

## 房建巨头，大展宏图

**未评级** 首次评级

**合理估值： 4.5 元**
**分析师**

郝飞飞

✉: haofeifei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8843

**发行数据**

总股本(亿股)	300
发行股数(亿股)	120
合理价值区间(元)	3.68-4.46

**投资要点:**

- **公司是国内最大的建筑房地产综合企业。**公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团，是中国建筑业唯一拥有房建、市政、公路三类特级总承包资质的企业，拥有可开发土地储备面积约 3100 万平方米，是中国土地储备面积最大的公司之一。
- **建筑行业正处在最好的发展时期。**在国内经济稳定发展的背景下，固定资产投资和建筑业总产值持续增长，基础设施建设和城镇化发展两大行业驱动力量依旧强劲。09 年以来，铁路、公路建设投资增长达到 150%和 40%；房地产投资触底回升。
- **中海地产和中建地产是公司利润的主要来源。**中国海外以在一、二线城市以及港澳地区开发高中档住宅为主。截止 08 年底，中海地产的土地储备达到 2373 万平方米；09 年上半，公司实现销售额增长 66.1%、销售面积增长 92.43%。中建地产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，拥有土地储备 1054 万平方米。
- **公司估值。**09 年，公司建筑业务的 EPS 为 0.0714 元，我们给予该部分 20-15 倍市盈率，对应价值为 1.428 元-1.785 元；房地产开发业务的 EPS 为 0.0835 元，我们给予该部分 27-32 倍市盈率，对应价值为 2.255 元-2.672 元。综合建筑和房地产业务，按照 09 年业绩估算，我们认为公司的合理价值区间为 3.68-4.46 元，对应市盈率为 24-29 倍。
- **主要风险因素。**(1) 房地产市场持续低迷，房建收入和房地产销售低于预期。(2) 海外承包工程面临违约风险和汇率风险。

**主要财务指标**

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	168305.81	202096.8	247828.6	296903.1	348976.4
EBITDA(百万元)	11781.55	9585.19	11682.22	14827.95	18495.97
净利润(百万元)	4916.97	2745.48	4492.63	6245.53	7820.53
摊薄 EPS(元)	0.27	0.15	0.15	0.21	0.26
PE(X)	15.30	27.41	27.91	20.08	16.03
EV/EBITDA(X)	8.44	11.56	10.91	8.73	6.98
PB(X)	2.89	2.45	1.48	1.34	1.19
ROIC	11.14%	6.16%	6.10%	7.20%	8.30%
总资产周转率	1.19	1.09	1.16	1.23	1.26

资料来源：中国银河证券研究所

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

基础设施建设和城镇化发展是建筑业和房地产业的主要驱动因素,固定资产投资是行业的具体驱动力。根据银河证券宏观部预测,09年城镇固定资产投资增长将达到38%;根据银河证券房地产行业研究员预测,09年房地产开发投资增长在10%以上。细分行业中,09年交通部门的投资计划高达万亿,铁路部门的基建投资计划达到6000亿。

具体来说,主要假设和预测如下:

(1) 公司房地产项目建设和销售进度符合预期,保障性住房公司房地产销售收入中的比例不会快速提高。

(2) 主要原材料价格略有下降,公司各项业务毛利率水平略有提升。

(3) 基于谨慎性考虑,09-11年公司房屋建设收入增长分别为18%、17%、15%。

(4) 受益国家加大基建投资,09-11年公司基建收入年均增长达到28%。

(5) 房地产市场回暖,09年公司房地产销售额增长超过60%。

### 我们与市场不同的观点:

市场过分强调了基础设施建设对公司收入的贡献。

我们认为,公司在房屋建设领域市场占有率高、经验丰富,优势更为明显。特别是,海外市场对房屋建设的需求依然较大,将成为公司潜在的增长点。目前,公司基建收入仅为房建收入的1/10,短期内其对公司的贡献还相对有限。

### 公司估值与投资建议:

根据DCF模型,在WACC=9.61%,G=1%条件下,中国建筑的合理价值为4.76元。

09年,公司建筑业务的EPS为0.0714元,我们给予该部分20-15倍市盈率,对应价值为1.428元-1.785元;房地产开发业务的EPS为0.0835元,我们给予该部分27-32倍市盈率,对应价值为2.255元-2.672元。

综合建筑和房地产业务,按照09年业绩估算,我们认为公司的合理价值区间为3.68-4.46元,对应市盈率为24-29倍。

### 股价表现的催化剂:

- 1、房地产市场持续繁荣,公司房地产销售额增长超过预期。
- 2、房价持续走高,房地产业务毛利率持续向好,利润显著增长。

### 主要风险因素:

1、房屋建筑业务和房地产开发投资的周期性较强,其对公司的收入和利润贡献很大。如果房地产市场持续低迷,将给公司发展带来较大影响。

- 2、海外建筑市场的违约风险和汇率风险不容忽视。

## 目 录

一、公司概况.....	2
(一) 公司简介.....	2
(二) 发行人控股股东及实际控制人简介.....	2
二、估值分析.....	3
(一) 关键假设和敏感性分析.....	3
(二) 绝对估值-DCF模型.....	4
(三) 相对估值分析.....	4
三、建筑行业正处在黄金发展期.....	5
(一) 建筑业迎来良好的发展机遇.....	5
(二) 行业发展的驱动力量依旧强劲.....	7
(三) 细分子行业投资增长良好.....	8
四、公司新签合同稳定增长，基建收入快速提升.....	11
(一) 房屋建筑业务市场占有率高，收入增长稳定.....	12
(二) 国际工程承包业务历史悠久，竞争力突出.....	12
(四) 基础设施建设与投资业务，成为房建业务的有益补充.....	13
(五) 设计勘察居于领先地位，人才优势明显.....	13
五、中海地产与中建地产是公司最大亮点.....	14
(一) 中海地产，老牌劲旅.....	14
(二) 中建地产，地产新锐.....	18
六、公司竞争优势.....	21
(一) 龙头品牌效应显著，行业领导地位突出.....	21
(二) 一体化经营更趋完善，协同效应有效发挥.....	21
(三) 具有丰富行业及国际经验的管理团队，专业化的人才队伍.....	21
(四) 技术研发国内一流，专业技术实力雄厚.....	22
七、募集资金用途.....	23
八、主要风险因素.....	23
插图目录.....	27
表格目录.....	28

## 一、公司概况

### (一) 公司简介

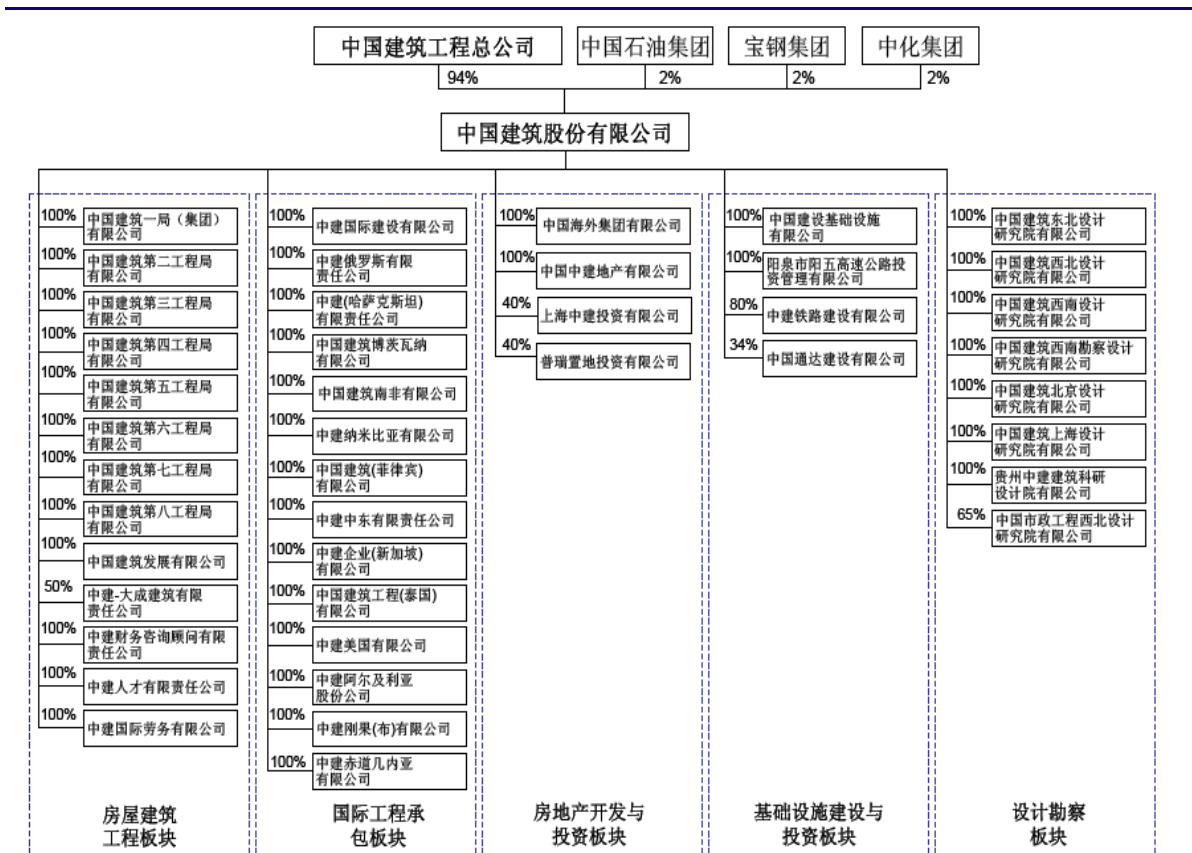
公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团，是中国建筑业唯一拥有房建、市政、公路三类特级总承包资质的企业，拥有可开发土地储备面积约 3,100 万平方米，是中国土地储备面积最大的公司之一。

