

中国建筑 (601668)

新签合同与地产销售延续高增长

——中国建筑 1-8 月经营情况点评

	韩其成	王丽妍
	021-38676162	021-38674623
	hanqicheng@gtjas.com	wangliyan008084@gtjas.com
编号	S0880511010022	S0880511080002

本报告导读:

中国建筑万亿订单在手, 地产经营优秀, 长期股权激励保障公司稳定发展, 预计公司 11-12 年 EPS 为 0.42、0.52 元, 增持, 目标价 4.5 元。

投资要点:

中国建筑 13 号公布 2011 年 1-8 月经营情况: 1-8 月公司建筑业务新签订单 5437 亿, 同比增长 55.6%; 施工面积 4.3 亿平米, 同比增长 37.8%; 新开工面积 12207 万平米, 同比增长 27.2%; 竣工面积 1953 万平米, 同比增长 16.4%。建筑新签合同方面 8 月单月新签合同 616 亿, 同增 103%, 环增 95%; 新开工面积 8 月同增 33%, 环比下降 21.1%; 施工面积 8 月同增 35.2%, 环增 54.6%; 竣工面积 8 月同比下降 1.5%, 环比下降 19.7%。新签合同继续维持 50% 以上增速, 单月新签合同与新开工面积同增良好。

地产业务情况: 1-8 月销售额 614 亿, 同增 67.6%, 销售面积 466 万平米, 同增 29.2%, 8 月期末土地储备面积达 6648 万平, 本月新购土地面积储备 1743 万平米。8 月单月销售额 48 亿, 同降-4%, 环降 23.8%; 8 月单月销售面积同降 14.3%, 环降 33.3%。“中海+中建”双品牌强大竞争实力。中海地产抗风险综合能力强, 中建地产低价土地储备规模今年巨幅增长。

中国建筑在上半年已经实现了待施工合同规模超过万亿, 并且合同端高档营销模式开始展现成效, 上半年新签合同中 10 亿元以上规模的项目占比已达 42%。保障房建设顺利实施, 多种模式探寻可持续发展路径。专业板块建设发展态势良好, 11 年中期多个板块实现盈利规模与能力显著提升。

盈利预测: 建筑万亿订单在手, 地产经营优秀, 长期股权激励保障公司稳定发展, 预计公司 11-12 年 EPS 为 0.42、0.52 元, 增持, 目标价 4.5 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	260,380	370,418	493,157	605,046	733,252
(+/-)%	29%	42%	33%	23%	21%
经营利润 (EBIT)	14,003	19,518	27,995	35,185	43,543
(+/-)%	70%	39%	43%	26%	24%
净利润	5,730	9,237	12,468	15,673	19,380
(+/-)%	109%	61%	35%	26%	24%
每股净收益 (元)	0.19	0.31	0.42	0.52	0.65
每股股利 (元)	0.02	0.06	0.08	0.11	0.13

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	5.4%	5.3%	5.7%	5.8%	5.9%
净资产收益率 (%)	8.3%	12.0%	14.3%	15.7%	16.8%
投入资本回报率 (%)	7.2%	7.6%	9.8%	11.3%	12.2%
EV/EBITDA	4.7	4.9	3.8	2.6	2.1
市盈率	18.2	11.3	8.4	6.7	5.4
股息率 (%)	0.6%	1.8%	2.4%	3.0%	3.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 4.50

上次预测: 4.50

当前价格: 3.48

2011.09.15

交易数据

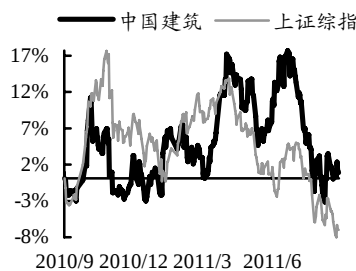
52 周内股价区间 (元)	3.30-4.19
总市值 (百万元)	104,400
总股本/流通 A 股 (百万股)	30,000/12,6
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	42%
日均成交量 (百万股)	86
日均成交值 (百万元)	325

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	81,907
每股净资产	2.73
市净率	1.3
净负债率	132%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.05	0.07
Q2	0.11	0.13
Q3	0.06	0.09
Q4	0.09	0.12
全年	0.31	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-6%	1%
相对指数	3%	2%	9%

相关报告

《建筑万亿订单在手, 地产发展优秀》	2011.08.31
《上半年新签合同同增 59%, 地产销售突	2011.07.10
《建筑订单持续高增, 地产销售 5 月爆发》	2011.06.13
《合同高增速、盈利高增长》	2011.04.29
《股权激励保中国建筑 10 年复合 20% 增	2011.04.21

模型更新时间: 2011.09.13

股票研究

工业
建筑工程业

中国建筑 (601668)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 4.50

上次预测: 4.50

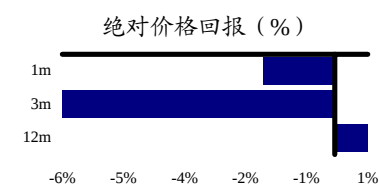
当前价格: 3.48

公司网址

www.cscec.com

公司简介

公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团、中国最大的房屋建筑承包商,在工业与民用建筑工程建设、大型公共设施建设和大型工业设备安装等领域积聚了雄厚的技术优势。中国最大的房地产企业集团之一,拥有可开发土地储备面积约 3427 万平方米,中国土地储备面积最大的公司之一。以房屋建筑承包、国际工程承包、地产开发、基础设施建设和市政勘察设计为核心业务,是中国唯一一家拥有三个特级资质的建筑企业。中国专业化经营历史最久、市场化经营最早、一体化程度最高的建筑企业。



52 周价格范围 3.30-4.19
市值 (百万) 104,400

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	260,380	370,418	493,157	605,046	733,252
营业成本	228,738	325,650	432,613	530,944	642,034
税金及附加	10,049	15,123	19,480	22,871	28,230
销售费用	748	932	1,233	1,526	1,846
管理费用	6,842	9,195	11,836	14,521	17,598
EBIT	14,003	19,518	27,995	35,185	43,543
公允价值变动收益	-72	-25	-15	35	40
投资收益	214	1,556	800	560	616
财务费用	829	954	1,693	1,982	1,951
营业利润	12,708	18,790	25,686	32,619	40,490
所得税	3,809	4,925	6,617	8,317	10,285
少数股东损益	3,345	5,478	7,382	9,279	11,474
净利润	5,730	9,237	12,468	15,673	19,380

资产负债表

货币资金、交易性金融资产	80,017	83,195	87,290	100,236	110,159
其他流动资产	36,676	50,238	55,262	60,788	66,867
长期投资	21,919	48,236	51,606	54,286	57,116
固定资产合计	11,590	14,223	13,819	13,610	14,088
无形资产及其他资产	5,955	8,188	8,937	10,375	11,964
资产合计	292,584	397,539	483,785	548,769	657,194
流动负债	162,500	221,184	293,113	335,469	416,027
非流动负债	41,757	73,095	70,072	70,904	71,820
股东权益	69,371	77,233	87,191	99,707	115,185
投入资本(IC)	137,698	192,690	214,268	233,493	267,175

