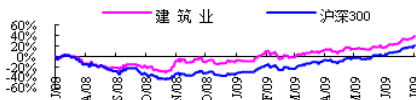


建筑、地产
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
建筑%	19.5	22.1	40.2
沪深 300 %	19.6	29.4	21.9

重要数据

2009.7.15

国家股 (亿股)	180
拟发行 A 股 (亿股)	120
募集资金 (亿元)	405
询价区间 PE (倍)	21-26
定价区间 PE (倍)	28-34

分析师

卜忠东 赵铎

电话: 0755-83716694、83703307

 邮件: buzd@ghzq.com.cn
zhaod@ghzq.com.cn
分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 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,长期位居中国国际工程承包业务首位,是发展中国家和地区最大的跨国建筑公司以及全球最大的住宅工程建造商;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,是中国各类高等级专业资质及特级资质最多的建筑企业集团是。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。
- 公司主营业务已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。这使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。
- 房屋建筑工程是公司目前营业收入的主要来源,但毛利率只有 7.7%,其贡献的利润仅占公司利润总额的 41.73%;而房地产开发与投资业务虽然只占公司收入的 9.26%,但因其毛利率高达 39.85%,成为公司利润的主要来源之一,其贡献的利润占公司利润总额的 50%左右公司。基础设施建设与投资业务也保持快速增长态势。
- 公司未来有望持续增长。根据预测,2009—2010 年公司的每股收益分别为 0.16 元、0.21 元。
- 公司的合理估值在 4.2 元—4.6 元之间,建议的询价区间为 3.42-4.23 元之间,上市后的定价区间可能在 4.5-5.5 元之间。
- 宏观经济的周期行波动及原材料的价格波动,均有可能对公司业绩产生不确定性影响;项目所在国的政局及政策变化等,也可能对公司的海外业务产生不确定性影响。

预测指标

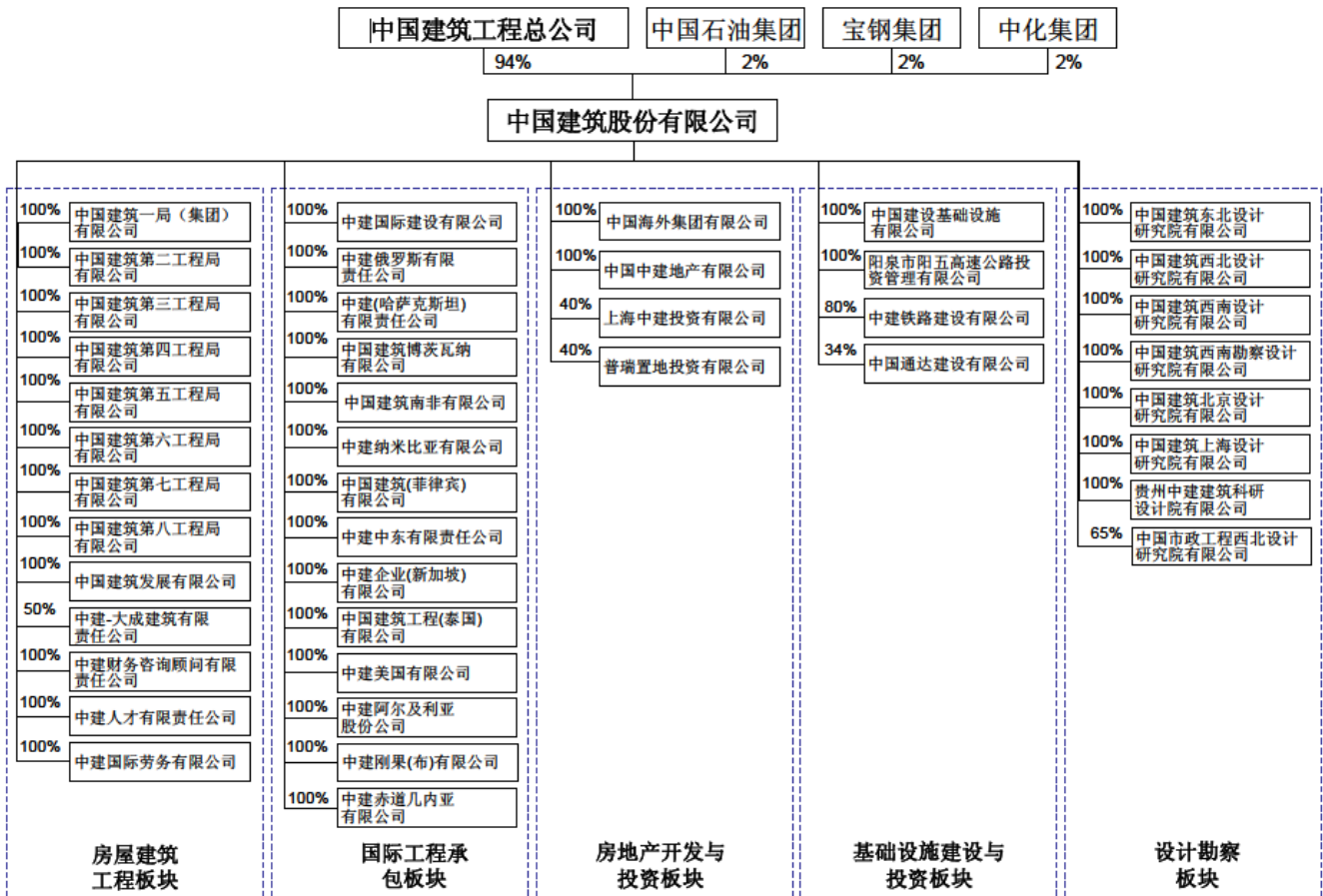
	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入 (亿元)	1,683	2,021	2393	2834
营业利润 (亿元)	94.39	67.05	100.09	132.08
净利润 (亿元)	49.17	27.45	49.10	63.74
摊薄每股收益 (元)	0.29	0.15	0.16	0.21
摊薄每股净资产 (元)	0.71	0.85	2.4	2.41
摊薄 ROE (%)	38.4	17.8	6.7	8.7

