

**建筑工程行业**

2009年7月17日星期五

**中建股份 (601668)**

二级市场合理价格: 4.12-4.95

**房建龙头起航资本市场**
**投资要点:**

- 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。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。
- 建筑行业经营环境改善 政策拉动效应显现今年前5月我国城镇固定资产投资达到53520亿元,同比增长32.9%,比去年同期提高了7.3个百分点,超过市场预期水平。其中5月份城镇固定资产投资达到13520亿元,同比增长38.6%,增速比上个月提高4.6个百分点,增速创下近年来的新高。基建投资如期增长;房地产市场去存货进程加快。
- 未来业绩成长的主要推动力:公司将充分受益于建筑行业的高景气周期;公司房屋建筑工程业务逐步向高端项目发展、向“大市场、大业主、大项目”转型;公司通过企业的整合和精简将有利于节约成本,减少不必要的内部竞争,有效地控制了管理费用,使企业盈利能力得以提高。
- 我们采用比较估值法,选取建筑行业上市公司中与中建股份发展前景相似,业务规模比较接近,在所处行业中同样处于龙头地位的中国中铁和中国铁建进行估值水平的比较,同时中建股份的房地产业务在利润中占据重要地位,我们同时也选取国内A股市场的三家龙头企业进行估值比较,两家建筑公司2009-2011年的平均市盈率分别为23.42X、17.64X和13.35X,三家房地产企业的平均市盈率分别为32.88X、27.20X和22.85X,考虑到中建股份房地产业务和建筑业务的利润贡献相当,结合我们对中建股份2009-2011年摊薄每股收益分别为0.165元、0.209元和0.244元,二级市场合理价格为4.12元-4.95元,对应09年PE为25X-30X;给予询价10%的收益,建议其询价区间在3.70元-4.45元之间。
- 风险提示:宏观经济发展环境与周期影响的风险;建筑业市场竞争加剧的风险;房地产行业竞争激烈的风险。

研究员: 张平

电话: 025-84457777-895

E-mail: Zhangping@163.com

地址: 南京市,中山东路90号

**发行基本资料**

发行股数(万)	1200000
发行后总股本(万)	3000000
发行方式	网下询价 上网定价
发行日期	7月22日
预计上市日期	8月1日
保荐机构	中金

**发行前财务数据**

发行前每股收益(元)	2007	0.27
	2008	0.15
发行后全面摊薄每股收益(元)	2007	0.16
	2008	0.09
发行前每股净资产(元) (截止2008年12月31日)	0.85	
资产负债率	84.96%	

**主要经营指标**

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	202097	256158	310733	372442
收入增长率	20.1%	26.8%	21.3%	19.9%
净利润(百万元)	2745	4943	6279	7315
净利润增长率	-44.2%	80.0%	27.0%	16.5%
EPS(元)(摊薄后)	0.09	0.16	0.21	0.24

## 一、公司概况

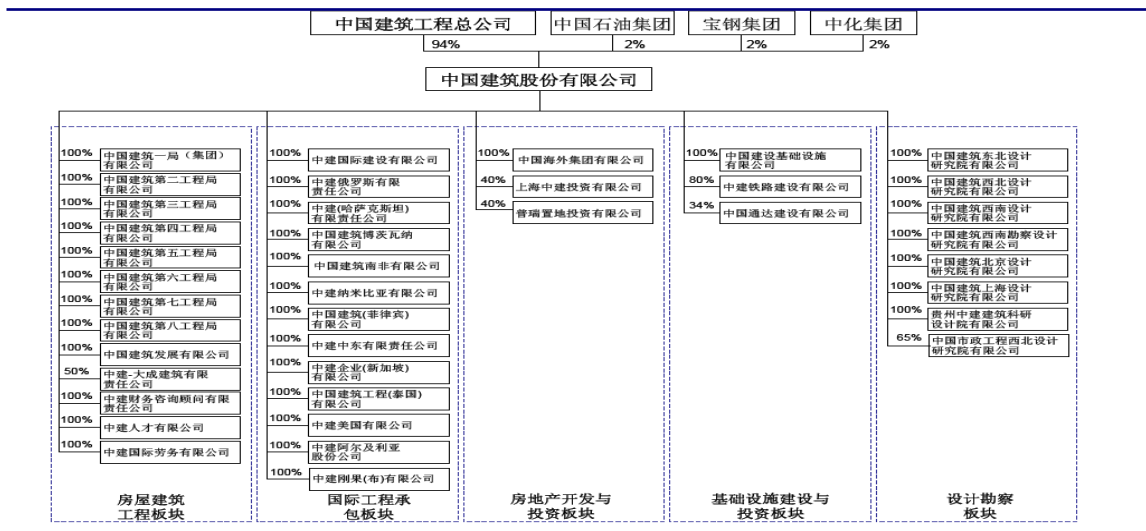
### 1、公司简介

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。多年来，公司以承建“高、大、精、尖、新”工程著称，承建了大量中国及其他国家或地区的地标性建筑。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。公司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，并被授予第一任期（2004-2006年）“业绩优秀企业”称号。

### 2、股东和股权结构

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。中建总公司系国家授权投资的机构，是公司控股股东和实际控制人，本次发行前持有公司94%的股份。中建总公司组建于1982年6月11日，是经国务院批准，按照政企分开原则，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国建筑工程公司合并组建的全国性特大型建筑联合企业。

图1：中建股份的股东及参控股公司



资料来源：招股说明书

表1：中建股份发行前后股权结构

股东名称	发行前		A股发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
中国建筑工程总公司	1,692,000	94.00%	1,692,000	56.40%
中国石油天然气集团公司	36,000	2.00%	36,000	1.20%
宝钢集团有限公司	36,000	2.00%	36,000	1.20%
中国中化集团公司	36,000	2.00%	36,000	1.20%
公众投资者	--	--	1,200,000	40.00%
合计	1,800,000	100%	3,000,000	100%