现金流量表

NOPLAT	9,863	14,624	20,996	26,388	32,657
折旧与摊销	1,841	2,583	1,653	1,287	1,133
流动资金增量	7,923	-11,018	-13,875	-286	-16,965
资本支出	-4,751	-15,614	-1,218	-1,867	-2,550
自由现金流	14,876	-9,425	7,557	25,522	14,276
经营现金流	13,414	5,167	1,766	24,075	13,170
投资现金流	-9,298	-27,626	-3,823	-3,987	-4,754
融资现金流	40,749	31,951	6,161	-7,158	1,497
现金流净增加额	44,865	9,491	4,105	12,931	9,913

财务指标

成长性

收入增长率	28.8%	42.3%	33.1%	22.7%	21.2%
EBIT 增长率	69.7%	39.4%	43.4%	25.7%	23.8%
净利润增长率	108.7%	61.2%	35.0%	25.7%	23.7%

利润率

利润率	12.2%	12.1%	12.3%	12.2%	12.4%
毛利率	5.4%	5.3%	5.7%	5.8%	5.9%
EBIT 率	2.2%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%

收益率

净资产收益率(ROE)	8.3%	12.0%	14.3%	15.7%	16.8%
总资产收益率(ROA)	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	2.9%
投入资本回报率(ROIC)	7.2%	7.6%	9.8%	11.3%	12.2%

运营能力

存货周转天数	92	98	120	125	125
应收账款周转天数	51	43	40	39	41
总资产周转天数	348	340	326	311	300
净利润现金含量	2.34	0.56	0.14	1.54	0.68
资本支出/收入	2%	4%	0%	0%	0%

偿债能力

资产负债率	69.8%	74.0%	75.1%	74.1%	74.2%
净负债率	-45.1%	3.1%	7.3%	-9.2%	-10.7%

估值比率

PE	18.2	11.3	8.4	6.7	5.4
PB	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.7	4.9	3.8	2.6	2.1
P/S	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
股息率	0.6%	1.8%	2.4%	3.0%	3.7%

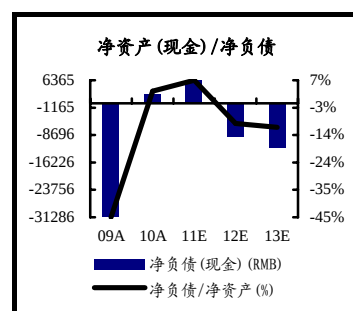
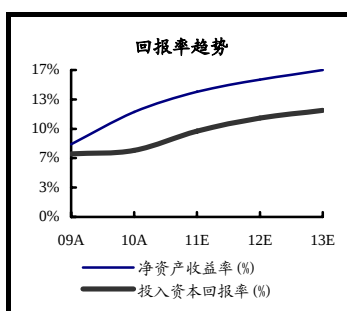
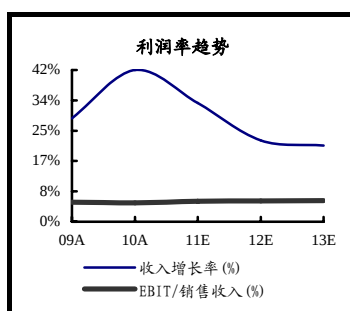
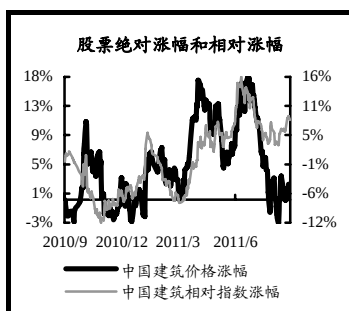
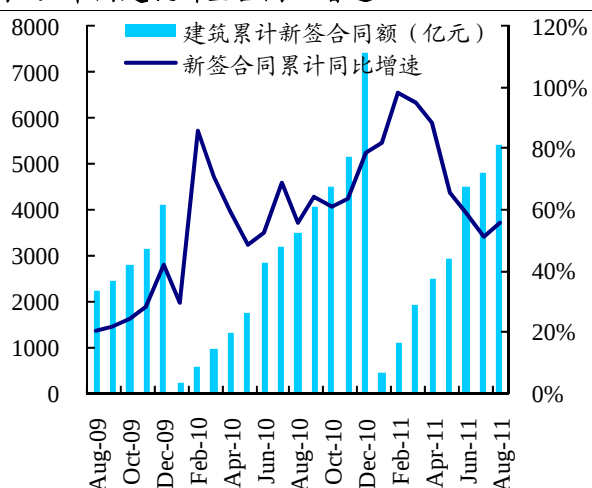


表 1: 中国建筑新签合同以及地产业务销售汇总表

	建筑累计新 签合同额 (亿元)	新签合同累 计同比增速	建筑单月新 签合同额 (亿元)	建筑单月新 签合同额 增速	房地产累计 销售额 (亿元)	房地产累计 销售额同比 增速	本月末土地储 备(万平方米)	本月新购置土地 储备(万平方米)
Aug-09	2247	20.40%			328	84.70%	3888	309
Sep-09	2428	21.60%	181		370	81.10%	4032	770
Oct-09	2799	24.20%	371		410	83.20%	4640	1374
Nov-09	3145	28.10%	346		436	77.90%	4925	1661
Dec-09	4123	41.80%	978		469	77.20%	5037	1771
Jan-10	238	29.30%	238		39	259.40%	5202	168
Feb-10	558	85.30%	320		65	71.50%	5205	281
Mar-10	982	70.60%	424		131	43.30%	4811	281
Apr-10	1321	59.40%	339		180	29.10%	4825	286
May-10	1758	48.20%	437		214	10.10%	4830	290
Jun-10	2832	52.50%	1074		269	7.50%	4812	304
Jul-10	3190	68.80%	358		316	8.80%	4834	588
Aug-10	3494	55.50%	304		366	12.30%	4873	633
Sep-10	4060	63.80%	566	212.71%	445	20.40%	4880	641
Oct-10	4508	61%	448	20.75%	516	25.90%	4974	737
Nov-10	5144	63.60%	636	83.82%	575	31.70%	4993	756
Dec-10	7411	78.40%	2267	131.80%	669	42.60%	5365	1151
Jan-11	428	81.40%	428	79.83%	75	91.80%	5287	289
Feb-11	1106	98%	678	111.88%	115	76.20%	5513	520
Mar-11	1915	95%	809	90.80%	187	43.30%	5598	563
Apr-11	2490	88.50%	575	69.62%	267	48.30%	5985	951
May-11	2908	65.50%	418	-4.35%	383	79.20%	6112	1066
Jun-11	4505	59.10%	1597	48.70%	503	86.80%	6506	1464
Jul-11	4821	51.10%	316	-11.73%	566	79.20%	6496	1605
Aug-11	5437	55.60%	616	102.63%	614	67.60%	6648	1,743

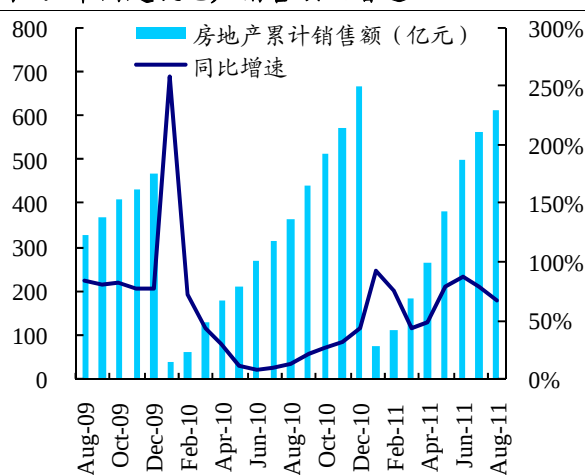
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 1: 中国建筑新签合同及增速