公司长期位居中国国际工程承包业务首位，近 30 年来累计完成海外业务的营业额约占中国企业累计完成对外承包业务营业额的 13%，累计在境外 100 余个国家和地区承建项目超过 5,000 项。

### (二) 发行人控股股东及实际控制人简介

公司是由中建总公司作为主发起人，联合中国石油集团、宝钢集团及中化集团共同发起设立的股份有限公司。公司的四家发起人均属于中央直接管理的 53 家国有重要骨干企业，并且均为“世界 500 强”。

图 1: 公司上市前的股权结构



注：(1) 上述持股比例为本公司直接持股比例，不含间接持股比例；(2) 各业务板块按下属各子公司主营业务分类

资料来源：招股说明书

中建总公司系国家授权投资的机构，是公司控股股东和实际控制人，本次发行前持有公司94%的股份。中建总公司的主营业务包括国内外土木和建筑工程的工程总承包、房地产开发与投资、基础设施建设与投资、设计勘察等，业务遍及中国各地和港澳地区，并已拓展至美国、俄罗斯、阿尔及利亚、阿联酋、新加坡、越南、泰国等国家和地区。

本次重组前，中建总公司旗下企业主要包括八个工程局、中海集团（分别持有在香港上市的红筹股公司——中国海外约52%的股份和中国建筑HK约63%的股份）、中建国际、中建发展以及七个设计勘察研究院。

**表 1: 本次发行前后公司股本变动情况**

	发行前		发行后	
	股数 (股)	持股比例	股数 (股)	持股比例
中建总公司 (SS)	16,920,000,000	94.00%	15,792,000,000	52.64%
中国石油集团 (SS)	360,000,000	2.00%	336,000,000	1.12%
宝钢集团 (SS)	360,000,000	2.00%	336,000,000	1.12%
中化集团 (SS)	360,000,000	2.00%	336,000,000	1.12%
社会公众股	0	0.00%	12,000,000,000	40.00%
全国社会保障基金理事会	0	0.00%	1,200,000,000	4.00%
合计	18,000,000,000	100.00%	30,000,000,000	100.00%

资料来源: 招股说明书 注: SS 为 State-owned shareholder 的缩写, 表示国家股

## 二、估值分析

### (一) 关键假设和敏感性分析

我们分别对公司各项业务的收入、成本、毛利率进行预测:

**表 2: 主营业务收入预测**

收入和成本预测	单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
房屋建筑工程	收入 (百万元)	135163.3	160618.7	189530.1	221750.2	255012.7
	增长率 (%)	21.50%	18.83%	18.00%	17.00%	15.00%
	成本 (百万元)	123838.4	148246.2	174189.3	203801.4	234371.6
	毛利率 (%)	8.38%	7.70%	8.09%	8.09%	8.09%
房地产开发与投资	收入 (百万元)	16447.83	18823.64	30117.82	39755.52	50887.07
	增长率 (%)	39.45%	14.44%	60.00%	32.00%	28.00%
	成本 (百万元)	9305.746	11322.56	18569	24696.77	31611.87
	毛利率 (%)	43.42%	39.85%	38.35%	37.88%	37.88%
基础设施建设与投资	收入 (百万元)	12571.67	17696.46	23005.4	29907.02	37383.77
	增长率 (%)	60.41%	40.76%	30.00%	30.00%	25.00%
	成本 (百万元)	11206.05	16040.65	20860.86	27119.12	33898.9
	毛利率 (%)	10.86%	9.36%	9.32%	9.32%	9.32%
设计勘察	收入 (百万元)	2021.07	2442.237	2881.84	3400.571	4012.674

	增长率(%)	41.80%	20.84%	18.00%	18.00%	18.00%
	成本(百万元)	1315.31	1634.137	1928.282	2275.372	2684.939
	毛利率(%)	34.92%	33.09%	33.09%	33.09%	33.09%
其他	收入(百万元)	3492.49	3618.69	3727.251	3839.068	3954.24
	增长率(%)	92.99%	3.61%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本(百万元)	2902.259	3036.081	3128.681	3224.419	3323.086
	毛利率(%)	16.90%	16.10%	16.06%	16.01%	15.96%
内部抵消	(百万元)	-1390.55	-1102.94	-1433.82	-1749.26	-2186.58
	收入(百万元)	168305.8	202096.8	247828.6	296903.1	349063.9
<b>综合</b>	增长率	26.35%	20.08%	22.63%	19.80%	17.57%
	成本(百万元)	147185	179198	218676.1	261117.1	305890.4
	综合毛利率(%)	12.55%	11.33%	11.76%	12.05%	12.37%

资料来源: 招股说明书 中国银河证券研究所

我们对公司营业收入和综合毛利率变动对 EPS 的影响进行敏感性分析:

表 3: 收入与毛利率对 EPS 的敏感性分析

		2008	2009E	2010E	2011E
EPS (元)		0.15	0.15	0.21	0.26
营业收入增长 (%)	+10%		0.17	0.23	0.28
	-10%		0.13	0.19	0.23
综合毛利率变动 (%)	+0.5%		0.17	0.23	0.29
	-0.5%		0.13	0.18	0.23

资料来源: 中国银河证券研究所

## (二) 绝对估值-DCF 模型

根据银河证券估值模型预测, 在 WACC = 9.61%, G = 1% 的假设条件下, 公司合理价值为 4.76 元。

## (三) 相对估值分析

根据我们的估算, 09 年公司建筑业务对应 EPS 为 0.0724 元, 房地产开发业务对应 EPS 为 0.08133 元。综合加总后, 09 年公司的 EPS 为 0.15 元。

我们将对公司建筑业务和房地产开发业务分别估值。

(1) 建筑业务: 从规模和细分行业两方面考虑, 我们选择龙元建设、中国铁建、中国中铁作为可比建筑公司。

(2) 房地产开发业务: 从收入规模、土地储备等方面考虑, 我们选择保利地产、金地集团、万科作为可比房地产公司。

按照 09 年业绩估算, 我们认为公司的价值区间为 3.64-4.41 元, 对应市盈率为 24-29 倍。

**表 4: 可比建筑公司估值水平**

代码	名称	股价	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
600491.SH	龙元建设	9.97	0.51	0.63	0.76	19.549	15.825	13.118
601186.SH	中国铁建	10.61	0.48	0.64	0.86	22.104	16.578	12.337
601390.SH	中国中铁	7.31	0.29	0.37	0.49	25.207	19.757	14.918
均值		9.30	0.43	0.55	0.70	22.29	17.39	13.46

资料来源: 中国银河证券研究所

**表 5: 可比地产上市公司估值水平**

代码	名称	股价	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
600048.SH	保利地产	28.62	0.91	1.17	1.41	31.31	24.52	20.32
600383.SH	金地集团	17.30	0.49	0.57	0.62	35.17	30.40	27.81
000002.SZ	万科 A	13.96	0.45	0.55	0.71	30.86	25.60	19.53
均值		19.96	0.62	0.76	0.92	32.44	26.84	22.55

资料来源: 中国银河证券研究所

**表 6: 公司估值定价分析**

	09 年 EPS	估值低限 (倍)	估值高限 (倍)	价值区间 (元)
建筑业务	0.0714	20	25	1.428—1.785
房地产开发业务	0.0835	27	32	2.255—2.672
<b>综合</b>	<b>0.15</b>	<b>23.70</b>	<b>28.70</b>	<b>3.683—4.457</b>

资料来源: 中国银河证券研究所

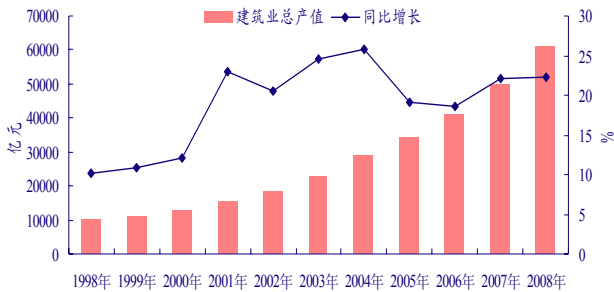
## 三、建筑行业正处在黄金发展期

### (一) 建筑业迎来良好的发展机遇

#### 1、建筑业总产值快速增长

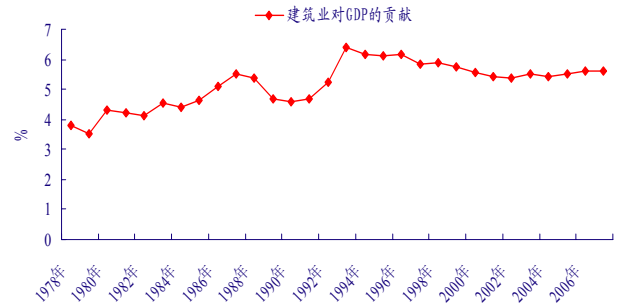
建筑业与工业并称为第二产业, 是重要的生产性行业。2002 年以来, 建筑业总产值年复合增长率达到 22.1%, 高出同期 GDP 复合增长率 7 个百分点。

图 2: 建筑业总产值年复合增长率达到 22.1%



资料来源: 国家统计局

图 3: 国内生产总值中建筑业所占比重



资料来源: Wind 资讯

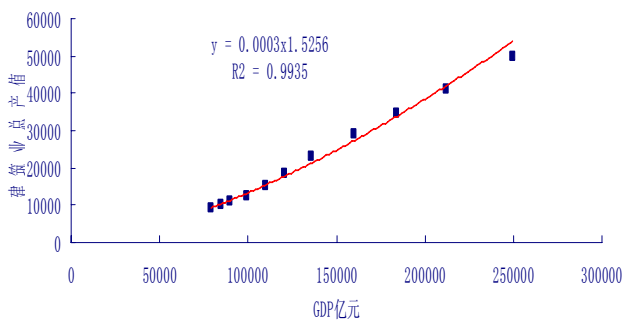
## 2、固定资产投资规模保持高位水平，建筑市场规模不断扩大

建筑业是实现固定资产投资最主要的行业。2002 年以来，固定投资增速始终保持在 24% 以上，固定资产投资占 GDP 的比重逐年增加。

09 年 1-5 月，我国城镇固定资产投资实现 53,520 亿，同比增长 32.90%。增量方面，09 年 1-4 月全国实现新增固定资产投资 13,179.14 亿，同比增长 67.40%，约为去年同期新增固定资产投资的 1 倍，固定资产投资景气水平再度提升。