公司是国有控股的国内最大的建筑房地产综合企业集团

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，长期位居中国国际工程承包业务首位，是发展中国家和地区最大的跨国建筑公司以及全球最大的住宅工程建造商；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，是中国各类高等级专业资质及特级资质最多的建筑企业集团。

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，并且均为“世界500强”。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 公司目前股权结构图



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

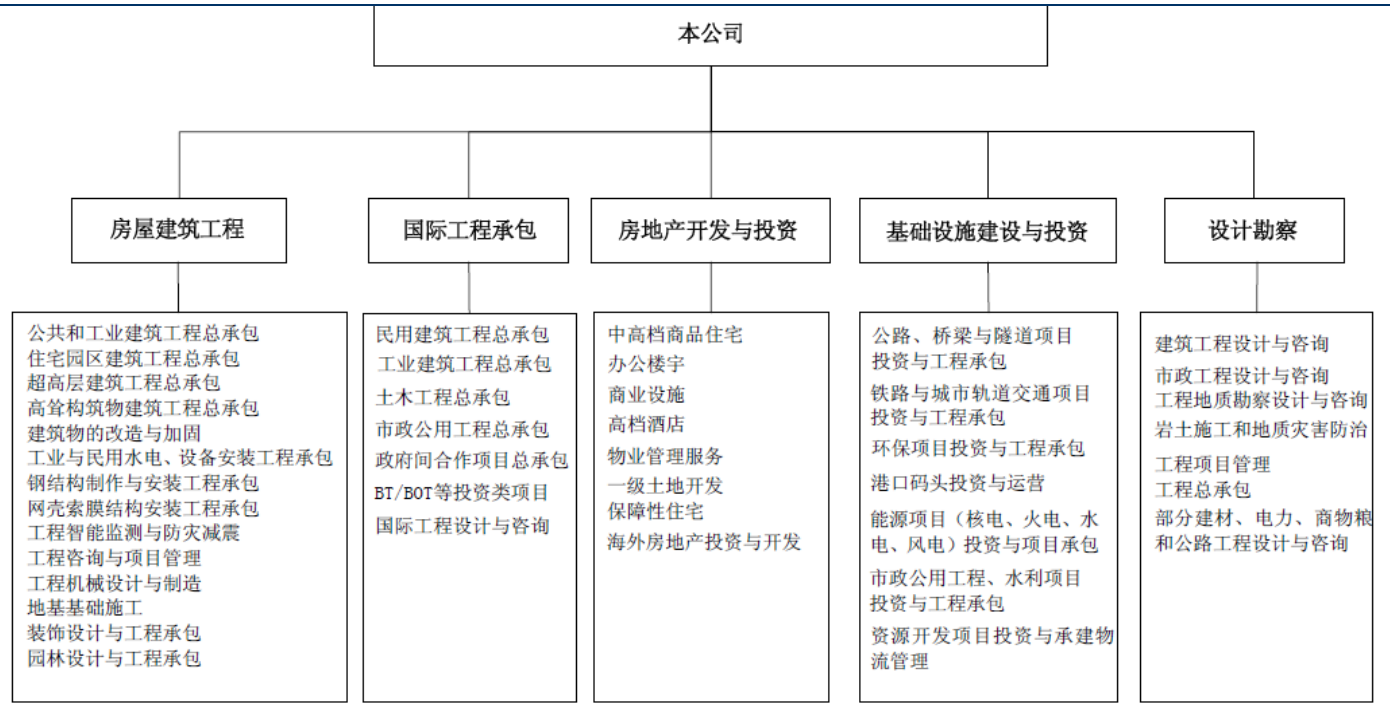
资料来源：公司公告

公司主营业务协同发展 有望持续增长

- 1、建筑和房地产是公司利润的主要来源
- 公司主营业务主要包括五个方面：房屋建筑工程、国际工程承包、

房地产开发与投资、基础设施建设与投资、设计勘察。经过多年的发展，公司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。这使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。

图2 公司主营业务的具体构成



资料来源：公司招股意向书

从下表可见，房屋建筑工程是公司营业收入的主要来源，但毛利率只有 7.7%，其贡献的利润仅占公司利润总额的 41.73%；而房地产开发与投资业务虽然只占公司收入的 9.26%，但因其毛利率高达 39.85%，成为公司利润的主要来源之一，其贡献的利润占公司利润总额的 50%左右。

