

中国建筑 (601668. SH)

公司研究/深度报告

“一最两跨”，再创宏基伟业

——中国建筑 (601668) 深度研究报告

民生精品---深度研究报告/建筑工程行业

2011 年 5 月 30 日

报告摘要:

● 房屋建筑业务助力公司实现量的突破

房屋建筑业务是“中国建筑”品牌的核心力量，分部营业收入占比 70%以上。公司是我国最大的房屋建筑承包商，市场份额由 08 年的 4.15%稳步提升到 10 年的 5.50%。随着公司“突破高端、兼顾中端、放弃低端”经营战略、“大市场、大业主、大项目”营销策略的深入推进，房建业务市场份额有望进一步提高，助力公司实现量的突破。

● 依托地产、基建等非房建业务，实现效益的提升

地产、基建、设计勘察等非房建业务，将实现公司效益的提升。2010 年，公司地产、基建、设计勘察分部利润率分别为 24.8%、4.9%、11.9%，房建业务仅为 2.3%。公司规划，房建、基建、地产收入比为 6:2:2，这一比例已经由 2008 年的 8:1:1 调整到 2010 年的 7.3:1.4:1.3，非房建业务比重提高将实现公司效益的提升。公司海外业务值得关注，公司规划到 2015 年跨国指数达到 20%，海外营业收入 1180 亿元。

● 保障房建设或将成为公司新亮点

十二五期间，我国保障房市场规模巨大，将达到 5 万亿。预计每年为公司提供约 500-600 亿的订单，约占当年新订单的 10%。《基本住房保障法》的即将出台，保障房在中国将是一个长期稳定的业务领域，也将成为公司的一个稳定的业务板块。随着公司保障房市场份额和盈利水平的进一步提高，保障房建设或将成为公司的新亮点。

● “四位一体”的城市综合开发模式，公司有望成为行业经营模式转变的引领者

“四位一体”的城市综合开发模式有望推动公司实现由“建筑地产一体化集团”到“城市综合开发商”的二次转型，发挥全产业链优势，进一步提升公司盈利能力。

● 财务状况良好，经营效率逐步提高

公司财务状况逐步优化，经营效率逐步提高。资产负债率由上市前的 80%-90%下降到 70%左右；三项费用率由上市前的 4.5%降至 3%左右，有望进一步降低。

● 盈利预测及估值

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.40 元、0.51 元、0.61 元，同比增速分别为 28.3%、26.2%、26.2%，股权激励将使业绩稳定增长。6 个月目标价在 4.8-5.6 元之间，相当于 11 年 EPS 的 12-14 倍，专业化调整或将进一步提升公司估值。

● 风险提示

公司保障房项目中，承包模式占比过大，全产业链条优势无法充分发挥，盈利能力有待进一步提升。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	3704	4753	5998	7569
增长率 (%)	42.3%	28.3%	26.2%	26.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	147	184	225	263
增长率 (%)	61.2%	29.2%	28.1%	20.5%
每股收益 (元)	0.31	0.40	0.51	0.61
PE	13.1	10.1	7.9	6.5
PB	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源: 民生证券研究所

强烈推荐

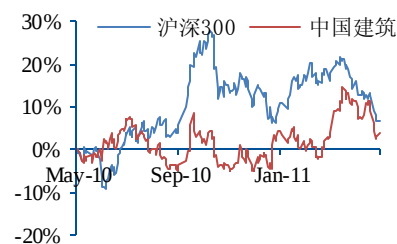
维持评级

目标价: 4.8-5.6 元

交易数据 (2011-05-30)

收盘价 (元)	3.73
近 12 个月最高/最低	4.23/3.40
总股本 (百万股)	3000
流通股本 (百万股)	1265.07
流通股比例%	42.17
总市值 (亿元)	1119.00
流通市值 (亿元)	471.87

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 王小勇

执业证书编号: S1090209120321

电话: (86755)22662099

Email: wangxiaoyong@mszq.com

联系人: 徐卫彬

电话: (86755)22662070

相关研究

1. 《建造有形、构筑无限—中国建筑新股定价报告》2009.07.16

目 录

一、引言——“一最两跨”发展战略目标与日俱进	3
二、房屋建筑业务助力公司实现量的突破	5
1、最大的房屋建筑承包商	5
2、房屋建筑业务占公司营业收入 70%以上	6
3、深入推进“大业主、大市场、大项目”的营销战略	6
三、依托地产、基建等非房建业务，实现效益的提升	8
1、房地产业务——“中海”“中建”互补发展，稳健盈利	8
(1) “中海”“中建”定位互补	8
(2) 中海地产品牌优势明显，稳健性、盈利性全行业最优	9
(3) 中建地产着力中低端市场，实现快速增长	9
(4) 两品牌互补发展，为公司稳健盈利	错误!未定义书签。
2、基建业务——进入收获期，基建项目品牌凸显	10
3、设计勘察业务——跨入全球最大 150 家设计公司的前 100 强	10
4、国际工程承包——争做“走出去”战略的引领者	11
四、保障房建设——或将成为公司新亮点	13
1、未来五年，保障房投资达 5 万亿，预计每年为公司提供订单约 500-600 亿	13
2、公司在保障房建设领域优势明显，已基本形成 6 种开发模式	13
3、《基本住房保障法》或将出台，保障房将有可能成为公司稳定的业务板块	14
五、“四位一体”的城市综合开发模式，公司有望成为行业经营模式转变的引领者	16
1、城市综合开发模式建立在全产业链条基础之上，是行业的二次转型	16
2、公司在城市综合开发方面具有先天优势，将为公司业绩持续增长奠定良好的基础	17
3、案例——门头沟项目	17
六、财务状况良好，经营效率逐步提高	19
1、上市后资产负债率显著下降，财务状况良好	19
2、上市后三项费用率显著下降，经营效率提高	19
七、盈利预测及估值	21
1、盈利预测	21
2、估值	23
3、限制性股票计划有望实施，将为公司持续稳定增长提供保障	23
八、专业化调整或将提升公司估值	24
九、投资建议及风险提示	26
1、投资建议	26
2、风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

一、引言——“一最两跨”发展战略目标与日俱进

公司自上世纪末以来，开始提出“一最两跨，科学发展”的战略目标，到目前已经将改目标进行了多次修改，以保证公司未来持续快速发展。

表 1: 中国建筑数次调整“一最两跨”战略目标

提出时间	具体内容	成果
上世纪末	要将中建总公司建设成“最具国际竞争力的中国建筑企业集团，在 2010 年前全球经营跨入世界 500 强、海外经营跨入国际著名承包商前 10 强”。	2006 年，财富杂志公布的世界 500 强排名中，中国建筑首次入围并排名 486 位；同年，也进入 ENR 全球承包商的前 10 名。“两跨”的阶段性目标提前四年实现了。
2007 年	将中国建筑建设成为最具国际竞争力的建筑地产综合企业集团，在 2010 年跨入世界五百强前三百强，跨入国际建筑地产综合企业集团前三强”，这一目标更具有时代性和挑战性，而实现“两跨”的时间点仍然是 2010 年。	2009 年，中建实现了跨入世界 500 强前 300 强的目标，排名第 292 位。
2010 年	要将中国建筑建设成最具国际竞争力的建筑地产综合企业集团，并尽快为跨入世界 500 强前 150 强。	2010 年 7 月，财富杂志公布了“2010 年度财富全球 500 强企业”排名，中国建筑股份有限公司以 381.17 亿美元的销售收入名列 187 位，比 2009 年的 292 位大幅前进 105 个位次。
2011 年	到 2015 年，公司跨进世界 500 强前一百强，跨进世界建筑、地产同行业前三强。	

资料来源：民生证券研究所整理

公司将秉承“一最两跨，科学发展”的战略目标，立志将中国建筑建设成为最具国际竞争力的建筑地产综合企业集团。到 2015 年，公司跨进世界 500 强前一百强，跨进世界建筑、地产同行业前三强。

表 2: ENR 统计显示，自 05 年以来公司承包业务排名稳居世界前 10

排名						公司名称
2005	2006	2007	2008	2009	2010	
6	6	6	4	4	1	中国铁建股份有限公司
4	3	3	3	2	2	中国中铁股份有限公司
1	1	1	1	1	3	VINCI, 法国
2	2	2	2	3	4	BOUYGUES, 法国
20	10	10	8	7	5	中国交通建设股份有限公司
7	7	7	7	6	6	中国建筑工程总公司
3	4	4	5	5	7	HOCHTIEF AG, 德国
27	26	18	12	9	8	中冶科工
9	8	9	11	10	9	BECHTEL, 美国
8	5	5	6	8	10	ACS, 西班牙

资料来源：民生证券研究所整理

表 3: 公司在世界 500 强企业排名大幅上升

	2006	2007	2008	2009	2010	...	2015
世界 500 强名次	486	396	385	292	187	...	前 100

资料来源: 民生证券研究所整理

实际上, 我们认为中国建筑借助上市, 加速实现了“一最两跨”的战略目标, 完成了从规模扩张向成长与效益并举的转变, 已经开始了品质与价值的长征, 品质保障、价值创造是公司新时期的经营理念。

上市一年多以来, 公司实现了业绩的高速增长。

表 4: 上市后公司营业收入和净利润高增速远超上市之前 (单位: 亿元)

	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	1332	1683	2021	2604	3704
YOY	-	26.35%	20.08%	28.85%	42.24%
归属母公司净利润	36	71	46	91	147
YOY	-	97.22%	-35.21%	97.83%	61.54%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

二、房屋建筑业务助力公司实现量的突破

公司房屋建筑业务是“中国建筑”品牌的核心力量，定位于高端市场，坚持“大业主、大市场、大项目”，以及“低成本竞争、高品质管理”的营销策略，通过不断挖掘自身潜力，严格控制产品制造成本和工程质量，追求客户满意度等一系列措施，向全国、以至全球业主提供国际标准的工程质量和完善服务。

1、最大的房屋建筑承包商

公司是我国最大的房屋建筑承包商，房屋建筑市场份额由 2008 年的 4.15% 稳步提升到 2010 年的 5.50%，目前我国高层房屋建筑的 90% 由公司承建。

表 5：公司房屋建筑市场份额稳步提升至 5.50%

单位：万平方米	2008	2009	2010
全国	530518.60	588593.90	699927.27
公司	22040.60	28410.33	38496.00
所占份额	4.15%	4.83%	5.50%

资料来源：Wind，公司公告

在国内整个建筑市场，公司也表现出强大的竞争力，从新签合同的份额来看，公司份额已经由 2008 年的 4.35% 提升至 2010 年的 6.90%。

表 6：公司新签合同额在全行业占比稳步提升至 6.90%

单位：亿元	2008	2009	2010
全国	66368.83	66368.83	107683.95
公司	2886.00	4154.00	7428.00
所占份额	4.35%	6.26%	6.90%

资料来源：Wind，公司公告

房屋建筑业务是公司经营规模的支撑板块。公司根据项目技术含量与规模大小，将房建业务分为高端、中端和低端三大细分市场。报告期内，公司房建业务发展继续实施“突破高端、兼顾中端、放弃低端”的经营战略。

房屋建筑高端市场以超高层、大跨度为代表，技术壁垒高，合同金额大，利润率也相对较高。预计到 2015 年，高端房建市场规模约在 5000 亿元，占整体房建市场规模的 5% 左右。公司在房建高端市场具有技术、人才、资金综合优势，以此不断扩大房建高端市场的占有率。

房屋建筑中端市场以中型规模项目为代表，具有市场规模大、市场竞争较为激烈，但利润仍有进一步提升空间等特点。预计到 2015 年，整个中端市场规模约为 73000 亿元，占整个房建市场的 80% 左右。公司在房建中端市场具有集约管理、精益施工和工业化建造等优势，因此将进一步做精做强房建中端市场，稳固整体房建业务收入。

2、房屋建筑业务占公司营业收入 70%以上

房屋建筑工程业务是公司营业收入的主要来源，每年营业收入贡献率都在 70%以上。2010 年，公司房屋建筑工程业务实现营业收入 2654 亿元、分部利润 40 亿元，分别占公司营业收入总额和分部利润合计的 71.7%和 27.2%。2008—2010 年期间，公司房屋建筑工程业务营业收入和分部利润的复合增长率分别为 24.7%和 11.7%。

表 7：房建业务 2008—2010 年营业收入及分部利润明细

	2008		2009		2010		CARG
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
营业收入	1606	79.5%	1827	70.2%	2654	71.7%	24.7%
分部利润	36	41.7%	38	26.8%	40	27.2%	11.7%

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

2010 年房建业务合同额 6326 亿元、占新签合同总额的 78.9%，同比增长 96.7%；其中公司房建业务 10 亿元以上的项目达到近 100 个，占房建新签合同额的 48.4%，“大项目”战略得到落实。

从地区分布来看，2010 年公司房建业务新签合同集中在京津冀、华东、华南和西南地区，占比分别为 17.6%、17.5%、16.6%和 22.3%，四地区合计占比 74%；西北地区占比最低，仅为 4.2%。

表 8：2010 年新签房建合同地区分布情况（单位：亿元）

地区	新签合同额	占比
东北	602	9.1%
京津冀	1168	17.6%
中部	847	12.8%
华东	1158	17.5%
华南	1104	16.6%
西南	1476	22.3%
西北	276	4.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

由此可见，公司在保持成熟地区订单的基础上，又积极向近期发展较快的西南地区拓展，在欠发达的广大西北地区布局空间还很广阔。我们预计，借力西部地区的快速发展，公司房建业务依然能够快速增长，且具有良好的延续性。

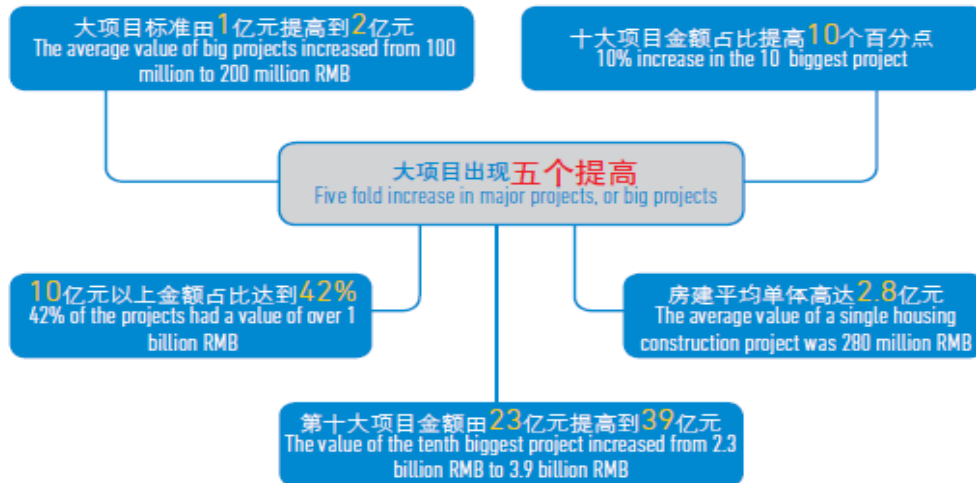
3、深入推进“大业主、大市场、大项目”的营销战略

2010 年，中国建筑深入推进“大市场、大业主、大项目”营销策略，促进产业结构升级，巩固并扩大“占领高端、兼顾中端、放弃低端”的成果。

中国建筑承接 10 亿元人民币以上房建项目 98 个、占新签合同额的 48.4%；境外 3000 万美元以上项目占境外承包工程合同额的近八成；承接 20 亿元人民币以上的项目共计 21 个，超大项目的数量和金额均显著提高，有效站稳高端市场。

中国建筑各子企业大客户管理成效显著。2010 年，中建二局十大客户合同总额 321 亿元人民币，占全局合同总额的 53.3%，超过 10 亿元人民币的项目 6 个。

图 1：2010 年公司“大项目”战略实现“五个提高”



资料来源：民生证券研究所整理

三、依托地产、基建等非房建业务，实现效益的提升

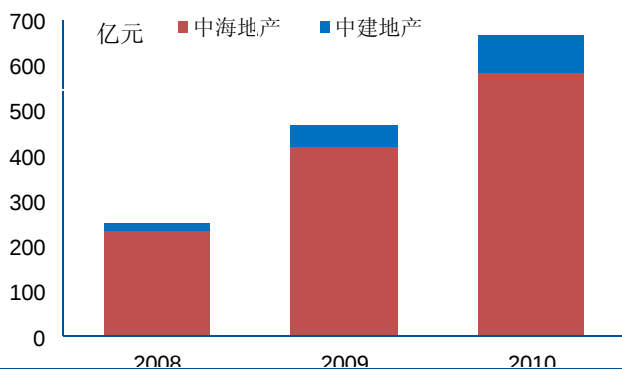
按照公司规划，房建、基建、地产收入比为 6:2:2，这一比例已经由 2008 年的 8:1:1 调整到 2010 年的 7.3:1.4:1.3，此战略的逐步落实将提升公司盈利水平。

1、房地产业务——“中海”“中建”互补发展，稳健盈利

(1) 房地产业务为公司稳健盈利

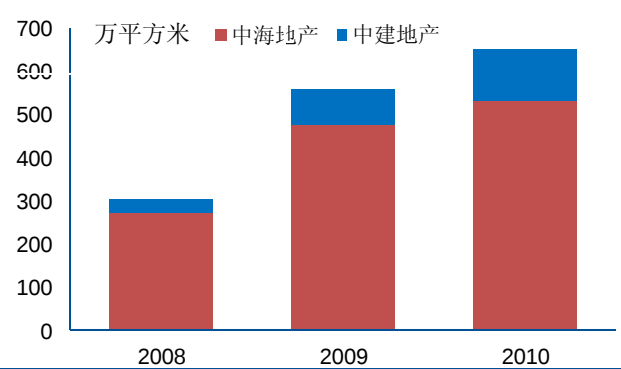
2010 年，公司地产业务销售额达到 668 亿元，增长 42.1%；销售面积达 653 万平方米，增长 16.8%；实现营业收入 456 亿元，增长 19.0%；实现营业利润 113.2 亿元，增长 27.9%。2010 年，公司新增土地储备约 1150 万平方米，期末土地储备约 5132 万平方米。