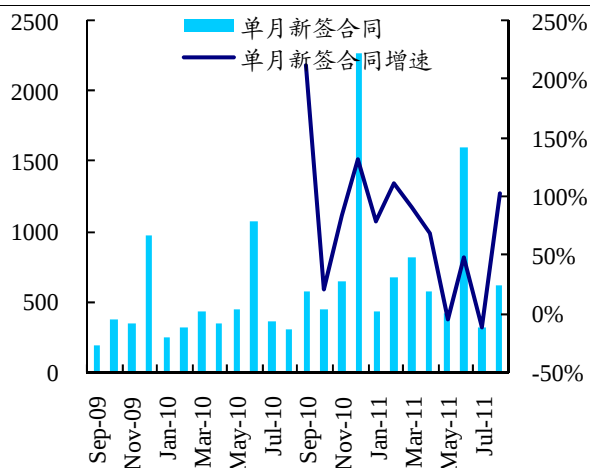
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 2: 中国建筑地产销售额及增速



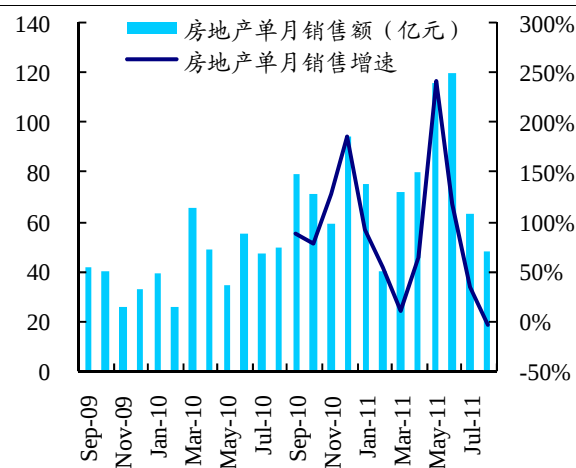
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 3: 中国建筑单月新签合同及增速



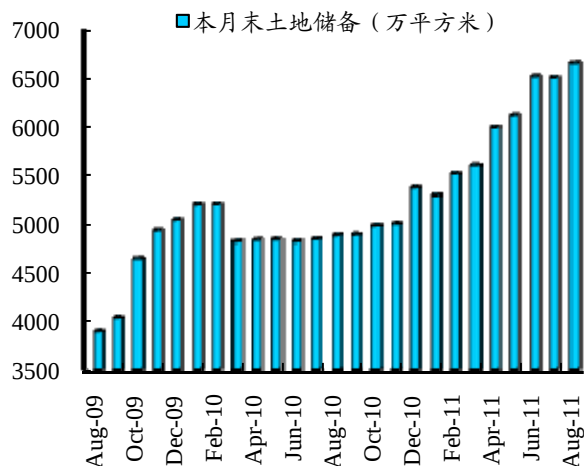
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 4: 中国建筑单月地产销售额及增速



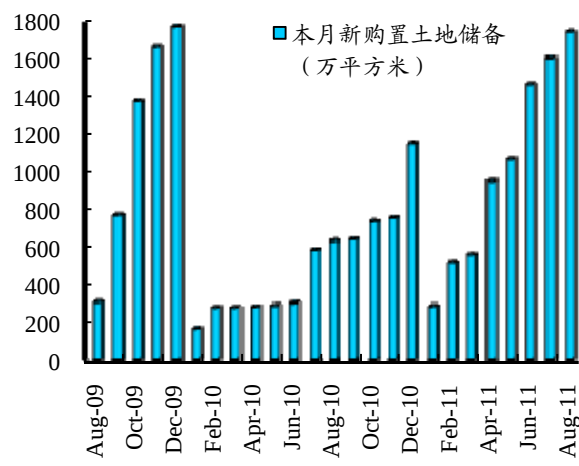
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 5: 中国建筑月末土地储备



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 6: 中国建筑新购土地储备面积



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

表 2: 2011 年上半年部分省市地区保障性住房开工情况汇总

省市地区	开工率	相关开工情况备注
河北	约 69.7%	截至 5 月底, 河北省开工建设保障性住房 24.4 万套, 完成 2011 年工作目标的 69.7%
江苏	约 50%	到 5 月底, 我省保障房年度目标任务开工率已超过 50%。 今年 1 月至 6 月, 全省共开工各类保障性住房和实施棚户区改造 29.7 万套, 完成国家与我省签订目标任务数 38.13 万套的 77.9%
安徽	约 77.9%	
北京	约 48%	截至 5 月底, 北京已新开工各类保障房 9.6 万套, 占全年新开工建设任务的 48% 5 月底, 全省保障性住房和各类棚户区改造住房开工达 16.4344 万套, 占全年目标任务的 48.04%
湖北	约 48%	
海南	58%	上半年我省城镇保障性住房已开工 5.38 万套, 占计划 9.26 万套的 58% 我省今年已开工建设各类保障房和棚户区改造项目 24 万套, 占国家下达年度计划的 70%
四川	约 70%	左右
陕西	105%	完成任务的 105.4%。
辽宁	91.1%	截至 6 月 15 日, 辽宁全省保障性安居工程已开工 31.78 万套, 开工率 91.1%。
浙江	60%	截至目前已开工建设保障房 10.76 万套, 占年度目标任务的 60%
山东	66.2%	今年前 6 个月, 已完成国家下达的全年任务的 66.2%。

内蒙古	61.5%	截止到6月底, 各类保障性安居工程共开工 27.39 万套, 开工率 61.5%。
湖南	49.67%	截止5月底, 湖南全省保障性安居工程开工率为 49.67%
贵州	31%	截止5月底, 全省已开工项目 5.98 万户, 占任务数的 31%。