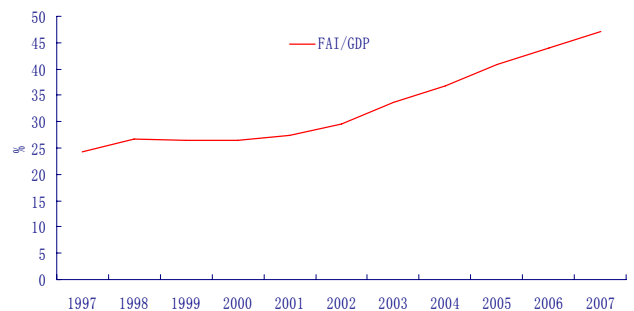
根据银河证券宏观部预测，09 年城镇固定资产投资增长将达到 38%；而固定资产投资的高增长，将为建筑业带来巨大的需求。

图 4: 固定资产投资与建筑业总产值回归图



资料来源: 中国银河证券研究所

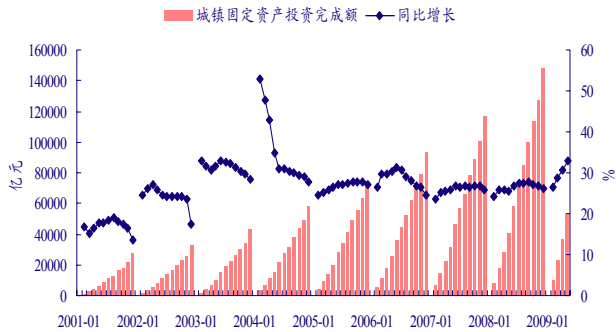
图 5: 固定资产投资占 GDP 的比例变化



资料来源: Wind 资讯

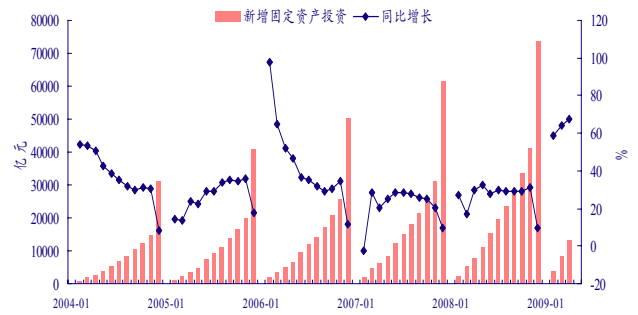


图 6: 1-5 月城镇固定资产投资增长 32.9%



资料来源：国家统计局

图 7: 1-4 月新增固定资产投资增长 67.4%



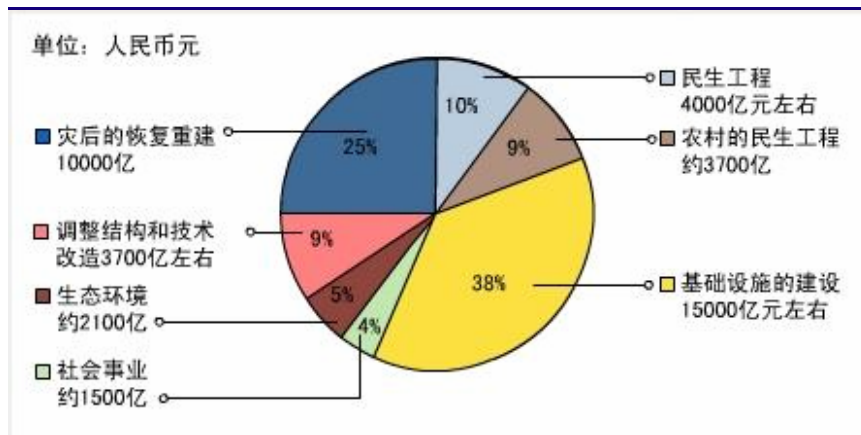
资料来源：国家统计局

### 3、“四万亿”投资成为建筑业增长的“推进器”

2008 年 11 月，国务院常务会议研究并批准了扩大内需和保持经济平稳增长的措施，计划投资 4 万亿用于铁路、公路和机场等重大基础设施建设。

在国家“四万亿”投资政策公布后，铁路、公路等部门相继出台扩大投资的政策，其中交通部门的投资计划高达万亿，铁路部门的基建投资计划达到 6000 亿。

图 8: 调整后的“四万亿”投资的构成



资料来源：国家发改委主任张平新闻发布会

## （二）行业发展的驱动力量依旧强劲

### 1、我国基础设施建设相对滞后，发展潜力巨大

从国际经验来看，发展中国家在步入发达国家的征途中，大规模的基础设施建设和城市化是发展的必经阶段。我国的大规模基础设施建设从 1990 年代中后期才真正开始，仅仅处于建设中前期阶段，发展潜力巨大。

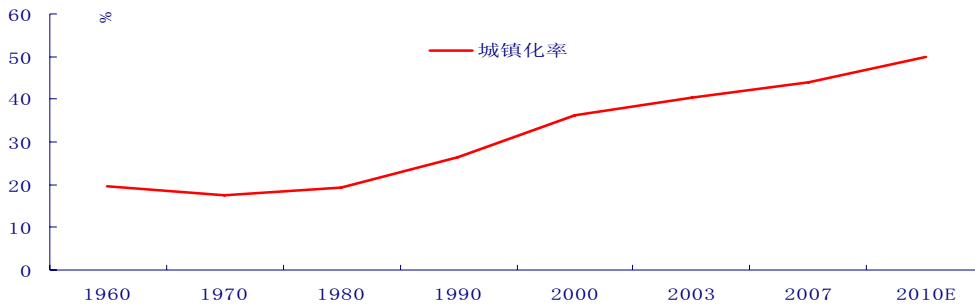
### 2、城镇化稳步推进，为建筑业带来稳定的需求

社科院《城市蓝皮书》指出，2008 年底我国的城镇化率达到 45.7%，中国城镇人口突破 6

亿。根据行业专家的预测，到 2010 年，我国城镇化率将接近 50%，到 2020 年城镇化率将达到 65%。这意味着，未来 10 年我国将增加 1.5 亿的城镇人口，仅按照人均 36 平方米的标准，新增住宅面积就将达到 54 亿平方米，从而增加建筑业总产值 1.2 万亿以上。

未来城镇化的发展，还将带来巨大的市政工程、城市配套服务设施、商业建筑、城市环保设施等方面巨大建筑需求。

图 9: 我国城镇化水平逐年提高



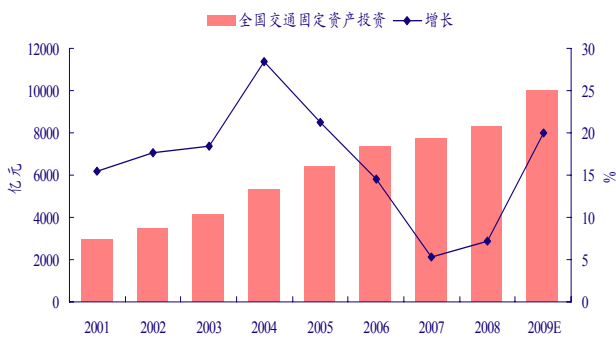
资料来源: 中国银河证券研究所

### (三) 细分子行业投资增长良好

#### 1、09 年公路、水运等交通基础设施投资将达到 1 万亿

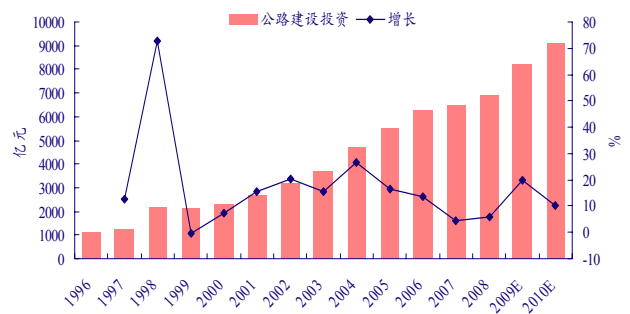
09 年，交通运输部门计划投资 1 万亿用于公路、沿海港口、内河港口航道以及交通运输枢纽等附属设施的建设；其中，农村公路建设投资约 2000 亿，内河港口航道投资约 200 亿，沿海港口投资约 700 亿，剩下的资金将主要投资于高速公路为主的公路建设。

图 10: 09 年交通固定资产投资将达到 1 万亿



资料来源: 交通运输部

图 11: 09 年公路建设投资将实现 20% 的增长

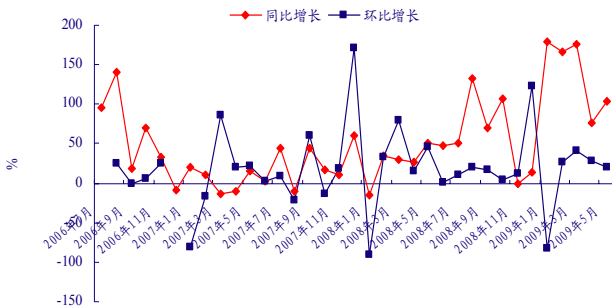


资料来源: 交通运输部

#### 2、09 年铁路建设投资将达到 6000 亿

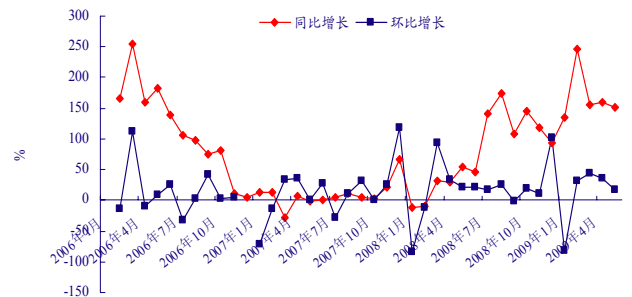
09-10 年，铁路部门计划完成年均 6000 亿以上基本建设投资。09 年 1-5 月，铁路部门完成固定资产投资 1689.69 亿，同比增长 120.3%；实现铁路基本建设投资 1490.90 亿；同比增长 161.8%。

