

深度报告
建筑工程行业
中国建筑(601668)

合理价位: 4.86-6.22 元 发行价: 4.18 元

2009年7月29日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	30,000.00/12,000.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	3,435.21/13,743.40
发行价格(元)	4.18
发行股本(百万股)	12,000.00

财务数据

净资产值(百万元)	16,351.06
每股净资产(元)	0.55
资产负债率	83.82%

相关研究报告:

《中国建筑：“建筑+房产”复合驱动下的综合性航母》——2009-7-14

分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

分析师: 李遵庆

电话: 0755-82130833-1827

E-mail: lizqing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

新股分析

依房建之池蓄势,凭地产之翼腾飞

●公司业绩波动与房地产行业景气“高度相关”

受益于城市化发展、FAI 增速加快及其对房屋建筑业的驱动,公司发展前景广阔。经测算,FAI 对房屋建筑总产值的“最低拉动乘数”为 13.8%,房屋建筑总产值增速依照 08 年上半年 FAI 增速推算将达 33.5%、未来几年将保持 24% 以上的速度增长。经论证,房屋建筑业需求与房地产业景气波动有高相关性,因公司房屋建筑与房地产业务加总的收入占比高达 88.3%,公司业绩波动与房地产行业景气度“高度相关”。业绩弹性因而也较传统建筑公司更大。

●“房建+地产”的复合型优势无可比拟

公司突出优势:“一流地产”+“优质建筑”的复合体,龙头品牌效应显著,行业领导地位突出,且市场化经营经验丰富,成本控制能力强。复合型优势体现在:以房建、地产业务为核心,打造高度一体化运营平台,各分部业务发挥着十分显著的协同效应,一体化规模优势显著。

●房地产业务上,中海、中建的“无缝对接”

我国房地产行业长期向好的支撑因素依然坚实,“中海地产”与“中建地产”在区域、资源和产品三方面有着很强的互补性,IPO 之后,将进一步推进内部业务联动,实现“无缝”对接,将覆盖行业价值链中从土地一级开发,到高端住宅销售的全部环节,规模优势将进一步增强。募资后,公司资金实力明显增强,随 09 年以来房产市场交易回暖、售价提升,由此带来的回报有望超预期。

●内生优势持续提升

随公司在采购环节、分包环节及激励机制等方面的成本控制能力不断增强,预计 09 年综合毛利率将略有提升;公司费用控制能力持续优于“两铁”,09 年营业税金及附加仍会小幅提升但实际所得税率有望小幅下降。

●综合绝对和相对估值结果,公司合理价值区间 4.86~6.22 元/股

受益于宏观环境趋暖及房地产投资升温,且融资将推动地产业务发展提速,公司盈利增长的预期强烈。公司价值中枢 5.54 元,给予“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	168,305.81	202,096.80	253,292	311,673	376,884
(+/-%)	26.35%	20.08%	25.3%	23.0%	20.9%
净利润(百万元)	4,916.97	2,745.48	4986	6675	7936
(+/-%)	103.90%	-44.16%	81.6%	33.9%	18.9%
每股收益(元)	0.27	0.15	0.17	0.22	0.26
EBIT Margin	5.63%	4.24%	5.0%	5.1%	5.1%
净资产收益率(ROE)	38.41%	17.85%	30.4%	37.7%	41.1%
市盈率(PE)	15.5	27.9	21.4	16.0	13.4
EV/EBITDA	20.1	28.7	22.3	20.6	18.9
市净率(PB)	5.89	4.92	6.50	6.01	5.52

投资摘要

估值、关键结论与投资建议

预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.17、0.22、0.26 元，综合绝对估值和相对估值结果，公司合理价值区间为 4.86~6.22 元/股，价值中枢为 5.54 元。

作为全球最大的住宅工程建造商、中国最大的建筑房地产综合企业集团，公司的业绩波动与房地产行业景气程度“高度相关”，公司的业绩弹性因而也较传统建筑公司更大。从属性上来讲，公司是进攻及防御兼备的投资品种。在宏观形势较好的情形下，利润弹性较大的地产业务能贡献较高的业绩，使公司具备传统建筑公司无可比拟的进攻性；而在宏观形势较差的情形下，“弱周期”特性的建筑业务又能贡献相对较为稳定的利润，使得公司又比绝大部分“强周期”行业的公司具备更好的防御性。

公司的核心盈利模式为：依托现有房屋建筑业务平台，通过产业链纵向一体化延伸，大力拓展房地产开发等高回报业务，倾力打造“房建+地产”高度一体化运营平台，同时最大化发挥平台协同优势，驱动公司的综合盈利能力不断增强，从而实现公司价值的长期稳定增长。

公司的突出优势在于其较为独特的复合型优势，通过“一流地产”与“优质建筑”的优化组合，以及旗下“中海地产”、“中建地产”在多方面的互补，各分部业务发挥着较为显著的协同效应，一体化规模优势突出。

受益于宏观环境趋暖及房地产投资升温，且融资将助推动地产业务发展提速，公司盈利增长的预期强烈。我们看好公司的未来成长，给予“推荐”评级。

核心假设或逻辑

我们的假设是基于 09 年以来宏观环境逐渐趋暖、房地产景气度回升且后期不再出现较为强烈的下降的判断前提之下，公司的房屋建筑、房地产开发等核心业务的发展因此而均会有所获益。

与市场预期的差异之处

通过仔细测算公司房产项目情况，特别是中建地产项目情况，我们判断中建地产即将步入规模回报期，有望成为公司业绩的另一个增长极。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、宏观经济波动风险
- 2、房地产行业因调控等因素出现景气下降或行业内竞争加剧风险

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	6
绝对估值法: 4.86-6.98 元/股.....	6
相对估值法: 4.81-6.22 元/股.....	6
给予“推荐”的投资评级.....	7
公司业绩波动与房地产行业景气“高度相关”.....	8
FAI通过结构链条拉动建筑业, 从而为房屋建筑业发展打开空间.....	8
房屋建筑业需求与房地产业景气波动的“高相关性”.....	10
公司业绩波动与房地产行业景气度“高度相关”.....	11
“房建+地产”的复合型优势无与伦比.....	13
房建地产攻守兼备, 业务拓展后劲足.....	13
分部业务协同作战, 复合型优势无可比拟.....	14
房地产开发业务: 中海、中建的“无缝对接”.....	15
我国房地产行业长期向好的支撑因素依然坚实.....	15
“中海地产”、“中建地产”无缝对接.....	15
旗舰中国海外: 延续精品路线.....	17
新秀中建地产: 即将进入规模回报期.....	19
低成本土地储备保障超额利润空间.....	20
其他业务有望迅速扩张.....	21
基建业务提升空间广阔.....	21
勘察设计业务利润率有望升至平均水平.....	23
海外战线伺机重展.....	25
内生优势持续提升.....	26
09 年综合毛利率将略有提升.....	26
施工业务成本控制能力不断加强.....	27
营业税金及附加占比仍会小幅提升.....	28
费用控制能力持续优于“两铁”.....	28
09 年实际所得税率有望小幅下降.....	29
盈利预测: 依房建之池蓄势, 凭地产之翼腾飞.....	30
基本假设及盈利预测.....	30
绝对估值: DCF+RNAV.....	31
相对估值: SOTP.....	33
核心判断的主要风险.....	36
附录: 全球最具竞争力房建地产集团之一.....	37
规模优势突出, 综合实力雄厚.....	37
产业链条完整, 市场地位突出.....	37
国际承包经验丰富, 模式成熟.....	38
一体化延伸稳步前行, 高回报业务占比持续提升.....	39
附表 1: 财务预测与估值.....	41
国信证券投资评级.....	42
免责条款.....	42

图表目录

表 1: 绝对估值的基本假设条件	6
表 2: FCFF估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元/股)	6
表 3: 中海地产及中建地产RNAV估值结果汇总	6
表 4: A股建筑业重点上市公司估值表	7
表 5: A股房地产业可比上市公司估值表	7
表 6: 中国建筑分部EPS预测 (单位: 元)	7
图 1: FAI对GDP的拉动效应不断增强	8
图 2: 全社会FAI与建筑业总产值增速对比	8
图 3: FAI对房屋建筑业总产值“最低拉动乘数”的生成过程	9
图 4: 城镇FAI在全社会FAI中的占比 (年度累计)	9
图 5: 建安投资在城镇FAI中的占比 (年度累计)	9
图 6: 建安总产值在建安投资中的占比 (年度累计)	9
图 7: 建安总产值在建筑业总产值中的占比	9
图 8: 房屋建筑业产值在建筑业总产值中的占比	9
图 9: 建安投资和城镇FAI年度累计增速对比	10
图 10: 地方项目投资增速持续超过中央项目投资增速	10
图 11: 新开工项目计划投资激增	10
图 12: 新开工项目总量增速持续高于在建项目	10
图 13: 房屋建筑业及商品房新开发面积增速对比	11
图 14: 房屋建筑业及商品房施工面积增速对比	11
图 15: 商品房新开工面积及施工面积年度累计增速对比	11
图 16: 土地购置面积及土地开发面积年度累计增速对比	11
图 17: 中国建筑营业收入分部构成 (2008)	12
图 18: 中国建筑营业收入分部构成 (2010E)	12
图 19: 中国建筑营业利润分部构成 (2008)	12
图 20: 中国建筑营业利润分部构成 (2010E)	12
图 21: 中国建筑资产规模增长	13
图 22: 中国建筑归属母公司所有者权益规模增长	13
图 23: 中国建筑营业总收入增长	13
图 24: 中国建筑营业利润增长	13
图 25: 中国建筑新签合同额增长	14
图 26: 中国建筑待施合同额增长	14
图 27: 中国建筑一体化优势示意图	14
表 7: 中国建筑基础设施建设运营一体化项目概览	15
图 28: 中海地产、中建地产三大要素的“互补”关系	16
图 29: 中国建筑房地产开发投资业务营收增长	16
图 30: 中国建筑房地产开发投资业务毛利增长	16
表 8: 中国建筑房地产业务营收构成 (单位: 百万元)	17
表 9: 中港上市净利润前十五位内地房地产企业盈利能力比较 (2008)	17
表 10: 中港上市房企资产规模排行 (2008, 单位: 人民币)	18
表 11: 香港上市国内房地产公司主要比率一览 (2008)	18
表 12: 国内上市房地产公司主要比率一览 (2008)	18
表 13: 08年底中建地产主要在建和拟开发项目规模总计 (单位: 万平米, 亿元) ...	19
表 14: 中建地产IPO募集资金项目分析	19
表 15: 中国建筑土地、项目储备一览 (截止 2008 年底)	20
图 31: 中国海外发展国内土地储备示意图 (08 年)	20
图 32: 中国海外发展国内地产项目分布示意图 (08 年)	20
表 16: 中国海外土地储备概况 (截止 2008 年底)	20
表 17: 中建地产项目土地储备概况 (2008)	21
图 33: 中国铁路基建投资额阶段增长	21
图 34: 中国铁路营业里程阶段增长	21
表 18: 铁路基建投资及固定资产投资情景分析 (2009 - 2012, 亿元)	21
图 35: 铁路固定资产投资增长 (年度累计同比)	22
图 36: 铁路基建投资增长 (年度累计同比)	22

表 19: 公路建设投资及高速公路里程情景分析 (亿元, 万公里)	22
图 37: 公路建设投资增长 (年度累计同比)	22
图 38: 公路建设投资增长(单月同比)	22
图 39: 中国建筑基建业务营收增长	23
图 40: 中国建筑基建业务毛利增长	23
图 41: 中国建筑基建业务营业利润增长	23
图 42: 中国建筑基建业务新签合同额增长	23
图 43: 全国勘察设计企业营收利润增长	24
图 44: 全国勘察设计企业分地区营收增长	24
图 45: 中国建筑勘察设计业务营收增长	24
图 46: 中国建筑勘察设计业务毛利增长	24
图 47: 中国建筑勘察设计业务营业利润增长	25
图 48: 中国建筑勘察设计业务新签合同额增长	25
图 49: 中国对外承包工程合同额增长	25
图 50: 中国建筑海外业务营收占比变化	25
表 20: 中国建筑海外市场布局及未来拓展方向	26
图 51: 中国建筑分部业务毛利率对比	26
图 52: 中国建筑分部业务营业利润率对比	26
图 53: FAI价格指数随PPI一起回落	27
图 54: 建材主要品种及加总价格指数	27
图 55: PO42.5 水泥全国含税均价	27
图 56: MyspiC指数	27
图 57: 中国建筑分包成本占比	28
图 58: 中国建筑分包合同额增长	28
图 59: 中国建筑与两铁三项费用率对比	29
图 60: 中国建筑与两铁实际管理费用率对比	29
图 61: 中国建筑与两铁销售费用率对比	29
图 62: 中国建筑与两铁实际财务费用率对比	29
表 21: 中国建筑分部营业收入预测 (单位: 百万元, %)	30
表 22: 绝对估值的基本假设条件	31
表 23: FCFF估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元/股)	31
表 24: 中建地产RNAV估值	31
表 25: 中海地产RNAV估值	32
表 26: A股建筑业可比上市公司估值表	34
表 27: A股房地产业可比上市公司估值表	34
表 28: 中国建筑分部EPS预测 (单位: 元)	34
表 29: 国内外可比建筑公司估值表	35
表 30: 香港及内地可比房地产公司估值表	35
表 31: 建筑企业总收入全球排名 (2007-2008)	37
表 32: 建筑企业境外收入全球排名 (2007-2008)	37
表 33: 中国建筑分部业务经营优势及行业地位	38
表 34: 中国企业对外承包工程新签合同额排名 (2007-2008)	38
表 35: 中国企业对外承包工程完成营业额排名 (2007-2008)	38
图 63: 中国建筑海外业务地区分布	39
图 64: 中国建筑营业收入增长	40
图 65: 中国建筑营业利润增长	40
图 66: 中国建筑营业收入分部构成 (2008)	40
图 67: 中国建筑营业收入分部构成 (2010E)	40
图 68: 中国建筑营业利润分部构成 (2008)	40
图 69: 中国建筑营业利润分部构成 (2010E)	40

估值与投资建议

绝对估值法：4.86~6.98 元/股

考虑到公司分部业务合理折现方式的差异，我们对其建筑工程相关业务做 DCF 估值，对其房产及物业投资做 RNAV 估值。综合估值结果，公司绝对估值合理价值区间为 4.86 元~ 6.98 元，价值中枢为 5.92 元。

公司建筑工程相关业务 DCF 基本假设参数如下表所示。

表 1：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	31.2%
无风险利率	3.73%	Ke	14.34%
行业平均 Beta	1.193	风险溢价	6.80%
公司市值 (E)	125400	E/(D+E)	69.05%
债务总额(D)	47740	D/(D+E)	30.95%
Kd	5.30%	WACC	11.03%

资料来源：国信证券经济研究所

根据前述假设和参数设置，我们得到公司建筑工程相关业务 FCFF 合理估值区间为 1.43 元~ 1.83 元。

表 2：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（单位：元/股）

	10.0%	10.5%	11.03%	11.5%	12.0%
3.0%	2.08	1.90	1.73	1.58	1.44
2.5%	2.01	1.83	1.67	1.53	1.39
2.0%	1.94	1.77	1.62	1.48	1.35
1.5%	1.87	1.71	1.56	1.43	1.30
1.0%	1.81	1.66	1.52	1.39	1.26

资料来源：国信证券经济研究所

根据各项目所在地区最近房价变化，我们分别对中海地产和中建地产项目做 RNAV 估值，综合二者结果，得到公司房地产开发投资相关业务的合理估值为 4.29 元，若给予其 20%浮动区间，则公司房地产开发投资分部业务合理价值区间为 3.43~5.15 元。

表 3：中海地产及中建地产 RNAV 估值结果汇总

	RNAV 加总 (亿元)	净债务 (亿元)	股权 NAV (亿元)	每股价值 (元)
中海地产	1240.15	135.66	1104.49	3.68
中建地产	225.35	41.38	183.97	0.61
总计	1465.5	177.04	1288.46	4.29

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

相对估值法：4.81~6.22 元/股

预计公司 09~11 年建筑工程相关业务 EPS 分别为 0.08 元、0.10 元、0.10 元，09~11 年房地产开发投资业务 EPS 分别为 0.09 元、0.12 元、0.16 元。

考虑到目前国内市场与公司规模相当的房建企业尚少，我们在选取可比公司时，即从业务角度，选取上海建工、龙元建设、宏润建设，又从公司建筑业务营收规模角度，选取中国中铁和中国铁建。综合几家可比公司估值水平，并考虑到公司

在房建市场的优势地位，我们给予公司建筑工程相关业务 24 倍 P/E 估值水平。

表 4: A 股建筑业重点上市公司估值表

公司	最新收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB	10PB
中国中铁	7.18	0.05	0.29	0.36	145.40	24.76	19.49	2.75	2.49	2.23
中国铁建	10.93	0.32	0.45	0.61	34.16	24.29	17.10	2.85	2.57	2.28
上海建工	16.8	0.42	0.51	0.56	35.74	32.94	30.00	3.20	3.00	2.80
龙元建设	10.95	0.31	0.52	0.61	35.32	21.06	17.95	2.81	2.44	2.09
宏润建设	20.18	1.28	1.04	1.18	15.77	19.40	17.04	3.28	4.22	3.77
均值					53.28	24.49	20.32	2.98	2.94	2.63

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

根据目前国内房地产业上市公司 09 年 P/E 水平,并考虑到公司地产旗舰中国海外发展高于行业平均水平的盈利能力,我们给予公司房地产开发投资业务 31 倍 P/E 估值水平。

表 5: A 股房地产业可比上市公司估值表

公司	最新收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB	10PB
万科	14.17	0.37	0.48	0.62	38.30	29.52	22.85	4.73	4.26	3.63
保利地产	29.40	0.91	0.97	1.32	32.31	30.31	22.27	3.05	4.96	4.26
招商地产	35.90	0.94	1.03	1.26	38.19	34.85	28.49	3.84	3.68	3.27
金地集团	19.29	0.50	0.57	0.72	38.58	33.84	26.79	2.70	3.68	3.39
金融街	15.78	0.43	0.50	0.60	36.70	31.56	26.30	3.27	2.46	2.19
北辰实业	7.20	0.13	0.22	0.26	55.38	32.73	27.69	2.82	2.38	2.24
首开股份	25.80	0.70	0.86	0.99	36.86	30.00	26.06	5.66	5.22	4.63
滨江集团	16.92	0.61	0.57	0.77	27.74	29.68	21.97	2.63	5.60	4.52
华发股份	22.94	0.88	0.95	1.11	26.07	24.15	20.67	4.16	2.87	2.31
上实发展	22.19	0.34	0.44	0.58	65.26	50.43	38.26	7.07	4.41	4.11
中华企业	19.26	0.43	0.54	0.66	44.79	35.67	29.18	4.62	4.86	4.37
均值					40.02	32.98	26.41	4.05	4.03	3.54
中国海外发展	18.88	0.67	0.76	0.98	28.18	24.74	19.25	4.67	3.88	3.38

