.4%	466	5.2%	148.3%
装备制造	61	0.8%	(167)	-1.9%	-373.3%
房地产开发	926	11.8%	2,864	31.7%	209.3%
其他	191	2.4%	43	0.5%	-77.6%
合计	7,649	100.0%	8,920	100.0%	16.6%

分部利润率	2009	2010	+/- (%)
工程承包	4.7%	3.7%	-1.0%
资源开发	2.5%	4.4%	1.9%
装备制造	0.7%	-1.6%	-2.2%
房地产开发	9.8%	11.5%	1.7%
其他	6.3%	0.9%	-5.4%
分部利润率	4.6%	4.3%	-0.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 12：分板块分部利润结构更加优化



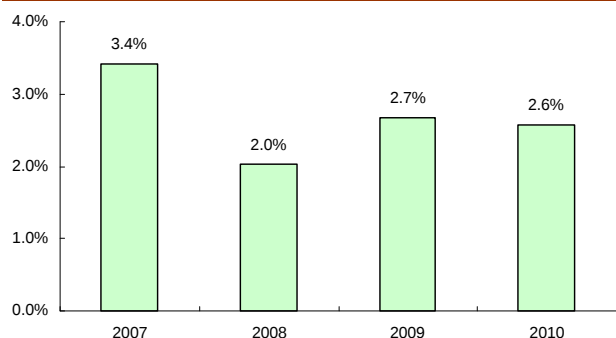
资料来源：公司数据，中金公司研究部；

2010 年净利润超出市场预期

2010 年，公司归属母公司股东净利润实现 53.2 亿元，同比增长 20.2%，净利润率为 2.6%，同比下降 0.1 个百分点。公司业绩超预期 9%，主要源于收入的大幅增长和毛利率的改善。

以公司 2010 年末总股本 19.1 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.47 元（含税），共计分配现金股利 8.98 亿元。

图表 13：净利润率小幅下跌



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14：公司历年现金分红情况

百万元	现金分红数额 (含税)	净利润 (调整前)	现金分红 占净利润比率%
2008	3,377	3,118	108.3%
2009	1,875	4,232	44.3%
2010	898	5,321	16.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

2011 年有望多点开花

- 工程承包新签合同额 2,185 亿元，同比增长 18.0%：**其中，冶金工程新签合同额为 778 亿元，同比增长 2.4%；非冶金工程新签合同额为 1,407 亿元，同比增长 29.0%；目前在手订单超过 2,892 亿元，是其 2010 年工程承包业务收入的 1.86 倍；

- 瑞木镍钴矿有望 2011 年投产：**目前公司瑞木镍钴矿

的主体工程建设已经完成 95%，2011 年有望实现投产，该项目完全达产后将显著拉动公司业绩增长；

- 多晶硅：扩产能，降成本。**目前公司多晶硅产能为 5000 吨，预计将于 2011 年 7 月扩至 10000 吨，产能大幅扩张的同时，将有效降低成本，在多晶硅价格保持稳定的前提下，有望提升对公司的业绩贡献。

- 保障性住房是十二五的投资亮点：**2010 年新开发保障性住房项目 24 个，总建筑面积 564 万平方米，总投资规模 257 亿元；往后看，在十二五 3,600 万套的市场上，保障性住房将为公司提供新的业务增长点。

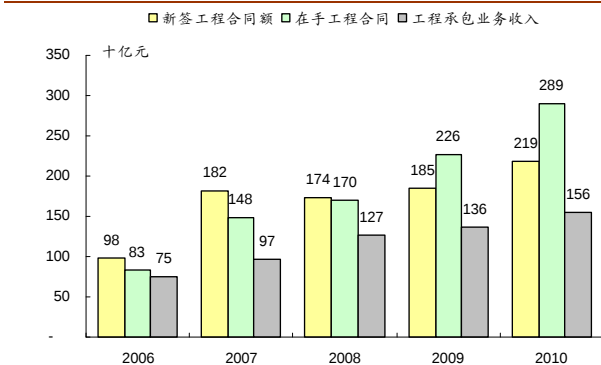
图表 15：公司非冶金工程新签和在手订单均大幅增长

新签合同额 (百万元)	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
冶金工程	76,000	41.1%	77,800	35.6%	2.4%
非冶金工程	109,100	58.9%	140,700	64.4%	29.0%
合计	185,100	100.0%	218,500	100.0%	18.0%

