安信证券 ESSENCE SECURITIES

维持评级

公司快报/证券研究报告 中国建筑(601668)

建筑与工程/建筑工程

业绩再超预期

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 6.00 元

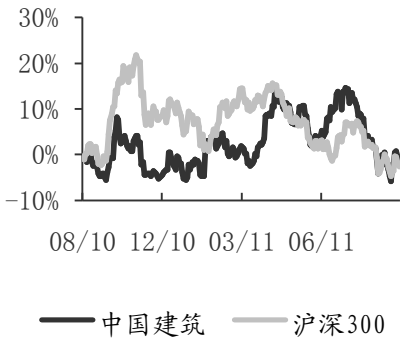
期限: 12 个月 上次预测: 6.00 元

现价（2011 年 08 月 30 日）: 3.51 元

报告日期: 2011-08-31

总市值(百万元)	105,300.00
流通市值(百万元)	44,403.92
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	3.30/4.19 元
十大流通股东(%)	20.84%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.90	(0.44)	1.68
绝对收益	(3.49)	(4.26)	(0.83)

李孔逸 行业分析师

0755-82558015 liky@essence.com.cn

执业证书编号 S1450511020034

报告关键点:

- 建筑聚焦高端。
- 地产双核驱动。
- 多元化融资降低资金成本。

报告摘要:

- 2011年上半年，公司实现营业收入2,183 亿元，增长37.9%，实现归属上市公司股东净利润65.3 亿元，增长40.9%。基本每股收益0.22 元，高于我们之前的预期。公司净利润增速快于营业收入增速的主要原因是建筑业务和房地产业务的毛利率均有所提升，公司聚焦高端策略成效开始显现。
- **建筑聚焦高端。**公司建筑业务新签合同额约4,505 亿元，增长59.1%。其中，房建业务3,948 亿元，增长72.0%；公司大客户管理体系已起步运行，相继与诸多省市政府、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，巩固了“大市场、大业主、大项目”营销成果，推动公司向高端项目转型发展。
- **地产双核驱动。**公司地产业务销售额创历史新高，达到490亿元（中海地产444亿元，中建地产46亿元），增长81.8%；销售面积361万平方米（中海地产307万平方米，中建地产54万平方米），增长37.2%。上半年，公司新增土地储备约1,465万平方米，期末拥有土地储备约6,357 万平方米。下半年中建地产将有一些高端大项目推出，预计全年销售收入将突破100亿元。
- **多元化融资降低资金成本。**报告期内，公司银行借款额度为1,490 亿元，实际使用银行借款仅为616 亿元。公司通过多种途径实现融资，显著降低了资金成本，3月份，公司成功发行7年期中期票据60亿元，资金成本低于同期银行贷款利率。公司还通过资本市场以及成立产业投资基金、实施股权合作等方式，实现了融资多元化，如在地产开发领域，探索成立产业投资基金和股权融资新模式；在投资领域，探索与大型金融保险集团公司开展全方位合作等。期内，中国建筑国际还推出了供股方案，在香港资本市场成功筹集资金35.8亿港元，用于业务拓展。
- **提升对公司的盈利预测，维持买入-A的投资评级。**公司本身的经营管理状况优良，业绩再次高于预期，股权激励又为公司未来的业绩持续增长提供了有效的保障。我们提升对公司的盈利预测，预计2011-2013年公司的EPS分别为0.44、0.58和0.71元，未来三年的复合增长率达到32.2%。维持买入-A的投资评级，12个月目标价6元。
- 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。

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	664,376	853,330
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	18.4	11.4	8.0	6.1	4.9
市净率	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
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	4.8	4.4	4.7	3.6	3.1
股息收益率	-0.4%	0.8%	1.9%	2.5%	3.0%

前期研究成果

中国建筑：估值具备大幅提升空间 2011-07-21

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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2011-8-30

