

中国建筑 (601668. SH)

建筑地产龙头地位获得高度认可

— 中国建筑 IPO 发行价格点评

周户 唐笑
86-10-5836 2787
tangxiao@bhq.com

事件：7月24日中国建筑发布公告，此次中国建筑A股首发网上网下共冻结资金18570亿元，其中网上为8875.7亿元。根据发行方案，最终确定网上向网下回拨12亿股，网下和网上最终发行规模均为60亿股，网上网下中签率也分别调整至2.83%和2.61%。本次发行价格为4.18元/股，该价格对应的08年市盈率为51.29倍。

核心观点：

1、公司是中国最大建筑房地产综合企业集团，中国最大房屋建筑承包商。主要业务包括房建工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、设计勘察，08年收入构成分别为80.50%、8.87%、9.42%、1.20%，08年贡献利润构成分别为42.17%、6.66%、48.60%、2.57%，房地产开发与投资占收入比重不到10%，但是能够贡献一半左右的利润，也是构成公司盈利波动的最主要因素。

2、房地产是公司盈利能力最强的部门，利润贡献快速增长。公司的房地产业务由中海地产和中建地产来具体运作。中海地产作为公司最早创立的房地产业务品牌，也是公司房地产业务最主要的载体。中国海外以在中国内地经济较发达的一、二线城市（以直辖市、省会城市为主），以及港澳地区开发高中档住宅为主。截至2009年6月底，中国海外在内地、香港共22个城市和地区拥有土地储备超过2373万平方米，其中，权益部分为2,122万平方米。中建地产则主要从事二线城市周边地区和三、四线城市中低档住宅的开发业务，致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一，与中海地产的一二线城市布局、高端路线形成互补。公司目前的土地储备达1054万平米，平均地价还不到700元/平米。而本次募集资金的住宅投资项目均为中建地产开发项目，80亿元募集资金的到位将大大加快中建地产的发展。

3、公司09年上半年预计实现利润22亿元左右，预计全年实现利润为46.60亿元，实现EPS为0.155元。其中，地产贡献利润25.63亿元，房建工程贡献利润17.71亿元。预计10年公司实现利润60亿元，实现EPS为0.2元。

4、之前我们预计公司发行价在3.88-4.19元/股，分别对应09年25-27倍PE，这是目前A股市场上大部分房地产股的估值分布区间。我们认为申购资金已经给了中国建筑高程度的认可，发行价逼近估值上轨。我们预计中国建筑（601668）上市首日涨幅为20%-30%，对应首日价格区间为5.016-5.434元。

考虑到10年公司预测EPS为0.2元，给予公司1年内目标价：5.00元。

评级：

目标价格： ¥5.00

2009.07.24

关键数据

发行价

首日上市价 5.016-5.434

申购收益率

一年目标价 5.00

股本数据

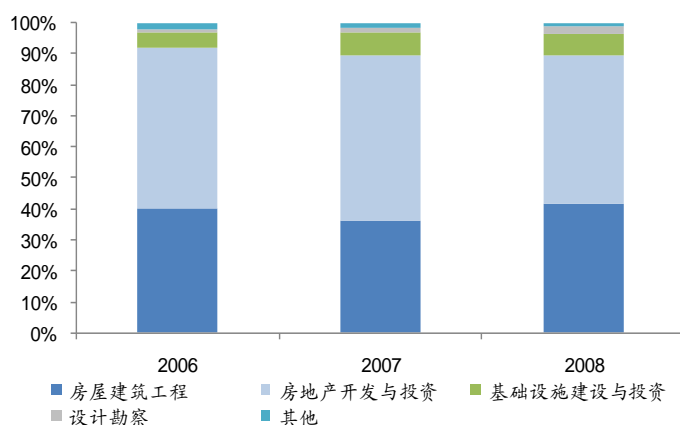
A股发行股数 120亿股

发行后总股本 300亿股

1. 房地产开发与投资为公司最大的利润贡献源

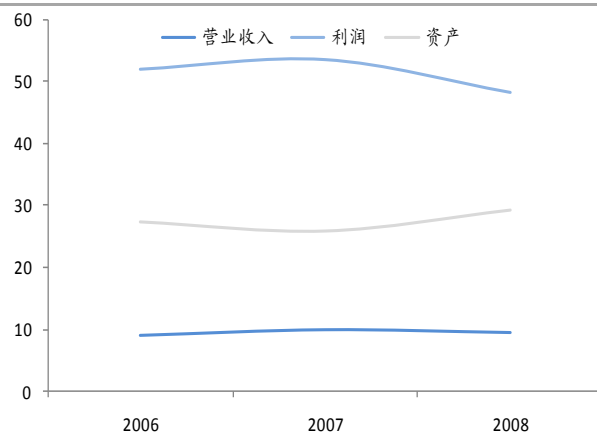
尽管房地产开发与投资业务收入在公司中的比重不到 10%，资产总额所占比重也不及 30%，但为公司贡献了 50%以上的利润，主要原因在于房地产业务毛利率相对较高。房地产业务为公司最大的利润贡献源。