图 12: 5 月铁路固定资产投资同比、环比增长 104.41%、19.58%



资料来源: 铁道部

图 13: 5 月铁路基本建设投资同比、环比增长 150.65%、16.21%

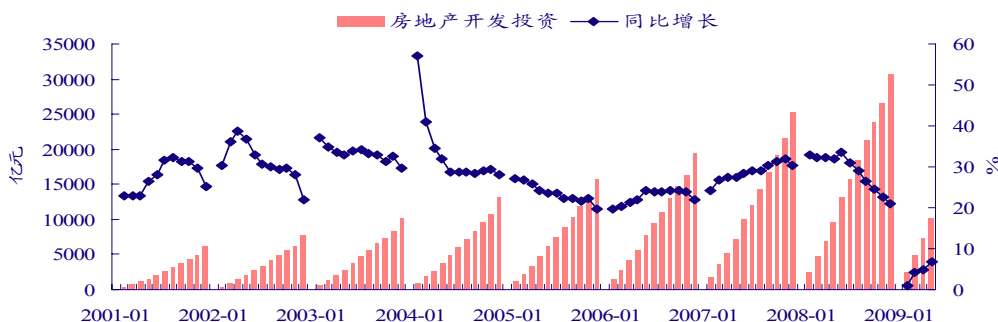


资料来源: 铁道部

### 3、房地产投资触底增长，房屋建筑业景气提升

房屋建筑业占建筑业总产值的 60%以上，对建筑业的贡献巨大。2009 年 1-5 月，房地产开发完成投资 10,165.21 亿，同比增长 6.8%，增速逐月提高；但购置土地面积、房屋新开工面积等指标均出现 15%以上的负增长。根据银河证券房地产行业研究员预测，09 年房地产开发投资增长在 10%以上。

图 14: 1-4 月房地产开发投资增长 6.8%



资料来源: 国家统计局

### 4、轨道交通建设年均投资 1700 亿

“十一五”期间，我国规划建设城市轨道交通总投资约 1,700 亿，平均每年投资 340 亿，随着城市建设的发展，轨道交通市场前景更加广阔。

住房和城乡建设部的统计数据显示，目前全国共有 12 个城市的 36 条城市轨道交通线路正在建设。城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿、地方财政预算收入超 100 亿成为国务院批准地铁建设的 3 项重要指标，而轻轨的标准更只要达到上述条件的 60%。目前，全国满足这样标准的城市将近 50 个，未来 10 年将成为我国大中城市轨道交通建设发展的黄金十年。

表 7: 15 个城市轨道交通发展规划

城市	建设周期	线路条数	建设长度 (公里)	总投资 (亿元)
北京	2006-2015	15	447.4	1636
上海	2005-2012	10	389	1439
广州	2005-2010	7	127.66	487.01
深圳	2003-2010	5	120.7	364.3
南京	2004-2015	3	97.6	368.3
杭州	2004-2010	2	82.2	355.7
重庆	2004-2012	3	82	242
武汉	2004-2010	3	59.74	237.22
成都	2004-2013	2	54.18	197.18
天津	2003-2010	2	51.1	209.7
西安	2006-2015	2	50.3	179.5
苏州	2003-2010	2	47.4	165
哈尔滨	2004-2013	2	45.53	163
沈阳	2004-2010	2	40.85	171.8
长春	2003-2010	2	37.5	38.98
<b>合计</b>		<b>62</b>	<b>1733.16</b>	<b>6234.59</b>

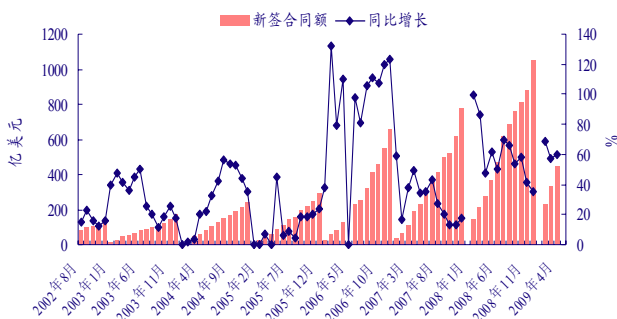
资料来源:《我国城市轨道交通行业发展现状与对策》, 作者: 孙宁

### 5、对外承包工程增长好于预期

1-4 月, 我国对外承包工程完成营业额 179.4 亿美元, 同比增长 36%; 新签合同额 445.5 亿。

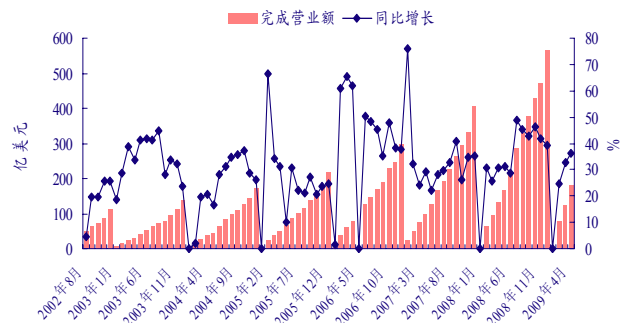
全球不同地域建筑业市场的容量和风险情况大不相同。分地区来看, 欧美等发达地区受金融危机影响最大, 其本身的市场容量和前景也相对有限, 国内建筑企业的进入壁垒也相对最高; 亚洲市场和非洲市场, 多数国家基础设施非常落后, 其建筑市场前景很大, 但业主融资风险较大; 中东市场, 建设需求较旺盛, 业主资金实力也相对较雄厚。

图 15: 1-4 月对外承包工程新签合同额增长 59.5%



资料来源: 商务部

图 16: 1-4 月对外承包工程完成营业额增长 36%

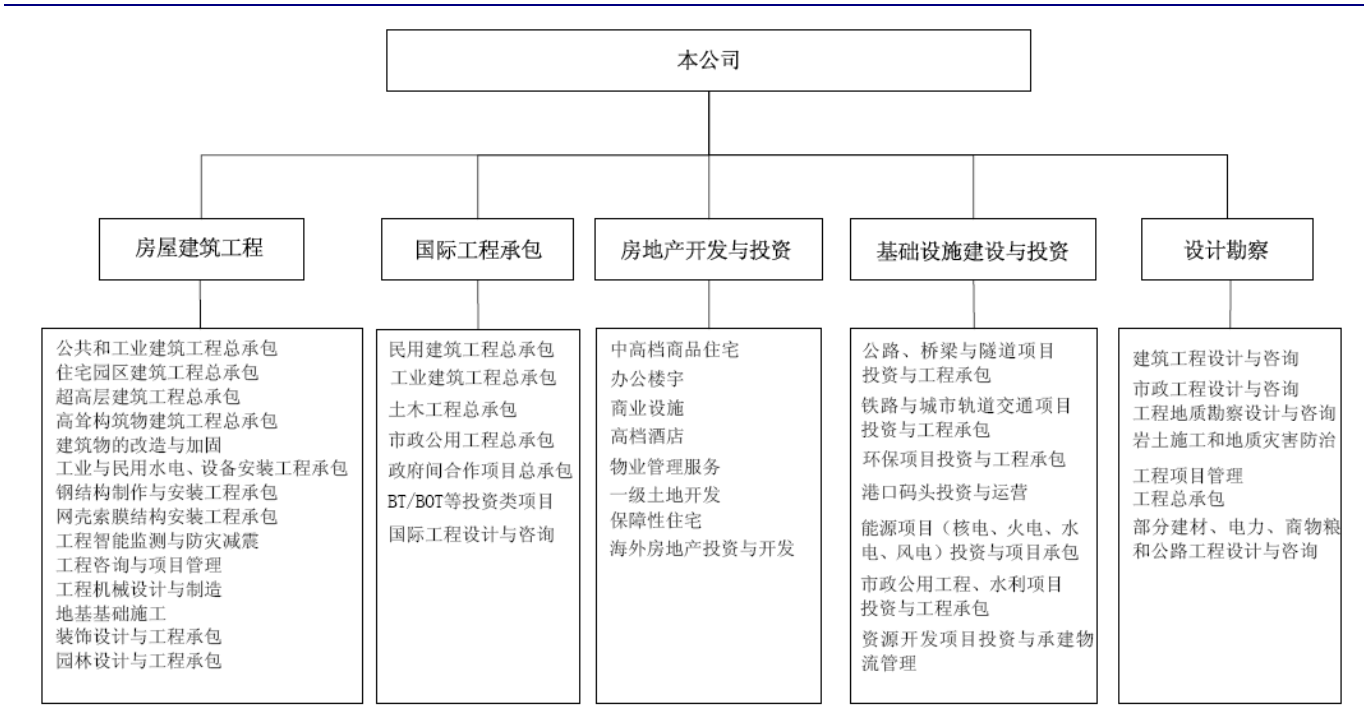


资料来源: 商务部

## 四、公司新签合同稳定增长，基建收入快速提升

公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团，主营业务范围包括房屋建筑工程、国际工程承包、基础设施建设与投资及设计勘察业务（四大建筑业务）以及房地产开发与投资。

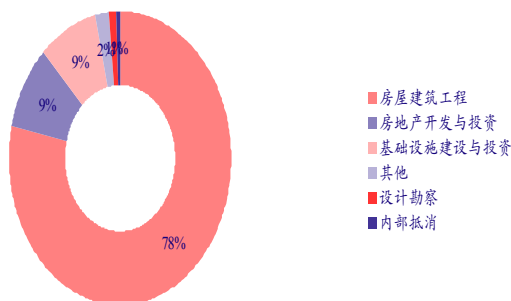
图 17: 公司主要业务板块



资料来源：招股说明书

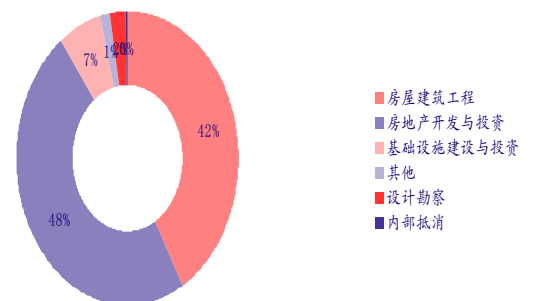
2008 年，公司实现营业收入 2,021 亿元，归属于母公司股东的净利润 27.5 亿元。截至 2008 年底，公司待施合同额达 3,317 亿元，其中境内合同额为 2,357 亿元，境外合同额为 960 亿元。

图 18: 公司收入构成 (2008)



资料来源：招股说明书

图 19: 公司利润构成 (2008)



资料来源：招股说明书

## （一）房屋建筑业务市场占有率高，收入增长稳定

公司是全球最大的住宅工程建造商和中国最大的房屋建筑承包商，主要通过公司及下属八个工程局、中国建筑 HK、中建国际等在境内外承揽工业与民用建筑等房屋建设业务。2007 年本公司国内建筑业务营业额占全国国有建筑企业完成产值的 12%，国内完成施工面积约占全国国有建筑企业完成总量的 27%。

2008 年度，公司房屋建筑工程业务的营业收入和分部利润为 1,606 亿元和 36.1 亿元，占公司营业收入总额和分部利润合计的 79.0%和 41.7%。06 年以来，该业务板块的新签合同约为当年收入的 1.5 倍，体现出公司房建业务的增长潜力。

表 8：公司近三年主营业务发展情况

	2006 年	2007 年	2008 年
新签合同额（千元）	1,598.98	2,315.13	2,465.67
合同增长（%）		44.79	6.5
房屋建筑工程业务收入（千元）	1,112.50	1,351.63	1,606.19
收入增长（%）		21.5	18.83
该业务收入占本公司当年营业收入的比例（%）	82.95	79.65	79.05
新签合同/收入（%）	143.73	171.28	153.51

资料来源：招股说明书

## （二）国际工程承包业务历史悠久，竞争力突出

公司自上世纪 50 年代开展海外经援项目，并于 1978 年开始国际工程承包业务，至今已有近 50 年的历史，是中国最早开拓国际市场的工程承包企业，业务范围涵盖了房屋建筑、制造、能源、交通、水利、工业、石化、危险物处理、电讯、排污/垃圾处理等多个工程承包专业领域。

公司的国际工程承包业务近年持续快速增长，新签合同额由 2000 年的 15 亿美元增加到 2008 年的 65 亿美元，年复合增长率达到了 20.1%。截至 2008 年 12 月 31 日，本公司在海外累计签订合同额 448 亿美元，完成营业额 296 亿美元，海外收入与中国中铁、中国铁建相当。

统计数据显示，从细分领域来看，我国建筑业对外承包中房屋建筑所占份额一直在 30%左右，工业项目约占 20%，交通基础设施约占 15%。公司在房屋建设领域最具竞争力，随着海外市场风险的逐步释放，我们相信未来公司海外收入仍将保持稳定增长。

表 9：国内建筑企业海外收入比较

公司	07 年海外收入(百万元)	占比（%）	08 年海外收入(百万元)	占比（%）	增长（%）
中国中铁	6200.86	3.44	7535.12	3.21	21.52
中国铁建	6359.17	3.58	17201.76	7.6	170.5
中材国际	7579.17	61.27	7782.57	55.23	2.68
中国建筑	6200.86	3.44	7535.12	3.21	21.52

资料来源：中国银河证券研究所

#### （四）基础设施建设与投资业务，成为房建业务的有益补充

基础设施建设与投资业务是公司近期和未来着重发展的一个业务领域，主要包括对基础设施项目投资、总承包管理、施工服务及运营。公司及下属八个工程局、中建基公司、中国通达建设有限公司、中国建筑 HK、中建国际、中建铁路建设有限公司等在境内外承揽基础设施建设业务，公司及中国海外、中建基公司在境内外投资参与基础设施项目的运营。

目前，公司已经成功地进入了铁路、特大型桥梁、高速公路以及城市轨道交通等市场，承接了在国内具有广泛影响力的哈大高速客运专线铁路、武广客运专线武汉火车站、陕西蓝商高速公路、天津慈海摩天轮大桥、北京地铁四号线、大连红沿河核电站等一批代表性工程；收购了南京长江二桥、莱州港、沈阳皇姑电厂等基建项目的运营权；以 BT 方式建设了吉林江湾大桥、吉林市经济开发区基础设施项目、长沙道路建设等，还投资建设了太中银铁路、龙烟铁路、宜宾港等项目。

2006 年到 2008 年该业务收入年复合增长率高达 49.9%。2008 年度，公司基础设施建设与投资业务实现营业收入 77 亿元，同比增长 15.3%；实现新签合同额 378 亿元，同比增长 40.8%。

公司基建业务收入仅为房建的 11%，但基建业务的违约风险和毛利率都好于普通房建业务。特别是，基建业务的周期性远小于房建业务，市场也比较规范；而 BT 和 BOT 等投资运作方式又能给公司带来施工和投资的“双重收益”，改善公司的现金流水平、降低了公司收入的周期性。因此，我们认为，未来公司基础设施建设与投资业务的收入及盈利贡献将进一步快速提升。

表 10：公司近三年主营业务发展情况

	2006 年	2007 年	2008 年
新签合同额 (亿元)	262.68	327.46	377.67
合同增长 (%)		24.66	15.33
基础设施建设与投资业务收入 (亿元)	78.37	125.72	176.96
收入增长 (%)		60.42	40.76
该业务收入占本公司当年营业收入的比例 (%)	5.84	7.41	8.71
新签合同/收入 (%)	335.18	260.47	213.42

资料来源：招股说明书

#### （五）设计勘察居于领先地位，人才优势明显

公司设计勘察与咨询业务整体规模在国内建筑设计行业居于领先地位，主要由 7 家具有甲级设计资质的大型设计研究院组成。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，业务范围涵盖工程地质勘察、测量与施工、城市与小城镇规划、建筑行业工程设计与咨询、市政行业工程设计与咨询、工程项目管理与工程总承包、部分商粮、建材及公路行业工程设计等多个领域。

2008 年度，公司设计勘察业务的营业收入和分部利润分别为 24 亿元和 2.2 亿元，分别占公司营业收入总额和分部利润合计的 1.2%和 2.5%。2008 年，本公司设计勘察业务新签合同

额为 42.36 亿元，实现营业收入为 24 亿元，分别较上年增长 26.6%和 20.8%。

表 11: 公司近三年主营业务发展情况

	2006 年	2007 年	2008 年
新签合同额 (亿元)	23.04	33.47	42.36
合同增长 (%)		45.24	26.58
设计勘察业务收入 (亿元)	14.25	20.21	24.42
收入增长 (%)		41.8	20.84
该业务收入占本公司当年营业收入的比例 (%)	1.07	1.19	1.2
新签合同/收入 (%)	161.67	165.59	173.46

资料来源: 招股说明书

## 五、中海地产与中建地产是公司最大亮点

公司是中国最大的房地产企业集团之一，房地产开发经营是公司利润最主要的来源之一，公司的房地产业务由中国海外和中建地产构成。

公司旗下的中国海外是中国房地产行业的领军企业，在我国房地产开发中始终居于领先地位。由公司八大建筑工程局下属房地产业务形成的中建地产成功地创新了工程承包与房地产开发相结合的经营模式，致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一。另外，公司在物业投资和物业管理业务发展上也有不俗的表现。

2008 年度，公司房地产开发与投资业务的营业收入和分部利润分别为 188 亿元和 41.6 亿元，分别占公司营业收入总额和分部利润合计的 9.3%和 48.0%。截至 2008 年 12 月 31 日，本公司的土地储备约 3,427 万平方米。

### (一) 中海地产，老牌劲旅

#### 1、老牌地产劲旅，布局全国

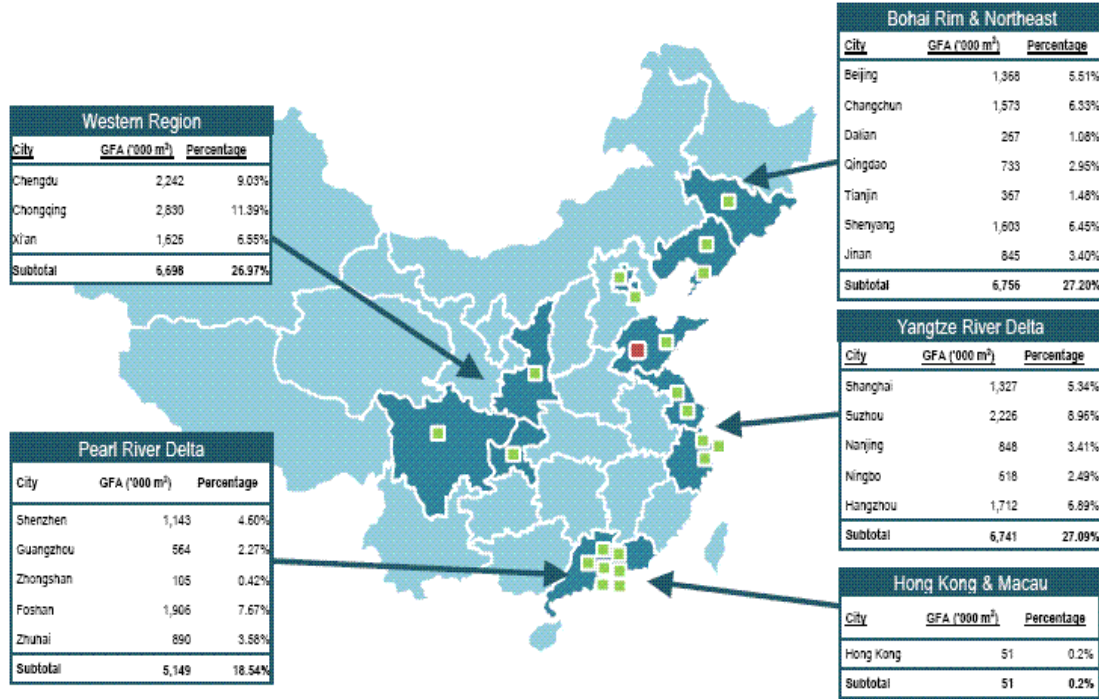
“中海地产”是公司最早创立的房地产业务品牌（公司目前持有中国海外约 52%的股权），是中国海外是首家以香港本地业务资产直接上市的中资企业，作为跨地域、具有国家一级房地产开发资质的全国性房地产领军企业，中国海外向社会提供了数万套优质住宅产品。

