

建筑龙头，地产精英

——中国建筑 IPO 询价定价报告

报告关键点:

- 📖 中国房屋建筑龙头，房建业务稳定增长
- 📖 借4万亿基础设计建设的“东风”，快速拓展现有基建施工业务
- 📖 “中海地产”是公司房地产业务最主要的载体，盈利快速增长
- 📖 80亿元募集资金的到位将大大加快中建地产的发展

报告摘要:

- 公司由建筑工程起家，1984起进入了房地产领域，经过了20多年的发展，目前已经形成了从设计勘察、施工、房地产开发、物业运营等自上而下的产业链，并发展成为国内最大的建筑房地产综合企业集团、房屋建筑承包商，长期位居中国国际工程承包业务首位。旗下房地产公司中国海外(0688.HK)是一家跨地域、品牌美誉度极高的全国性房地产领军企业。
- **房建业务明显受益于房地产投资升温 and 宏观经济回暖。**受宏观经济回暖以及房地产投资升温趋势的影响，作为行业龙头以及国内最富有竞争力的建筑企业，公司受益明显。预计公司2009、2010年房建以及设计勘察业务将出现稳重有升的局面，复合增长率将达到20%左右。
- **尽享基建投资获益，BT/BOT项目拓展业务盈利空间。**公司作为基建工程市场特别是铁路基建市场的新进入者，目前市场份额依然较低，但是根据公司未来“房建、基建、房地产利润贡献占比2:2:6”的发展方向，未来基建工程业务将是公司的发展重点之一。凭借公司自身的实力以及目前BT/BOT带动基建业务的有效的发展模式，我们认为公司将尽享此轮基建投资带来的获益，预计公司2009、2010年基础设施建设将出现一个较高的增长，未来两年相关业务收入复合增长率将超过25%。
- **房地产是公司盈利能力最强的部门，利润贡献快速增长。**
 - “中海地产”作为公司最早创立的房地产业务品牌，也是公司房地产业务最主要的载体。中国海外以在中国内地经济较发达的一、二线城市(以直辖市、省会城市为主)，以及港澳地区开发高中档住宅为主。截至2009年6月底，中国海外在内地、香港共22个城市和地区拥有土地储备超过2,373万平方米，其中，权益部分为2,122万平方米，可满足未来四至五年保持盈利每年20%以上增长的开发需要。
 - 中建地产则主要从事二线城市周边地区和三、四线城市中低档住宅的开发业务，致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一，与中海地产的一二线城市布局、高端路线形成互补。公司目前的土地储备达1054万平方米，平均地价还不到700元/平米。而本次募集资金的住宅投资项目均为中建地产开发项目，80亿元募集资金的到位将大大加快中建地产的发展。
- **投资建议:**我们预计公司09、10年的EPS分别为0.15元、0.21元，综合考虑建筑以及房地产业务的未来的盈利情况以及RNAV低溢价情形下的估值，我们认为公司的综合每股价值为3.52-4.08元，可以作为发行价格参考。考虑发行后对二级市场的价差、房地产业务实际市场的RNAV溢价水平，最终我们认为合理的询价区间为3.6-3.8元，对应的首日上市区间为4.82-5.65元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	245,056	301,627	363,474	417,995	245,056
Growth(%)	26.4%	20.1%	21.3%	23.1%	20.5%
净利润	4,917.0	2,745.5	4,531.1	6,369.2	7,704.0
Growth(%)	103.9%	-44.2%	65.0%	40.6%	21.0%
毛利率(%)	12.5%	11.3%	11.5%	11.8%	11.8%
净利润率(%)	2.9%	1.4%	1.8%	2.1%	2.1%
每股收益(元)	0.27	0.15	0.15	0.21	0.26
每股净资产(元)	1.45	1.71	2.78	3.11	3.51
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	27.2%	15.1%	8.6%	10.5%	11.3%
ROIC(%)	65.8%	20.7%	20.2%	15.0%	15.4%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

敬请参阅报告结尾处免责声明

建议询价区间:

3.60 - 3.80 元

上市首日定价区间:

4.82 - 5.65 元

报告日期: 2009-07-17

发行数据

总股本(万股)	1,800,000
发行数量(万股)	1,200,000
网下发行(万股)	480,000
网上发行(万股)	720,000
保荐机构	
发行日期	2009-07-22
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

中国建筑工程总公司	94.00%
中国中化集团公司	2.00%
宝钢集团有限公司	2.00%
中国石油天然气集团公司	2.00%

研究员

房地产:

陶学明	CFA 高级行业分析师
0755-82558030	taoxm@essence.com.cn
李孔逸	助理行业分析师
0755-82558026	liky@essence.com.cn

建筑:

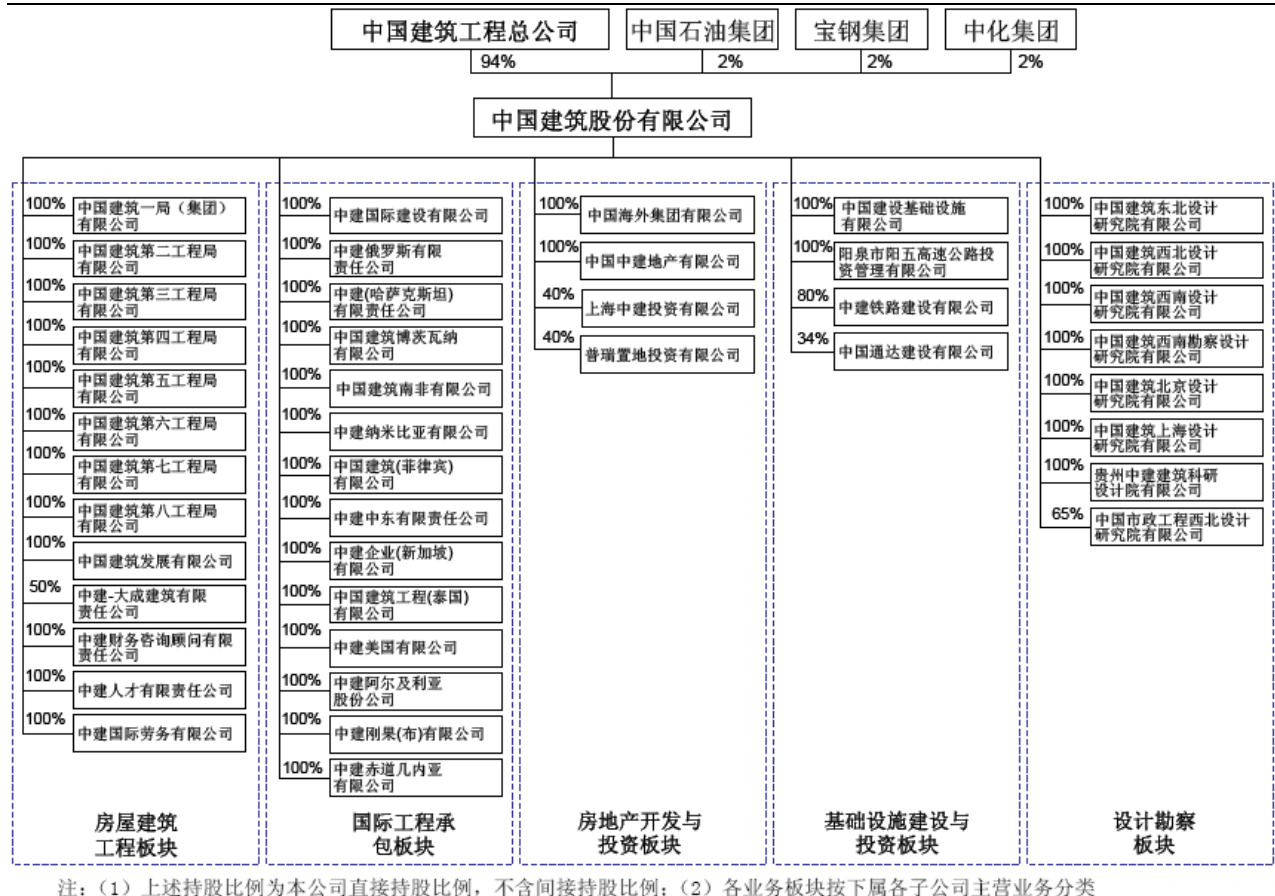
石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
王天睿	助理行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn

1. 建筑与房地产“联合舰队”

1.1. 国内最大建筑房地产企业集团

中国建筑股份有限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。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。

图 1 公司发行前股本结构及子公司



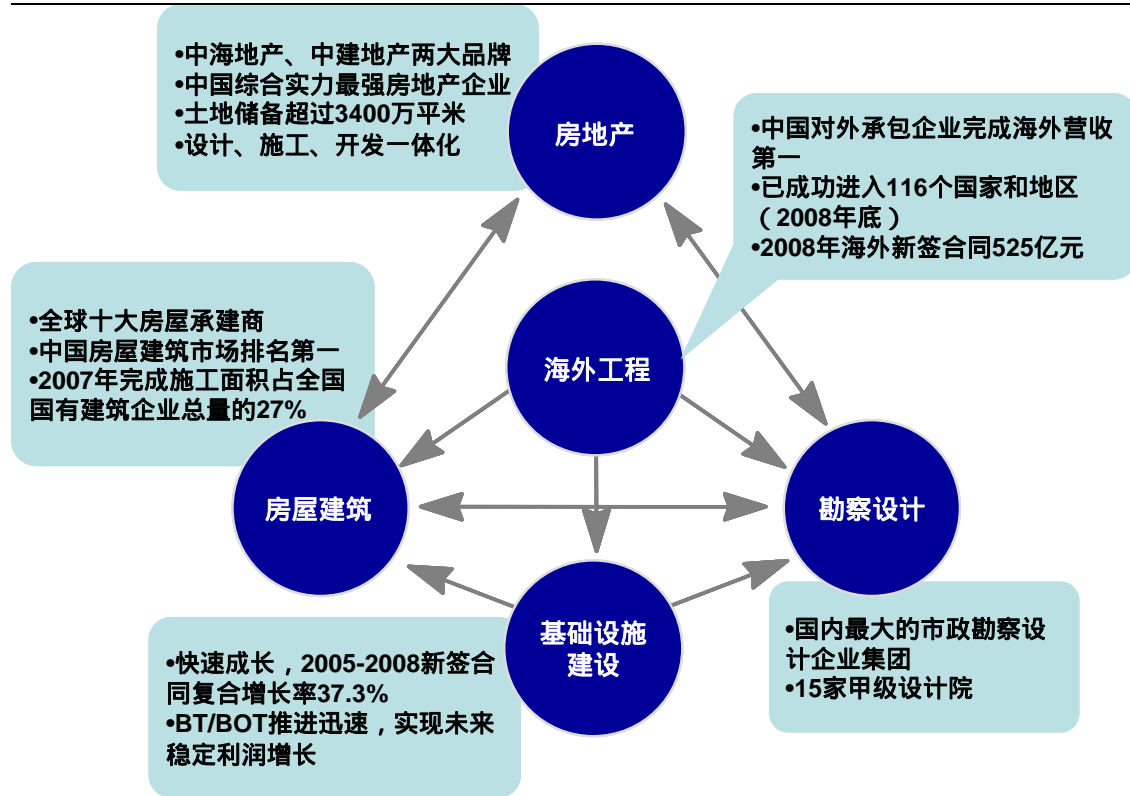
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