图 1: 公司利润的行业结构分析 %



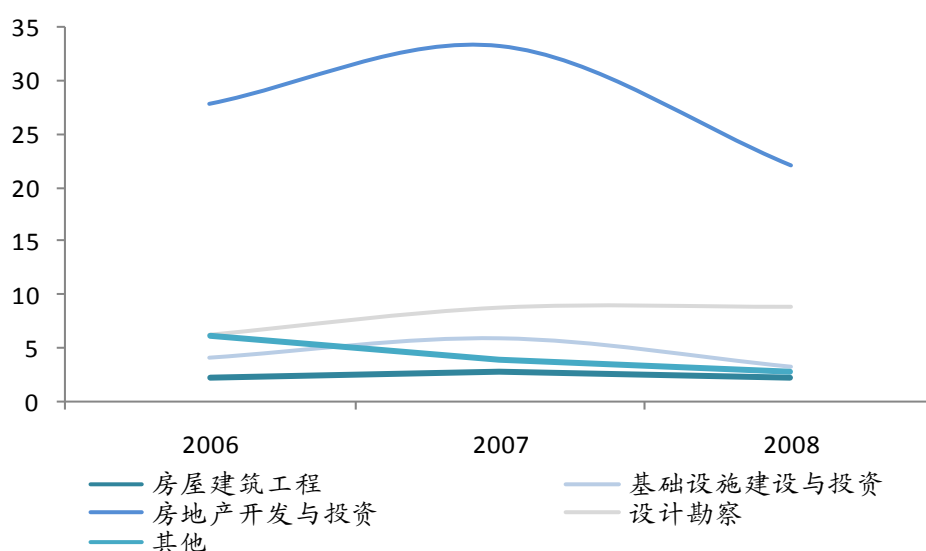
数据来源: 渤海证券研究所

图 2: 房地产营业收入、资产和利润在公司中比重 %



数据来源: 渤海证券研究所

图 3: 公司各业务利润率比较 %



数据来源: 渤海证券研究所

2. 中国建筑房地产开发综合实力雄厚

公司的房地产业务由中国海外和中建地产构成。中国海外作为跨地域、具有国家一级房地产开发资质的全国性房地产领军企业。1988年开始，利用在香港房地产市场积累的经验，拓展中国内地市场。目前，公司项目布局全国化，拥有 2373 万平方米土地储备，其员工主体均有五年以上房地产开发经验。而中建地产拥有国内外建筑工程承包、设计勘察、装饰园林以及基础设施投资建设一体化的业务链条。此种综合业务能力使得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业务的拓展方面具有突出的竞争优势，有利于降低房地产开发的成本，支撑经济适用房开发和建设业务成本控制优势。

表 1：公司主要房地产公司介绍

(%)	权益	产品类型	开发区域	经营模式	融资方式
中国海外	52	以高中档精品住宅物业为主，适当投资或持有核心城市优质的商业物业	一、二线城市（以直辖市、省会城市为主）以及港澳地区	以自主经营并设立区域公司的形式开展业务为主，部分项目考虑合作与合资开发	自有资金、银行贷款和资本市场融资等
中建地产	100	以各类中低档住宅、经济适用房及廉租房为主，并将大力开展新经济园区建设、新城规划建设以及一级土地开发等业务	二线城市周边地区及三、四线城市为主	以自主经营并设立项目公司的形式开展业务为主，部分项目考虑合作与合资开发。	自有资金、银行贷款和资本市场融资等