表1 公司 2008 年度的各业务构成及盈利情况

2008年度	营业收入(亿元)	毛利率：%	收入构成：%	利润构成：%
房屋建筑工程	1,606.19	7.7	79.05	41.73
房地产开发与投资	188.24	39.85	9.26	48
基础设施建设与投资	176.96	9.36	8.71	6.57
设计勘察	24.42	33.09	1.2	2.5
其他	36.19		1.78	1.2
内部抵消	11.03		0.55	0.14
合计	2020.97	11.33	100	100

资料来源：wind

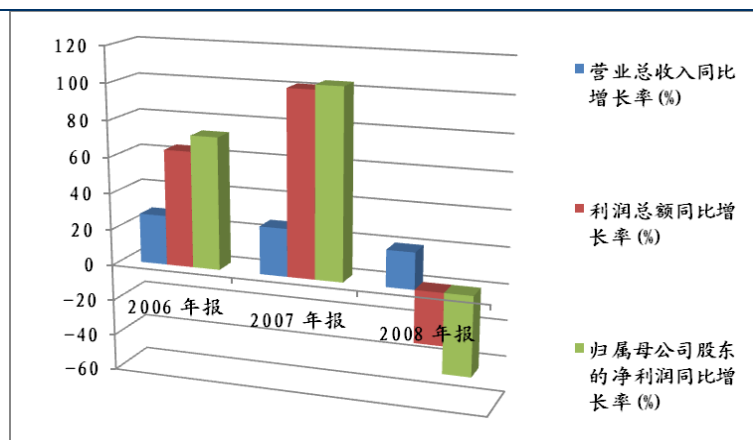
2、近三年来公司各业务盈利基本平稳，具有一定的成长性

从图 3 可看到：2006-2008 年，公司营业收入一直保持 20%以上的

增长态势，利润总额及净利润 2006-2007 年也维持 60%以上的高增长，但 2008 年净利润则出现同比下滑。主要是由于：（1）2008 年上半年钢材、水泥等主要原材料价格大幅上升，项目毛利率下降；（2）因 2008 年北京奥运会和汶川大地震，公司境内部分项目暂时停工导致项目成本上升；（3）受 2008 年国际金融危机影响，公司境外部分项目进度放缓甚至停工，项目成本上升，同时公司确认了相应的资产减值损失。预计随着这些因素的消除，公司未来的净利润有可能进一步提升。

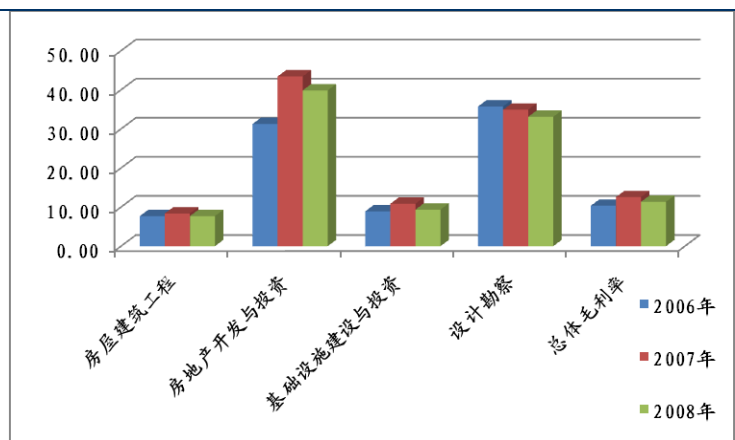
从图 4 可见：近三年来公司各业务的毛利率及公司总体毛利率相对平稳，其中 2007 年略好些。预计公司的盈利能力有望保持相对平稳的态势。