中建总公司组建于 1982 年，是经国务院批准，按照政企分开的原则，将原国家建工总局直属的第一至第六工程局等单位与专门从事对外工程承包业务的中建筑工程公司合并组建的全国性特大型建筑联合企业。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。（如上图 1）

1.2. 完善的上下游产业链

公司由建筑行业起家，1984 起进入了房地产领域，经过了 20 多年的发展，目前已经形成了从设计勘察、施工、房地产开发、物业运营等自上而下的产业链，并发展成为国内最大的建筑房地产综合企业集团、房屋建筑承包商，长期位居中国国际工程承包业务首位。从公司目前的业务，我们可以看到，一类是与建筑相关的包括房屋建筑工程、国际工程承包、基础设施建设与投资以及设计勘察；另一类是房地产开发包括商品住宅、办公楼、商业设施、酒店、保障性住宅等，见下图 2。

图 2 公司现有业务模式及市场地位



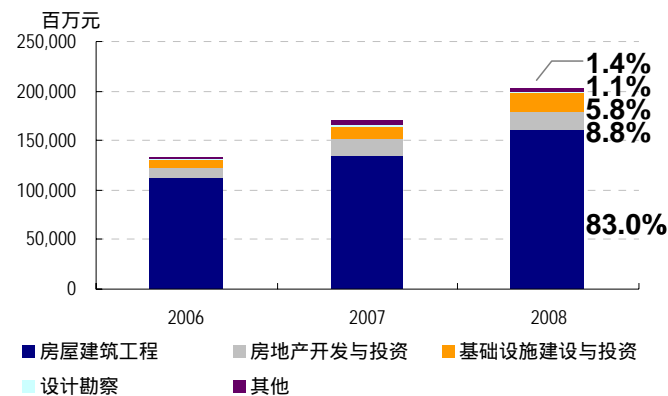
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.3. 业务营收稳步发展

公司 2006-2008 年营业收入分别为 1332 亿元、1683 亿元和 2021 亿元，复合增长率达到 23%，实现主营业务利润分别为 63.3 亿元、102.5 亿元以及 86.6 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 27.5 亿元、49.2 亿元和 24.1 亿元。

公司 08 年利润出现下滑的主要原因，一方面是受全球经济危机的影响，国内房地产的销售量价齐跌、建筑市场也出现一定的不振，另一方面 2008 年雪灾、地震、北京奥运以及当年原材料价格的上涨也一定程度上影响了公司的相关建筑业务，此外 08 年公司会计报表中管理费用率较 07 年增加了 0.82%，主要原因是公司 2007 原有福利费冲回导致当年管理费用虚低（2007 年管理费用受职工福利费累计余额转回的影响一次性冲减了 14 亿元）。

图 3 建筑业总产值及增速



数据来源：安信证券研究中心

图 4 建筑企业利润及增速

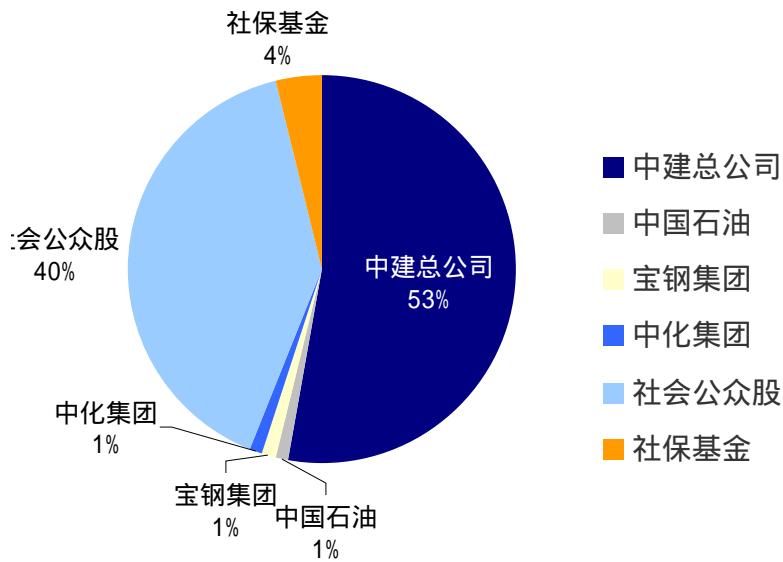


数据来源：安信证券研究中心

1.4. 中国建筑抓住机遇整体上市，加快发展

中建总公司为抓住国家促进优势中央企业实施重组改制整体上市的政策机遇，发展壮大现有实力，成为最具国际竞争力的建筑房地产综合企业集团，经报国务院国资委批准，将全部主营业务及相关资产负债、相关资质和品牌注入中国建筑股份公司，由中国建筑股份公司（以下简称公司）作为中建总公司全部主营业务的运营载体。本次拟发行不超过 120 亿股，计划募集资金约 426 亿元，占本次发行后总股本的比例不超过 40%。如果按照 120 亿股的发行量计算，公司发行后的股本结构如下：

图 5 招股后预计公司股本结构



数据来源：安信证券研究中心

注：根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（财企[2009]94号）的有关规定，经国务院国资委以《关于中国建筑股份有限公司国有股转持有关问题的批复》（国资产权[2009]461号）批复，在公司境内发行A股并上市后，将公司国有股股东中国建筑工程总公司、中国石油天然气集团公司、宝钢集团有限公司和中国中化集团公司分别持有的公司112,800万股、2,400万股、2,400万股、2,400万股（合计120,000万股）股份划转给全国社会保障基金理事会（按本次发行上限的10%计算）。若公司实际发行A股数量低于本次发行的上限1,200,000万股，则中国建筑工程总公司、中国石油天然气集团公司、宝钢集团有限公司和中国中化集团公司应划转给全国社会保障基金理事会的公司股份数量按照实发行股份数量的10%计算。

2. 建筑行业发展稳定 公司龙头地位巩固

在建筑领域，公司是中国专业化经营历史最久、市场化经营最早、一体化程度最高的建筑企业集团之一，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。截止至2008年底，公司具备各类高等级施工总承包和专业施工资质723个，其中特级资质17个，是中国建筑施工领域高等级专业资质及特级资质最多的企业集团。

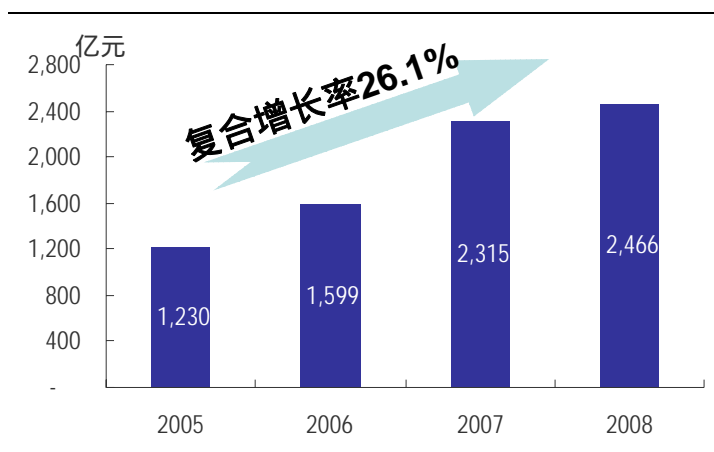
2.1. 全方位发展构建综合实力

多年来，中国建筑承建了大量中国及其他国家的地标性建筑，如西北酒泉卫星发射基地、上海环球金融中心、中央电视台新址、国家游泳中心（又称“水立方”）等地标性工程项目。公司在2008年公布的“世界500强”企业中排名第385位，较2006年排名跃升101位；在2007年和2008年《财富》“全球最受赞赏公司”评选中，连续两年成为“中国地区最受赞赏”的五家企业之一，是中国地区唯一获此殊荣的建筑类企业。

房屋建筑是公司的传统市场，目前公司也是国内市场占有率最高的房屋建筑施工企业集团。近几年来，公司发挥品牌优势，保持了房建业务较稳定的发展，2005-2008年

公司房屋建筑合同订单保持了 26.1% 复合增长率。

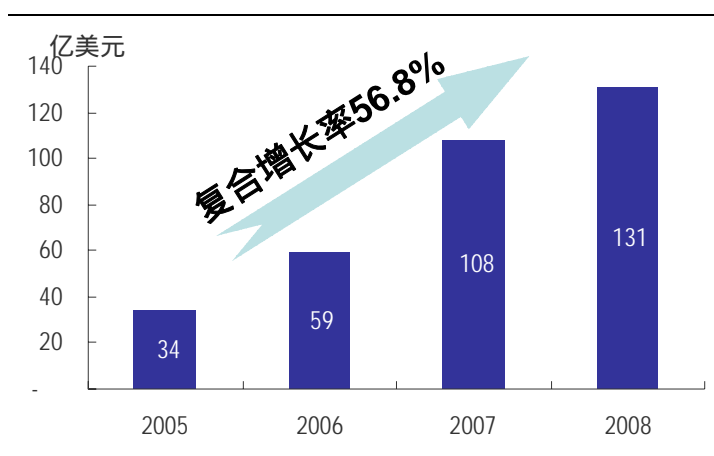
图 6 公司新签房建合同订单（2005-2008）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

在海外工程方面，公司长期位居中国国际工程承包业务首位，1978 年至 2008 年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 11%。截至 2008 年 12 月 31 日，公司累计签订海外工程合同额 448 亿美元，实现营业收入 296 亿美元，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。

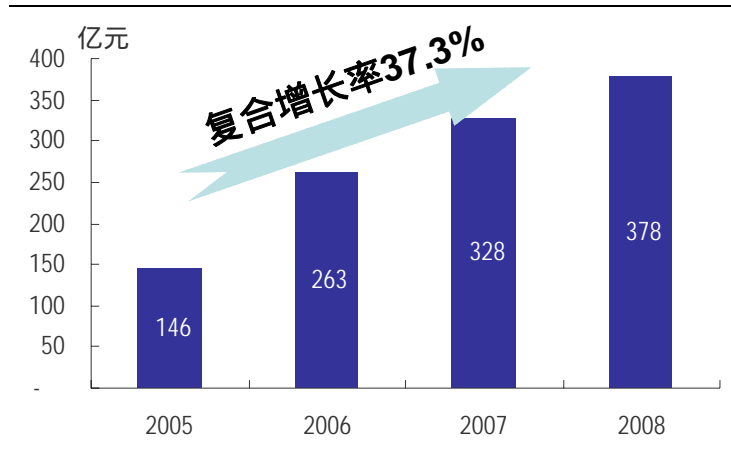
图 7 公司海外工程待施工合同订单（2005-2008）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

