



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年3月8日

建筑

研究部

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080209070098
wuhm@cicc.com.cn

张松

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010055
zhangs2@cicc.com.cn

量的增长是表面, 质的飞跃是关键

现行保障性住房模式探讨

投资提示:

保障性住房将是贯穿 2011 年的核心投资主题, “十二五” 规划明确提出, 未来五年将新建 3,600 万套保障性住房, 包括 2011 年 1,000 万套, 2012 年 1,000 万套, 2013-2015 年共 1,600 万套。我们认为, 当前市场并没有充分认识到保障性住房开发给建筑施工类公司带来经营模式的变革和盈利能力的提升, 我们看好国内房屋建筑龙头企业的长期发展, 积极推荐 A 股的中国建筑和 H 股的中国建筑国际。

理由:

- 1、**现阶段保障性住房的模式有哪些?** 自 2010 年国家加大保障性住房建设力度以来, 现阶段国内保障性住房开发模式主要包括施工总承包、限价开发、提供服务、投资开发、城市综合开发等五种模式(详细介绍见文中表格), 以施工工程换土地、以保障性住房换商品房开发、以房建换基建, 借助保障性住房大规模的发展, 相关公司有望快速实现市场优质资源的集中和市场份额的显著提升;
- 2、**参与保障性住房的盈利能力提升空间?** 现阶段房屋建筑公司营业利润率普遍在 2% 上下, 而按照以上五种模式参与保障性住房建设, 营业利润率普遍在 3%-6% 之间, 甚至可以达到 10% 以上, 即同等规模下, 盈利水平有望提升 5 倍, 长期上看, 将有望显著提升房屋建筑公司的综合盈利水平;
- 3、**大型房建公司的综合优势?** 我们认为, 保障性住房将是大型建筑公司的主战场, 理由包括: 1) 国企背景, 参与保障性住房建设是企业战略所需; 2) 专业具备优势, 包括房屋建筑施工、房地产开发经验丰富; 3) 跟地方政府、地方银行关系深厚, 资信等级较高; 4) 现金流相对稳定, 支持项目开发;
- 4、**中国建筑系的目前参与情况?** 据不完全统计, 中国建筑(601668.ch)自 2010 年以来以施工总承包方式承建超过 600 万平米, 以房地产开发模式超过 100 万平米, 再加上投资 200 万平米, 综合开发 100 万平米, 累计在施工项目规模超过 1,000 万平方米, 占其全部房建面积比例近 4%; 中国建筑国际(3311.hk)目前保障性住房投资类合同额达 42.1 亿元, 占其全部在手订单的比例达 10.8%。

估值与建议:

当前股价下, 中国建筑 2010、2011 年市盈率分别为 13.2 倍和 10.4 倍, 与其它地产公司相比, 公司现金流充裕, 且在保障性住房领域拥有“建筑+地产”的优势, 目前公司估值处于建筑和地产板块的底部, 维持“推荐”的投资评级。

中国建筑国际 2010、2011 年市盈率分别为 23.9 倍和 16.4 倍, 我们看好公司在中国大陆以及香港市场的增长前景, 尤其是在中国保障性住房市场的发展, 维持“推荐”评级, 目标价为 9.2 港币, 对应当前价格有 22.2% 的上涨空间。

风险:

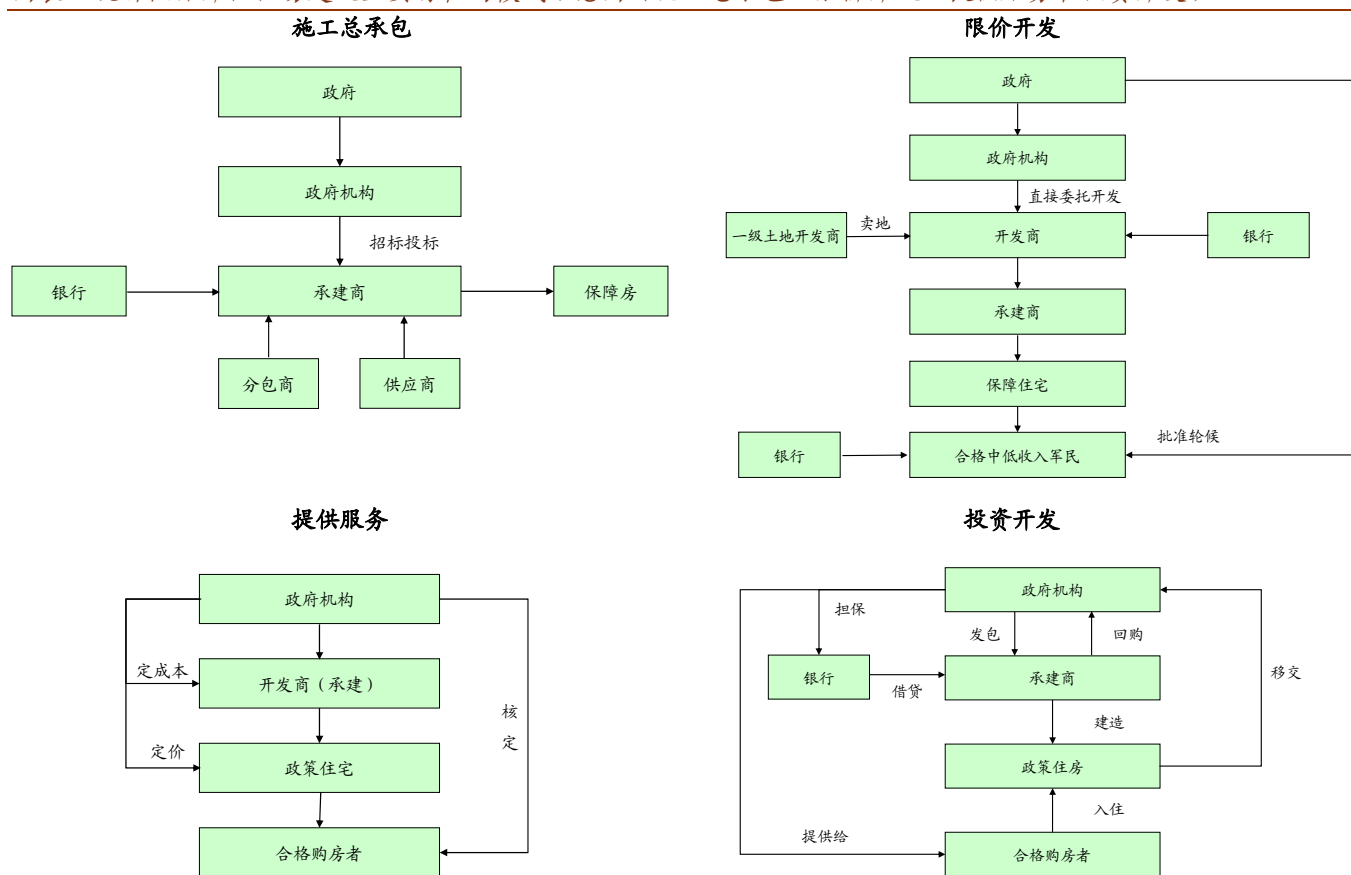
保障性住房投资放缓, 信贷紧缩。

图表 1:现阶段保障性住房建设主要存在的模式及优劣势比较

模式	内容	竞标选择	价格	付款	优势	开发收益
施工总承包	施工总承包	公开招标/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%
限价开发	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%
提供服务	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	n.a.	政府作为保底, 基准价定低, 政府补差, 售不出政府回购, 公共设施政府收回	3%-6%
投资开发 (BT)	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	n.a.
城市综合开发	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	n.a.	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%

