

房建巨头，建筑市场游刃有余

——中国建筑（601668）调研快报

2012年2月9日

推荐/维持

中国建筑

调研快报

郑闵钢	房地产行业分析师	执业资格证号: S1480510120012
	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.ent.cn
联系人: 张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn

事件:

2月9日我们与中国建筑的董秘孟总进行了会面，交流了公司的经营情况。

关注 1: 面对市场基础建设投资下滑和房地产调控，公司积极调整业务结构，保证了业务盈利的稳定性

公司 2011 年对两个板块的业务进行了结构内微调调控，从而保证了公司业绩平稳、快速增长。一是在基础设施建设方面，由于 2011 年 7.23 动车事故以来，全国的铁路投资出现了较大程度的放缓，对于公司的铁路建设业务产生了一定影响。公司快速反应并积极调整基础建设的板块业务结构，由原来占较大比重的铁路建设转向路桥建设，从而保证了 2011 年基础建设业务整体仍然保持较高的增速。二是公司在房屋建设方面，以前住宅建设占公司业务的比重较大，现在商业地产项目的比重在逐步增加。

以前房地产业务是公司利润来源最大的部分，占到公司利润总额的 50% 以上。2011 年公司的房屋建设业务利润占比首次超过房地产业务达 47%，房地产业务的利润占比为 37%。预计公司 2012 年和 13 年房地产业务毛利仍然可以保持较高的水平。我们认为，尽管公司房地产业务受市场调控的影响增长减弱，但公司的房屋建设业务具备很强的优势，仍然能够保持快速增长的势头，并可以在很大程度上抵消房地产业务增速下滑的影响，公司业务中长期增长仍将保持较强的优势能力。

关注 2: 公司采取积极手段应对应收账款回款难的问题

公司在 2011 年三季度之前，应收账款的增速超过收入的增速。公司从第四季度开始积极调整经营策略，加强对应收账款的管理，四季度应收账款的增速大幅下滑，预计 2011 年全年的应收账款增速低于收入增速 6-7 个百分点。公司目前有严格的制度控制应收账款的风险，从四季度的效果看来有很大成效，公司在应收款风险控制上已具备较强的意识和手段，公司未来应收账款的风险不会大。

关注 3: 公司将积极推行大海外的战略

目前公司更多在国内开展业务，公司在海外的拓展仍具备很大的发展空间。由于最近几年国内的业务发展相对国外明显较快，因此海外业务的增速相对下滑。公司目前推行“大海外战略”，海外业务的管理主体由之前的海外事业部转为各个下属公司，发动各公司的主动性和优势拓展海外业务。同时，公司也将通过收购的方式来拓展海外市场，从而可以在一定程度上实现海外业务经营的本土化，减少因文化、生活习惯方面差异引发的矛盾。目前海外房建市场巨大，公司具备很强的竞争能力。为追求收益的更快增长，公司海外业务的拓展将加快。

关注 4: 公司在房屋建筑方面具有绝对优势

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房地产企业集团之一，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。公司以承建“高、大、精、尖、新”工程著称于世，承建了中国及其他国家或地区的地标性建筑。公司的房屋建筑实力在国内排名第一，在世界上也属于一流水平。公司未来将继续加强其在房屋建筑方面的优势，利用房建优势来进一步开拓国内和海外市场。

关注 5: 原材料成本和人工成本的上涨对公司影响不大

公司的合同一般都约定原材料的波动幅度，如果成本涨价过快、过高，则可以由业主来负担，从而降低了风险。同时，公司在成本控制方面推行标准化和承包制。标准化有效地提高了生产效率，相对节约了成本；承包制则在很大程度上提高了项目部节约成本的积极性，因此公司的成本管理一直较好，使得公司在可比上市企业中具有较强的毛利率优势。

结论:

公司是建筑类企业的龙头，尤其是在房屋建筑方面，无人能出其右，具有非常强的技术实力、品牌优势和项目经验优势。公司业务多元化，有较低的经营风险，同时策略灵活，面对部分业务的利润下滑主动调整，保证了未来业绩平稳、快速增长。公司的目前将海外业务重新摆到了非常重要的位置，在一定程度上提高了业务的天花板，未来增长空间大大加强。我们预计公司 2011 年至 2013 年的销售收入分别达 4706.15 亿元、5671.19 亿元和 6739.66 亿元，每股收益分别为 0.45 元、0.56 元和 0.67 元，对应的 PE 分别为 6.87、5.56 和 4.65，我们维持“推荐”的投资评级，半年的目标价为 4.02 元。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	325157	366672	421101	486895	营业收入	370418	470615	567119	673966
货币资金	82099	136656	142854	154768	营业成本	325650	414288	501253	597493
应收账款	48064	61889	74580	88631	营业税金及附加	15123	18825	22685	26959
其他应收款	9514	12087	14566	17310	营业费用	932	1177	1375	1585
预付款项	17823	21966	26979	32954	管理费用	9195	11059	12927	14902
存货	149430	124854	151063	180066	财务费用	954	1089	575	521
其他流动资产	2757	3759	4724	5793	资产减值损失	1304	1300	1300	1300
非流动资产合计	72382	68051	67848	67327	公允价值变动收益	-25.07	-30.00	-30.00	-30.00
长期股权投资	15658	15658	15658	15658	投资净收益	1555.70	1586.82	1777.24	1990.50
固定资产	11169	12530	10837	9144	营业利润	18790	24434	28752	33166
无形资产	6028	5425	4823	4220	营业外收入	1371.22	1371.22	1371.22	1371.22
其他非流动资产	539	0	0	0	营业外支出	520.91	521.00	573.10	630.41
资产总计	397539	434723	488949	554222	利润总额	19640	25284	29550	33907
流动负债合计	221184	240559	279778	324107	所得税	4925	6321	7387	8477
短期借款	10612	0	0	0	净利润	14715	18963	22162	25430
应付账款	100455	127124	153809	183340	少数股东损益	5478	5478	5478	5478
预收款项	43798	53210	64552	78032	归属母公司净利润	9237	13485	16684	19952
非流动负债合计	73095	76409	74259	75759	EBITDA	28236	27819	31622	35983
长期借款	33684	35184	36684	38184	BPS (元)	0.31	0.45	0.56	0.67
其他非流动负债	1025	1025	1025	1025	主要财务比率				
负债合计	294279	316968	354037	399866		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	26051	31528	37006	42484	成长能力				
实收资本(或股本)	30000	30000	30000	30000	营业收入增长	42.3%	27.05%	20.51%	18.84%
资本公积	30011	30011	30011	30011	营业利润增长	52.4%	30.04%	17.67%	15.35%
未分配利润	16068	21193	27533	35115	归属于母公司净利润增长	61.2%	45.99%	23.72%	19.59%
归公司股东权益合计	77210	86226	97905	111872	获利能力				
负债和所有者权益	397539	434723	488949	554222	毛利率(%)	12.09%	11.97%	11.61%	11.35%
现金流量表					净利率(%)	3.97%	4.03%	3.91%	3.77%
					总资产净利润(%)	2.32%	3.10%	3.41%	3.60%
					ROE(%)	12%	16%	17%	18%
经营活动现金流	-1645	65393	12692	18956	偿债能力				
净利润	14715	18963	22162	25430	资产负债率(%)	74%	73%	72%	72%
折旧摊销	8492	0.00	2295.58	2295.58	流动比率	1.47	1.52	1.51	1.50
财务费用	954	1089	575	521	速动比率	0.79	1.01	0.97	0.95
应付帐款的变化	0	26669	26685	29531	营运能力				
预收帐款的变化	0	9412	11342	13479	总资产周转率	1.07	1.13	1.23	1.29
投资活动现金流	0	-75	-2413	-2035	应收账款周转率	8.48	8.56	8.31	8.26
公允价值变动收益	0	-30	-30	-30	应付账款周转率	4.29	4.14	4.04	4.00
长期投资	15658	15658	15658	15658	每股指标(元)				
投资收益	1556	1587	1777	1991	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.45	0.56	0.67
筹资活动现金流	0	-10761	-4080	-5007	每股净现金流(最新摊薄)	0.09	1.82	0.21	0.40
短期借款	10612	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.57	2.87	3.26	3.73
长期借款	33684	35184	36684	38184	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	9.97	6.87	5.56	4.65
资本公积增加	-571	0	0	0	P/B	1.20	1.08	0.95	0.83
财务费用	0.00	-1089	-575	-521	EV/EBITDA	3.41	1.32	1.01	0.60
现金净增加额	-1645	54557	6199	11914					

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产行业、建筑工程研究工作至今。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。