未完工合同 (百万元)	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
冶金工程	108,700	48.0%	100,100	34.6%	-7.9%
非冶金工程	117,600	52.0%	189,100	65.4%	60.8%
合计	226,300	100.0%	289,200	100.0%	27.8%

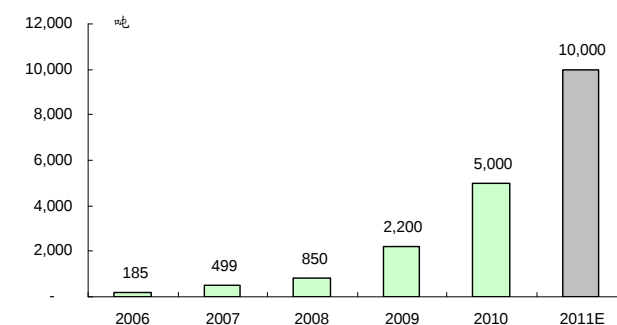
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16：新签合同额与收入比较



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17：公司多晶硅产能计划



资料来源：公司数据，中金公司研究部

盈利预测

考虑到公司新签合同额增长, 毛利率改善等, 我们小幅上调公司 2011 年盈利预测 6%, 2011、2012 归属母公司股东净利润分别为 57.8 和 67.7 亿元, 分别同比增长 8.6% 和 17.1%, 对应每股收益 0.30 和 0.35 元。

较低, 且 A/H 溢价达 31.8%。我们认为, 公司核心主业逐步复苏、矿产资源开发、保障性住房建设有望成为公司的新增长点; 我们维持“审慎推荐”的投资评级, H 股未来 12 个月目标价为 4.0 港元, 对应 2011 年市盈率 11 倍, 隐含 23.5% 的上升空间;

估值和投资建议

当前股价下, 公司 2010、2011 年 A 股市盈率分别为 13.2 倍和 11.3 倍, H 股市盈率分别为 8.7 倍和 7.4 倍, 估值

图表 18: 2010 年业绩分析

百万元	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010	YoY %	CICC Comments
营业总收入	32,514	42,718	45,059	45,484	165,774	36,690	52,340	46,801	70,961	206,792	24.7%	主要来自非冶金工程和房地产业务的大幅增长
其中: 营业收入	32,499	42,733	45,059	45,484	165,774	36,667	52,363	46,801	70,961	206,792		
减: 营业成本	28,969	37,326	39,437	39,784	145,515	31,666	46,097	41,985	60,103	179,852		
营业税金及附加	660	1,050	1,019	1,319	4,048	1,072	1,173	1,038	2,885	6,168		
毛利	2,885	4,341	4,604	4,381	16,211	3,952	5,070	3,778	7,973	20,772	28.1%	毛利率同比上升
营业费用	156	231	216	440	1,043	270	325	296	640	1,530		
管理费用	1,267	1,401	1,800	2,006	6,473	1,508	1,713	1,846	3,395	8,462		
财务费用	463	662	636	594	2,356	482	1,119	643	499	2,743		
资产减值损失	59	479	81	216	717	152	433	37	879	1,428		
加: 公允价值变动收益	-	0	0	1	1	0	1	-	-	1		
投资收益	54	3	105	63	99	29	52	55	262	399		
营业利润	1,111	1,572	1,975	1,063	5,721	1,570	1,531	1,084	2,822	7,008	22.5%	
加: 营业外收入	181	388	161	260	990	171	171	106	367	814		
减: 营业外支出	11	36	34	80	161	24	11	11	87	134		
利润总额	1,280	1,924	2,103	1,243	6,550	1,717	1,691	1,179	3,102	7,689		
减: 所得税费用	258	403	431	270	1,362	372	507	348	891	2,118		
净利润	1,023	1,521	1,671	973	5,188	1,344	1,184	831	2,211	5,571		
少数股东收益	132	285	252	95	763	240	59	55	104	250		
母公司净利润	891	1,236	1,420	879	4,425	1,104	1,125	777	2,315	5,321	20.2%	业绩超市场预期9%
股本	19,110	19,110	19,110	19,110	19,110	19,110	19,110	19,110	19,110	19,110		
每股收益 (人民币元)	0.05	0.06	0.07	0.05	0.23	0.06	0.06	0.04	0.12	0.28		
毛利率	10.9%	12.6%	12.5%	12.5%	12.2%	13.7%	11.9%	10.3%	15.3%	13.0%	0.8%	资源开发和房地产板块毛利率分别提升1.6和2.1个百分点
营业费用率	0.5%	0.5%	0.5%	1.0%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.9%	0.7%	0.1%	加大市场开拓
管理费用率	3.9%	3.3%	4.0%	4.4%	3.9%	4.1%	3.3%	3.9%	4.8%	4.1%	0.2%	研发费用和人工成本上升
财务费用率	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	2.1%	1.4%	0.7%	1.3%	-0.1%	
净利率	2.7%	2.9%	3.2%	1.9%	2.7%	3.0%	2.1%	1.7%	3.3%	2.6%	-0.1%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 19: 历史及预测财务数据