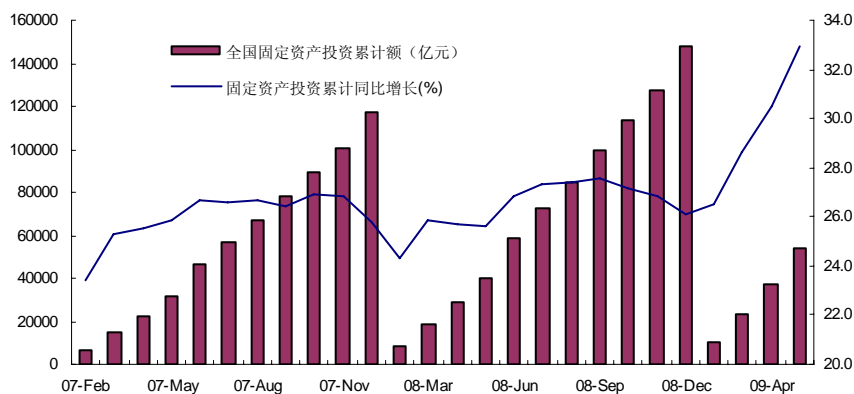
资料来源：招股说明书

## 二、建筑行业经营环境改善 政策拉动效应显现

### 1、政策拉动效应显现 FAI 增速创新高

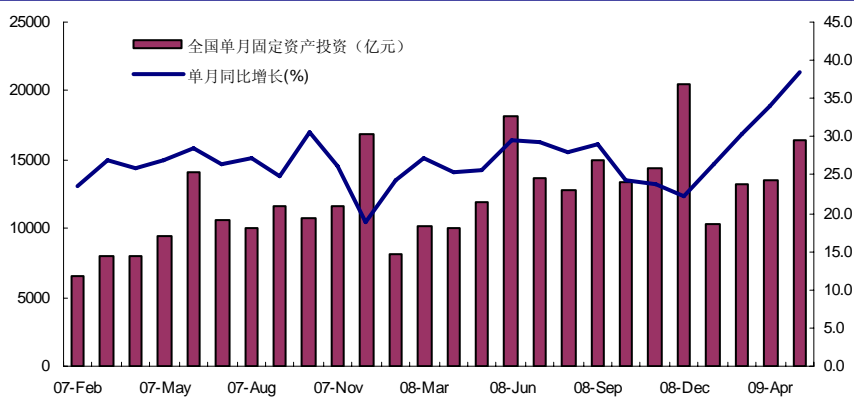
今年前5月我国城镇固定资产投资达到53520亿元，同比增长32.9%，比去年同期提高了7.3个百分点，超过市场预期水平。其中5月份城镇固定资产投资达到13520亿元，同比增长38.6%，增速比上个月提高4.6个百分点，增速创下近年来的新高。

图 1：固定资产投资累计增速



数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

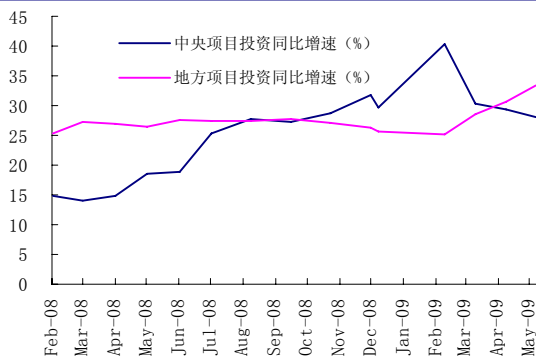
图 2：固定资产投资单月增速



数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

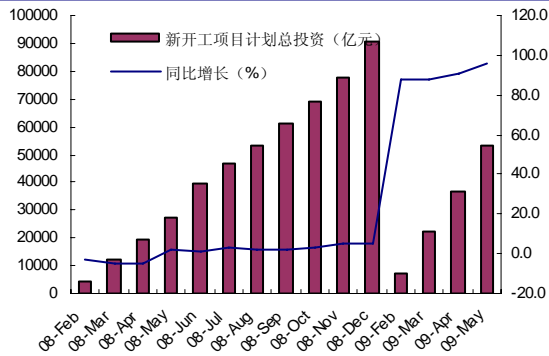
国家一系列的拉动内需政策效应正在逐步体现，5 月份新开工项目计划总投资达到 5.33 万亿，同比增速达到 95.9%，创历史新高，其中地方项目投资增速超过中央项目，说明地方投资的积极性被拉动起来，使得固定资产投资的高速增长更具持续性，从而为经济增长提供有力支撑。

图 3：地方项目投资增速超过中央项目



数据来源：国家统计局 华泰证券研究所

图 4：建筑工程行业总产值及利润总额



数据来源：国家统计局年鉴、华泰证券研究所

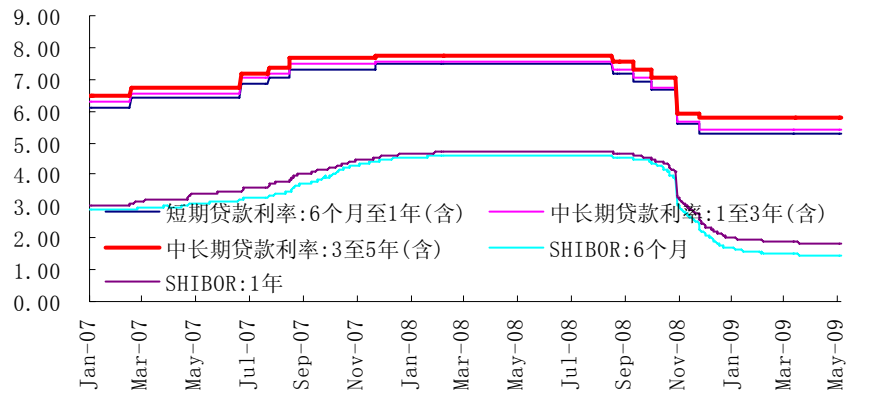
## 2、经营环境有所改善

### ➢ 行业受益于低利率环境

建筑行业是典型的高财务杠杆运营型的行业，目前上市建筑板块的平均资产负债率为 76.22%，有息负债率为

20.96%，其中短期借款和长期借款比例分别为 63.18%和 36.82%，随着经济形势的变化，利率环境较去年发生较大变化，1 年期贷款基准利率已经去年 7.47 的高点下降至 5.31；上海银行间拆放利率（SHIBOR）6 月期已经从去年 4.59 高位回落到 1.47；低利率环境将直接减少建筑公司的利息费支出，同时也会减轻建设方的资金成本压力，从而有利于建筑企业加快应收帐款的回笼速度，进而提升企业的盈利能力。