基础设施建设方面，公司是中国基础设施建设领域的新进入者与成长最快的企业。公司一方面利用国家加大基础设施建设力度的契机，快速发展在铁路、特大型桥梁、高速公路以及城市轨道交通等市场的建设施工业务；同时，利用自身的品牌以及资金优势，发展能够实现长期稳定收入的 BT/BOT 项目，先后承接了哈大高速铁路客运专线、陕西蓝商高速公路、天津慈海摩天轮大桥、北京地铁四号线、大连红沿河核电站的承建业务以及吉林江湾大桥、吉林市经济开发区、长沙道路、太中银铁路、龙烟铁路等 BT/BOT 项目。2005-2008 年，公司基础设施新签合同额复合增长率为 37.3%，截止至 2008 年末，公司基础设施建设与投资业务的营业收入和新签合同额分别达到 177 亿元以及 378 亿元。

图 8 公司基础设施新签合同定单 (2005-2008)



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

同时, 公司是中国最大的综合建筑、市政勘察设计企业集团之一。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, 包括国家游泳中心(“水立方”)、陕西博物馆、西藏博物馆、成都广汉三星堆博物馆、陕西黄帝陵、陕西大唐芙蓉园、越南胡志明市时代广场等, 在机场、酒店、体育场馆、博物馆、古建筑等设计领域居于国内领先地位。

2.2. 房建业务“做大做强”

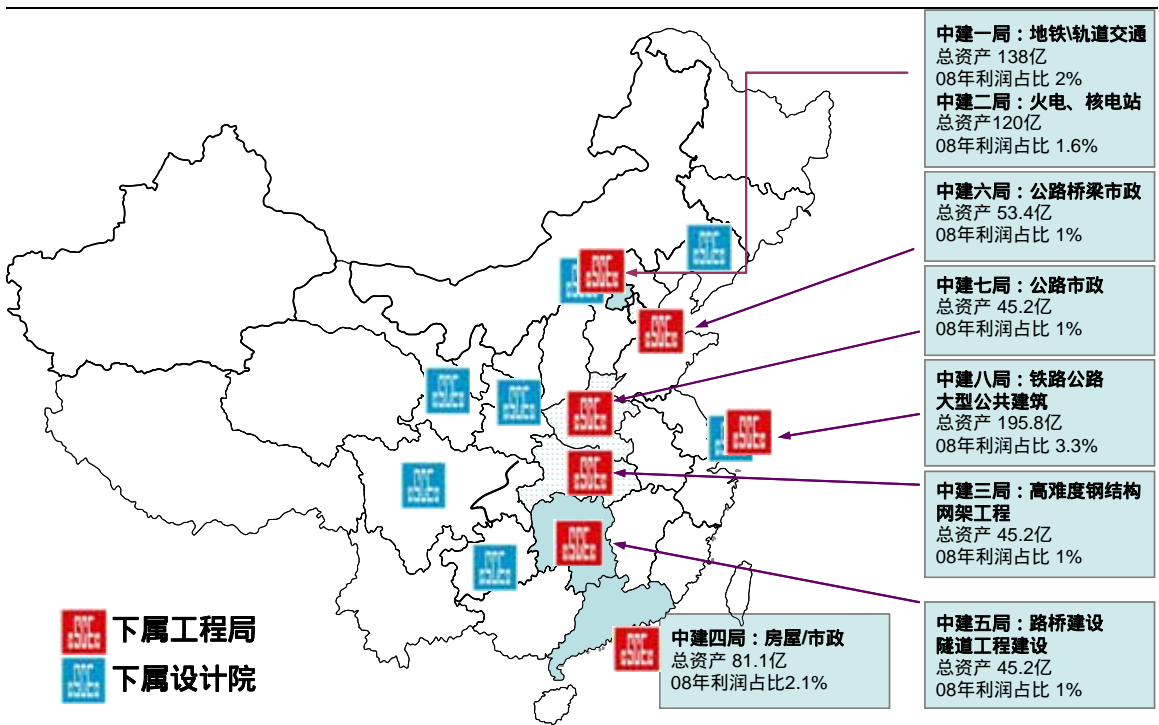
作为一个建筑、房地产一体化的综合平台, 公司从建筑角度具备完善的勘探、设计、施工、建造的一体化的产业链, 同时又可以与下游房地产开发需求形成业务联动。

公司现有八大下属建筑工程局布点覆盖了长三角、珠三角以及环渤海三大经济区以及华中腹地等经济核心区域; 各分属工程局在基本的房屋施工的同时, 通过长期发展也形成了各自的专属建筑优势, 比如中建二局的核电站施工、中建八局的超高层建筑施工、中建三局的复杂钢结构施工等技术专属。(详见图 9)

同时, 公司还拥有下辖 7 家甲级设计资质的大型设计院分布全国各地, 构成了国内最大的建筑设计、勘察以及市政公用设计团队。

近年来, 针对普通房屋施工毛利率相对较低的现状, 公司进一步打出了“大业主、大项目”的口号, 对公司房建业务的技术含量做出突破, 重点发展高层、高难度、技术要求复杂的重点工程项目, 提升建筑服务的技术附加值。

图 9 公司下属建筑工程局布点及现状

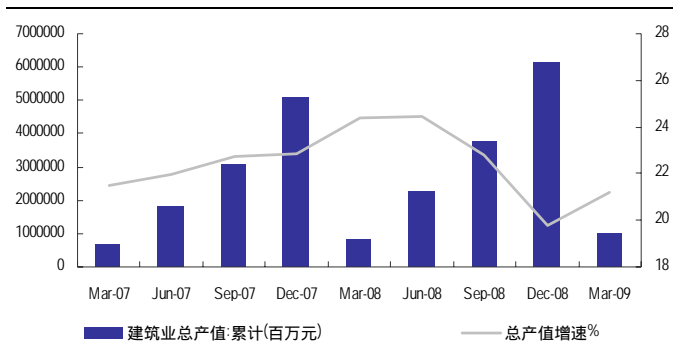


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

08年由美国次贷危机而引发的全球性的经济危机，使得08年下半年国内私人部门投资大幅缩水，对企业的影响是巨大的。对于受投资直接影响的建筑行业，08年中期开始行业总产值增速出现了明显的下滑，同期行业内企业的盈利能力也出现一定的回落，一些原本盈利就较为不佳的房建企业所受的打击是巨大的。公司由于自身的市场竞争实力，在08年行业普遍不佳的情况下，房建业务仍实现收入增长18.83%。

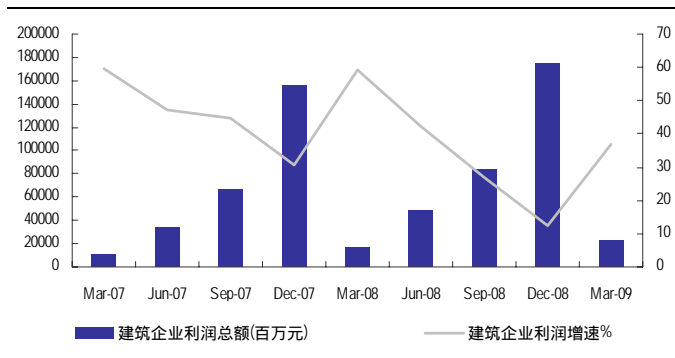
09年上半年，受投资拉动效应影响，与基础设施建设、工业投资、房地产等直接相关的建筑业受益明显。从先行指标新开工项目投资来看，1-5月份，全国新开工项目计划投资额53300亿元，较上年同期大幅增长95.9%，且前五个月增速出现了持续上升的趋势。

图 10 建筑业总产值及增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 11 建筑企业利润及增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

我们预计，受宏观经济回暖以及房地产投资升温趋势的明确，公司未来房建以及密切相关的设计勘察业务将出现稳重有升的局面，预计09、10年相关营收复合增长率将在20%左右。

2.3. 高速成长期的基建业务

2.3.1. 基建投资增长迅猛

此轮投资性拉动的经济复苏，基础设施建设投资扮演了极为重要的角色为主，其中由以铁路、公路、机场等交通基础设施投资增长最为迅猛。

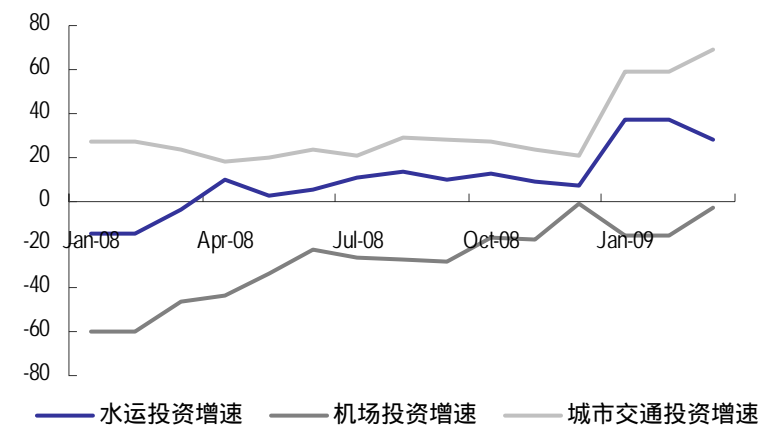
1、从铁道部公开的 08 年至今的新开工建设的铁路情况来看，08 年全年、09 年 1-3 月新建重点铁路项目约有 8990 公里，涉及投资资金约 7500 亿元。其中 08 年开工项目投资约 6500 亿，09 年至今约 1000 亿。而按照国家铁路规划，09、10 年将分别批准新建铁路里程 1 万公里左右，总投资规模约 2 万亿元。

2、公路建设方面：根据《国家高速公路网规划》，2010 年以前计划每年投资约 1400 亿元，此后每年投资约 1000 亿元，2005 年到 2020 年间共计划投资 2 万亿元；最终建成由 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线组成的高速公路网，总规模约 8.5 万公里。此外，加大农村公路建设，实现“村村通公路”的目标也是此轮投资的重点，预计到 2010 年，我国公路里程将在 2007 年 358 万公里的基础上增加 14.5%，达到 410 万公里。

3、城市轨道方面，2010-2015 年间，中国规划建设城市快速轨道交通项目总长度达 1700 公里，5000 多亿元投资将聚集在这一领域。其中，北京、广州的投资均将超过 500 亿元，上海更是高达 1400 多亿元。而以北上广为核心的渤海经济区、长三角经济区与珠三角经济区也成为这轮轨道交通的热点。截止到目前，国内开工建设地铁或轨道交通的城市在 08 年末 19 个城市的基础上，又增加了郑州、长沙、宁波等，其中郑州、长沙已开工建设；而之前规划中的青岛、无锡、哈尔滨业已开工。国内轨道交通建设正进入了“遍地开花”的高速发展期。

4、水利建设受国家加大水利水电建设的政策推动，08 年下半年发改委批复得一系列水利项目逐步进入施工期。2009 年 1-4 月水利项目建设投资也因此保持的快速增长，水利管理业累计投资 112.53 亿元，较上年同期增长 80.7%。

图 12 固定资产投资增速 2009Q1（水运、航空机场、城市交通）



数据来源：安信证券研究中心

5、在航空运输投资方面，按照民航总局最新的机场建设规划，到 2020 年，全国机场将由 147 个增加到 246 个。其中西部将新建设 48 个机场，而东部、南部则主要是对现有机场的航空枢纽港改造以及新增部分二级机场布点。

2.3.2. BT/BOT 成为未来利润的“撬板”

随着大量基础设施建设项目的获批，在中央拨款的建设资金到位后，还需要大量的项目配套资金才能进行正式建设。因此，能够解决地方配套资金难的 BT/BOT 项目大量应运而生。

此前公司也曾在广州、南京、南昌、沈阳等地收购了一些基建项目的运营权，并采用 BT/BOT 模式参与了一些基建项目的投资。这种方式一方面搭建了建筑施工与资本运作的平台，使得公司能够通过资本运作，获得长期稳定的投资或是经营的收益，另一方面也通过资本优势，吸引了一批需要资金的优势基建项目，带动了自身的基建施工业

务的发展。此次公司上市募集资金，其中也有 104 亿元计划未来用于投资基础设施建设项目。

从公司《招股说明书》披露的项目情况，我们可以看到，目前公司计划投资的 10 个 BT/BOT 项目均属于基础设施建设项目，总投资达到 163 亿元，项目内部收益率预计均在 10%-14%。根据项目规划的建设周期，预计此批 BT/BOT 项目将在 2010 年起逐步释放利润。我们预计公司未来仍将利用资本平台优势，进一步加大 BT/BOT 模式的项目的投放力度。

表 1 公司 BT/BOT 基础设施投资项目

项目名称	建设周期	投资额 (亿元)	模式	收益年限 (年)	内部 收益率
太中银铁路项目	2006-2010	10.0	BOT	25	10.80%
山东龙烟铁路项目	2008-2011	11.8	BOT	30	11.60%
山西宁静、岚县地方铁路项目	2008-2011	4.2	BOT	20	10.50%
长沙道路建设项目	2007-2009	28.2	BT	3	14.00%
吉林市经济开发区基础设施项目	2006-2009	2.5	BT	5	10.50%
无锡太湖新城道桥项目	2007-2009	2.3	BT	4	11.20%
宜宾港志诚作业区项目	2009-2011	14.4	BOT	-	10.20%
石武客运专线项目	2008-2011	50.0	BOT	-	10.20%
阳孟高速公路项目	2008-2011	27.9	BOT	30	12.20%
湘潭两路一桥项目	-	12.0	-	-	13.60%
合计		163.3			

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2.3.3. 基建业务发展潜力巨大

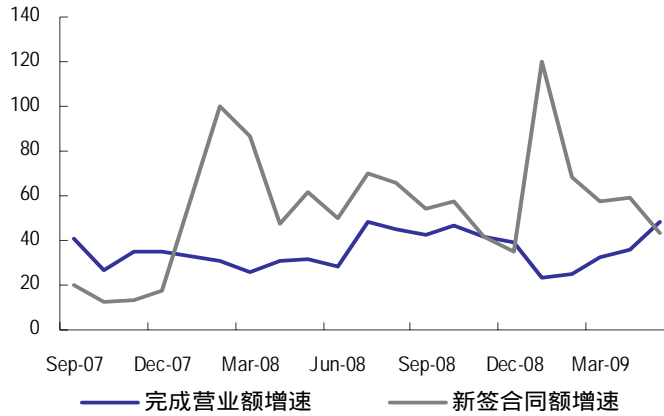
2004 年铁路工程市场进入壁垒被打破，依托国内的建筑行业龙头的实力，以及之前长期积累的道路、桥梁类施工经验使得公司迅速进入该领域。而在公路桥梁、市政工程等公司传统业务领域，长期积累的业界声誉、优秀项目管理团队以及行业领先的科技研发实力，使得公司在高端项目上具备强有力的核心竞争优势。

公司此前也树立了未来房建、基建、房地产利润贡献占比“2: 2: 6”的发展方向。由于之前的竞争壁垒，公司相对来说起步较晚，基建施工业务的业务在市场的份额依然较小，但是凭借公司自身的实力以及目前 BT/BOT 带动基建业务的有效的发展模式，我们认为公司将尽享此轮基建投资带来的获益，预计公司 2009、2010 年基础设施建设将出现一个较高的增长，未来两年相关业务收入复合增长率将超过 25%。

2.4. 海外工程市场未来前景看好

2008 年，中国对外承包工程行业完成营业额年均增长 31.0%，新签合同额年均增长 38.1%。2009 年 1-5 月份，我国对外承包工程完成营业额 248 亿美元，同比增长 48.2%；新签合同额 535 亿美元，同比增长 43.7%。亚、非等发展中国家及地区仍然是我国海外工程的重点业务区域。

图 13 海外工程新签合同额及完成营业额增速状况



数据来源：安信证券研究中心

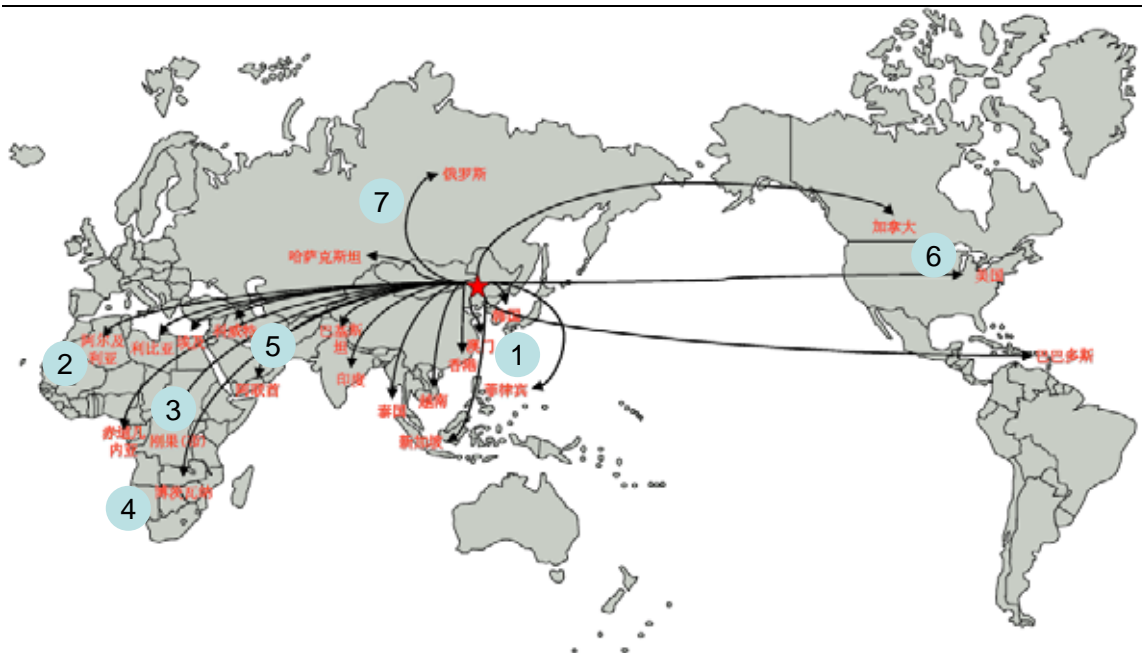
此处我们引用公司招股说明书中的部分数据，来自威宁谢 (Davis Langdon) 建筑咨询事务所的研究表明，2007 - 2010 年全球建筑市场规模年均增长率将保持在3%以上。从增长速度看，经济快速发展的亚洲、在石油价格急剧上升中获利的中东地区和致力于基础设施投资的北非地区将成为全球增长最快的三个地区。

我们认为，发展中国家对基础设施建设的刚性需求以及未来的长期发展需要，是对外工程保持了高增长的重要动因，且此因素在未来仍将持续。

作为最早进入国际工程承包市场的国内建筑企业，公司一直以来就以“走出去”为口号，长期以来，已经形成了适应目前国际市场发展需要的运营模式。与国内其他企业相比，在以下几点上具备明显的优势。

1、海外经营布局优势。公司通过长期项目运作，对国际工程承包业务以及当地市场法规、文化、资源等都积累了丰富的经验与了解，形成了以香港、澳门、新加坡、越南为中心的东南亚市场，以阿尔及利亚为中心的北部非洲市场，以赤道几内亚、刚果（布）为中心的中部非洲市场，以博茨瓦纳、南非为中心的南部非洲市场，以阿联酋为中心的中东市场，以美国为中心的美洲市场，以及以俄罗斯、哈萨克斯坦为中心的中亚市场的7大区域布局，分散了政治、经济等因素对海外业务的经营风险。

图 14 公司海外业务7大区域布点



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2、“横+纵”实现一体化优势

公司利用现有在国内房建、铁路、公路、机场、工业建筑、房地产等横向专业领域以及设计、勘察、施工、运营的纵向产业链，纵横交织实现了对市场的充分覆盖以及综合性建筑服务。

3、优势在“人”

公司拥有一支富有国际工程承包经验的海外团队。目前公司在海外项目工程管理人员逾 6000 人，来自 20 多个国家和地区，不仅具有多年的工程施工经验，而且在跨文化管理方面积淀深厚。此外，通过对非洲、东南亚、西亚等市场长期的精耕细作，在相关市场积累了深厚的人脉，对公司地区间长期的项目合作与业务管理的稳定发展奠定了坚实的基础。

我们看好未来的海外工程承包市场，更看好公司在海外工程业务上的成长，我们预计公司未来在海外工程将长期保持两位数的增长的同时，进一步建立完善现有的国际工程承接项目运作模式，强化在国际工程承包市场的竞争能力。

3. 公司盈利能力最强的部门——房地产

3.1. 中海地产是公司房地产业务最主要的载体

3.1.1. 高端品牌，优势明显

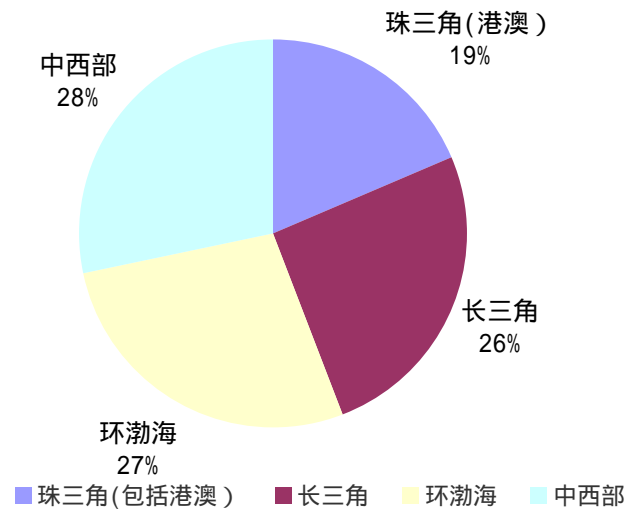
“中海地产”是公司最早创立的房地产业务品牌，也是公司房地产业务最主要的载体。1992 年 8 月 20 日，中国海外在香港联合交易所成功上市，成为首家以香港本地业务资产直接上市的中资企业。作为跨地域、具有国家一级房地产开发资质的全国性房地产领军企业，中国海外向社会提供了数万套优质住宅产品。从 1988 年开始，中国海外发挥在香港房地产市场积累的丰富经验与竞争优势，大力拓展中国内地市场，通过全国性布局与规模化扩张，先后在深圳、上海、广州、北京、成都、长春、西安、南京、中山、苏州、佛山、宁波、重庆、杭州、天津、沈阳、济南、青岛、珠海等地进行房地产开发、物业投资和物业管理服务。