图 2：公司地产销售额稳步增长



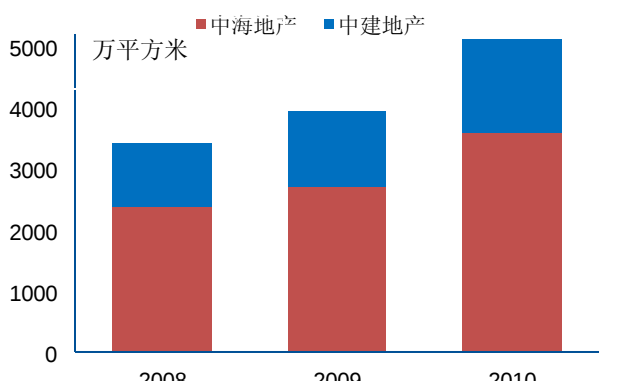
资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 3：公司新增土地储备量较大



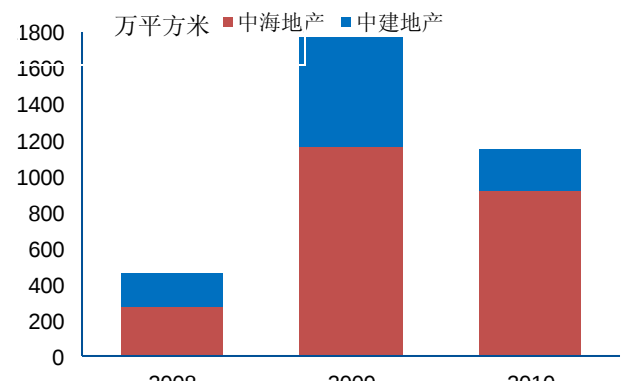
资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 4：公司销售额稳步增长



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 5：公司新增土地储备量较大



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

(2) “中海”“中建”定位互补

目前，公司下属两个地产品牌“中海地产”和“中建地产”。

中海地产定位于一、二线城市和港澳地区中高档房地产，已初步完成了以港澳地区、长三角、珠三角和环渤海经济圈为重点，以内地的中心城市为点状支持的市场战略布局；

中建地产则定位于二线城市周边和三、四线城市中低档房地产开发和保障性住房建设，致力于成为中国最大的保障房供应商之一。

虽然中建地产刚刚成立两年时间，但是“中海”、“中建”两品牌的互补效益已开始显现，呈现出协调发展的势头。

中海地产品牌优势明显，稳健性、盈利性全行业最优。

中海地产在国内房地产品牌中已经连续多年盘踞领导地位，是目前国内最具品牌价值、最具开发实力的开发商，与万科同为中国房地产行业领军企业之一。2010 年中国房地产行业领导公司品牌显示，中海地产和万科的品牌价值分别达到了 155.85 亿元和 155.77 亿元，同比分别增加了 36.00 亿元和 36.22 亿元，增幅分别为 30.04%和 30.30%，分别位居全国房地产行业第一、第二名。“中海地产”在中国房地产行业的领导地位得到了进一步巩固。

表 9：“中海地产”品牌已经连续多年盘踞行业领导地位（单位：亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CARG
中海地产	26	33	48	86	99	119.85	155.85	34.8%
万科	22	32	48	92	97	119.55	155.77	38.6%

资料来源：民生证券研究所整理

在“2010 年中国房地产公司 TOP10”排名中，中海地产稳健性第一、盈利能力第一。

表 10：2010 年中国房地产 TOP10 排名，中海地产稳居前列

排名	综合实力	盈利能力	稳健性	规模性	社会责任感
1	万科	中海	中海	万科	恒大
2	中海	万科	万科	中海	万科
3	保利	合生创展	上置集团	保利	中海

资料来源：民生证券研究所整理

中建地产着力中低端市场，实现快速增长

中建地产定位于中低端市场，凭借综合业务优势，依托公司各地下属子公司，实现了快速增长。

中建地产的综合业务优势主要表现在，拥有国内外建筑工程承包、设计勘察、装饰园林与房地产开发投资一体化的业务链条。凭借这种综合业务优势，中建地产在大型经济开发园区、新城区规划建设以及旧城区改造等房地产业务的拓展方面具有突出的竞争优势。

中建地产依托公司各地下属子公司，可以降低在全国布局的成本，因为，公司下属各工程局、设计勘察院分布于全国各地，并已在当地从事了多年的房屋建筑和设计勘察业务，对当地区域市场的了解比较深入。

自 2008 年成立以来，中建地产实现了快速增长。2008-2010 年，销售额、销售面积复合增长率分别达到 105%、93%。土地储备丰富，2010 年末达到 1547 万平方米，

后续发展有保障。

2、基建业务——进入收获期，基建项目品牌凸显

目前公司基建业务进入收获期，基建项目品牌凸显。公司相继实现沪杭客运专线通车，创造世界高铁建设第一速度；完成世界首条严寒地区高速铁路——哈大客运专线全部线下工程施工；西部大开发重点工程之首太中银铁路通车；京沪高铁控制性工程南京南站屋顶网架——世界最大屋顶网架成功滑移；唐山滨海大道通车，是中国第一条全线以软土和淤泥底层为路基、填海施工路段达四分之一的高等级公路；武黄孝城际铁路成为武汉城市圈铁路建设样板。

2010 年，公司基础设施建设业务实现营业收入 509 亿元、分部利润 18.3 亿元，同比增长分别为 48.4%、61.9%，分别占公司营业收入总额和分部利润合计的 13.7%和 12.4%。2008—2010 年期间，该业务营业收入和分部利润的复合增长率为 23.5%和 26.2%。

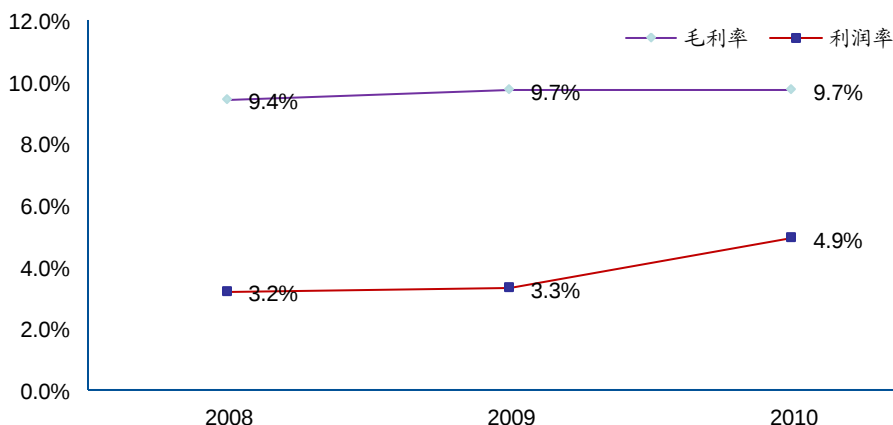
表 11：基建业务 2008—2010 年营业收入及分部利润明细

	2008		2009		2010		CARG
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
营业收入	177	8.7%	343	13.2%	509	13.7%	23.5%
分部利润	5.7	6.6%	11.3	7.9%	18.3	12.4%	26.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

基建业务收入占比上升，有利于提升公司的盈利水平。基建业务的毛利率、利润率均高于房建业务。2010 年，公司基建业务的毛利率、利润率分别为 9.7%、4.9%，高于房建业务（7.2%、2.3%）2.2、2.6 个百分点。

图 6：基建业务盈利能力保持较高水平



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

3、设计勘察业务——跨入全球最大 150 家设计公司的前 100 强

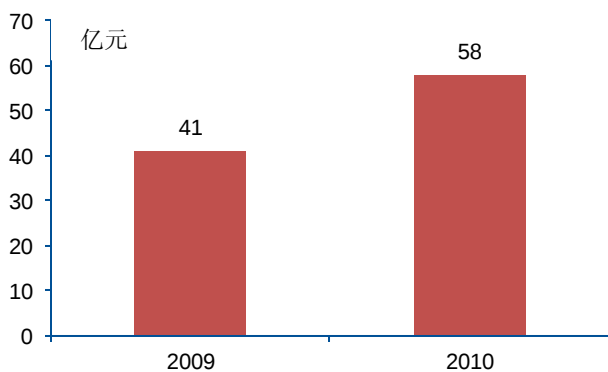
公司是中国最大的综合建筑、市政勘察设计企业集团之一，2009 年，公司对所属 7