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

综合各分部业务估值水平,我们得到公司相对估值的合理价值区间为 4.81~6.22 元,价值中枢为 5.52 元。

表 6: 中国建筑分部 EPS 预测 (单位: 元)

	P/E	09EPS	10EPS	11EPS	09 估值	10 估值	11 估值
建筑工程相关业务	24X	0.079	0.103	0.104	1.896	2.472	2.496
房地产开发投资	31X	0.094	0.121	0.158	2.914	3.751	4.898
加总		0.173	0.224	0.262	4.81	6.22	7.39

资料来源: 国信证券经济研究所

给予“推荐”的投资评级

综合绝对估值和相对估值的结果,公司合理价值区间为 4.86~6.22 元/股,价值中枢为 5.54,给予公司“推荐”的投资评级。

公司业绩波动与房地产行业景气“高度相关”

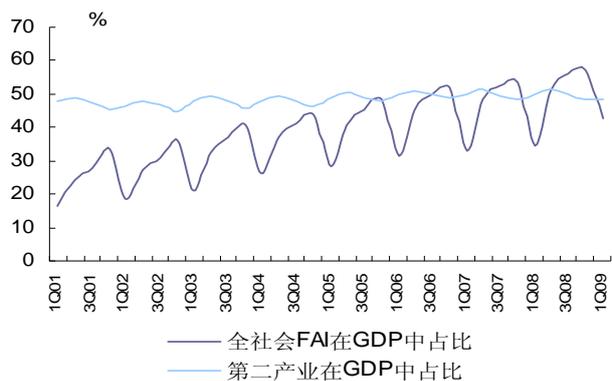
FAI 通过结构链条拉动建筑业，从而为房屋建筑业发展打开空间

公司近 80%的收入来源于房屋建筑业，受益于城市化发展、FAI 增速加快及其对建筑行业的驱动，公司发展前景广阔。

根据中国国际城市化发展战略委员会发布的《中国城市化率现状调查报告》，中国目前处于城市化进程的第四阶段，即快速发展期。国际经验表明，这个阶段一般呈现两大特征：一是固定资产投资快速增长；二是非农人口迅速减少。

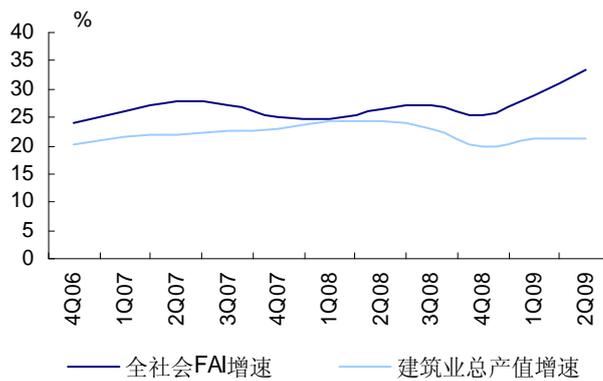
从实际统计数据来看，当前 FAI 已成为中国经济增长的第一引擎，根据城市化快速发展期的国际统计特征，FAI 将对建筑业的发展产生最为直接的拉动作用，也是后者景气波动的重要风向标。

图 1: FAI 对 GDP 的拉动效应不断增强



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

图 2: 全社会 FAI 与建筑业总产值增速对比

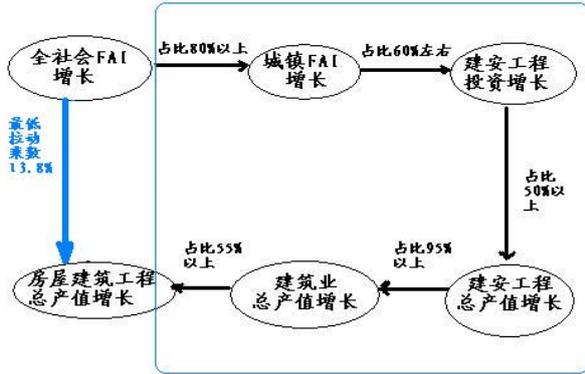


资料来源：统计局，国信证券经济研究所

通过对中国城市化进程第四阶段相关数据统计，我们得出，全社会 FAI 对房屋建筑总产值的“最低拉动乘数”为 13.8%。FAI 通过结构链条 (FAI 增长->城镇 FAI 增长-> 建安工程投资增长-> 建安工程总产值增长-> 建筑业总产值增长-> 房屋建筑总产值增长) 对建筑业形成支撑，并带动房屋建筑工程总产值增长。通过结构链条上节点占比关系，我们可以求出全社会 FAI 对房屋建筑工程总产值的“最低拉动乘数”为 $0.8 \times 0.6 \times 0.5 / 0.95 \times 0.55 = 13.8\%$ ，即按以往数据统计归纳，全社会 FAI 中至少有 13.8% 转化为房屋建筑总产值。

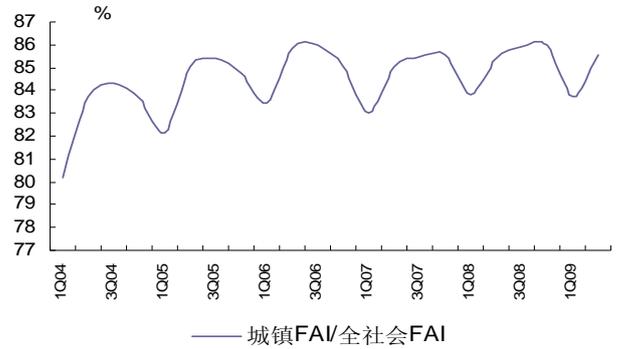
同理可知，城镇 FAI 对房屋建筑总产值的“最低拉动乘数”为 17.4%，建安工程投资对房屋建筑总产值的“最低拉动乘数”为 28.9%。

图 3: FAI 对房屋建筑业总产值“最低拉动乘数”的生成过程



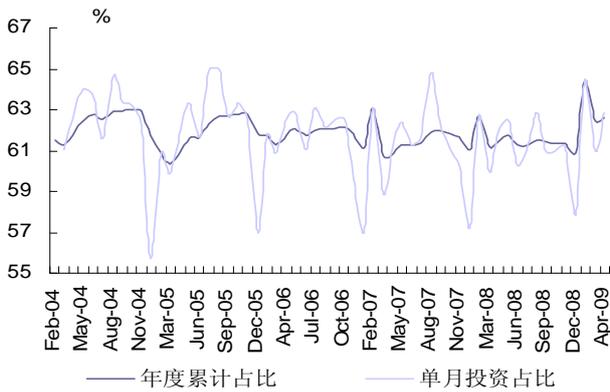
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 4: 城镇 FAI 在全社会 FAI 中的占比 (年度累计)



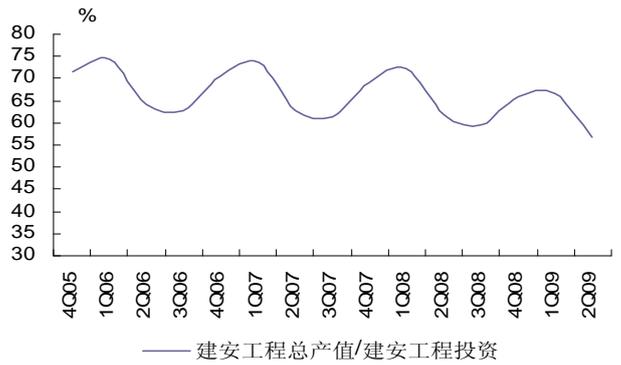
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 5: 建安投资在城镇 FAI 中的占比 (年度累计)



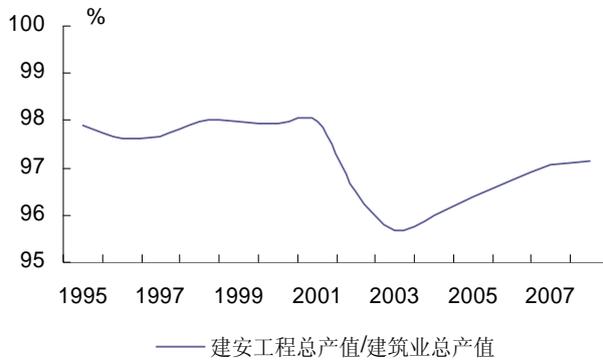
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 6: 建安总产值在建安投资中的占比 (年度累计)



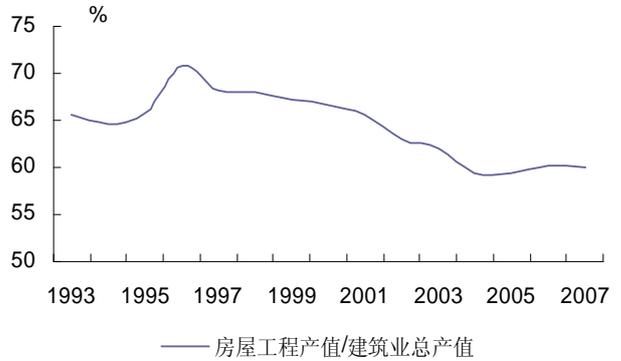
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 7: 建安总产值在建筑业总产值中的占比



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 8: 房屋建筑业产值在建筑业总产值中的占比



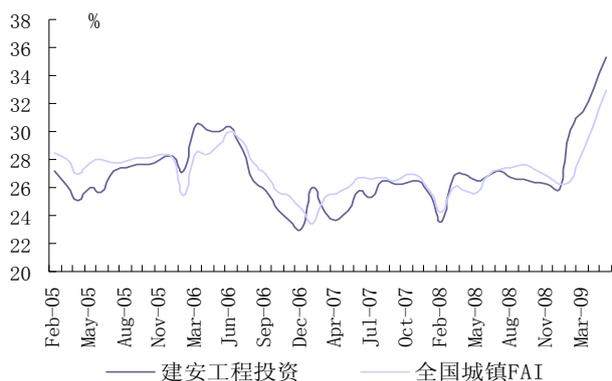
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

09 年年初以来, FAI 增速明显, 城镇 FAI 和建安工程投资增速持续创下新高,

中央投资带动下，FAI 呈现全面开花的态势。

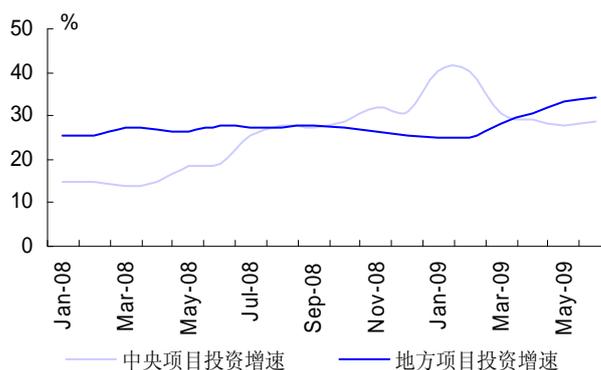
作为建筑业景气程度最重要的先行指标，FAI 较为确定的持续性加速增长，势必对行业形成较为长期的支撑。同时，也通过城市化第四阶段结构链条的传导，为房屋建筑业的发展拓宽了空间。仅根据 09 年 1~6 月全社会 FAI 与相应“最低拉动乘数”测算，09 年上半年房屋建筑业总产值至少为 12602.3 亿元，同比增长 33.5%。以第四阶段（02 年起）FAI 平均增速 25.9% 简单测算，09~11 年房屋建筑业总产值至少为 29934.2 亿元、37687.2、47448.1 亿元。

图 9: 建安投资和城镇 FAI 年度累计增速对比



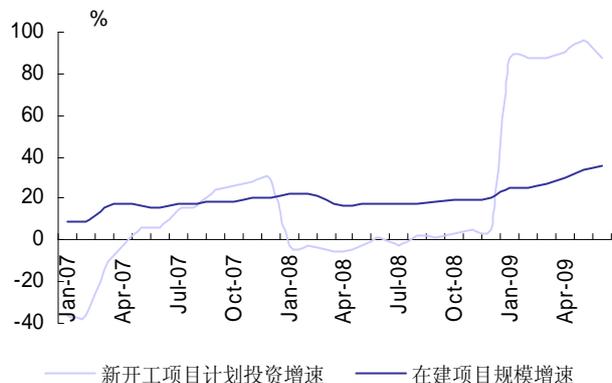
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 10: 地方项目投资增速持续超过中央项目投资增速



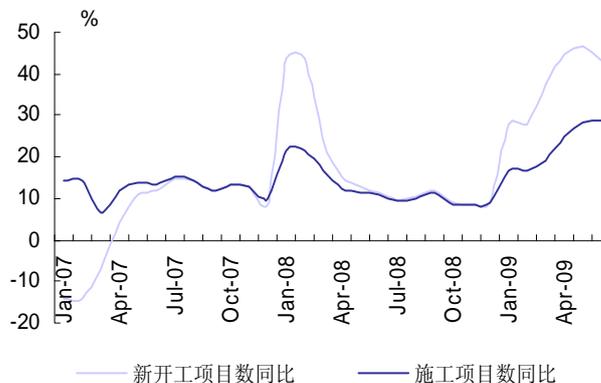
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 11: 新开工项目计划投资激增



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 12: 新开工项目总量增速持续高于在建项目



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

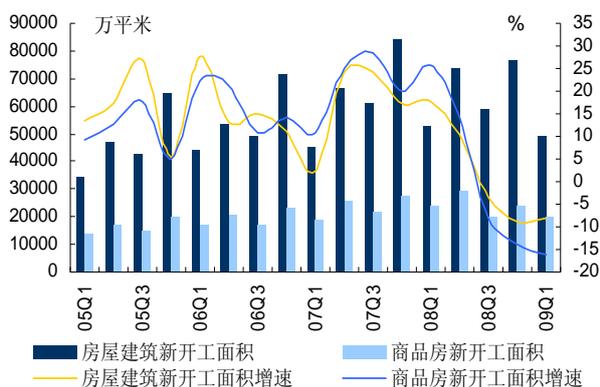
房屋建筑业需求与房地产业景气波动的“高相关性”

房屋建筑业与房地产业景气波动高度相关，我们可以从住宅投资占比推得其合理性。以 09 年 1~5 月为例，房地产开发投资额 10165.21 亿元中，商品住宅投资额为 7104.59 亿元，占比 69.9%；而同期城镇 FAI 统计口径中，住宅 FAI 为 8357.56 亿元。我们可推得，商品住宅投资在城镇住宅 FAI 中占比达 85%。换句话说，就是商品房开发投资中占比最大的商品住宅投资，在城镇所有住宅投资中占有绝对比例，如果商品住宅与非商品住宅开发成本相差不大，则商品房开发面积在房屋建筑总面积中也将占有绝对比例。

另一个视角，房屋建筑业与房地产业的“高相关性”从数据上亦可以得到验证。因单季度指标比月度累计指标更能及时反映最新变动，将相关指标（新开工面积增速及施工面积增速）进行比较，我们发现两个行业表现出极强的“相关性”。规模上，建筑业房屋建筑新开工、施工面积是房地产业商品房新开工、施工面积的2~3倍；但增速变动方向基本一致，甚至在部分时间连具体数值都非常接近。（图13、图14）

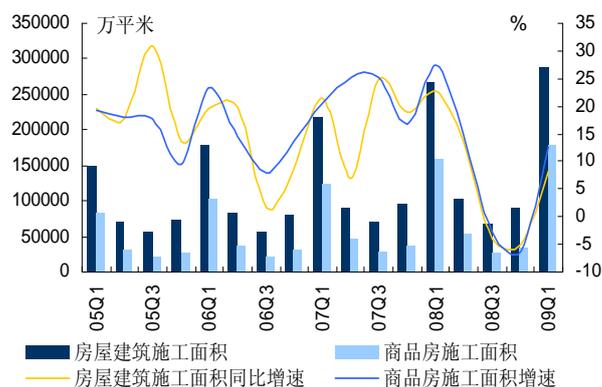
由此，我们认为，下游房地产行业的景气变动，基本能代表房屋建筑业的需求变化。

图 13: 房屋建筑业及商品房新开发面积增速对比



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

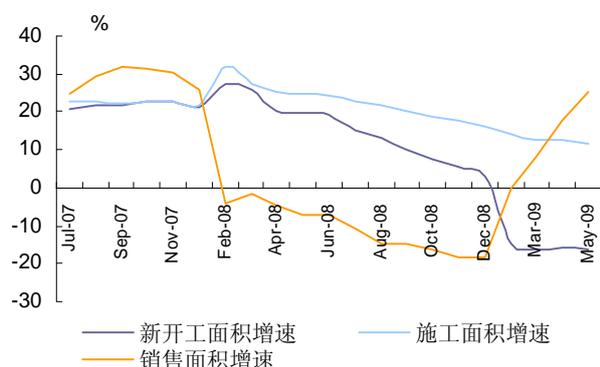
图 14: 房屋建筑业及商品房施工面积增速对比



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

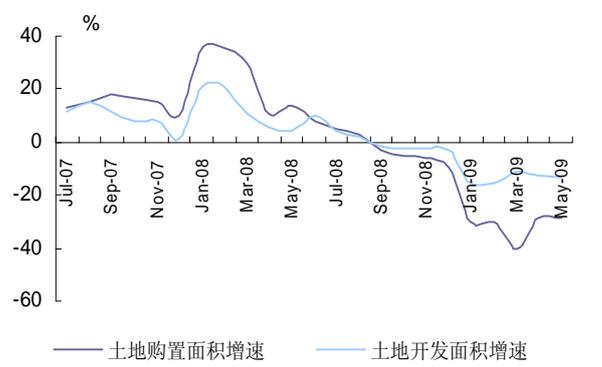
年初以来，房屋建筑业随房地产业回暖而出现复苏迹象。受益内需增长、降息周期延长，年初以来房地产市场持续回暖，销售面积和销售额均实现同比正增长，在其刺激下，开发商拿地意愿增强，土地购置和土地开发面积同比降幅均呈收窄态势。作为房屋建筑业景气度最直接的影响因素，09年3月起商品房新开工面积同比增速降幅企稳，施工面积同比增速下降态势也出现企稳迹象。房屋建筑业逐渐走出低谷，迈向复苏。

图 15: 商品房新开工面积及施工面积年度累计增速对比



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

图 16: 土地购置面积及土地开发面积年度累计增速对比



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

公司业绩波动与房地产行业景气度“高度相关”