图 5：利率大幅走低



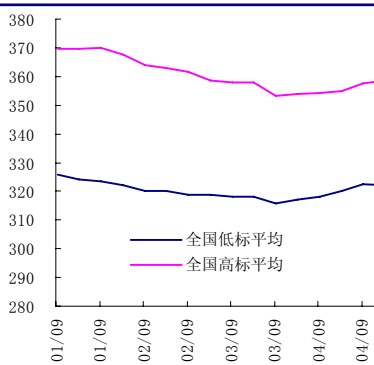
数据来源：国家统计局、华泰证券研究所

### ➤ 原材料价格小幅攀升仍处低位

进入 6 月份以来，主要标号水泥 P.042.5 和 P.032.5 全国平均价格小幅回落，高标和低标的平均价格分别为 355 元和 320 元，整体价格保持平稳运行。

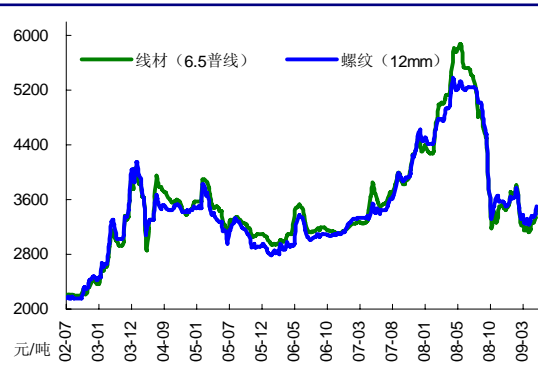
钢价自 4 月底止跌上涨至今，累计涨幅已达到 5.63%，最近一周综合指数涨幅 0.6%，保持小幅攀升态势，与去年比较依然徘徊在低位。

图 6：水泥价格保持平稳



数据来源：中国建材网 华泰证券研究所

图 7：钢材价格小幅攀升



数据来源：MYSTEEL 华泰证券研究所

在建筑周期长的如铁路、公路和轨道交通市场中，对于原材料一般采取甲供或者开口合同的方式，工程利润基本稳定，受原材料价格波动影响较小；部分建筑公司在管理上采取内部分包模式，公司的利润通过提点的方式已经锁定，成本波动对这些公司的利润也没有影响；在建设周期较短的如钢结构行业，签订合同的方式多为闭口合同，而从签订合同到采购原材料之间存在 1-3 个月的时差，其间原材料价格的波动会对项目利润产生较大影响。

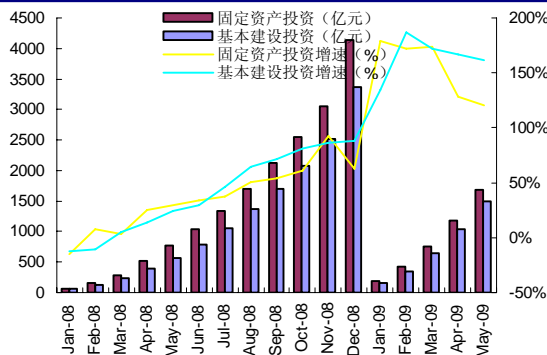
### 3、基建投资如期增长

今年前 5 月，铁路固定资产投资 1689.69 亿元，同比增长 120.26%，增速较上个月回落 7.62 个百分点；铁路基本建设投资 1490.90 亿元，同比增长 161.77%，增速较上个月回落 5.23 个百分点；

1-3 月，交通固定资产投资 1330.99 亿元，同比增长 48.21%，增速较上个月回落 1.47 个百分点，其中公路固定资产投资 1120.66 亿元，同比增长 56.26%，增速较上个月回落 1.50 个百分点；

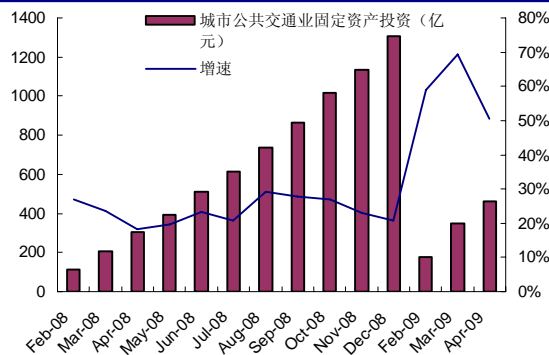
1-4月，城市公共交通业固定资产投资460.15亿元，同比增长50.62%，增速环比回落18.81个百分点。在国家四万亿的投资拉动下，基建投资高速增长，月度投资增速环比下降是由于去年年初受自然灾害影响投资增长较为缓慢，造成今年一季度增速较高，全年来看，环比增速还将下降，但在国家政策的拉动下，基建投资全年高速增长已是定局。