图 3 公司 2006-2008 年的总体增长情况



资料来源: wind

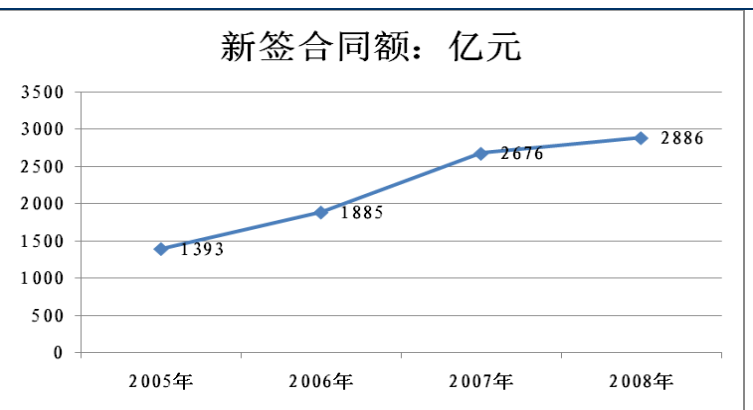
图 4 公司各业务及总体盈利能力的变化



资料来源: wind

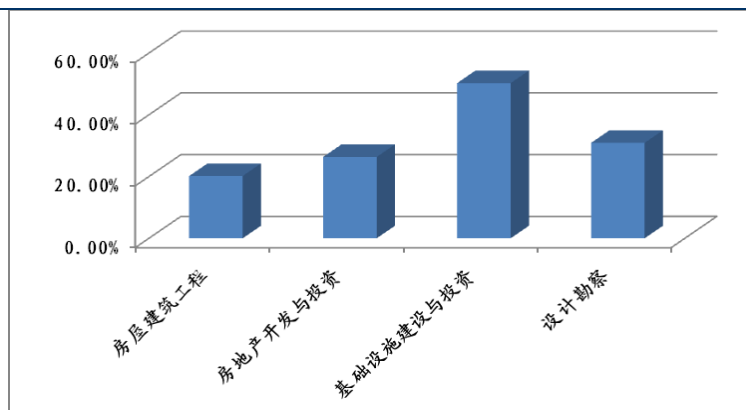
从下图 5 可见：2005 年以来，公司的新签合同额一直保持较好的增长态势，虽然 2008 年因金融危机增长有所放缓。新签合同额的增长，体现了公司主营业务收入的增长态势有望延续。从图 6 可见：2006-2008 年，公司各业务均维持了较高的复合增长率，其中基础设施建设与投资业务的增长最快。

图 5 公司 2005 年以来的新签合同额增长情况



资料来源: 公司资料

图 6 公司各业务收入 2006-2008 年的复合增长率



资料来源: 公司资料

中海外、中建分兵两路，房地产业务贡献丰厚利润

1、近三年房地产业务实现了持续增长

房地产开发经营是中国建筑的主要业务之一，也是公司利润最主要的来源之一。08年房地产业务贡献营业收入的9.26%，但贡献了净利润的48%。

表2 公司房地产业务2006-2008年的业绩

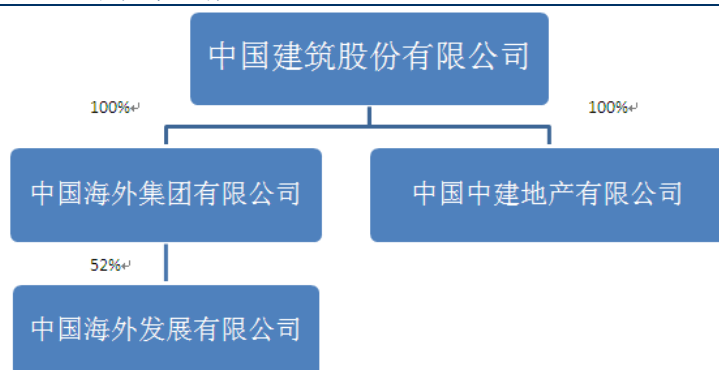
项 目	2008年		2007年		2006年		06-08年复合增长率 (%)
	金额	增长率 (%)	金额	增长率 (%)	金额	增长率 (%)	
营业收入	18,823,637	14.44	16,447,827	39.45	11,794,438	46.72	26.33
营业成本	11,322,561	21.67	9,305,746	14.80	8,106,053	40.91	18.19
毛利	7,501,076	5.03	7,142,081	93.64	3,688,385	61.35	42.61
分部利润	4,155,342	-24.17	5,480,161	66.69	3,287,576	111.53	12.43
分部利润率 (%)	22.08	-	33.32	-	27.87	-	-

资料来源：公司资料

2、中国海外与中建地产差异化定位

公司的房地产业务由中国海外和中建地产构成。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；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密切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。

图7 公司房地产业务结构

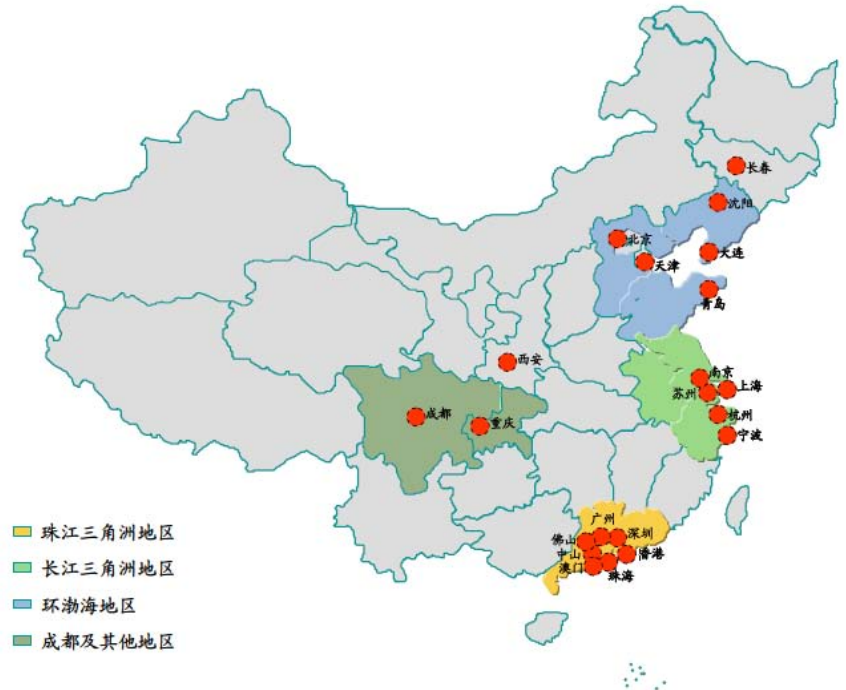


资料来源：公司资料

“中海地产”品牌经过近二十年的发展，连续多年名列中国房地产行业领导公司品牌排行榜第一名，品牌价值达 99 亿元。公司的产业背景与发展历史，建筑与开发的综合经验是“中海地产”品牌区别于其它品牌并形成强势竞争优势的最大特点之一。