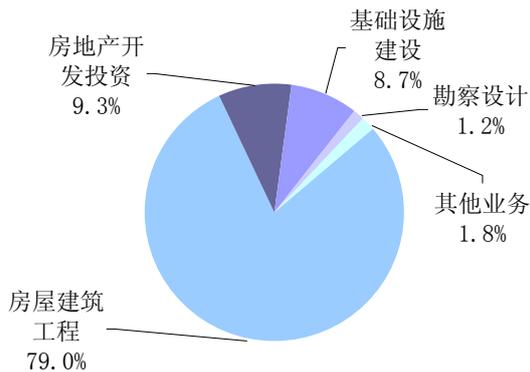
作为全球最大的住宅工程建造商、中国最大的建筑房地产综合企业集团，公司

的业绩波动与房地产行业景气程度“高度相关”。

缘于目前公司近 80%的收入来源于房屋建筑施工、近 10%的收入来源于房地产开发,这两块业务既互为房地产产业链的上下游,也是公司利润贡献的绝对主力。

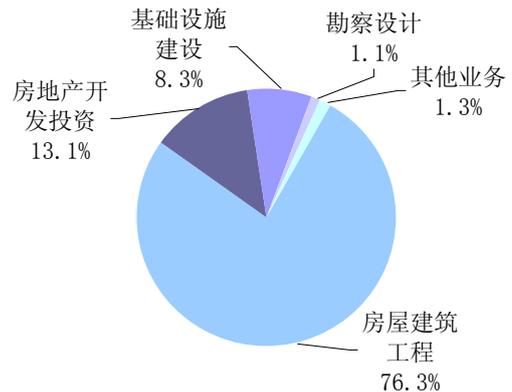
08 年公司总收入中两项业务占比达 88.3%; 营业利润两项业务占比达 89.7%。预计到 2010 年这两项业务营收占比将升至 89.4%, 利润占比将升至 92.5%。

图 17: 中国建筑营业收入分部构成 (2008)



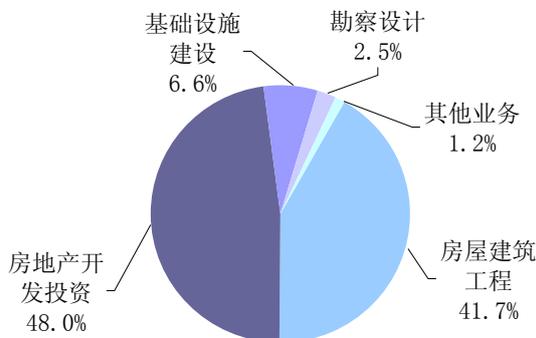
资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

图 18: 中国建筑营业收入分部构成 (2010E)



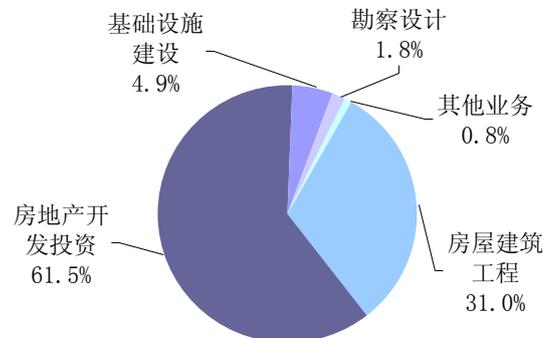
资料来源: 国信证券经济研究所

图 19: 中国建筑营业利润分部构成 (2008)



资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

图 20: 中国建筑营业利润分部构成 (2010E)



资料来源: 国信证券经济研究所

公司绝大部分外需与房地产行业景气密切相关,公司的业绩弹性因而也较传统建筑公司更大。

从属性上来看,公司是进攻及防御兼备的投资品种。在宏观形势较好的情形下,利润弹性较大的地产业务能贡献较高的业绩,使公司具备传统建筑公司无可比拟的进攻性;而在宏观形势较差的情形下,“弱周期”特性的建筑业务又能贡献相对较为稳定的利润,使得公司又比绝大部分“强周期”行业的公司具备更好的防御性。

在房建市场,作为中国市场化经营最早、专业一体化程度最高的建筑企业集团之一,公司背靠强势央企背景,凭借多年在市场拼杀中所累积的在规模、经验、技术等方面的优势,在高度竞争的房屋建筑市场胜出,成为全球房建行业之翘楚。

公司的房建产品近年来主要定位于中高端市场，工程复杂、技术含量及产品附加值高，因而将有助于提升公司房建业务的盈利能力。

“房建+地产”的复合型优势无与伦比

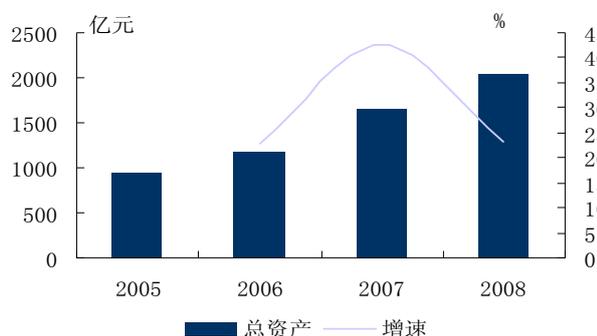
房建地产攻守兼备，业务拓展后劲足

公司突出的优势为：它是“一流地产”+“优质建筑”的复合体，龙头品牌效应显著，行业领导地位突出，且市场化经营经验丰富，成本控制能力强。

公司战略十分明晰：依托现有房屋建筑业务平台，进行产业链纵向一体化延伸，大力拓展房地产开发等高回报业务，倾力打造“房建+地产”高度一体化运营平台；同时发挥平台协同优势，实现投资、规划、勘察、设计、施工、管理一站式经营，以及国际国内业务一体化运营，实现均衡式业务拓展。

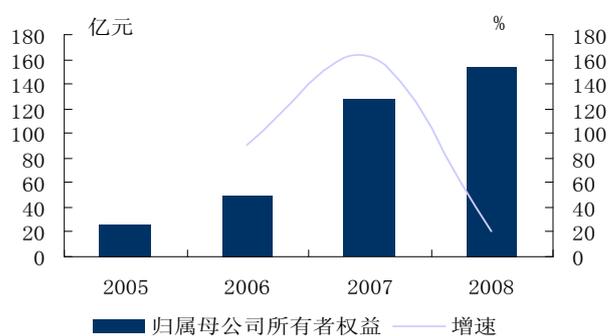
从公司发展远景目标（房屋建筑业务、房地产开发业务、基础设施建设业务营业收入比为 6: 2: 2，营业利润比为 3: 6: 1）来看，房地产开发业务将是公司业绩的主要推动力。且从公司近 3 年财报来看，房地产开发，勘察设计等相对高回报业务营业收入占比持续上升，而房屋建筑业务的“平台”角色也愈发明显。

图 21：中国建筑资产规模增长



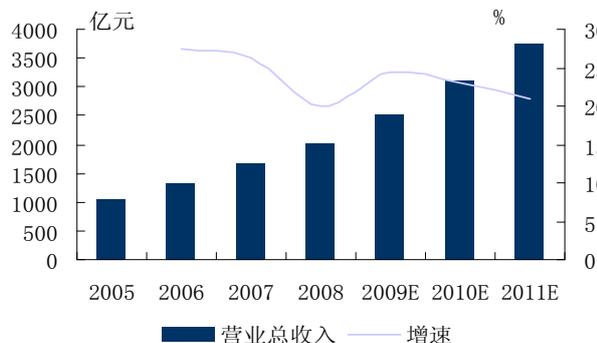
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 22：中国建筑归属母公司所有者权益规模增长



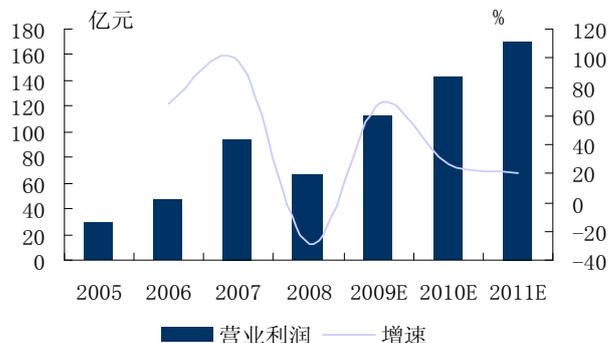
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 23：中国建筑营业总收入增长



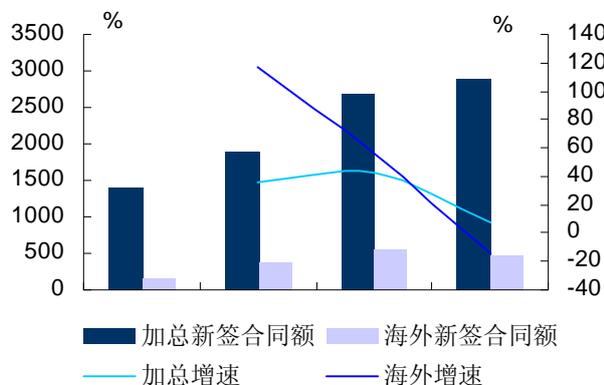
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 24：中国建筑营业利润增长



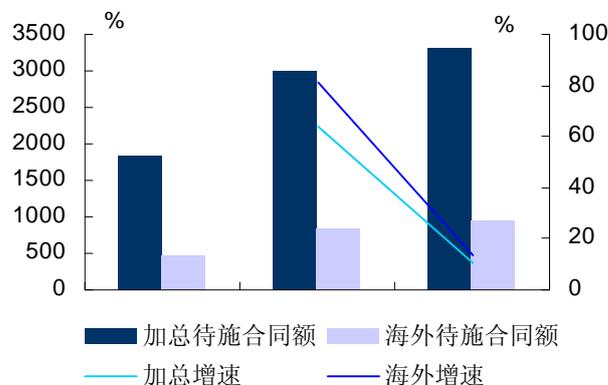
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 25: 中国建筑新签合同额增长



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 26: 中国建筑待施合同额增长

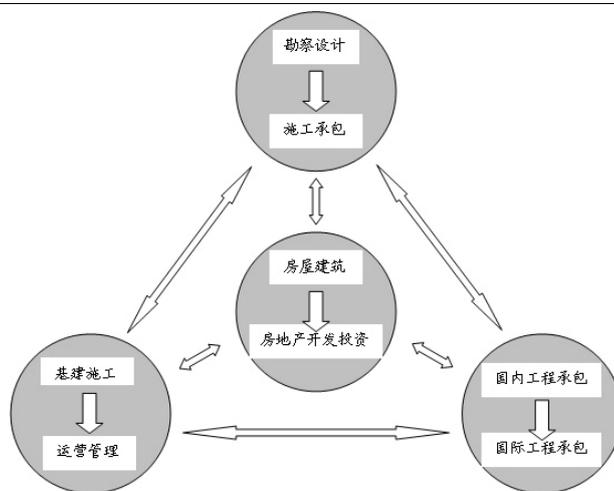


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

分部业务协同作战, 复合型优势无可比拟

公司的核心竞争优势, 就在于以房建、地产两大业务为核心, 各分部业务优势发挥着十分显著的协同效应, 一体化化规模优势突出。公司的复合型优势所体现的协同效应主要表现在以下几个方面:

图 27: 中国建筑一体化优势示意图



资料来源: 国信证券经济研究所

- 房建地产一体化: 房建和房地产开发均是公司的主业, 互为上下游产业, 房屋建筑业务为房地产开发投资业务提供了一定现金流, 房地产开发投资业务景气度的提升又带动了房屋建筑业务的扩张; 同时, 由于具备了“一站式”开发能力, 公司在国内承接旧城改造、新城开发等大规模开发项目时有绝对优势
- 勘察设计与施工承包一体化: 公司常利用自身在勘察设计业务领域的优势, 带动工程承包业务发展。如公司在承接巴基斯坦人马座大酒店等项目勘察业务的同时, 还为公司带来了房屋建筑施工订单
- 建设运营一体化: 公司坚持“以融投资带动工程总承包”的基本思路, 利用

自身的行业竞争优势，建立融资平台，把资本和核心竞争力有机地结合起来，形成了基础设施工程承包与投资运营一体化的竞争优势。截止 08 年底，公司累计对 BT、BOT 项目投入资本金已达 47 亿元

表 7: 中国建筑基础设施建设运营一体化项目概览

投融资模式	项目名称
BOT/TOT	广西基建项目、南京长江二桥、南昌大桥、南昌新八大桥、莱州港、沈阳皇姑电厂、阳孟高速公路等
BT	吉林江湾大桥、吉林市经济开发区基础设施项目、长沙道路建设项目、唐山滨海大道、蓝商高速公路、武咸公路、湖北襄樊汉江三桥等

资料来源：公司 IPO 招股意向书，国信证券经济研究所

➢ 国内国外一体化：公司作为实行国内外一体化经营的企业集团，一方面可以将在国内积累的项目施工管理及成本控制的丰富经验与海外先进管理理念相结合，另一方面能够根据国内国际市场变化灵活调配资源。通过在国内的当地化和在海外的本土化经营，与当地政府、企业和其他社会团体建立了良好的合作关系，能够迅速响应和满足当地客户的需求

房地产开发业务：中海、中建的“无缝对接”

我国房地产行业长期向好的支撑因素依然坚实

08 年下半年以来，国家及时调整了宏观政策，房地产市场在今年显著反弹。长期来看，国民经济快速增长、城市化进程加快，以及青年人群置业需求和总体消费能力保持增长等这些因素不会改变，我国房地产市场库存量的递减以及房屋供给量、供给率的相对有限将难以扭转当前房市“求大于供”的供需格局，这些因素都将支撑房地产行业能在较长时期内的持续发展。

尽管最近国内房地产市场显示出部分过热的迹象，央行、银监会等机构纷纷通过重申二手房贷政策等方式表明调控意向，市场短期调整压力增大，我们认为，中国房地产行业长期向好的因素依然坚实。

首先，城市化、工业化导致的新增住房需求巨大。目前我国城市化水平较低，只有 44.9%，根据西方国家走过的历程，未来 15 年我国仍将加速城市化，每年城市化率在 1% 左右，随着城市化、工业化进程加快，新增住房需求巨大，仅此每年新增住房需求约 4 亿平米（相当于 2008 年全国商品房销售面积的 63%）。

其次，人口红利依然存在。婴儿潮出生人口在 3 亿左右，其目前大多在 30—45 岁之间，正处于较强消费时期。从国际经验来看，我国房地产市场与日本 60 年代至 70 年代初非常类似，城市住房需求还将大量增加，供给不足矛盾长期存在。

总体而言，中国经济持续快速发展，国民财富不断增加，在土地供应有限、企业扩张力度不断，以及投资渠道较为缺乏等因素综合影响下，全社会住房使用和投资的刚性需求将不断增加，收入增长和住宅小型化将有效支撑主流家庭购买能力，行业长期繁荣毋庸置疑。

“中海地产”、“中建地产”无缝对接

公司房地产开发项目根据运作模式可区分为高端地产为主的“中海地产”

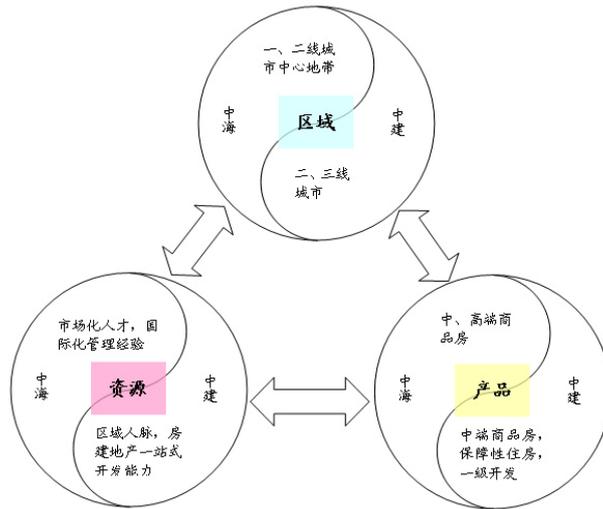
品牌项目，以及保障性住宅为主的其他中建地产品牌项目（以下称“中建地产”品牌项目）。

“中海地产”主要由旗下中海集团控股的中国海外发展（0688.HK）开发，以成熟模式开发高端商业化地产项目，是目前公司房地产开发投资业务利润贡献的绝对主力。

“中建地产”主要由旗下各工程局开发，通常凭借与当地政府的长期良好合作关系，取得廉价土地，以一二级联动的模式开发保障性住房及一般商品房。虽然“中建地产”品牌整体发展尚处起步阶段，但有望凭借央企身份、房建地产开发一体化等优势，凭借 IPO 募集资金投入，实现跳跃式发展，成为中国最出众的保障性住宅品牌。

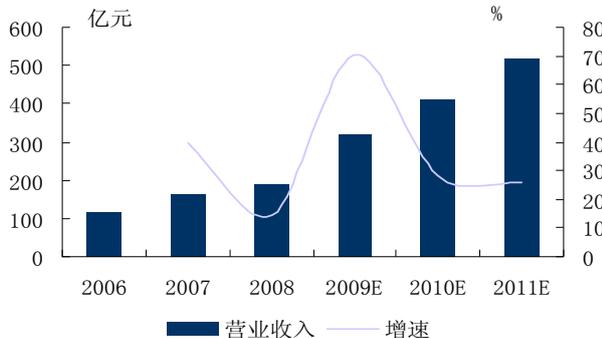
“中海地产”与“中建地产”在区域、资源和产品三大方面有着很强的互补性（见下图），公司 IPO 之后，将进一步推进内部业务联动，两大品牌“无缝”对接，将覆盖房地产业价值链中从土地一级开发，到高端住宅销售的全部环节，规模优势将进一步增强。

图 28: 中海地产、中建地产三大要素的“互补”关系



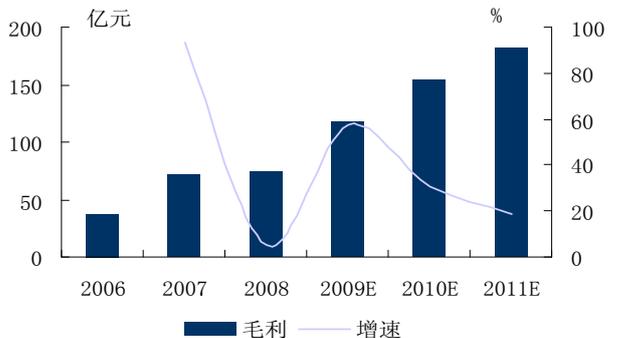
资料来源: 国信证券经济研究所

图 29: 中国建筑房地产开发投资业务营收增长



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 30: 中国建筑房地产开发投资业务毛利增长



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

我们对公司房地产开发业务进行了拆分，从下表可以看出，在 2008 年公司总的房地产业务收入和利润中，中建地产占比 12%、利润占比-40%。这是因为，尽管中建地产已有少量项目开始实现销售，但在总体结构上，中建地产大部分项目仍处于大规模的前期开发投入期、尚未产生利润回报。

表 8：中国建筑房地产业务营收构成（单位：百万元）

	2006	2007	2008
营业收入	11,794.44	16,447.83	18,823.64
中国海外	9,618.00	14,663.00	16,656.00
占比	82%	89%	88%
中建地产（主）	2,176.44	1,784.83	2,167.64
占比	18%	11%	12%
营业毛利**	3,567.78	6,872.11	7,215.29
中国海外	2,885.00	6,822.00	7,700.00
占比	81%	99%	107%
中建地产（主）	682.78	50.11	-484.71
占比	19%	1%	-7%
营业利润	3,287.58	5,480.16	4,155.34
中国海外	2,213.00	5,810.00	5,815.00
占比	67%	106%	140%
中建地产（主）	1,074.58	-329.84	-1,659.66
占比	33%	-6%	-40%