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**260,380**	**370,418**	**477,273**	**664,376**	**853,330**
减: 营业成本	228,738.1	325,649.8	418,086.1	584,420.0	753,806.5
营业税费	10,049.2	15,122.9	18,422.7	25,379.2	32,597.2
销售费用	748.0	932.1	1,336.4	1,660.9	2,133.3
管理费用	6,841.8	9,194.6	11,454.6	15,945.0	20,479.9
财务费用	829.2	954.2	1,365.3	1,878.0	1,751.0
资产减值损失	606.6	1,304.5	856.8	1,203.6	1,322.6
加: 公允价值变动收益	-72.2	-25.1	-32.9	31.9	32.9
投资和汇兑收益	213.7	1,555.7	1,200.0	1,260.0	1,323.0
营业利润	**12,708.3**	**18,790.1**	**26,918.1**	**35,180.9**	**42,595.3**
加: 营业外净收支	175.8	850.3	386.0	436.0	491.0
利润总额	**12,884.1**	**19,640.4**	**27,304.1**	**35,616.9**	**43,086.3**
减: 所得税	3,809.0	4,925.2	6,826.0	8,904.2	10,771.6
净利润	**5,729.8**	**9,237.3**	**13,106.0**	**17,363.2**	**21,327.7**

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	78,973.8	82,098.6	54,616.3	62,161.5	65,599.9
交易性金融资产	1,043.4	1,096.7	1,063.8	1,095.7	1,128.5
应收帐款	48,839.5	57,577.8	97,089.1	134,331.3	171,834.9
应收票据	258.6	644.0	457.7	637.1	841.6
预付帐款	27,684.9	17,823.4	42,908.6	48,752.8	56,290.9
存货	58,649.5	115,678.6	123,707.7	163,317.4	212,718.0
其他流动资产	36,676.0	50,238.2	61,861.5	89,927.0	118,270.1
可供出售金融资产	496.7	1,328.9	1,461.8	1,754.2	2,105.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	4,383.6	15,658.3	16,463.7	17,286.9	18,151.2
投资性房地产	4,421.1	8,225.0	10,281.3	12,851.6	16,064.5
固定资产	10,521.9	11,168.8	11,232.2	11,122.4	10,845.2
在建工程	1,058.8	3,053.9	3,537.7	3,876.4	4,113.5
无形资产	4,231.1	6,028.1	5,644.9	5,277.9	4,935.4
其他非流动资产	15,345.2	26,918.8	34,858.3	42,352.5	50,318.7
资产总额	**292,584**	**397,539**	**465,185**	**594,744**	**733,217**
短期债务	5,905.9	10,611.5	8,000.0	8,000.0	8,011.1
应付帐款	85,617.2	117,460.3	158,070.9	227,363.4	293,261.7
应付票据	4,411.3	5,044.8	6,872.6	9,606.9	12,391.3
其他流动负债	51,004.8	64,929.4	82,800.9	108,450.0	141,143.8
长期借款	23,431.4	33,684.3	43,684.3	43,884.3	43,984.3
其他非流动负债	18,325.9	39,410.8	39,980.1	40,150.1	40,500.0
负债总额	**204,257**	**294,279**	**344,003**	**449,162**	**558,169**
少数股东权益	**18,920.5**	**26,050.6**	**33,422.7**	**42,772.1**	**53,759.1**
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0
留存收益	39,148.5	46,486.1	57,759.1	72,810.2	91,289.6
股东权益	**69,406**	**77,210**	**87,759**	**102,810**	**121,290**

现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	9,075.1	14,715.2	13,106.0	17,363.2	21,327.7
加: 折旧和摊销	1,841.1	2,583.1	2,421.3	2,652.2	2,896.9
资产减值准备	606.6	1,304.5	856.8	1,203.6	1,322.6
公允价值变动损失	72.2	25.1	-32.9	31.9	32.9
财务费用	1,701.7	1,473.6	2,093.7	1,365.3	1,878.0
投资收益	-213.7	-1,555.7	-1,200.0	-1,260.0	-1,323.0
少数股东损益	3,345.3	5,477.9	7,372.1	9,349.4	10,987.0
营运资金的变动	-5,666.9	-32,475.3	-31,375.7	-14,878.1	-23,177.4
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**
投资活动产生现金流量	**-9,297.9**	**-27,626**	**-1,013.7**	**-2,404.5**	**-2,440.0**
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**

财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性					
营业收入增长率	28.8%	42.3%	28.8%	39.2%	28.4%
营业利润增长率	89.5%	47.9%	43.3%	30.7%	21.1%
净利润增长率	108.7%	61.2%	41.9%	32.5%	22.8%
EBITDA 增长率	62.6%	45.3%	38.3%	29.3%	19.0%
EBIT 增长率	67.0%	45.8%	43.2%	31.0%	19.7%
NOPLAT 增长率	64.0%	58.2%	37.2%	30.8%	19.6%
投资资本增长率	-8.1%	87.8%	84.9%	10.6%	15.5%
净资产增长率	187.6%	16.9%	17.4%	20.1%	20.2%
利润率					
毛利率	12.2%	12.1%	12.4%	12.0%	11.7%
营业利润率	4.9%	5.1%	5.6%	5.3%	5.0%
净利润率	2.2%	2.5%	2.7%	2.6%	2.5%
EBITDA/营业收入	5.9%	6.0%	6.4%	6.0%	5.5%
EBIT/营业收入	5.2%	5.3%	5.9%	5.6%	5.2%
运营效率					
固定资产周转天数	13	11	8	6	5
流动营业资本周转天数	32	30	53	58	52
流动资产周转天数	295	281	267	239	238
应收帐款周转天数	50	42	48	51	53
存货周转天数	80	85	90	78	79
总资产周转天数	343	335	325	287	280
投资资本周转天数	53	52	74	73	64
投资回报率					
ROE	10.3%	14.3%	16.9%	18.3%	18.5%
ROA	3.1%	3.7%	4.4%	4.5%	4.4%
ROIC	24.7%	42.5%	31.1%	22.0%	23.7%
费用率					
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
三费/营业收入	3.2%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
偿债能力					
资产负债率	69.8%	74.0%	73.9%	75.5%	76.1%
负债权益比	231.3%	285.0%	283.9%	308.5%	318.9%
流动比率	1.55	1.47	1.47	1.37	1.32
速动比率	1.19	0.95	0.99	0.92	0.87
利息保障倍数	16.33	20.69	20.72	19.73	25.33
分红指标					
DPS(元)	-0.01	0.03	0.07	0.09	0.11
分红比率	-6.9%	9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股息收益率	-0.4%	0.8%	1.9%	2.5%	3.0%

业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
EPS(元)	0.19	0.31	0.44	0.58	0.71
BVPS(元)	2.94	3.44	4.04	4.85	5.83
PE(X)	18.4	11.4	8.0	6.1	4.9
PB(X)	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6
P/FCF	32.4	7.6	-2.8	19.9	267.8
P/S	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
EV/EBITDA	4.8	4.4	4.7	3.6	3.1
CAGR(%)	43.3%	30.0%	21.3%	-100.0%	-100.0%
PEG	0.4	0.4	0.4	-0.1	-0.0
ROIC/WACC	2.6	4.4	3.2	2.3	2.5
REP	0.8	0.3	0.4	0.4	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

凌洁 上海联系人
021-68765237 lingjie@essence.com.cn
黄方禅 上海联系人
021-68765913 huangfc@essence.com.cn
梁涛 上海联系人
021-68766067 liangtao@essence.com.cn
马正南 北京联系人
010-59113593 mazn@essence.com.cn
周蓉 北京联系人
010-59113563 zhourong@essence.com.cn
李国瑞 深圳联系人
0755-82558084 ligr@essence.com.cn
朱贤 上海联系人
021-68765293 zhuxian@essence.com.cn
张勤 上海联系人
021-68763879 zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮 北京联系人
010-59113590 pandl@essence.com.cn
李昕 北京联系人
010-59113565 lixin@essence.com.cn
胡珍 深圳联系人
0755-82558073 huzhen@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