截至 2008 年 12 月 31 日，公司的土地储备约 3,427 万平方米。其中中国海外拥有土地储备约 2,373 万平方米，70%的土地储备分布于经济发展强劲的珠江三角洲、长江三角洲以及环渤海地区；中建地产拥有土地储备 1054 万平米，主要分布于二三线城市。这种储备规模，即使按高景气时期销量水平计算，也足够五年左右开发消化，持续成长能力有充分保证。

图 8 公司房地产开发项目储备分布



资料来源：公司资料

3、房地产业务有望继续增长

2008 年行业低迷阶段，中海外和中建两大地产平台的业务都受到不同程度冲击，公司房地产业务贡献利润占比有所下降，但与此同时，中国海外发展全年实现归属母公司股东净利润约合人民币 44 亿元，超越万科成为全国第一。

09 年随着房地产市场的明显回暖，公司销售也出现明显反弹，中国海外发展实现销售面积 283 万平方米，销售收入 234 亿元，同比分别增长 92.4%和 66.1%，上半年销售均价比 08 年全年水平略降 3%。保守估计全年销售收入可以取得 60%以上的同比增速。

按照本次募集资金计划，拟使用 79.97 亿元投入 24 个住宅开发项目，规划建筑面积总计 650 多万平米，将有力推动公司房地产业务的规模扩张。

除一般商品住宅，公司还计划积极参与保障性住房开发建设，此块业务虽然预计毛利水平有限，但一方面公司作为国内最大的住宅建筑商在保障性住房项目获取方面有明显的优势；另一方面相对于参与项目的建筑承包，增加开发业务也能明显提高盈利能力。

表 3 房地产业务增长假设

	2008	2009	2010
营业收入（亿元）	188.24	291.77	423.07
YOY%	14.44	55.00	45.00
毛利率%	39.85	37.00	35.00

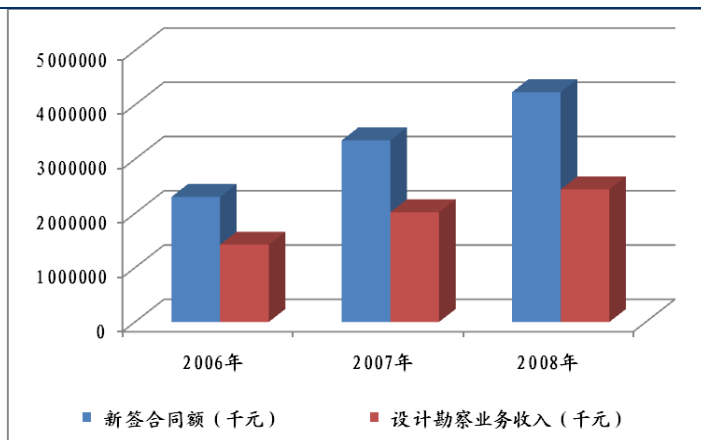
资料来源：国海证券研究所

建筑业上下游一体化发展 基建工程与房屋建筑工程并举

建筑业占据公司业务的半壁江山，涵盖了勘察、设计、施工等环节，这使公司获得了上下游一体化优势，其中设计、勘察是公司开展工程施工的基础，也是体现公司技术实力的业务；而基础设施建设和房屋建筑工程则是公司并举的业务领域。

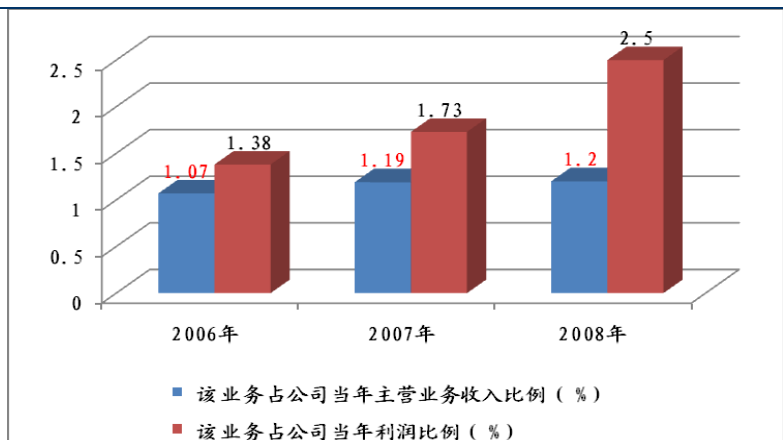
设计勘察业务虽然占公司业务收入及利润的比重均较低，仅为 1-2%；但由于其处于建筑行业的高端，毛利率较高，且对于公司业务保持长期持续的竞争力具有积极的意义。近三年来，公司的设计勘察业务的新签合同额及营业收入也保持了一定幅度的增长，具体见图 9 及图 10。公司有望继续保持其在设计勘察方面的相对优势。