家勘察设计企业进行整合, 组建成立了中国中建设计集团, 统筹管理, 集团化运作, 规模效益日益凸显。

2010 年, 公司设计勘察业务新签合同额 58 亿元, 实现营业收入 38 亿元, 同比增长分别为 41%、46%。

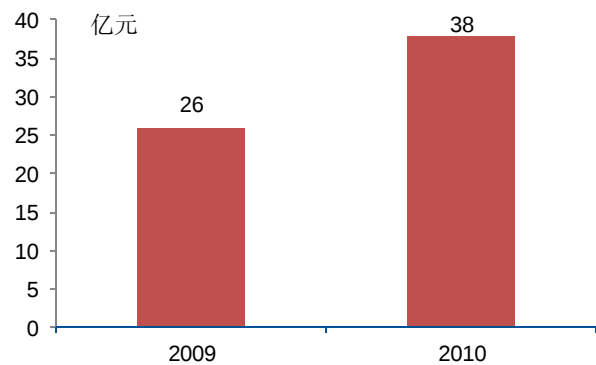
在 ENR 公布的 2010 年全球最大 150 家设计公司中, 公司名列 71 位, 显示了雄厚的实力。

图 7: 2010 年公司设计勘察业务新签合同额增长 41%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

图 8: 2010 年公司设计勘察业务营业收入增长 46%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

4、国际工程承包——争做“走出去”战略的引领者

国际业务是公司的优势和亮点。

公司是我国最大、也是最早从事国际工程的承包商, 1978 年以来的三十多年间, 累计签订国际工程承包合同额 748 亿美元, 完成营业额 595 亿美元, 约占 2000 余家中国对外承包企业累计海外新合同额和营业额总量的 11.1% 和 14.0% (截至 2010 年 12 月 31 日, 中国企业对外承包工程累计签订合同额 6755 亿美元, 完成营业额 4249 亿美元)。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。

表 12: 公司在 2010 年对外承包工程完成营业额、新签合同额前 10 企业中名列第 2

企业名称		完成营业额 (亿美元)	企业名称	新签合同额 (亿美元)
1	华为技术有限公司	69.2	华为技术有限公司	83.1
2	中国建筑工程总公司	48.7	中国水利水电建设集团公司	66.9
3	中国水利水电建设集团公司	40.2	中国建筑工程总公司	52.6
4	中国石油工程建设(集团)公司	33.0	中国中铁股份有限公司	48.0
5	中信建设有限责任公司	32.5	中国土木工程集团公司	46.5
6	中国电工设备总公司	21.5	中国葛洲坝集团股份有限公司	45.7
7	中国港湾工程有限责任公司	21.0	中工国际工程股份有限公司	40.4
8	上海振华重工(集团)股份有限公司	16.2	山东电力建设第三工程公司	40.4
9	上海建工(集团)总公司	16.1	中国电工设备总公司	34.8

10 山东电力建设第三工程公司 15.8 上海电气集团股份有限公司 34.4

资料来源：商务部，民生证券研究所整理

2010 年，海外（含香港和澳门）业务新签合同额 428 亿元，增长 8.7%；实现营业收入 308 亿元，增长 3.5%。增速较低主要是海外市场继续受到金融危机的影响。

公司“十二五”规划提出了到 2015 年跨国指数达到 20%的目标，海外业务完成主营业务收入 1180 亿元，保持中国最大国际承包商的地位，同时进入 ENR 国际承包商前 15 强。

海外业务领域方面，稳定房建业务的同时，大力拓展基建业务。公司将在稳定传统房建市场的同时，抓住海外启动基础设施建设机遇，大力拓展道路、桥梁、地铁、石化、电力等基础设施项目。2010 年，公司获得 14.79 亿美元刚果（布）1 号公路二期等项目，并与尼日利亚国家石油公司 NNPC 签署炼油厂建设备忘录。房建市场进一步稳固，基础设施市场拓展取得重大成果，融投资带动工程承包业务亦取得重大突破。

海外业务地域分布方面，公司将进一步实施市场聚焦：继续巩固港澳、东南亚、北非等成熟市场；将中西非培育成公司新的成熟市场；全力拓展北美等发达地区建筑市场；继续培育南部非洲市场；把握欧洲等成熟市场的机会性项目；同时积极探索其他潜在市场。

图 2：公司将进一步实施海外市场聚焦



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

四、保障房建设——或将成为公司新亮点

1、未来五年，保障房投资达 5 万亿，预计每年为公司提供订单约 500-600 亿

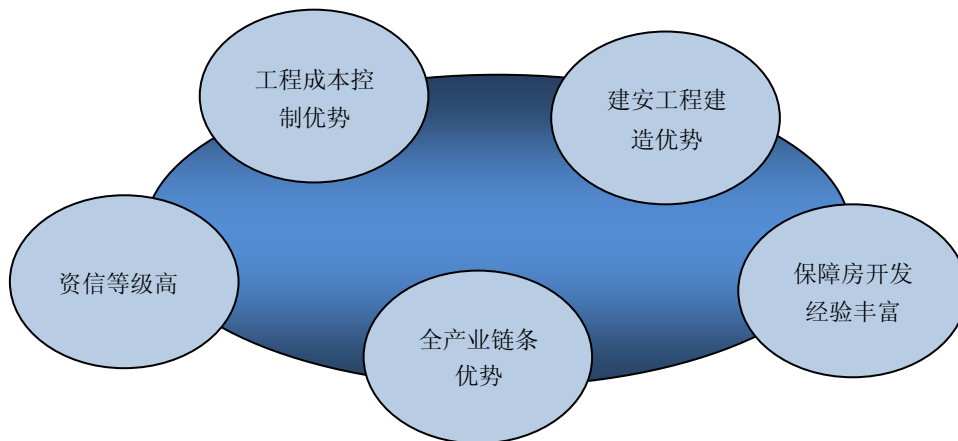
未来五年，保障房市场规模巨大。根据规划，“十二五”期间将建设保障性住房 3600 万套，其中 2011、2012 年各建设 1000 万套，2013-2015 年建设 1600 万套，到 2015 年末，保障性住房覆盖面在 20%以上。我们预计，1000 万套保障房建设计划投资规模为 1.4 万亿左右，未来五年 3600 万套保障房投资规模将达 5 万亿。

目前，公司在保障房建设领域的市场份额约为 3%，与公司房建业务市场份额相当。如果按 11 年 1000 万套的规模考虑，公司有 30 万套的订单。公司 10 年约有近 20 万套订单。预计每年为公司提供约 500-600 亿的订单，约占当年新订单的 10%。

2、公司在保障房建设领域优势明显，已基本形成 6 种开发模式

公司在保障房建设领域优势明显，保障房或将成为公司的新亮点。公司在保障房建设公司在保障房建设领域的优势主要表现在五个方面：全产业链条优势、保障房开发经验丰富、建安工程建造优势、工程成本控制优势和资信等级较高的优势。

图 10：公司保障房建设五大优势



资料来源：民生证券研究所整理

公司下属的中国建筑国际 (03311.HK) 已经是香港最大的保障性住房 (公屋) 建造商之一，在香港公屋市场占有率高达 25%，积累了丰富的保障房开发经验，公司将其成功经验应用到内地的保障房建设中，并根据实际情况，目前基本形成了六种开发建设模式。

表 13：公司六种保障房建设模式的特点

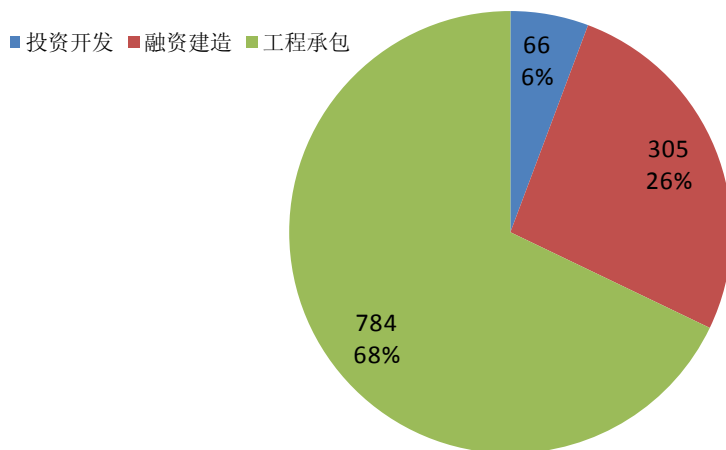
模式	内容	竞标选择	价格	优势	开发收益
承包	施工总承包	公开竞标/邀请议标	确定总价/确定单价	大型企业易中标，项目具有持续性。	3%-6%

开发	限价开发	公开招标/邀请招标	支付开发补偿款, 得到划拨土地/限房价、竞地价	由于限价出售, 企业成本能得到有效控制。	3%-10%
	混合开发	一次竞拍拿地	统一支付地价	商品房开发不限售价和销售对象, 保障房开发按规定运作	10%
服务	成本加酬金竞标	大型国企建筑公司	政府定价划拨地价, 售价设定浮动标准, 向社会公开	政府作为保底, 基准价定低, 政府补差, 售不出政府收回, 公共设施政府收回。	3%-6%
投资	BT	招投资人加承建商	竞价、议价	政府有回购保证, 销售由政府处理	8%-10%
经营	BOT、BOO	混合开发	通过土地出让价格调整开发商利益	形成资产积累, 现金流好	5%-10%
合作	城市综合开发	政府招标采购, 企业竞标实施	政府限地价、房价	政府提供土地、回购保证, 企业提供开发建设、土地勘察、设计、整理、售楼、物业管理等, 按服务质量收费	8%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