数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

表 3: 2011 年保障房建设资金落实情况统计表

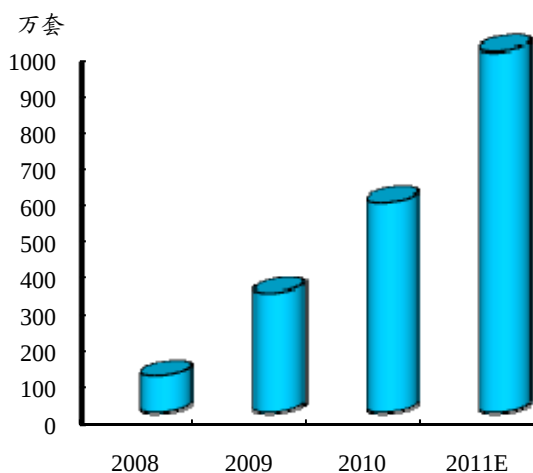
编号	资金来源	内容
1	中央财政	1)、全年中央政府补贴 1030 亿, 目前财政部已经下拨中央补助保障性安居工程专项资金 617 亿元, 占全年预算 59.9%。2)、2011 年前 5 个月, 住房保障支出完成 734.17 亿元, 同比增长 59.9%。
2	土地出让净收益	预计 1200 亿: 提取比例为出让净收益 10%, 1-5 月全国主要城市土地出让金收益为 6659 亿元, 按照本年度土地出让收益下降 10%计算, 估计可提取 266 亿。
3	国开行贷款	2011 年, 国开行将专门拿出 1000 亿元用于保障性住房建设的转型贷款。
4	社保基金	社保基金投入 160 亿: 今年两会期间, 全国社会保障基金理事会理事长戴相龙对外表示, 今年用于保障房项目的投资额可达 500 亿元。目前据不完全统计, 社保基金已经投入或意向保障房建设的资金为 160 亿元, 其中意向投入重庆 100 亿元, 投入南京 30 亿元, 投入天津 30 亿元。
5	住房公积金贷款	上半年, 西安获得公积金贷款 35.3 亿元, 江苏获得公积金贷款 9 亿元。
6	保险资金	1)2)、中国太平洋保险集团以 40 亿元资金, 平安保险 30 亿元资金支持上海保障性住房建设; 中国人保和中国人寿将分别为重庆公租房建设提供贷款 100 亿元。3)、中国太平洋保险、中国人寿保险等七保险企业将筹集 700 亿至 800 亿元的保险资金投向北京保障房建设, 该项目为保险公司与北京市政府合作, 以北京市的土地储备作为抵押, 按基础设施债权投资的方式进行运作。
7	民间投资	建银精瑞筹备的公共租赁住房建设投资基金已由发改委报送国务院审批, 计划首期募集资金 100 亿元。
8	国企投入	延长石油集团为陕西省保障房建设投入资金 30 亿元。
9	地方政府债券	6 月 21 日, 财政部公布的发债计划显示, 2011 年将发行 2000 亿元的地方债, 与前两年持平, 资金将优先用于保障房建设。6 月 17 日财政部公布 2011 年首次代理发行面值总额 504 亿元地方债的计划, 发行主体集中于中西部地区, 包括陕西 (34 亿元)、山东 (31 亿元)、云南 (40 亿元)、重庆 (25 亿元) 等 11 个省区市。 国家发改委发布《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》推动企业债进入保障房融资; 1)、6 月 13 日, 北京市丰台区政府利用治下平台公司, 发行了总计 20 亿元的企业债。这些募集的资金将被定向用于丰台区长辛店老镇西区经济适用房及商业金融用地土地一级开发项目等。河北省置入融资平台的保障性住房项目估值已经超过 200 亿元。2)、目前北京住总集团、北京首开集团和北京金隅集团 3 家地产巨鳄都在申请发行保障性住房专项企业债。中金公司预计, 今年地方政府保障房投资约有 700 亿元将由保障房相关的城投债完成。
10	企业债	
11	中央代发国债	上述“地方政府债券”中的 504 亿, 有的报告将其归类为中央代发国债
12	公积金增值收益	上半年, 上海获得了 15 亿元公积金净收益投入。
13	信托资金	1)、投资于有保障房性质的信托计划, 今年已累计发行规模达 58.9 亿元。其中包括社保基金以信托产品形式投资保障性住房, 即上文社保基金中投入南京的 30 亿元。2)、据用益信托工作室统计, 今年 1~5 月, 共有 9 家信托公司发行了 21 款保障房集合信托项目, 发行规模为 65 亿元, 占比上升到 2.74%。
14	银行贷款 (应该包括 2011 年一季度人民币房地产开发贷款新增 1678 亿元, 余额同比增长 17.0%, 比上年同期回落 6.5 个百分点, 其中, 保障性住房开发贷款新增 651 亿元, 比年初增长 40.1%,	

高出同期房地产开发贷款比年初增速 34.8 个百分点。(冬龙注: 倘若今后三个季度保持这样增速, 全年预计通过银行贷款筹集资金约 2604 亿元) 购房贷款新增 3416 亿元, 余额同比增长 23.2%, 比上年末和上月末分别回落 6.3 和 0.9 个百分点。注: 保障性住房包括两限商品住房、经济适用房、政策性租赁房以及廉租房等具有社会保障性质的住房。

- | | | |
|----|-------------------|---------|
| 15 | 房地产信托投资基金 | 待发展 |
| 16 | 工矿企业和被改造的
职工筹集 | 3400 亿元 |

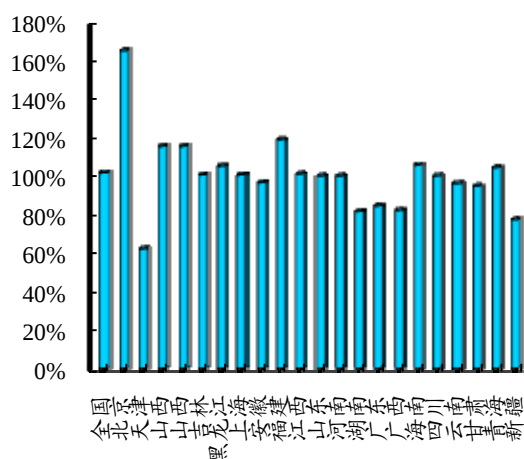
数据来源: 住建部、央行、世联楼市、财政部、经济观察报等、国泰君安证券研究

图 7: 历年保障房建设计划



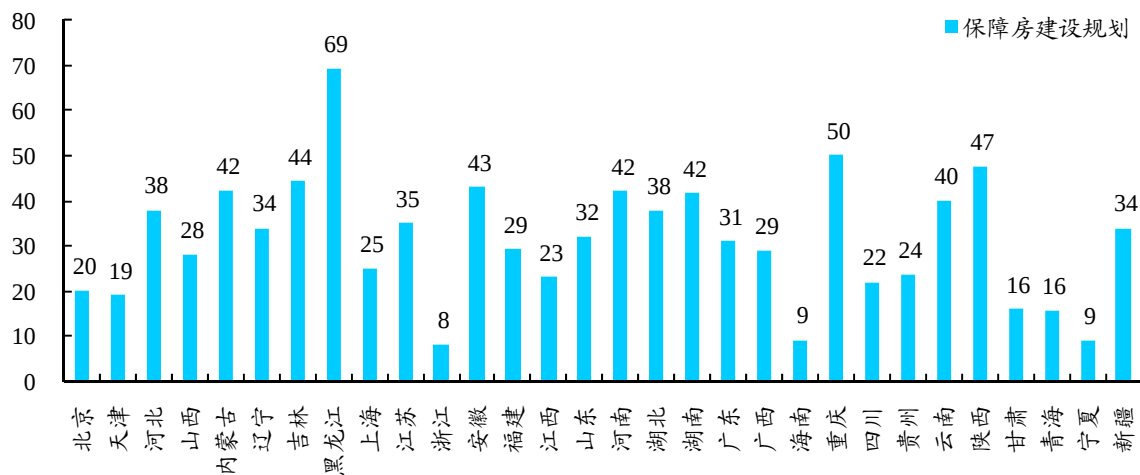
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 8: 2010 年保障房开工率基本达标



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

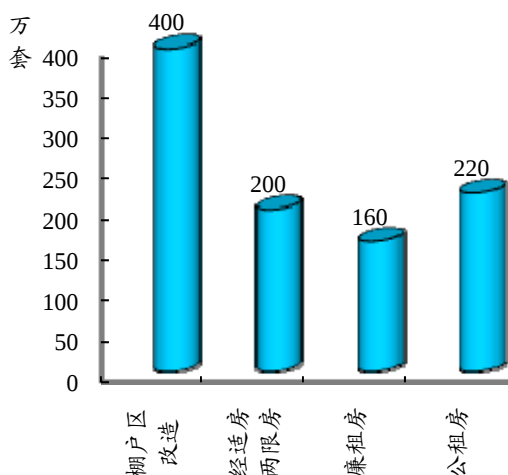
图 9: 2011 年各省市保障性住房建设目标责任 (万套)