资料来源：国信证券经济研究所

注：毛利已扣除营业税金及附加

旗舰中国海外：延续精品路线

“中海地产”品牌的打造者——中国海外发展是香港恒生指数成份股之一，2004~2006 年名列中国房地产百强企业综合实力 TOP10 第一名，以及中国房地产百强企业盈利第一名。

中国海外追求高精的产品策略，与国内同行业其他公司相比，价值链整合能力强，项目回报率高，具有突出的财务比较优势。中国海外列 08 年中港上市内地房地产公司销售净利率第二名，盈利能力国内一流。

表 9：中港上市净利润前十五位内地房地产企业盈利能力比较（2008）

	公司	销售毛利率(%)	营业利润率(%)	销售净利率(%)
1	雅居乐	36.85	71.08	58.52**
2	中国海外发展	43.25	51.76	26.85
3	万科 A	27.94	27.94	9.84
4	富力地产	33.71	33.09	20.53
5	保利地产	30.84	30.84	14.43
6	华润置地	35.67	33.50	22.90
7	合生创展	45.09	40.53	18.09
8	碧桂园	44.71	28.66	9.01
9	招商地产	33.87	33.88	34.36
10	金融街	36.46	36.46	18.58
11	世茂房地产	44.91	24.72	11.95
12	金地集团	30.94	30.94	8.61
13	华发股份	29.64	29.64	18.72
14	滨江集团	39.39	39.40	25.98
15	首开股份	30.01	30.01	9.77

资料来源：国信证券经济研究所

**：雅居乐 2008 年出售海南清水湾项目 30%股权实现转让收益 41.45 亿元，扣除后净利润为 13.22 亿元，对应销售净利率为 14.18%

中国海外盈利能力明显强于万科。在各大中国上市房产公司排行榜中，万科与中国海外总是占据各项指标前两名，总体来看，前者注重规模效益，而后者主要凭借出众的创利能力。与万科相比，中国海外资产规模和营收规模都相对较小，资产规模约为万科的 62.9%，营收规模约为万科的 40.7%，但净利润却为万科的

110.2%。

表 10: 中港上市房企资产规模排行 (2008, 单位: 人民币)

	公司	总资产	净资产	销售收入	净利润	有息负债额	平均 ROE
1	万科 A	1,192.37	318.92	409.92	40.33	328.08	13.20%
2	中国海外发展	753.07	292.33	166.25	44.43	216.44	17.00%
3	华润置地	622.67	297.49	80.38	17.93	185.62	7.30%
4	富力地产	549.68	148.73	153.6	31.34	204.71	22.80%
5	保利地产	536.32	140.79	155.2	22.39	226.15	17.30%
6	合生创展	512.79	177.58	94.82	17.28	146.02	10.30%
7	碧桂园	501.15	191.01	157.13	13.78	118.45	7.20%
8	世茂股份	464.81	186.96	71.96	8.41	144.34	4.50%
9	绿城中国	428.15	82.09	66.35	5.4	134.17	6.60%
10	招商地产	374.37	148.63	35.73	12.28	123.75	13.70%
11	金地集团	351.02	93.03	97.62	8.41	128.71	9.50%
12	雅居乐	349.78	129.16	93.26	54.67	100.69	49.90%
13	金融街	274.99	145.53	55.95	10.39	87.92	7.60%
14	中国 SOHO	260.71	139.88	31.21	3.99	42.33	2.80%
15	北辰实业	256.19	85.86	41.81	4.49	94.43	5.30%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

与同行业可比上市公司对比来看, 中国海外资产质量良好, 财务风险低。截至 2008 年底, 中国海外资产负债率为 61.6%, 低于行业平均水平; 有息负债率为 42.8%, 处于行业中游水平; 净负债率 47%, 债务结构合理, 财务风险较低。

表 11: 香港上市国内房地产公司主要比率一览 (2008)

	公司	存货周转率	资产负债率	有息债务率
1	中国海外发展	0.23	61.60%	42.80%
2	华润置地	0.15	48.90%	36.90%
3	富力地产	0.27	72.80%	57.80%
4	合生创展	0.19	61.30%	42.40%
5	碧桂园	0.31	61.30%	37.90%
6	世茂股份	0.19	59.00%	43.10%
7	绿城中国	0.18	76.00%	56.60%
8	雅居乐	0.31	60.60%	42.20%
9	中国 SOHO	0.15	45.80%	23.10%
10	上海复地	0.34	70.70%	59.10%
11	首创置业	0.28	67.70%	52.80%
	平均值	0.24	62.30%	45.00%
	中值	0.23	61.30%	42.80%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 12: 国内上市房地产公司主要比率一览 (2008)

	公司	存货周转率	资产负债率	有息债务率
1	万科 A	0.33	67.40%	45.80%
2	保利地产	0.27	70.80%	59.10%
3	招商地产	0.15	56.50%	43.20%
4	金地集团	0.24	70.30%	55.30%
5	金融街	0.32	46.10%	37.20%
6	北辰实业	0.18	65.60%	51.70%
7	首开股份	0.29	82.00%	71.50%
8	泛海建设	0.05	56.30%	33.10%
9	滨江集团	0.23	75.20%	49.60%
10	华发股份	0.29	64.50%	48.60%
11	上实发展	0.2	75.80%	56.40%
12	新城 B 股	0.37	82.60%	58.80%
13	中华企业	0.38	63.70%	54.90%
14	天房发展	0.17	58.10%	51.70%
15	中粮地产	0.15	63.80%	60.00%
16	浙江广厦	0.35	83.30%	64.10%

平均值	0.25	67.60%	52.60%
中值	0.26	66.50%	53.30%

资料来源：国信证券经济研究所

新秀中建地产：即将进入规模回报期

因中建地产侧重于在二、三线城市边缘开发各类中低档住宅、经济适用房及廉租房，随着近年来我国房地产政策逐渐向保障性住房倾斜，中建地产将充分受益于国家政策导向变动下的住房供给结构的调整，产品需求前景广阔。

从在建项目进度来看，中建地产即将“破茧成蝶”。截止 08 年底，中建地产在建项目完工率为 70.2%，按之前平均建设进度，我们预计，09 年将约有 390 万平方米项目完工，这将彻底扭转中建地产项目的整体亏损状态，并成为公司房地产开发投资项目的另一个增长极。

表 13：08 年底中建地产主要在建和拟开发项目规模总计（单位：万平米，亿元）

	占地面积	规划建面	项目个数	计划投资额	已完成投资	完工率
在建项目	185.16	443.20	23	78.05	54.82	70.2%
其中，募资项目	112.1	263.4	18	56.69	44.53	78.6%
拟开发项目	306.55	680.64	23	NA	NA	NA
其中，募资项目	125.05	291.87	6	108.7	9.82	9.0%

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所

IPO 募集资金的投入，将有力助推中建地产的现金回流和规模扩张。公司 IPO 募集资金约有 80 亿投向普通住宅类房地产项目，全部用于中建地产项目，占计划募集资金的 19%。经测算我们可知，虽然募集资金投向的全部项目平均完工率只有 29%，但其中规划建筑面积占比约 39.4% 的在建项目完工率已达 78.6%。由于 09 年房地产市场交易回暖、售价提升，公司拟投入中建地产项目的资金回报有望超预期。

表 14：中建地产 IPO 募集资金项目分析

项目	占地面积	规划建面	计划总投资额（万元）	单位土地成本（占地面积口径）	单位土地成本（建筑面积口径）	土地成本占总成本比	完工率
1 长沙含浦住宅	146952	354707	70000	684	283	14.4%	27.2%
2 济南中建文化城住宅	37200	114300	33785	1391	453	15.3%	94.7%
3 岳阳彩虹阁住宅	3767	22309	4000	2968	501	28.0%	89.0%
4 天津阳光金地住宅	8437	28991	16000	4715	1372	24.9%	94.3%
5 惠州中天彩虹城住宅	89156	460024	49350	360	70	6.5%	95.9%
6 三河北欧小镇住宅	107459	168694	22140	619	395	30.1%	95.2%
7 北京颐和天地住宅	290517	306280	68726	380	360	16.1%	98.3%
8 福州好来屋住宅	43059	88927	21300	1500	726	30.3%	93.8%
9 福州中辉新苑住宅	36327	62141	9000	500	292	20.2%	96.3%
10 成都人居大源住宅	33352	180489	32248	1259	233	13.0%	99.4%
11 青岛千智广场住宅	33270	84495	15300	286	113	6.2%	94.8%
12 长沙中建桂苑住宅	46534	135000	16000	430	148	12.5%	94.3%
13 天津天赐园住宅	27852	101631	23000	2350	644	28.5%	91.3%
14 都匀银湖星城住宅	110931	403000	55000	419	115	8.4%	19.4%
15 惠州中天山水雅苑住宅	198146	328751	57470	720	434	24.8%	25.2%
16 武汉关山住宅	90843	226566	69000	1870	750	24.6%	30.0%
17 成都斑竹园住宅	30250	15000	6180	190	383	9.3%	15.7%
18 天津锦景家园住宅	17997	19806	7200	1499	1362	37.5%	87.0%
19 深圳龙岗万鑫商城住宅	43016	187312	38705	2751	632	30.6%	49.7%
20 长沙华欣公寓住宅	7260	28913	5000	831	209	12.1%	94.0%
21 北京怀柔安丽家园住宅	51137	155173	60000	3911	1289	33.3%	40.0%
22 河北雄县温泉花园住宅	178300	390880	79200	143	65	3.2%	6.2%
23 扬州江阳路住宅	50069	105124	42347	3450	1643	40.8%	43.0%
24 潍坊康居花园住宅	1190300	2553000	778000	1361	635	20.8%	2.3%
合计:	2872131	6521513	1578951	1102	486	20.1%	29.0%

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所

低成本土地储备保障超额利润空间

公司储备土地成本远低于行业平均水平，由此带来的超额利润空间将持续扩张公司在房产开发投资领域的竞争优势。

截止 2008 年底，公司旗下中国海外拥有土地储备 2484 万平方米，对应平均成本约 1900 元/平方米；中建地产拥有土地储备 1054 万平方米，对应土地平均成本约 660 元/平方米。目前中建地产拥有土地储备 1180 万平米。因这些土地大都在北京、上海、宁波等经济发达地区的中心城市或省会城市等，而平均土地价格还不到 1500 元/平方米，与最近频出的“地王价”更是天壤之别。公司的低成本土地储备优势，将为今后房地产业务回报的持续高速增长埋下伏笔。

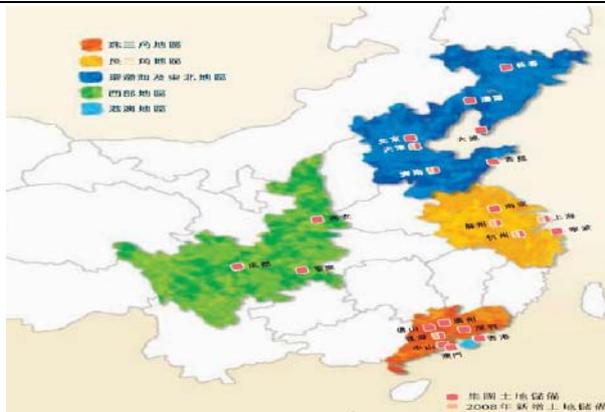
表 15: 中国建筑土地、项目储备一览 (截止 2008 年底)

	土地储备 (万平方米)	土地成本 (元/平方米)	平均售价 (元/平方米)	09 年计划新增土地储备 (万平方米)
中国海外	2484	1900	9000 ~ 10000	400
中建地产(主)	1054	660	5000	300

资料来源: 国信证券经济研究所

从土地储备和项目分布示意图可以看出，08 年旗舰中国海外一、二线城市的低成本土地储备仍有明显增长。

图 31: 中国海外发展国内土地储备示意图 (08 年)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

图 32: 中国海外发展国内地产项目分布示意图 (08 年)



资料来源: 国信证券经济研究所

表 16: 中国海外土地储备概况 (截止 2008 年底)

地区	总土地储备 (可发展面积)	08 年新增土地储备 (土地面积)	08 年新增土地储备 (可发展面积)
珠三角地区	460.65	8.19	13.8
长三角地区	673.13	75.73	159.01
环渤海及东北地区	675.59	42.73	106.56
西部地区	669.84		
港澳地区	5.06		
合计	2484.27	126.65	279.37

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

而中建地产作为后起之秀，近年来土地储备亦增长迅猛。

表 17: 中建地产项目土地储备概况 (2008)

区域	占地面积	总规划建面	期末竣工未入伙的规划建面	期末权益建面
华北	76.28	154.71	98.89	61.69
华东	166.98	359.54	346.49	329.60
华中	121.34	298.28	275.65	196.30
华南	78.24	210.84	210.84	116.08
西部	44.31	122.12	122.12	95.25
合计	487.14	1145.50	1054.00	798.93

资料来源: 国信证券经济研究所

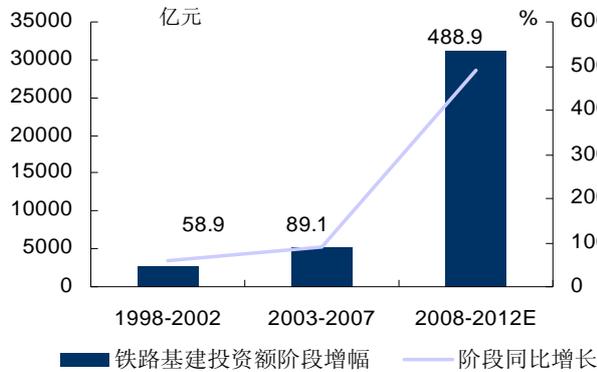
其他业务有望迅速扩张

基建业务提升空间广阔

“十一五”以来, 受益内需刺激和财政扩张, 国内基础设施建设领域热潮高涨, 公司介入较深入的公路铁路建设领域增长空间广阔。

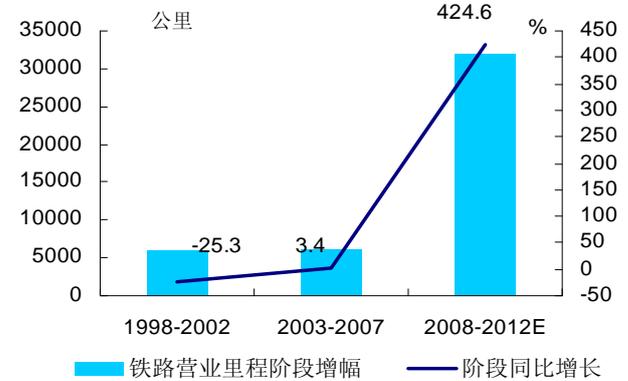
2008 年起, 中国铁路基建进入空前景气时期。2003-2007 年铁路基建投资总额为 5263.8 亿元, 比 1998-2002 年增长 89%, 期间投资集中于 2005-2007 年, 建设项目主要在 2008-2012 年竣工。根据 2009 年全国铁路工作会议铁道部长刘志军发言内容分析来看, 2008-2012 年铁路总营业里程增幅将达到 3.2 万公里, 约为 2003-2007 年增幅的 5.2 倍。

图 33: 中国铁路基建投资额阶段增长



资料来源: 铁道部, 国信证券经济研究所

图 34: 中国铁路营业里程阶段增长



资料来源: 铁道部, 铁道部长刘志军发言, 国信证券研究所

表 18: 铁路基建投资及固定资产投资情景分析 (2009-2012, 亿元)

		2009E		2010E		2011E		2012E	
		投资额	增速	投资额	增速	投资额	增速	投资额	增速
基本建设投资	悲观	5000	48.8%	5900	18.0%	6700	13.6%	7400	10.4%
	中性	5500	63.7%	6400	16.4%	7200	12.5%	7950	10.4%
	乐观	6000	78.6%	6900	15.0%	7700	11.6%	8500	10.4%
总投资	悲观	5900	40.5%	7000	18.6%	8000	14.3%	8800	10.0%
	中性	6500	54.8%	7500	15.4%	8500	13.3%	9200	8.2%
	乐观	7100	69.0%	8100	14.1%	9000	11.1%	9800	8.9%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

09 年前 5 个月, 铁路固定资产投资和基建投资呈现加速增长态势, 年度累计

同比增速和单月投资同比增速均超出规划年度平均增速一倍以上。

图 35: 铁路固定资产投资增长(年度累计同比)



资料来源: 铁道部, 国信证券经济研究所

图 36: 铁路基建投资增长(年度累计同比)



资料来源: 铁道部, 国信证券经济研究所

中国公路建设蛋糕依然庞大, 份额提升空间广阔。根据国家路网相关规划建设进度, 并综合考虑 4Q08 四万亿经济提振投资的进展情况, 我们认为, 中国公路建设投资在未来 5 年内将呈现平稳增长的态势, 每年 7500 亿元以上的基建蛋糕, 将为施工、融资综合实力较强的企业打开持续增长的份额空间。

表 19: 公路建设投资及高速公路里程情景分析(亿元, 万公里)

		2008		2009E		2010E		2011E	
		投资额	增速	投资额	增速	投资额	增速	投资额	增速
基本建设投资	悲观	6881	6.03%	7220	4.93%	7300	1.11%	7600	4.11%
	中性	6881	6.03%	7720	12.2%	7600	-1.55%	8200	7.89%
	乐观	6881	6.03%	8420	22.4%	8200	-2.61%	8800	7.32%
		总里程	增速	总里程	增速	总里程	增速	总里程	增速
高速公路总里程	悲观	6.06	13.1%	6.69	10.4%	7.39	10.5%	8.07	9.20%
	中性	6.06	13.1%	6.75	11.4%	7.45	10.4%	8.01	7.52%
	乐观	6.06	13.1%	6.81	12.4%	7.51	10.3%	7.95	5.86%

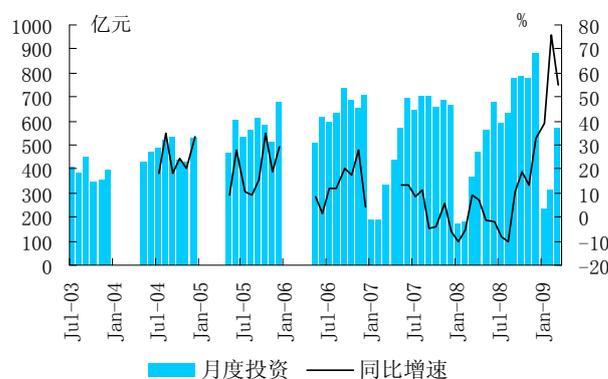
资料来源: 国信证券经济研究所预测

图 37: 公路建设投资增长(年度累计同比)