2010 年末, 公司在内地在建的保障房项目为 1155 万平方米, 其中 68% 为承包模式、26% 为融资建造、6% 为投资开发模式。在六种开发模式中, 承包模式下的开发收益是最低的。按照当前的模式结构, 公司的开发收益约为 3%-6%。假设六个建设模式均衡发展, 则开发收益约为 6%-9%。公司保障房开发的盈利能力有 3% 的提升空间。

图 3: 公司在建保障房项目 70% 为承包模式



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

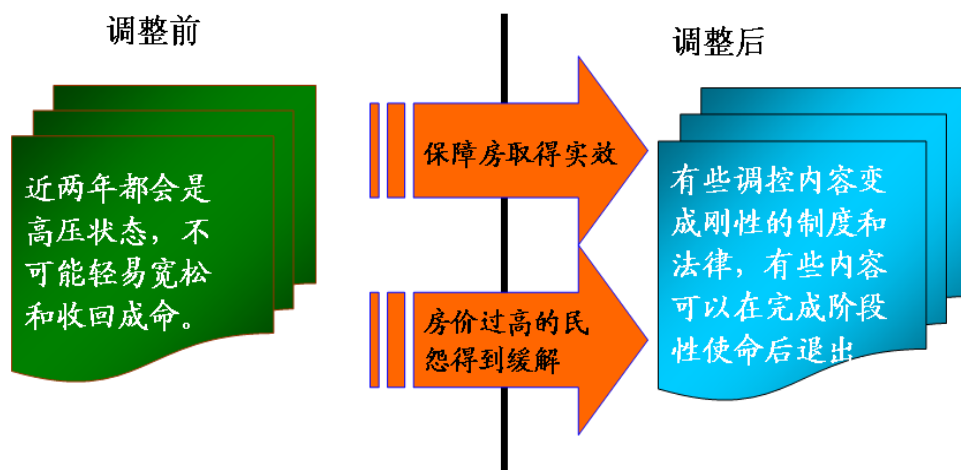
3、《基本住房保障法》或将出台, 保障房将有可能成为公司稳定的业务板块

目前政府对保障房采取临时性的调控政策或将逐步演变为保障房立法。

据新华网 2011 年 3 月 4 日报道, 住房和城乡建设部已提出了我国住房保障的总体框架和相关制度设计, 形成了基本住房保障法征求意见稿, 并已征求国务院有关部门和各地住房保障主管部门的意见。同时, 国务院明确, 住房保障工作实行省级人民政府负

总责，城市人民政府抓落实的工作责任制。目前，住房和城乡建设部正会同监察部制定住房保障工作考核问责办法。

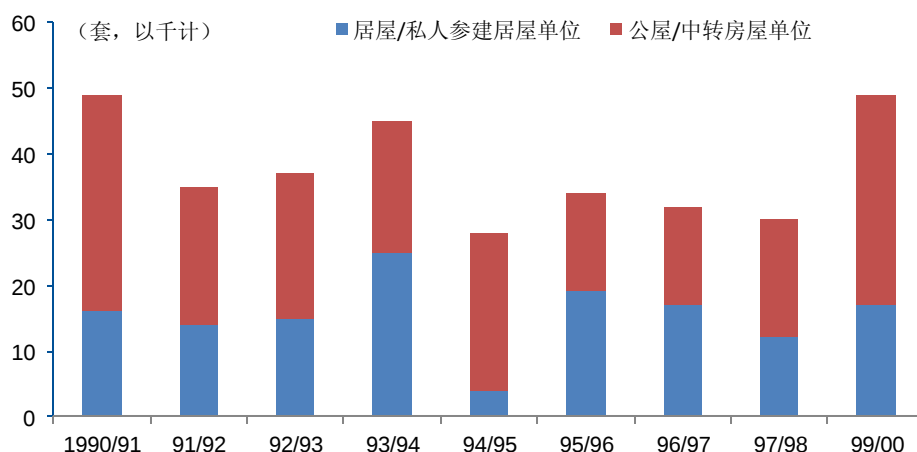
图 4：调控政策将逐步演变为保障房立法



资料来源：民生证券研究所整理

我们认为，在保障房成为国家的基本国策之后，国家对保障房的投入将持续而稳定。实际上，从香港的经验来看，香港公共住房制度被认为是解决城市住房矛盾的成功案例。在上世纪最后 10 年香港房价暴涨的情况下，保障房（也就是公屋）是香港房地产市场主要细分市场，甚至比商品房（即香港所说的私屋）还要大很多。

图 13：香港房屋建设量



资料来源：民生证券研究所整理

正如我们此前所述，公司下属子公司中国建筑国际（3311）在香港公屋市场占有率达到 25%，保障房收入占该公司收入的 17%，房建业务的 36%。保障房收入基本成为中国建筑国际一个稳定的业务增长点。

因此，我们认为，《基本住房保障法》的即将出台，保障房在中国将是一个长期稳定的业务领域，也将成为公司的一个稳定的业务板块。

五、“四位一体”的城市综合开发模式，公司有望成为行业经营模式转变的引领者

公司积极探索规划设计、地产开发、基础设施建设、房屋建筑工程“四位一体”的综合服务商业模式即城市运营商的模式。

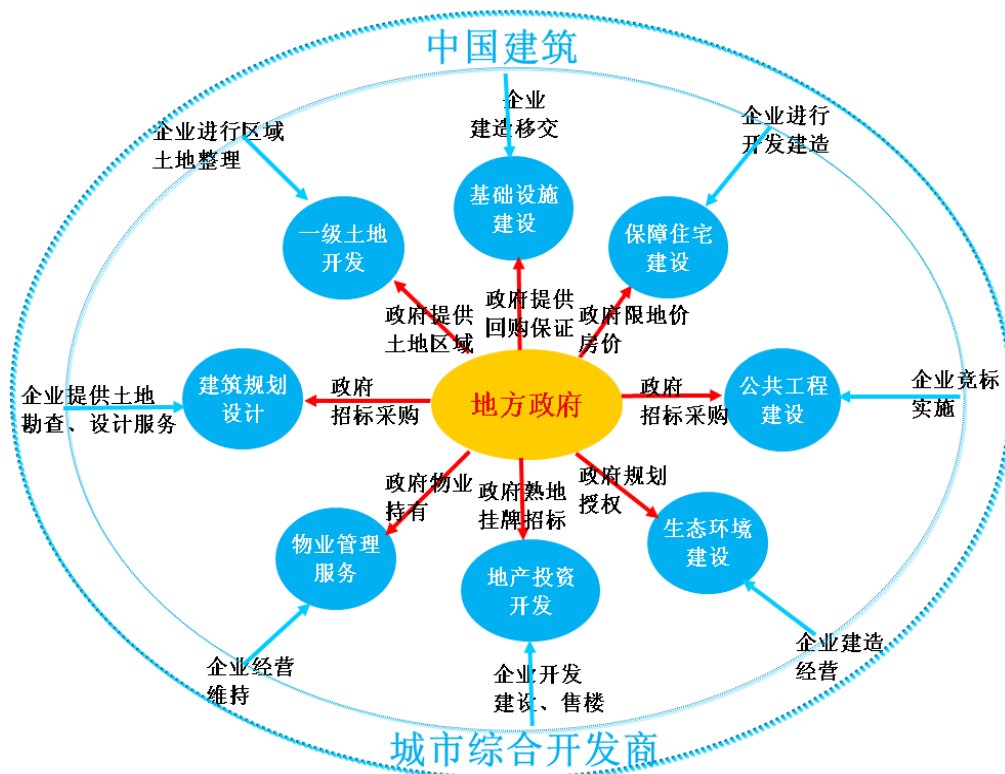
城市运营商的内涵在于，通过参与城市规划、建设及运营等多方面，争取获取整个产业链条上的最大化利润。这其中，房地产只是其中相对较小的环节，此外，还涉足园区规划方案设计、土地整理及挂牌拍卖等环节。

1、城市综合开发模式建立在全产业链条基础之上，是行业的二次转型

城市综合开发模式的核心在于政企合作和全产业链条。城市综合开发模式就是保障房建设的合作模式，是政府借助企业实现城市运营过程中资源的市场化配置。城市综合开发模式建立在全产业链条基础上，涵盖了勘察设计、土地整理、基础设施建设、保障房建设、商品房开发、公共工程、环保工程、后期运营等整个建筑房地产产业链条。

城市综合开发被业内人士视为继“建筑房地产综合企业集团”转型之后的二次转型。城市综合开发商既不同于传统的建筑商，也不同于传统的开发商，其面临着来自产业链条、专业技术、融资能力、运营能力等多方面的挑战；同时，全产业链条式的开发业务也为其充分挖掘业务的盈利空间、提升盈利水平提供了机会。