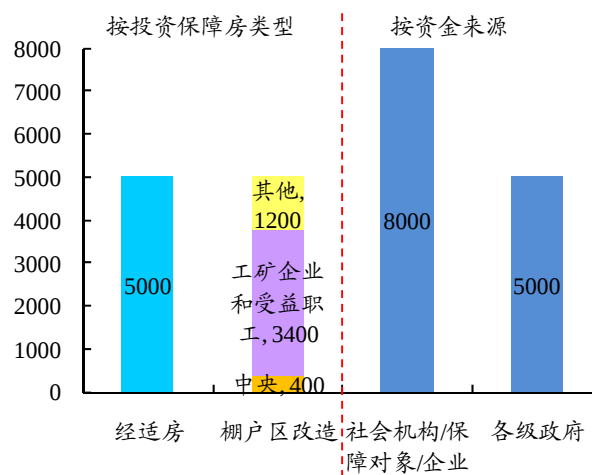
数据来源: 住建部等公开资料、国泰君安证券研究 注: 上海为 1500 万平米的估算套数; 西藏 3 年建设 3 万套。

图 10: 2011 年 1000 万套保障房分解

图 11: 2011 年保障房投资方向与来源



数据来源：公开资料、国泰君安证券研究



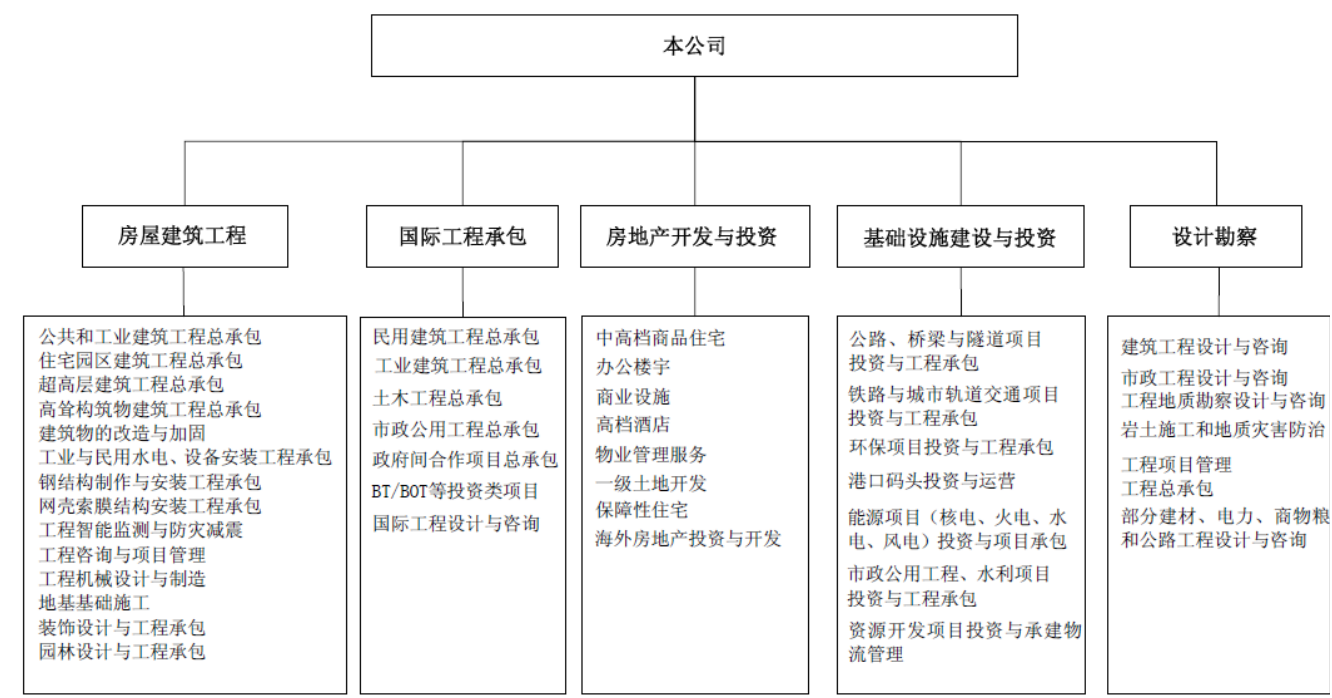
数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

图 12：中国建筑股权及子公司情况



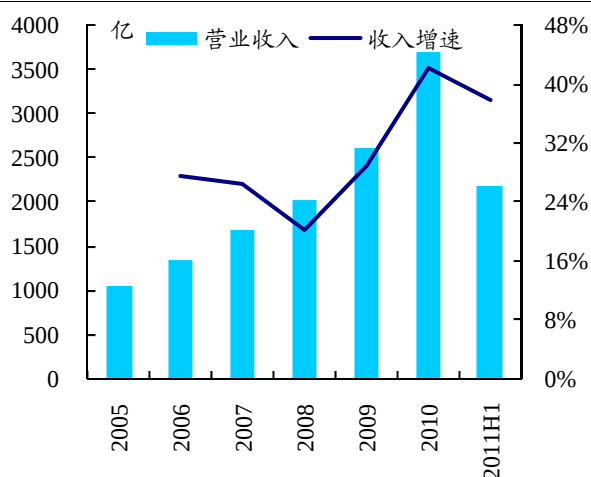
数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 13：中国建筑的业务分块



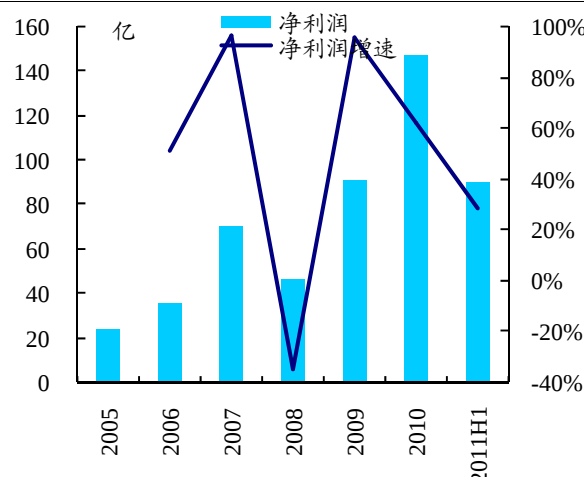
数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 14：中国建筑收入情况（亿元）



数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 15：中国建筑净利润情况（亿元）



数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 16：中国建筑分板块收入情况（亿元）

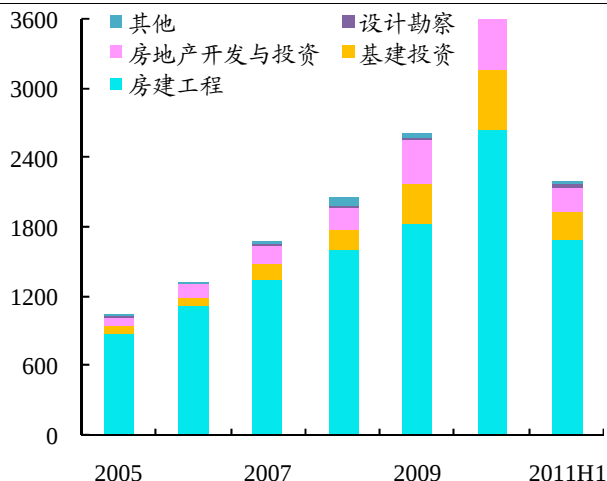
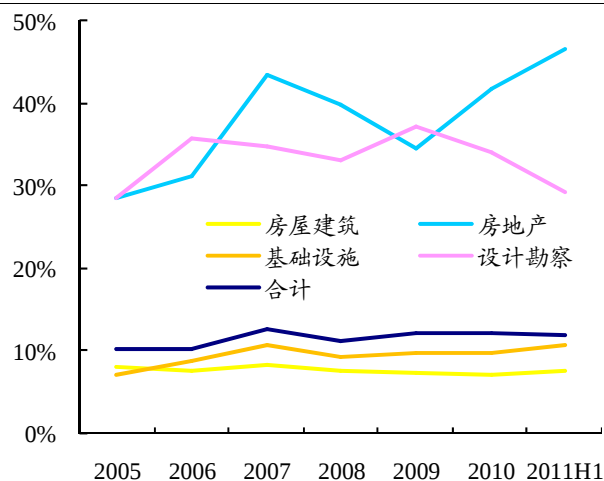