资料来源: 交通部, 国信证券经济研究所

图 38: 公路建设投资增长(单月同比)



资料来源: 交通部, 国信证券经济研究所

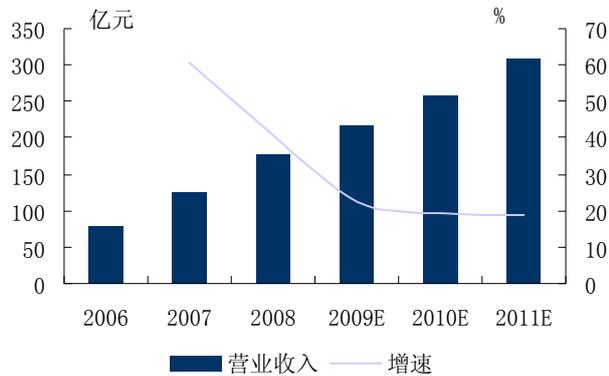
公司是基建领域的新进入者, 但发展迅速。2006-2008 年公司基建业务营收复合增速达 50.2%, 在总收入中占比从 06 年的 5.8% 提升至 8.7%; 营业利润复合增速达 57%, 在总利润中占比从 5% 提升至 5.7%。

按照公司管理层的远景规划，公司基建业务发展远景目标为在营业总收入中占比约 20%，在总利润中占比约 10%。我们认为，公司对基建业务的持续性资源倾斜，将加速该目标的实现。

- 资质拓展方面：公司计划于 09 年和 10 年申请 3 个铁路、公路、市政方面的特级资质，解决项目承接资格方面的限制。
- 在项目运作方面：公司针对铁路建设业务，成立专业化工程子公司，在具体项目建设过程中积累技术和经验。
- 在资金支持方面：公司 IPO 募集资金将有 104 亿元直接投向 10 个基础设施建设项目，占募集资金总量的 26%，同时还有 70 亿元用来购买施工机械设备（主要为基建施工设备），占募集资金总量的 17%。

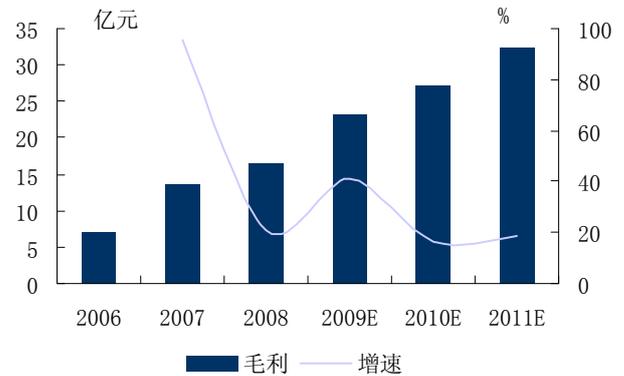
仅按公司目前营收份额增速及新签合同增速简单测算，公司基建业务发展远景目标将在 2012 年达成。

图 39: 中国建筑基建业务营收增长



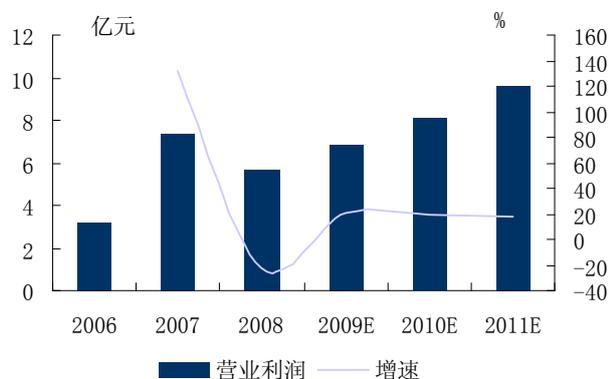
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 40: 中国建筑基建业务毛利增长



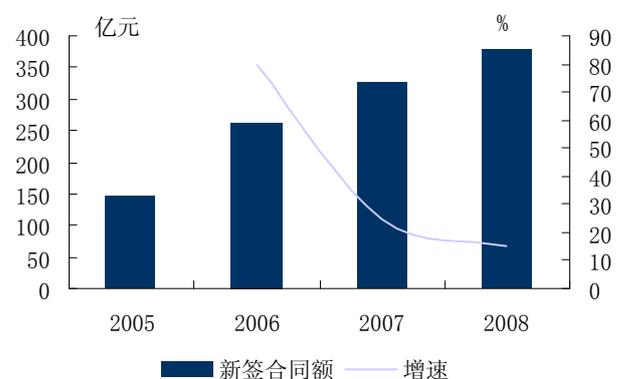
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 41: 中国建筑基建业务营业利润增长



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 42: 中国建筑基建业务新签合同额增长



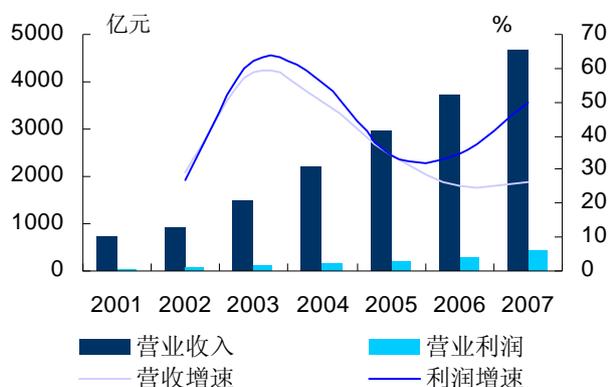
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

勘察设计业务利润率有望升至平均水平

工程勘察设计与咨询业是建筑业中智力密集型、技术密集型行业，同时也是市

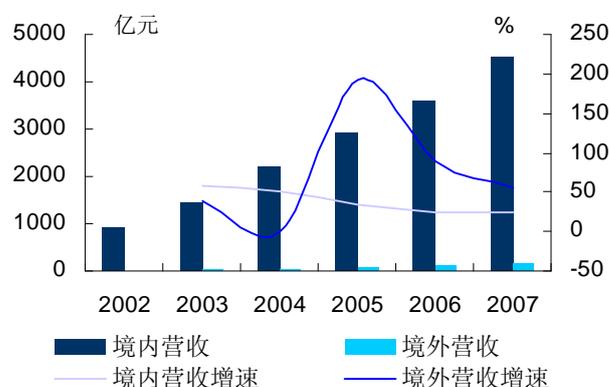
场较为分散的行业。2007 年，全国共有工程勘察设计企业 14151 家，全年营业总收入与总利润分别为 4684.33 亿元、436.83 亿元，平均营业收入及平均营业利润分别为 3310.2 万元、308.7 万元，平均营业利润率为 9.33%。

图 43: 全国勘察设计企业营收利润增长



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 44: 全国勘察设计企业分地区营收增长



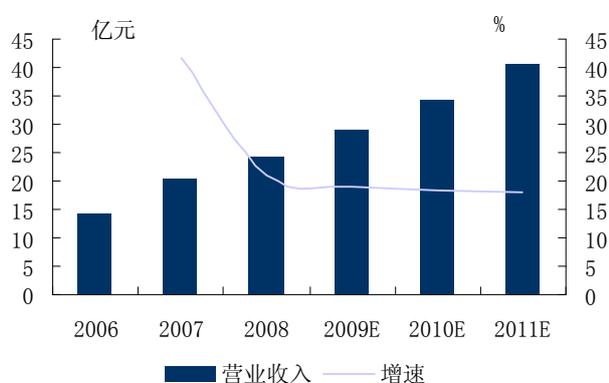
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

公司是中国最大的综合建筑、市政勘察设计企业集团之一，勘察设计业务分部主要由 15 家具有甲级设计资质的大型设计研究院组成，分布在中国各主要经济区域，在所处地区市场均处领先地位。2007 年，公司勘察设计业务营业收入及利润分别为 20.2 亿元、1.8 亿元，在全国勘察设计企业总营收及总利润中，分别占比 0.43%、0.41%，营业利润率为 8.9%，略低于行业平均水平。

公司勘察设计业务在高端项目、境外项目承接方面有较大优势。2007 年承接的赤道几内亚吉博劳行政新城设计咨询项目合同额高达 6.21 亿欧元，是新中国成立以来最大的对外设计咨询项目，仅按 1: 9.7 的汇率测算，这一合同即占全国勘察设计企业全年境外收入的 33.6%。

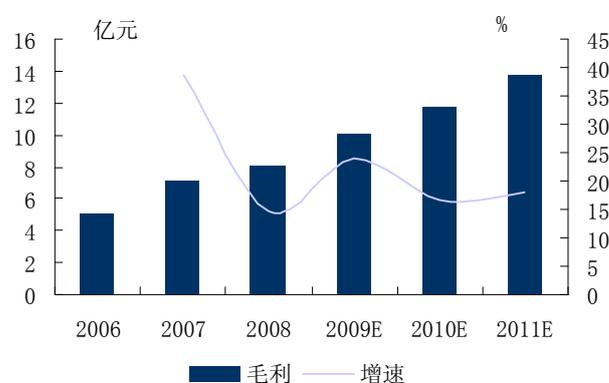
我们认为，随公司业务整合协同的不断深入，承接订单中工程总承包项目占比将进一步提升，勘察设计业务分部的技术经验优势将愈发明显，营业利润率也有望升至行业平均水平。

图 45: 中国建筑勘察设计业务营收增长



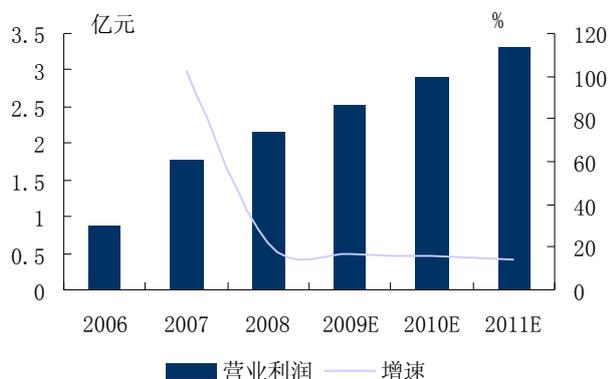
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 46: 中国建筑勘察设计业务毛利增长



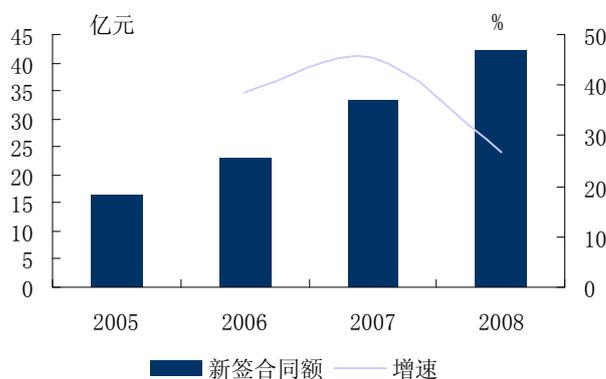
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 47: 中国建筑勘察设计业务营业利润增长



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 48: 中国建筑勘察设计业务新签合同额增长



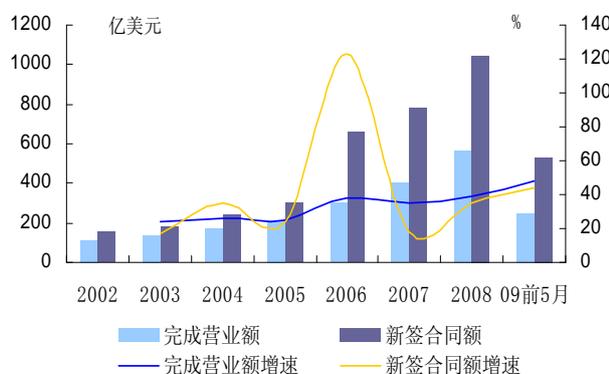
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

海外战线伺机重展

08 年金融海啸席卷全球, 在全球经济景气度持续下滑的背景下, 中国对外承包工程业务仍然实现逆势增长, 完成营业额及新签合同额同比增速均超过 30%。

公司作为中国对外工程承包业务的开拓者和领导者, 虽然 08 年对外工程承包新签合同额、完成合同额两项指标依然排名中国企业前两位, 但海外业务营收及合同额增速等指标均落后于行业平均水平。

图 49: 中国对外承包工程合同额增长



资料来源: 商务部, 国信证券经济研究所

图 50: 中国建筑海外业务营收占比变化



资料来源: CFLP, 国信证券经济研究所

我们认为, 这并非由于公司技术、管理等国别比较优势的减退, 而是由于中国内地市场比较优势的提升。

公司目前海外业务主要布局在东南亚、中东和北非地区, 在金融海啸肆虐、人民币升值等因素影响下, 上述区域市场需求萎缩、政治风险加大, 而中国内地经济却在政府有力提振下, 呈现出明显回暖迹象。作为拥有五十多年海外业务经验的“老手”, 公司有意收缩海外战线, 控制业务风险。

未来若全球经济回暖, 海外市场比较优势提升, 公司的海外战线将重新大幅展开。根据公司 IPO 路演发言, 未来海外市场拓展方向主要是中非、中美洲等地区的发展中国家。公司在这些区域市场的技术、管理比较优势显著, 可复制性强, 市场份额增长只欠时机的到来。

表 20: 中国建筑海外市场布局及未来拓展方向

海外市场布局			未来海外市场拓展方向	
市场名称	中心国家	份额	拓展地区(国名)	所属市场
东南亚市场	香港、澳门、新加坡、越南	港澳地区 15%~20%，新加坡 10%	刚果(布)	中非市场
中亚市场	俄罗斯、哈萨克斯坦		赤道几内亚	中非市场
中东市场	阿联酋	份额领先	安哥拉	中非市场
美洲市场	美国		巴哈马	美洲市场
北非市场	阿尔及利亚	8%左右		
中非市场	赤道几内亚、刚果(布)			
南非市场	博茨瓦纳、南非			

资料来源: 招股意向书, 公司 IPO 路演发言, 国信证券经济研究所

内生优势持续提升

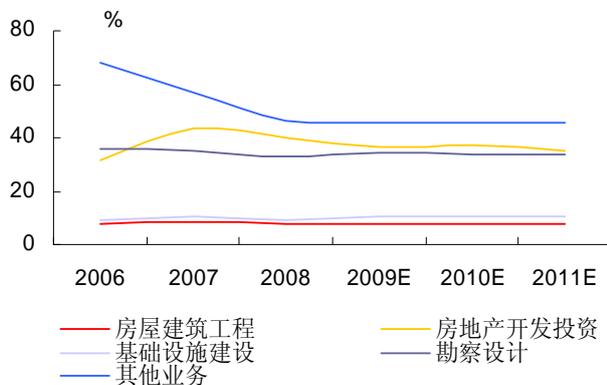
09 年综合毛利率将略有提升

总体来看, 09 年公司综合毛利率将略有提升, 各分部业务毛利率变动的主要影响因素如下:

- 房屋建筑工程业务: 09 年以来, 钢铁、水泥等主要原材料(在营业成本中占比 60%) 价格相比 2H08, 维持在低位水平
- 房地产开发与投资: 09 年地产市场回暖, 售价提高; 虽然 07 年拿地成本相对较高(考虑一般情况, 即两年开发周期), 但因土地成本占比较低, 对毛利率变动影响相对较小, 毛利率略有下降, 但幅度较小
- 基础设施建设业务: 09 年以来, 钢铁、水泥等主要原材料(在营业成本中占比 60%) 价格相比 2H08, 维持在低位水平; 随 IPO 募集资金投入支持, 公司承接大项目、高端项目(毛利率相对较高) 的能力得到加强
- 勘察设计业务: 大致保持稳定
- 其他业务: 大致保持稳定

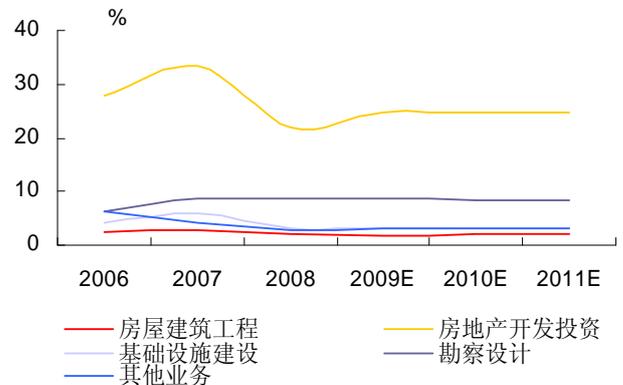
综合以上因素, 在不考虑短期内公司成本控制能力提升的情况下, 初步预计 09 年公司综合毛利率将从 08 年的 11.3% 提升至 12.1%。

图 51: 中国建筑分部业务毛利率对比



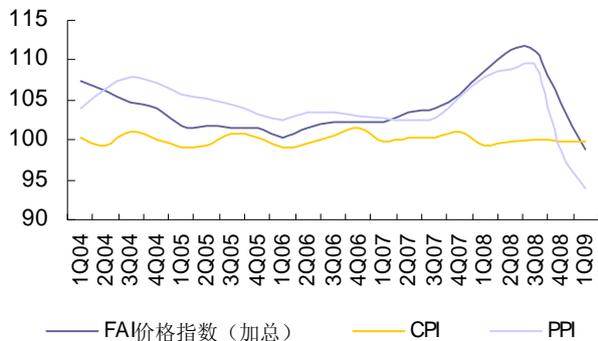
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 52: 中国建筑分部业务营业利润率对比



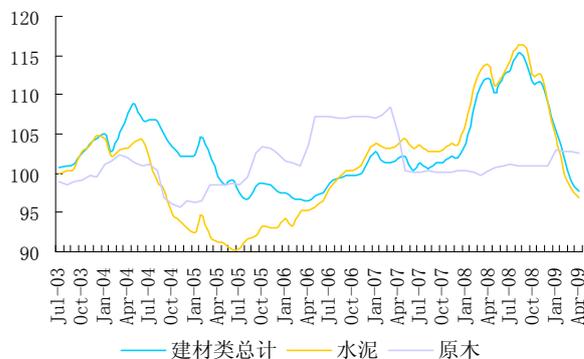
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 53: FAI 价格指数随 PPI 一起回落



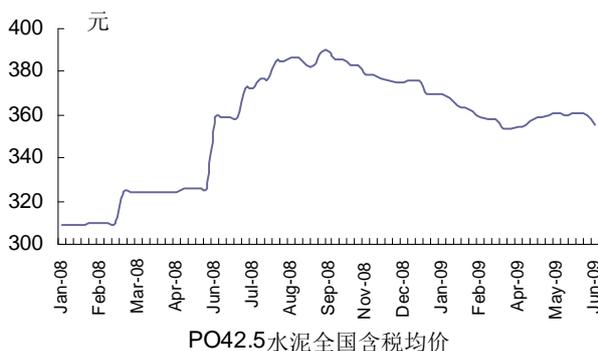
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

