

建筑工程行业研究小组  
联系人: 王小勇  
86-755-82960440  
wxy@cmschina.com.cn

2009年7月16日

## 建造有形、构筑无限

### 中国建筑新股定价报告

工业·建筑工程

估值区间: 3.4-4.4元

积极申购

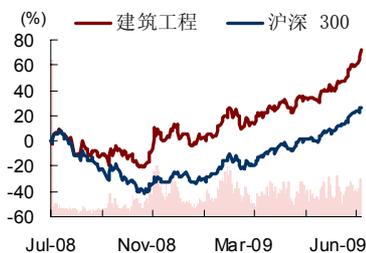
#### 发行数据

发行前总股本(亿)	180
本次发行股数(亿)	120
发行后总股本(亿)	300
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

#### 发行后主要股东

	持股比例
中建总公司	56.4%
宝钢集团	1.2%
中国石油集团	1.2%
中化集团	1.2%

#### 行业指数



作为国内最大的建筑房地产综合企业集团, 本文详细地描述了公司所处的建筑行业、房地产行业的发展背景, 我们认为, 公司未来业务成长潜力尤其是基建与房地产行业的空间巨大。

- **房地产复苏势猛, 基建投资正处高峰。** 受益我国“4万亿投资”经济刺激计划, 建筑业、地产业在第二季度纷纷走出低谷, 景气回升明显。房地产行业, 各重点城市成交量、成交价格均创出新高, 开发投资增速明显加快; 而建筑行业尤其是基建行业, 大规模投资使得其面临一个前所未有的发展高峰, 铁路、公路、城轨、机场以及农村基建投资增速远高于市场预期。
- **依托中海地产, 成为国内最大的房地产开发企业龙头:** 公司下属中国海外之中海地产, 是目前国内最具品牌价值、最具开发实力的开发商, 与万科同为中国房地产行业领军企业之一。截止 2008 年底, 公司拥有土地储备达到 3427 万平方米, 在房地产企业排名前列, 为房地产业务的持续壮大发展提供了良好的条件。
- **基建之新秀, 成长空间巨大:** 公司是目前我国少数几家具有全行业特级施工资质的企业。2005 年到 2008 年该业务收入年复合增长率高达 43.9%。2008 年, 公司基础设施建设业务新签合同额为 378 亿元, 收入为 177 亿元, 分别比上年增长 15.3%和 40.8%。随着基建大规模投入, 预计公司未来将获得更多的合同, 成长空间巨大。
- **募投到位, 确保业绩快速提升:** 本次募集资金将投向于重大工程承包项目、住宅开发、购置施工机械、基础设施投资项目以及补充流动资金。预计将提升公司工程承包能力, 降低财务费用, 提升公司业绩。
- **业绩预估:** 我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.15 元、0.24 元、0.36 元, 09 年、10 年业绩增长率分别为 66%和 60%;
- **合理估值区间:** 我们认为公司合理估值将在 3.4-4.4 元之间, 相当于 09 年 EPS 的 23-29 倍。
- **风险提示:** 公司房屋施工业务占比过大, 基建施工业务占比偏小且有待进一步培育。

#### 主要财务指标

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(亿元)	1683	2021	2587	3274	4016
同比增长	26%	20%	28%	27%	23%
营业利润(亿元)	94	67	98	163	243
同比增长	98%	-29%	46%	67%	49%
净利润(亿元)	49	27	46	73	108
同比增长	104%	-44%	66%	60%	48%
每股收益(元)	0.16	0.09	0.15	0.24	0.36
ROE	38%	18%	8%	11%	15%

资料来源: 招商证券

## 正文目录

<b>一、行业背景—地产复苏势猛，基建投资正高峰</b> .....	<b>5</b>
1、建筑、地产企业景气见底回升.....	5
2、房地产复苏之势猛.....	6
(1) 开发投资增速超预期.....	6
(2) 楼市之春天不期而至.....	6
3、基建投资正处高峰.....	10
<b>二、公司概况</b> .....	<b>13</b>
1、公司股权结构及股东情况.....	13
(1) 公司股权结构.....	13
(2) 公司实际控制人—中国建筑工程总公司.....	13
2、主营业务概况.....	14
(1) 房屋建筑工程业务.....	14
(2) 房地产开发业务.....	15
(3) 基础设施建设与投资业务.....	16
(4) 设计勘察业务.....	16
(5) 国际工程承包业务.....	17
<b>三、竞争优势及发展战略</b> .....	<b>18</b>
1、竞争优势.....	18
(1) 龙头品牌效应突出，行业领导地位牢固.....	18
(2) 经营业绩与盈利能力业内领先.....	18
(3) 海外经营历史久远，国际化经营模式成熟.....	18
(4) 房地产开发综合实力雄厚，土地储备丰富.....	18
(5) 一体化经营更趋完善，协同效应有效发挥.....	18
(6) 具有丰富行业及国际经验的管理团队，专业化的人才队伍.....	19
(7) 技术研发国内一流，专业技术实力雄厚.....	19
2、发展战略.....	19
<b>四、地产之龙头，基建之新秀</b> .....	<b>20</b>
1、地产之龙头.....	20
(1) 中国海外（品牌“中海地产”）—与万科“齐名”.....	21
(2) 中建地产—低成本土地储备，盈利空间更大.....	24
2、基建之新秀.....	24
<b>五、公司经营分析</b> .....	<b>26</b>
1、主营业务增长迅猛，经营效率与盈利能力稳步提升.....	26
2、资产负债结构日趋稳健.....	26
<b>六、募集资金项目分析</b> .....	<b>28</b>
1、用于重大工程承包项目的流动资金.....	29
2、普通住宅类房地产开发项目.....	29
3、购置施工机械设备.....	29
4、基础设施投资项目.....	30
5、钢结构加工基地项目.....	30
6、补充公司流动资金.....	30

七、盈利预测及估值.....	31
1、盈利预测.....	31
2、估值.....	33
(1) DCF 估值.....	33
(2) 市盈率法估值.....	34
八、投资建议及风险提示.....	36
1、投资建议.....	36
2、风险提示.....	36

**图表目录**

图 1: 建筑企业景气探底回升.....	5
图 2: 房地产企业景气探底回升.....	5
图 3: 房地产实际投资完成额数据回暖.....	6
图 4: 房地产开发投资指数在 5 月份显著回升.....	6
图 5: 房地产销售价格指数显著回升.....	7
图 6: 09 年以来国内新房价格环比上涨城市数量显著增多.....	7
图 7: 北京市一手房住宅成交量猛超 2007 年.....	8
图 8: 一手房交易价格同比再创新高.....	8
图 9: 上海一手住宅成交量.....	8
图 10: 上海一手房成交价格.....	8
图 11: 深圳一手住宅成交量.....	9
图 12: 深圳一手房成交价格.....	9
图 13: 杭州一手住宅成交量.....	9
图 14: 杭州一手房成交价格.....	9
图 15: 广州一手住宅成交量.....	9
图 16: 广州一手房成交价格.....	9
图 17: 铁路固定资产投资及基建投资累计同比大幅增长.....	10
图 18: 铁路固定资产投资及基建投资当月同比大幅增长.....	10
图 19: 交通基础设施固定资产投资累计同比大幅增长.....	10
图 20: 交通基础设施固定资产投资当月同比大幅增长.....	10
图 21: 公路建设固定资产投资前 5 月大幅增长.....	11
图 22: 我国各城市近（远）城轨规划总里程.....	11
图 23: 我国机场 2020 年规划布局.....	12
图 24: 农村固定资产投资增速创下历史新高.....	12
图 25: 公司主营业务分类明细.....	14
图 26: 公司房地产营业收入及营业利润占比.....	20
图 27: 公司土地储备在内地房地产企业中名列前三.....	20
图 28: 公司房地产业务结构.....	21
图 29: 中国海外发展有限公司 (HK.00668) 之土地储备.....	22
图 30: 中国海外发展有限公司 (HK.00668) 2004-2008 年土地储备明细.....	22
图 31: 中国海外发展有限公司 08 年营业收入、09 年中期销售金额均列第二.....	23
图 32: 主要上市房企净利润.....	23
图 33: 主要上市房企销售净利率.....	23

图 34: 主要上市房企销售毛利率 .....	23
图 35: 主要上市房企净资产收益率 (ROE) .....	23
图 36: 中国海外发展有限公司 (中海) 资产负债率较低 .....	24
图 37: 公司营业收入保持稳健增长 .....	26
图 38: 公司毛利率呈上升态势 .....	26
图 39: 公司百元收入管理费逐年下降至 08 年的 3.03 元 .....	26
图 40: 资产负债率呈下降趋势 .....	27
图 41: EBITDA 基本保持稳定 .....	27
图 42: 总债务资本基本保持平稳 .....	27
图 43: 债务结构优化, 长债比例较高 .....	27
图 44: 预计公司实际所得税率将下降到正常水平 .....	33
表 1: 4 万亿投资计划具体分类 .....	5
表 2: 重点城市 1-6 月累计成交情况 .....	7
表 3: 重点城市 6 月成交情况 .....	7
表 4: A 股 IPO 前后公司股本结构 .....	13
表 5: 国资委直属的建筑央企名次 .....	13
表 6: ENR 统计显示, 自 05 年以来公司承包业务排名稳居世界前 10 .....	15
表 7: 房屋建筑工程业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细 .....	15
表 8: 房地产开发业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细 .....	15
表 9: 基础设施建设与投资业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细 .....	16
表 10: 基础设施建设与投资业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细 .....	16
表 11: 基础设施建设与投资业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细 .....	17
表 12: 2008 年对外承包工程完成营业额、新签合同额前 10 企业明细 .....	17
表 13: 公司 05-08 年以来海外收入及占比 (亿元) .....	17
表 14: 中海地产、万科自 2004 年以来的品牌价值明细 .....	21
表 15: 2008 年中国房地产 TOP10 排名, 公司稳居前列 .....	21
表 16: 中建地产土地储备相对较低 .....	24
表 17: 公司基建业务增长迅速 .....	24
表 18: 公司中标的重大铁路项目明细 .....	25
表 19: 拟募集资金投向及使用进度明细 .....	28
表 20: 募集资金拟投向房地产项目明细 .....	29
表 21: 募集资金拟投向基建项目明细 .....	30
表 22: 公司各季度业绩回顾 .....	31
表 23: 公司分项业务预测 .....	31
表 24: 盈利预测简表 .....	32
表 25: 各年自由现金流量预测 .....	33
表 26: DCF 参数选取及估值结果 .....	34
表 27: 公司内在价值的敏感性分析 .....	34
表 28: 公司各业务分部的利润贡献 .....	34
表 29: 公司各业务分部的利润贡献 .....	34
表 30: A 股建筑类上市公司估值情况 .....	35
表 31: A 股主流房地产开发上市公司估值情况 .....	35
附: 财务预测表 .....	37

## 一、行业背景—地产复苏势猛，基建投资正高峰

### 1、建筑、地产企业景气见底回升

在我国历来的刺激政策中，房地产由于关联产业最多，使得其每次都成为经济复苏的引擎，而包括基建、房屋建筑在内的建筑业同样都是投资的重心所在，本次“4万亿”刺激也不例外。从发改委的数据显示，与建筑业相关的投资达到 34500 亿元，占比达到 86%。

表 1: 4 万亿投资计划具体分类

类别	投资(亿元)	占比
保障性安居工程	2800	7%
农村民生基建	3700	9%
基础设施	18000	45%
医疗文教	400	1%
生态环境	3500	9%
鼓励创新	1600	4%
灾后重建	10000	25%
合计	40000	100%

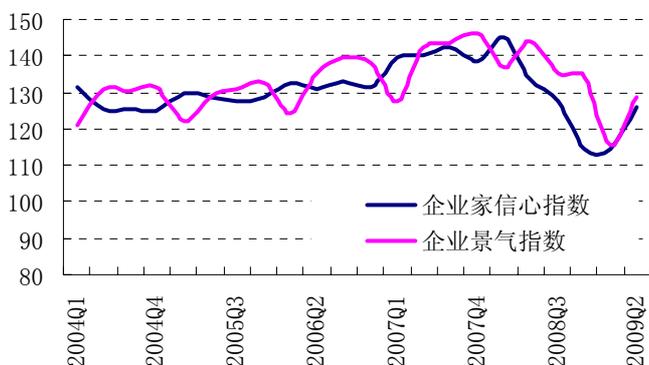
资料来源：招商证券研发中心整理

受益我国“4 万亿投资”经济刺激计划，建筑业、地产业在第二季度纷纷走出低谷。二季度，国家统计局发布的数据显示，建筑业、房地产业企业景气回升明显。

二季度，建筑业企业景气指数回升至 128.9，提高 13.2 点，房地产企业景气指数明显提高，提高幅度达 18.7 点。

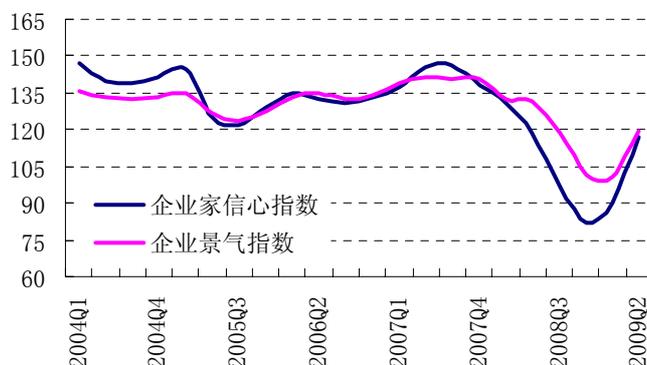
与此同时，企业家对企业发展开始持积极态度，其中房地产行业尤甚。二季度，建筑业、房地产业分别为 126.2、116.7，与一季度相比，均有较大程度的回升，分别回升 11.8、26.7。

图 1: 建筑企业景气探底回升



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2: 房地产企业景气探底回升



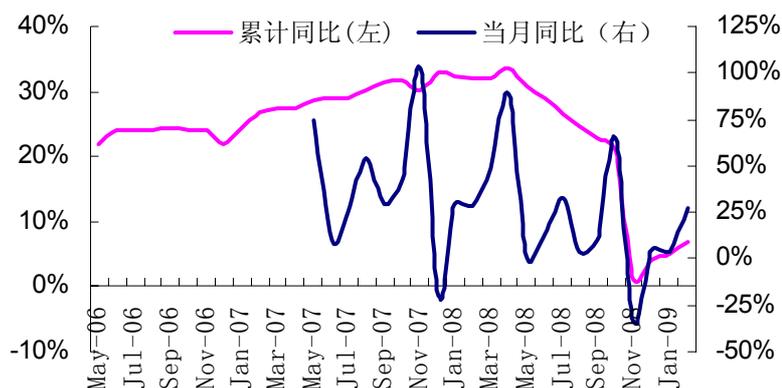
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

## 2、房地产复苏之势猛

### (1) 开发投资增速超预期

5月份房地产投资完成10165亿元，累计同比增长6.8%，当月投资完成额同比增长27%，今年以来呈现逐渐回升的态势，远远高于市场的预期。

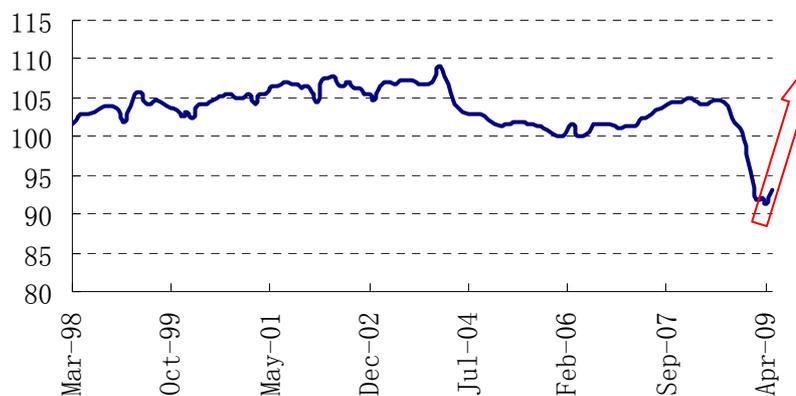
图 3：房地产实际投资完成额数据回暖



资料来源：招商证券研发中心整理

5月份，国家统计局公布的房地产开发投资指数为93.13，环比增长1.93个点，在经历了近10年未见的大幅回调后呈现了显著回升的态势。

图 4：房地产开发投资指数在5月份显著回升



资料来源：招商证券研发中心整理

### (2) 楼市之春天不期而至

2009年房地产市场由寒冬走入春天，房屋销售量和房价不断上升，从成交的数据看，上涨的趋势非常明显。

5月份，国家统计局公布的房地产销售价格指数为100.01，环比增长1.71个点，在经历了08年全年的大幅回调后也呈现了显著回升的态势。

**图 5: 房地产销售价格指数显著回升**



资料来源: 招商证券研发中心整理

2009年1-6月份重点城市成交显示,重点城市成交量总体上涨;从成交均价来看,一线城市如北京、深圳、上海的房价均出现不同程度的上涨。

**表 2: 重点城市 1-6 月累计成交情况**

物业类型	城市	成交面积 (平方米)	成交面积同比涨跌
一手住宅	北京	934.2	89.2%
一手住宅	上海	1171.7	33.1%
一手商品房	深圳	389.0	151.7%
一手住宅	广州	622.4	157.2%
一手商品房	杭州	359.2	140.7%

资料来源: CEIC, 招商证券

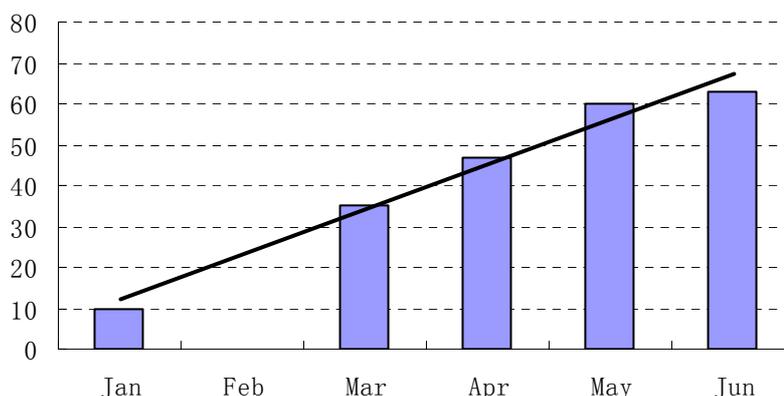
**表 3: 重点城市 6 月成交情况**

	城市	成交面积同比涨跌	城市	成交均价同比涨跌
一手住宅	北京 6 月	87.4%	北京 5 月	5.6%
一手住宅	上海 6 月	72.0%	上海 5 月	58.3%
一手商品房	深圳 6 月	135.7%	深圳 6 月	3.2%
一手住宅	广州 6 月	114.6%	广州 5 月	-20.4%
一手商品房	杭州 6 月	311.4%	杭州 6 月	-16.8%

资料来源: CEIC, 招商证券

新房房价环比呈上涨态势的城市数量在持续增多。1月份仅有 10 个城市房价环比上涨,到了 3 月份,这一数字激增为 35 个,增加 2 倍之多,4 月份为 47 个,5 月份为 60 个,6 月份已经上升到 63 个。

**图 6: 09 年以来国内新房价格环比上涨城市数量显著增多**

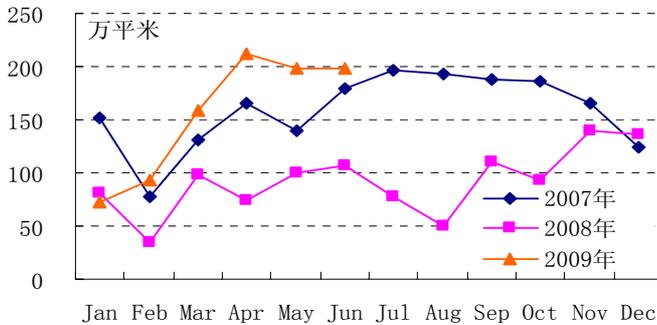


资料来源: 招商证券研发中心整理

### 1) 北京

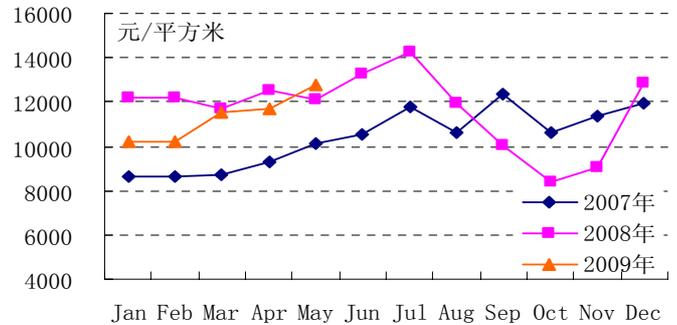
- 6月份,北京一手住宅成交 199 万平,同比上升 87.4%,环比上升 0.8%;
- 5月份,北京一手住宅成交均价为 12788 元/平,同比上升 5.6%,环比上升 9.2%;

图 7: 北京市一手房住宅成交量猛超2007年



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 8: 一手房交易价格同比再创新高

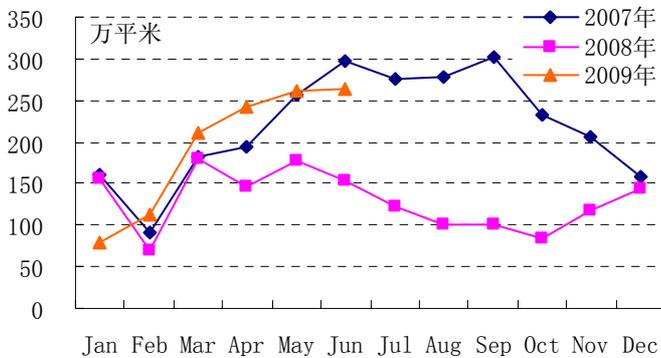


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

### 2) 上海

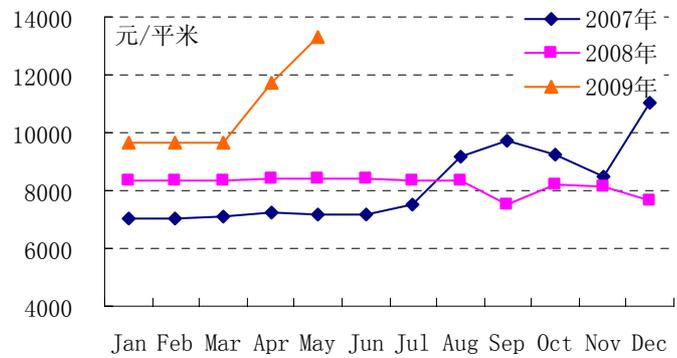
- 6月份,上海一手住宅成交 262.6 万平米,同比上升 72%,环比上升 0.4%;
- 5月份,上海一手住宅成交均价为 13331 元/平米,同比上升 58.3%,环比上升 13.8%;

图 9: 上海一手住宅成交量



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 10: 上海一手房成交价格

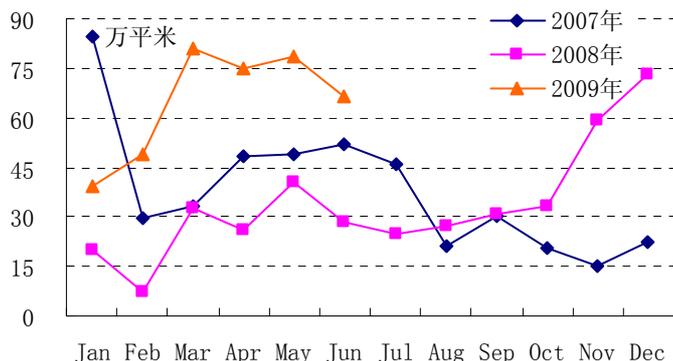


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

### 3) 深圳

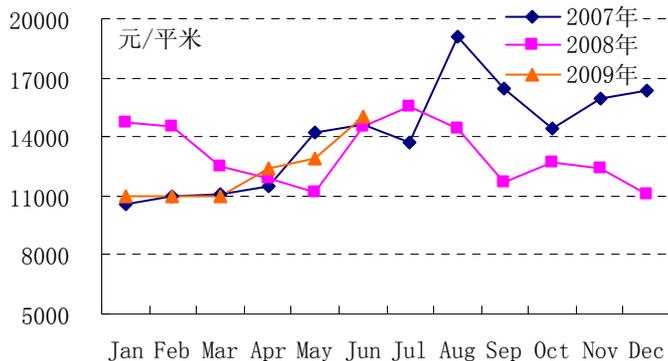
- 6月份,深圳一手商品房成交 66.7 万平,同比上升 135.7%,环比下降 14.7%;
- 6月份,深圳一手商品房成交均价为 15044 元/平,同比上升 3.2%,环比上升 16.4%;

**图 11: 深圳一手住宅成交量**



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

**图 12: 深圳一手房成交价格**

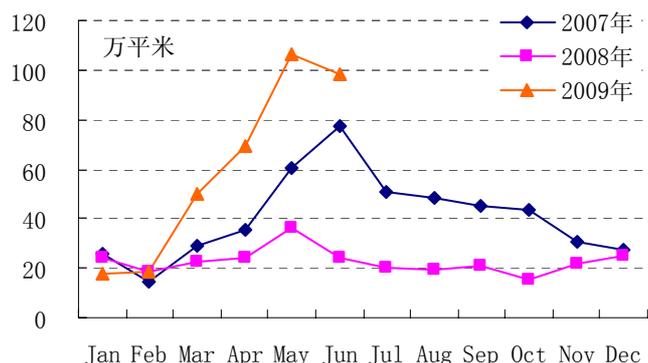


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

**4) 杭州**

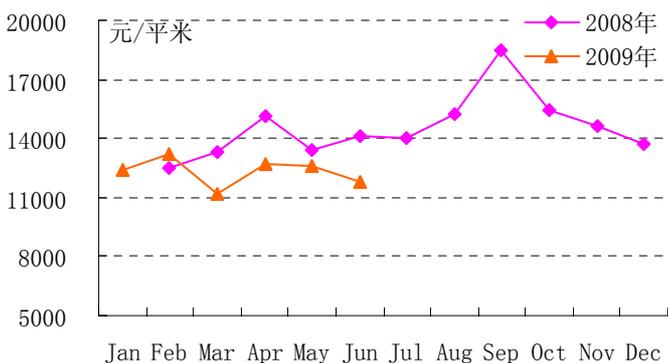
- 6 月份, 杭州一手商品房成交 98.1 万平, 同比上升 311.4%, 环比下降 7.7%;
- 6 月份, 杭州一手商品房成交均价为 11760 元/平, 同比下降 16.8%, 环比下降 6.3%;