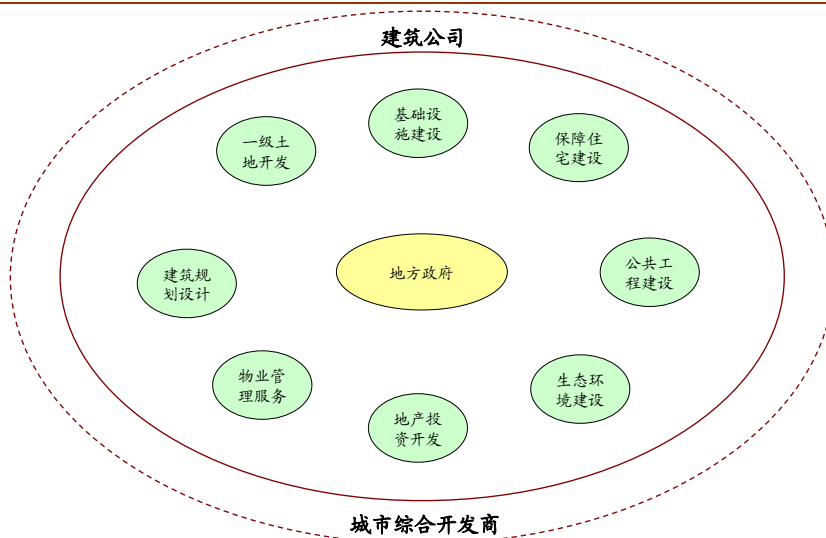
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2:现阶段保障性住房建设主要存在的模式示意图（施工总承包、限价开发、提供服务和投资开发）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 现阶段保障性住房建设主要存在的模式示意图（城市综合开发）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 中国建筑(601668.SH)现阶段参与保障性住房情况汇总

模式	在施项目规模（平米）
施工总承包	600万以上
限价开发	100万以上
提供服务	20万
投资开发（BT）	200万
城市综合开发	100万
合计	1,000万以上
中国建筑房建施工面积	3.02亿
保障性住房占比	3.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 中国建筑国际(03311.HK)现阶段参与保障性住房情况汇总

项目	公布日期	工期	合同额 (百万港币)	建筑面积 (万平米)	业主	备注
军粮城示范镇还迁房（BT）	10-7-7	2年	1,400	50	天津政府	项目位于天津市东丽区。公司负责以BT模式兴建其中两个标段，总建筑面积为50万平方米，建设期为两年
天津市东丽区金钟街还迁安置房	10-11-9	18个月	810	30	天津政府	项目位于天津市东丽区金钟街，总建筑面积为30万平方米，建设期约为18个月
重庆市合川区还迁安置房和公共租赁住房项目（BT）	11-2-11	24个月	2,000	78	重庆市政府	项目位于重庆市合川区，包括建筑面积为37.5万平方米的还迁安置房和建筑面积为40.0万平方米的公共租赁住房及配套工程。还迁安置房与公共租赁住房将分别于2011年第一季度和下半年开工，建设期均约为24个月
合计			4,210	158		
公司在手合同额			38,900			
保障性住房占比			10.8%			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值表