图 54: 建材主要品种及加总价格指数



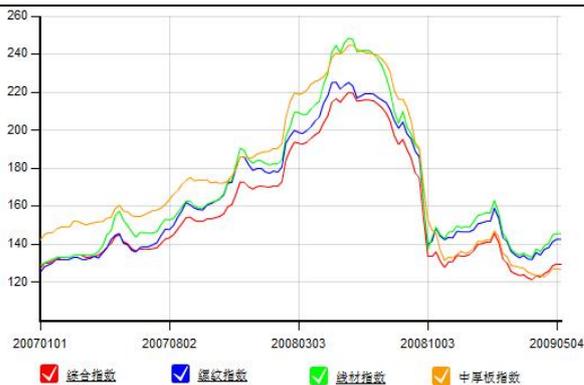
资料来源: 中国建材信息网, 国信证券经济研究所

图 55: PO42.5 水泥全国含税均价



资料来源: 数字水泥网, 国信证券经济研究所

图 56: MyspiC 指数



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所

施工业务成本控制能力不断加强

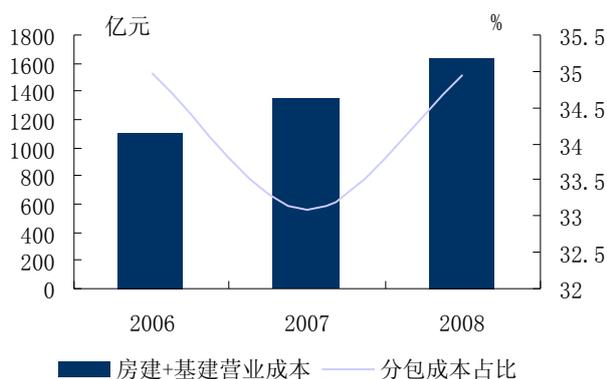
自成立起, 公司前身——中建总公司就开始在市场化竞争环境中摸爬滚打, 通过与大量具有相同资质的公司公开竞标拿项目, 经过近 20 年的商业化运作, 公司的市场经验在央企中已经鹤立鸡群, 成本控制能力得到了市场的公认。

公司房屋建设和基础设施建设业务的营业成本中, 原材料及劳务分包成本占比达 90% 以上。故公司主要通过对采购、分包环节加强管理, 并采用激励措施提升内部效率, 实现对施工业务总成本的控制。

- 采购环节: 推行区域材料集中采购, 降低成本。公司每年建筑业务 60% 的收入来自环渤海、长三角和珠三角三大区域, 这些地区每年仅钢材采购量就超过 200 亿元人民币, 如果集中采购的方式, 可以大幅度降低成本。09 年以来, 公司积极推进集中采购, 最近与五矿集团签署了战略合作协议, 锁定了钢材等原材料成本。
- 分包环节: 与熟悉伙伴合作, 控制成本的同时, 有效控制风险。一般而言, 分包商的平均劳动成本低于公司的平均劳动成本, 采取与分包商合作的方

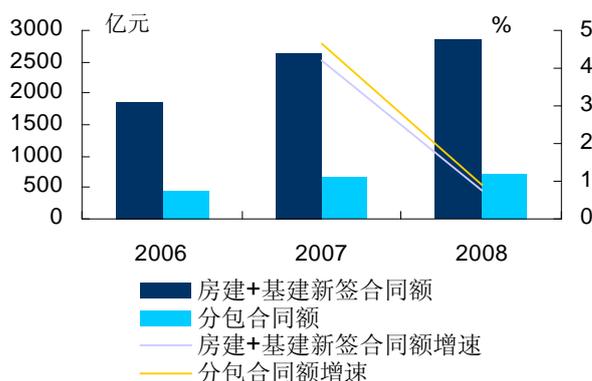
式有利于提高公司的盈利能力，但这也对公司的分包项目管理控制能力提出了一定的要求。公司与劳务公司及工程分包商具有长期合作关系，通过建立合格分包商名录、严格分包合同管理、建立了严格的三级技术交底和三级安全交底制度以及加强项目现场管理的措施来加大对分包合同的管理及风险控制力度，以满足公司业务增长的需要，有效控制分包风险和分包成本。从实际成效来看，06~08年公司分包成本在营业总成本中占比保持在33%以上，分包合同额增速持续超过施工业务新签合同额增速，成本控制较为稳健。

图 57: 中国建筑分包成本占比



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 58: 中国建筑分包合同额增长



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

- 成本控制激励机制：一是进行营销激励机制创新，变领导营销为团队营销，建立以客户为中心、并提升对接层次的营销目标，通过多承接回报率相对较高的大项目、高端项目，快速提升规模效益；二是通过推行项目风险抵押承包责任制，将项目经理及全体人员的切身利益，与项目收益紧密联系在一起。公司通过较大范围的长期实践，证实上述措施较为有效地提升了项目平均毛利率水平。

营业税金及附加占比仍会小幅提升

06~08年公司营业税金及附加占营业收入比例持续上升，由06年的3.27%升至08年的3.81%。这主要是由于公司在报告期内应缴土地增值税增长迅速所致。

我们认为，随公司房地产开发投资业务的推进，相应税费会成比例增加，营业税金及附加在公司营业总收入中的占比将呈现小幅提升的态势。

费用控制能力持续优于“两铁”

公司市场化意识突出，持续采纳实际有效的措施控制费用、提升效率。

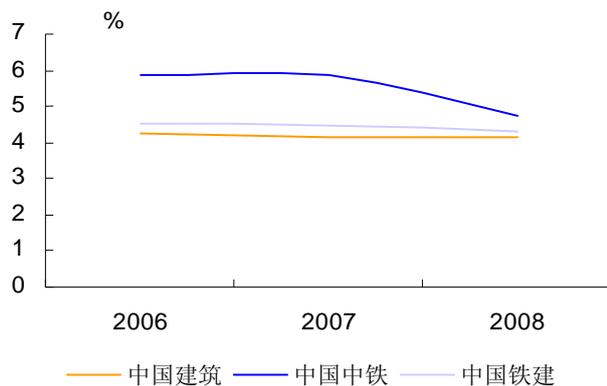
- 管理费用控制：按照组织结构扁平化原则优化机构设置，创造性地推行“法人管项目”，有效地裁短了管理链条，降低了管理费率。03年公司曾大规模整合机构800个，随着专业化、区域化的推进，尤其是上市之后，公司将进一步大力推进机构整合。
- 财务费用控制：通过实行集团内资金统一管理来提高资金的使用效率，公司原来要求资金三级集中，现在要求两级集中。根据公司IPO路演发言内容，08年公司下属工程局的资金集中度已达52~70%，其中，直营部分已全部集中。资金集中提升了银行的授信，并通过逐步实现集中支付、集中

记账与集中监督，有效节省利息费用。

- 销售费用控制: 房地产开发投资业务的产品销售主要以自己的团队来进行，销售费用比率远低于同行。

从成效来看，公司费用控制能力持续提升，三项费用率明显优于“两铁”，管理费用率相对较低是其主要原因。根据 06~08 年年报数据，在剔除员工福利费冲回影响后，公司实际管理费用率保持在 3.3% 以下，并持续下降，相比之下，铁建实际管理费用率始终维持在 3.6% 以上，中铁维持在 3.9% 以上。

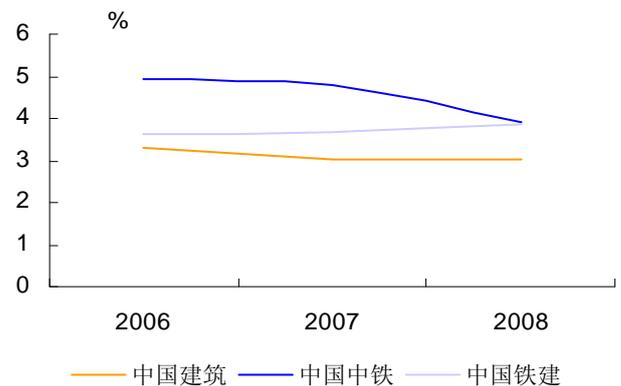
图 59: 中国建筑与两铁三项费用率对比



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

注: 已考虑进一次性员工福利费冲回及汇兑损失影响

图 60: 中国建筑与两铁实际管理费用率对比

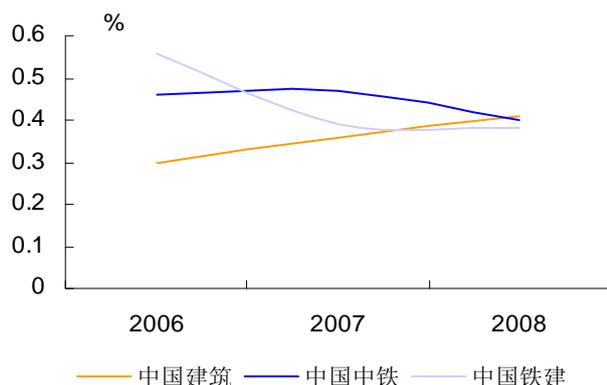


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

注: 实际管理费用率为剔除一次性员工福利费冲回影响后的管理费

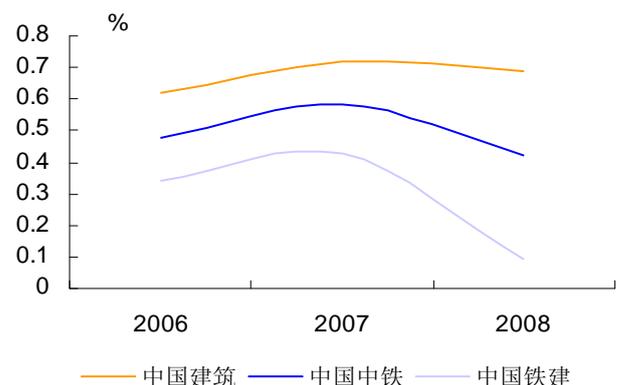
业务构成的差别，使得公司销售费用率和实际财务费用率相对较高。公司房地产业务发展较快，利润占比近 50%，与基建业务为主的“两铁”相比，融资规模相对较大，营销、广告等投入也相对较多，因此公司销售费用率持续提升，实际财务费用率持续高于“两铁”。

图 61: 中国建筑与两铁销售费用率对比



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 62: 中国建筑与两铁实际财务费用率对比



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

注: 实际财务费用率为剔除汇兑损失影响后的财务费用率

09 年实际所得税率有望小幅下降

08 年，公司所得税实际税率上升至 32.39%，较 07 年增加 5.56 个百分点，据公司 IPO 招股意向书 370 页载，其主要原因有以下四点：

- 08 年部分子公司发生亏损并且未确认递延所得税资产，使得未确认可抵扣亏损和可抵扣暂时性差异的纳税影响为 2.65 亿元，而 07 年可抵扣亏损和可抵扣暂时性差异的纳税影响为-1.07 亿元。
- 根据我国新税法规定，2008 年 1 月 1 日起，非居民企业从我国居民企业获得的股息将按照一定的税率征收预提所得税，2008 年公司新增 1.92 亿元协定股息税。
- 2008 年房地产市场的销售景气程度有所下降，公司下属公司中国海外资金来源更多依赖于借款，利息费用有所增加；而根据香港税法，不能直接用于生产的借款利息不能在税前抵扣。
- 新企业所得税法规定业务招待费可抵扣部分仅为发生额的 60%，而原企业所得税法允许最高抵扣营业收入的 0.3%，公司业务招待费可以全额抵扣所得税。

09 年上半年房地产市场回暖明显，中海外房产销售现金回流加快，可抵扣税金的借款利息费用将增加。若不考虑递延所得税抵扣影响，我们预计公司 09 年实际所得税率将小幅降至 31.2%。

盈利预测：依房建之池蓄势，凭地产之翼腾飞

基本假设及盈利预测

由于 09 年以来内地房地产市场景气度明显回升，中国海外销售情况良好，中建地产在建项目即将进入规模回报期，IPO 募集资金回报有望超预期，预计公司 09~11 年房地产开发投资业务营收增速分别为 70.2%、28.5%、26%；由于中建地产资金投入增多，未来公司房屋建筑工程与房地产开发投资一体化联动效应将更为明显，因此房屋建筑工程业务有望在中建地产带动下，实现平稳增长，结合目前合同额增速及完成比例，预计 09~11 年房屋建筑工程业务营收增速分别为 21.1%、23%、20.5%；公司向基础设施建设业务明显加大投入，结合目前合同额增速，并考虑 IPO 资金投入的影响，预计 09~11 年公司基础设施建设业务营收增速分别为 22.5%、19.5%、18.7%；随公司未来一体化整合的深入，勘察设计业务也将随施工业务而增长，考虑到该项业务合同额总量存在一定不确定性，出于保守，假设该项业务增速保持平稳，预计 09~11 年勘察设计业务营收增速分别为 19%、18.4%、17.9%；预计其他业务 09~11 年营收增速保持在 5% 的水平。

另外，我们假设公司除目前计划外，未来 3 年没有其他较大资本开支。

根据表 21 假设，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.17、0.22 和 0.26 元。

表 21：中国建筑分部营业收入预测（单位：百万元，%）

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
房屋建筑工程	营业收入	135163.30	160618.72	194509.27	239246.40	288291.91
	YOY%		18.83	21.10	23.00	20.50
	毛利率	8.38	7.70	7.95	7.90	7.90
房地产开发投资	营业收入	16447.83	18823.64	32037.84	41168.62	51872.46
	YOY%		14.44	70.20	28.50	26.00
	毛利率	43.42	39.85	36.80	37.30	35.20
基础设施建设	营业收入	12571.67	17696.46	21678.16	25905.41	30749.72

	YOY%		40.76	22.50	19.50	18.70
	毛利率	10.86	9.36	10.77	10.50	10.50
勘察设计	营业收入	2021.07	2442.24	2906.27	3441.02	4056.96
	YOY%		20.84	19.00	18.40	17.90
	毛利率	34.92	33.09	34.52	33.98	34.00
其他	营业收入	3492.49	3618.69	3799.62	3989.61	4189.09
	YOY%		3.61	5.00	5.00	5.00
	毛利率%	56.49	45.99	45.80	45.60	45.80

资料来源：国信证券经济研究所

绝对估值：DCF+RNAV

考虑到公司分部业务合理折现方式的差异，我们对其建筑工程相关业务做 DCF 估值，对其房产及物业投资做 RNAV 估值。综合估值结果，公司绝对估值合理价值区间为 4.86 元~ 6.98 元，价值中枢为 5.92 元。

公司建筑工程相关业务 DCF 基本假设参数如下表所示。

表 22: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	31.2%
无风险利率	3.73%	Ke	14.34%
行业平均 Beta	1.193	风险溢价	6.80%
公司市值 (E)	125400	E/(D+E)	69.05%
债务总额(D)	47740	D/(D+E)	30.95%
Kd	5.30%	WACC	11.03%

资料来源：国信证券经济研究所

根据前述假设和参数设置，我们得到公司建筑工程相关业务 FCFF 合理估值区间为 1.43 元~ 1.83 元。

表 23: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元/股)

	10.0%	10.5%	11.03%	11.5%	12.0%
3.0%	2.08	1.90	1.73	1.58	1.44
2.5%	2.01	1.83	1.67	1.53	1.39
2.0%	1.94	1.77	1.62	1.48	1.35
1.5%	1.87	1.71	1.56	1.43	1.30
1.0%	1.81	1.66	1.52	1.39	1.26

资料来源：国信证券经济研究所

根据各项目所在地区最近房价变化，我们分别对中海地产和中建地产项目做 RNAV 估值，综合二者结果，得到公司房地产开发投资相关业务的合理估值为 4.29 元，若给予其 20% 浮动区间，则公司房地产开发投资分部业务合理价值区间为 3.43~5.15 元。

表 24: 中建地产 RNAV 估值

项目位置	开发项目名称	权益 (%)	规划建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	权益 NAV (亿元)
北京	北京颐合天地三期	100	28,214	28,214	23,982	2.3
北京	北京怀柔安丽家园	70	155,173	108,621	131,897	3.12
北京	北京西长安中心项目	51	50,766	25,891	43,151	3.01
天津	天津阳光盆地	88	6,179	5,438	5,252	0.46
天津	天津绮景家园	100	19,806	19,806	16,835	1.17
天津	天津天赐园	100	3,000	3,000	2,550	0.17
河南	南阳中建小区三期	100	20,010	20,010	17,009	0.16
河北	三河北欧小镇二期	52	10,000	5,200	8,500	2.23
河北	雄县温泉花园	60	390,880	234,528	332,248	0.98
河北	唐山中建二局招待所地块	70	40,000	28,000	34,000	0.39
河北	唐山建瑞花苑项目	70	33,538	23,477	28,507	0.47
河北	唐山中建二局办公楼地块	70	35,000	24,500	29,750	0.61

河北	唐山中建二局三公司办公楼地块	70	75,000	52,500	63,750	5.33
山东	济南中建文化城	100	114,300	114,300	97,155	2.39
山东	青岛千智广场	70	84,495	59,147	71,821	38.21
山东	潍坊康居花城	100	2,553,000	2,553,000	2,170,050	37.27
山东	德州中建华府项目	50	265,000	132,500	225,250	3.39
江苏	盐城师范学院项目	100	208,207	208,207	176,976	3.09
江苏	扬州江阳路	100	105,124	105,124	89,355	0.54
福建	福州中辉新苑	100	17,916	17,916	15,229	0.12
福建	福州好来屋	100	2,654	2,654	2,256	3.61
广东	惠州中天彩虹城	60	460,024	276,014	391,020	9.21
广东	惠州中天山水雅苑	60	328,751	197,251	279,438	7.81
广东	广州颐年园二期第一组团项目	100	40,300	40,300	34,255	2.77
广东	深圳龙岗万鑫商城	40	187,312	74,925	159,215	2.33
广东	揭阳市榕城区揭阳榕城区项目	45	945,005	425,252	803,254	8.72
广西	玉林市人民路项目	100	147,012	147,012	124,960	3.32
陕西	西安科技路项目	100	159,669	159,669	135,719	5.28
陕西	汉中中郑大道东段项目	100	387,212	387,212	329,130	4.4
湖南	长沙含浦住宅项目	100	354,704	354,704	301,498	0.82
湖南	长沙外贸学院项目	60	109,380	65,628	92,973	0.17
湖南	长沙中建桂苑	100	2,696	2,696	2,292	0.76
湖南	长沙新点苑四期	100	22,845	22,845	19,418	0.17
湖南	长沙华欣公寓二期	100	4,684	4,684	3,981	0.41
湖南	岳阳彩虹阁	100	16,000	16,000	13,600	3.79
湖南	益阳市梓山湖项目	51	1,530,000	780,300	1,300,500	7.02
湖北	武汉关山	100	226,566	226,566	192,581	8.22
湖北	武汉新时代广场	100	66,675	66,675	56,674	7.69
湖北	纸坊基地项目	100	130,275	130,275	110,734	12.17
湖北	孝感东城新区项目	100	272,655	272,655	231,757	0.49
安徽	中建七局芜湖分公司地块项目	100	24,000	24,000	20,400	0.32
贵州	都匀银湖新城	33	403,000	132,990	342,550	1.93
四川	成都人居大源	100	180,489	180,489	153,416	3.98
四川	成都斑竹园	100	15,000	15,000	12,750	0.54
开发项目总计			10,232,516	7,775,173	8,697,638	201.34
位置	投资项目名称	权益(%)	可出租建筑面积(平方米)	权益建筑面积(平方米)	可出租面积(平方米)	权益 NAV (亿元)
北京	北京西直门项目	67	86,725	58,106	60,708	6.33
北京	北京中关村公馆项目	51	54,641	27,867	38,249	3.16
上海	上海中建大厦项目	80	90,247	72,198	63,173	8.21
四川	成都中建西南院新建办公楼项目	100	75,841	75,841	53,089	6.31
投资项目总计			307,454	234,011	215,219	24.01
NAV 加总						225.35
净债务						41.38
股权 NAV						183.97
每股价值 (元)						0.61