图 9 2006-2008 年设计勘察业务的增长情况



资料来源：公司招股意向书

图 10 2006-2008 年设计勘察业务占公司收入和利润的比重

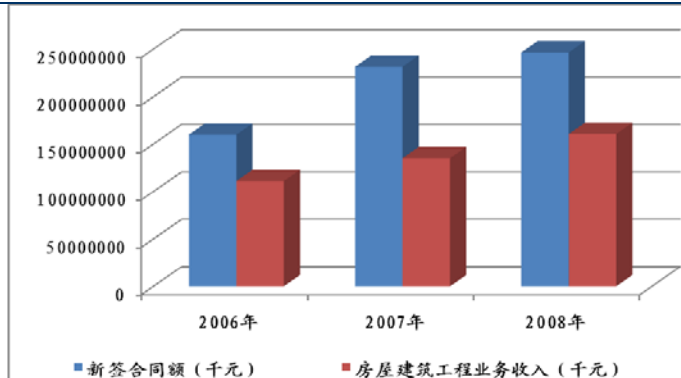


资料来源：公司招股意向书

公司的房屋建筑工程业务近三年来的新签合同额及营业收入均保

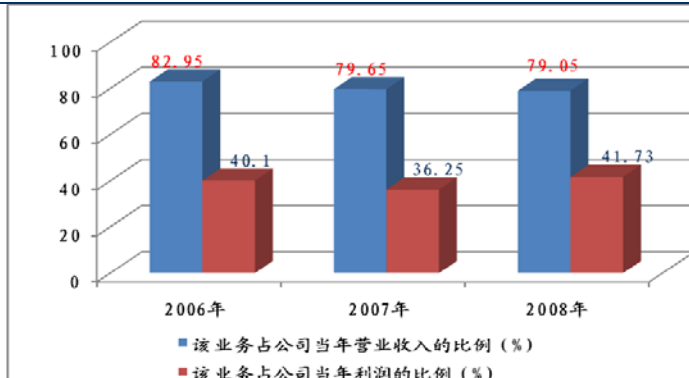
持增长态势，其占主营业务收入的比重维持在 80%左右，占利润的比重维持在 40%左右。具体见图 11、图 12。

图 11 2006-2008 年房屋建筑工程业务的增长情况



资料来源：公司招股意向书

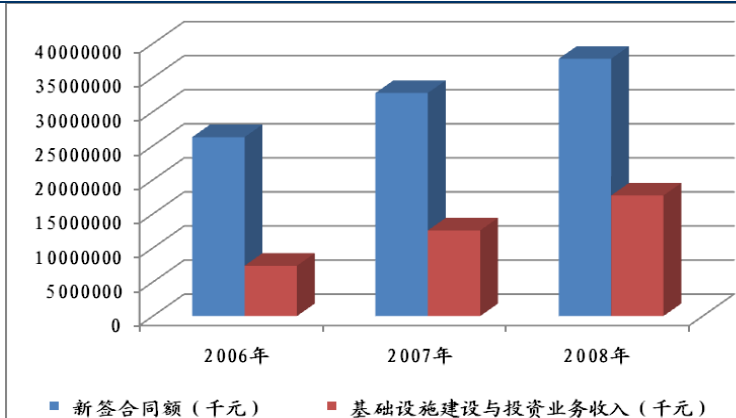
图 12 2006-2008 年房屋建筑工程业务占公司收入和利润的比重



资料来源：公司招股意向书

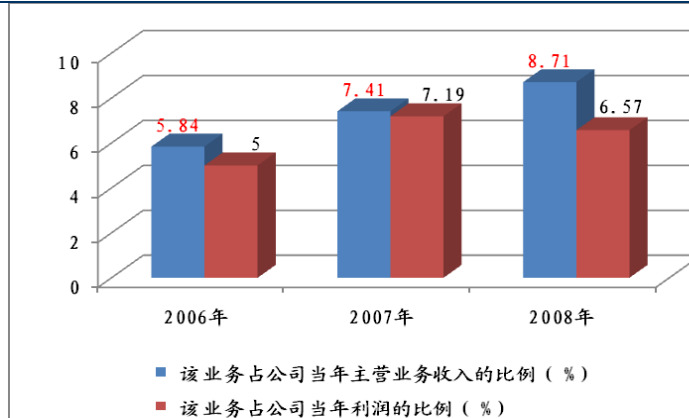
基础设施建设与投资业务是公司重点开拓的业务领域。公司是中国基础设施建设领域的新进入者，近年来已经成功地进入铁路、特大型桥梁、高速公路以及城市轨道交通等市场，实现了快速发展。从图 13、图 14 可见：近三年来，公司的基础设施投资建设与投资业务的新签合同额及营业收入也保持增长态势，其占营业收入和利润的比重虽然只有 7% 左右，但已呈现一定的增长态势。根据公司的发展计划，基础设施建设与投资业务的比重将会提升至未来收入的 20% 左右。

图 13 2006-2008 年基础设施建设与投资业务的增长情况



资料来源：公司招股意向书

图 14 2006-2008 年基础设施与投资业务占公司收入和利润的比重



资料来源：公司招股意向书

公司与中国中铁、中国铁建的比较

1、中国建筑与中国中铁、中国铁建各业务的比较

从下表 4 可见：中国中铁和中国铁建的主营业务收入和利润均主要来自于基础设施建设与投资；而中国建筑的主营业务收入则主要来自于房屋建筑工程，利润则主要来自于房地产及房屋建筑工程。三家公司均