图 8：铁路投资情况



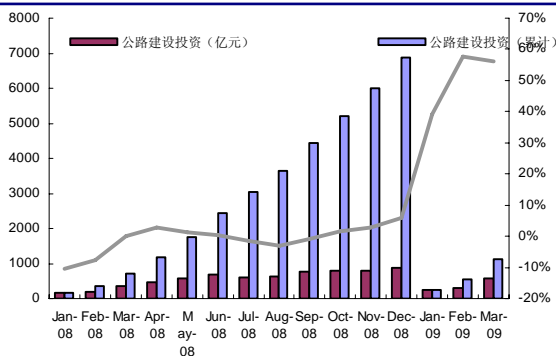
数据来源：铁道部 华泰证券研究所

图 9：城市公共交通业投资情况



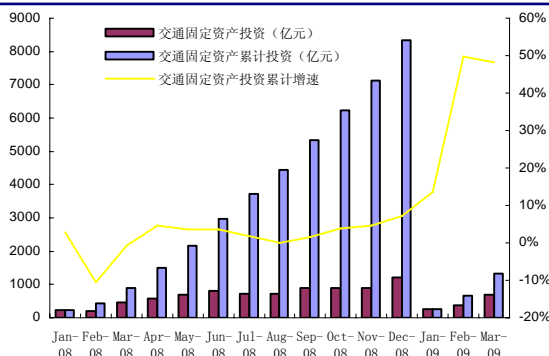
数据来源：统计局 华泰证券研究所

图 10：公路投资情况



数据来源：铁道部 华泰证券研究所

图 11：交通固定资产投资情况



数据来源：统计局 华泰证券研究所

#### 4、房地产市场去存货进程加快

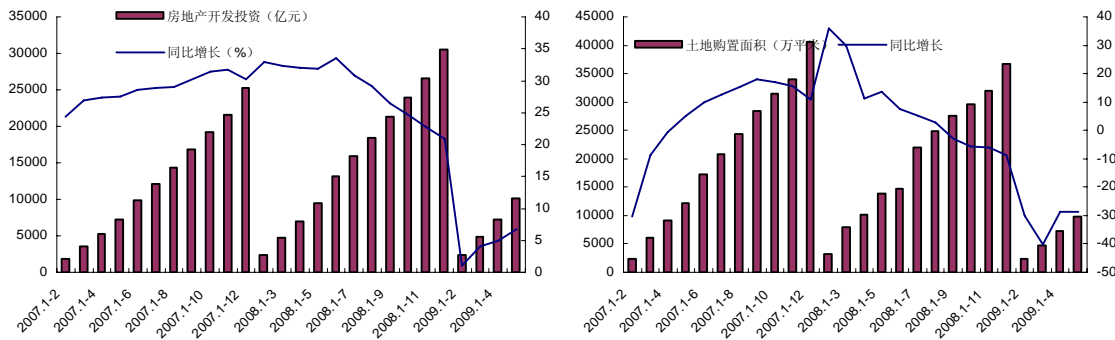
1-5月，全国完成房地产开发投资10165亿元，同比增长6.8%，增幅比1-4月提高1.9个百分点，比去年同期回落25.1个百分点。其中，商品住宅完成投资7105亿元，同比增长4.4%，比1-4月提高1.0个百分点，比去年同期回落30.6个百分点，占房地产开发投资的比重为69.9%。

房地产市场销售回暖，1-5月，全国商品房销售面积24644万平方米，同比增长25.5%。1-5月，商品房销售额11389亿元，同比增长45.3%。房地产市场去存货进程正在加快，房产商拿地的信心正在逐步增强，1-5月，全国房地产开发企业完成土地购置面积9875万平方米，同比下降28.6%，降幅较1-3月缩窄11.55个百分点；1-5月，全国房屋新开工面积3.57亿平方米，同比下降16.2%，降幅比1-4月扩大了0.6个百分点。

虽然目前房地产销售的回暖尚未能带动房地产开发投资的大幅增长，但作为行业的先行指标，如果销售情况继续向好，最终势必会带动开发投资的增长，从目前的数据来看，各项指标都在向好的方向发展，能否就此形成反转趋势，还有待进一步观察。

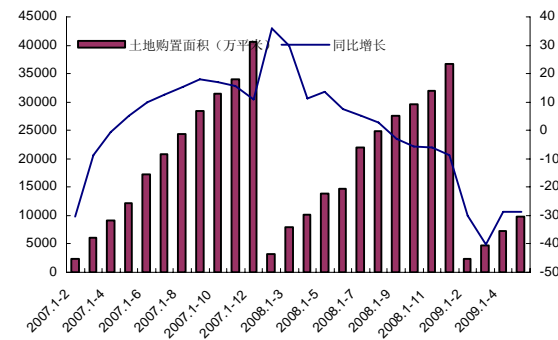
图 12：房地产开发投资小幅反弹

图 13：土地购置面积降幅趋缓



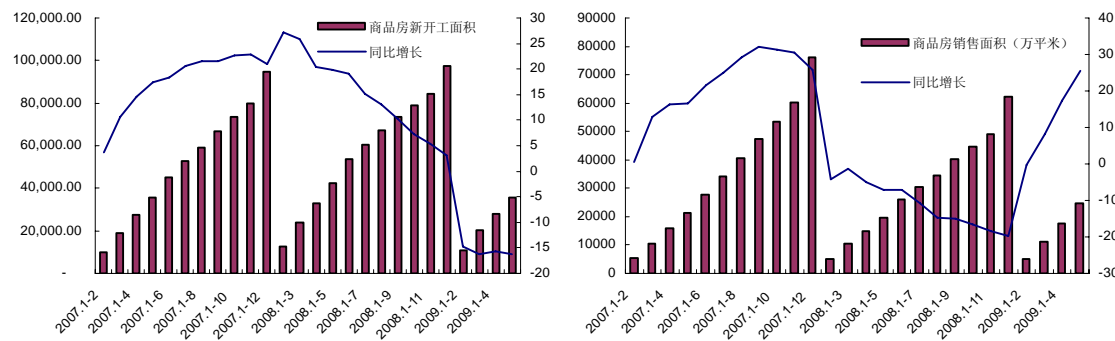
数据来源：统计局 华泰证券研究所

图 14：商品房新开工面积降幅收窄

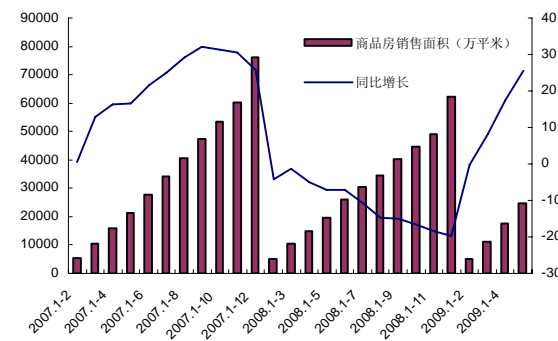


数据来源：统计局 华泰证券研究所

图 15：商品房销售全面回暖



数据来源：统计局 华泰证券研究所



数据来源：统计局 华泰证券研究所

### 三、公司主营业务情况

#### 1、多业务经营格局、具备完整产业链

作为特大型综合建设集团，公司业务覆盖面广泛，公司是中国专业化经营历史最久、市场化经营最早、专业一体化程度最高的建筑企业集团之一，所处行业为建筑业、房地产行业和国际工程承包，业务范围包括房屋建筑工程、国际工程承包、房地产开发与投资、基础设施建设与投资及设计勘察，已经打造了包括科研、规划、勘察、设计、施工、监理、运营、设备制造等在内的全面完整的建筑业产业链，在建筑及其他多个相关领域确立了行业领导地位。