中国海外以在中国内地经济较发达的一、二线城市（以直辖市、省会城市为主），以及港澳地区开发高中档住宅为主，满足不同层次客户的需求，产品重点强调“生态环保、科技领先、人文归属”三大理念，通过精品策略与专业化运作模式获得了社会各界的广泛认可，品牌价值不断提升。2008 年集团共有 6 个项目获得了「詹天佑优秀住宅小区金奖」，在中国 20 个获奖项目中达到了三分之一，显示出集团地产项目高水平的管理和设计。

3.1.2. 公司土地储备丰富，布局合理

截至 2009 年 6 月底，中国海外在内地、香港共 22 个城市和地区拥有土地储备超过 2,373 万平方米，其中，权益部分为 2,122 万平方米，可满足未来四至五年保持盈利每年 20%以上增长的开发需要。集团土地储备分布于珠江三角洲（包括港澳地区）、长江三角洲、环渤海和西部地区等四个重要经济发展圈，按比例分别为 18.6%、25.6%、27.4%和 28.4%。这些区域经济规模大、增长潜力强，是中国政府经济发展政策的重点地区。

图 15 中国海外土地储备分布



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

中国地域广阔，经济发展和房地产发展不均衡是正常的。完善的全国性战略布局能有效的平衡经济和市场周期性波动带来的风险。近几年来，集团在内地主要省会城市和重点城市增加土地储备，充分利用这些城市的房地产市场快速发展的机遇，亦有效规避因宏观调控所带来的市场风险。集团目前于香港和澳门地区拥有土地储备不多，但都是优质的，能为集团提供理想回报的项目。

表 2 中国海外项目储备

项目名称	权益比例	占地面积	规划建筑面积	08 年底可结算面积	权益可结算面积	开工时间	竣工时间
中海康城国际南区	100%	15.58	62.17	62.17	62.17	2007 年 9 月	2011 年 7 月
中海大山地	100%	17.50	25.23	17.19	17.19	2008 年 2 月	2009 年 12 月
阳光玫瑰园	78%	4.42	12.54	12.54	9.78	2008 年 9 月	2009 年 10 月
龙岗酒店	100%	2.07	7.50	7.50	7.50		
中海翠林兰溪	100%	32.82	30.62	8.82	8.82	2007 年 8 月	2010 年 6 月
金沙馨园	100%	12.73	29.77	29.77	29.77	2007 年 8 月	2010 年 1 月
璟晖华庭二期	100%	2.23	10.88	10.88	10.88	2007 年 4 月	2009 年 12 月
中海花城湾	100%	3.33	31.68	15.70	15.70	2004 年 10 月	2011 年 12 月
中海万锦豪园	100%	27.05	77.67	22.81	22.81	2007 年 8 月	2010 年 3 月
中海金沙湾	100%	40.88	133.83	114.58	114.58	2005 年 12 月	2011 年 12 月
中海文华熙岸	100%	18.79	31.07	26.79	26.79	2007 年 4 月	2009 年 12 月
万锦东苑	100%	7.59	26.45	26.45	26.45		
银坑地块	100%	10.79	21.29	21.29	21.29		
横琴富祥北	100%	15.29	15.13	15.13	15.13		
环宇城	100%	6.70	31.08	31.08	31.08		
横琴项目	100%	8.19	13.80	13.80	13.80		
中海翡翠湖岸二期	100%	12.80	5.89	4.80	4.80	2006 年 12 月	2009 年 5 月
万锦城	100%	6.82	26.62	26.62	26.62	2008 年 5 月	2011 年 12 月
中海瀛台二期	100%	8.32	13.75	13.75	13.68	2008 年 4 月	2009 年 12 月
建国东路 65 号地	50%	1.84	16.18	9.84	4.92	2008 年 9 月	2011 年 10 月
御景熙岸	100%	13.12	19.14	19.14	19.14		
中海东湖观邸三期、四期	100%	8.74	8.98	8.98	8.98	2005 年 12 月	2010 年 6 月
雍城世家	50%	19.80	42.78	42.78	21.39	2008 年 5 月	2011 年 3 月
钱塘山水	100%	4.77	15.16	15.16	15.16	2008 年 1 月	2009 年 12 月
金溪园	100%	3.35	8.10	8.10	8.10	2008 年 8 月	2010 年 6 月
紫藤苑	100%	4.98	15.38	15.38	15.38	2009 年 12 月	2012 年 6 月

新股分析

之江项目	50%	10.45	26.73	26.73	13.36		
滨江 75 号地	50%	19.15	72.14	72.14	36.07		
滨江 76 号地	50%	8.79	33.57	33.57	16.79		
中海·凯旋门	100%	2.31	10.90	10.90	10.90	2007 年 6 月	2009 年 12 月
凤凰熙岸	100%	16.96	74.03	74.03	74.03	2008 年 9 月	2012 年 12 月
御湖熙岸	100%	26.05	31.66	22.45	22.45	2006 年 11 月	2009 年 6 月
独墅湖项目	100%	34.46	36.16	36.16	36.16		
苏州国际社区	100%	66.30	143.95	143.95	143.95	2008 年 5 月	2010 年 5 月
胥江岸花园	100%	4.81	23.03	23.03	23.03	2007 年 12 月	2010 年 6 月
中海城二期	100%	24.59	67.01	61.49	61.49	2007 年 9 月	2011 年 10 月
中海广场	100%	1.92	15.08	15.08	15.08	2006 年 12 月	2009 年 10 月
紫御公馆	100%	8.29	39.56	39.56	39.56	2008 年 3 月	2011 年 6 月
瓦尔登湖	72%	33.44	13.90	7.82	5.63		
中海国际社区	100%	50.08	106.54	85.34	85.34	2007 年 10 月	2009 年 12 月
金域中央	100%	8.91	17.81	17.81	17.81		
中海常青藤	100%	10.37	41.61	41.61	41.61		
中海华庭	100%	4.36	12.04	10.64	10.64	2008 年 3 月	2009 年 12 月
中海英伦官邸	100%	8.74	16.05	16.05	16.05	2008 年 6 月	2009 年 12 月
国际社区	100%	47.08	160.26	160.26	160.26	2008 年 4 月	2011 年 5 月
银海一号	100%	5.81	23.80	23.80	23.80	2007 年 12 月	2009 年 12 月
中海熙岸	100%	8.58	24.60	24.60	24.60	2008 年 3 月	2010 年 12 月
吴家村山东路项目	100%	4.32	24.93	24.93	24.93	2009 年 10 月	2011 年 10 月
紫御东郡	100%	17.29	35.20	35.20	35.20	2008 年 10 月	2010 年 12 月
奥体中心	60%	23.59	49.30	49.30	29.58		
御湖翰苑	100%	1.90	13.76	13.76	13.76	2008 年 3 月	2010 年 6 月
响螺湾 B-16 项目	100%	0.86	5.62	5.62	5.62		
响螺湾 C-02 项目	100%	0.99	17.27	17.27	17.27		
国际社区	80%	123.42	151.86	90.33	72.26	2006 年 3 月	未定
龙湾半岛	100%	13.32	45.55	20.48	20.48	2006 年 8 月	2009 年 12 月
中海兰庭	100%	7.34	36.74	36.74	36.74	2007 年 4 月	2009 年 3 月
城南一号	100%	15.13	51.16	51.16	51.16	2008 年 6 月	2012 年 12 月
翠屏湾	100%	6.38	29.36	29.36	29.36	2007 年 12 月	2009 年 10 月
国际社区	100%	64.01	166.86	162.62	162.62	2007 年 10 月	2013 年 6 月
北滨一号	100%	16.45	26.06	12.37	12.37	2007 年 4 月	2010 年 3 月
国际社区	60%	54.49	228.00	228.00	136.80	2008 年 3 月	2014 年 3 月
重庆江北城项目	45%	9.31	42.63	42.63	19.18		
港澳地区							
莲塘尾项目	100%	8.83	3.52	3.52	3.52	待定	待定
牛津道 1 号项目	100%	0.31	0.90	0.90	0.90	2006 年 10 月	待定
赤柱滩道 6 号项目	100%	0.38	0.64	0.64	0.64	2007 年 2 月	2009 年 7 月
中国海外合计		1080.28	2652.47	2372.89	2122.92		

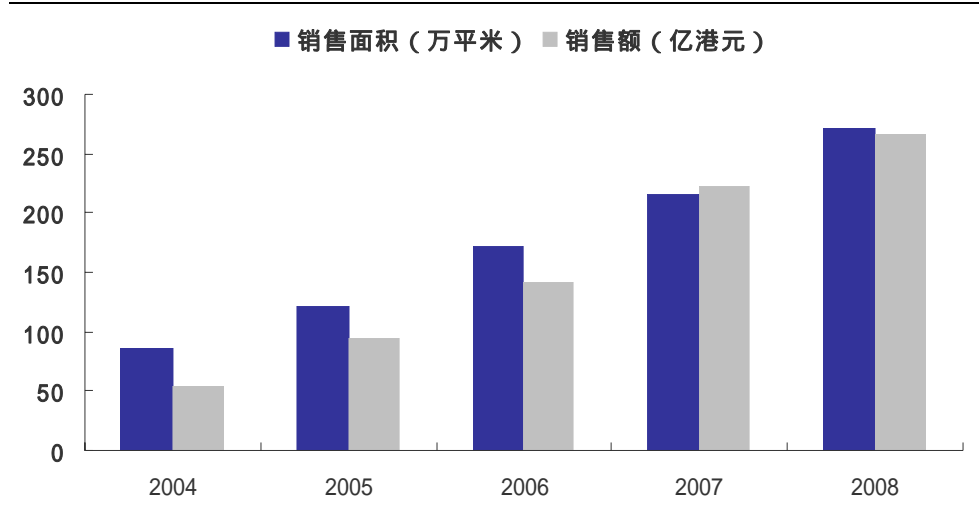
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.1.3. 服务领先，销售业绩好

中国海外集团一贯秉承「诚信卓越、精品永恒」的经营理念，实施全国性重点城市业务布局战略，积极扩大全国性精品品牌的影响力。无论高端或中端市场，公司都追求同类产品中的精品，为客户提供优质产品和全方位、综合性的卓越服务。

2008 年，国内房地产发展出现了较大的波动，中国海外集团的地产销售金额却再创历史新高，达港币 266.11 亿元（含联营项目），同比增长 19.3%。销售面积达 271 万平方米，同比增长逾 25.3%。年底时的预售金额为港币 141.5 亿元，同比增加 56%。其中，内地地产完成销售额港币 258.96 亿元，同比增长 18.6%，售出面积 269.7 万平方米，同比增长 25.3%，住宅项目可销售总面积为 203 万平方米。年底时已售出近 70%，达 141 万平方米，销售金额达港币 149.1 亿元。