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 25: 中海地产 RNAV 估值

位置	开发项目名称	权益	规划建筑面积(平方米)	权益建筑面积(平方米)	可结算面积(平方米)	权益 NAV (亿元)
吉林	长春中海国际社区	100%	853,425	853,425	725,411	31.25
吉林	长春中海常青藤	100%	416,145	416,145	353,723	16.43
吉林	长春金城中央	100%	178,057	178,057	151,348	7.42
辽宁	大连中海华庭	100%	106,397	106,397	90,437	8.46
辽宁	大连英伦官邸	100%	160,492	160,492	136,418	13.7
辽宁	沈阳沈阳国际社区	100%	1,602,595	1,602,595	1,362,206	67.91
北京	北京北京中海瓦尔登湖	72%	78,168	56,281	66,443	6.02
北京	北京北京中海城二期	100%	614,878	614,878	522,646	40.07
天津	天津御湖翰苑	100%	137,636	137,636	116,991	8.02
山东	青岛银海一号	100%	238,032	238,032	202,327	16.69
山东	青岛中海熙岸	100%	246,041	246,041	209,135	6.93
山东	青岛青岛吴家村项目	100%	249,270	249,270	211,880	20.34

山东	济南盛福庄项目	100%	351,974	351,974	299,178	12.49
山东	济南奥体中心	60%	493,000	295,800	419,050	11.63
江苏	苏州独墅湖项目	100%	361,572	361,572	307,336	27.65
江苏	苏州中海御湖熙岸	100%	224,527	224,527	190,848	15.86
江苏	苏州中海国际社区	100%	1,439,452	1,439,452	1,223,534	69.02
江苏	苏州胥江项目	100%	230,328	230,328	195,779	11.71
江苏	南京中海凯旋门	100%	109,046	109,046	92,689	7.91
江苏	南京凤凰西街项目	100%	740,309	740,309	629,263	30.75
浙江	宁波东湖观邸	100%	89,772	89,772	76,306	6.87
浙江	宁波雍城世家	50%	427,772	213,886	363,606	20.27
浙江	杭州杭州三墩镇项目	100%	81,049	81,049	68,892	4.02
浙江	杭州钱塘山水	100%	151,589	151,589	128,851	15.72
浙江	杭州杭州新三墩镇项目	100%	153,826	153,826	130,752	7.99
浙江	杭州西湖转塘 50-51 地块	50%	267,265	133,633	227,175	10.23
浙江	杭州滨江 75 号地	50%	721,371	360,686	613,165	21.37
浙江	杭州滨江 76 号地	50%	335,722	167,861	285,364	13.42
上海	上海上海建国东路 65 号街坊	50%	98,440	49,220	83,674	13.72
上海	上海中海瀛台	100%	137,533	137,533	116,903	18.29
上海	上海中海万锦城	100%	266,165	266,165	226,240	33.72
上海	上海翡翠湖岸	100%	48,017	48,017	40,814	10.35
上海	上海康桥项目	100%	191,385	191,385	162,677	13.79
广东	中山翠林兰溪园	100%	88,228	88,228	74,994	4.53
广东	深圳中海康城国际	100%	621,715	621,715	528,458	29.73
广东	深圳中海大山地	100%	171,949	171,949	146,157	10.39
广东	深圳龙岗酒店(体育新城)	100%	75,000	75,000	63,750	4.03
广东	深圳阳光玫瑰园	78%	125,398	97,810	106,588	4.97
广东	广州珠江新城璟晖华亭	100%	108,786	108,786	92,468	13.59
广东	广州中海花城湾	100%	156,977	156,977	133,430	13.72
广东	广州金沙馨园	100%	297,691	297,691	253,037	14.96
广东	佛山中海金沙湾	100%	1,145,771	1,145,771	973,905	40.27
广东	佛山万锦豪园	100%	228,101	228,101	193,886	13.9
广东	佛山中海文华熙岸	100%	267,931	267,931	227,741	23.88
广东	佛山万锦东苑	100%	264,495	264,495	224,821	13.82
广东	珠海珠海银坑	100%	212,885	212,885	180,952	11.29
广东	珠海珠海横琴富祥北项目	100%	151,285	151,285	128,592	5.41
广东	珠海环宇城	100%	310,784	310,784	264,166	23.41
广东	珠海珠海横琴项目	100%	137,998	137,998	117,298	6.82
陕西	西安曲江中海国际	100%	1,626,185	1,626,185	1,382,257	34.2
四川	成都中海国际社区	80%	903,272	722,618	767,781	37.52
四川	成都中海兰庭	100%	367,419	367,419	312,306	18.32
四川	成都成都龙湾半岛	100%	204,793	204,793	174,074	10.97
四川	成都成都高新区 31 号项目	100%	511,574	511,574	434,838	21.36
四川	成都中海翠屏湾	100%	293,555	293,555	249,522	13.92
重庆	重庆北滨 1 号	100%	123,706	123,706	123,706	8.53
重庆	重庆江北项目	45%	426,272	191,822	362,331	11.32
重庆	重庆重庆国际社区	60%	2,280,000	1,368,000	1,938,000	50.22
香港	香港莲塘尾项目	100%	35,200	35,200	29,920	12.44
香港	香港香港赤柱滩道 6 号	100%	6,394	6,394	5,435	1.92
香港	香港牛津街 1 号项目	100%	8,964	8,964	7,619	11.54
小计			22,953,578	20,454,514	19,529,093	1087
项目投资						
+物业管理						153.15
NAV 加总						1240.15
净债务						135.66
股权 NAV						1104.49
每股价值						3.68
(元)						

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

相对估值:SOTP

根据前述基本假设和公司未来发展规划目标，我们预计公司 09~11 年建筑工程相关业务 EPS 分别为 0.08 元、0.10 元、0.10 元，09~11 年房地产开发投资业务 EPS 分别为 0.09 元、0.12 元、0.16 元。

考虑到目前国内市场与公司规模相当的房建企业尚少，我们在选取可比公司时，即从业务角度，选取上海建工、龙元建设、宏润建设，又从公司建筑业务营收规模角度，选取中国中铁和中国铁建。综合几家可比公司估值水平，并考虑到公司在房建市场的优势地位，我们给予公司建筑工程相关业务 24 倍 P/E 估值水平。

表 26: A 股建筑业可比上市公司估值表

公司	最新收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB	10PB
中国中铁	7.18	0.05	0.29	0.36	145.40	24.76	19.49	2.75	2.49	2.23
中国铁建	10.93	0.32	0.45	0.61	34.16	24.29	17.10	2.85	2.57	2.28
上海建工	16.8	0.42	0.51	0.56	35.74	32.94	30.00	3.20	3.00	2.80
龙元建设	10.95	0.31	0.52	0.61	35.32	21.06	17.95	2.81	2.44	2.09
宏润建设	20.18	1.28	1.04	1.18	15.77	19.40	17.04	3.28	4.22	3.77
均值					53.28	24.49	20.32	2.98	2.94	2.63

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

根据目前国内房地产业上市公司 09 年 P/E 水平，并考虑到公司地产旗舰中国海外发展高于行业平均水平的盈利能力，我们给予公司房地产开发投资业务 31 倍 P/E 估值水平。

表 27: A 股房地产业可比上市公司估值表

公司	最新收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB	10PB
万科	14.17	0.37	0.48	0.62	38.30	29.52	22.85	4.73	4.26	3.63
保利地产	29.40	0.91	0.97	1.32	32.31	30.31	22.27	3.05	4.96	4.26
招商地产	35.90	0.94	1.03	1.26	38.19	34.85	28.49	3.84	3.68	3.27
金地集团	19.29	0.50	0.57	0.72	38.58	33.84	26.79	2.70	3.68	3.39
金融街	15.78	0.43	0.50	0.60	36.70	31.56	26.30	3.27	2.46	2.19
北辰实业	7.20	0.13	0.22	0.26	55.38	32.73	27.69	2.82	2.38	2.24
首开股份	25.80	0.70	0.86	0.99	36.86	30.00	26.06	5.66	5.22	4.63
滨江集团	16.92	0.61	0.57	0.77	27.74	29.68	21.97	2.63	5.60	4.52
华发股份	22.94	0.88	0.95	1.11	26.07	24.15	20.67	4.16	2.87	2.31
上实发展	22.19	0.34	0.44	0.58	65.26	50.43	38.26	7.07	4.41	4.11
中华企业	19.26	0.43	0.54	0.66	44.79	35.67	29.18	4.62	4.86	4.37
均值					40.02	32.98	26.41	4.05	4.03	3.54
中国海外发展	18.88	0.67	0.76	0.98	28.18	24.74	19.25	4.67	3.88	3.38

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

综合各分部业务估值水平，我们得到公司相对估值的合理价值区间为 4.81~6.22 元，价值中枢为 5.52 元。

表 28: 中国建筑分部 EPS 预测 (单位: 元)

	P/E	09EPS	10EPS	11EPS	09 估值	10 估值	11 估值
建筑工程相关业务	24X	0.079	0.103	0.104	1.896	2.472	2.496
房地产开发投资	31X	0.094	0.121	0.158	2.914	3.751	4.898
加总		0.173	0.224	0.262	4.81	6.22	7.39

资料来源：国信证券经济研究所

表 29: 国内外可比建筑公司估值表

公司	币种	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB	10PB
Vinci SA	EUR	3.22	2.94	2.78	10.59	11.60	12.27	1.98	1.81	1.72
Bouygues SA	EUR	4.33	3.53	3.35	6.69	8.19	8.63	1.30	1.23	1.13
Skanska AB	SEK	8.43	6.80	5.83	11.63	14.42	16.80	2.07	2.06	2.01
Hochtief AG	EUR	2.28	2.49	2.54	17.63	16.16	15.79	1.13	1.34	1.29
福陆	USD	3.63	3.82	3.39	14.70	13.99	15.74	3.32	2.82	2.43
Jacobs	USD	3.35	3.33	3.13	12.61	12.71	13.50	2.25	1.98	1.75
Eiffage SA	EUR	3.82	3.44	3.25	11.75	13.07	13.81	1.49	1.43	1.42
Acciona SA	EUR	7.77	11.31	4.42	11.40	7.84	20.08	1.09	1.00	0.97
NCC AB	SEK	16.13	6.32	5.77	4.51	11.52	12.61	1.16	1.12	1.08
清水建设	JPY	35.48	7.10	15.49	10.60	52.98	24.27	0.72	0.87	0.95
鹿岛建设	JPY	35.57	-6.40	15.72	7.51	N/A	16.98	0.76	1.02	1.16
现代建设公司	KRW	3846	3673	5041	15.78	16.53	12.04	N/A	2.13	1.87
大宇建设公司	KRW	858	728	1032	14.91	17.57	12.40	1.24	1.24	1.17
中交建	CNY	0.42	0.53	0.65	22.04	17.36	14.35	2.91	2.85	2.48
中国建筑	HKD	0.21	0.23	0.27	19.42	17.39	15.09	3.85	2.79	2.56
境外及香港上市公司均值					12.78	16.52	14.96	1.81	1.71	1.60
中国中铁	CNY	0.05	0.29	0.37	145.40	25.51	19.49	2.75	2.49	2.23
中国铁建	CNY	0.32	0.48	0.64	34.16	22.87	17.10	2.85	2.57	2.28
中铁二局	CNY	0.32	0.46	0.63	47.90	33.30	24.37	5.84	5.51	5.02
上海建工	CNY	0.42	0.51	0.56	35.74	33.20	30.00	3.20	3.00	2.80
龙元建设	CNY	0.31	0.52	0.61	35.32	21.14	17.95	2.81	2.44	2.09
宏润建设	CNY	1.28	1.04	1.18	15.77	19.33	17.04	3.28	4.22	3.77
国内上市公司均值					52.38	25.89	20.99	3.45	3.37	3.03

资料来源: Bloomberg, WIND, 国信证券经济研究所

注: 相对估值均按 09 年 7 月 27 日收盘价计算

表 30: 香港及内地可比房地产公司估值表

公司	币种	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB	10PB
中国海外发展	HKD	0.67	0.76	0.98	28.18	24.74	19.25	4.67	3.88	3.38
华润置地	HKD	0.38	0.65	0.86	50.13	29.32	22.02	2.80	2.38	2.18
富力地产	CNY	1.07	0.96	1.22	14.77	16.49	12.99	3.32	2.93	2.54
合生创展集团	HKD	1.28	1.47	1.78	10.75	9.37	7.72	0.97	0.84	0.77
碧桂园	CNY	0.22	0.17	0.20	14.81	19.23	16.20	2.59	2.57	2.31
绿城中国	CNY	0.59	0.78	1.02	18.46	14.06	10.80	1.92	1.92	1.69
雅居乐集团	CNY	1.20	0.50	0.65	8.13	19.65	15.12	2.90	2.39	2.06
SOHO 中国	CNY	0.14	0.38	0.49	31.35	11.46	8.90	1.59	1.46	1.27
上海复地	CNY	0.20	0.14	0.19	12.38	17.50	12.70	1.07	1.06	0.94
首创置业	CNY	0.26	0.22	0.30	12.30	14.69	10.44	1.26	1.43	1.28
香港上市公司均值					20.13	17.65	13.61	2.31	2.09	1.84
万科	CNY	0.37	0.48	0.62	38.43	29.34	23.04	4.73	4.26	3.63
保利地产	CNY	0.91	0.97	1.32	32.62	30.18	22.29	3.05	4.96	4.26
招商地产	CNY	0.94	1.03	1.26	39.22	34.96	28.56	3.84	3.68	3.27
金地集团	CNY	0.50	0.57	0.72	38.64	33.66	26.87	2.70	3.68	3.39
金融街	CNY	0.43	0.50	0.60	36.93	31.50	26.21	3.27	2.46	2.19
北辰实业	CNY	0.13	0.22	0.26	54.46	33.49	27.91	2.82	2.38	2.24
首开股份	CNY	0.70	0.86	0.99	36.55	30.07	26.03	5.66	5.22	4.63
滨江集团	CNY	0.61	0.57	0.77	27.75	29.53	21.86	2.63	5.60	4.52
华发股份	CNY	0.88	0.95	1.11	26.39	24.17	20.59	4.16	2.87	2.31
上实发展	CNY	0.34	0.44	0.58	64.59	50.09	38.46	7.07	4.41	4.11
中华企业	CNY	0.43	0.54	0.66	44.96	36.00	29.40	4.62	4.86	4.37
内地上市公司均值					40.05	33.00	26.48	4.05	4.04	3.54

资料来源: Bloomberg, WIND, 国信证券经济研究所

注: 相对估值均按 09 年 7 月 27 日收盘价计算

核心判断的主要风险

1、宏观经济波动风险。公司主要从事的房屋建筑与房地产开发业务与宏观经济景气程度、国家固定资产投资政策关联度较高，若公司未能正确判断宏观经济变化趋势，并作出相应准备，主营业务盈利增长可能受到较大影响。

2、房地产行业竞争加剧风险。国内地产市场竞争态势已经转为品牌、资金、管理等层面的高端竞争，公司虽然在高端、中低端房地产市场都具有较强的竞争实力，但由于市场的完全竞争性，以及国外实力地产商和房地产基金的积极进驻，更加激烈的行业竞争可能影响公司房地产开发业务的拓展速度。

3、境外市场环境变化风险。公司国际工程承包业务遍及多个国家和地区，各国文化习俗、政治制度和形势、经济发展水平和政策等方面差异明显，如公司项目所在国政局动荡、爆发自然灾害，则国际工程承包业务收入将受到较大影响。

附录：全球最具竞争力房地产集团之一

规模优势突出，综合实力雄厚

中国建筑成立于 2007 年 12 月 6 日，由中建总公司注入全部主营业务及相关资产负债、相关资质和品牌，并联合中国石油集团、宝钢集团、中化集团发起设立。

主要发起人中建总公司是根据政企分开的原则，由原国家建工总局直属的第一至第六工程局、西南院等建筑设计院，与专门从事对外承包业务的中国建筑工程公司，于 1982 年 6 月共同组建，后来又陆续接收或成立第七工程局、第八工程局、中国对外建设总公司等一系列相关企业，逐渐形成的特大型建筑联合企业。

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、发展中国家和地区最大的跨国建筑公司以及全球最大的住宅工程建造商，综合实力雄厚，享誉全球。

公司是建筑类仅有的一家连续四年被国务院国资委评为中央企业年度经营业绩考核 A 级的企业，并获得第一任期（2004-2006 年）“业绩优秀企业”称号，同时还是唯一一家首批进入国资委确定主业的中央企业名单中的建筑房地产企业。公司于 07-08 年连续两年被《财富》杂志评为“中国地区最受赞赏”的五家企业之一，受到国务院国资委的嘉奖。公司在 09 年《财富》杂志“世界 500 强企业”中排名第 292 位，较 08 年跃升 93 位，提前公司规划进入世界 500 强的前 300 强。公司在 ENR 排名中，连续 25 年踞于世界最大 225 家国际承包商和环球承包商前列，连续 11 年被评为世界住宅工程建造商第一名，且已提前跨入“国际建筑地产综合企业前三强”（前两名分别为法国的万喜和布依格）。

表 31: 建筑企业总收入全球排名 (2007-2008)

RANK	FIRM
08	07
1	1
2	2
3	3
4	6
5	4
6	5
7	7
8	10
9	17
10	8
11	9
12	18
13	12
14	16
15	14
16	11
17	23
18	20
19	22
20	15

表 32: 建筑企业境外收入全球排名 (2007-2008)

RANK	FIRM
08	07
1	1
2	3
3	2
4	4
5	5
6	6
7	**
8	7
9	9
10	12
11	10
12	11
13	22
14	20
15	8
16	13
17	16
18	14
19	17
20	21

资料来源：ENR，国信证券研究所

产业链条完整，市场地位突出

公司是中国市场化经营最早、专业一体化程度最高的建筑企业集团之一，所处

行业主要为建筑业和房地产行业，业务范围包括房屋建筑工程、房地产开发与投资、基础设施建设与投资及设计勘察等，相关产业链条完整，市场地位突出。

公司控股中国海外发展（0688.HK）为和中国建筑（3311.HK）两家港股上市公司，分别在中国房地产开发投资领域及港澳、中东地区建筑施工领域具备领军地位。公司旗下中海集团打造的“中海地产”，已经成为中国高端地产的标杆品牌之一，与“中国建筑”、中建保障性住房、“中建设计”等业务品牌交相辉映，产业链一体化优势明显。