图 5：城市综合开发模式建立在全产业链条基础上



资料来源：民生证券研究所整理

2、公司在城市综合开发方面具有先天优势，将为公司业绩持续增长奠定良好的基础

公司在城市综合开发方面具有先天的优势。首先，公司业务涵盖产业全链条，专业技术领先，融资能力强，完全有实力进行城市综合开发；其次，公司在将近 30 年的发展过程中，与政府形成了良好的合作关系，这为公司获取城市综合开发项目奠定了坚实的基础。

公司积极为城市综合开发项目做充分准备。2009 年以来，公司与多家国有商业银行签订了战略合作协议，积极搭建自身的融资平台，在全国范围内与武汉市、上海市杨浦区、新疆维吾尔自治区、北京市门头沟区等近 20 个省、市、区政府达成战略合作关系，将金融资本与公司核心竞争力有机结合，为城市综合开发做充分准备。

过去两年，公司在西安大明宫、铲灞新区、沣渭新区推进了城市综合体建设试点，并与北京门头沟区签订了滚动投资 500 亿元的合作协议。

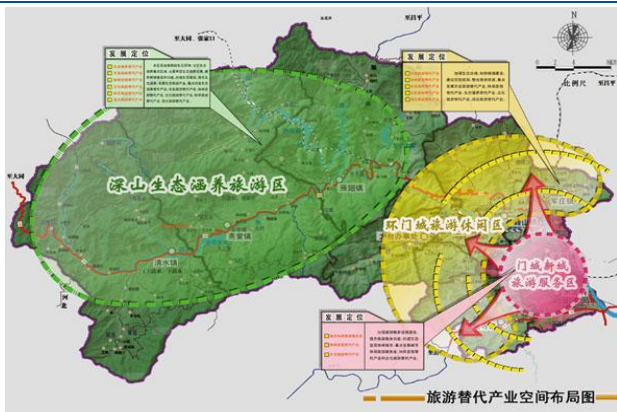
公司还与上海浦东新区、天津滨海新区、湖南长株潭一体化经济区、济南西区、福州、贵阳、珠海等城市和地区进行战略合作，为公司“四位一体”城市综合体开发建设业务开拓提供了双赢合作平台。

同时，公司相继在重庆南川和山东淄博，积极探索“统筹城乡发展的城镇综合体建设模式”，实现了农民、政府、企业多赢效果。公司将在认真总结经验的基础上，积极向全国其他地区推广。

3、案例——门头沟项目

门头沟区位于北京西部，是首都西部部的天然生态屏障，面积 1455 平方公里，山区面积占 98.5%，是北京市 10 个远郊区县中唯一的纯山区。按照北京城市总体规划，区域功能定位为生态涵养发展区和首都西部综合服务中心。2010 年以来，该区按照区域功能定位的要求，立足生态、文化和区位优势，进一步加大对对外招商引资力度，全面加快推进现代化生态新区建设。

图 6：门头沟区域规划图



资料来源：民生证券研究所整理

图 7：公司综合开发门头沟项目签约仪式



资料来源：民生证券研究所整理

中国建筑 2010 年 6 月 21 日晚间公告称，6 月 19 日，公司与北京门头沟区签订战略合作协议，双方拟推动门头沟新城的全面建设。在双方签署具体协议形成正式合作的前提下，中国建筑拟在未来几年内向门头沟新城投资 500 亿元，并负责门头沟新城的总体规划设计，进行城市综合开发建设。

根据中国建筑发布的公告披露，中国建筑与门头沟区签订的合作项目包括永定镇、门城老城区的整体开发，双方合作范围包括城市总体规划、生态环境、公用建筑和道路交通基础设施投资建设、棚户区改造及回迁安置房建设、土地整理、房地产开发等。

盈利模式。中国建筑需投入一定资金协助门头沟政府进行棚户区改造、建设保障性住房。但中国建筑将同时负责门头沟区 5000 亩土地的一级开发。一方面，未来可获得稳定的土地一级开发收益；另一方面，亦可以通过较低成本在二级市场上摘得地块，进行住宅项目的开发。而中国建筑拥有自己的施工队伍和设计人员，同时也有市政建设队伍，通过中国建筑内部调配，可以最大限度的保证施工速度，化解资金难题。

六、财务状况良好，经营效率逐步提高

1、上市后资产负债率显著下降，财务状况良好

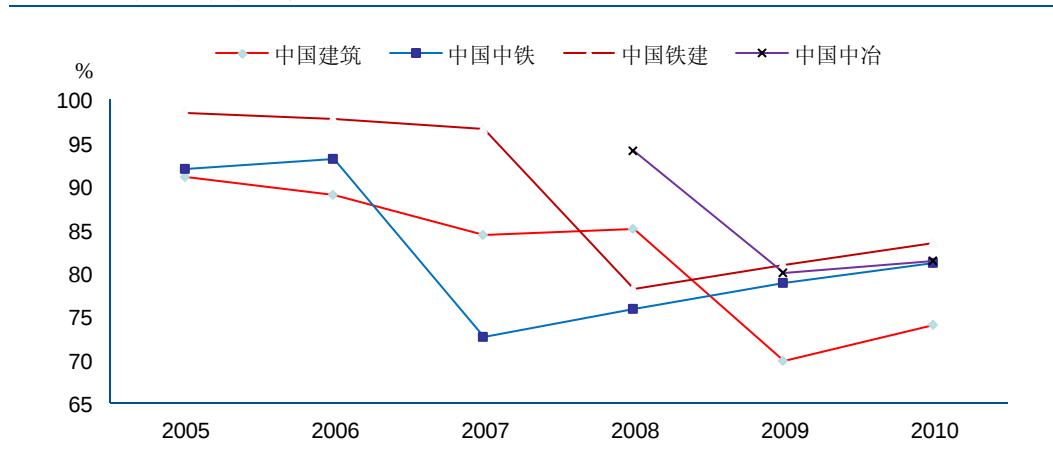
公司上市后，资产负债率显著下降，并显著低于其他可比建筑央企的资产负债率。财务状况良好，显示了管理层经营风格趋向稳健。

表 14：公司上市后资产负债率显著下降

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
资产负债率	91.1%	89.0%	84.3%	85.0%	69.8%	74.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

图 8：公司资产负债率显著低于其他可比建筑央企



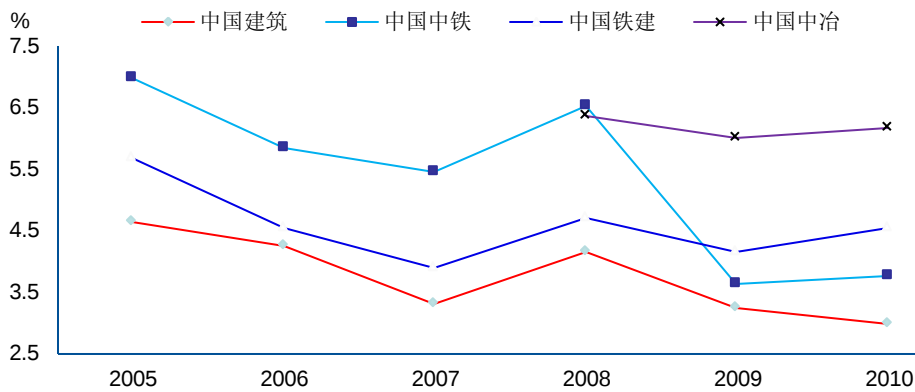
资料来源：民生证券研究所整理

2010 年公司资产负债率为 74.0%，较上年提高 4.8 个百分点，主要是由于公司营业规模扩大，导致融资有所增加。公司财务结构整体稳健，偿债风险在可控范围内。

2、上市后三项费用率显著下降，经营效率提高

公司上市后，三项费用率显著下降，并显著低于其他可比建筑央企，经营效率逐步提高。

图 18: 公司三项费用率显著低于其他可比建筑央企



资料来源: 民生证券研究所整理

我们预计, 未来随着公司区域化、专业化、标准化战略的进一步落实和融资结构的进一步优化, 公司三项费用率将会进一步降低, 公司经营效率将进一步提高。

七、盈利预测及估值

1、盈利预测

从各个季度的数据来看，公司的主要经营指标良好，依然保持较快增长。营业收入同比增速维持在 40% 左右，归属母公司净利润平均同比增速 59%，毛利率、净利率稳中有升。

2011Q1 公司持续保持稳定增长，营业收入达到 872 亿元，同比增长 39.7%；归属母公司净利润达到 22 个亿，同比增长 57%。毛利率稳步提升，与 2010 年同期相比，提升了 0.2 个百分点；管理费用率下降了 0.2 个百分点。公司营业规模持续扩大，导致融资增加，使得财务费用率上升 0.3 个百分点所致。但总体来说，公司三项费用率控制良好。