**图 13: 杭州一手住宅成交量**



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

**图 14: 杭州一手房成交价格**

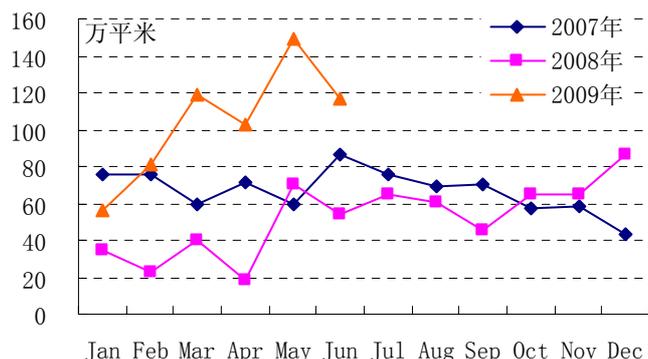


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

**5) 广州**

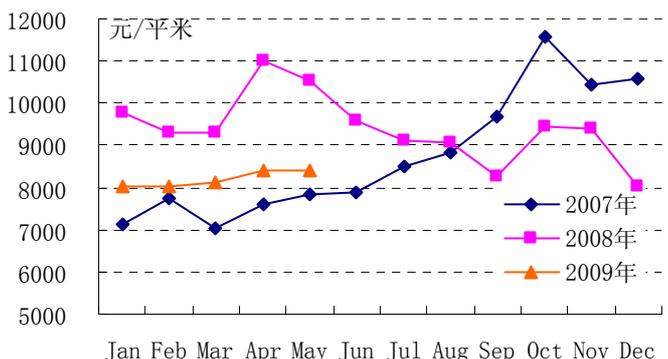
- 6 月份, 广州一手住宅成交 117.12 万平, 同比上升 114.6%, 环比下降 21.2%;
- 5 月份, 广州一手住宅成交均价 8386 元/平, 同比下降 20.4%, 环比下降 0.4%;

**图 15: 广州一手住宅成交量**



敬请阅读末页的免责声明

**图 16: 广州一手房成交价格**



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

资料来源：CEIC，招商证券研发中心

### 3、基建投资正处高峰

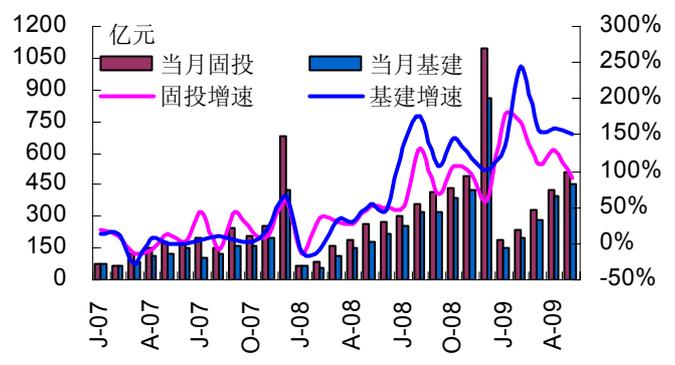
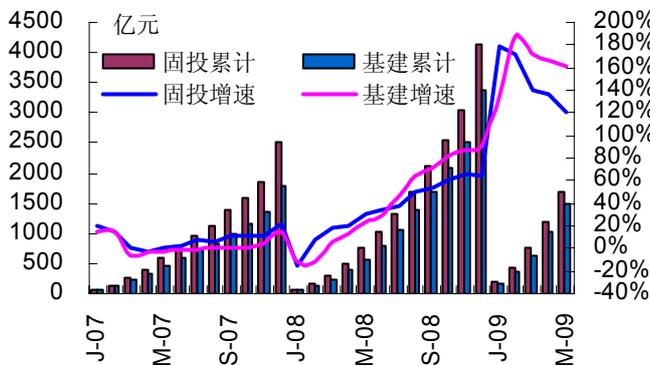
#### 1) 铁路投资

进入 2009 年以来，铁路投资同比增速创下了“十一五”以来的新高。

根据铁道部的统计数据显示，5 月份铁路固定资产投资累计达到 1180.7 亿元，累计同比增速为 120%；基建累计投资达到 1490.9 亿元，累计同比增长 162%。5 月当月铁路固定资产投资达到 509.3 亿元，同比增速达到 90%；基建当月投资达到 456.7 亿元，同比增速达到 151%。

图 17: 铁路固定资产投资及基建投资累计同比大幅增长

图 18: 铁路固定资产投资及基建投资当月同比大幅增长



资料来源：铁道部，招商证券研发中心

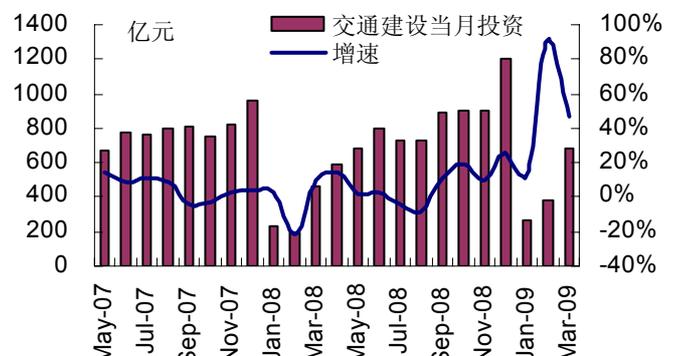
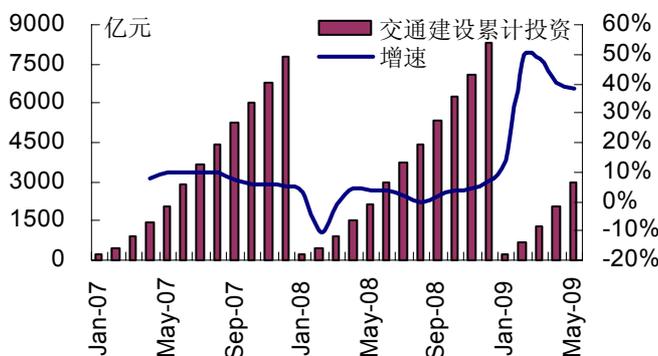
资料来源：铁道部，招商证券研发中心

#### 2) 公路、水路、内河等交通基础设施建设投资

根据交通部的统计显示，进入 2009 年以来，我国交通基础设施建设投资一反近几年的投资个位数增长的态势，前 5 月累计投资增速达到 38.23% 以上，5 月份当月投资增速达到 33.45%。

图 19: 交通基础设施固定资产投资累计同比大幅增长

图 20: 交通基础设施固定资产投资当月同比大幅增长

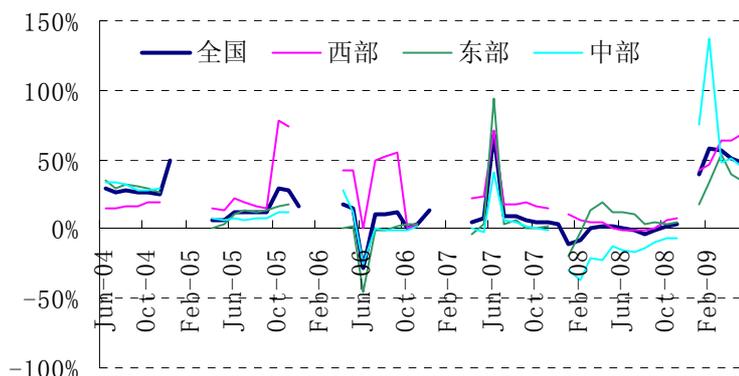


资料来源：招商证券研发中心整理

资料来源：招商证券研发中心整理

实际上，我国公路网络基本上成型，我们原来预计公路等固定资产投资增速将呈不断下降的趋势，本次“4 万亿”投资计划加速了公路建设的投资。

**图 21: 公路建设固定资产投资前5月大幅增长**



资料来源: 招商证券研发中心整理

### 3) 城市轨道交通建设投资

我国内地有 14 个城市共 46 条轨道线路正在开工建设, 建设总里程为 1212.3 公里。而自 2003 年以来, 内地共有 19 个城市轨道交通建设规划得到了国家批准, 已上报的 28 个城市的城轨规划线路达 91 条, 总里程为 2600 公里。

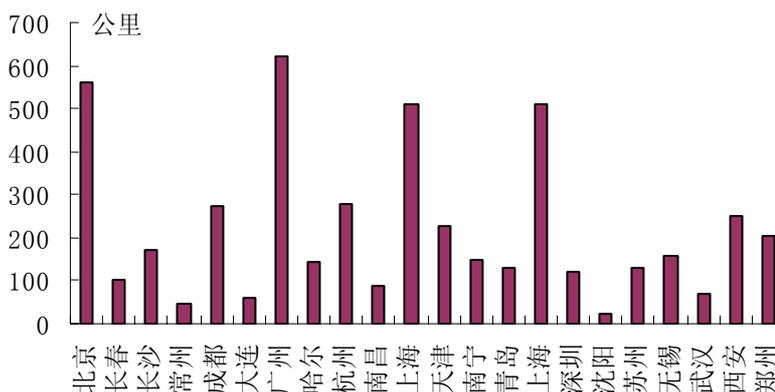
到 2008 年底, 我国已有北京、上海等 10 个城市的 29 条轨道交通线路建成并投入运营, 运营里程近 780 公里。

预计到 2010 年我国城市轨道数量将达到 55 条、1500 公里。

到 2015 年将规划建设 70 条轨道交通线路, 总长度约 2100 公里。

到 2020 年, 我国内地城市轨道交通总规模将达到 3000 至 3500 公里。

**图 22: 我国各城市近(远)城轨规划总里程**



资料来源: 招商证券研发中心整理

按照规划, 2009、2010 两年, 我国城市轨道将建成 720 公里的新增运营里程, 以每公里造价 5~6 亿元/公里的计算, 平均每年投资达到 1800~2160 亿元。

### 4) 机场建设投资

在 4 万亿元拉动内需政策支持下, 民航局公布了未来两年巨额的机场建设投入计划, 资金规模高达 4500 亿元, 加上 2008 年于新建、改扩建机场投入 300 亿元。近三年, 有

超近 5000 亿元的资金流向机场建设项目。

**图 23: 我国机场2020年规划布局**



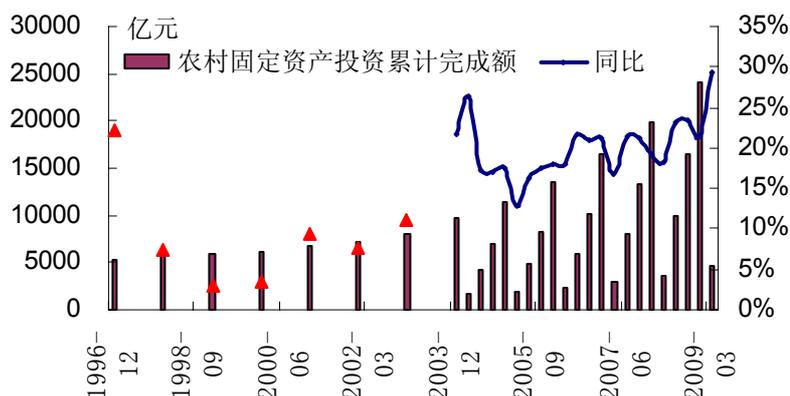
资料来源：招商证券研发中心整理

根据测算，09、10 年两年我国的机场年均投资超过 1500 亿元，远远高于“十一五”规划中的年均 500 亿元投资的规划。

### 5) 农村基础设施建设投资

我国本次“4 万亿”投资号称是“民生工程”，将重点解决农村的基础设施建设问题，其中有近一半的投资项目（非投资额）与农业有关。我们认为，当前财政激励计划对农业投入的力度是近年来所未见的。

**图 24: 农村固定资产投资增速创下历史新高，**



资料来源：招商证券研发中心整理

## 二、公司概况

### 1、公司股权结构及股东情况

#### (1) 公司股权结构

公司全名为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。四家发起人均属国资委管理的 53 家国有重要骨干企业，且均为“世界 500 强”。

本次 IPO 拟发行 120 亿股，发行后总股本为 300 亿股。

**表 4: A 股 IPO 前后公司股本结构**

持股人	发行前		发行后	
	股数(亿股)	持股比例	股数(亿股)	持股比例
中国建筑工程总公司(SS)	169.2	94.0%	157.92	56.4%
中国石油集团(SS)	3.6	2.0%	3.36	1.12%
宝钢集团(SS)	3.6	2.0%	3.36	1.12%
中化集团(SS)	3.6	2.0%	3.36	1.12%
社会公众股(A股)	0	0.0%	120	40.0%
全国社会保障理事基金会	0	0.0%	12	4.0%
合计	180	100.0%	300	100.0%

资料来源：招商证券研发中心整理

#### (2) 公司实际控制人—中国建筑工程总公司

中国建筑工程总公司是公司控股股东和实际控制人，发行前持有公司 94% 的股份。主营业务包括国内外土木和建筑工程总承包、房地产开发与投资、基础设施建设与投资、设计勘察等。

中国建筑工程总公司是国资委直属领导下的中央企业，在国资委履行出资人职责的 136 户企业中排名第 46 位，在国资委领导下的建筑央企中排名第二。

**表 5: 国资委直属的建筑央企名次**

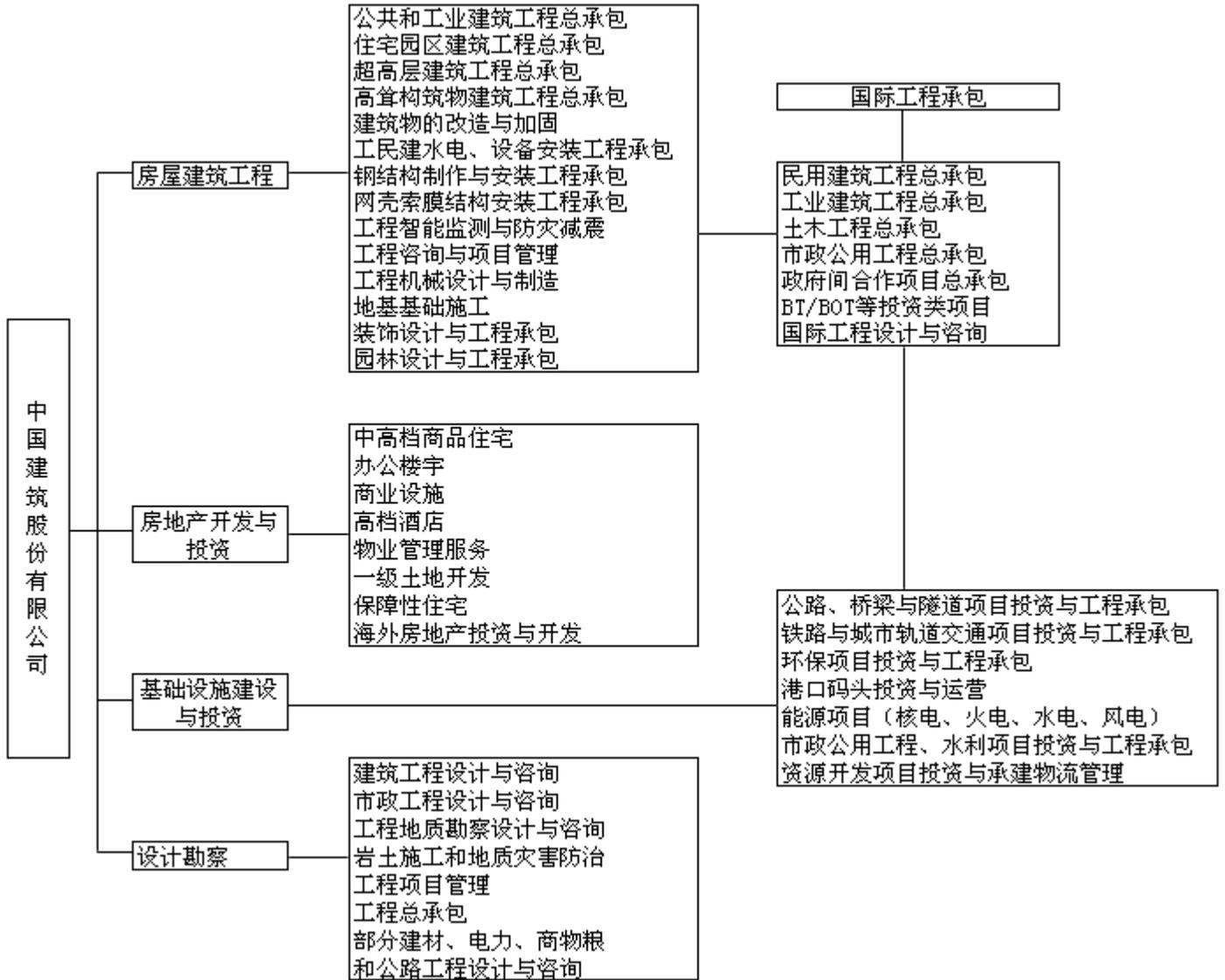
名次	国资委直属的建筑央企排名	名称
1	2	中国核工业建设集团公司
2	46	中国建筑工程总公司
3	88	中国铁路工程总公司
4	89	中国铁道建筑总公司
5	90	中国交通建设集团有限公司
6	117	中国水利水电建设集团公司
7	135	中国葛洲坝集团公司

资料来源：招商证券研发中心整理

## 2、主营业务概况

公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团、发展中国家和地区最大的跨国建筑公司，是全球最大的住宅工程建造商。

图 25： 公司主营业务分类明细



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

### (1) 房屋建筑工程业务

房屋建筑是公司营业收入的主要来源。公司拥有优秀的管理团队，具备雄厚的科技实力和成熟完善的管理经验，以“高、大、精、尖、新”工程著称于世。公司连续 10 年被评为全球十大房屋承建商、世界住宅工程建造商第一名。

根据《工程新闻记录》（ENR）统计显示，中国建筑总公司连续 4 年排名稳定在世界总承包第 7 的位置。

**表 6: ENR 统计显示, 自 05 年以来公司承包业务排名稳居世界前 10**

排名				公司名称
2005	2006	2007	2008	
1	1	1	1	VINCI, 法国
2	2	2	2	BOUYGUES, 法国
4	3	3	3	中国中铁股份有限公司
7	6	6	4	中国铁建股份有限公司
3	4	4	5	HOCHTIEF AG, 德国
8	5	5	6	ACS, 西班牙
7	6	7	7	中国建筑工程总公司
20	10	10	8	中国交通建设股份有限公司
8	5	17	9	FCC, 西班牙
5	8	8	10	Skanska AB, 瑞典

资料来源: 招商证券研发中心整理

05 年-08 年以来, 公司房屋建筑工程业务营业收入和分部利润分别保持了 22.0% 和 15.6% 的复合增长率。

2008 年, 公司房屋建筑工程业务的营业收入和分部利润为 1606 亿元和 36 亿元, 占公司营业收入总额和分部利润合计的 79.0% 和 41.7%。

**表 7: 房屋建筑工程业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细**

	2005 年度		2006 年度		2007 年度		2008 年度		05-08 年 CARG
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
营业收入	885	84.1%	1112	83.0%	1352	79.7%	1606	79.1%	22.0%
分部利润	23	55.5%	25	40.1%	37	36.3%	36	41.7%	15.6%

资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心整理

## (2) 房地产开发业务

公司是中国最大的房地产企业集团之一, 旗下的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。

房地产开发业务是公司的一大亮点, 在目前房地产复苏的背景下, 预计该业务将为公司贡献更多的利润。

05 年-08 年以来, 公司房地产开发业务营业收入和分部利润分别保持了 32.7% 和 38.8% 的复合增长率。

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 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%。

**表 8: 房地产开发业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细**

	2005 年度		2006 年度		2007 年度		2008 年度		05-08 年 CARG
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
营业收入	80.4	7.6%	117.9	8.8%	164.5	9.7%	188.0	9.3%	32.7%
分部利润	15.5	36.9%	32.9	51.8%	54.8	53.5%	41.6	48.0%	38.8%

资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心整理

### (3) 基础设施建设与投资业务

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，近年来实现了超常规、跨越式发展，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等项目。

随着“4万亿”投资规模大规模投向“铁公基”板块，基础设施进入建设高峰，作为我国大型的建筑央企，公司显然能够在基建市场大有作为。

2008 年度，公司基础设施建设与投资业务的营业收入和分部利润分别为 177 亿元和 5.7 亿元，分别占公司营业收入总额和分部利润合计的 8.7%和 6.6%。

05 年-08 年以来，公司基础设施建设与投资业务营业收入和分部利润分别保持了 43.9%和 43.3%的复合增长率，预计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 9：基础设施建设与投资业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细**

	2005 年度		2006 年度		2007 年度		2008 年度		05-08 年 CARG
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
营业收入	59.4	5.6%	78.4	5.8%	125.7	7.4%	177.0	8.7%	43.9%
分部利润	1.9	4.6%	3.2	5.0%	7.4	7.2%	5.7	6.6%	43.3%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

### (4) 设计勘察业务

公司是中国最大的综合建筑、市政勘察设计企业集团之一，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。

截至 2008 年 12 月 31 日，公司获得国家级、省部级以上优秀设计奖项 1339 项，其中国家级金银铜奖项目 27 项。参加国家级规范主编 32 项，参编 65 项，在中国建设标准规范、设计原创、科技创新等方面为行业发展做出了积极贡献。

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%。根据不完全统计，2008 年，公司的 7 家甲级设计院 2008 年权益净利润达到 1.8 亿元。

**表 10：基础设施建设与投资业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细**

单位	地址	控股比例	2008 年权益 净利润 (万元)
中国建筑东北设计研究院有限公司	沈阳	100%	2834
中国建筑西北设计研究院有限公司	西安	100%	3808
中国建筑西南设计研究院有限公司	成都	100%	6483
中国建筑西南勘察设计研究院有限公司	成都	100%	928
中国建筑北京设计研究院有限公司	上海	100%	1366
中国建筑上海设计研究院有限公司	北京	100%	2658
贵州中建建筑科研设计院有限公司	贵阳	100%	169
<b>合计</b>			<b>18245</b>

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

05年-08年以来，公司设计与勘察业务营业收入和分部利润分别保持了28.7%和51.4%的复合增长率，预计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 11: 基础设施建设与投资业务 05-08 年之营业收入及分部利润明细**

	2005 年度		2006 年度		2007 年度		2008 年度		05-08 年 CARG
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
营业收入	11.3	1.07%	14.3	1.06%	20.2	1.19%	24.0	1.18%	28.7%
分部利润	0.6	1.48%	0.9	1.38%	1.8	1.73%	2.2	2.50%	51.4%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

### (5) 国际工程承包业务

从国际工程承包的业务领域来看，基本上是在公司主营业务范围之内如工程设计、勘察、施工等业务，我们并不主张把他单独归为一类。

公司是我国最大的国际工程承包商，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%。2008年，公司国际营业额达35亿美元，约占中国对外承包企业完成海外营业额的6%。

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。在《工程新闻记录》(ENR) 225家最大国际承包商排名中，近二十年来长期雄踞中国公司榜首。

**表 12: 2008 年对外承包工程完成营业额、新签合同额前 10 企业明细**

企业名称	完成营业额	企业名称	新签合同额
1 华为技术有限公司	57	中国建筑工程总公司	65
2 中国建筑工程总公司	35	华为技术有限公司	59
3 中国机械设备进出口总公司	19	中国石油工程建设(集团)公司	40
4 中国水利水电建设集团公司	18	上海电气集团股份有限公司	39
5 国华国际工程承包公司	15	山东电力基本建设总公司	37
6 长城钻探工程有限公司	13	中国水利水电建设集团公司	36
7 上海振华港口机械股份有限公司	13	中国港湾工程有限责任公司	33
8 中国港湾工程有限责任公司	13	中国土木工程集团公司	28
9 中国土木工程集团公司	10	上海振华港口机械股份有限公司	27
10 四川东方电力设备联合公司	9	北京建工集团有限责任公司	24

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

**表 13: 公司 05-08 年以来海外收入及占比 (亿元)**

区域	2005		2006		2007		2008	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中国内地	872	83.3%	1128	84.7%	1451	86.2%	1769	87.6%
港澳台及海外	175	16.7%	204	15.3%	232	13.8%	252	12.4%
合计	1046	100.0%	1332	100.0%	1683	100.0%	2,021	100.0%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

从地区分部来看虽然港澳台及海外地区收入规模逐年增长，但其2008年收入占比较2006年下降2.86个百分点。这主要是由于中国内地经济快速增长，城市化进程以及基础设施建设投资快速增长，导致中国内地市场业务增速显著快于港澳台及海外地区。

凭借国际视野、稳健经营、持续发展的态度，在国内、国际市场上，凭借无可比拟的先天优势，

## 三、竞争优势及发展战略

### 1、竞争优势

#### (1) 龙头品牌效应突出，行业领导地位牢固

公司拥有的“中国建筑”和“中海地产”两个品牌位居中国同行业内最具影响力的品牌之列。“中国建筑”凭借优秀的质量、先进的技术和成熟的管理经验，在 2008 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。

#### (2) 经营业绩与盈利能力业内领先

公司是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 级企业的建筑类企业，同时也是中国盈利能力最好的建筑类企业之一，多年来盈利规模在同行业企业中名列前茅，而且还是市场化经营最早、市场化程度最高的建筑房地产综合企业集团，具备强大的市场营销能力。

#### (3) 海外经营历史久远，国际化经营模式成熟

公司是中国最大的国际承包商，也是开拓国际承包市场时间最早、国际工程承包业务最广、经营规模最大、影响最深的中国企业。

属地化成为国际化经营模式。公司将管理人员的属地化作为融入当地社会的重要工作，在海外聘请了不同国籍的管理人员，并搭建了有力的业务经营网络，在海外已基本实现属地化经营，与当地政府、企业、金融机构、工程咨询公司和其他社会团体建立了广泛深入的合作关系。

#### (4) 房地产开发综合实力雄厚，土地储备丰富

公司下属中国海外在“2009 年中国房地产公司 TOP10”排名中名列中国内地在香港上市的房地产公司综合实力第一名，中国房地产企业盈利能力第一，并于 2007 年作为唯一一家中资房地产股纳入恒生直属。

中国海外的优势：依托中海地产品牌优势实现全国性的战略布局和快速扩张，具有经验丰富的管理团队，以及 2373 万平方米的土地储备，在国内房地产公司中，土地储备排名居于前列。

依托建筑、设计、房地产开发专业协同优势以及更低的土地储备成本（600 元/平方米左右），公司另在着力打造“中建地产”的品牌，成效显著。其土地储备已经达到 1054 万平方米，同样也居于国内房地产公司前列。

#### (5) 一体化经营更趋完善，协同效应有效发挥

目前公司已形成了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等四个一体化经营格局，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，经营效率和盈利水平。