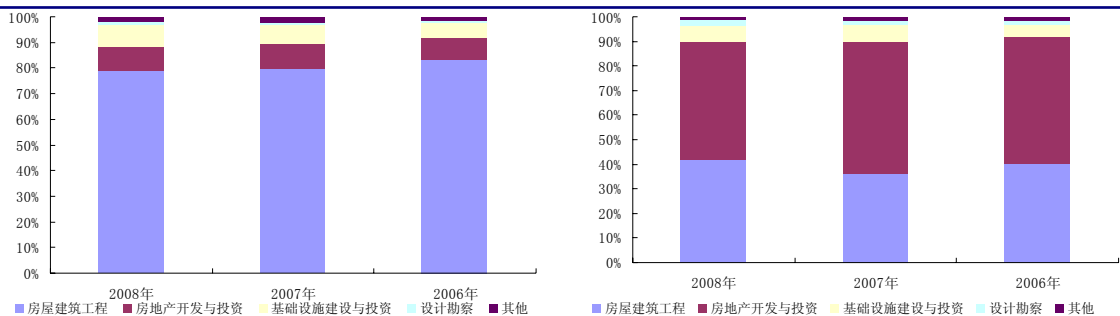
公司主要经营房屋建筑工程业务、房地产开发与投资业务、国际工程承包业务、基础设施建设与投资业务和设计勘察业务。2006-2008 年，公司的营业收入分别为 1332 亿元、1683 亿元和 2021 亿元；同期，归属于母公司股东的净利润分别为 24.1 亿元、49.2 亿元和 27.5 亿元。

#### 2、房屋建筑工程和房地产分别是收入和利润的主要来源

公司主要有四大业务板块，分别是房屋建筑工程业务、房地产开发与投资业务、基础设施建设与投资业务和勘察设计业务。从 2008 年公司的收入构成来看，房屋建筑工程是收入的主要来源，房屋建筑工程占 79.05%、房地产开发投资占 9.26%、基础设施建设与投资占 8.71%、设计勘察占 1.20%；从公司分部利润构成来看，房地产开发投资是利润的主要来源，房屋建筑工程占 41.73%、房地产开发投资占 48%、基础设施建设与投资占 6.57%、设计勘察占 2.50%；从毛利率情况来看，房地产开发投资和设计勘察业务毛利率较高，而占收入比重最大的房屋建筑工程和基础设施建设与投资业务的毛利率较低，从而拉低了公司主营业务综合毛利率。

图 15：公司主营收入构成情况

图 16：公司分部利润构成情况



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

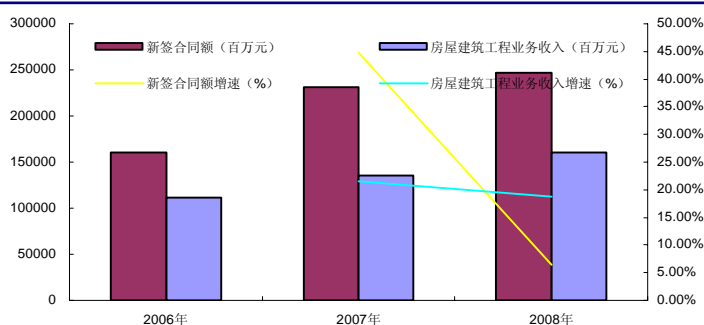
### 3、在众多领域处于领先地位

#### ➤ 房屋建筑工程

公司是全球最大的住宅工程建造商和中国最大的房屋建筑承包商。2007 年公司国内建筑业务营业额占全国国有建筑企业完成产值的 12%，国内完成施工面积约占全国国有建筑企业完成总量的 27%。新中国成立初期至上世纪七十年代，公司承担了第一汽车制造厂、第二汽车制造厂、第一重型机器厂、第二重型机器厂、大庆炼油厂、湖北荆门炼油厂等国家重点工程项目；上世纪八十至九十年代，公司在深圳国贸大厦和地王大厦建设中创造了载入中国建筑史册的“深圳速度”，在中国西北参与了“神舟号”航天工程的建设，建设了酒泉卫星发射基地；进入二十一世纪以来，公司承建了一系列超高层、大体量、结构复杂且技术领先的重点工程，包括有“中国第一高楼”之称的上海环球金融中心、2007 年美国《时代》杂志选为“建筑奇迹”的中央电视台新址、2008 年北京奥运会主场馆之一的国家游泳中心（又称“水立方”）等地标性工程项目。

2006 年到 2008 年公司房屋建筑工程分别实现收入 1332.06 亿元、1683.06 亿元和 1482.46 亿元，三年间复合增长率达到 20.15%；2006 年到 2008 年公司新签订单分别达到 1598.98 亿元、2315.13 亿元和 2465.67 亿元，三年间复合增长率达到 24.18%。公司充足的订单保有量将保证公司未来几年房屋建筑工程收入的持续增长。

图 17：公司房屋建筑工程业务收入及新签订单情况



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

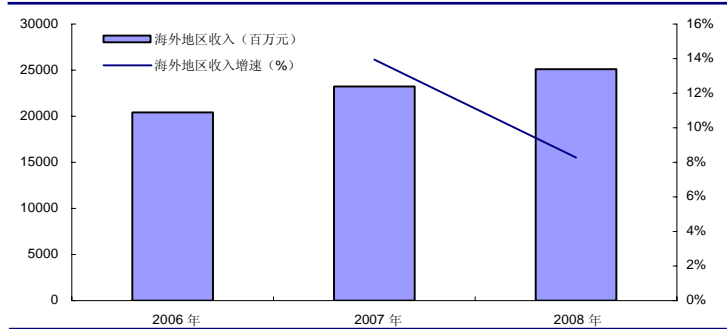
#### ➤ 国际工程承包

公司是中国国际工程承包业务的开拓者与领导者。上世纪五十年代，公司即代表国家进行对外经济技术援助项目建设，并于上世纪七十年代末改革开放初期率先进入国际工程承包市场。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。公司参与建设的香港新机场客运大楼被国际权威组织评为二十世纪全球十大建筑；承建的埃及开罗国际会议中心、阿尔及利亚松树喜来登酒店以及布迈丁国际机场在当地被誉为“友谊的象征”；承建的泰国拉玛八世皇大桥作为泰国标志性建筑被印在当地货币上。经过多年的经营与实践，公司在世界诸多国家和地区树立了“中国建筑—CSCEC”的优良品牌。公司现有长期从事海外事业的高级管理和技术人员近 6,000 人。在国际权威的《工程新闻记录》(ENR) 225 家最大国际承包商