图 16 中国海外 2004 年以来的销售面积和销售额



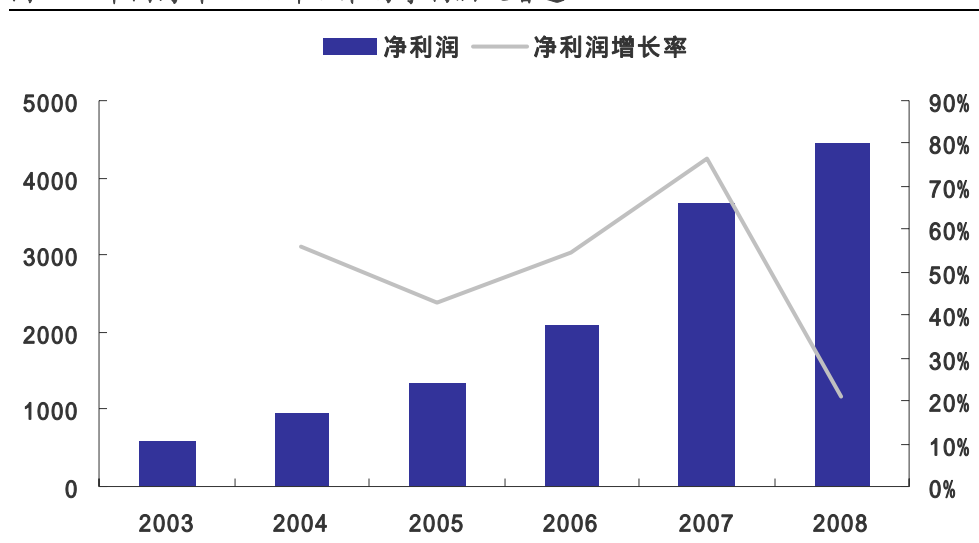
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

在全国房地产市场整体进入量价齐跌的形势下，中国海外适度控制了开发速度，推出稀缺性强，差异化大的高质量产品，充分利用强势品牌，加强营销力度，强化现金流量的管理，争取实现资产效益最大化。09 年初，在分析经济形势、市场环境和集团自身的情况后，公司预计 2009 年完工入伙 43 个项目，楼面面积达 500 万平方米，力争销售面积不少于 350 万平方米，比 2008 年增长 30%。但截至 2009 年 6 月底，中国海外 09 年累计实现房地产销售额 262.7 亿港元，同比增长 66.1%，累计实现销售面积 282.7 万平方米，同比增长 92.4%，已经完成年初任务的 81%。

3.1.4. 盈利能力强

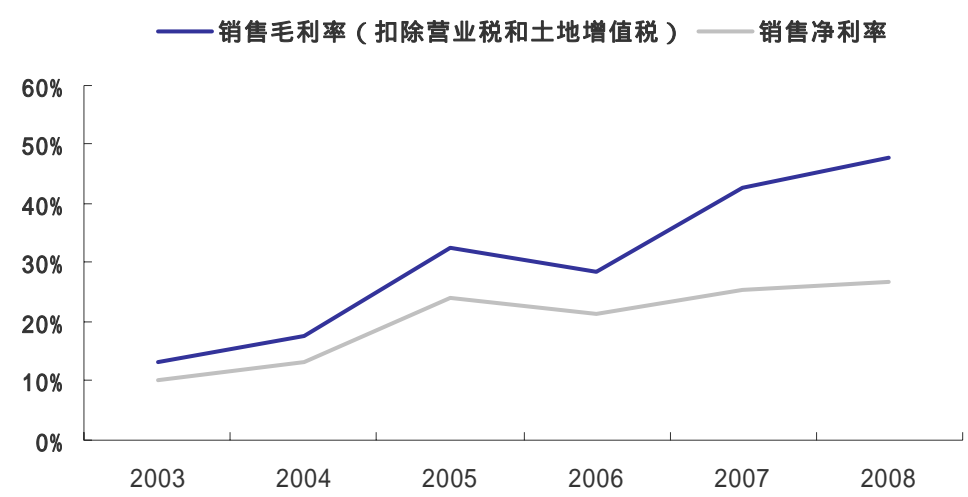
公司坚持高端路线，盈利能力强。自 2003 年以来，公司净利润持续大幅增长，2003 年的净利润仅为 6.1 亿港元，2008 年已经超过 44 亿港元，年复合增长率高达 47%。同期公司的销售毛利率和销售净利率也持续上扬。2008 年公司扣除营业税和土地增值税后的销售毛利率高达 48%，销售净利率为 27%。随着中国建筑集团的上市，中国海外获得了新的发展契机，在未来几年有望保持业绩的高速增长。

图 17 中国海外 2003 年以来的净利润及增速



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 18 中国海外 2003 年以来的销售毛利率和销售净利率



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.1.5. 持有物业规模扩大，租金收入大幅增加，并具有较大升值空间

中国海外在中国内地和香港市场进行商业地产投资业务，主要的投资物业包括香港中海大厦、海悦豪庭商场，深圳中海大厦，广州东山广场等。随着北京中海广场于 2008 年底入伙，集团在香港和内地拥有逾 20 万平方米的投资物业，08 年共实现租金总收入港币 2.02 亿元，同比增长 63%，其中香港实现租金总收入港币 9,769 万元，内地实现租金收入港币 9,961 万元，分别占租金总收入的 48%和 49%。位于北京金融街的中海地产大厦已全部对外租出，年内实现租金收入 4,800 万元人民币。北京中海广场入伙，提供甲级写字楼楼面面积约 12 万平方米，商业 4 万平方米，预计每年能实现年租金多于 2 亿元人民币。

近几年，中国海外在中国内地选择性的增加商业地产项目投资，目前主要选择在投资回报率较高的北京和上海等城市的核心区域，发展甲级写字楼和优质商场，包括位于北京金融街的中海地产大厦及位处北京中心商务区（CBD）的中海广场，这些项目不仅能够提供稳定、丰厚的现金流，同时也具有较大的升值空间。另外，中建地产目前也拥有北京中建大厦、中建商务大厦、中建鸿达大厦、上海中建大厦、长沙中建大厦、武汉中建三局大厦等可观的持有型物业。

3.2. 中建地产是公司房地产业务的有益补充

3.2.1. 中建地产主要从事中低档住宅的开发

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，与中海地产的一二线城市布局、高端路线形成互补。公司目前的土地储备达 1054 万平米，平均地价还不到 700 元/平米。

表 3 中建地产的储备项目

项目名称	权益比例	占地面积	规划建筑面积	08 年底可结算面积	权益可结算面积	开工时间	竣工时间
北京颐合天地	100%	29.05	30.63	2.82	2.82		2009 年 5 月
北京怀柔安丽花园	70%	5.11	15.52	15.52	10.86	2008 年	2010 年底
北京西直门项目	67%	1.71	8.67	8.67	5.81	2008 年 3 月	2010 年 6 月
中关村公馆项目	51%	0.70	5.46	5.46	2.79	2007 年 4 月	2009 年 5 月
西长安中心项目	51%	1.29	5.08	5.08	2.59	2006 年 9 月	2009 年 6 月
天津阳光金地	88%	0.84	2.90	0.62	0.54	2006 年	2009 年 4 月
天津绮景家园	100%	1.80	1.98	1.98	1.98	2007 年初	2009 年 6 月

天津天赐园	100%	2.79	10.16	0.30	0.30	2004年	2009年4月
三河北欧小镇	52%	10.75	16.87	1.00	0.52	2005年9月	2009年6月
河北雄县温泉花园	60%	17.83	39.09	39.09	23.45	2009年6月	2011年底
唐山中建二局招待所地块	70%	0.64	4.00	4.00	2.80		
唐山建瑞花苑项目	70%	1.50	3.35	3.35	2.35		
唐山中建二局办公楼地块	70%	1.19	3.50	3.50	2.45		
唐山中建二局三公司办公楼	70%	1.07	7.50	7.50	5.25		
上海中建大厦项目	80%	0.92	9.02	9.02	7.22		
济南中建文化城	100%	3.72	11.43	11.43	11.43	2007年3月	2009年6月
青岛千智广场	70%	3.33	8.45	8.45	5.91	2007年	2009年7月
潍坊康居花园	100%	119.03	255.30	255.30	255.30	2009年	
德州中建华府项目	50%	17.30	26.50	26.50	13.25		
盐城师范学院项目	100%	9.05	20.82	20.82	20.82		
扬州江阳路	100%	5.01	10.51	10.51	10.51	2009年5月	2010年
芜湖鲁港九龙地块	100%	0.68	2.40	2.40	2.40		
福州中辉新苑	100%	3.63	6.21	1.79	1.79	2005年	2009年4月
福州好来屋	100%	4.31	8.89	0.27	0.27	2005年	2009年4月
长沙市含浦	100%	14.70	35.47	35.47	35.47	2008年12月	2011年12月
长沙外贸学院项目	60%	3.48	10.94	10.94	6.56		
长沙中建桂苑	100%	4.65	13.50	0.27	0.27		2005年9月
长沙新点苑四期	100%	0.54	2.64	2.28	2.28		
长沙华欣公寓二期	100%	0.64	2.89	0.47	0.47	2007年	2009年3月
岳阳彩虹阁	100%	0.38	2.23	1.60	1.60	2007年6月	2009年5月
武汉关山	100%	9.08	22.66	22.66	22.66	2007年底	2010年
武汉新时代广场	100%	0.98	12.66	6.67	6.67		2007年10月
孝感东城新区项目	100%	11.36	27.27	27.27	27.27		
武汉纸坊基地项目	100%	7.08	13.03	13.03	13.03		
益阳市梓山湖项目	51%	67.64	153.00	153.00	78.03	2007年3月	2009年6月
南阳中建小区三期	100%	0.80	2.00	2.00	2.00		
惠州中天彩虹城	60%	8.92	46.00	46.00	27.60		
惠州中天山水雅苑	60%	19.81	32.88	32.88	19.73	2008年底	2010年
广州颐年园二期第一组团	100%	2.31	4.03	4.03	4.03		
深圳龙岗万鑫商城	40%	4.30	18.73	18.73	7.49	2007年底	2009年底
揭阳榕城区项目	45%	38.03	94.50	94.50	42.53		
广西玉林市人民路项目	100%	4.87	14.70	14.70	14.70		
成都人居大源	100%	3.34	18.05	18.05	18.05	2008年初	2010年
成都斑竹园	100%	3.03	1.50	1.50	1.50	2008年	2010年
中建西南院新建办公楼	100%	1.71	7.58	7.58	7.58	2008年1月	2009年11月
西安科技路项目	100%	3.24	15.97	15.97	15.97		
汉中南郑大道东段项目	100%	21.90	38.72	38.72	38.72		
都匀银湖新城	33%	11.09	40.30	40.30	13.43	2008下半年	2014年
中建地产合计		487.14	1145.50	1054.00			

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.2.2. 建筑、地产业务一体化，具有区域竞争优势

在国内房地产市场快速发展的环境下，借助中国建筑集团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，中建地产积极稳妥地开展房地产投资开发业务。凭借集团拥有的国内外建筑工程承包、设计勘察及装饰园林一体化的产业链条，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。