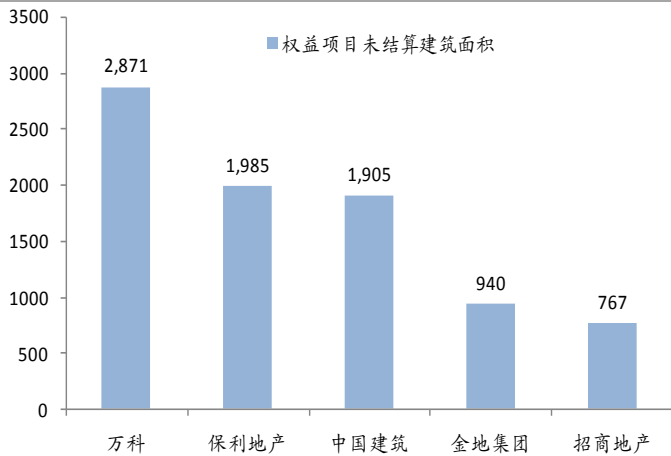
资料来源：公司公告

3. 土地储备丰富，但一线城市储备量不高

截止 2008 年 12 月 31 日，公司拟开发项目及在建项目中未竣工入伙的规划建筑面积约 3427 万平方米，其中权益面积为 1904.97 万平方米，仅次于万科和保利地产。从土地储备的区域结构来看，50.43%位于一、二线城市，49.57%位于其他区域，其中中国海外一线城市（北京、深圳、上海和广州）占比 16.2%，低于招保万金，省会城市占到 53.57%；中建地产，一二线城市占比为 23.77%，土地储备以三四线城市为主。从项目的平均建筑面积看，公司为 25.88 平方米/个，中国海外为 32.66 平方米/个，中建地产为 16.69 平方米/个，项目偏大，不利于提高资产周转率。

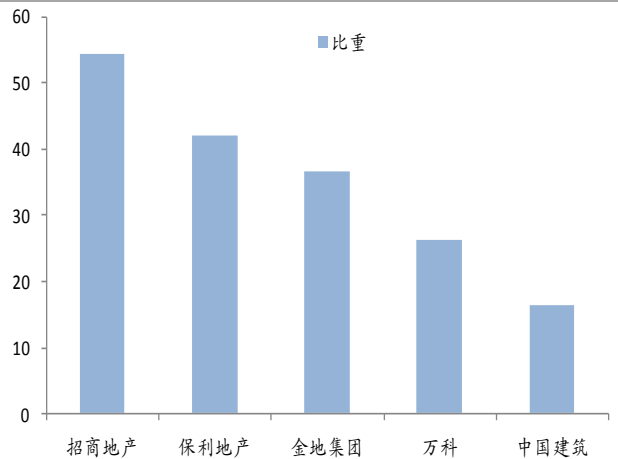
公司 09 年上半年预计房地产销售收入在 250 亿元左右，全年预计在 350 亿元左右。