排名中，公司近二十年来长期雄踞中国公司榜首。

2006年到2008年公司国际承包业务分别实现收入203.91亿元、232.32亿元和251.53亿元，三年间复合增长率达到11.07%；公司还将继续扩大其国际市场，在海外市场寻找进一步的发展机遇。

图 18：公司房屋建筑工程业务收入及新签订单情况



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

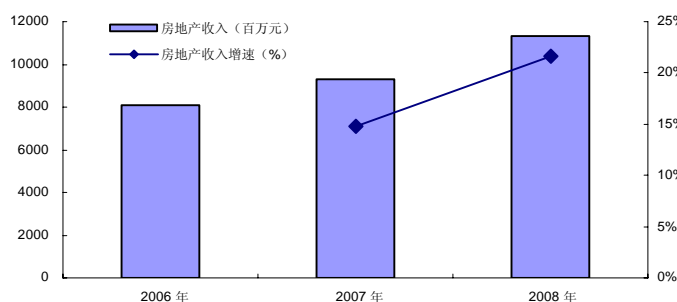
### ➤ 房地产开发与投资

公司是中国最大的房地产企业集团之一。公司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，其自主规划开发的深圳“香蜜湖一号”、北京“中海安德鲁斯庄园”、上海“海悦花园”等十个项目获得中国房地产界的最高荣誉奖项——“詹天佑大奖优秀住宅小区金奖”。公司打造的“中海地产”是中国最具价值的房地产品牌之一。此外，公司八大建筑工程局在国内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成为公司开展中低档房地产开发、打造大众精品住宅的强有力支撑。中建房地产业务成功地创新了工程承包与房地产开发相结合的经营模式。中建房地产业务将大力发展批量化、标准化的业务模式，开发中低档住宅、经济适用房及廉租房项目，致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一。

公司房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。

截至2008年12月31日，公司的土地储备约3,427万平方米。其中公司下属控股子公司中国海外共持有包括拟开发项目及在建项目中未竣工入伙的规划建筑面积共计约2,373万平方米的土地储备。公司目前持有中国海外(0688.HK)约52%的股权；中建地产系统的各房地产子公司共持有包括拟开发项目及在建项目中未竣工入伙的规划建筑面积共计约1054万平方米的土地储备，丰厚的土地储备为公司房地产业务的持续发展提供了有利条件。

图 18：公司房地产业务收入及增速



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

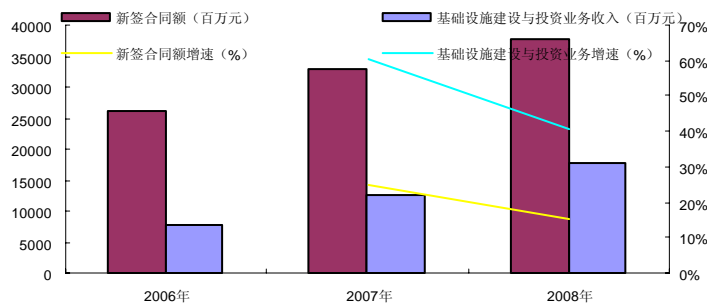
### ➤ 基础设施建设与投资



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。公司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，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、天津永定新河特大桥、福州长乐国际机场高速公路、广州快速路、大连红沿河核电站等一批代表性工程。此外公司还先后收购了南京长江二桥、南昌八一大桥、莱州港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，公司以 BT 方式建设了长吉城际铁路、吉林江湾大桥等，还投资建设太中银铁路、龙烟铁路、宜宾港等项目。

2006 年到 2008 年公司设计勘察业务分别实现收入 78.37 亿元、125.71 亿元和 176.96 亿元，三年间复合增长率达到 24.33%；2005 年到 2007 年公司新签订单分别达到 262.68 亿元、327.46 亿元和 377.67 亿元。三年间复合增长率达到 19.9%。公司充足的订单保有量将保证公司未来几年基础设施建设与投资业务收入的持续增长。

图 21：公司基础设施建设与投资业务收入及新签订单情况



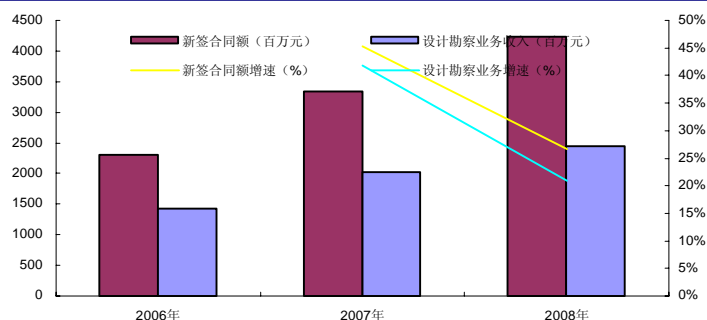
数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

### 设计勘察

公司是中国最大的综合建筑、市政勘察设计公司集团之一，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。公司拥有建筑设计、工程勘察和市政公用工程设计各类专业技术人才达 5,100 多人，其中院士及勘察设计大师 10 人，各类注册执业人员 1,961 人，高端专业人才储量居同行业前列。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、成都广汉三星堆博物馆、陕西黄帝陵、越南胡志明市时代广场、赤道几内亚吉博劳行政新城设计咨询项目等，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。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 1,339 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。

2006 年到 2008 年公司设计勘察业务分别实现收入 14.25 亿元、20.21 亿元和 24.42 亿元，三年间复合增长率达到 23.78%；2006 年到 2008 年公司新签订单分别达到 23.04 亿元、33.47 亿元和 42.36 亿元。三年间复合增长率达到 35.59%。公司充足的订单保有量将保证公司未来几年设计勘察业务收入的持续增长。