涉足国际工程承包和设计勘察业务，相对而言，中国建筑的海外业务更大更强些。三家公司均有一定数量的土地储备，目前中国建筑的房地产业务更强些。

表4 三大建筑公司各业务比较（2008年报数据）

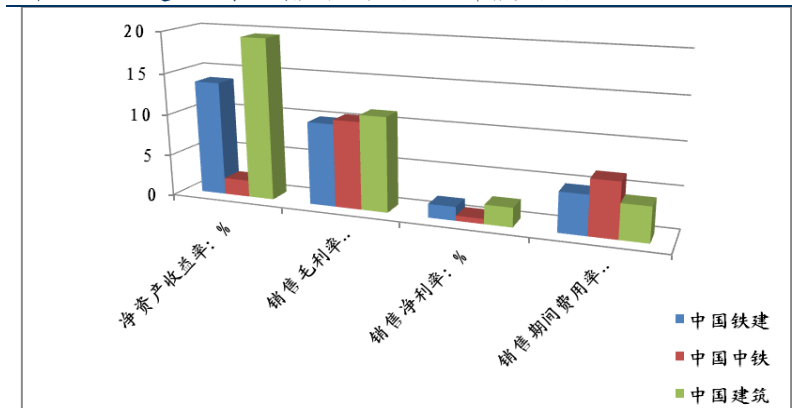
	基础设施建设与投资	国际工程承包	房地产开发与投资	设计勘察	房屋建筑工程
中国建筑	收入占比：8.7%	国际承包商第21位 海外收入251.5亿元	收入占比：9.3%	收入占比：1.2%	收入占比：79.0%
	利润占比：6.6%		利润占比：48.0%	利润占比：2.5%	利润占比：41.7%
	毛利率：9.36%		毛利率：39.85%	毛利率：33.09%	毛利率：7.7%
			土地储备3427万平方米		
中国中铁	收入占比：88.9%	国际承包商第71位 海外收入75.4亿元	收入占比：1.7%	收入占比：2.0%	/
	利润占比：65.8%		利润占比：8.6%	利润占比：7.5%	/
	毛利率：8.98%		毛利率：32.4%	毛利率：32.73%	/
			土地储备1500万平方米		
中国铁建	收入占比：90.5%	国际承包商第102位 海外收入172亿元	收入占比：1.2%	收入占比：2.1%	/
	利润占比：85.7%		刚起步，规模尚小	利润占比：7.6%	/
	毛利率：9.37%		毛利率：24.81%		
			土地储备1000万平方米		

资料来源：wind，国海证券研究所

2、中国建筑与中国中铁、中国铁建的财务数据比较

从盈利能力看：中国建筑的盈利能力明显高于中国中铁、中国铁建，这主要是由于中国建筑拥有盈利能力较强的房地产业务且占比相对较大；此外，中国建筑的期间费用控制能力也强于中国中铁和中国铁建，也一定程度提升了中国建筑的总体盈利能力。

图15 三大建筑公司盈利能力比较（2008年报数据）



资料来源：wind

从规模上看：目前未上市的中国建筑的总资产及净资产、营业总收入均逊色于中国中铁和中国铁建；但中国建筑的利润总额则高于中国中铁和中国铁建，净利润则高于中国中铁但低于中国铁建。

表5 三大建筑公司的规模比较

证券简称	总股本： 亿股	总市值： 亿元	总资产： 亿元	净资产： 亿元	营业总收入： 亿元	利润总额： 亿元	归属母公司股东的净利润：
中国建筑	300	/	2042	307	2021	69	27
中国中铁	213	1210	2521	611	2346	19	11
中国铁建	123	1076	2201	483	2261	46	36

资料来源：wind

公司的募集资金项目

1、公司“一最两跨”的发展战略

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。为此，公司将贯彻品牌战略、国际化战略、区域化战略、专业化战略和科技化战略。

2、公司募集资金投向及使用进度

从表2可看到：公司募集资金项目紧紧围绕公司主业进行，并重点倾斜于基础设施建设与投资、房地产开发等重要利润增长点，少部分用于购置施工机械设备、建设钢结构基地及补充流动资金，以增强公司的业务拓展能力。

表6 公司募集资金投向

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	-
(二)	普通住宅类房地产开发项目	799,700	398,300	225,500	115,900	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
(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

单位：万元

资料来源：公司公告

结合公司的募集资金项目预期及发展态势，笔者对公司未来两年各业务的增长情况及毛利率情况做了简要的预测，具体结果见下表7：

表7 未来2年公司各业务的增长及毛利率预测

		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
房屋建筑工程	营业收入(亿元)	1112.5	1351.63	1606.19	1806.94	2046.71
	YOY%	25.7	21.5	18.8	12.5	13.3
	毛利率%	7.7	8.4	7.7	8	8
房地产业务	营业收入(亿元)	117.94	164.48	188.24	291.77	423.07
	YOY%	46.7	39.5	14.44	55	45
	毛利率%	31.3	43.4	39.85	37	35
基础设施建 设与投资	营业收入(亿元)	78.37	125.72	176.96	225.06	287.88
	YOY%	32	60.4	40.8	27.2	27.9
	毛利率%	8.9	10.9	9.4	9.6	9.5
设计勘察	营业收入(亿元)	14.25	20.21	24.42	30.81	36.43
	YOY%	26.7	41.8	20.8	26.3	18.24
	毛利率%	35.7	34.9	33.1	33.2	32.3
其他	营业收入(亿元)	18.1	34.92	36.19	38.36	40.28
	YOY%	9.2	93	3.6	6	5
	毛利率%	18.8	16.9	16.1	15.6	15.4