截至12月31日	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (人民币百万元)							
营业收入	92,033	123,553	153,559	165,774	206,792	246,665	281,704
主营业务利润	9,687	13,321	13,971	16,211	20,772	24,726	28,936
减: 营业费用	537	705	893	1,043	1,530	1,580	1,791
管理费用	4,045	4,664	5,976	6,473	8,462	10,113	11,550
财务费用	1,114	1,395	2,880	2,356	2,743	4,150	4,657
营业利润	3,413	8,089	3,706	5,721	7,008	7,756	9,590
税前利润	3,404	8,332	4,527	6,550	7,689	8,336	10,063
减: 所得税	620	1,644	937	1,362	2,118	1,917	2,516
减: 少数股东损益	1,476	2,464	522	763	250	642	781
净利润	1,308	4,224	3,068	4,425	5,321	5,776	6,766
资产负债表 (人民币百万元)							
应收款项	n.a.	n.a.	58,285	71,336	84,082	111,200	128,281
存货	n.a.	n.a.	45,703	59,519	88,901	109,432	127,864
货币资金	n.a.	n.a.	28,428	45,923	41,453	33,211	29,430
流动资产合计	n.a.	n.a.	132,463	177,099	214,994	254,402	286,134
固定资产	n.a.	n.a.	14,256	17,340	23,647	30,320	33,894
应付款项	n.a.	n.a.	99,645	102,487	117,961	157,950	182,553
短期借款	n.a.	n.a.	30,924	24,657	27,270	28,270	29,270
流动负债合计	n.a.	n.a.	136,970	134,981	174,165	218,051	246,746
长期借款	n.a.	n.a.	15,218	32,873	34,493	37,493	40,493
负债合计	n.a.	n.a.	162,952	184,315	234,708	281,845	313,864
股东权益	n.a.	n.a.	3,561	38,135	44,971	49,253	54,278
总资产	n.a.	n.a.	173,072	230,477	288,221	340,282	378,107
现金流量表 (人民币百万元)							
经营活动现金流	n.a.	n.a.	6,518	6,815	25,121	8,037	8,129
投资活动现金流	n.a.	n.a.	(16,959)	(15,705)	(11,335)	(17,617)	(12,506)
筹资活动现金流	n.a.	n.a.	13,043	41,044	31,178	888	146
现金及现金等价物净增加额	n.a.	n.a.	2,284	18,543	(5,438)	(8,742)	(4,281)
期初现金及现金等价物余额	n.a.	n.a.	23,872	26,157	44,740	39,302	30,560
期末现金及现金等价物余额	n.a.	n.a.	26,157	44,700	39,302	30,560	26,279
财务指标							
毛利率	12.9%	13.1%	11.4%	12.2%	13.0%	12.5%	12.7%
经营利润率	3.7%	6.5%	2.5%	3.5%	3.4%	3.1%	3.4%
净利率	1.4%	3.4%	2.0%	2.7%	2.6%	2.3%	2.4%
股息收益率	n.a.	n.a.	0.0%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%
资产收益率	n.a.	n.a.	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%
净资产收益率	n.a.	n.a.	86.2%	11.6%	11.8%	11.7%	12.5%
资产负债率	n.a.	n.a.	94.2%	80.0%	81.4%	82.8%	83.0%
净现金/股东权益	n.a.	n.a.	675.8%	50.4%	68.0%	89.0%	96.9%
每股盈利	0.07	0.22	0.16	0.23	0.28	0.30	0.35
每股分红	n.a.	n.a.	-	0.06	0.07	0.08	0.09
每股净资产	n.a.	n.a.	0.19	2.00	2.35	2.58	2.84