3.2.3. 三四线城市有望成为未来开发热点

长期以来，中国内地的三、四线城市经济相对落后，房地产市场起步较晚，缺乏品牌

龙头企业，而且价格也增长比较缓慢。但随着国内城市化进程的不断深入和居民收入水平的持续提高，三、四线城市房地产市场供需矛盾逐渐突出，投资价值日趋明显，房地产价格上涨幅度也逐渐加快。尽管近来国家针对房地产行业的调控政策不断出台，但三、四线城市不仅没有受到影响，反而还得到了各种优惠政策支持。

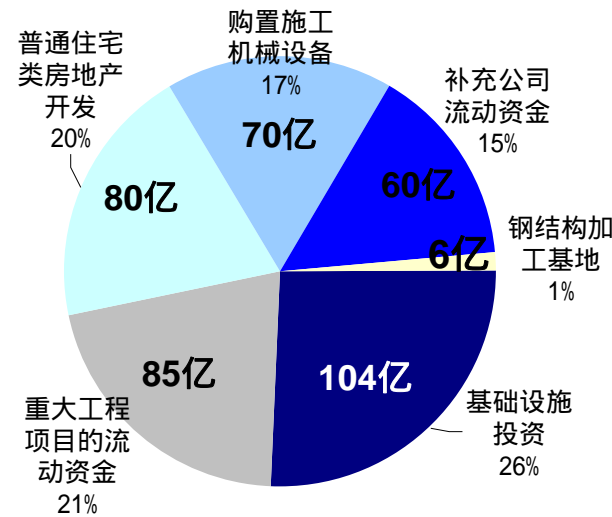
而且，近年来中小城市居民住房的供应方式紧随大城市也发生了革命性变化，由原来单位集资建房变成了市场自由供应，长期被压制的大量需求被释放出来。住房升级、教育购房、旧城改造等在中小城市形成了大量的需求。

由于市场基数低、增长快、容量大、发展可持续性较强、竞争相对较弱、土地资源相对充足、开发风险低等一系列优势，使得三、四线城市有可能成为未来几年房地产开发的热点，公司大量的廉价土地储备具有较大的升值空间。

4. 募集资金将大幅加快公司发展

本次公司 A 股发行筹集资金扣除发行费用后将用于以下用途：

图 19 公司募集资金用途



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

其中，本次募集资金的住宅投资项目将重点支持中建地产的发展，拟用于投资普通住宅开发项目共 24 个，均为中建地产开发项目，合计项目总投资金额约 158 亿元，公司拟使用募集资金投资约 80 亿元。随着募集资金的到位，中建地产将加快开发节奏，有更多的资金去拿地，公司拟充分发挥大型国有建筑企业在普通住宅开发建设中的规模、技术和成本优势，在二线城市周边地区和三、四线城市中快速有效地增加中低价位房屋产品供给。

购置施工机械设备以及重大工程流动资金除了是对现有设备的更新之外，主要是为了进一步为配合发展基础设施工程业务做出的设备以及资金的准备。基础设施投资前文中已有说明，主要是公司拓展现有 BT/BOT 的业务项目。而钢结构加工基地将是为了公司发展现有钢结构业务，提升钢构生产加工能力以及技术水平的市场需要。

募集资金到位之后，公司在施工能力、项目的运作成本、现有业务模式的突破等方面将会有较大改善；公司的房地产投资能力增强，中建地产的业务将会迅速扩大；公司的施工技术水平逐步提高，技术优势将会不断巩固。因此，本次募集资金将进一步提升公司的综合实力和市场竞争能力，成为公司未来长期高速前进的“助推器”和“润滑油”。

但另一方面，由于募集资金投资项目的实施需要一定时间，短期内难以产生较高的效益。因此，募集资金到位后当年的净资产收益率预计将有所下降。但从募集资金的具体项目我们可以看到，随着募集资金的运用，至 2010 年项目将陆续投产产生收益，

同时公司相应的竞争能力也将得到进一步的提升，整体盈利亦会回升到一个较高水平。

5. 公司估值

对于公司的估值，由于公司现有业务两大构成建筑 and 房地产行业估值水平迥异度较大，因此我们对两部分分别进行价格预估。

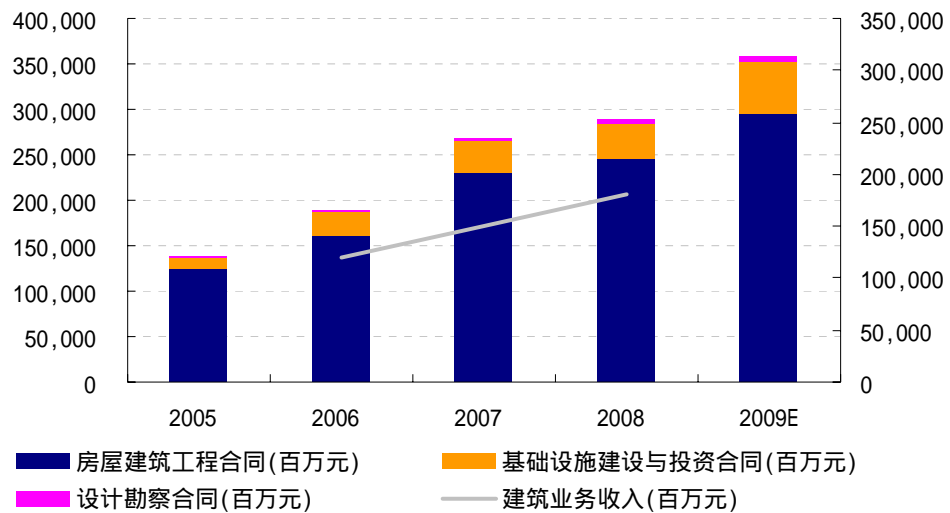
5.1. 建筑施工业务

公司建筑部分包括公司房屋建筑、基础设施、海外工程。依照公司的披露信息以及前文中对企业建筑施工业务的分析，我们对公司未来业绩进行了预判。

5.1.1. 待施工工程订单潜力巨大 业绩存有长期支持

从公司历年新接合同订单以及当年收入情况来看（如下图 20），由于工程类公司合同施工周期以及完工百分比法的收入确认方法，公司收入一直远远低于合同承接量，其中房屋类工程施工周期约为 2-4 年，基础设施建设工程的施工周期约为 3-6 年。截止到 2008 年 12 月 31 日，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，大量待施工订单确保了公司未来的业绩支撑。

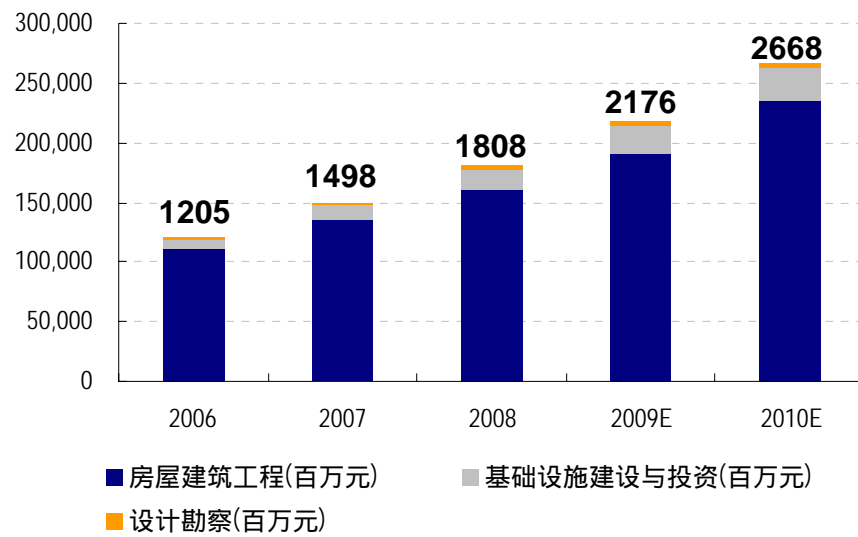
图 20 公司主要建筑业务合同订单与收入对比



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

根据合同完工百分比法，我们预计公司 2009-2010 年的建筑收入进行了预估，预计未来两年公司建筑业务的复合增长率约为 21.4%。

图 21 公司建筑业务收入 2005-2010E



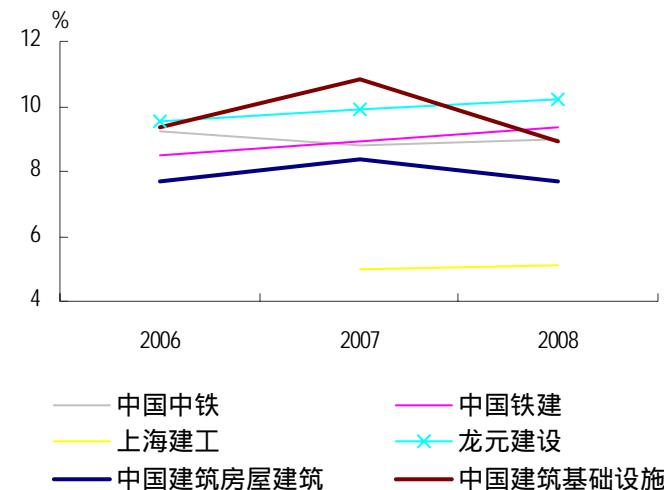
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

根据此预测，以此次 IPO 发行 120 亿股为基数进行计算，2009、2010 年的建筑业务对公司业绩贡献分别为 0.067 元、0.091 元。

5.1.2. 基本面优秀 卓显行业龙头优势

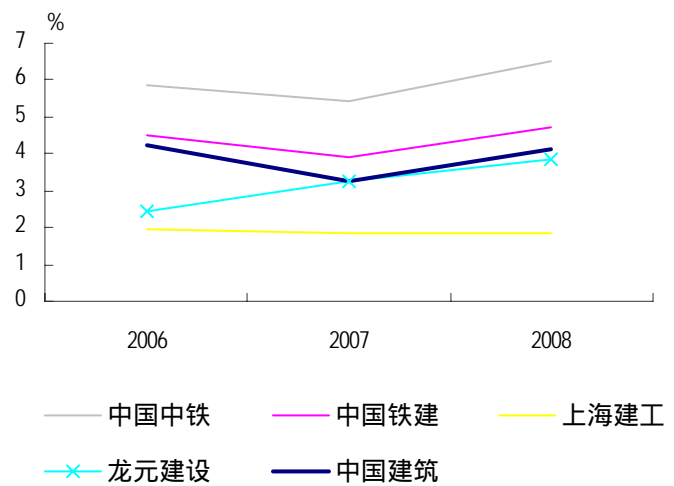
在公司现有主要建筑业务的毛利率水平上，通过以下与其他一些同类型国内上市建企业建筑工程业务的毛利率比较我们可以看到，公司房屋建筑业务由于市场竞争相对较为激烈，毛利率水平较基础设施建筑的毛利率略低，而基础设施业务与同类型的中铁、铁建的水平基本持平。上海建工由于住宅类施工业务占比较大，毛利率水平相对较低。

图 22 建筑工程业务毛利率比较 (2006-2008)



数据来源：安信证券研究中心

图 23 建筑上市公司费用率比较 (2006-2008)