表 15：公司各季度业绩回顾

(亿元)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	649	842	624	959	884	1238	872
营业毛利	68	112	74	116	96	163	105
营业费用	2	2	1	2	1	5	1
管理费用	18	21	20	17	23	33	25
财务费用	2	-2	1	2	1	5	4
投资收益	0	1	0	5	1	10	2
营业利润	25	50	29	54	39	67	44
归属母公司净利润	13	21	14	32	19	27	22
EPS (元)	-0.01	0.13	0.05	0.10	0.07	0.09	0.07
主要比率							
毛利率	10.5%	13.4%	11.8%	12.1%	10.8%	13.1%	12.0%
营业费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	0.2%
管理费用率	2.7%	2.5%	3.1%	1.8%	2.6%	2.6%	2.9%
财务费用率	0.3%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%
三项费用率	3.3%	2.6%	3.5%	2.3%	2.8%	3.4%	3.6%
营业利润率	3.8%	5.9%	4.6%	5.6%	4.4%	5.4%	5.1%
有效税率	24.6%	33.6%	30.8%	18.7%	24.3%	28.9%	25.5%
净利率	2.9%	4.0%	3.3%	5.2%	3.3%	3.8%	3.8%
YOY							
营业收入	41.0%	38.0%	42.8%	41.9%	36.2%	47.0%	39.7%
归属母公司净利润	33.4%	61.5%	75.0%	113.3%	46.2%	28.6%	57.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

根据各个季度的业绩趋势，我们预计，公司 11-13 年的营业收入分别为 4753 亿元、5998 亿元、7569 亿元，同比增长 28.3%、26.2%、26.2%。

表 16: 公司分项业务预测

收入 (亿元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
房建工程	1827	2654	3308	4135	5169
基建投资	343	509	789	1065	1438
房地产开发与投资	383	456	543	646	775
设计勘察	26	38	48	57	68
其他	25	54	66	96	119
合计	2604	3704	4753	5998	7569
收入 (YOY)					
房建工程	13.8%	45.3%	24.0%	25.0%	25.0%
基建投资	93.8%	48.4%	55.0%	35.0%	35.0%
房地产开发与投资	103.7%	19.1%	19.0%	19.0%	20.0%
设计勘察	8.3%	46.2%	25.0%	20.0%	20.0%
其他	-57.6%	116.0%	22.0%	45.0%	25.0%
合计	28.8%	42.2%	28.3%	26.2%	26.2%
毛利 (亿元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
房建工程	135	190	243	306	386
基建投资	33	49	77	104	141
房地产开发与投资	132	190	233	291	349
设计勘察	10	13	17	21	25
其他	7	5	6	9	11
合计	316	448	576	731	912
毛利 (YOY)					
房建工程	8.9%	40.7%	27.9%	25.9%	26.1%
基建投资	67.7%	48.5%	57.1%	35.1%	35.6%
房地产开发与投资	111.1%	43.9%	22.6%	24.9%	19.9%
设计勘察	21.5%	30.0%	30.8%	23.5%	19.0%
其他	-48.5%	-28.6%	20.0%	50.0%	22.2%
合计	38.2%	41.8%	28.6%	26.9%	24.8%
毛利率	2009	2010	2011E	2012E	2013E
房建工程	7.4%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%
基建投资	9.7%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%
房地产开发与投资	34.5%	41.7%	42.9%	45.1%	45.0%
设计勘察	37.1%	34.1%	35.8%	36.8%	36.5%
其他	16.3%	9.1%	9.1%	9.4%	9.2%
综合毛利率	12.2%	12.1%	12.1%	12.2%	12.0%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

预计 11-13 年实现净利润 184 亿元、225 亿元、263 亿元, 同比增长 24.8%、22.4%、17.1%。基本每股收益 0.40 元、0.51 元、0.61 元。

表 17: 盈利预测简表

单位: 亿元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2604	3704	4753	5998	7569
营业成本	2287	3256	4174	5264	6654
营业税金及附加	100	151	190	240	303
销售费用	7	9	11	14	18
管理费用	68	92	112	139	174
财务费用	8	10	59	86	125
资产减值损失	6	13	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
投资收益	2	16	30	35	45
营业利润	127	188	236	290	340
营业外收入	3	14	16	19	22
营业外支出	1	5	7	9	11
利润总额	129	196	245	300	351
所得税	38	49	61	75	88
净利润	91	147	184	225	263
少数股东损益	33	55	64	72	79
归属于母公司净利润	57	92	119	153	184
EPS (元)	0.19	0.31	0.40	0.51	0.61

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所整理

2、估值

采用市盈率法对公司进行估值, 给予公司 12-14 倍的 PE, 公司股票价值合理区间为 4.8-5.6 元, 对应 11 年 EPS 为 0.40 元。

表 18: 可比上市公司估值情况

证券代码	证券简称	前 20 日收盘均价 (110517)	EPS				PE			
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
600528.SH	中铁二局	9.76	0.67	0.91	1.10	1.16	14	10	9	8
601186.SH	中国铁建	6.73	0.34	0.74	0.89	0.99	19	9	7	7
601390.SH	中国中铁	4.40	0.35	0.46	0.55	0.64	12	9	8	7
601618.SH	中国中冶	4.17	0.28	0.38	0.47	0.68	15	11	9	6
平均			0.37	0.53	0.67	0.82	18	12	10	8

资料来源: Wind, 民生证券研究所整理

3、限制性股票计划有望实施, 将为公司持续稳定增长提供保障

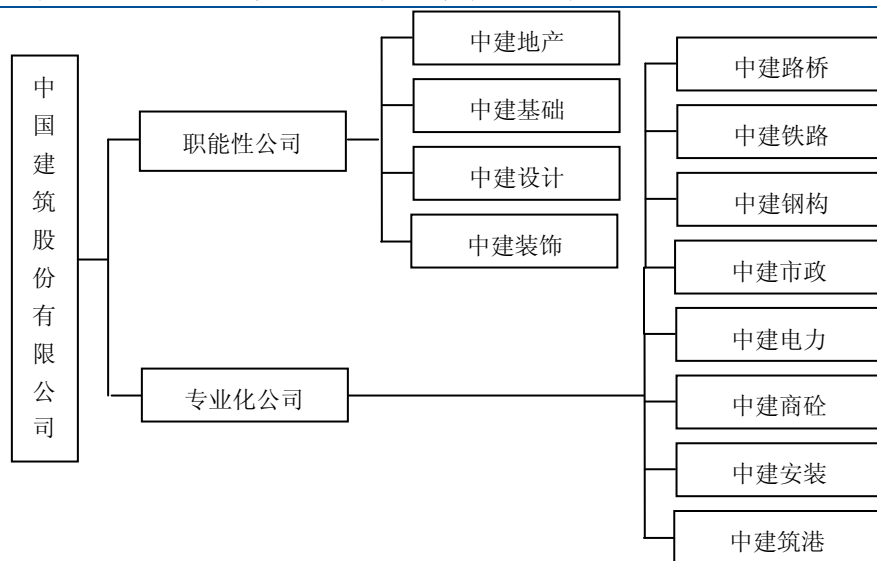
2011 年 4 月 21 日, 公司公布了《A 股限制性股票计划 (草案)》, 对股权激励计划进行了规定。该草案需国资委审核、证监会备案, 并提交股东大会通过。

限制性股票激励计划如果能够顺利实施, 则会使得股东、公司和个人利益趋于一致, 使公司激励约束机制更加健全, 有效调动管理者和重要骨干的积极性, 吸引和保留优秀管理人才和业务骨干, 为公司业绩持续稳定增长提供保障。

八、专业化调整或将提升公司估值

截至目前，公司的专业化调整已经基本完成，成立了 4 家职能性公司、8 家专业化公司。专业化调整使得公司各项业务链条更加清晰，专业化程度更高，还使得一些原来仅为内部配套的部门直接面向市场。预期专业化调整后公司各项业务将加速发展，提升公司估值。

图 19：专业化调整成立的 4 家职能性公司、8 家专业化公司



资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

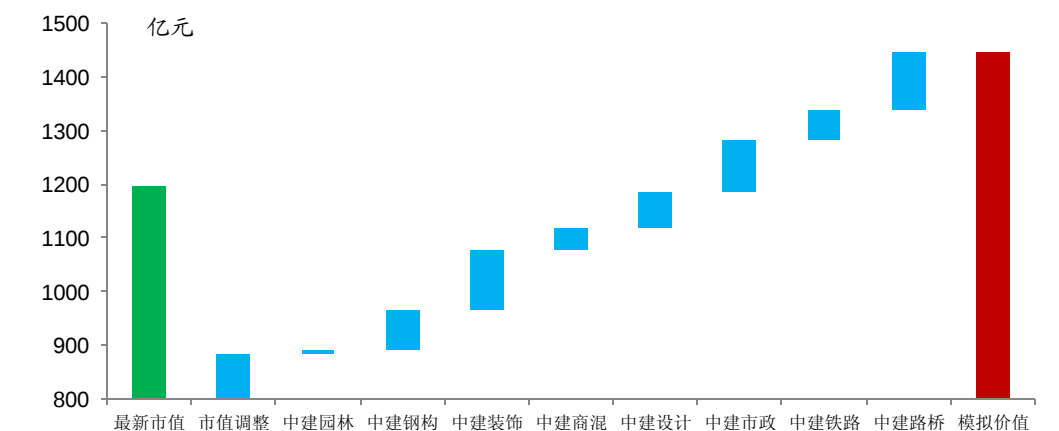
表 19：专业化公司 2010 年业绩（单位：亿元）

	单位名称	新签合同	营业收入	毛利	毛利率	归属母公司净利润	净利率
跨板块	中建安装	341	195	19.6	10.1%	8.1	4.1%
	中建钢构	47	68	5.4	7.9%	3.1	4.6%
	中建商混	25	23	2.6	11.2%	1.3	5.4%
房建	中建装饰	146	118	9.8	8.3%	4.0	3.4%
	中建园林	11	5	0.5	8.9%	0.2	4.0%
基建	中建市政	188	104	9.2	8.9%	4.3	4.1%
	中建铁路	179	159	9.8	6.2%	3.6	2.3%
	中建路桥	180	145	12.6	8.7%	5.6	3.9%
	中建电力	44	18	1.2	6.8%	0.6	3.4%
	中建筑港	21	9	0.7	7.9%	0.4	4.9%
地产	中建地产	84	53	16.0	30.5%	11.4	21.7%
设计勘察	中建设计	58	38	13.0	34.1%	4.5	11.9%