图 4: 各公司 项目权益未结算面积比较 万平方米



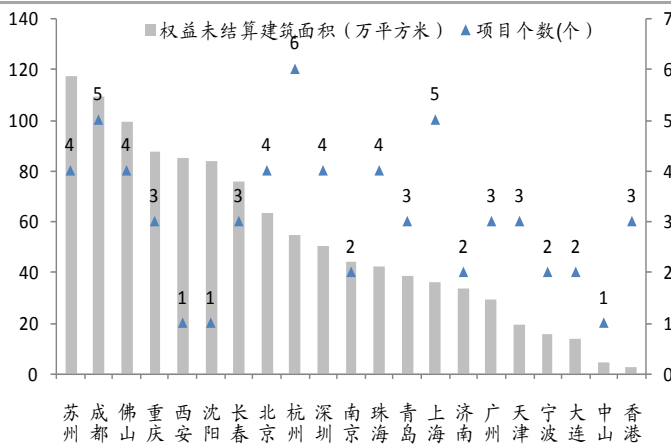
数据来源: 渤海证券研究所

图 5: 权益未结算面积中一线城市的比重 %



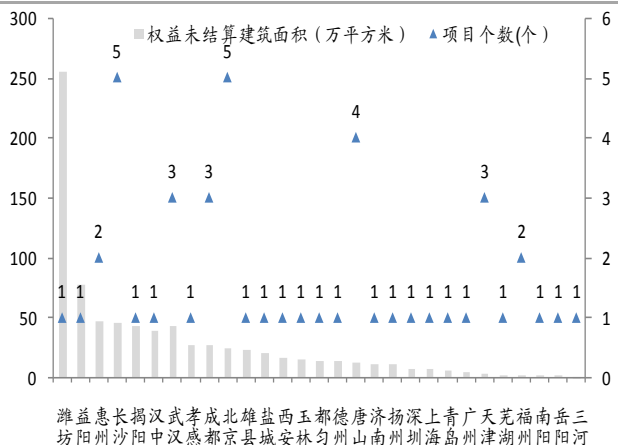
数据来源: 渤海证券研究所

图 6: 权益未结算面积中中国海外的项目情况



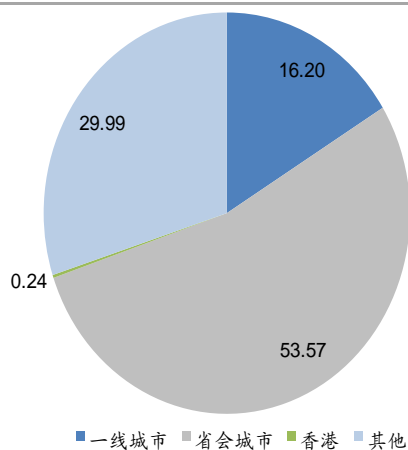
数据来源: 渤海证券研究所

图 7: 权益未结算面积中中建地产的项目情况



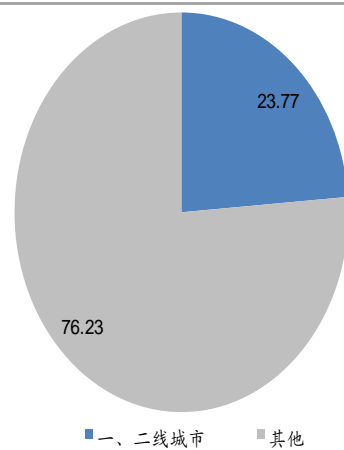
数据来源: 渤海证券研究所

图 8: 中国海外权益未结算面积的区域结构 %



数据来源: 渤海证券研究所

图 9: 中建地产权益未结算面积的区域结构 %



数据来源: 渤海证券研究所

4. 充足合同支撑房建和基建业务

图 9: 房屋建筑工程新签合同额与收入 亿元

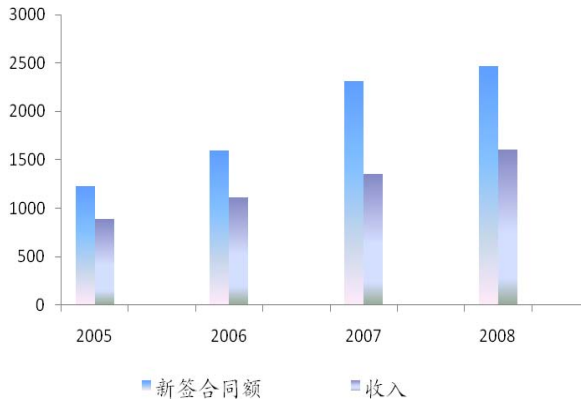
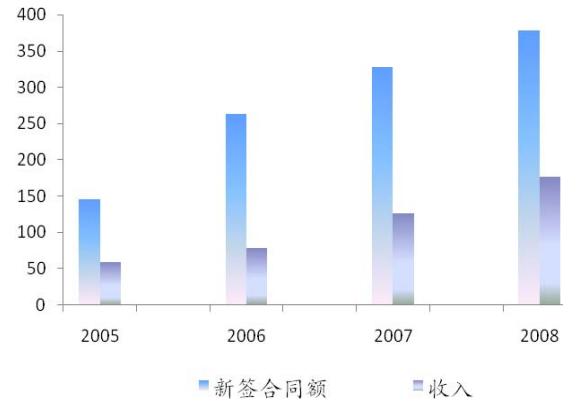


图 10: 基础设施建设新签合同额与收入 亿元



数据来源: 渤海证券研究所

数据来源: 渤海证券研究所

受益于基建投资拉动经济增长的契机以及房地产开工逐渐恢复, 公司的房屋建筑工程和基础设施建设并不缺少合同。为保守起见, 我们假设 09 和 10 年公司的房屋建筑工程收入增长均为 20%, 公司的基础设施建设以 30% 的速度增长。

5. 中建合理价值分析

公司 05-08 年分别实现利润 14 亿元、24 亿元、39 亿元、27 亿元, 08 年出现了较大幅度的利润下滑, 原因如下:

公司在 07 年有 10 个亿的职工福利费转入, 因此基数就高;

雪灾、地震以及奥运会造成的部分停工等影响公司 2.5 个亿左右的利润;

公司的 587 亿存货中, 537 亿都是地产, 08 年提取了大概 5 个亿的资产减值准备;

考虑到这些因素, 除去非经营因素造成的影响, 调整之后的 07-08 年利润分别为 29 亿元、34.5 亿元, 公司的经营是持续向好的, 利润年均增长 35.07%。

公司 09 年上半年预计实现利润 22 亿元左右, 预计全年实现利润为 46.60 亿元, 实现 EPS 为 0.155 元。其中, 地产贡献利润 25.63 亿元, 房建工程贡献利润 17.71 亿元。预计 10 年公司实现利润 60 亿元, 实现 EPS 为 0.2 元。

之前我们预计公司发行价在 3.88-4.19 元/股, 分别对应 09 年 25-27 倍 PE, 这是目前 A 股市场上大部分房地产股的估值分布区间。我们认为申购资金已经给了中国建筑高程度的认可, 发行价逼近估值上轨。考虑到 10 年公司预测 EPS 为 0.2 元, 给予公司 1 年内目标价: 5.00 元。我们预计中国建筑 (601668) 上市首日涨幅为 20%-30%, 对应首日价格区间为 5.016-5.434 元。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn