

申购

从卓越走向繁荣，房屋建筑和房地产一体化航母

——中国建筑新股定价报告

投资摘要:

- **卓越的房屋建筑者。**公司是国内卓越的房屋建筑者，是中国建筑企业中唯一一家同时拥有房屋建筑工程、市政公用工程、公路工程施工总承包三个特级资质的企业。2006年公司的国内建筑业务营业额占全国国有建筑企业完成产值的11%，完成施工面积约占全国国有建筑企业完成总量的1/4。2008年房屋建筑收入达1,606.19亿元，实现利润36.12亿元。
- **房地产开发带来繁荣。**公司的房地产开发收入只占总收入的近10%，但利润占比已超过公司总利润的40%。中国海外打造的“中海地产”是中国最具价值的房地产品牌之一，中国海外已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。另外，公司打造出开展中低档房地产开发、打造大众精品住宅的“中建地产”品牌，致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一。
- **基础设施业务拓展公司盈利领域。**近年来公司也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。2008年基础设施建设收入达176.96亿元，实现利润5.68亿元。
- **预测与定价。**公司拥有房屋建筑、国际工程承包、房地产开发与投资、基础设施建设与投资和设计勘察五个业务板块。是房屋建筑和房地产以及基础设施的航母。我们预测公司2009年至2010年的销售收入分别为2456.86、2775.69和3118.09亿元。EPS分别为0.168、0.258和0.357。公司本次拟发行不超过120亿股，募集资金4,050,968万元相对应的价格为3.38元。按25至30倍市盈率计算，公司的股价应该4.2至5.04元有一定的间空，建议申购。

郑闵钢

东兴证券研究所

0086-010-66507310

zhengmg@dxzq.net.cn

北京市西城区阜成门内大

街410号

邮编：100140

发行上市资料

总股本（亿股） 300

发行量（亿股） 120

发行日期 2009.07.21-22

发行方式 网下询价+网上申购

保荐机构 中金公司

预计上市日期 未定

发行前财务数据

每股净资产（元） 0.85

净资产收益率（%） 17.85

资产负债率（%） 84.96

主要股东和持股比例

中建总公司 52.64%

中国石油集团 1.12%

宝钢集团 1.12%

中化集团 1.12%

全国社会保障基金理事会 4.0%

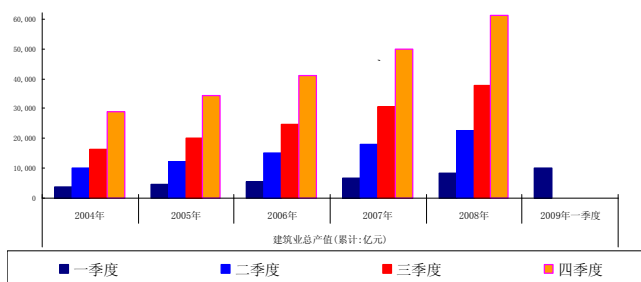
财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	168,305.81	202,096.80	245,685.90	277,569.21	311,808.64
(+/-)%	26.35%	20.08%	21.57%	12.98%	12.34%
经营利润（EBIT）	10,643.21	8,104.67	11,023.60	14,561.20	18,788.95
(+/-)%	90%	-24%	36%	32%	29%
净利润（属母公司）	4,916.97	2,745.48	5,045.85	7,725.05	10,711.18
(+/-)%	104%	-44%	84%	53%	39%
EPS（元/股）	0.290	0.150	0.168	0.258	0.357

1 房屋建筑和房地产市场仍有很强的生命力

1.1 经济的发展带来房屋建筑市场长期繁荣

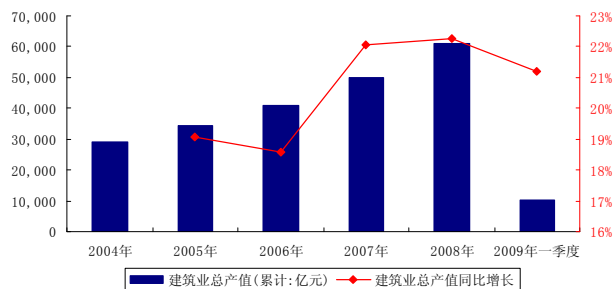
改革开放几十年来，建筑业市场伴随着我国经济发展以较快的速度在前进。截止2008年，全国建筑业企业数达到64152家，产值达到了61144亿元，同比增长22.24%以上并且是连续三年增长达20%以上了；建筑业利润达1756亿元，同比增长19.46%。虽然08年利润增长较低，但2009年一季度同比增长又回到了2007年的水平达36.94%；建筑业签订合同额达101141亿元，同比增长27.43%。近几年建筑业合同额增长率一直在提高。由于我国仍处在发展中国家，房屋建筑仍具有广阔的市场。从全球范围来看，我国的建筑市场也是世界最大的市场之一。

图1 2008年建筑业产值达61144亿元



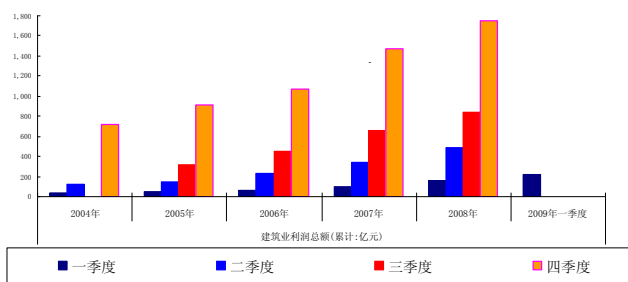
资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图2 近五年来建筑业产值保持高增长



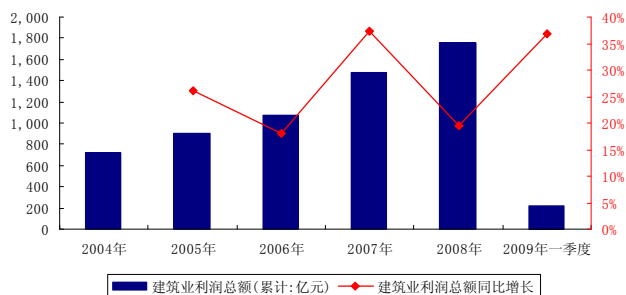
资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图3 2008年建筑业利润达1756亿元



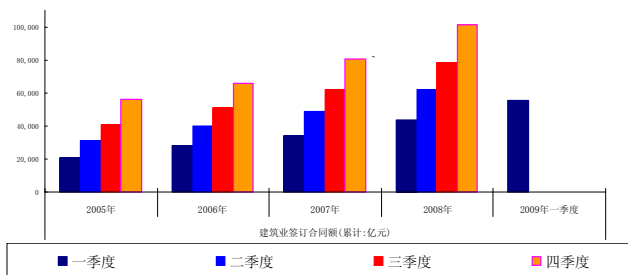
资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图4 建筑业利润增长高于建筑业产值增长



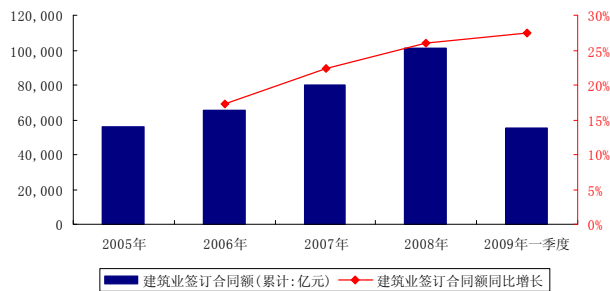
资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图 5 2008 年建筑业签订合同额达 101141 亿元



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图 6 近五年来建筑业签订合同额增长强劲

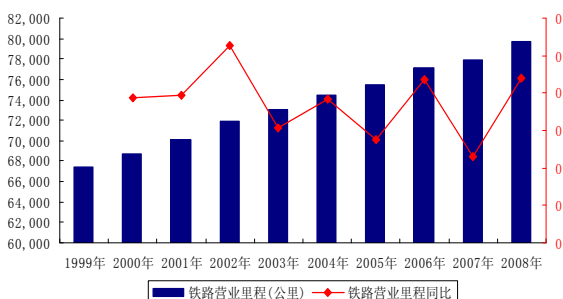


资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

1.2 基础设施建设方兴未艾

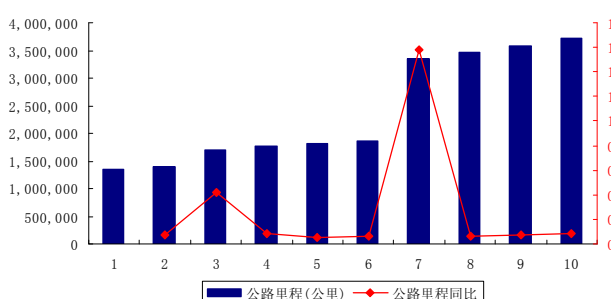
我国交通运输等基础设施建设仍在成长中，截止 2008 年铁路营业里程为 79685 公里，公路里程为 3730164 公里，同比增长分别为 2.20%和 4.09%。近三年在公路发展中，公路隧道明显增多，工程施工量明显加大。2008 年公司隧道数达 5426 个，同比增长 16.11%，公路隧道长度达 318.64 万公里，同比增长 24.69%；另外随着经济的发展，我国机场建设也出现上升，2008 年民用机场达 158 个，同比增长 6.76%。基础设施建设的加大，给建筑施工企业带来更多的商业机会。而隧道和机场等项目工程，或工程技术要求高或施工难度大，但却能够给大型建筑企业提供了一个良好的施展能力机会，在竞争中更能取得商业机会。

图 7 2008 年铁路营业里程达 79685 公里



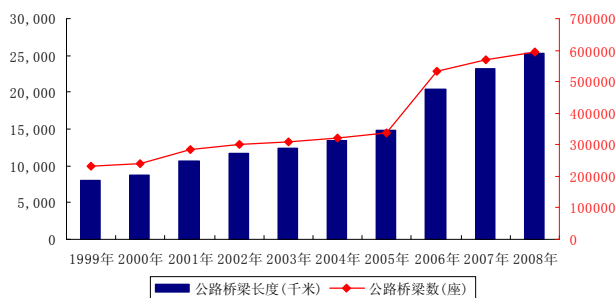
资料来源: CEIC、东兴证券研究所

图 8 2008 年公司里程达 3730164 公里



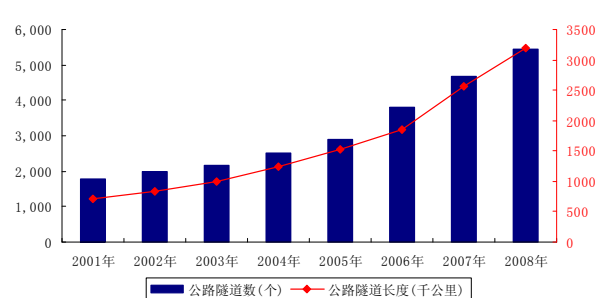
资料来源: CEIC、东兴证券研究所

图 9 2008 年公路桥梁 594600 个并 25247 千米



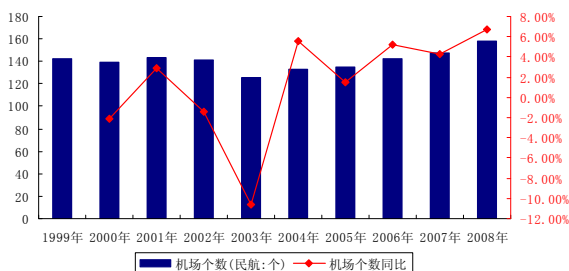
资料来源: CEIC、东兴证券研究所

图 10 2008 年公路桥梁 5426 个并 3186 千公里



资料来源: CEIC、东兴证券研究所

图 11 2008 年民用机场 158 个同比增长 6.76%



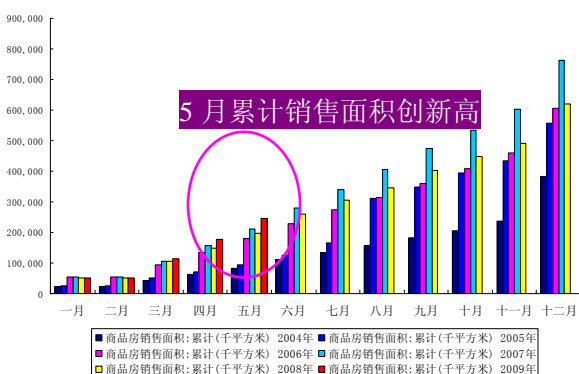
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

1.3 房地产回暖给企业带来活力

今年以来房地产市场得到回暖，2009 年 1-5 月全国商品房销售面积 24644 万平方米，同比增长 25.52%。其中，商品住宅销售面积增长 26.7%；办公楼销售面积下降 1.8%；商业营业用房销售面积增长 18.3%。1-5 月，商品房销售额 11389 亿元，同比增长 45.32%。其中，商品住宅销售额增长 49.0%，办公楼和商业营业用房销售额分别增长 11.6%和 27.9%。

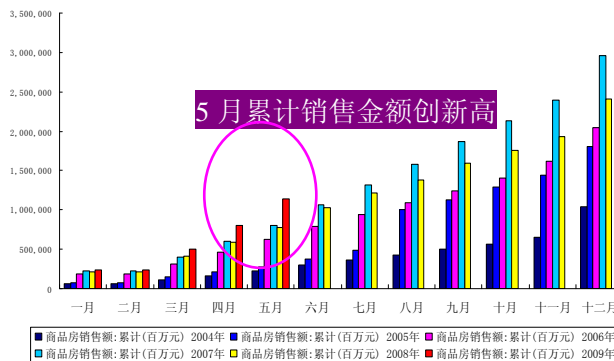
截止 2009 年 5 月，全国完成房地产开发投资 10165 亿元，同比增长 6.8%，其中，商品住宅完成投资 7105 亿元，同比增长 4.4%，占房地产开发投资的比重为 69.9%。房地产行业的恢复使房地产开发企业和房屋建筑企业活力将显现。

图 12 近六年商品房销售面积创新高



资料来源：CEIC、东兴证券研究所

图 13 近六年商品房销售金额创新高



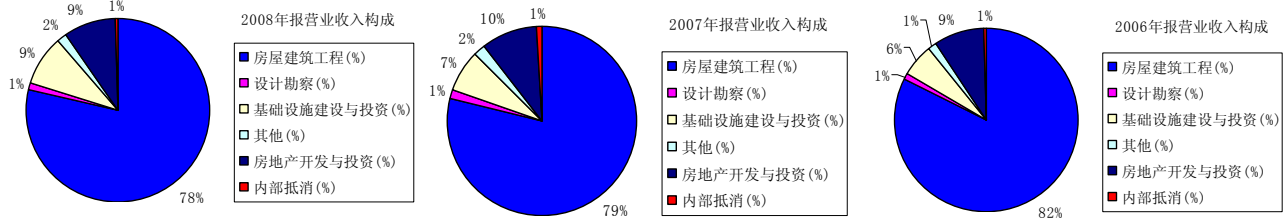
资料来源：CEIC、东兴证券研究所

2 房屋建筑和房地产以及基础设施的航母

公司的主要业务有房屋建筑、国际工程承包、房地产开发与投资、基础设施建设与投资和设计勘察五个业务板块。主要收入来源是房屋建筑、房地产开发和基础设施

建设。2008 年公司房屋建筑收入占比 79.05%、房地产开发占 9.26%、基础设施建设占 8.71%，这三项目业务占公司业务收入的 97.02%。

图 14 近三年公司各业务收入占比情况



资料来源：公司材料、东兴证券研究所

2.1 卓越的房屋建筑者

公司是国内卓越的房屋建筑者，是中国建筑企业中唯一一家同时拥有房屋建筑工程、市政公用工程、公路工程施工总承包三个特级资质的企业。在施工技术方面，截止 2007 年共获国家级技术进步奖 51 项，12 项建筑施工技术居国内领先水平。在项目管理方面，荣获中国建筑业最高奖项—鲁班奖 112 项，获得“全国优秀项目管理成果奖”33 项，获奖数居全国同行业之首；有国际杰出项目经理 7 名，全国优秀项目经理 178 名，均为全国同行业之首。公司是中国最大的房屋建筑承包商，2006 年公司的国内建筑业务营业额占全国国有建筑企业完成产值的 11%，完成施工面积约占全国国有建筑企业完成总量的 1/4。2008 年房屋建筑收入达 1,606.19 亿元，实现利润 36.12 亿元。

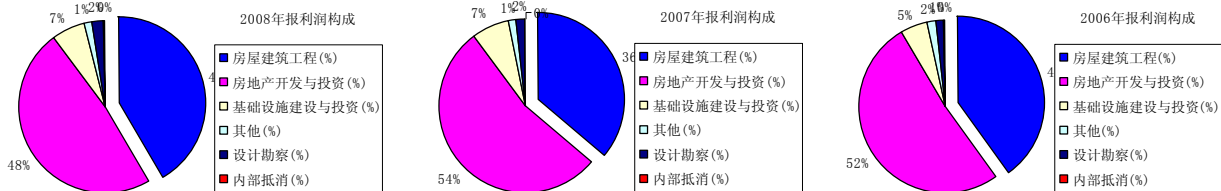
“十五”期间，中国政府启动并实施“走出去”战略，国际工程承包额高速增长。公司还在世界 100 多个国家开展过房屋建筑等业务，国际工程承包业务主要分布在阿尔及利亚、新加坡、美国、阿联酋、泰国、越南、博兹瓦纳、俄罗斯、巴巴多斯等国家和地区，是当地最具影响力的中国企业品牌之一。近 30 年来累计签订国际工程承包合同额 380.16 亿美元，完成营业额 285.99 亿美元，约占 2,000 余家中国对外承包企业累计完成海外营业额总量的 13%，09 年海外新签订 112 亿美元。

2.2 房地产开发带来繁荣

近几年，公司的房地产开发收入只占总收入的近 10%，但利润占比已超过公司总利润的 40%。中国海外打造的“中海地产”是中国最具价值的房地产品牌之一，中国海外已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。另外，公司通过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打造出开展中低档房地产开发、打造大众精品住宅的“中建地产”品牌，致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一。

2008 年房地产开发收入达 188.24 亿元，实现利润 41.55 亿元。公司目前直接拥有土地 1100 万平方米左右。今后公司将扩大房地产业务，远期规划房地产的收入占比将提高到 20%，利润提高到 60%。由于房地产业务的收益要大大高于房屋建筑等项目，公司房地产业务的扩大将给公司带来繁荣。

图 15 近三年公司各业务利润占比情况



资料来源：公司材料、东兴证券研究所

2.3 基础设施业务拓展公司盈利领域

近年来公司也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。此外本公司还先后收购了南京长江二桥、南昌八一大桥、莱州港、沈阳皇姑电厂、南宁路桥等基建项目的运营权。在以基础设施投资带动总承包策略的指导下，本公司以 BT 方式建设了长吉城际铁路、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，还投资建设太中银铁路、龙烟铁路、宜宾港等项目。基础设施业务拓展公司盈利领域。2008 年基础设施建设收入达 176.96 亿元，实现利润 5.68 亿元。

3 募投项目情况

本次拟发行不超过 120 亿股，占本次发行后总股本的比例不超过 40%，募集资金 4,050,968 万元，主要投向的项目有：

- 1) 基础设施建设项目 1,042,200 万元
- 2) 普通住宅类房地产开发项目 799,700 万元
- 3) 购置施工机械设备 700,000 万元
- 4) 钢结构加工基地项目 60,000 万元
- 5) 用于重大工程承包项目的流动资金 849,068 万元
- 6) 补充公司流动资金 600,000 万元

表 1 募集资金投资的项目

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
(一)	用于重大工程承包项目的流动资金	849,068	653,611	132,457	63,000	-
	国内工程承包项目	437,373	325,066	77,307	35,000	-
	国外工程承包项目	411,695	328,545	55,150	28,000	-
(二)	普通住宅类房地产开发项目	799,700	398,300	225,500	115,900	60,000
1	长沙市含浦住宅项目	70,000	40,000	20,000	10,000	-
2	济南中建文化城住宅项目	30,000	30,000	-	-	-
3	岳阳彩虹阁住宅项目	4,000	4,000	-	-	-
4	天津阳光金地住宅项目	10,000	10,000	-	-	-
5	惠州中天彩虹城住宅项目	30,000	20,000	10,000	-	-
6	三河北欧小镇住宅项目	10,000	10,000	-	-	-
7	北京颐合天地住宅项目	23,000	23,000	-	-	-
8	福州好来·屋住宅项目	7,000	7,000	-	-	-
9	福州中辉新苑住宅项目	6,000	6,000	-	-	-
10	成都人居大源住宅项目	30,000	25,000	5,000	-	-
11	青岛千智广场住宅项目	10,700	10,700	-	-	-
12	长沙中建桂苑住宅项目	10,000	10,000	-	-	-
13	天津天赐园住宅项目	6,000	6,000	-	-	-
14	都匀银湖星城住宅项目	18,400	7,000	7,000	4,400	-
15	惠州中天山水雅园住宅项目	34,500	18,000	16,500	-	-
16	武汉关山住宅项目	69,000	20,000	29,000	20,000	-
17	成都斑竹园住宅项目二期	6,000	6,000	-	-	-
18	天津绮景家园住宅项目	6,000	6,000	-	-	-
19	深圳龙岗万鑫商城住宅项目	15,200	7,200	8,000	-	-
20	长沙华欣公寓住宅项目二期	2,400	2,400	-	-	-
21	北京怀柔安丽家园住宅项目	42,000	22,000	20,000	-	-
22	河北雄县温泉花园住宅项目	47,500	18,000	18,000	11,500	-
23	扬州江阳路住宅项目	42,000	20,000	22,000	-	-
24	潍坊康居花园住宅项目	270,000	70,000	70,000	70,000	60,000
(三)	购置施工机械设备	700,000	300,000	250,000	150,000	-
(四)	基础设施投资项目	1,042,200	481,000	318,700	189,500	53,000
1	太中银铁路项目	100,000	50,000	50,000	-	-
2	山东龙烟铁路项目	30,000	14,000	6,500	6,500	3,000
3	山西宁静一镇城底、岚县地方铁路项目	41,200	24,000	17,200	-	-
4	长沙道路建设项目	80,000	80,000	-	-	-
5	吉林市经济开发区基础设施项目	25,000	25,000	-	-	-
6	无锡太湖新城道桥项目	23,000	23,000	-	-	-
7	宜宾港志诚作业区项目	25,000	15,000	10,000	-	-
8	石武客运专线项目	500,000	150,000	150,000	150,000	50,000
9	阳孟高速公路项目	98,000	50,000	35,000	13,000	-
10	湘潭两路一桥项目	120,000	50,000	50,000	20,000	-
(五)	钢结构加工基地项目	60,000	30,000	30,000	-	-
(六)	补充公司流动资金	600,000	600,000	-	-	-
合 计:		4,050,968	2,462,911	956,657	518,400	113,000