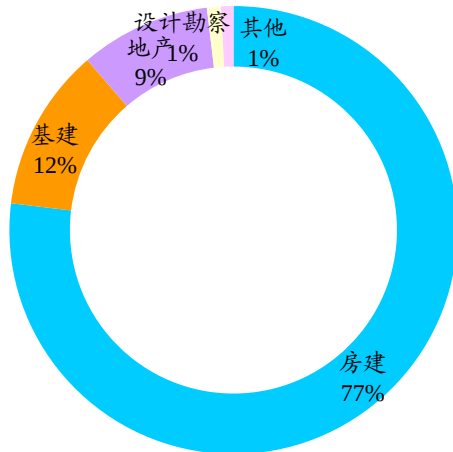
图 17：中国建筑分板块毛利率情况



数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

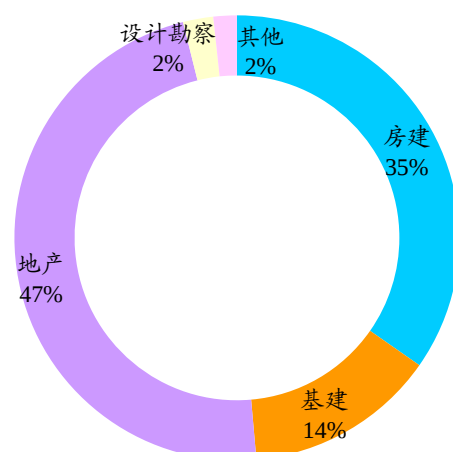
数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 18: 中国建筑 11 年中期收入分类占比



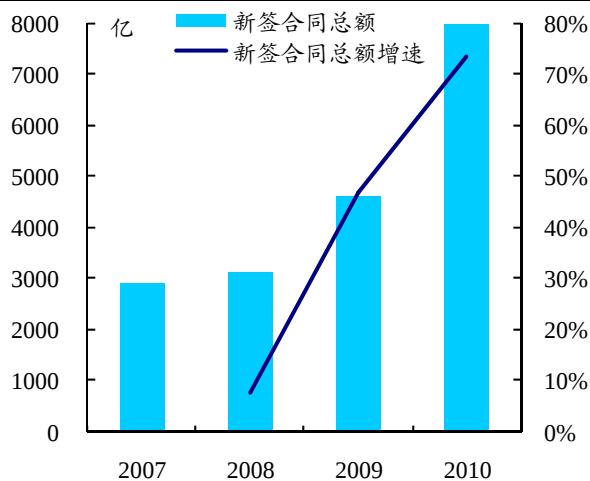
数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 19: 中国建筑 11 年中期营业利润分类占比



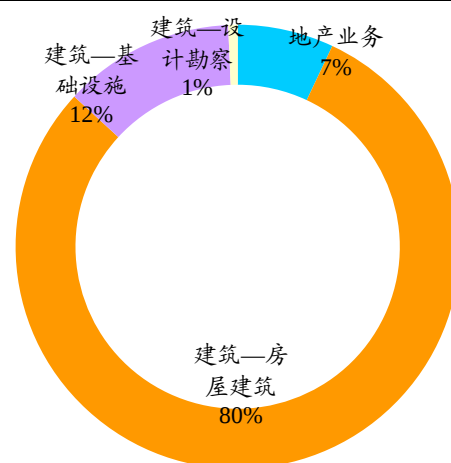
数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 20: 中国建筑新签合同总额及增速



数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

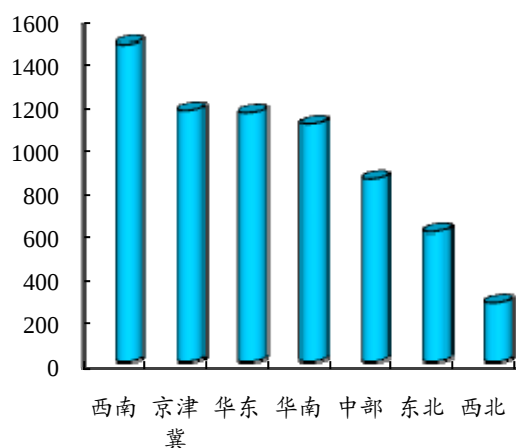
图 21: 中国建筑 2010 年新签合同结构



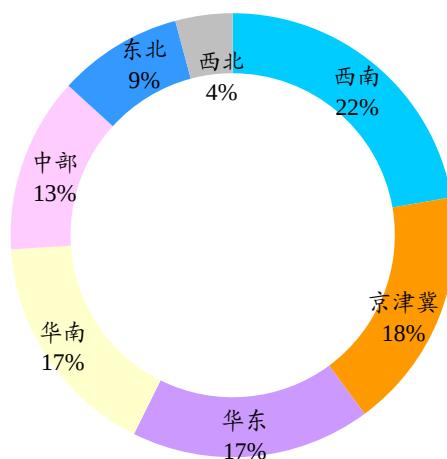
数据来源：中国建筑，国泰君安证券研究

图 22: 中国建筑 2010 年新签合同地区分布 (亿)

图 23: 中国建筑 2010 年新签合同地区分布结构

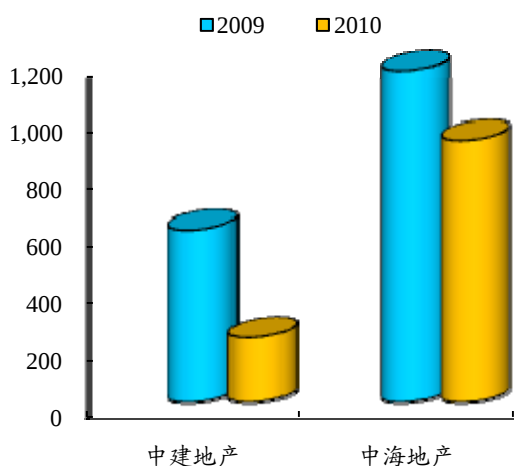


数据来源: 中国建筑, 国泰君安证券研究



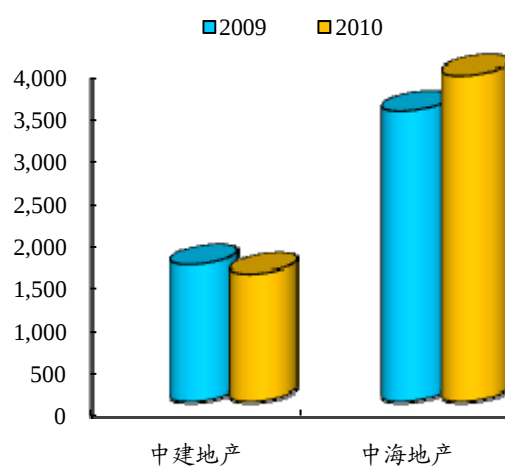
数据来源: 中国建筑, 国泰君安证券研究

图 24: 地产业务新购置土地面积 (万平米)