资料来源：公司公告，民生证券研究所整理

根据各个专业公司 2010 年业绩，参照可比上市公司对专业公司进行估值，打 7 折后，专业公司的估值合计为 561 亿元，公司整体估值为 1445 亿元，较 2011 年 5 月 17 日公司市值 1197 亿提升 248 亿。

图 9：专业化调整或将提升公司估值



九、投资建议及风险提示

1、投资建议

目前，国家一方面对房地产市场保持高压态势，一方面大力推进保障房建设。这对于公司，可以说是一个良机。一方面，公司可以借助保障房市场的高占有率，产生稳定、可观收益；另一方面，公司通过大量的保障房建设，强化与政府间已经形成的良好合作关系，进一步抢占建筑房地产市场份额，为城市综合开发项目的获取奠定基础，为公司向“城市综合运营商”二次转型提供平台。

此外，公司开始着力释放内生性增长因素。财务结构优化、三项费率缩减、经营效率提高已经取得显著成果。内生性增长因素的释放，将促进公司业绩进一步提升。

公司控股股东持续增持，对公司极具信心。公司上市后，控股股东中建总公司在自2009年12月23日起的一年内，通过上海证券交易所交易系统，累计增持公司4.29亿股、占总股本1.43%。

我们给予公司“强烈推荐”的长期投资评级。

采用PE方法进行估值，公司合理估值区间为4.8-5.6元。

2、风险提示

我们认为公司主要风险在于：公司保障房项目中，承包模式占比过大，全产业链条优势无法充分发挥，盈利能力有待进一步提升。

目前，公司承建的保障房项目中，承包模式占68%，其他模式仅占32%。

一般而言，承包模式是在固定总价或固定单价的合同下进行施工总承包。一方面，承包模式下的保障房建设项目收益较低，仅3%-6%，且受原材料价格波动影响较大；另一方面，这种模式下的保障房建设实质上仍是公司传统的房建业务，无法充分发挥公司的全产业链条优势。

因此，我们认为，公司保障房项目建设模式结构有待进一步优化，以保证保障房项目的切实盈利和公司全产业链条优势的充分发挥。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3,704	4,753	5,998	7,569	货币资金	821	850	850	850
减: 营业成本	3,256	4,174	5,264	6,654	应收票据	6	10	12	15
营业税金及附加	151	190	240	303	应收账款	481	552	697	879
销售费用	9	11	14	18	预付账款	178	209	263	333
管理费用	92	112	139	174	其他应收款	95	119	150	189
财务费用	10	59	86	125	存货	1,157	1,670	2,369	3,327
资产减值损失	13	0	0	0	其他流动资产	502	665	840	1060
加: 投资收益	16	30	35	45	流动资产合计	3,252	4,085	5,192	6,666
二、营业利润	188	236	290	340	长期股权投资	157	200	200	200
加: 营业外收支净额	5	7	9	11	固定资产	112	148	151	153
三、利润总额	196	245	300	351	在建工程	31	0	0	0
减: 所得税费用	49	61	75	88	无形资产	60	54	49	44
四、净利润	147	184	225	263	其他非流动资产	250.58	300	350	400
归属于母公司的利润	55	64	72	79	非流动资产合计	724	848	911	975
五、基本每股收益 (元)	0.31	0.40	0.51	0.61	资产总计	3,975	4,934	6,104	7,640
主要财务指标					短期借款	106	459	801	1,325
项目	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	50	63	79	100
EV/EBITDA	14.0	9.6	7.6	6.2	应付账款	1005	1210	1526	1930
成长能力:					预收账款	438	555	695	872
营业收入同比	42.3%	28.3%	26.2%	26.2%	其他应付款	663	650	790	963
营业利润同比	47.8%	25.5%	22.9%	17.3%	应交税费	188	241	304	384
净利润同比	61.2%	29.2%	28.1%	20.5%	其他流动负债	97.89	125.223	157.907	199.607
营运能力:					流动负债合计	2,212	2,874	3,813	5,089
应收账款周转率	8.5	9.2	9.6	9.6	长期借款	337	404	439	472
存货周转率	3.7	3.0	2.6	2.3	其他非流动负债	394	469	479	489
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	非流动负债合计	731	873	918	961
盈利能力与收益质量:					负债合计	2,943	3,747	4,731	6,050
毛利率	12.1%	12.2%	12.2%	12.1%	股本	300	300	300	300
净利率	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	资本公积	300	300	300	300
总资产净利率 ROA	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%	留存收益	172	261	376	514
净资产收益率 ROE	12.0%	13.9%	15.7%	16.5%	少数股东权益	261	325	397	476
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	772	862	976	1,114
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.3	负债和股东权益合计	3,975	4,933	6,103	7,640
资产负债率	74.0%	76.0%	77.5%	79.2%	现金流量表				
长期借款/总负债	14.5%	17.5%	20.3%	23.5%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	(16)	(128)	(205)	(348)
每股收益	0.31	0.40	0.51	0.61	投资活动现金流量	(276)	(142)	(89)	(89)
每股经营现金流量	-0.05	-0.43	-0.68	-1.16	筹资活动现金流量	320	299	294	437
每股净资产	2.57	2.87	3.25	3.71	现金及等价物净增加	27	29	0	0

资料来源: 民生证券研究所

插图目录

图 1: 2010 年公司“大项目”战略实现“五个提高”	7
图 2: 公司地产销售额稳步增长	8
图 3: 公司新增土地储备量较大	8
图 4: 公司销售额稳步增长	8
图 5: 公司新增土地储备量较大	8
图 6: 基建业务盈利能力保持较高水平	10
图 7: 2010 年公司设计勘察业务新签合同额增长 41%	11
图 8: 2010 年公司设计勘察业务营业收入增长 46%	11
图 9: 公司将进一步实施海外市场聚焦	12
图 10: 公司保障房建设五大优势	13
图 11: 公司在建保障房项目 70% 为承包模式	14
图 12: 调控政策将逐步演变为保障房立法	15
图 13: 香港房屋建设量	15
图 14: 城市综合开发模式建立在全产业链条基础上	16
图 15: 门头沟区域规划图	17
图 16: 公司综合开发门头沟项目签约仪式	17
图 17: 公司资产负债率显著低于其他可比建筑央企	19
图 18: 公司三项费用率显著低于其他可比建筑央企	20
图 19: 专业化调整成立的 4 家职能性公司、8 家专业化公司	24
图 20: 专业化调整或将提升公司估值	25

表格目录

表 1: 中国建筑数次调整“一最两跨”战略目标	3
表 2: ENR 统计显示, 自 05 年以来公司承包业务排名稳居世界前 10	3
表 3: 公司在世界 500 强企业排名大幅上升	4
表 4: 上市后公司营业收入和净利润高增速远超上市之前 (单位: 亿元)	4
表 5: 公司房屋建筑市场份额稳步提升至 5.50%	5
表 6: 公司新签合同额在全行业占比稳步提升至 6.90%	5
表 7: 房建业务 2008—2010 年营业收入及分部利润明细	6
表 8: 2010 年新签房建合同地区分布情况 (单位: 亿元)	6
表 9: “中海地产”品牌已经连续多年盘踞行业领导地位 (单位: 亿元)	9
表 10: 2010 年中国房地产 TOP10 排名, 中海地产稳居前列	9
表 11: 基建业务 2008—2010 年营业收入及分部利润明细	10
表 12: 公司在 2010 年对外承包工程完成营业额、新签合同额前 10 企业中名列第 2	11
表 13: 公司六种保障房建设模式的特点	13
表 14: 公司上市后资产负债率显著下降	19
表 15: 公司各季度业绩回顾	21
表 16: 公司分项业务预测	22
表 17: 盈利预测简表	23
表 18: 可比上市公司估值情况	23
表 19: 专业化公司 2010 年业绩 (单位: 亿元)	24

分析师与行业专家简介

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、4年证券行业从业经验。2011年2月加盟民生证券，主要研究建筑工程及建材行业。2010年卖方分析师金牛奖建筑建材行业第三名、水晶球建筑工程行业第三名、并以建筑工程行业第四名入围新财富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。