图 22：公司设计勘察业务收入及新签订单情况



数据来源：招股说明书 华泰证券研究所

#### 4、未来业绩成长的主要推动力

##### ➢ 充分受益于建筑行业的高景气周期

中建股份是一家在中国房屋建筑建设领域和房地产开发领域处于领先地位的公司。我们认为在未来相当长的一段时间内，公司的领先优势还将持续，在建筑行业大发展背景下，公司的业务规模和企业效益还将有长足的发展。

##### ➢ 房屋建筑工程业务向高端项目发展

公司在房屋建筑领域拥有强大的技术实力和先进的施工设备，在大规模的复杂项目及优质产品市场上更具优势，公司房屋建筑工程业务逐步向高端项目发展、向“大市场、大业主、大项目”转型，形成一批优势市场，呈现较为合理的业务区域市场布局。

##### ➢ 通过整合和精简，提升企业盈利能力

公司重组之后推行物资集中采购、劳务集中管理等精细化管理措施，通过企业的整合和精简将有利于节约成本，减少不必要的内部竞争，有效地控制了管理费用，使企业盈利能力得以提高。2006年到2008年，管理费用占营业收入的比例分别为3.31%、2.21%和3.03%，扣除2007年14亿元职工福利费的转回影响，2007年管理费用占营业收入的比例为3.04%，三年间企业运营效率逐步提升，管理费用得到良好的控制。

#### 四、募集资金项目——增强公司综合实力

公司本次预计发行120亿A股，将募集不少于425.66亿元资金，主要用于补充重大工程承包项目的流动资金、普通住宅类房地产开发项目、购置施工机械设备、基础设施投资项目、钢结构加工基地项目和补充公司流动资金。此次公开发行后，公司资金实力将得到大幅提高，并相应的增强公司的工程总承包能力。募集资金到位之后，公司将能够承揽并同时开展更多的工程总承包项目；公司工程总承包项目经营质量、利润水平将会有较大改善；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力，为公司长期发展营造良好环境和坚实基础。

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

资料来源：招股说明书

#### 五、估值与询价建议

##### 1、盈利预测及说明

根据目前行业发展状况及公司的基本情况，我们做如下预测。

##### 盈利预测关键假设：

- 公司募集资金按计划投入使用，预计2009-2011年公司主营业务收入增长率分别达到26.8%、21.3%和19.9%；
- 2008年两税合并后所得税税率降至25%，公司2009-2011年实际所得税率为25%、25%、25%；
- 预计2008-2010年公司综合毛利率为11.60%、11.56%和11.33%；

表4：公司各项业务收入及毛利预测

单位(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
房屋建筑工程业务	111,249.72	135,163.30	160,618.72	200,773.40	240,928.08	289,113.69
增长率(%)	25.69%	21.50%	18.83%	25.00%	20.00%	20.00%
房地产业务	11,794.44	16,447.83	18,823.64	26,353.09	34,259.02	41,110.82
增长率(%)	46.72%	39.45%	14.44%	40.00%	30.00%	20.00%
基础设施建设与投资	7,837.41	12,571.67	17,696.46	22,120.58	27,650.72	33,180.86
增长率(%)	32.00%	60.41%	40.76%	25.00%	25.00%	20.00%
设计勘察	1,425.33	2,021.07	2,442.24	2,930.68	3,516.82	4,220.19
增长率(%)	26.65%	41.80%	20.84%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	899.07	2,101.94	3,618.69	3,980.55	4,378.61	4,816.47
增长率(%)				10.00%	10.00%	10.00%
收入合计	133,205.97	168,305.81	203,199.74	256,158.30	310,733.25	372,442.04
增长率(%)	27.34%	26.35%	20.73%	52.20%	21.31%	19.86%
房屋建筑工程业务	7.70%	8.38%	7.70%	8.20%	8.20%	8.20%
房地产业务	31.27%	43.42%	39.85%	35.00%	33.00%	31.00%
基础设施建设与投资	8.93%	10.86%	9.36%	10%	10%	10%
设计勘察	35.75%	34.92%	33.09%	35%	35%	35%
其他	35.77%	27.71%	16.10%	20%	20%	20%
综合毛利率	10.35%	12.55%	11.28%	11.60%	11.56%	11.33%

资料来源：华泰研究所

考虑公司公开发行 120 亿 A 股后的摊薄，预计 2009-2011 年摊薄每股收益分别为 0.165 元、0.209 元和 0.244 元，2008-2011 年的年复合增长率将达到 38.6%。

## 2、公司估值及询价区间

我们采用比较估值法，选取建筑行业上市公司中与中建股份发展前景相似，业务规模比较接近，在所处行业中同样处于龙头地位的中国中铁和中国铁建进行估值水平的比较，同时中建股份的房地产业务在利润中占据重要地位，我们同时也选取国内A股市场的三家龙头企业进行估值比较，两家建筑公司2009-2011年的平均市盈率分别为23.42X、17.64X和13.35X，三家房地产企业的平均市盈率分别为32.88X、27.20X和22.85X，考虑到中建股份房地产业务和建筑业务的利润贡献相当，结合我们对中建股份2009-2011年摊薄每股收益分别为0.165元、0.209元和0.244元，二级市场合理价格为4.12元-4.95元，对应09年PE为25X-30X；给予询价10%的收益，建议其询价区间在3.70元-4.45元之间。

表6：与建筑行业上市公司的估值水平比较

代码	简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
601390	中国中铁	7.08	0.05	0.29	0.37	0.49	141.60	24.84	18.95	14.50
601186	中国铁建	10.49	0.32	0.48	0.64	0.86	32.78	22.00	16.34	12.20
	均值						87.19	23.42	17.64	13.35

资料来源：WIND 华泰研究所

表7：与房地产行业上市公司的估值水平比较

代码	简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
000002	万科A	14.16	0.37	0.45	0.55	0.72	38.27	31.23	25.91	19.77
600048	保利地产	29.58	0.91	0.93	1.18	1.43	32.51	31.88	24.97	20.69
600383	金地集团	17.92	0.50	0.50	0.58	0.64	35.84	35.53	30.71	28.09
	均值						35.54	32.88	27.20	22.85