2007 年以来，中国海外迅速扩张，业务覆盖了香港、澳门以及深圳、广州、佛山、珠海、中山、上海、南京、苏州、杭州、宁波、北京、天津、青岛、大连、沈阳、长春、成都、重庆、西安等多个内地城市。初步完成了以港澳地区、长三角、珠三角和环渤海经济圈为重点，以内地的中心城市为点状支持的市场战略布局。



图 20: 中国海外全国布局

CURRENT LANDBANK



资料来源: 中国海外资料

## 2、土地储备雄厚

截至 2008 年 12 月 31 日, 中国海外共持有包括拟开发项目及在建项目中未竣工入伙的规划建筑面积共计约 2,373 万平方米的土地储备。

表 12: 中国海外土地储备状况

位置	项目名称	权益	占地面积(平方米)	规划建筑面积(平方米)	08 年底可结 算面积(平方米)	权益建筑面 积(平方米)
深圳	中海康城国际南区	100%	155,835	621,715	621,715	621,715
深圳	中海大山地	100%	174,998	252,300	171,949	171,949
深圳	阳光玫瑰园	78%	44,199	125,398	125,398	97,810.44
深圳	龙岗酒店	100%	20,657	75,000	75,000	75,000
中山	中海翠林兰溪	100%	328,181	306,180	88,228	88,228
广州	金沙馨园	100%	127,253	297,691	297,691	297,691
广州	璟晖华庭二期	100%	22,273	108,786	108,786	108,786
广州	中海花城湾	100%	33,264	316,824	156,977	156,977
佛山	中海万锦豪园	100%	270,452	776,685	228,101	228,101
佛山	中海金沙湾	100%	408,835	1,338,295	1,145,771	1,145,771
佛山	中海文华熙岸	100%	187,932	310,696	267,931	267,931
佛山	万锦东苑	100%	75,936	264,495	264,495	264,495

珠海	银坑地块	100%	107,948	212,885	212,885	212885
珠海	横琴富祥北	100%	152,935	151,285	151,285	151285
珠海	环宇城	100%	67,000	310,784	310,784	310784
珠海	横琴项目	100%	81,895	137,998	137,998	137998
上海	中海翡翠湖岸二期	100%	127,950	58,915	48,017	48017
上海	万锦城	100%	68,246	266,165	266,165	266165
上海	中海瀛台二期	99.50%	83,241	137,533	137,533	136845.34
上海	建国东路65号地	50%	18,360	98,440	98,440	49220
上海	御景熙岸	100%	131,232	191,385	191,385	191385
宁波	中海东湖观邸三期、四期	100%	87,374	89,772	89,772	89772
宁波	雍城世家	50%	198,044	427,772	427,772	213886
杭州	钱塘山水	100%	47,735	151,589	151,589	151589
杭州	金溪园	100%	33,462	81,049	81,049	81049
杭州	紫藤苑	100%	49,769	153,826	153,826	153826
杭州	之江项目	50%	104,486	267,265	267,265	133632.5
杭州	滨江75号地	50%	191,525	721,371	721,371	360685.5
杭州	滨江76号地	50%	87,915	335,722	335,722	167861
南京	中海·凯旋门	100%	23,077	109,046	109,046	109046
南京	凤凰熙岸	100%	169,561	740,309	740,309	740309
苏州	御湖熙岸	100%	260,452	316,624	224,527	224527
苏州	独墅湖项目	100%	344,643	361,572	361,572	361572
苏州	苏州国际社区	100%	663,002	1,439,452	1,439,452	1439452
苏州	胥江岸花园	100%	48,138	230,328	230,328	230328
北京	中海城二期	100%	245,879	670,090	614,878	614878
北京	中海广场	100%	19,183	150,820	150,820	150820
北京	紫御公馆	100%	82,898	395,600	395,600	395600
北京	瓦尔登湖	72%	334,414	138,989	78,168	56280.96
长春	中海国际社区	100%	500,843	1,065,371	853,425	853425
长春	金域中央	100%	89,100	178,057	178,057	178057
长春	中海常青藤	100%	103,700	416,145	416,145	416145
大连	中海华庭	100%	43,600	120,385	106,397	106397
大连	中海英伦官邸	100%	87,400	160,492	160,492	160492
沈阳	国际社区	100%	470,798	1,602,595	1,602,595	1602595
青岛	银海一号	100%	58,134	238,032	238,032	238032
青岛	中海熙岸	100%	85,833	246,041	246,041	246041
青岛	吴家村山东路项目	100%	43,172	249,270	249,270	249270
济南	紫御东郡	100%	172,856	351,974	351,974	351974
济南	奥体中心	60%	235,901	493,000	493,000	295800
天津	御湖翰苑	100%	19,000	137,636	137,636	137636
天津	响螺湾B-16项目	100%	8,613	56,202	56,202	56202
天津	响螺湾C-02项目	100%	9,917	172,724	172,724	172724

成都	国际社区	80%	1,234,207	1,518,607	903,272	722617.6
成都	龙湾半岛	100%	133,230	455,541	204,793	204793
成都	中海兰庭	100%	73,401	367,419	367,419	367419
成都	城南一号	100%	151,333	511,574	511,574	511574
成都	翠屏湾	100%	63,784	293,555	293,555	293555
西安	国际社区	100%	640,056	1,668,620	1,626,185	1626185
重庆	北滨一号	100%	164,501	260,561	123,706	123706
重庆	国际社区	60%	544,912	2,280,000	2,280,000	1368000
重庆	江北区江北城 B02-B05 号宗地	45%	93,126	426,272	426,272	191822.4
香港	莲塘尾项目	100%	88,300	35,200	35,200	35200
香港	牛津道 1 号项目	100%	3,113	8,964	8,964	8964
香港	赤柱滩道 6 号项目	100%	3,766	6,394	6,394	6394
<b>总计</b>			<b>10,802,775</b>	<b>26,461,282</b>	<b>23,728,924</b>	<b>21229173</b>

资料来源：招股说明书

### 3、稳健发展，积极对兑现经营目标

表 12 中的数据显示，在 08 年经济形势并不乐观的背景下，公司依旧很好的实现了销售额和利润增长等方面的目标。09 年，随着房地产市场的转暖，公司在拿地和项目开发等方面的计划较 08 年更为积极。

表 13: 中国海外 08 年经营目标完成情况与 09 年经营目标

	2008 Guidance	Performance	2009 Guidance
Net profit growth	Over 20%	20.80%	Aiming at 20%
Project Completion & occupation (million Sq.m.)	3.5	2.6	5
Property Sales (million Sq.m.)	2.7	2.7	3.5
New Land Acquisition (million Sq.m.)	4.5	2.1	4
Total capex (HK\$ billion)	33	32.6	31.9
Land Premium Payment (HK\$ billion)	18	13.4	
—Existing Land Premium Payment (HK\$ billion)			7.4
—New Land Premium Payment (HK\$ billion)			5
—Project Under Construction (HK\$ billion)	15	19.2	19.5

资料来源：中国海外资料

图 21: 09 年目标: 完成开发增长 92.6%



资料来源: 中国海外资料

图 22: 09 年目标: 实现销售增长 29.2%



资料来源: 中国海外资料

#### 4、09 年上半年公司销售额增长 66.1%，全年增长或超预期

09 年上半年，公司实现销售额 262.67 亿港元，同比增长 66.10%；销售面积 282.72 万平方米，同比增长 92.43%。目前，公司销售形势喜人，基于对下半年房地产市场谨慎乐观的判断，我们预计公司全年销售额增长超预期的可能性较大。

表 14: 中国海外上半年销售情况

地区	销售额 (亿港元)			销售面积 (万平方米)		
	08 年 1-6 月	09 年 1-6 月	同比变动	08 年 1-6 月	09 年 1-6 月	同比变动
珠三角	40.43	78.64	94.51%	39.53	85.05	115.15%
长三角	38.66	70.73	82.95%	24.74	60.72	145.43%
环渤海	39.05	57.86	48.17%	40.08	65.39	63.15%
西部地区	32.01	49.13	53.48%	41.11	70.43	71.32%
港澳地区	7.99	6.31	-21.03%	1.46	1.13	-22.60%
总计	158.14	262.67	66.10%	146.92	282.72	92.43%

资料来源: 中国海外公告

## (二) 中建地产，地产新锐

### 1、定位于中低档住宅以及保障性住房开发和建设

中建地产目前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。

### 2、协同效应的有效发挥是公司主要竞争优势

中建地产业务定位为发挥建筑、设计、基础设施、房地产开发等专业协同优势，发挥与房屋建筑承包业务紧密结合的新经济园区开发、旧城改造及新城规划建设等业务优势；发展各工程局、设计院等以二线城市周边地区及三、四线城市为主的中低档大众精品住宅、经济适用房和廉租房开发业务；在海外市场进行房地产业务的探索与开发。

在国内房地产市场快速发展的环境下，借助公司在房屋建筑工程领域的深厚实力及经验，

并充分利用下属各工程局和设计院对所在区域市场的深入了解、与地方政府的良好合作关系以及长期积累的广泛营销网络,中建地产将在大型经济开发园区、新城区规划建设以及旧城区改造等项目领域具有较强的竞争优势。

### 3、土地储备可观

截至 2008 年 12 月 31 日,中建地产系统的各房地产子公司共持有包括拟开发项目及在建项目中未竣工入伙的规划建筑面积共计约 1,054 万平方米的土地储备。

表 15: 中国海外土地储备状况

位置	项目名称	权益	占地面积(平方米)	规划建筑面积(平方米)	08 年底可结算面积(平方米)	权益建筑面积(平方米)
北京	北京颐合天地住宅项目	100%	290,517	306,280	28,214	306,280
北京	北京怀柔安丽花园住宅项目	70%	51,137	155,173	155,173	108,621
北京	北京西直门项目	67%	17,117	86,725	86,725	58,106
北京	中关村公馆项目	51%	7,028	54,641	54,641	27,867
北京	西长安中心项目	51%	12,900	50,766	50,766	25,891
天津	天津阳光金地住宅项目	88%	8,437	28,991	6,179	25,512
天津	天津绮景家园住宅项目	100%	17,996	19,806	19,806	19,806
天津	天津天赐园住宅项目	100%	27,852	101,631	3,000	101,631
河北	三河北欧小镇住宅项目	52%	107,459	168,694	10,000	87,721
河北	河北雄县温泉花园住宅项目	60%	178,300	390,880	390,880	234,528
唐山	唐山中建二局招待所地块开发项目	70%	6,355	40,000	40,000	28,000
唐山	唐山建瑞花园项目	70%	15,016	33,538	33,538	23,477
唐山	唐山中建二局办公楼地块开发项目	70%	11,931	35,000	35,000	24,500
唐山	唐山中建二局三公司办公楼地块开发项目	70%	10,715	75,000	75,000	52,500
上海	上海中建大厦项目	80%	9,189	90,247	90,247	72,198
济南	济南中建文化城住宅项目	100%	37,200	114,300	114,300	114,300
青岛	青岛千智广场住宅项目	70%	33,270	84,495	84,495	59,147
潍坊	潍坊康居花园住宅项目	100%	1,190,300	2,553,000	2,553,000	2,553,000
德州	德州中建华府项目	50%	173,000	265,000	265,000	132,500
盐城	盐城师范学院项目	100%	90,526	208,207	208,207	208,207
扬州	扬州江阳路住宅项目	100%	50,069	105,124	105,124	105,124
芜湖	芜湖鲁港九龙地块开发	100%	6,846	24,000	24,000	24,000
福州	福州中辉新苑住宅项目	100%	36,327	62,141	17,916	62,141
福州	福州好来屋住宅项目	100%	43,059	88,927	2,654	88,927
长沙	长沙市含浦住宅项目	100%	146,952	354,704	354,704	354,704
长沙	长沙外贸学院项目	60%	34,768	109,380	109,380	65,628
长沙	长沙中建桂苑住宅项目	100%	46,534	135,000	2,696	135,000
长沙	长沙新点苑四期住宅项目	100%	5,394	26,416	22,845	26,416
长沙	长沙华欣公寓住宅项目二期	100%	6,421	28,913	4,684	28,913
湖南	岳阳彩虹阁住宅项目	100%	3,767	22,309	16,000	22,309

武汉	武汉关山住宅项目	100%	90,843	226,566	226,566	226,566
武汉	武汉新时代广场	100%	9,800	126,600	66,675	126,600
孝感	孝感东城新区项目	100%	113,606	272,655	272,655	272,655
武汉	武汉纸坊基地项目	100%	70,839	130,275	130,275	130,275
湖南	益阳市梓山湖项目	51%	676,431	1,530,000	1,530,000	780,300
河南	南阳中建小区三期	100%	8,004	20,010	20,010	20,010
广东	惠州中天彩虹城住宅项目	60%	89,156	460,024	460,024	276,014
广东	惠州中天山水雅苑住宅项目	60%	198,146	328,751	328,751	197,251
广州	广州颐年园二期第一组团项目	100%	23,070	40,300	40,300	40,300
深圳	深圳龙岗万鑫商城住宅项目	40%	43,016	187,312	187,312	74,925
揭阳	揭阳榕城区项目	45%	380,332	945,005	945,005	425,252
广西	广西玉林市人民路项目	100%	48,700	147,012	147,012	147,012
成都	成都人居大源住宅项目	100%	33,352	180,489	180,489	180,489
成都	成都斑竹园住宅项目	100%	30,250	15,000	15,000	15,000
成都	中建西南院新建办公楼项目	100%	17,146	75,841	75,841	75,841
西安	西安科技路项目	100%	32,419	159,669	159,669	159,669
汉中	汉中南郑大道东段项目	100%	219,011	387,212	387,212	387,212
贵州	都匀银湖新城住宅项目	33%	110,931	403,000	403,000	134,320
<b>合计</b>			<b>4,871,434</b>	<b>11,455,009</b>	<b>10,539,970</b>	<b>8,846,643</b>

资料来源：招股说明书

## 六、公司竞争优势

### (一) 龙头品牌效应显著，行业领导地位突出

公司在 2007 年度世界著名品牌 500 强排行榜中成为中国内地入选的 32 个世界知名品牌之一。截至 2008 年底，本公司所施工程获得中国建筑业最高奖——鲁班奖 125 项，同时还获得 115 项鲁班工程参建奖，在全国同行业中居于首位。

表 16: 中国建筑企业在中国 500 强的排名 (2009 年)

名次	公司标志	公司名称	主要业务	营业收入亿美元	名次变动
242	 <b>中国中铁股份有限公司</b> CHINA RAILWAY GROUP LIMITED	中国中铁	工程建筑	337.58	↑ 99
252		中国铁道建筑总公司	工程建筑	325.38	↑ 104
292	 <b>中国建筑工程总公司</b> CHINA STATE CONSTRUCTION ENGRG CORP.	中国建筑工程总公司	工程建筑	298.07	↑ 93
341	 <b>中国交通建设股份有限公司</b> CHINA COMMUNICATIONS CONSTRUCTION COMPANY LTD.	中交集团	工程建筑	259.83	↑ 341
380	 <b>中国冶金科工集团公司</b> CHINA METALLURGICAL GROUP CORP.	中冶集团	工程建筑	237.67	↑ 100

资料来源：财富杂志

### (二) 一体化经营更趋完善，协同效应有效发挥

本公司经过 50 多年的发展，已经形成了四个一体化经营格局，即：房屋建设与房地产开发一体化；国内与国际一体化；规划、勘察、设计、施工一体化；基础设施工程承包与投资运营一体化。这些一体化优势，使本公司能够发挥主营业务间的协同效应，提高特大型、复杂、高精尖项目的竞争能力，以及项目的运营效率和盈利水平。

### (三) 具有丰富行业及国际经验的管理团队，专业化的人才队伍

经过 50 多年的国际国内市场搏击，本公司锻造了一批具有国际化视野、能够把握市场脉搏的管理团队。公司高管绝大部分是从行业内的基层做起，积累了丰富的行业经验，并且其中大部分拥有海外工作与管理经历。

本公司以人本文化为核心，培育了一批职业化程度高、经验丰富的专业化、国际化人才，包括教授级高工 820 人，具有高级职称的专业技术人员 9,500 人，注册建造师 7,026 人，注

册建筑师和注册结构工程师 2,249 人，英国皇家特许建造师 119 人，英国皇家特许测量师 15 人等。

#### **(四) 技术研发国内一流，专业技术实力雄厚**

本公司拥有行业领先的科技研发实力，在高层、超高层及复杂空间钢结构工程设计与施工、安装技术等 10 余个领域具备核心竞争优势，并已达到国际先进水平。本公司技术中心为国家级技术中心，是建设部批准的建筑行业唯一一家企业技术中心建设试点。截至 2008 年，本公司共获得国家级科技进步及发明奖 51 项，各类省部级科技进步奖 677 项。本公司自主编制完成了行业内第一个企业技术标准——《建筑工程施工工艺标准》。本公司拥有国家级工法 86 项，省部级工法 294 项，在中国占有绝对领先优势。本公司还拥有 5 个国家重点实验室（实验检测机构），3 个博士后工作站，是推动行业技术进步的重要力量。



## 七、募集资金用途

本次公司拟发行不超过 120 亿股 A 股,募集资金将在扣除发行费用后用于以下项目:(1) 约 85 亿元用于重大工程承包项目的流动资金;(2) 约 80 亿元用于普通住宅类房地产开发项目;(3) 约 70 亿元用于购置施工机械设备;(4) 约 104 亿元用于基础设施投资项目;(5) 约 6 亿元用于钢结构加工基地项目;(6) 约 60 亿元用于补充公司流动资金。

表 17: 募集资金投向 (单位: 万元)

序号	项目名称	募集资金投资金额	募集资金使用进度			
			2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
1	用于重大工程承包项目的流动资金	849,068	653,611	132,457	63,000	-
2	普通住宅类房地产开发项目	799,700	398,300	225,500	115,900	60,000
3	购置施工机械设备	700,000	300,000	250,000	150,000	-
4	基础设施投资项目	1,042,200	481,000	318,700	189,500	53,000
5	钢结构加工基地项目	60,000	30,000	30,000	-	-
6	补充公司流动资金	600,000	600,000	-	-	-
	<b>合计:</b>	<b>4,050,968</b>	<b>2,462,911</b>	<b>956,657</b>	<b>518,400</b>	<b>113,000</b>

