

估值具备大幅提升空间

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-A

目标价格: **6.00元**

期限: 12个月 上次预测: 6.00元

现价(2011年07月20日): 3.85元

报告日期: **2011-07-21**

报告关键点:

- 中期票据的发行有利于解决公司的融资问题并降低了融资成本
- 土地储备逆市大幅增长
- 建筑工程订单持续高增长
- 维持买入-A的投资评级, 12个月目标价6元。

报告摘要:

- 为什么我们认为公司估值水平可以大幅提升?
- 公司基本解决了普遍困扰房地产公司的两大难题: “资金和土地”问题。

我们认为, 制约房地产公司估值的两大因素是资金和土地。资金方面, 公司中期票据的发行表明公司具备相当强的融资能力, 和工商银行等大银行的战略合作更是为公司未来的融资奠定了良好的基础; 土地方面, 公司通过城市综合开发能够获得相对廉价的优质土地储备, 今年上半年新增土地储备1464万平米, 已经远超去年全年新增土地储备。公司相对一般的地产公司可以给予一定的估值溢价。

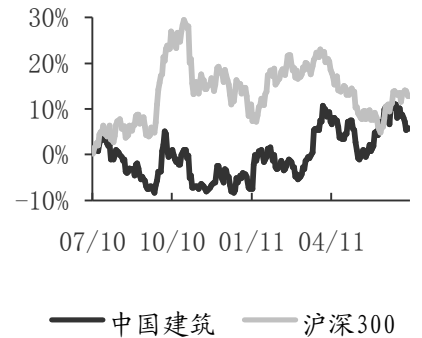
- 建筑工程订单持续快速增长。

对建筑企业来说, 影响估值的最大因素就是订单的增速。公司建筑工程订单在去年增长79.7%的基础上, 今年上半年又获得了59.1%的增长, 与其他建筑类企业相比, 我们预计可能仅低于增速高达200%的中国化学, 理应获得一定的估值溢价。

- 公司本身的经营管理状况优良, 股权激励又为公司未来的业绩持续增长提供了良好的预期。我们预计2011-2013年公司的EPS分别为0.4、0.53和0.65元, 复合增长率达到28.3%。以目前价位看公司的动态PE还不到10倍, 我们维持买入-A的投资评级, 12个月目标价6元, 对应2011年15倍的动态PE。
- 风险提示: 房地产投资大幅下滑, 房价出现较大幅度的向下调整。

总市值(百万元)	115,500.00
流通市值(百万元)	48,705.16
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	3.37/4.19元
十大流通股股东(%)	20.84%
股东户数	1,066,799

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.04)	3.73	(7.16)
绝对收益	(0.50)	(2.47)	5.61

李孔逸
021-68763865
执业证书编号

行业分析师
liky@essence.com.cn
S1450511020034

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	260,380	370,418	477,273	664,649	857,107
Growth(%)	28.8%	42.3%	28.8%	39.3%	29.0%
净利润	5,729.8	9,237.3	12,124.6	16,028.8	19,512.0
Growth(%)	108.7%	61.2%	31.3%	32.2%	21.7%
毛利率(%)	12.2%	12.1%	12.0%	11.6%	11.2%
净利润率(%)	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%
每股收益(元)	0.19	0.31	0.40	0.53	0.65
每股净资产(元)	2.94	3.44	3.99	4.74	5.64
市盈率	20.2	12.5	9.5	7.2	5.9
市净率	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
净资产收益率(%)	10.3%	14.3%	15.8%	17.3%	17.5%
ROIC(%)	24.7%	42.5%	28.8%	20.6%	22.3%
EV/EBITDA	5.4	4.8	5.4	4.1	3.6
股息收益率	-0.3%	0.8%	1.6%	2.1%	2.5%