资料来源：WIND 华泰研究所

## 六、风险提示

➤ **宏观经济发展环境与周期影响的风险**

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，行业发展与国民经济的景气程度有很强的关联性，受固定资产投资规模、城市化进程等宏观经济因素的综合影响深远且重大。最近两年以来，房地产投资和部分地区房价亦呈现增长势头。如果受经济周期影响，中国国民经济增长速度放缓或宏观经济出现周期性波动而公司未能对其有合理的预期并相应调整公司的经营行为，则将对公司的经营状况产生不利的影响，公司的建筑业务和房地产业务的收入增长速度可能放缓，甚至受市场环境的影响可能出现收入下降。

➤ **建筑业市场竞争加剧的风险**

中国的建筑业属于完全竞争性行业，企业数量众多，行业集中度低，市场竞争激烈，行业整体利润水平偏低。近年来，随着国家对建筑业企业资质管理的不断强化以及国家对建筑业节能、环保技术的大力倡导，行业内呈现资源向优势企业集中的趋势，在一定程度上加剧了市场上优势企业之间的竞争程度。面对以上情况，公司需抓住机遇，有效整合在资源、技术、品牌、人才等方面的优势，否则可能导致公司毛利率水平下降，或影响公司进一步提高市场份额，或实现主营业务收入和利润的持续增长。

➤ **房地产行业竞争激烈的风险**

随着政府对房地产行业宏观调控政策的不断完善，加之消费者日趋成熟，促使房地产市场日趋规范。国内房地产行业经过二十多年的发展，竞争方式由最初的价格竞争逐渐上升为品牌、资金、管理和人力资源等高层次的竞争，品牌质量不高、资金实力薄弱、管理能力低下的房地产公司将逐渐被淘汰，市场集中度逐步提高。虽然房地产行业的优胜劣汰对公司有利，但同时也使得房地产公司之间的竞争日趋激烈。此外，一些国际知名且拥有雄厚资金和管理实力的海外房地产基金和房地产开发企业积极进入中国，也将进一步加剧国内房地产行业的竞争态势。

附表：财务预测

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	174920	206097	247505	292441
现金	34156	40985	49717	59591
应收账款	33103	42881	52017	62347
其它应收款	10622	13371	16220	19441
预付账款	10744	13586	16488	19814
存货	57104	71859	87206	104797
其他	29191	23415	25856	26451
<b>非流动资产</b>	29248	33424	37358	39858
长期投资	3444	3616	3797	3987
固定资产	8296	13065	16581	18367
无形资产	3154	3140	3126	3111
其他	14354	13603	13854	14392
<b>资产总计</b>	204168	239521	284863	332299
<b>流动负债</b>	133696	149409	184505	219736
短期借款	13969	9218	20635	29341
应付账款	54218	68384	82990	99730
其他	65509	71806	80880	90665
<b>非流动负债</b>	39758	39730	39738	39750
长期借款	22860	22860	22860	22860
其他	16898	16870	16877	16890
<b>负债合计</b>	173454	189138	224243	259486
少数股东权益	15330	18274	22233	27110
股本	18000	30000	30000	30000
资本公积	-6074	-6074	-6074	-6074
留存收益	3240	8182	14461	21777
归属母公司股东权益	15384	32109	38388	45703
<b>负债和股东权益</b>	204168	239521	284863	332299

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	2604	6521	2427	5662
净利润	4639	7887	10238	12192
折旧摊销	1335	661	898	1077
财务费用	1400	1479	1368	1600
投资损失	-323	-300	-300	-300
营运资金变动	-1562	-3744	-11062	-10309
其它	-2885	537	1285	1402
<b>投资活动现金流</b>	-8087	-4536	-4054	-2793
资本支出	4596	4300	3800	2500
长期投资	-461	398	460	497
其他	-3952	162	207	204
<b>筹资活动现金流</b>	14170	4845	10358	7004
短期借款	1461	-4751	11417	8706
长期借款	7178	0	0	0
普通股增加	0	12000	0	0
资本公积增加	-301	0	0	0
其他	5833	-2405	-1059	-1702
<b>现金净增加额</b>	8355	6830	8732	9873

资料来源：华泰研究所

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	202097	256158	310733	372442
<b>营业成本</b>	179198	226437	274800	330232
<b>营业税金及附加</b>	7698	8966	10565	12291
<b>营业费用</b>	831	1025	1243	1490
<b>管理费用</b>	6120	7685	9011	10428
<b>财务费用</b>	1400	1479	1368	1600
<b>资产减值损失</b>	410	451	496	545
<b>公允价值</b>	-59	0	0	0
<b>投资净收益</b>	323	300	300	300
<b>营业利润</b>	6705	10416	13550	16156
<b>营业外收入</b>	270	200	200	200
<b>营业外支出</b>	113	100	100	100
<b>利润总额</b>	6861	10516	13650	16256
<b>所得税</b>	2222	2629	3413	4064
<b>净利润</b>	4639	7887	10238	12192
<b>少数股东损益</b>	1894	2944	3959	4877
<b>归属母公司净利润</b>	2745	4943	6279	7315
<b>EBITDA</b>	9440	12556	15816	18833
<b>EPS (元)</b>	0.15	0.16	0.21	0.24

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.1%	26.8%	21.3%	19.9%
营业利润	-29.0%	55.4%	30.1%	19.2%
归属于母公司净利润	-44.2%	80.0%	27.0%	16.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.3%	11.6%	11.6%	11.3%
净利率	1.4%	1.4%	1.9%	2.0%
ROE	17.8%	15.4%	16.4%	16.0%
ROIC	12.9%	18.2%	18.1%	18.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	85.0%	79.0%	78.7%	78.1%
净负债比率	24.89%	19.82%	21.95%	22.28%
流动比率	1.31	1.38	1.34	1.33
速动比率	0.88	0.89	0.86	0.85
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.09	1.15	1.19	1.21
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	3.52	3.69	3.63	3.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.16	0.21	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.22	0.08	0.19
每股净资产(最新摊薄)	0.51	1.07	1.28	1.52
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	3	2	2	2

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。