

地产销售减速，建筑独木难支

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 4.40 元

期限: 12 个月 上次预测: 4.40 元

现价(2012年02月14日): 3.16 元

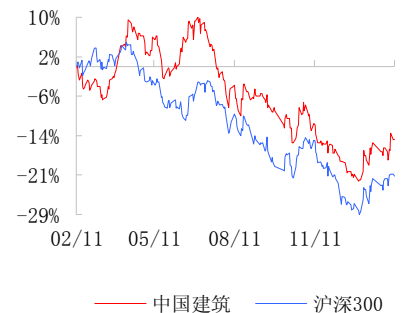
报告日期: 2012-02-15
报告关键点:

- 📖 地产销售大幅下降。
- 📖 建筑业务受到一定冲击。
- 📖 维持买入-A的投资评级。

报告摘要:

- 公司公布了2012年1月的经营数据，建筑新签合同金额仍保持稳定增长，但竣工面积大幅减少；地产销售面积和销售金额的下降幅度均超过50%。
- **地产销售大幅下降。**2012年1月份，公司房地产业务销售额约34亿元，同比下降54.9%；销售面积29万平方米，同比下降57.4%；受房地产调控影响，公司的房地产业务从去年下半年开始减速，目前仍在低位徘徊。公司在弱市中仍然维持了一定的新增拿地，新增土地储备约140万平方米，期末拥有土地储备约6,987万平方米。
- **建筑业务受到一定冲击。**报告期内，公司建筑业务新签合同额约524 亿元，同比仍增长22.4%。公司与诸多省市政府、金融机构、大型企业签订战略合作协议，进一步促进了公司营销模式的升级，推动公司向高端项目转型发展。公司持续推行“大市场、大业主、大项目”策略成效显著，1月份新签合同中10亿元以上的超过40%，在严厉的房地产调控中公司建筑业务的市场份额持续提高，1月份施工面积达到了39,798万平方米，同比增长31.9%。但是新开工面积和竣工面积还是受到房地产调控的明显冲击，新开工面积1,517 万平方米，同比小幅增长5.0%，竣工面积62万平方米，更是同比下降了58.4%。
- **维持买入-A的投资评级。**随着国内房地产调控的持续，我们预计公司业绩增速将出现下降，维持之前的盈利预测，预计2011-2013年公司的EPS分别为0.44、0.58和0.71元，增速分别为41.9%、32.5%和22.8%。公司经营管理状况优良，在市场调整时仍能够保持领先于同业的增速，股权激励如果能够顺利实施将为公司未来的业绩持续增长提供有效的保障，公司估值无论纵向还是横向比较均处于低位，我们维持买入-A的投资评级，维持12个月目标价4.4元。
- **风险提示:** 房价大幅调整，房地产投资快速下滑。

总市值(百万元)	94,800.00
流通市值(百万元)	39,976.18
总股本(百万股)	30,000.00
流通股本(百万股)	12,650.69
12个月最低/最高	2.85/4.19 元
十大流通股东(%)	23.13%
股东户数	913,962

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.49)	4.72	7.14
绝对收益	4.85	(3.57)	(14.51)

李孔逸

 0755-82558015
 执业证书编号

傅真卿

 021-68767632
 执业证书编号

行业分析师

 liky@essence.com.cn
 S1450511020034

行业分析师

 fuzq@essence.com.cn
 S1450511110002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	260,379.6	370,417.5	477,272.9	664,375.7	853,329.9
Growth(%)	28.8%	42.3%	28.8%	39.2%	28.4%
净利润	5,729.8	9,237.3	13,106.0	17,363.2	21,327.7
Growth(%)	108.7%	61.2%	41.9%	32.5%	22.8%
毛利率(%)	12.2%	12.1%	12.4%	12.0%	11.7%
净利润率(%)	2.2%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%
每股收益(元)	0.19	0.31	0.44	0.58	0.71
每股净资产(元)	2.94	3.44	4.04	4.85	5.83
市盈率	16.5	10.3	7.2	5.5	4.4
市净率	1.1	0.9	0.8	0.7	0.5
净资产收益率(%)	10.3%	14.3%	16.9%	18.3%	18.5%
ROIC(%)	24.7%	42.5%	31.1%	22.0%	23.7%
EV/EBITDA	4.1	3.9	4.4	3.4	2.9
股息收益率	-0.4%	0.9%	2.1%	2.7%	3.4%

前期研究成果

中国建筑: 快速成长的行业龙头	2012-01-12
中国建筑: 持续快速成长可期	2011-10-28
中国建筑: 业绩再超预期	2011-08-31

财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间	2012-02-14		
					财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表										
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性				
减: 营业成本	228,738.1	325,649.8	418,086.1	584,420.0	753,806.5	营业收入增长率	28.8%	42.3%	28.8%	39.2%
营业税费	10,049.2	15,122.9	18,422.7	25,379.2	32,597.2	营业利润增长率	89.5%	47.9%	43.3%	30.7%
销售费用	748.0	932.1	1,336.4	1,660.9	2,133.3	净利润增长率	108.7%	61.2%	41.9%	32.5%
管理费用	6,841.8	9,194.6	11,454.6	15,945.0	20,479.9	EBITDA 增长率	62.6%	45.3%	38.3%	29.3%
财务费用	829.2	954.2	1,365.3	1,878.0	1,751.0	EBIT 增长率	67.0%	45.8%	43.2%	31.0%
资产减值损失	606.6	1,304.5	856.8	1,203.6	1,322.6	NOPLAT 增长率	64.0%	58.2%	37.2%	30.8%
加: 公允价值变动收益	-72.2	-25.1	-32.9	31.9	32.9	投资资本增长率	-8.1%	87.8%	84.9%	10.6%
投资和汇兑收益	213.7	1,555.7	1,200.0	1,260.0	1,323.0	净资产增长率	187.6%	16.9%	17.4%	20.1%
营业利润	12,708.3	18,790.1	26,918.1	35,180.9	42,595.3	利润率				
加: 营业外净收支	175.8	850.3	386.0	436.0	491.0	毛利率	12.2%	12.1%	12.4%	12.0%
利润总额	12,884.1	19,640.4	27,304.1	35,616.9	43,086.3	营业利润率	4.9%	5.1%	5.6%	5.3%
减: 所得税	3,809.0	4,925.2	6,826.0	8,904.2	10,771.6	净利润率	2.2%	2.5%	2.7%	2.6%
净利润	5,729.8	9,237.3	13,106.0	17,363.2	21,327.7	EBITDA/营业收入	5.9%	6.0%	6.4%	6.0%
资产负债表										
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	5.2%	5.3%	5.9%	5.6%
交易性金融资产	78,973.8	82,098.6	54,616.3	62,161.5	65,599.9	运营效率				
应收账款	1,043.4	1,096.7	1,063.8	1,095.7	1,128.5	固定资产周转天数	13	11	8	6
应收票据	48,839.5	57,577.8	97,089.1	134,331.3	171,834.9	流动营业资本周转天数	32	30	53	58
预付款项	258.6	644.0	457.7	637.1	841.6	流动资产周转天数	295	281	267	239
存货	27,684.9	17,823.4	42,908.6	48,752.8	56,290.9	应收帐款周转天数	50	42	48	51
其他流动资产	58,649.5	115,678.6	123,707.7	163,317.4	212,718.0	存货周转天数	80	85	90	78
可供出售金融资产	36,676.0	50,238.2	61,861.5	89,927.0	118,270.1	总资产周转天数	343	335	325	287
持有至到期投资	496.7	1,328.9	1,461.8	1,754.2	2,105.0	投资资本周转天数	53	52	74	73
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
投资性房地产	4,383.6	15,658.3	16,463.7	17,286.9	18,151.2	ROE	10.3%	14.3%	16.9%	18.3%
固定资产	4,421.1	8,225.0	10,281.3	12,851.6	16,064.5	ROA	3.1%	3.7%	4.4%	4.5%
在建工程	10,521.9	11,168.8	11,232.2	11,122.4	10,845.2	ROIC	24.7%	42.5%	31.1%	22.0%
无形资产	1,058.8	3,053.9	3,537.7	3,876.4	4,113.5	费用率				
其他非流动资产	4,231.1	6,028.1	5,644.9	5,277.9	4,935.4	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
资产总额	292,584.2	397,539.1	465,184.6	594,744.5	733,217.4	管理费用率	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
短期债务	15,345.2	26,918.8	34,858.3	42,352.5	50,318.7	财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
应付账款	5,905.9	10,611.5	8,000.0	8,000.0	8,011.1	三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%
应付票据	85,617.2	117,460.3	158,070.9	227,363.4	293,261.7	偿债能力				
其他流动负债	4,411.3	5,044.8	6,872.6	9,606.9	12,391.3	资产负债率	69.8%	74.0%	73.9%	75.5%
长期借款	51,004.8	64,929.4	82,800.9	108,450.0	141,143.8	负债权益比	231.3%	285.0%	283.9%	308.5%
其他非流动负债	23,431.4	33,684.3	43,684.3	43,884.3	43,984.3	流动比率	1.55	1.47	1.47	1.37
负债总额	204,257.1	294,278.6	344,002.8	449,162.1	558,168.7	速动比率	1.19	0.95	0.99	0.92
少数股东权益	18,920.5	26,050.6	33,422.7	42,772.1	53,759.1	利息保障倍数	16.33	20.69	20.72	19.73
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	分红指标				
留存收益	39,148.5	46,486.1	57,759.1	72,810.2	91,289.6	DPS(元)	0.01	0.03	0.07	0.09
股东权益	88,327.0	103,260.5	121,181.8	145,582.3	175,048.8	分红比率	-6.9%	9.6%	15.0%	15.0%
现金流量表										
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	-0.4%	0.9%	2.1%	2.7%
加: 折旧和摊销	9,075.1	14,715.2	13,106.0	17,363.2	21,327.7	业绩和估值指标				
资产减值准备	1,841.1	2,583.1	2,421.3	2,652.2	2,896.9	EPS(元)	0.19	0.31	0.44	0.58
公允价值变动损失	606.6	1,304.5	856.8	1,203.6	1,322.6	BVPS(元)	2.94	3.44	4.04	4.85
财务费用	72.2	25.1	-32.9	31.9	32.9	PE(X)	16.5	10.3	7.2	5.5
投资收益	1,701.7	1,473.6	2,093.7	1,365.3	1,878.0	PB(X)	1.1	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	-213.7	-1,555.7	-1,200.0	-1,260.0	-1,323.0	P/FCF	29.2	6.9	-2.6	18.0
营运资金的变动	3,345.3	5,477.9	7,372.1	9,349.4	10,987.0	P/S	0.4	0.3	0.2	0.1
经营活动产生现金流量	13,414.1	-1,644.9	-7,487.1	16,340.2	13,817.7	EV/EBITDA	4.1	3.9	4.4	3.4
投资活动产生现金流量	-9,297.9	-27,626.4	-1,013.7	-2,404.5	-2,440.0	CAGR(%)	43.3%	30.0%	21.3%	-100.0%
融资活动产生现金流量	40,748.7	31,950.6	5,414.8	-2,721.1	-3,172.9	PEG	0.4	0.3	0.3	-0.1
						ROIC/WACC	2.6	4.5	3.3	2.3
						REP	0.6	0.3	0.3	0.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011年10月加入安信证券研究中心。

分析师声明

李孔逸、傅真卿分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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;
- 增持 — 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	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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: 200123

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