### **(6) 具有丰富行业及国际经验的管理团队，专业化的人才队伍**

公司是中国建筑类人才最丰富、整体人员技术及专业管理水平最高的企业之一，绝大部分高管具有海外工作经历，具有国际化视野、善于把握市场脉搏。

### **(7) 技术研发国内一流，专业技术实力雄厚**

公司拥有行业领先的科技研发实力，在建筑行业 10 余个专业领域具备核心竞争优势，拥有国家重点实验室 5 个，博士后工作站 3 个，是引导行业技术进步的重要力量。其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企业技术中心建设试点。截至 2008 年，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。

## **2、发展战略**

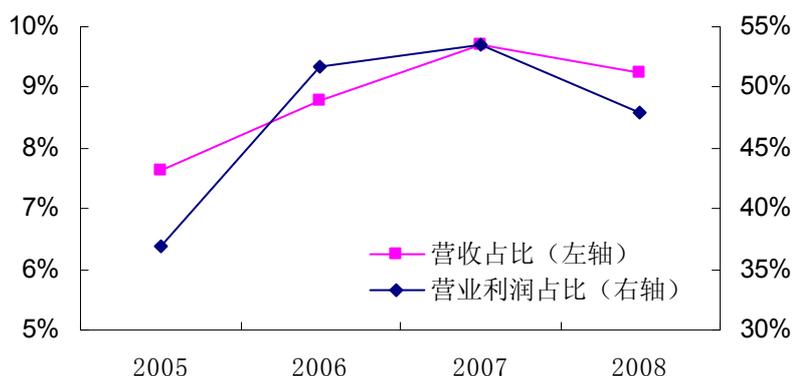
公司将进一步强化在中国建筑、房地产行业的领先优势，以“一最两跨”作为战略发展目标，即将公司建设成最具国际竞争力的建筑房地产综合企业集团，在 2010 年跨入世界五百强前三百强，跨入国际建筑房地产综合企业集团前三强。公司将积极履行社会责任，实现公司经营与社会经济可持续发展的协调统一。

## 四、地产之龙头，基建之新秀

### 1、地产之龙头

从目前的情况来看，房地产复苏对公司的影响巨大。从利润贡献来看，房地产业务以不到 10% 的收入，贡献了公司近 50% 的营业利润。

图 26：公司房地产营业收入及营业利润占比

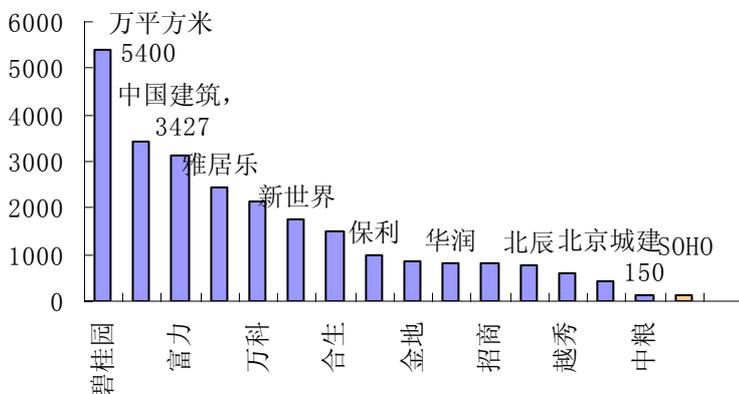


资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

公司作为建筑地产综合企业，房屋建设与房地产开发一体化优势明显。从房地产开发流程来看，从最初的拿地，到规划设计、施工，最后到物业竣工、交房、物业管理，公司都具有非凡的实力。这个一体化优势使得公司与单一专业房地产公司如万科相比，能获得更高的利润。

公司土地储备丰富，为房地产业务持续扩展壮大奠定了坚实的基础。截止 2008 年底，公司拥有土地储备达到 3427 万平方米，其中中海地产拥有约 2373 万平方米，中建地产 1054 万平方米。

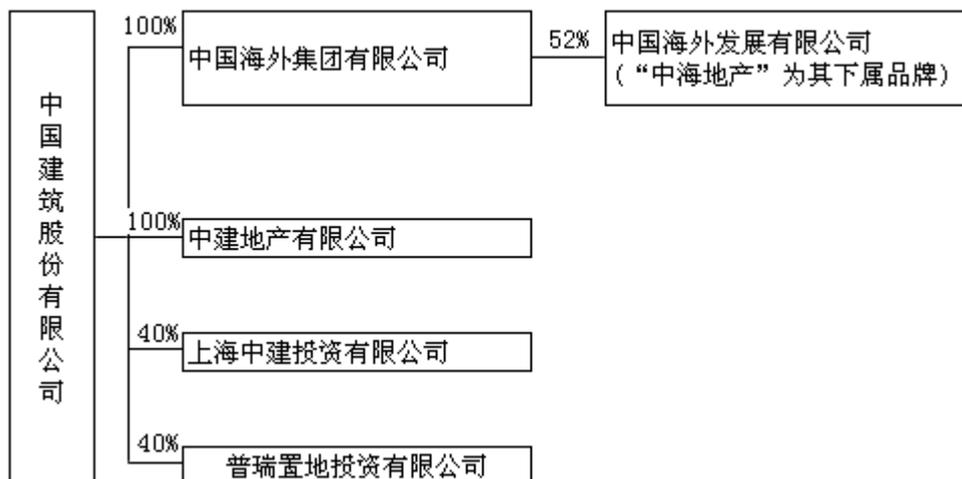
图 27：公司土地储备在内地房地产企业中名列前茅三



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

公司目前下属主要有两个地产品牌“中海地产”及“中建地产”。

图 28: 公司房地产业务结构



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

### (1) 中国海外<sup>1</sup>（品牌“中海地产”）——与万科“齐名”

#### 1) 品牌价值

“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。中海地产是目前国内最具品牌价值、最具开发实力的开发商，与万科同为中国房地产行业领军企业之一。

2008 中国房地产行业领导公司品牌显示，中海地产和万科的品牌价值分别达到了 98.91 亿元和 96.94 亿元，同比分别增加了 12.68 亿元和 5.22 亿元，占 2008 品牌的比重分别为 19.77%和 15.84%，分别位居全国房地产行业第一、第二名。在中国房地产行业的领导地位得到了进一步巩固。

表 14: 中海地产、万科自 2004 年以来的品牌价值明细

	2004	2005	2006	2007	2008	04-08 年 CARG
中海地产	26	33	48	86	99	39.7%
万科	22	32	48	92	97	44.3%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

表 15: 2008 年中国房地产 TOP10 排名，公司稳居前列

排名	综合实力	盈利性	稳健性	规模性	社会责任感
1	万科	中海	中海	万科	万科
2	中海	万科	万科	中海	中海
3	保利	保利	金科	保利	万达

资料来源：招商证券研发中心整理

#### 2) 土地储备

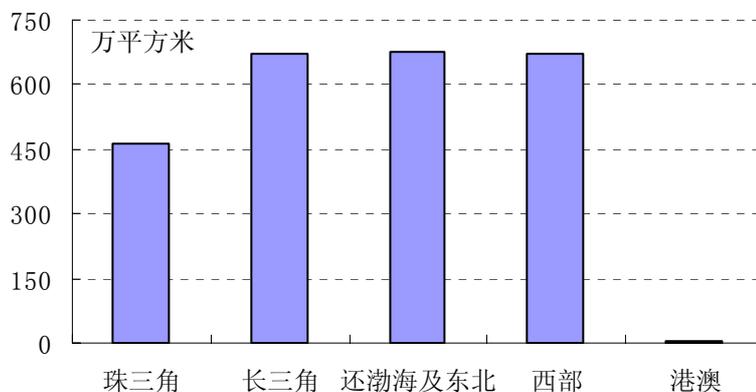
根据中国海外的 2008 年年报数据显示，在内地、香港共 22 个城市/地区拥有土地储备超过 2484 万平方米，其中，权益部分为 2177 万平方米，可满足未来四至五年保持

<sup>1</sup> 本节所采用的中海地产土地储备面积数据资料均来自中国海外发展有限公司（HK.0688）2008 年年报，其他章节来自招股说明书。敬请阅读末页的免责条款

盈利每年 20%以上增长的开发需要。

国内的土地储备分布于珠江三角洲、长江三角洲、环渤海及东北地区 and 西部地区等四个重要经济发展圈，按比例分别为 19%、27%、27%和 27%。

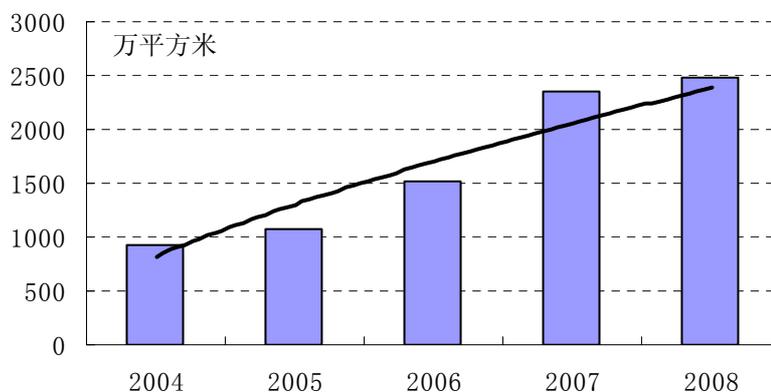
**图 29: 中国海外发展有限公司 (HK.00668) 之土地储备**



资料来源: 公司年报, 招商证券研发中心整理

自 2004 年以来, 中国海外土地储备由 934 万平方米增长为 2008 年的 2484 万平方米, 复合增长率达到了 28%。

**图 30: 中国海外发展有限公司 (HK.00668) 2004-2008 年土地储备明细**



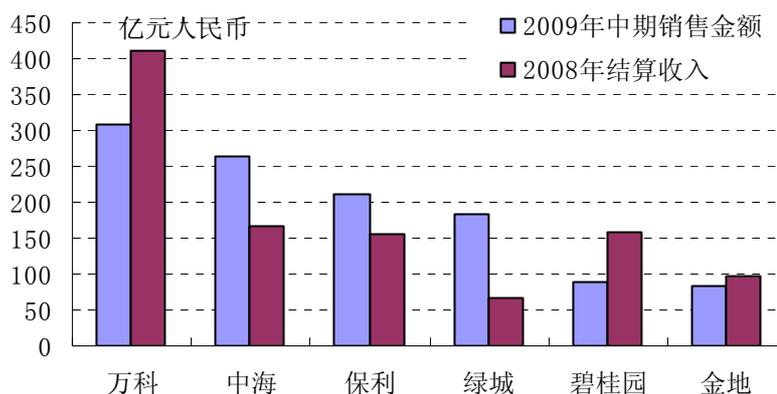
资料来源: 公司年报, 招商证券研发中心整理

### 3) 盈利能力强, 负债率低, 财务比较优势突出

根据统计, 2009 年上半年, 中海地产销售金额达到 263 亿元, 与万科、保利同上 200 亿元大关, 名列第二。

2008 年, 中海地产结算收入达到 167 亿元, 同样位列上市公司排名第二。

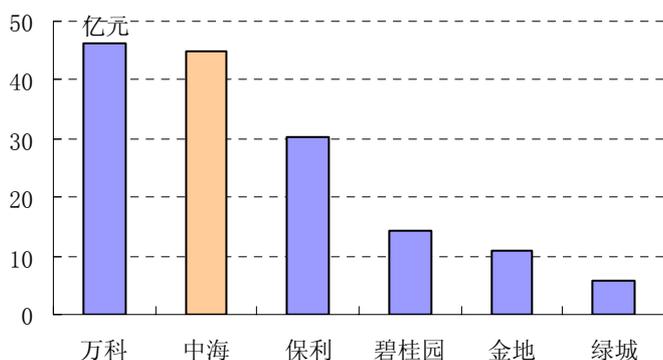
图 31: 中国海外发展有限公司08年营业收入、09年中期销售金额均列第二



资料来源: WIND, 招商证券研发中心整理

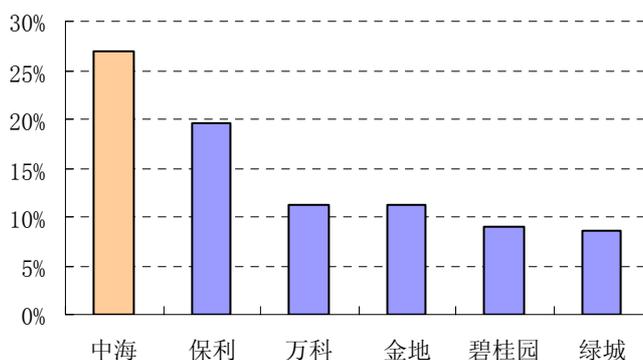
而从净利润、销售净利率、销售毛利率、净资产收益率 (ROE) 等 4 项指标来看, 公司均在 6 家主要上市房地产公司中排名靠前。

图 32: 主要上市房企净利润



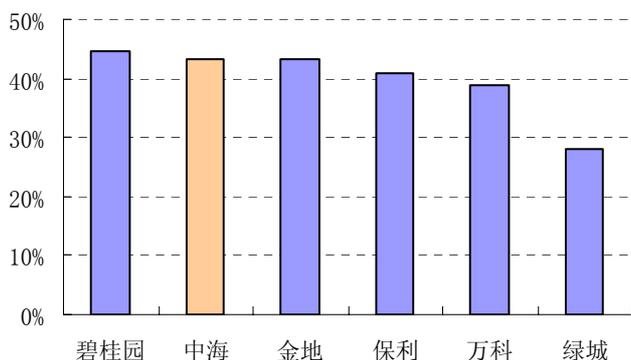
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 33: 主要上市房企销售净利率