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 25: 地产业务储备土地面积 (万平米)



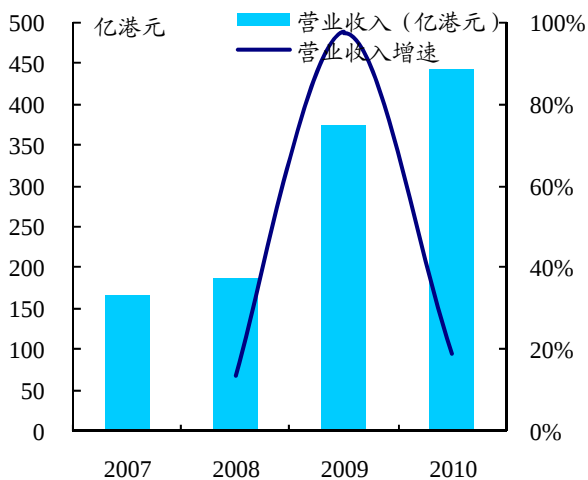
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

表 4: 中海地产 2011 年新增土地储备情况

日期	城市	项目名称	权益	土地面积 (平方米)	总楼面面积 (平方米)	权益楼面面积 (平方米)	土地价格 (百万元)
13/1/2011	长沙市	大河西先导区洋湖垸地块	100%	359,654.00	1,378,410.00	1,378,410.00	2,130.63
13/1/2011	长春市	高新区地块	100%	190,550.00	581,100.00	581,100.00	664.90
13/1/2011	长春市	南关区地块	100%	145,285.00	237,700.00	237,700.00	714.00
25/1/2011	中山市	石岐区北部地块	100%	72,833.00	241,950.00	241,950.00	440.00
26/1/2011	烟台市	高新区世贸路地块	100%	81,217.66	293,000.00	293,000.00	801.00
25/2/2011	青岛市	李沧区河南南庄社区地块	100%	372,137.90	1,551,709.00	1,551,709.00	3,285.76
25/2/2011	大连市	高新园区七贤岭地块	100%	82,563.00	294,772.00	294,772.00	880.00
1/3/2011	南昌市	朝阳新城地块	100%	176,082.00	457,195.00	457,195.00	1,357.27
16/3/2011	呼和浩特市	小台地块*	100%	72,856.78	214,001.80	214,001.80	420.00
合共:				1,553,179.34	5,249,837.80	5,249,837.80	10,693.55

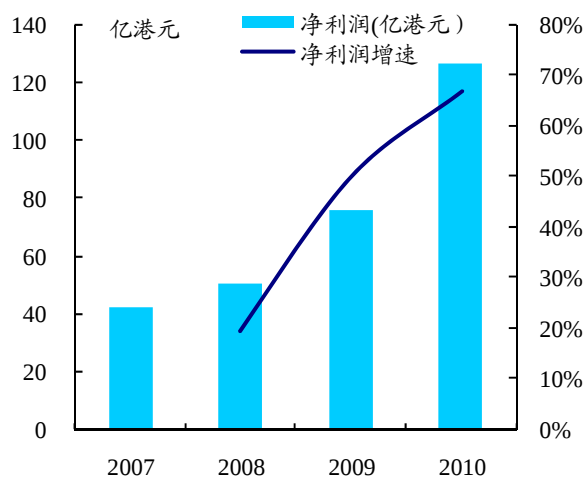
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 26: 中国海外发展收入及增速



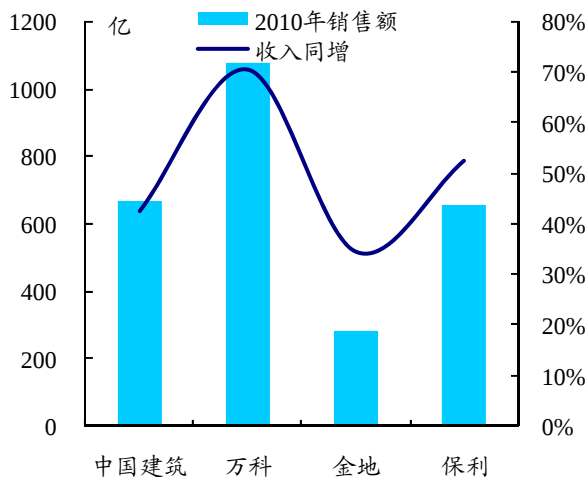
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 27: 中国海外发展净利润及增速



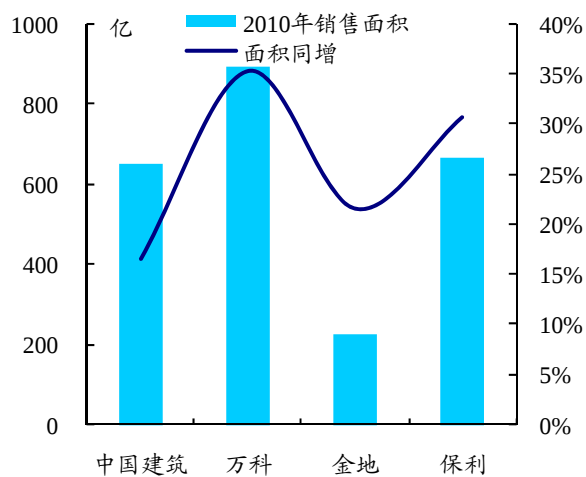
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 28: 中国建筑与其他地产企业销售额比较



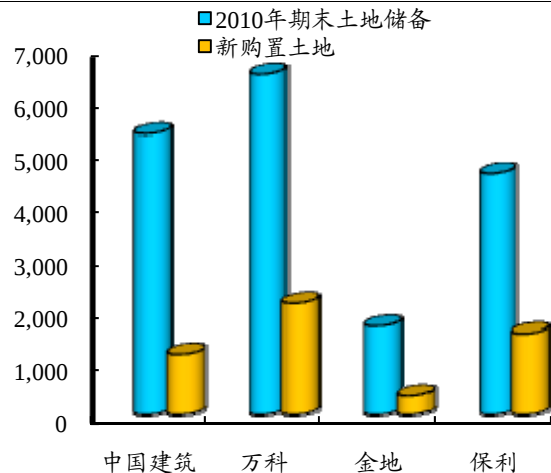
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 29: 中国建筑与其他地产企业销售面积比较



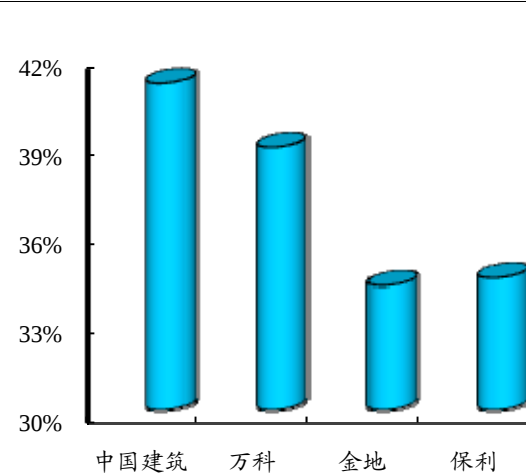
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 30: 中国建筑与其他地产企业土地储备比较