资料来源：wind

盈利预测

根据公司的现状及募集资金计划，笔者预测了公司未来两年的业绩。预测的前提条件如下：

- 1、 公司未来所处的行业及经营环境不发生大的变化，原料价格基本平稳；
- 2、 假定公司已公告的项目可以按计划进度完成；
- 3、 假定公司的基建业务盈利能力相对平稳或略降；
- 4、 假定公司的房地产业务 2009-2010 年略微下降，2011 年后由于保障性住房占比相应增加有可能会使房地产业务的毛利率下滑幅度稍大些，但仍有望维持在 30%左右的毛利率；
- 5、 假定公司各业务保持增长态势，且基础设施建设的比重将会逐步提升；
- 6、 假定公司不发生大的汇率风险和应收账款风险。

预测结果如下表 8：

表 8 业绩预测

单位：亿元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
一、营业总收入	1,683.06	2,020.97	2392.94	2834.37
二、营业总成本	1,595.14	1,956.56	2295.96	2705.97
营业成本	1,471.85	1,791.98	2102.61	2477.24
营业税金及附加	63.64	76.98	91.17	107.99
销售费用	6	8.31	8.14	9.64
管理费用	37.16	61.2	73.52	85.88
财务费用	12.04	14	15.73	19.56
资产减值损失	4.45	4.1	4.79	5.67
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	-0.54	-0.59	(0.72)	(0.85)
投资净收益	7.01	3.23	3.83	4.53
四、营业利润	94.39	67.05	100.09	132.08
加：营业外收入	3.48	2.7	3.11	3.68
减：营业外支出	1.31	1.13	1.44	1.70
五、利润总额	96.56	68.61	101.77	134.06
减：所得税	25.9	22.22	28.49	37.54
六、净利润	70.65	46.39	73.27	96.53
减：少数股东损益	21.48	18.94	24.17	32.78
归属于母公司所有者的净利润	49.17	27.45	49.10	63.74
七、每股收益：元	0.29	0.15	0.16	0.21

资料来源：wind，国海证券研究所

从业绩预测结果可看到：未来两年公司业绩有望维持增长。

投资建议

1、根据发行规模估算发行价底线为 3.42-3.5 元

根据公司的募集项目投资计划，募集资金额在 405 亿元左右，考虑到承销等相关费用，估计发行募集资金在 410-420 亿元左右，发行规模为 120 亿股，据此分析，每股发行价在 3.42-3.5 元。

2、公司的合理估值在 4.2-4.6 元之间

公司 2009 年每股收益中，有 0.065 元来自于房地产业务，有 0.095 元来自于建筑业务。房地产业务按合理市盈率 30 倍计算，则合理估值在 1.95 元左右；建筑业务参照中国中铁和中国铁建的估值，合理市盈率为 24 倍左右，则合理估值在 2.28 元。据此推算，中国建筑的合理估值在 4.23 元左右。

公司 2010 年每股收益中，有 0.081 元来自于房地产业务，有 0.13 元来自于建筑业务。房地产业务按合理市盈率 25 倍计算，则合理估值在 2.025 元左右；建筑业务参照中国中铁和中国铁建的估值，合理市盈率为 20 倍左右，则合理估值在 2.6 元。据此推算，中国建筑的合理估值在 4.6 元左右。

综合分析，我们认为询价范围可能在 3.42—4.23 元之间。

考虑到新股刚上市的溢价因素，并结合公司的基本面，我们认为中国建筑上市后的定价可能在 4.5—5.5 元之间，对应的 2009 年市盈率水平为 28—34 倍，2010 年的市盈率水平为 21—26 倍。

风险分析

- 1、公司主营业务所属的建筑业和房地产行业与宏观经济运行情况密切相关，若中国国民经济增长速度放缓或宏观经济出现周期性波动，则有可能对公司的业绩产生一定的不确定性影响。
- 2、公司的应收账款较多，一定程度存在着发生坏账无法收回的风险。
- 3、公司有数百家分支公司，业务涉及多个国家和地区，存在一定的管理风险；且建筑业和房地产业的竞争趋于激烈，也可能对公司业绩产生不利影响。
- 4、原材料成本占营业成本的比例约为 60%，钢材、水泥等建筑材料价格的波动有可能一定程度影响公司的业绩。
- 5、公司的国际工程承包业务遍及多个国家和地区，项目所在国政治局势变动、经济政策发生重大变化、发生自然灾害或国家之间的外交关系和政策发生变化，乃至国际（区域）的政治经济环境发生变化，均可能影响公司已有项目的实施或新业务的开拓，从而影响公司海外业务的经营业绩和增长。此外，公司还面临一定的汇率风险。
- 6、房地产业务占公司利润比例较高，而房地产市场受宏观经济和行业

政策影响较大，如果未来行业再次出现明显调整，则公司业绩增长将受较大负面影响。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。