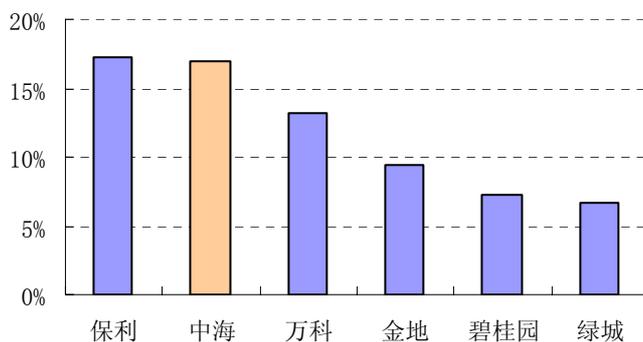
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 34: 主要上市房企销售毛利率



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

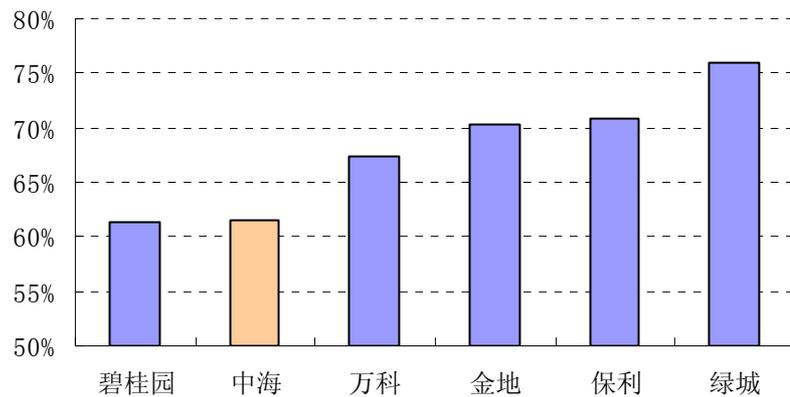
图 35: 主要上市房企净资产收益率 (ROE)



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

而从公司的资产负债率来看, 08 年仅为 61.6%, 在 6 家主要上市房企中第五, 负债率较低, 显示了公司良好的财务状况。

图 36: 中国海外发展有限公司（中海）资产负债率较低



资料来源: WIND, 招商证券研发中心整理

### (2) 中建地产—低成本土地储备，盈利空间更大

中建地产拥有国内外建筑工程承包、设计勘察、装饰园林与房地产开发投资一体化的业务链条，依托总公司拥有的多年建筑施工经验，对于房屋建筑整个流程有很强的成本管理能力，有利于降低房地产开发的成本。

中建地产在大型经济开发园区、新城区规划建设、旧城区改造、经济适用房开发等房地产业务的拓展方面具有突出的竞争优势。成功地创新了工程承包与房地产开发相结合的经营模式。

中建地产致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一。

我们认为，中建地产最大的优势是成本优势，尤其是低成本的土地储备是其最大的看点。

表 16: 中建地产土地储备相对较低

	面积 (万平方米)	价格 (元/平方米)
中海地产	2373	600
中建地产	1054	2500

资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心整理

## 2、基建之新秀

公司基础设施建设业务发展迅速。2005 年到 2008 年该业务收入年复合增长率高达 43.9%。2008 年，公司基础设施建设业务新签合同额为 378 亿元，收入为 177 亿元，分别比上年增长 15.3%和 40.8%。

表 17: 公司基建业务增长迅速

单位: 亿元	2005	2006	2007	2008	05-08 年 CARG
新签合同额	146	263	327	378	37.3%
基础设施建设与投资业务收入	59	78	126	177	43.9%
占总营业收入比重	5.64%	5.84%	7.41%	8.70%	-

资料来源: WIND, 招商证券研发中心整理

自 2004 年铁道部放开铁路建设投标资格后，公司开始进入铁路施工领域，并取得了良好的成绩。

表 18: 公司中标的重大铁路项目明细

工程名称	合同额	工期
新建铁路哈尔滨至大连客运专线土建工程 TJ-2 标段	92	2007 年 8 月至 2013 年 1 月
武广客运专线武汉站	39	2006 年 9 月至 2008 年 9 月
太中银铁路 ZQ-V 标段	33	2006 年 9 月至 2010 年 1 月
石家庄至武汉铁路客运专线（河南段）站前工程施工项目	25	2008 年 10 月至 2011 年 12 月
龙口 - 烟台地方铁路	13	2007 年 5 月至 2009 年 11 月
京沪高铁南京南站	40	2008 年 7 月至 2011 年 10 月

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

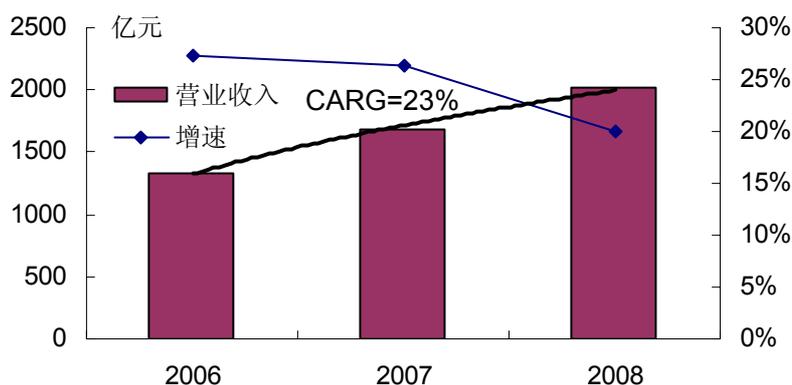
我们认为，尽管目前公司基础设施建设所取得合同额偏低，随着公司 IPO 募集资金的到位，公司技术、设备能力将得到进一步加强，预计未来将获取更多的基建合同。

## 五、公司经营分析

### 1、主营业务增长迅猛，经营效率与盈利能力稳步提升

2008 年公司营业收入达到 2021 亿元，同比增长 20%，提前两年实现公司十一五规划“营业收入超过 2000 亿元”的目标。2006 年至 2008 年，公司营业收入复合增长率达到 23%。

图 37：公司营业收入保持稳健增长



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

自 2005 年以来公司的毛利率呈显著上升态势，受国际金融风暴影响以及房地产市场调整的影响，毛利率有所下降，我们认为，09 年随着我国经济逐渐走出低谷，公司毛利率将会回升至正常水平。

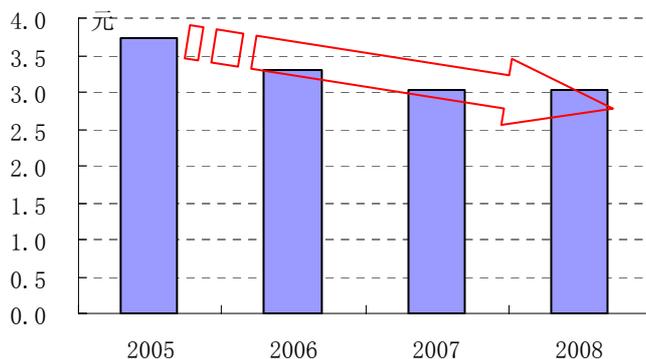
与此同时，公司的管理效率明显提高。百元收入管理理由 2005 年的 3.74 元下降至 2008 年的 3.03 元，下降幅度达到 19%。

图 38：公司毛利率呈上升态势



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

图 39：公司百元收入管理费逐年下降至 08 年的 3.03 元



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

### 2、资产负债结构日趋稳健

我们从资产负债率、EBITDA、总债务资本、债务结构等四个方面来考察公司的负债结

构，可以发现，公司目前的负债结构日趋稳健。

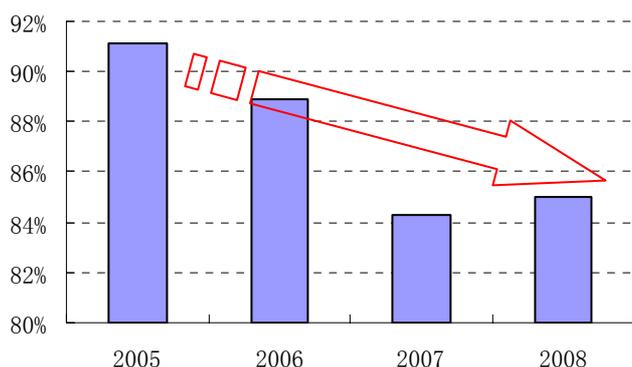
资产负债率：由 2005 年的 91% 下降到 2008 年的 85%，下降了 6 个百分点。

EBITDA：由 2005 年的 4.6 到 2008 年的 4.1，基本保持了稳定。

总债务资本：由 2005 年的 70% 下降到 2008 年的 65%，下降了 5 个百分点。

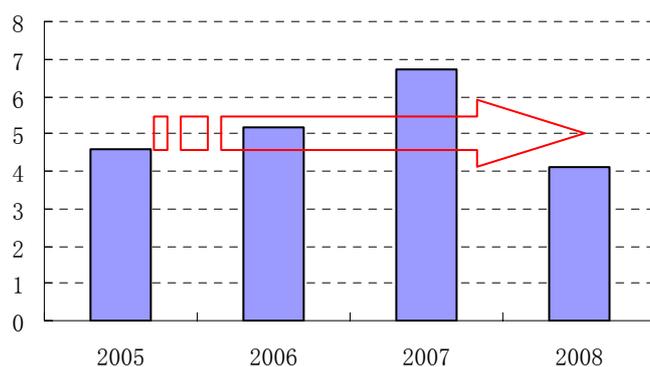
债务结构：公司长期债务成本由 2005 年的 38% 上升到 2008 年的 61%，上升了 23 个百分点。

图 40：资产负债率呈下降趋势



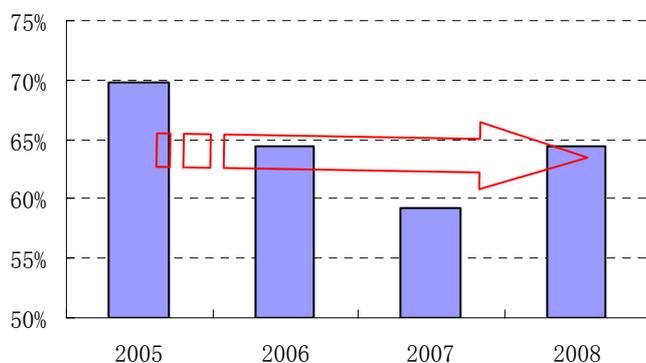
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

图 41：EBITDA 基本保持稳定



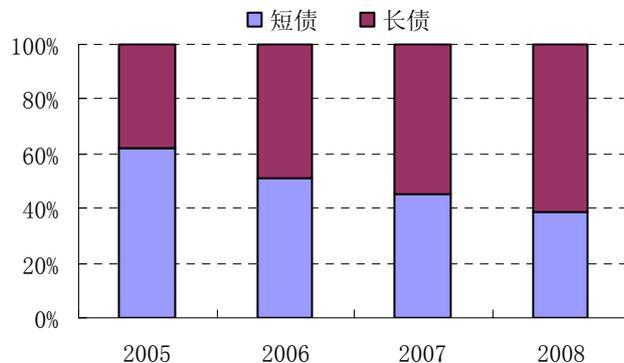
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

图 42：总债务资本基本保持平稳



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

图 43：债务结构优化，长债比例较高



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

我们预计，随着公司 IPO 募集资金的到位，未来公司的资产负债结构将进一步优化，届时资产负债率将下降到 70% 左右，为公司的发展提供良好的财务支持。

## 六、募集资金项目分析

公司拟发行不超过 120 亿股 A 股，拟不低于募集 405.1 亿元的资金将在扣除发行费用后用于以下项目：

**表 19：拟募集资金投向及使用进度明细**

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	84.9	65.4	13.2	6.3	-
1	国内工程承包项目	43.7	32.5	7.7	3.5	-
2	国外工程承包项目	41.2	32.9	5.5	2.8	-
(二)	普通住宅类房地产开发项目	80.0	39.8	22.6	11.6	6.0
1	长沙市含浦住宅项目	7.0	4.0	2.0	1.0	-
2	济南中建文化城住宅项目	3.0	3.0	-	-	-
3	岳阳彩虹阁住宅项目	0.4	0.4	-	-	-
4	天津阳光金地住宅项目	1.0	1.0	-	-	-
5	惠州中天彩虹城住宅项目	3.0	2.0	1.0	-	-
6	三河北欧小镇住宅项目	1.0	1.0	-	-	-
7	北京颐合天地住宅项目	2.3	2.3	-	-	-
8	福州好来·屋住宅项目	0.7	0.7	-	-	-
9	福州中辉新苑住宅项目	0.6	0.6	-	-	-
10	成都人居大源住宅项目	3.0	2.5	0.5	-	-
11	青岛千智广场住宅项目	1.1	1.1	-	-	-
12	长沙中建桂苑住宅项目	1.0	1.0	-	-	-
13	天津天赐园住宅项目	0.6	0.6	-	-	-
14	都匀银湖星城住宅项目	1.8	0.7	0.7	0.4	-
15	惠州中天山水雅园住宅项目	3.5	1.8	1.7	-	-
16	武汉关山住宅项目	6.9	2.0	2.9	2.0	-
17	成都斑竹园住宅项目二期	0.6	0.6	-	-	-
18	天津绮景家园住宅项目	0.6	0.6	-	-	-
19	深圳龙岗万鑫商城住宅项目	1.5	0.7	0.8	-	-
20	长沙华欣公寓住宅项目二期	0.2	0.2	-	-	-
21	北京怀柔安丽家园住宅项目	4.2	2.2	2.0	-	-
22	河北雄县温泉花园住宅项目	4.8	1.8	1.8	1.2	-
23	扬州江阳路住宅项目	4.2	2.0	2.2	-	-
24	潍坊康居花园住宅项目	27.0	7.0	7.0	7.0	6.0
(三)	购置施工机械设备	70.0	30.0	25.0	15.0	-
(四)	基础设施投资项目	104.2	48.1	31.9	19.0	5.3
1	太中银铁路项目	10.0	5.0	5.0	-	-
2	山东龙烟铁路项目	3.0	1.4	0.7	0.7	0.3
3	山西宁静-镇城底、岚县地方铁路项目	4.1	2.4	1.7	-	-
4	长沙道路建设项目	8.0	8.0	-	-	-
5	吉林市经济开发区基础设施项目	2.5	1.5	1.0	-	-
6	无锡太湖新城道桥项目	2.3	2.3	-	-	-
7	宜宾港志诚作业区项目	2.5	1.5	1.0	-	-
8	石武客运专线项目	50.0	15.0	15.0	15.0	5.0
9	阳孟高速公路项目	9.8	5.0	3.5	1.3	-
10	湘潭两路一桥项目	12.0	5.0	5.0	2.0	-
(五)	钢结构加工基地项目	6.0	3.0	3.0	-	-
(六)	补充公司流动资金	60.0	60.0	-	-	-
	<b>合计</b>	<b>405.1</b>	<b>246.3</b>	<b>95.7</b>	<b>51.8</b>	<b>11.3</b>

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

## 1、用于重大工程承包项目的流动资金

随着公司承包重大工程项目尤其是重大基建项目的增多，这些项目前期投入大、施工过程长、竣工结算慢、质量保证期长等特点，需要发行人增加流动资金的投入。本次募集的资金将有效地缓解这种情况。

## 2、普通住宅类房地产开发项目

公司拟调整公司房地产开发业务的投资结构，增加对普通住宅项目的开发与投资，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，本次募集资金将使得公司房地产业务发展更为迅猛和稳健。

**表 20：募集资金拟投向房地产项目明细**

项目	总投入资金 (亿元)	占地面积 (万平)	规划面积 (万平)	可售面积 (万平)	土地成本 (亿元)	内部收 益率
1 长沙市含浦住宅项目	7.0	15	35.5	31.0	1.0	16.0%
2 济南中建文化城住宅项目	3.0	4	11.4	8.8	0.5	16.2%
3 岳阳彩虹阁住宅项目	0.4	0	2.2	1.9	0.1	14.4%
4 天津阳光金地住宅项目	1.0	1	2.9	2.9	0.4	13.8%
5 惠州中天彩虹城住宅项目	3.0	9	46.0	36.0	0.3	13.6%
6 三河北欧小镇住宅项目	1.0	11	16.9	16.3	0.7	13.9%
7 北京颐合天地住宅项目	2.3	29	30.6	29.1	1.1	12.3%
8 福州好来·屋住宅项目	0.7	4	8.9	8.6	0.6	13.1%
9 福州中辉新苑住宅项目	0.6	4	6.2	6.1	0.2	14.8%
10 成都人居大源住宅项目	3.0	3	18.0	14.9	0.4	14.8%
11 青岛千智广场住宅项目	1.1	3	8.4	7.3	0.1	15.5%
12 长沙中建桂苑住宅项目	1.0	5	13.5	11.3	0.2	15.9%
13 天津天赐园住宅项目	0.6	3	10.2	0.0	0.7	14.2%
14 都匀银湖星城住宅项目	1.8	11	40.3	32.9	0.5	14.6%
15 惠州中天山水雅园住宅项目	3.5	20	32.9	33.0	1.4	13.8%
16 武汉关山住宅项目	6.9	9	22.7	0.0	1.7	14.3%
17 成都斑竹园住宅项目二期	0.6	3	1.5	1.5	0.6	15.7%
18 天津绮景家园住宅项目	0.6	1.80	2.0	0.0	0.3	15.2%
19 深圳龙岗万鑫商城住宅项目	1.5	4	18.7	15.4	1.2	15.5%
20 长沙华欣公寓住宅项目二期	0.2	0	2.9	2.5	0.1	15.0%
21 北京怀柔安丽家园住宅项目	4.2	5	15.5	15.2	2.0	16.1%
22 河北雄县温泉花园住宅项目	4.8	18	39.1	38.1	0.3	13.1%
23 扬州江阳路住宅项目	4.2	5	10.5	8.9	1.7	15.6%
24 潍坊康居花园住宅项目	27.0	119.0	255.3	256.0	16.2	14.1%
<b>合计</b>	<b>80.0</b>	<b>286.5</b>	<b>652.2</b>	<b>577.5</b>	<b>32.2</b>	

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

## 3、购置施工机械设备

本次募集的资金将有效地提升公司的施工机械设备水平，有利于提高公司的中标率，减少施工风险、降低设备租赁费用，有利于公司进一步扩大市场占有率和拓展新业务领域

域，将给公司带来显著的经济效益和良好的回报。

#### 4、基础设施投资项目

通过拟募集资金增加在基础设施领域的投资，不但能够为发行人带来长期稳定收益，而且可以与建筑、房地产业务形成优势互补，最终达到平衡经济与产业周期波动、分散公司经营风险、实现公司业绩持续稳定增长的目标。

**表 21：募集资金拟投向基建项目明细**

项目	总投资 (亿元)	工期 (年)	经营期限 (年)	内部收益率	备注
1 太中银铁路项目	10.0	4.5	25	10.80%	BOT
2 山东龙烟铁路项目	3.0	3	30	11.60%	BOT
3 山西宁静-镇城底、岚县地方铁路项目	4.1	3	20	10.50%	BOT
4 长沙道路建设项目	8.0	2	3	14.00%	BT，每半年向项目公司结算并支付工程建设安装费用及利息
5 吉林市经济开发区基础设施项目	2.5	2.7	5	10.50%	回购期自工程验收之日起五年
6 无锡太湖新城道桥项目	2.3	2	4	11.20%	回购期为四年
7 宜宾港志诚作业区项目	2.5	3		10.20%	
8 石武客运专线项目	50.0	4		10.20%	
9 阳孟高速公路项目	9.8	3	30	12.20%	
10 湘潭两路一桥项目	12.0			13.60%	

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心整理

#### 5、钢结构加工基地项目

从目前大型基础设施如铁路车站、航站楼等建筑物的构造来看，越来越多地使用钢结构，本次公司募集资金投向钢结构加工基地，将使得公司在承接这类工程更具实力。

#### 6、补充公司流动资金

本次募集资金中的 60 亿元的金额用于补充本公司的一般性流动资金，并有效地改善公司的负债结构，降低公司的财务费用。

## 七、盈利预测及估值

### 1、盈利预测

从各个季度的数据来看,公司的各项经营指标均出现均大程度的好转:毛利率有所提升,实际税率大幅下降,归属于母公司净利润大幅提升等。

**表 22: 公司各季度业绩回顾**

(亿元)	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
营业收入	580	370	582	460	609	437
营业毛利	93	45	76	45	63	53
营业费用	3	1	2	4	1	1
管理费用	1	15	13	15	18	15
财务费用	0	0	0	0	4	4
投资收益	2	0	1	0	2	1
营业利润	63	10	33	5	19	19
归属母公司净利润	32	3	15	6	3	8
EPS (元)	0.11	0.01	0.05	0.02	0.01	0.03
<b>主要比率</b>						
毛利率	16.1%	12.1%	13.0%	9.9%	10.4%	12.2%
营业费用率	0.5%	0.3%	0.3%	0.9%	0.2%	0.3%
管理费用率	0.2%	4.1%	2.2%	3.3%	3.0%	3.4%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%
三项费用率	0.6%	4.4%	2.6%	4.1%	3.8%	4.6%
营业利润率	10.9%	2.8%	5.6%	1.1%	3.1%	4.3%
有效税率	23.8%	37.7%	27.5%	29.7%	40.2%	22.5%
净利率	8.4%	1.7%	4.2%	1.3%	1.6%	3.4%
<b>YoY</b>						
收入	-	-	-	-	5%	18%
归属母公司净利润	-	-	-	-	-91%	145%

资料来源:招股说明书,招商证券研发中心

上述数据的好转,均为09年公司业绩大幅好转奠定了良好的基础。我们预计,公司09-11年的营业收入分别为2587亿元、2828亿元、3393亿元,同比增长28.0%、26.5%、22.7%。

**表 23: 公司分项业务预测**

收入(亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	1183	1464	1774	2262	2828	3393
房地产开发与投资	118	164	188	260	371	539
提供劳务收入	28	52	51	54	59	62
其他业务收入	3	3	7	11	15	22
合计	1332	1683	2021	2587	3274	4016
<b>收入(YOY)</b>						
建造	-	23.7%	21.2%	27.5%	25.0%	20.0%
房地产开发与投资	-	39.0%	14.4%	38.0%	43.0%	45.0%
提供劳务收入	-	82.5%	-0.9%	5.0%	10.0%	5.0%
其他业务收入	-	22.6%	121.4%	55.0%	35.0%	45.0%
合计	-	27.3%	26.4%	28.0%	26.5%	22.7%

毛利 (亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	93	113	131	169	212	256
房地产开发与投资	38	85	84	126	182	269
提供劳务收入	6	12	13	15	17	18
其他业务收入	1	1	1	1	2	2
<b>合计</b>	<b>138</b>	<b>211</b>	<b>229</b>	<b>310</b>	<b>412</b>	<b>546</b>
毛利 (YOY)						
建造	-	21.3%	16.1%	28.2%	25.8%	20.8%
房地产开发与投资		125.0%	-1.6%	50.5%	44.5%	47.8%
提供劳务收入		95.1%	10.0%	13.4%	13.4%	10.2%
其他业务收入		4.3%	-26.8%	44.8%	31.8%	43.6%
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>52.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>35.6%</b>	<b>32.8%</b>	<b>32.4%</b>
毛利率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
建造	7.9%	7.7%	7.4%	7.5%	7.5%	7.6%
房地产开发与投资	32.0%	51.7%	44.5%	48.5%	49.0%	50.0%
提供劳务收入	21.5%	22.9%	25.5%	27.5%	28.4%	29.8%
其他业务收入	40.0%	34.0%	11.2%	10.5%	10.3%	10.2%
<b>综合毛利率</b>	<b>10.4%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.6%</b>

资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

预计 09-11 年实现净利润 46 亿元、73 亿元、109 亿元, 同比增长 66%、60%、48%。  
 摊薄后基本每股收益 0.15 元、0.24 元、0.36 元。

表 24: 盈利预测简表

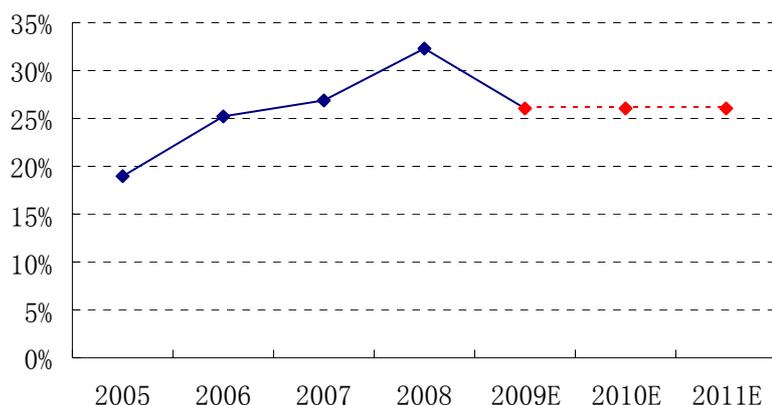
单位: 亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1683	2021	2587	3274	4016
营业成本	1472	1792	2276	2861	3470
营业税金及附加	64	77	98	124	153
营业费用	6	8	10	13	16
管理费用	37	61	85	98	120
财务费用	12	14	18	18	18
资产减值损失	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(1)	0	0	0
投资收益	7	3	5	6	7
<b>营业利润</b>	<b>94</b>	<b>67</b>	<b>104</b>	<b>165</b>	<b>246</b>
营业外收入	3	3	3	4	5
营业外支出	1	1	1	2	2
<b>利润总额</b>	<b>97</b>	<b>69</b>	<b>106</b>	<b>167</b>	<b>249</b>
所得税	26	22	28	44	65
净利润	71	46	78	124	184
少数股东损益	21	19	32	51	75
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>49</b>	<b>27</b>	<b>46</b>	<b>73</b>	<b>109</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.09</b>	<b>0.15</b>	<b>0.24</b>	<b>0.36</b>

资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

08 年, 实际所得税率出现了较大幅度的上涨, 主要原因: 一是由于国际金融风暴的影响, 海外业务出现较大亏损, 这些亏损并不能在税前抵扣; 二是公司控股子公司中国海外在香港上市, 两地计税方式有较大差别。

预计 09 年这种情况将有所好转, 实际所得税率将回复到正常水平。

图 44: 预计公司实际所得税率将下降到正常水平



资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心整理

## 2、估值

综合 DCF、市盈率法两种估值方法, 我们认为, 公司股票价值合理区间为 3.4-4.4 元, 对应 09 年 EPS 为

### (1) DCF 估值

我们采用三阶段 FCF 方法。第一阶段为显性期 (2009-2011), 第二阶段为半显性期 (2012~2018), 第三阶段 (2019 年及以后) 为永续阶段。