资料来源：公司材料、东兴证券研究所

4 预测与定价

中国建筑全资拥有中国海外集团有限公司，后者分别持有香港上市公司中国海外发展有限公司(00688.HK)52%的股权和中国建筑国际集团有限公司(03311.HK)63%的股权，公司的资产优良。我们预测公司 2009 年至 2010 年的销售收入分别为 2456.86、2775.69 和 3118.09 亿元。2009 年至 2010 年的 EPS 分别为 0.168、0.258 和 0.357。公司本次拟发行不超过 120 亿股，募集资金 4,050,968 万元相对应的价格为 3.38 元。按 25 至 30 倍市盈率计算，公司的股价应该 4.2 至 5.04 元，建议申购。

表 2 公司近几年EPS预测表

项目	2008年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
EPS	0.150	0.168	0.258	0.357	0.449	0.516
其中:1 房屋建筑工程	0.083	0.089	0.125	0.160	0.191	0.217
2 房地产开发与投资	0.050	0.059	0.100	0.155	0.206	0.239
3 基础设施建设与投资	0.011	0.013	0.022	0.029	0.036	0.041
4 其他	0.000	0.002	0.002	0.003	0.004	0.004
5 设计勘察	0.005	0.005	0.008	0.010	0.013	0.015

资料来源：东兴证券研究所

表 3 利润表

利润表(百万元)	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
营业收入	168,305.81	202,096.80	245,685.90	21.57%	277,569.21	12.98%	311,808.64	12.34%
营业成本	147,184.97	179,198.02	216,951.21	21.07%	242,998.50	12.01%	270,441.92	11.29%
营业费用	600.48	831.085	982.7436	18.25%	1,110.28	12.98%	1,247.23	12.34%
管理费用	3,715.82	6,120.06	7,370.58	20.43%	8,327.08	12.98%	9,354.26	12.34%
财务费用	1,204.50	1,399.94	1,885.23	34.66%	1,857.59	-1.47%	2,107.90	13.48%
投资收益	701.444	323.239	400	23.75%	400	0.00%	300	-25.00%
营业利润	9,438.71	6,704.73	9,138.37	36.30%	12,703.62	39.01%	16,681.05	31.31%
利润总额	9,655.73	6,861.50	9,248.37	34.79%	12,813.62	38.55%	16,791.05	31.04%
所得税	2,590.49	2,222.29	2,312.09	4.04%	3,203.40	38.55%	4,197.76	31.04%
净利润	7,065.24	4,639.21	6,936.28	49.51%	9,610.21	38.55%	12,593.29	31.04%
归属母公司所有者的净利润	4,916.97	2,745.48	5,042.55	83.67%	7,716.48	53.03%	10,699.56	38.66%
NOPLAT	7,787.79	5,479.74	8,267.70	50.88%	10,920.90	32.09%	14,091.71	29.03%

资料来源：东兴证券研究所

研究员简历

郑闵钢，房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券股份有限公司研究所。之前在中国东方资产管理公司从事股权资产的管理和处置工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系

公司投资评级：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。