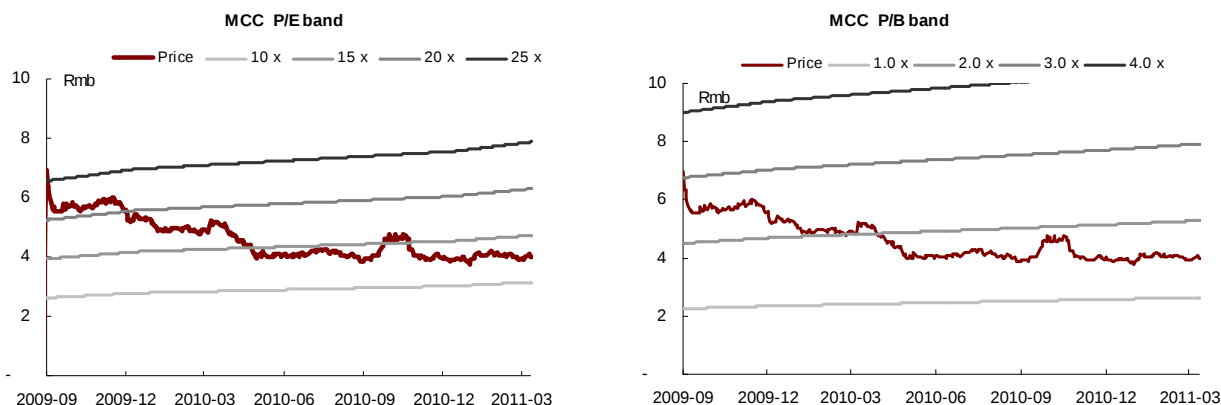
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 20: 可比公司估值表