前期研究成果

中国建筑: 建筑一骑绝尘, 地产双核驱动

2011-04-21

未来两年盈利仍将保持稳定增长

2010-04-30

资金面宽裕，融资成本相对较低。

公司 2011 年 7 月 19 日发行了中国建筑股份有限公司 2011 年度第二期中期票据 40 亿元，发行利率为 5.44%，债券年限为 5 年，公司此前已经发行了第一期的中期票据 60 亿元，公司本次中期票据注册金额为人民币 200 亿元，自 2010 年 7 月注册起 2 年内有效。公司采取分期发行的方式发行，预计后续还有两期，共 100 亿元。此外，早在 2010 年 11 月 29 日，公司还与中国工商银行股份有限公司（“工商银行”）签订全面战略合作协议。在未来五年内，双方将进行总额不低于 800 亿元等值人民币的融资安排（含 50 亿美元“走出去”项目海外融资安排）。公司与各大银行的良好关系以及中期票据的发行，均显示出公司在房地产市场调控的大背景下仍具备较强的融资能力。

表 1 中国建筑股份有限公司 2011 年度第一期中期票据

票据名称	中国建筑股份有限公司 2011 年度第一期中期票据		
票据简称	11 中建 MTN1		
票据代码	1182057	票据期限	7 年
计息方式	固息	发行招标日	2011 年 3 月 7 日
实际发行总额	60 亿元	计划发行总额	60 亿元
发行价格	100 元/百元	发行利率%	5.65
主承销商	交通银行股份有限公司	中国国际金融有限公司	

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 2 中国建筑股份有限公司 2011 年度第二期中期票据

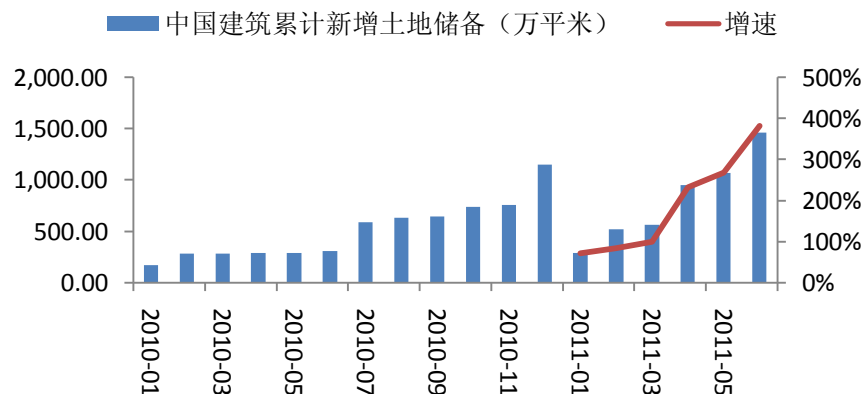
票据名称	中国建筑股份有限公司 2011 年度第二期中期票据		
票据简称	11 中建 MTN2		
票据代码	1182205	票据期限	5 年
计息方式	固息	发行招标日	2011 年 7 月 19 日
实际发行总额	40 亿元	计划发行总额	40 亿元
发行价格	100 元/百元	发行利率%	5.65
主承销商	交通银行股份有限公司	中国国际金融有限公司	

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

土地储备大幅增长。

今年上半年公司新增土地储备 1464 万平米，已经远超去年全年新增土地储备。城市综合开发为公司便利获取相对廉价的优质土地打下了良好的基础。过去两年，公司在西安大明宫、铲灞新区、沣渭新区推进了城市综合体建设试点，并与北京门头沟区签订了滚动投资 500 亿元的合作协议。公司积极探索规划设计、地产开发、基础设施建设、房屋建筑工程“四位一体”的综合服务商业模式，成效开始显现。公司还与上海浦东新区、天津滨海新区、湖南长株潭一体化经济区、济南西区、福州、贵阳、珠海等城市和地区进行战略合作，为公司“四位一体”城市综合体开发建设业务开拓提供了双赢合作平台。

图 1 2010 年以来中国建筑新增土地储备及增速



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

公司建筑业务市场份额仍有提升空间。

公司近期与海航集团有限公司签署了战略合作协议，双方将建立长期的项目合作关系，开展强强联合。中国建筑将发挥在工程建设领域的全产业链服务优势，支持和参与海航集团在建筑工程、房地产开发、港口码头等基础设施建设、勘察设计等方面的项目实施。海航集团将充分发挥自身的资源和专业优势，为中国建筑提供航空旅游、现代物流、金融服务等方面的服务和配合。

此前，公司已经与中粮集团、中国海油、宝钢集团、中国电信等大型企业合作，实现了强强联合。另外，公司还与近三十个省（自治区）、市、区政府合作，积极促进地区经济发展，求得政企共赢。公司 2010 年在国内的建筑市场份额约为 4% 左右，随着战略联盟策略和大业主营销的不断推进，公司市场份额有望进一步提升。

积极拓展以新疆为核心的西部市场。

为抢抓国家支持新疆经济与社会发展机遇，公司还将加强与中建新疆建工（公司控股股东中建总公司持股 85% 的控股子公司）之间的业务合作，积极拓展以新疆为核心的西部市场。公司与中建新疆建工的合作方式，主要是通过共同出资设立专业公司或项目公司，就公司的核心主业地产开发、工程建设以及安装、装饰等专业领域展开合作。双方共同出资设立的公司，原则上由公司控股，进入公司合并报表范围。

中建新疆建工目前是新疆地区最大的建筑企业集团，其社会资源、管理力量和人才储备等方面在新疆地区首屈一指。通过前期合作，加快中建新疆建工注入公司步伐，公司将直接获得在新疆建筑市场的龙头地位，并有望在 2-3 年内迅速成长为新疆乃至西部地区，成为市场占有率、业务实力和盈利水平排名第一的建筑地产企业。

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元 模型更新时间

2011-7-20

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	260,380	370,418	477,273	664,649	857,107	成长性					
减: 营业成本	228,738.1	325,649.8	420,128.7	587,411.2	760,992.0	营业收入增长率	28.8%	42.3%	28.8%	39.3%	29.0%
营业税费	10,049.2	15,122.9	18,422.7	25,389.6	32,741.5	营业利润增长率	89.5%	47.9%	32.4%	30.4%	20.0%
销售费用	748.0	932.1	1,336.4	1,661.6	2,142.8	净利润增长率	108.7%	61.2%	31.3%	32.2%	21.7%
管理费用	6,841.8	9,194.6	11,454.6	15,951.6	20,570.6	EBITDA 增长率	62.6%	45.3%	29.1%	29.0%	17.9%
财务费用	829.2	954.2	1,367.3	1,878.5	1,751.5	EBIT 增长率	67.0%	45.8%	32.9%	30.8%	18.5%
资产减值损失	606.6	1,304.5	856.8	1,204.4	1,337.2	NOPLAT 增长率	64.0%	58.2%	27.4%	30.5%	18.4%
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%	83.2%	9.0%	14.2%
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%	16.0%	18.8%	19.0%
营业利润	12,708.3	18,790.1	24,873.6	32,443.5	38,927.1	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%	12.0%	11.6%	11.2%
利润总额	12,884.1	19,640.4	25,259.6	32,879.5	39,418.1	营业利润率	4.9%	5.1%	5.2%	4.9%	4.5%
减: 所得税	3,809.0	4,925.2	6,314.9	8,219.9	9,854.5	净利润率	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%
净利润	5,729.8	9,237.3	12,124.6	16,028.8	19,512.0	EBITDA/营业收入	5.9%	6.0%	6.0%	5.6%	5.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	5.2%	5.3%	5.5%	5.2%	4.7%
货币资金	78,973.8	82,098.6	54,460.0	62,277.4	65,713.2	运营效率					
交易性金融资产	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	5
应收账款	48,839.5	57,577.8	97,089.1	134,386.5	172,595.5	流动营业资本周转天数	32	30	53	56	50
应收票据	258.6	644.0	457.7	637.3	845.4	流动资产周转天数	295	281	266	238	236
预付账款	27,684.9	17,823.4	43,031.2	48,905.3	56,515.2	应收帐款周转天数	50	42	48	51	53
存货	58,649.5	115,678.6	123,161.0	160,934.6	208,491.0	存货周转天数	80	85	90	77	78
其他流动资产	36,676.0	50,238.2	61,861.5	89,967.9	118,836.6	总资产周转天数	343	335	325	286	278
可供出售金融资产	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	72	62
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4,383.6	15,658.3	16,463.7	17,286.9	18,151.2	ROE	10.3%	14.3%	15.8%	17.3%	17.5%
投资性房地产	4,421.1	8,225.0	10,281.3	12,851.6	16,064.5	ROA	3.1%	3.7%	4.1%	4.2%	4.0%
固定资产	10,521.9	11,168.8	11,232.2	11,122.4	10,845.2	ROIC	24.7%	42.5%	28.8%	20.6%	22.3%
在建工程	1,058.8	3,053.9	3,537.7	3,876.4	4,113.5	费用率					
无形资产	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%	0.3%
其他非流动资产	15,345.2	26,918.8	34,858.3	42,363.4	50,469.8	管理费用率	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
资产总额	292,584	397,539	464,594	591,693	730,752	财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
短期债务	5,905.9	10,611.5	8,000.0	8,000.0	8,133.4	三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
应付账款	85,617.2	117,460.3	158,843.2	228,527.1	296,057.2	偿债能力					
应付票据	4,411.3	5,044.8	6,906.2	9,656.1	12,509.5	资产负债率	69.8%	74.0%	74.2%	76.0%	76.8%
其他流动负债	51,004.8	64,929.4	82,800.9	108,460.1	141,293.6	负债权益比	231.3%	285.0%	287.8%	316.4%	331.6%
长期借款	23,431.4	33,684.3	43,684.3	43,884.3	43,984.3	流动比率	1.55	1.47	1.46	1.36	1.31
其他非流动负债	18,325.9	39,410.8	39,980.1	40,148.2	40,473.6	速动比率	1.19	0.95	0.99	0.92	0.87
负债总额	204,257	294,279	344,809	450,394	561,964	利息保障倍数	16.33	20.69	19.19	18.27	23.22
少数股东权益	18,920.5	26,050.6	32,870.7	41,501.5	51,553.2	分红指标					
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	DPS(元)	-0.01	0.03	0.06	0.08	0.10
留存收益	39,148.5	46,486.1	56,924.9	70,841.7	87,777.8	分红比率	-6.9%	9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	88,327	103,260	119,796	142,343	169,331	股息收益率	-0.3%	0.8%	1.6%	2.1%	2.5%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	9,075.1	14,715.2	12,124.6	16,028.8	19,512.0	EPS(元)	0.19	0.31	0.40	0.53	0.65
加: 折旧和摊销	1,841.1	2,583.1	2,421.3	2,652.2	2,896.9	BVPS(元)	2.94	3.44	3.99	4.74	5.64
资产减值准备	606.6	1,304.5	856.8	1,204.4	1,337.2	PE(X)	20.2	12.5	9.5	7.2	5.9
公允价值变动损失	72.2	25.1	-32.9	31.9	32.9	PB(X)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
财务费用	1,701.7	1,473.6	2,093.7	1,367.3	1,878.5	P/FCF	35.5	8.4	-3.1	19.0	106.1
投资收益	-213.7	-1,555.7	-1,200.0	-1,260.0	-1,323.0	P/S	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
少数股东损益	3,345.3	5,477.9	6,820.1	8,630.9	10,051.6	EV/EBITDA	5.4	4.8	5.4	4.1	3.6
营运资金的变动	-5,666.9	-32,475.3	-30,145.8	-12,753.9	-20,838.2	CAGR(%)	39.5%	26.2%	22.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	13,414.1	-1,644.9	-7,788.7	16,412.8	13,421.0	PEG	0.5	0.5	0.4	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-9,297.9	-27,626	-1,013.7	-2,404.5	-2,440.0	ROIC/WACC	2.5	4.3	2.9	2.1	2.3
融资活动产生现金流量	40,748.7	31,950.6	5,560.0	-2,521.5	-2,778.8	REP	0.9	0.4	0.4	0.5	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。

分析师声明

李孔逸声明，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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@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	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
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