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 31: 中国建筑与其他企业地产业务毛利率比较



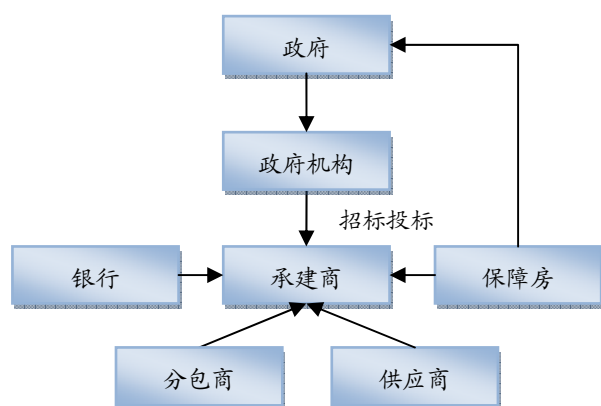
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

表 5: 中国建筑六种保障房开发模式情况

模式	内容	竞标选择	价格	付款	优势	开发收益	在施项目规模
承包	施工总承包	公开竞标/邀请议标	确定总价/确定单价	10%预付或/无预付; 月度付款或阶段付款	大型企业易中标, 项目具有持续性。	3%-6%	680 万 m ²
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	签约首付 20%, 结构封顶支付 80% 按揭。	由于限价出售, 企业成本能得到有效控制。	3%-10%	120 万 m ²
	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%	20 万 m ²
投资	BT	招投资人加承建商	竞价、议价	项目资本金加银行贷款	政府有回购保证, 销售由政府处理	8%-10%	200 万 m ²
经营	BOT、BOO	混合开发	通过土地出让价格调整开发商利益	租金回收	形成资产积累, 现金流好	--	--
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	多个子项目综合协调	政府提供土地、回购保证, 企业提供开发建造、土地勘察、设计、整理、售楼、物业管理等, 按服务质量收费	8%	100 万 m ²

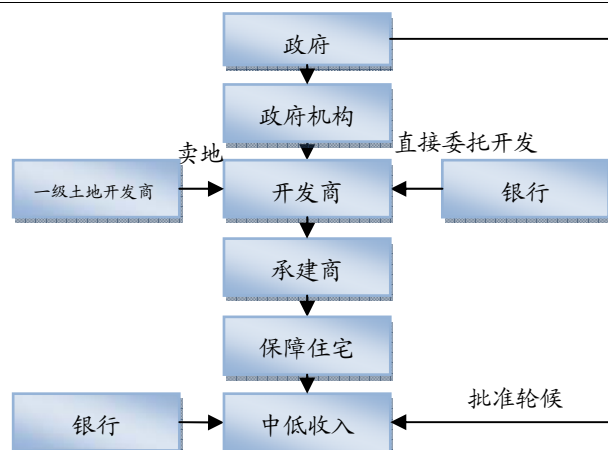
数据来源: 中国建筑、国泰君安证券研究

图 32: 中国建筑保障房总承包模式



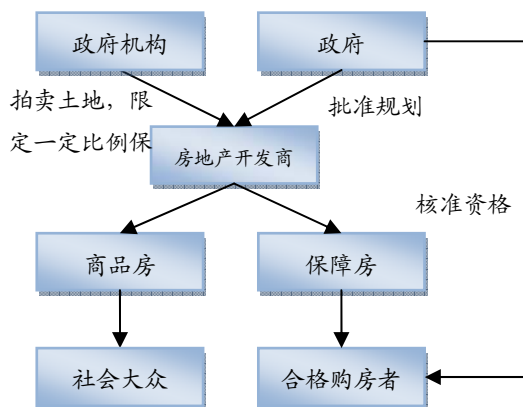
数据来源: 国泰君安证券研究

图 33: 中国建筑保障房限价开发模式



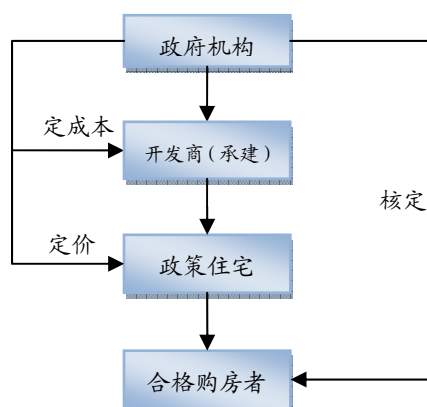
数据来源: 国泰君安证券研究

图 34: 中国建筑保障房混合开发模式



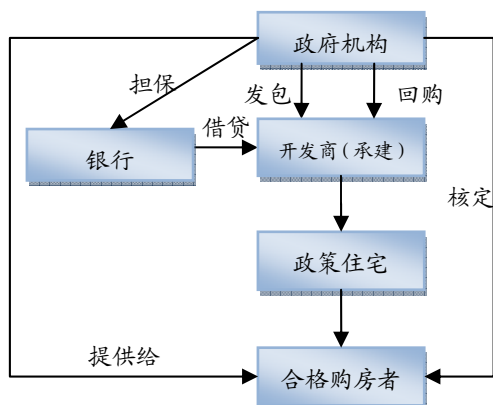
数据来源: 国泰君安证券研究

图 35: 保障房服务 (成本+酬金) 竞标模式



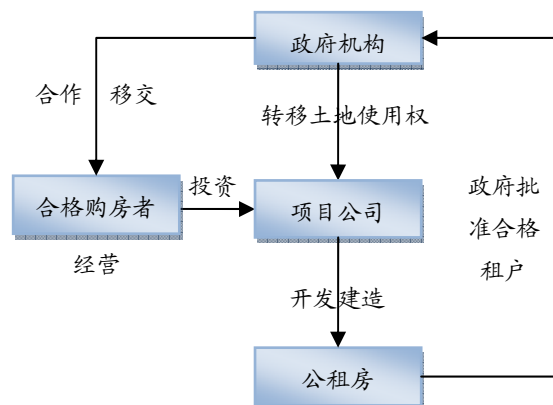
数据来源: 国泰君安证券研究

图 36: 中国建筑保障房投资 (BT) 模式



数据来源: 国泰君安证券研究

图 37: 中国建筑保障房经营 (BOO, BOT) 模式



数据来源: 国泰君安证券研究

表 6: 中国建筑各专业性业务经营情况

2011 年中期	营业收入亿元	同增	营业利润亿元	毛利率
中建园林	4.9	103%	0.1	12.3%
中建钢构	24.8	-28.3%	1.7	10.9%
中建商混	14	21.9%	0.9	17.2%
中建装饰	62.2	4.1%	1.6	9.8
中建设计	22.6	19.2%	2.6	29.2%

数据来源: 中国建筑、国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名，2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

张琨（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110090085

电话: 021-38674754

邮箱: zhangkun008742@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员，上海财经大学数量经济专业硕士，2010 年加入国泰君安证券。

王丽妍:

执业资格证书编号: S0880511080002

电话: 021-38674623

邮箱: wangliyan008084@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员，清华大学金融硕士，2009 年加入国泰君安证券。

熊昕（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880111030019

电话: 021-38676715

邮箱: xiongxin009291@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员，丹麦罗斯基勒大学生物信息学硕士，2010 年加入国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		