按照我们的分析预测, 显性期 (2009-2011), 公司主营业务收入增速分别为 28.0%、26.5%、22.7%; 我们假设: 半显性期 (2012~2018), 主营业务收入增速从 2011 年的 22.7% 下降至 2017 年的 1%; 永续阶段 (2019 年以后): 永续增长率为 0%。

表 25: 各年自由现金流量预测

单位: 百万元	显性预测期			半显性预测期						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>EBIT</b>	116	181	261	224	246	264	278	287	293	297
所得税税率	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26
<b>NOPLAT</b>	86	134	193	166	182	195	206	212	217	220
折旧与摊销	20	24	25	28	30	32	35	37	37	35
坏账准备	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本增加	-236	-193	-211	-128	-125	-96	-74	-46	-32	-16
资本支出	-30	-25	-40	-50	-35	-45	-55	-45	-25	-25
<b>FCF</b>	(160)	(60)	(32)	16	53	86	112	158	197	214
现金流增长率		-63%	-46%	-149%	236%	63%	30%	41%	25%	8%
折现年数	0.2	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2	7.2	8.2	9.2
折现因子	0.98	0.89	0.81	0.73	0.66	0.60	0.54	0.49	0.44	0.40
<b>FCF 现值</b>	<b>-158</b>	<b>-53</b>	<b>-26</b>	<b>11</b>	<b>35</b>	<b>52</b>	<b>61</b>	<b>78</b>	<b>88</b>	<b>86</b>

资料来源: 招商证券研发中心

公司股票价值估值区间为 3.5-4.4 元。我们取 7 年期国债利率为无风险利率, 即 3.5%; 设定风险溢价为 7.0%; 公司的贝塔值按分部业务同类上市公司如宏润建设、中国中铁、

中国铁建、中铁二局、万科 A、金地集团、保利地产等贝塔值加权为 1.1。运用 DCF 法估值，公司股票价值估值区间为 3.5-4.4 元。

**表 26: DCF 参数选取及估值结果**

WACC 计算		企业估值		
项目		项目	价值 (亿元)	占总价值比例
无风险利率	3.5%	显性/半显性预测价值	171	10%
权益 Beta	1.1	终值价值	813	47%
风险溢价	7.0%	企业核心评估价值 AEV	984	57%
权益成本 Ke	11.2%	加: 非核心资本	728	43%
所得税税率	26%	企业总价值	1712	100%
债务成本 Kd	4.4%	减: 借款	359	
当期债务权益比 D/E	11%	减: 少数股东权益	182	
WACC	10.5%	权益评估价值	1171	
名义长期增长率	0	<b>每股权益价值 (元)</b>	<b>3.9</b>	

资料来源: 权益 Beta 计算来自 wind 资讯

**表 27: 公司内在价值的敏感性分析**

每股 内在价值		加权资本成本 Wacc				
		9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
永续增长率 g	-1.0%	4.2	3.9	3.6	3.4	3.2
	-0.5%	4.4	4.0	3.8	3.5	3.3
	0.0%	4.5	4.2	3.9	3.6	3.4
	0.5%	4.7	4.4	4.1	3.8	3.5
	1.0%	5.0	4.6	4.2	3.9	3.6

资料来源: 招商证券研发中心

## (2) 市盈率法估值

由于公司主要利润来源分为房屋建筑等施工业务及房地产开发投资业务，因此，我们对其进行分部盈利预测及分项估值。

**表 28: 公司各业务分部的利润贡献**

单位 (元)	2009E	2010E	2011E
基本每股收益 EPS	0.15	0.24	0.36
其中:			
房地产	0.07	0.11	0.19
施工业务	0.08	0.13	0.17

资料来源: 招商证券研发中心

我们采用分部估值方法: 给予建筑业务 09 年 EPS20-25 倍的 PE、房地产业务 25-30 倍的 PE, 目标价 3.4-4.1 元。

**表 29: 公司各业务分部的利润贡献**

单位 (元)	2009E	对应 PE 范围	对应股价区间
基本每股收益 EPS	0.15	23-27	<b>3.4-4.1</b>
其中:			
房地产	0.07	25-30	1.8-2.1
施工业务	0.08	20-25	1.6-2.0

资料来源: 招商证券研发中心

**表 30: A 股建筑类上市公司估值情况**

证券代码	证券简称	前 20 日收盘均价 (090716)	EPS			PE	
			08A	09E	10E	09E	10E
600820.SH	隧道股份	13.26	0.43	0.55	0.62	21	25
600170.SH	上海建工	16.80	0.42	0.48	0.53	32	35
600263.SH	路桥建设	9.66	0.24	0.31	0.39	25	31
600528.SH	中铁二局	14.72	0.32	0.44	0.57	26	34
600496.SH	精工钢构	8.72	0.36	0.47	0.60	16	20
600512.SH	腾达建设	6.14	0.08	0.22	0.27	23	28
600039.SH	四川路桥	8.42	0.05	0.10	0.16	52	82
600284.SH	浦东建设	14.14	0.39	0.49	0.72	19	29
600970.SH	中材国际	35.70	1.86	1.59	2.00	18	22
002060.SZ	粤水电	8.08	0.32	0.36	0.46	18	23
002062.SZ	宏润建设	20.96	1.28	1.03	1.22	16	19
002081.SZ	金螳螂	20.28	0.98	0.81	1.00	21	25
002135.SZ	东南网架	11.70	0.14	0.29	0.40	31	42
601390.SH	中国中铁	6.88	0.05	0.28	0.37	19	25
601186.SH	中国铁建	10.39	0.32	0.47	0.63	17	22
002140.SZ	东华科技	28.24	0.84	0.90	1.10	26	32
002051.SZ	中工国际	19.75	0.76	0.90	1.12	18	22
600491.SH	龙元建设	9.64	0.31	0.47	0.61	17	21
<b>合计</b>			<b>0.51</b>	<b>0.56</b>	<b>0.71</b>	<b>23</b>	<b>30</b>

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

**表 31: A 股主流房地产开发上市公司估值情况**

证券代码	证券简称	前 20 日收盘均价 (090716)	EPS			PE	
			08A	09E	10E	09E	10E
600048.SH	保利地产	29.71	0.91	0.92	1.19	32	25
600246.SH	万通地产	13.83	1.04	0.56	0.59	27	22
600325.SH	华发股份	23.48	0.88	0.90	0.96	26	23
600376.SH	首开股份	26.1	0.70	0.78	0.89	33	28
600383.SH	金地集团	17.79	0.50	0.51	0.60	35	30
600533.SH	栖霞建设	8.3	0.19	0.23	0.32	33	25
600641.SH	万业企业	11.21	0.83	0.51	0.49	24	23
600663.SH	陆家嘴	28.15	0.47	0.55	0.62	53	47
600748.SH	上实发展	20.27	0.34	0.40	0.44	52	46
600823.SH	世茂股份	18.74	0.13	0.30	0.46	62	40
601588.SH	北辰实业	7.14	0.13	0.27	0.21	27	34
000002.SZ	万科 A	14.44	0.37	0.44	0.54	31	26
000006.SZ	深振业 A	14.45	0.30	0.71	0.78	21	18
000024.SZ	招商地产	36.9	0.94	0.99	1.24	38	30
000402.SZ	金融街	15.43	0.43	0.50	0.58	31	25
000667.SZ	名流置业	8.54	0.24	0.22	0.31	38	27
002133.SZ	广宇集团	10.87	0.24	0.34	0.41	31	24
002146.SZ	荣盛发展	18.16	0.46	0.67	0.84	26	21
002208.SZ	合肥城建	15.94	0.53	0.75	0.84	21	19
002244.SZ	滨江集团	17.79	0.61	0.56	0.74	31	23
<b>合计</b>			<b>0.51</b>	<b>0.56</b>	<b>0.65</b>	<b>34</b>	<b>28</b>

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

## 八、投资建议及风险提示

### 1、投资建议

随着我国城市化的快速发展，“十一五”规划加大了交通基础设施的大力投资，“4万亿”投资计划更进一步促进铁路、公路等基础设施建设投资加速，基建领域市场空间巨大。本次募集资金后，公司将在基建领域市场大有所为。

房地产复苏同样也超预期，公司下属“中海地产”为国内地产龙头，未来业绩可能随着中国房地产市场再次走向繁荣而飙涨。

**我们给予公司“A”的长期投资评级。**

综合 DCF、PE 方法估值结果，公司合理估值区间为 3.4-4.4 元。

### 2、风险提示

我们认为公司主要风险在于：公司房屋施工业务占比过大，基建施工业务占比偏小有待进一步培育。

目前公司房屋施工业务占到 79.1%的比重，基建施工业务仅占 8.7%。

一般而言，房屋施工业务由于门槛较低，导致毛利率偏低，并且容易受到业主资金回笼速度的影响。而基建业务门槛较高，毛利率较高，而且业主一般为政府部门，这就使得现在的基建业务成为目前建筑市场的高端市场。

因此，我们认为，公司基建业务还有待培育。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	1429	1749	2589	3000	3444
现金	260	342	621	518	418
交易性投资	1	0	1	1	0
应收票据	2	2	3	3	4
应收款项	309	331	423	536	657
其它应收款	95	106	135	170	209
存货	441	571	911	1145	1389
其他	322	397	496	626	766
<b>非流动资产</b>	230	292	270	282	306
长期股权投资	38	34	54	54	54
固定资产	71	83	127	131	149
无形资产	29	32	28	26	23
其他	92	144	61	71	81
<b>资产总计</b>	<b>1659</b>	<b>2042</b>	<b>2859</b>	<b>3281</b>	<b>3750</b>
<b>流动负债</b>	1133	1337	1553	1864	2183
短期借款	125	140	70	70	70
应付账款	476	542	729	916	1111
预收账款	209	283	364	458	556
其他	323	372	390	420	446
<b>长期负债</b>	267	398	531	541	541
长期借款	157	229	264	274	274
其他	110	169	268	268	268
<b>负债合计</b>	<b>1399</b>	<b>1735</b>	<b>2084</b>	<b>2405</b>	<b>2724</b>
股本	180	180	300	300	300
资本公积金	(58)	(61)	227	227	227
留存收益	6	35	66	117	193
少数股东权益	132	153	182	232	306
母公司所有者权益	128	154	594	645	720
<b>负债及权益合计</b>	<b>1659</b>	<b>2042</b>	<b>2859</b>	<b>3281</b>	<b>3750</b>

**现金流量表**

单位: 亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	(13)	26	(132)	(34)	8
净利润			46	73	108
折旧摊销			20	24	25
财务费用			18	18	18
投资收益			(5)	(6)	(7)
营运资金变动			(236)	(193)	(211)
其它			25	50	75
<b>投资活动现金流</b>	(41)	(81)	2	(35)	(49)
资本支出			(30)	(25)	(40)
其他投资			32	(10)	(9)
<b>筹资活动现金流</b>	147	142	410	(34)	(59)
借款变动			(73)	0	(15)
普通股增加			120	0	0
资本公积增加			288	0	0
股利分配			(14)	(22)	(32)
其他			89	(12)	(11)
<b>现金净增加额</b>	<b>93</b>	<b>87</b>	<b>280</b>	<b>(103)</b>	<b>(100)</b>

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的免责条款

**利润表**

单位: 亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	1683	2021	2587	3274	4016
营业成本	1472	1792	2277	2862	3472
营业税金及附加	64	77	98	124	153
营业费用	6	8	10	13	16
管理费用	37	61	91	98	120
财务费用	12	14	18	18	18
资产减值损失	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(1)	0	0	0
投资收益	7	3	5	6	7
<b>营业利润</b>	94	67	98	163	243
营业外收入	3	3	3	4	5
营业外支出	1	1	1	2	2
<b>利润总额</b>	97	69	100	166	246
所得税	26	22	26	43	64
<b>净利润</b>	71	46	74	123	182
少数股东损益	21	19	28	50	74
<b>母公司所有者净利润</b>	49	27	46	73	108
<b>EPS (元)</b>	0.16	0.09	0.15	0.24	0.36

**主要财务比率**

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>年成长率</b>					
营业收入	26%	20%	28%	27%	23%
营业利润	98%	-29%	46%	67%	49%
净利润	104%	-44%	66%	60%	48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.5%	11.3%	12.0%	12.6%	13.5%
净利率	2.9%	1.4%	1.8%	2.2%	2.7%
ROE	38.4%	17.8%	7.7%	11.3%	15.0%
ROIC	13.5%	7.4%	7.5%	10.9%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.3%	85.0%	72.9%	73.3%	72.6%
净负债比率	19.1%	21.1%	12.5%	10.9%	9.2%
流动比率	1.3	1.3	1.7	1.6	1.6
速动比率	0.9	0.9	1.1	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.1	3.5	3.1	2.8	2.7
应收帐款周转率	5.8	6.3	6.9	6.8	6.7
应付帐款周转率	3.5	3.5	3.6	3.5	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.16	0.09	0.15	0.24	0.36
每股经营现金	-0.04	0.09	-0.44	-0.11	0.03
每股净资产	0.43	0.51	1.98	2.15	2.40
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.07	0.11
<b>估值比率</b>					
PE	24.4	43.7	26.4	16.5	11.1
PB	9.4	7.8	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.4	18.3	12.6	8.3	6.0

## 分析师简介

**王小勇**，重庆建筑大学技术经济及管理学硕士，水电建筑工程学士，4年相关行业工作经验。主要研究建筑工程、建材行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，看好铁路基建、城市轨道交通子行业。

## 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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责声明

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。