资料来源: 招股说明书

## 八、主要风险因素

1、房屋建筑业务和房地产开发投资的周期性较强,其对公司的收入和利润贡献很大。如果房地产市场持续低迷,将给公司发展带来较大影响。

2、海外建筑市场的违约风险和汇率风险不可忽视。

**表 18: 公司财务预测**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	34155.8	55753.7	56601.1	60593.4	营业收入	202096.8	247828.6	296903.1	348976.4
应收票据	174.2	213.7	256.0	300.9	营业成本	179198.0	218676.1	261117.1	305890.4
应收账款	33103.4	54318.6	65074.7	76488.0	营业税金及附加	7697.5	9439.4	11308.6	13291.9
预付款项	10743.6	13800.7	16667.7	20026.4	销售费用	831.1	1070.1	1350.9	1587.8
其他应收款	10622.5	13026.2	15605.7	18342.7	管理费用	6120.1	7514.3	9023.0	10605.5
存货	57104.5	69684.8	83209.3	97477.1	财务费用	1399.9	1983.0	1482.5	1461.9
其他流动资产	771.5	1360.2	1991.9	2662.2	资产减值损失	409.6	444.5	457.9	457.9
长期股权投资	3444.0	3444.0	3444.0	3444.0	公允价值变动收益	-59.1	-59.1	-59.1	-59.1
固定资产	8295.8	3445.8	5995.9	8375.0	投资收益	323.2	323.2	485.0	430.0
在建工程	3062.8	2975.4	2946.1	2946.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	9.1	9.1	9.1	9.1	营业利润	6704.7	8965.3	12589.1	16051.8
无形资产	3153.9	2838.5	2523.1	2207.7	营业外收支净额	156.8	156.5	156.5	156.5
长期待摊费用	130.3	117.3	104.2	91.2	税前利润	6861.5	9121.8	12745.6	16208.3
资产总计	204167.8	223833.5	257274.3	295809.3	减: 所得税	2222.3	2599.7	3664.4	4659.9
短期借款	13969.2	0.0	0.0	0.0	净利润	4639.2	6522.1	9081.3	11548.4
应付票据	3277.5	3999.6	4775.9	5594.8	归属于母公司的净利润	2745.5	4492.6	6245.5	7820.5
应付账款	54218.4	65256.6	77921.8	91282.9	少数股东损益	1893.7	2029.5	2835.7	3727.9
预收款项	28305.9	37393.0	48279.6	61075.5	基本每股收益	0.15	0.15	0.21	0.26
应付职工薪酬	1582.0	1582.0	1582.0	1582.0	稀释每股收益	0.15	0.15	0.21	0.26
应交税费	8439.1	8439.1	8439.1	8439.1	<b>财务指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
其他应付款	11436.7	11436.7	11436.7	11436.7	<b>成长性</b>				
其他流动负债	125.0	157.1	191.6	228.1	营收增长率	20.1%	22.6%	19.8%	17.5%
长期借款	22860.1	22860.1	22860.1	22860.1	EBIT 增长率	-21.0%	34.9%	26.7%	24.8%
预计负债	37.2	37.2	37.2	37.2	净利润增长率	-44.2%	63.6%	39.0%	25.2%
负债合计	173454.1	174310.2	198669.6	225678.8	<b>盈利性</b>				
股东权益合计	30713.7	84634.1	93656.5	105123.2	销售毛利率	11.3%	11.8%	12.1%	12.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	销售净利率	1.4%	1.8%	2.1%	2.2%
净利润	4639	6522	9081	11548	ROE	8.9%	5.3%	6.7%	7.4%
折旧与摊销	1335	554	724	895	ROIC	6.16%	6.10%	7.20%	8.30%
经营活动现金流	2604	-9454	4820	8052	<b>估值倍数</b>				
投资活动现金流	-8087	-612	-2432	-2516	PE	27.4	27.9	20.1	16.0
融资活动现金流	14170	31664	-1541	-1544	P/S	0.4	0.5	0.4	0.4
现金净变动	8687	21598	847	3992	P/B	2.4	1.5	1.3	1.2
期初现金余额	25988	34156	55754	56601	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
期末现金余额	34675	55754	56601	60593	EV/EBITDA	11.6	10.9	8.7	7.0

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

表 19: 中国建筑 (601668) DCF 折现模型

万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	149799.7	204918.3	258732.7	312954.1	328115.3	331396.5	334710.4	338057.5	341438.1	344852.5	348301.0
所得税	12578.7	16905.8	21474.8	25975.2	27233.6	27505.9	27781.0	28058.8	28339.4	28622.8	28909.0
NOPLAT	78125.9	137221.0	188012.6	237257.8	286978.9	300881.8	303890.6	306929.5	309998.8	313098.8	316229.7
营运资金净变动	-163108.8	-85582.1	-111132.1	-131273.0	51911.8	159070.5	246213.7	248675.8	251162.6	253674.2	256210.9
资本支出	361758.4	-30000.0	-30000.0	-80000.0	-60000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0
自由现金流	120857.1	142568.3	177851.5	2486041.4	284324.7	289018.4	293023.5	297804.5	317854.6	486561.7	421856.1

WACC	9.61%	Ke	13.96%	估值		g				
						0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
永续增长率	1.00%	Kd	3.72%	WACC	8.11%	4.96	4.97	4.98	4.99	5.01
终值	18096.31	t	32.39%		8.61%	4.89	4.90	4.91	4.92	4.93
企业价值	13133354.25	Rf	4.15%		9.11%	4.82	4.83	4.83	4.84	4.85
非核心资产价值	9335348.93	E (Rm)	12.00%		9.61%	4.75	4.76	4.76	4.77	4.78
债务价值	4559324.00	Rm - Rf	7.85%		10.11%	4.69	4.69	4.70	4.70	4.71
股权价值	8574030.25	D/A	37.73%		10.61%	4.63	4.63	4.63	4.64	4.65
股本	3000000.00	E/A	62.27%		11.11%	4.57	4.57	4.57	4.58	4.58
每股价值 (元)	4.76	Beta	1.25							

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

## 公司战略和竞争力分析

### 公司基本情况介绍

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、大型公共设施建设以及大型工业设备安装等领域积聚了雄厚的技术优势。中国最具国际竞争力的建筑企业集团，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。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值: 4.3
优势	公司房屋建筑业务的竞争力强、土地储备多	分值: 4.5
劣势	主营业务的周期性较强	分值: 4
机会	基建投资加大、房地产市场回暖	分值: 4.5
威胁	房屋建筑企业众多，行业毛利率低	分值: 4

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值: 4.3
供应商力量	需求决定供给，供应商力量比较弱	分值: 4.5
新进入壁垒	行业对技术等方面的要求不太高，进入壁垒相对较低	分值: 4
客户力量	客户的议价能力一般，大开发商有较强的定价权	分值: 4
替代产品	没有替代品	分值: 5
竞争对手	众多房建企业、大型基础设施建设企业、其他房地产开发商	分值: 4

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来转好，-表示未来变差

## 插图目录

图 1: 公司上市前的股权结构 .....	2
图 2: 建筑业总产值年复合增长率达到 22.1%.....	6
图 3: 国内生产总值中建筑业所占比重 .....	6
图 4: 固定资产投资与建筑业总产值回归图 .....	6
图 5: 固定资产投资占GDP的比例变化 .....	6
图 6: 1-5 月城镇固定资产投资增长 32.9% .....	7
图 7: 1-4 月新增固定资产投资增长 67.4% .....	7
图 8: 调整后的“四万亿”投资的构成 .....	7
图 9: 我国城镇化水平逐年提高 .....	8
图 10: 09 年交通固定资产投资将达到 1 万亿.....	8
图 11: 09 年公路建设投资将实现 20%的增长 .....	8
图 12: 5 月铁路固定资产投资同比、环比增长 104.41%、 19.58% .....	9
图 13: 5 月铁路基本建设投资同比、环比增长 150.65%、 16.21% .....	9
图 14: 1-4 月房地产开发投资增长 6.8% .....	9
图 15: 1-4 月对外承包工程新签合同额增长 59.5% .....	10
图 16: 1-4 月对外承包工程完成营业额增长 36% .....	10
图 17: 公司主要业务板块 .....	11
图 18: 公司收入构成 (2008) .....	11
图 19: 公司利润构成 (2008) .....	11
图 20: 中国海外全国布局 .....	15
图 21: 09 年目标: 完成开发增长 92.6%.....	18
图 22: 09 年目标: 实现销售增长 29.2% .....	18

## 表格目录

表 1: 本次发行前后公司股本变动情况 .....	3
表 2: 主营业务收入预测 .....	3
表 3: 收入与毛利率对EPS的敏感性分析 .....	4
表 4: 可比建筑公司估值水平 .....	5
表 5: 可比地产上市公司估值水平 .....	5
表 6: 公司估值定价分析 .....	5
表 7: 15 个城市轨道交通发展规划 .....	10
表 8: 公司近三年主营业务发展情况 .....	12
表 9: 国内建筑企业海外收入比较 .....	12
表 10: 公司近三年主营业务发展情况 .....	13
表 11: 公司近三年主营业务发展情况 .....	14
表 12: 中国海外土地储备状况 .....	15
表 13: 中国海外 08 年经营目标完成情况与 09 年经营目标 .....	17
表 14: 中国海外上半年销售情况 .....	18
表 15: 中国海外土地储备状况 .....	19
表 16: 中国建筑企业在中国 500 强的排名 (2009 年) .....	21
表 17: 募集资金投向 (单位: 万元) .....	23
表 18: 公司财务预测 .....	24
表 19: 中国建筑 (601668) DCF 折现模型 .....	25

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908