公司名称	当前股价 11-3-7	市值 (百万美元)	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
			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)	(USD)													
Fluor Corp.	71.31	12,590	3.83	2.14	3.32	18.6	33.3	21.5	-6.9%	3.8	3.5	3.0	20%	11%	15%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	49.60	6,269	3.26	2.38	2.56	15.2	20.9	19.4	-11.5%	2.3	2.1	1.9	n.a.	9%	10%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	41.05	3,492	0.18	2.16	1.65	228.1	19.0	24.9	202.4%	2.4	2.2	2.0	7%	10%	8%	67%	8%	2%
KBR Huston	35.37	5,350	1.74	1.99	2.18	20.3	17.8	16.2	11.8%	2.4	2.3	2.0	n.a.	14%	14%	65%	7%	3%
平均值		6,925				70.6	22.7	20.5	49.0%	2.7	2.5	2.2	13%	11%	12%	60%	9%	3%
中间值		5,809				19.5	19.9	20.4	2.5%	2.4	2.3	2.0	13%	11%	12%	62%	7%	3%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	43.35	33,697	2.94	3.18	3.35	14.7	13.6	13.0	6.7%	2.4	2.1	2.0	17%	16%	16%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	34.04	17,424	3.76	3.11	3.36	9.1	11.0	10.1	-5.5%	1.4	1.3	1.2	17%	12%	12%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	126.50	8,419	8.42	8.60	11.78	15.0	14.7	10.7	18.2%	2.7	2.7	2.3	18%	19%	25%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	68.81	7,413	2.62	3.19	4.12	26.3	21.5	16.7	25.5%	2.1	1.7	1.6	10%	10%	12%	76%	n.a.	1%
平均值		16,738				16.3	15.2	12.6	11.2%	2.1	2.0	1.8	15%	14%	16%	78%	8%	3%
中间值		12,921				14.9	14.2	11.8	12.5%	2.2	1.9	1.8	17%	14%	14%	77%	8%	3%
日本	(JPY)	(JPY)	(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	342	3,288	8.01	-8.73	14.39	42.7	-39.2	23.8	34.0%	0.8	0.9	0.9	2%	-1%	4%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	209	2,691	-6.20	13.02	12.84	-33.7	16.1	16.3	n.a.	0.8	0.9	0.8	-2%	5%	5%	84%	6%	2%
Taisei	185	2,569	-22.93	19.24	10.78	-8.1	9.6	17.2	n.a.	0.6	0.7	0.7	-5%	7%	4%	78%	8%	1%
Obayashi	353	3,102	15.24	-74.21	23.24	23.2	-4.8	15.2	23.5%	0.6	0.8	0.7	3%	-15%	5%	74%	6%	1%
平均值		2,913				6.0	-4.6	18.1	28.8%	0.7	0.8	0.8	-1%	-1%	4%	80%	7%	2%
中间值		2,897				7.5	2.4	16.7	28.8%	0.7	0.8	0.8	0%	2%	5%	80%	7%	2%
香港	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	5.05	15,046	0.37	0.43	0.53	13.7	11.9	9.5	20.5%	1.6	1.4	1.2	11%	11%	13%	79%	6%	2%
中国铁建	8.36	13,438	0.61	0.39	0.91	13.8	21.4	9.2	22.1%	1.7	1.5	1.3	11%	13%	14%	81%	6%	2%
中交建	5.92	11,268	0.55	0.71	0.89	10.7	8.4	6.7	26.8%	1.4	1.2	1.0	13%	14%	15%	75%	10%	3%
中国中冶	3.14	11,301	0.27	0.32	0.39	11.8	10.0	8.1	20.6%	1.4	1.3	1.1	12%	11%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	7.53	2,887	0.21	0.32	0.46	36.3	23.9	16.4	49.0%	5.2	4.4	3.7	14%	19%	23%	67%	9%	5%
平均值		8,485				17.3	15.1	10.0	27.8%	2.3	2.0	1.7	12%	14%	15%	77%	8%	3%
中间值		11,268				13.7	11.9	9.2	22.1%	1.6	1.4	1.2	12%	13%	14%	79%	9%	3%
国内A股	(RMB)	(RMB)	(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	4.73	15,046	0.32	0.36	0.43	14.6	13.2	10.9	15.6%	1.7	1.5	1.4	11%	11%	13%	79%	6%	2%
中国铁建	7.17	13,438	0.53	0.33	0.73	13.4	21.8	9.8	17.1%	1.7	1.6	1.4	12%	7%	14%	81%	6%	2%
中国建筑	3.65	16,683	0.19	0.28	0.35	19.1	13.2	10.4	35.4%	1.6	1.4	1.3	8%	11%	13%	70%	8%	2%
中国中冶	4.10	11,301	0.22	0.23	0.28	18.5	17.7	14.4	13.3%	2.1	1.9	1.7	11%	11%	12%	80%	10%	3%
葛洲坝	13.45	7,146	0.38	0.48	0.58	35.5	28.1	23.2	23.7%	5.7	4.4	3.9	16%	16%	17%	78%	6%	5%
中铁二局	11.35	2,523	0.47	0.69	0.88	24.2	16.5	12.9	36.9%	4.0	3.3	2.8	16%	20%	21%	82%	4%	2%
隧道股份	11.51	1,292	0.49	0.61	0.74	23.4	18.7	15.5	22.8%	2.1	2.0	1.8	9%	11%	12%	78%	6%	2%
粤水电	14.00	709	0.26	0.30	0.40	54.5	47.1	34.8	25.1%	3.3	3.2	3.0	6%	7%	9%	68%	7%	3%
安徽水利	18.50	629	0.20	0.88	0.59	94.7	21.0	31.4	73.7%	6.7	5.0	4.3	7%	24%	14%	76%	11%	2%
平均值		7,641				33.1	21.9	18.2	29.3%	3.2	2.7	2.4	11%	13%	14%	77%	7%	2%
中间值		7,146				23.4	18.7	14.4	23.7%	2.1	2.0	1.8	11%	11%	13%	78%	6%	2%

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