表 33：中国建筑分部业务经营优势及行业地位

业务领域	经营状况及市场份额	竞争优势	资质	行业地位
房屋建筑	国内房屋建筑市场份额最大，2007 年国内建筑业务营业额占全国国有建筑企业完成产值的 12%，完成施工面积约占全国国有建筑企业完成总量的 27%	全球最大的住宅工程建造商、中国最大的房屋建筑承包商。拥有业内一流管理团队、科技实力和运作经验，以“高，大，精，尖，新”工程著称于世	特级资质 15 项，一级资质 43 项	市场高度分散，公司份额第一
房地产开发与投资	公司是中国最大的房地产企业集团之一，旗下中国海外是中国房地产行业的领军企业，在中国房地产开发中始终居于领先地位；旗下八大建筑工程局在国内长年积累的广泛营销网络，与建筑房地产业务一体化优势已成为公司开展中低档房地产开发、打造大众精品住宅的强有力支撑	旗下“中海地产”是中国最具价值的房地产品牌之一；中建房地产业务大力发展批量化、标准化的业务模式，开发中低档住宅、经济适用房及廉租房项目，有望成为中国最大的保障性住宅供应商之一	32 项资质，其中一级 2 项，二级 5 项，三级 6 项，四级 12 项	领军企业
基础设施建设与投资	近年来实现了超常规、跨越式发展，已经成功地进入铁路、特大型桥梁、高速公路以及城市轨道交通等市场，承接了一批在国内具有广泛影响力的代表性工程	中国基础设施建设领域的新进入者与成长最快的企业	94 项资质，其中特级资质 2 个，一级资质 53 个	新进入者
设计勘察	主要由 7 家具有甲级设计资质的大型设计研究院组成，分布在中国各主要经济区域，是所处地区领先的设计院所。公司在国内外完成了一系列具有影响力的工程咨询、勘察和设计项目	中国最大的综合建筑、市政勘察设计企业集团之一。公司拥有建筑设计、工程勘察和市政公用工程设计各类专业技术人才达 5,800 多人，其中院士及勘察设计大师 13 人，各类注册执业人员 2,284 人，高端专业人才储量居同行业前列	108 项资质，其中设计勘察资质 67 项，专项设计资质 41 项	领军企业

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所

国际承包经验丰富，模式成熟

公司是中国国际工程承包业务的开拓者和领导者，有五十多年的国际工程承包业务的运作经验，近二十年来一直雄踞中国国际承包商之首，1978 年至 2008 年累计完成海外营业额约占 2000 多家中国对外承包企业累计完成海外营业额总量的 11%。

在中国企业对外承包工程排行榜上，公司的新签合同额和完成合同额两项指标长期居于前两位，2008 年，公司对外承包工程完成营业额达 35.23 亿美元，约占中国对外承包企业完成海外营业额的 6%。

表 34：中国企业对外承包工程新签合同额排名（2007-2008） **表 35：中国企业对外承包工程完成营业额排名（2007-2008）**

表 34：中国企业对外承包工程新签合同额排名（2007-2008）			表 35：中国企业对外承包工程完成营业额排名（2007-2008）				
排名	排名	企业名	08 年新签合同 (亿美元)	排名	排名	企业名	08 年完成合同 (亿美元)
08	07			08	07		
1	1	中国建筑工程总公司	65.29	1	1	华为技术有限公司	56.69
2	2	华为技术有限公司	59.27	2	2	中国建筑工程总公司	35.23
3	17	中国石油工程建设（集团）公司	40.04	3	6	中国机械设备进出口总公司	18.74
4	19	上海电气集团股份有限公司	38.65	4	4	中国水利水电建设集团公司	18.06
5	14	山东电力基本建设总公司	37.18	5	10	国华国际工程承包公司	15.46

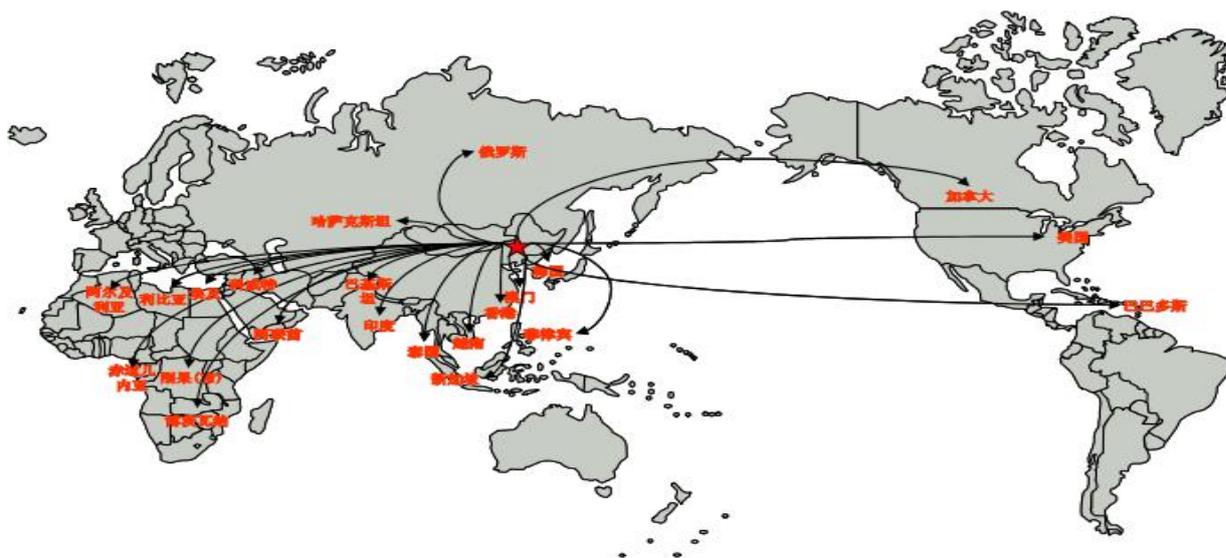
6	8	中国水利水电建设集团公司	36.07	6	5	长城钻探工程有限公司	12.90
7	6	中国港湾工程有限责任公司	33.36	7	3	上海振华港口机械股份有限公司	12.87
8	11	中国土木工程集团公司	28.25	8	7	中国港湾工程有限责任公司	12.83
9	4	上海振华港口机械股份有限公司	26.51	9	17	中国土木工程集团公司	10.19
10	38	北京建工集团有限责任公司	23.94	10	12	四川东方电力设备联合公司	9.02
11	**	中国机械工业集团公司	21.77	11	34	上海电气集团股份有限公司	8.80
12	12	中国路桥工程有限责任公司	19.86	12	8	中国路桥工程有限责任公司	8.73
13	25	中国机械设备进出口总公司	19.25	13	11	上海贝尔阿尔卡特股份有限公司	8.44
14	10	中国冶金科工集团公司	18.18	14	**	中兴通讯股份有限公司	8.18
15	41	中材国际工程股份有限公司	17.08	15	18	中国石化工程建设公司	7.14
16	16	长城钻探工程有限公司	16.26	16	31	山东电力建设第三工程公司	7.10
17	13	山东电力建设第三工程公司	15.85	17	9	中国石油工程建设(集团)公司	6.68
18	**	大连国际经济技术合作集团有限公司	14.60	18	25	葛洲坝水利水电工程集团有限公司	6.32
19	5	葛洲坝水利水电工程集团有限公司	14.49	19	21	中材国际工程股份有限公司	6.31
20	23	中国水利电力对外公司	12.09	20	15	东方地球物理勘探有限责任公司	6.06

资料来源：商务部，国信证券研究所

注：**为07年该企业相关指标未进行排名或未进入前五十名

公司是国际工程承包业务布局最广的中国企业，近30年来在境外116个国家承建了超过5000个项目，其中香港迪斯尼乐园、阿尔及利亚布迈丁国际机场、巴基斯坦人马座酒店等项目已成为当地标志性工程，在所在国(地区)树立起“中国建筑-CSCEC”国际知名品牌。

图 63：中国建筑海外业务地区分布



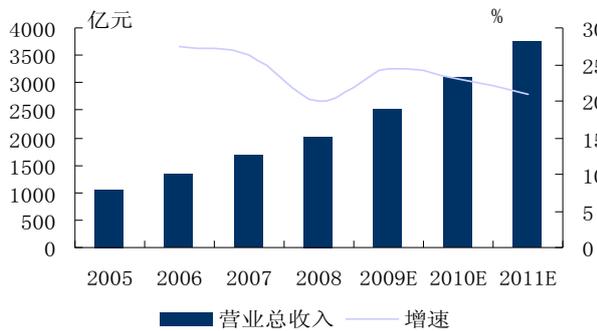
资料来源：IPO招股意向书，国信证券经济研究所

一体化延伸稳步前行，高回报业务占比持续提升

公司战略思想非常清晰：依托现有房屋建筑业务平台，进行产业链纵向一体化延伸，大力拓展房地产开发等高回报业务。

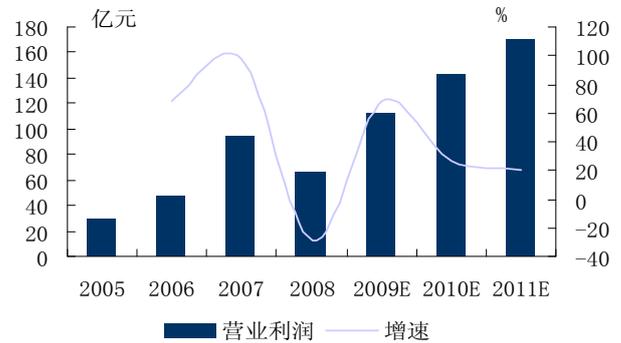
目前，公司利润主要来自房屋建筑工程业务与房地产开发业务，高利润率的房地产业务撑起了半边天。08年两项业务加总营业收入在总营业收入中占比为88.3%，加总营业利润在总营业利润中占比为89.7%。其中，房屋建筑业务营业收入在总营业收入中占比为79%，由于平均利润率只有2.3%左右，只贡献了41.7%的营业利润；而房地产开发业务营业收入占比仅在9.3%左右，却依靠22%左右的平均利润率，贡献了48%营业利润。

图 64: 中国建筑营业收入增长



资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

图 65: 中国建筑营业利润增长

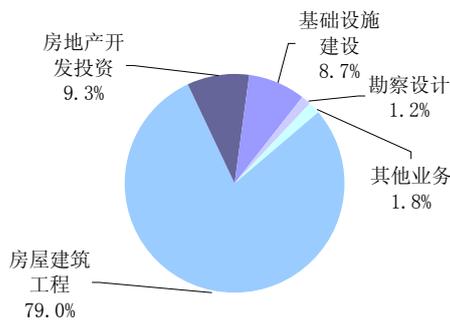


资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

从公司近 3 年财报来看, 房地产开发, 勘察设计等相对高回报业务营业收入占比持续上升, 而房屋建筑业务的“平台”角色也愈发明显。

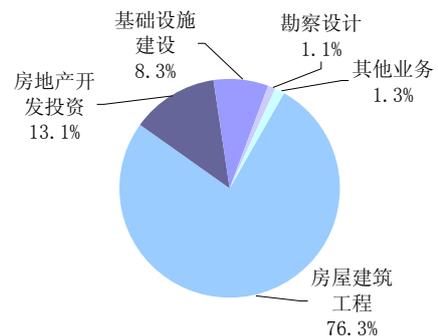
我们预计, 公司 2010 年营业总收入中, 房地产开发投资业务营收占比将升至 13%左右, 而营业利润中, 房地产开发投资业务占比将达到 61.5%, 约为房屋建筑业务贡献利润的 2 倍。

图 66: 中国建筑营业收入分部构成 (2008)



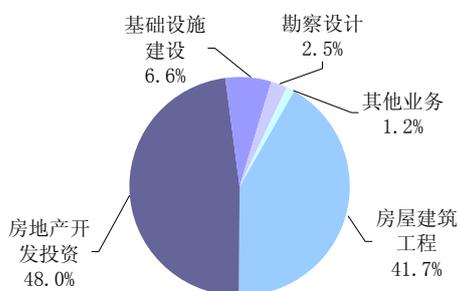
资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

图 67: 中国建筑营业收入分部构成 (2010E)



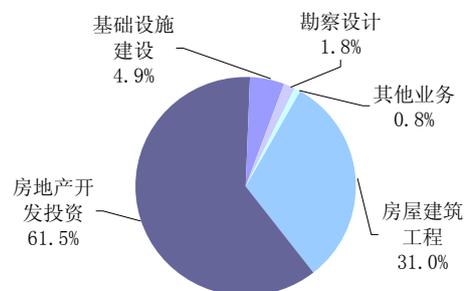
资料来源: 国信证券经济研究所

图 68: 中国建筑营业利润分部构成 (2008)



资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所

图 69: 中国建筑营业利润分部构成 (2010E)



资料来源: 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	34156	22052	32838	35286	营业收入	202097	253292	311673	376884
应收款项	43900	61629	72846	87219	营业成本	179198	222600	273786	331599
存货净额	57104	69331	85747	95333	营业税金及附加	7698	9691	11910	14269
其他流动资产	37783	44939	57173	68821	销售费用	831	1103	1360	1639
流动资产合计	174920	199152	250174	287959	管理费用	6120	7334	8706	10167
固定资产	11368	13120	14370	15687	财务费用	1400	2120	2408	2722
无形资产及其他	3154	3041	2929	2816	投资收益	323	490	520	580
投资性房地产	11282	11282	11282	11282	资产减值及公允价值变动	(469)	301	281	303
长期股权投资	3444	3494	3524	3559	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	204168	230089	282278	321303	营业利润	6705	11235	14303	17372
短期借款及交易性金融负债	20313	18034	23732	26541	营业外净收支	157	162	148	155
应付款项	57496	73712	90625	108737	利润总额	6861	11397	14451	17527
其他流动负债	55888	70694	87141	104629	所得税费用	2222	3556	3897	4846
流动负债合计	133696	162440	201498	239907	少数股东损益	1894	2855	3879	4745
长期借款及应付债券	34106	29706	40706	38706	归属于母公司净利润	2745	4986	6675	7936
其他长期负债	5651	5661	5681	5761					
长期负债合计	39758	35368	46388	44468					
负债合计	173454	197807	247886	284375					
少数股东权益	15330	15901	16677	17625					
股东权益	15384	16381	17716	19303					
负债和股东权益总计	204168	230089	282278	321303					

现金流量表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2745	4986	6675	7936
资产减值准备	(35)	115	91	67
折旧摊销	1306	1087	1285	1462
公允价值变动损失	469	(301)	(281)	(303)
财务费用	1400	2120	2408	2722
营运资本变动	(10050)	(5965)	(6395)	140
其它	(100)	456	685	882
经营活动现金流	(5665)	378	2060	10183
资本开支	(3588)	(2541)	(2232)	(2430)
其它投资现金流	(939)	777	(370)	270
投资活动现金流	(4617)	(1814)	(2632)	(2195)
权益性融资	556	0	0	0
负债净变化	7178	100	6000	(1000)
支付股利、利息	(2941)	(3989)	(5340)	(6349)
其它融资现金流	9419	(2279)	5698	2809
融资活动现金流	18449	(10668)	11358	(5540)
现金净变动	8167	(12104)	10786	2449
货币资金的期初余额	25988	34156	22052	32838
货币资金的期末余额	34156	22052	32838	35286
企业自由现金流	(6753)	1225	4277	13070
权益自由现金流	9844	(2412)	14217	12910

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.15	0.17	0.22	0.26
每股红利	0.16	0.13	0.18	0.21
每股净资产	0.85	0.55	0.59	0.64
ROIC	8%	12%	16%	18%
ROE	18%	30%	38%	41%
毛利率	11%	12%	12%	12%
EBIT Margin	4%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	5%	5%	6%	5%
收入增长	20%	25%	23%	21%
净利润增长率	-44%	82%	34%	19%
资产负债率	92%	93%	94%	94%
息率	4.6%	6.2%	8.4%	9.9%
P/E	23.3	21.4	16.0	13.4
P/B	4.2	6.5	6.0	5.5
EV/EBITDA	24.8	22.3	20.6	18.9

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观	策略	交通运输
杨建龙	汤小生 021-68864595	唐建华 0755-82130468
林松立 010-82254212	黄海培 021-68864598	孙菲菲 0755-82133400
任泽平 010-82254206	崔嵘 021-68866202	高健 0755-82130678
周炳林 0755-82133339	廖喆 021-68866236	黄金香 010-82252922
	赵谦 021-68866295	
银行	房地产	计算机
邱志承 021-68864597	方焱 0755-82130648	凌晨 021-68866233
黄飙 0755-82133476	陈林 0755-82133343	电子元器件
谈焱 010-82254212	区瑞明 0755-82130678	王俊峰 010-82254205
戴志锋 0755-82133343		
有色金属	汽车及零配件	钢铁
彭波 0755-82133909	李君 021-68866235	郑东 010-82254160
李洪冀 010-82252922	左涛 021-68866253	秦波 010-82252922
商业贸易	基础化工	非银行金融
胡鸿軻 021-68866206	邱伟 0755-82133263	武建刚 010-82250828
吴美玉 010-82252911	陆震 0755-82130532	王一峰 010-82250828
石油与石化	电力设备	传媒
李晨 021-68866252	彭继忠 021-68866203	陈财茂 021-68866236
严蓓娜 021-68866253	皮家银 021-68866205	廖绪发 021-68866237
机械	电力与公用事业	医药
余爱斌 0755-82133400	徐颖真 021-68864007	贺平鸽 0755-82133396
李筱筠 010-82254205	谢达成 021-68866236	丁丹 0755-82130678
通信	造纸	家电
严平 021-68865025	李世新 0755-82130565	王念春 0755-82130407
纺织服装	建材	旅游
方军平 021-68866202	杨昕 021-68864596	陈财茂 021-68866236
		廖绪发 021-68866237
中小股票	食品饮料	
高芳敏 021-68864586	黄茂 0755-82133476	
陈爱华	谢鸿鹤 0755-82130646	
农业	煤炭	建筑
张如 021-68866233	李然 0755-82130681	邱波 0755-82133390
固定收益与基金	金融工程	金融工程
皮敏 021-68864011	葛新元 0755-82133332	王军清 0755-82133297
张旭 010-82254210	董艺婷 021-68866946	黄志文 0755-82130532
杨涛 0755-82133339	戴军 021-68864585	林晓明

国信证券经济研究所机构销售部

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华 0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹 021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅 021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博 0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬 0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑 021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	