数据来源：安信证券研究中心

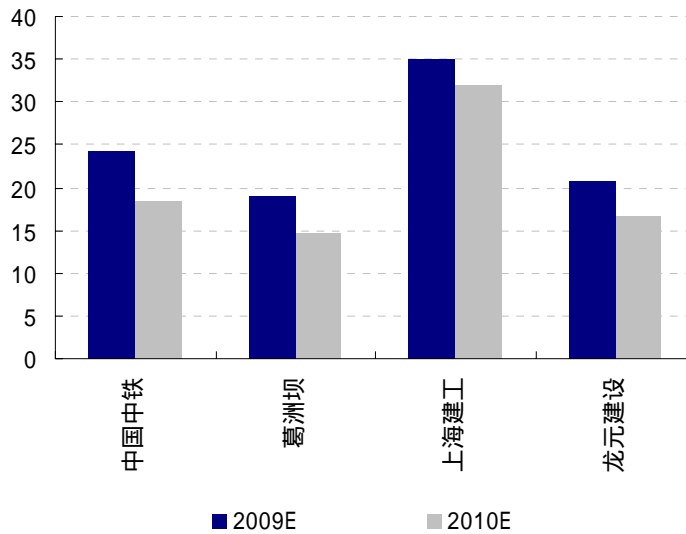
费用率方面，从上图中可以看到，公司费用率较以基建项目为主中铁、铁建明显为低。我们认为，随着今年经济形势的好转，房地产下游销售的回暖，相关销售费用率会有一些的下降；而公司业务收入的增长，费用率的摊薄会逐步体现，未来的费用指标预计将会稳中有降。

5.1.3. 估值比较

我们比较了同行业公司目前的市值估值，从以下公司 2009、2010 的估值情况（数据

来自 WIND, 公司股票价格参考 2009-7-15 收盘价)。根据公司的行业龙头的地位以及公司本身优良的经营管理状况, 我们认为公司的合理估值倍数应在 22-24 倍, 对应每股价值 1.47-1.61 元。上市后建筑业务首日价格区间为 2.01-2.35 元。

图 24 对比建筑类上市公司 2009E-2010E 市盈率



数据来源: 安信证券研究中心

5.2. 房地产业务

公司房地产业务包括两块: 中国海外(0688.HK)和中建地产。我们根据公司提供的资料和披露的项目信息, 分别采用 RNAV 和 PE 进行了预估。

5.2.1. RNAV 估值

首先, 采用 RNAV 估值法对其进行了估值。以发行后总股本 300 亿计, 中国海外的每股 RNAV 值为 1.53 元/股。考虑到中海地产的龙头地位和品牌竞争优势, 给予 10%到 30%的溢价, 对应的每股价值为 1.68-1.99 元/股。中建地产的每股 RNAV 值为 0.41 元/股。给予 0%到 20%的溢价, 对应的每股价值为 0.41-0.49 元/股, 最终得出房地产业务的估值为 2.09-2.48 元/股, 可以作为发行价格参考。

目前市场上全国布局的地产公司, 除华侨城股价相对 RNAV 估值的溢价很低外, 万科、保利、招商、金地等相对 RNAV 的平均溢价有 80%-90%, 给予中国海外和中建地产的 RNAV 估值市场溢价约 45%-70%, 对应的价格为 2.81-3.30 元/股, 可以作为上市首日价格参考。

5.2.2. PE 估值

根据公司提供的资料和披露的项目信息, 我们预计公司房地产业务 09、10 年的每股收益分别为 0.082、0.118 元, 根据目前的市场情况, 参考行业估值水平, 给予公司 09 年 25-30 倍 PE, 对应每股价值为 2.05-2.46 元, 与给予 RNAV 较低溢价情况下的估值水平相一致, 可以作为房地产业务部分的发行价格的参考。

5.3. 综合房地产和建筑业务估值

根据公司的建筑以及房地产业务的未来的盈利情况, 将建筑以及房地产 PE 估值的结果进行累加, 2009、2010 年公司的 EPS 分别为 0.15 元、0.21 元, 综合每股价值为 3.52-4.08 元, 可以作为公司发行价格参考。

考虑发行后对二级市场的价差、以及前述房地产业务 RNAV 估值的实际市场溢价因素, 最终我们认为合理的询价区间为 3.6-3.8 元, 而上市后首日的价格区间为 4.82-5.65 元。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-7-17

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	245,056	301,627	363,474	417,995	245,056	成长性					
减: 营业成本	147,185.0	179,198.0	216,800.4	266,171.1	320,624.6	营业收入增长率	26.4%	20.1%	21.3%	23.1%	20.5%
营业税费	6,363.9	7,697.5	9,312.1	11,461.8	13,812.0	营业利润增长率	97.8%	-29.0%	42.4%	36.3%	21.0%
销售费用	600.5	831.1	980.2	1,206.5	1,453.9	净利润增长率	103.9%	-44.2%	65.0%	40.6%	21.0%
管理费用	3,715.8	6,120.1	7,351.7	9,048.8	10,904.2	EBITDA 增长率	83.2%	-21.4%	22.5%	30.0%	20.4%
财务费用	1,204.5	1,399.9	1,199.2	1,067.3	1,278.2	EBIT 增长率	90.3%	-23.9%	32.6%	31.0%	20.9%
资产减值损失	444.5	409.6	400.1	202.7	222.5	NOPLAT 增长率	87.5%	-27.0%	34.0%	31.0%	20.9%
加: 公允价值变动收益	-54.4	-59.1	23.6	9.4	11.3	投资资本增长率	131.7%	37.7%	76.7%	17.4%	16.2%
投资和汇兑收益	701.4	323.2	511.0	536.6	563.4	净资产增长率	102.2%	18.0%	171.7%	11.9%	12.8%
营业利润	9,438.7	6,704.7	9,546.5	13,014.9	15,753.1	利润率					
加: 营业外净收支	217.0	156.8	43.0	50.0	50.0	毛利率	12.5%	11.3%	11.5%	11.8%	11.8%
利润总额	9,655.7	6,861.5	9,589.5	13,064.9	15,803.1	营业利润率	5.6%	3.3%	3.9%	4.3%	4.3%
减: 所得税	2,590.5	2,222.3	2,397.4	3,266.2	3,950.8	净利润率	2.9%	1.4%	1.8%	2.1%	2.1%
净利润	4,917.0	2,745.5	4,531.1	6,369.2	7,704.0	EBITDA/营业收入	7.1%	4.6%	4.7%	4.9%	4.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	6.3%	4.0%	4.4%	4.7%	4.7%
货币资金	25,988.4	34,155.8	49,443.8	49,048.8	50,904.2	运营效率					
交易性金融资产	110.7	23.6	47.1	56.6	67.9	固定资产周转天数	13	14	13	12	10
应收帐款	40,344.3	43,725.9	54,382.2	66,110.1	79,665.5	流动营业资本周转天数	27	38	59	72	72
应收票据	157.4	174.2	2,014.2	2,479.1	2,987.5	流动资产周转天数	260	282	295	294	286
预付帐款	9,626.2	10,743.6	12,911.6	15,573.3	18,779.5	应收帐款周转天数	62	57	54	54	54
存货	43,193.8	57,104.5	72,182.1	88,619.7	106,749.6	存货周转天数	76	90	96	97	98
其他流动资产	22,595.6	28,992.7	35,483.5	43,969.2	53,246.2	总资产周转天数	302	330	340	335	325
可供出售金融资产	752.6	311.1	466.7	560.0	672.0	投资资本周转天数	45	62	81	92	89
持有至到期投资	0.3	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3,354.3	3,444.0	3,616.1	3,797.0	3,986.8	ROE	27.2%	15.1%	8.6%	10.5%	11.3%
投资性房地产	1,385.0	2,534.5	3,168.1	3,960.1	4,950.1	ROA	4.3%	2.3%	2.8%	3.2%	3.4%
固定资产	7,104.5	8,295.8	9,140.6	10,212.7	10,949.8	ROIC	65.8%	20.7%	20.2%	15.0%	15.4%
在建工程	1,396.2	3,062.8	2,843.1	2,689.3	2,581.7	费用率					
无形资产	3,093.5	3,153.9	2,962.3	2,774.1	2,598.5	销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	6,836.1	8,445.6	10,401.6	12,672.5	15,553.1	管理费用率	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	259,063	302,522	353,692	393,424	259,063	财务费用率	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%
短期债务	12,508.5	13,969.2	4,000.0	9,079.9	15,346.0	三费/营业收入	3.3%	4.1%	3.9%	3.8%	3.8%
应付帐款	60,759.4	65,655.2	80,186.4	98,446.9	118,587.2	偿债能力					
应付票据	2,265.2	3,277.5	3,563.8	4,375.4	5,270.5	资产负债率	84.3%	85.0%	67.8%	69.1%	70.2%
其他流动负债	29,749.6	38,327.0	46,118.6	55,690.5	67,143.9	负债权益比	537.7%	564.7%	210.5%	224.1%	235.9%
长期借款	15,681.7	22,860.1	23,860.1	24,060.1	24,160.1	流动比率	1.25	1.31	1.64	1.53	1.45
其他非流动负债	10,976.8	16,897.6	13,848.3	11,419.2	9,495.5	速动比率	0.87	0.88	1.11	1.01	0.95
负债总额	175,619	209,187	248,392	275,399	175,619	利息保障倍数	8.84	5.79	8.96	13.19	13.32
少数股东权益	13,218.7	15,329.9	17,991.0	21,420.5	25,568.8	分红指标					
股本	18,000.0	18,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	-5,277.5	-2,834.0	35,452.6	41,915.1	49,731.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	26,020.3	30,713.7	83,443.6	93,335.6	118,025.0	股息收益率	-	-	-	-	-
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	7,065.2	4,639.2	4,531.1	6,369.2	7,704.0	EPS(元)	-	-	0.15	0.21	0.26
加: 折旧和摊销	1,340.9	1,335.1	690.6	782.2	859.1	BVPS(元)	-	-	2.78	3.11	3.51
资产减值准备	444.5	409.6	400.1	202.7	222.5	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	54.4	59.1	23.6	9.4	11.3	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	1,202.8	1,434.9	1,701.7	1,199.2	1,067.3	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-701.4	-323.2	-511.0	-536.6	-563.4	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	2,148.3	1,893.7	2,661.1	3,429.5	4,148.3	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-15,345.0	-6,900.9	-14,250.1	-11,661.1	-12,757.8	CAGR(%)	11.5%	36.7%	20.5%	-	-
经营活动产生现金流量	-1,094.2	2,603.6	-5,255.4	-337.3	902.3	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-4,282.1	-8,087.2	-1,016.7	-1,264.5	-1,065.3	ROIC/WACC	17.4	5.5	5.3	3.9	4.1
融资活动产生现金流量	14,666.9	14,170.4	33,092.8	2,530.4	3,968.1	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004年7月至2007年6月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007年7月加盟安信证券研究所。2006年、2007年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年6月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

陶学明，房地产行业高级分析师，CFA，MBA(McGill University)，工学硕士。5-6年证券研究及房地产行业工作经验。之前于中国石化总部从事管理工作。2007年8月加盟安信证券研发团队。

李孔逸，2002年7月到2004年7月任职于中国农业银行衡阳市分行。2007年7月武汉大学金融学硕士毕业后至今就职于安信证券研究中心，从事房地产行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034