公司名称	当前股价	市值	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
	11-4-1	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09-11	09A	10E	11E	09A	10E	11E	最近会计年度		
美国	(USD)		(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	74.11	13,084	3.83	2.14	3.32	19.4	34.6	22.3	-6.9%	4.0	3.6	3.1	20%	11%	15%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	51.39	6,495	3.26	2.38	2.56	15.8	21.6	20.1	-11.5%	2.4	2.2	2.0	n.a.	9%	10%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	35.31	3,003	0.18	2.16	1.65	196.1	16.3	21.4	202.4%	2.1	1.9	1.8	7%	10%	8%	67%	8%	2%
KBR Huston	37.93	5,737	1.74	1.99	2.18	21.8	19.1	17.4	11.8%	2.6	2.5	2.1	n.a.	14%	14%	65%	7%	3%
平均值		7,080				63.3	22.9	20.3	49.0%	2.8	2.6	2.3	13%	11%	12%	60%	9%	3%
中间值		6,116				20.6	20.4	20.8	2.5%	2.5	2.3	2.1	13%	11%	12%	62%	7%	3%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	44.10	34,795	2.94	3.18	3.35	15.0	13.9	13.2	6.7%	2.4	2.2	2.0	17%	16%	16%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	33.89	17,597	3.76	3.11	3.36	9.0	10.9	10.1	-5.5%	1.4	1.3	1.2	17%	12%	12%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	132.90	8,907	8.42	8.60	11.78	15.8	15.4	11.3	18.2%	2.8	2.8	2.4	18%	19%	25%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	75.74	8,277	2.62	3.19	4.12	29.0	23.7	18.4	25.5%	2.3	1.9	1.8	10%	10%	12%	76%	n.a.	1%
平均值		17,394				17.2	16.0	13.2	11.2%	2.2	2.0	1.9	15%	14%	16%	78%	8%	3%
中间值		13,252				15.4	14.7	12.2	12.5%	2.4	2.0	1.9	17%	14%	14%	77%	8%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	370	3,515	8.01	-8.73	14.39	46.2	-42.4	25.7	34.0%	0.9	1.0	0.9	2%	-1%	4%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	233	2,968	-6.20	13.02	12.84	-37.6	17.9	18.1	n.a.	0.9	1.0	0.9	-2%	5%	5%	84%	6%	2%
Taisei	205	2,817	-22.93	19.24	10.78	-8.9	10.7	19.0	n.a.	0.7	0.8	0.8	-5%	7%	4%	78%	8%	1%
Obayashi	370	3,217	15.24	-74.21	23.24	24.3	-5.0	15.9	23.5%	0.6	0.8	0.8	3%	-15%	5%	74%	6%	1%
平均值		3,129				6.0	-4.7	19.7	28.8%	0.8	0.9	0.8	-1%	-1%	4%	80%	7%	2%
中间值		3,092				7.7	2.8	18.6	28.8%	0.8	0.9	0.8	0%	2%	5%	80%	7%	2%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	5.02	14,384	0.37	0.42	0.52	13.7	12.0	9.6	19.2%	1.5	1.3	1.2	11%	11%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	8.08	12,923	0.61	0.41	0.92	13.3	19.7	8.8	22.7%	1.6	1.5	1.3	11%	13%	14%	83%	6%	1%
中文建	7.42	14,147	0.55	0.79	0.97	13.4	9.4	7.7	32.4%	1.8	1.5	1.3	13%	16%	17%	75%	10%	3%
中国中冶	3.24	11,091	0.26	0.33	0.37	12.3	9.8	8.7	19.1%	1.4	1.2	1.0	11%	12%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	7.10	2,727	0.23	0.35	0.49	31.5	20.5	14.6	46.9%	4.9	4.2	3.5	19%	22%	15%	75%	11%	9%
中国建筑国际（配股摊薄后）	6.92	2,727	0.19	0.29	0.41	36.8	23.9	17.0	46.9%	7.1	5.4	2.5	19%	22%	15%	75%	11%	9%
平均值		9,322				16.8	14.3	9.9	28.1%	2.2	1.9	1.6	13%	15%	14%	79%	8%	3%
中间值		11,091				13.4	12.0	8.8	22.7%	1.6	1.5	1.3	11%	13%	14%	81%	10%	3%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	4.47	14,384	0.32	0.35	0.42	13.8	12.7	10.6	14.4%	1.6	1.4	1.3	11%	11%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	6.87	12,923	0.53	0.34	0.74	12.8	20.0	9.3	17.7%	1.6	1.5	1.3	12%	7%	14%	83%	6%	1%
中国建筑	3.70	16,952	0.19	0.28	0.35	19.4	13.4	10.6	35.4%	1.6	1.5	1.3	8%	11%	13%	70%	8%	2%
中国中冶	3.99	11,091	0.23	0.28	0.30	17.2	14.3	13.2	14.3%	2.0	1.7	1.5	12%	12%	12%	81%	10%	3%
葛洲坝	11.73	6,247	0.38	0.39	0.54	30.9	29.7	21.9	18.8%	5.0	4.0	3.6	16%	13%	16%	76%	12%	4%
中铁二局	10.19	2,271	0.46	0.67	0.86	22.1	15.2	11.9	36.3%	3.6	3.0	2.5	16%	20%	21%	83%	4%	2%
隧道股份	11.51	1,292	0.49	0.75	0.78	23.4	15.3	14.8	25.7%	2.1	1.9	1.7	9%	12%	12%	78%	9%	4%
平均值		7,381				31.3	20.6	17.2	29.0%	3.0	2.5	2.2	11%	13%	14%	77%	8%	2%
中间值		6,247				22.1	15.3	13.2	25.1%	2.1	1.9	1.7	11%	12%	13%	78%	8%	2%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 21: 历史 PE、PB band



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED