



Research and  
Development Center

# 价值低估的城市综合开发商

—— 中国建筑（601668.sh）深度报告

2014年1月20日

关健鑫 建筑建材行业分析师  
方光照 研究助理

## 证券研究报告

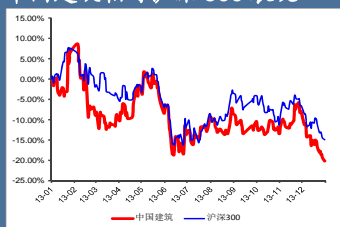
### 公司研究——首次覆盖

### 中国建筑 (601668.sh)



首次评级

#### 中国建筑相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

关键鑫 行业分析师

执业编号: S1500512050001

联系电话: +86 10 63081092

邮箱: guanjianxin@cindasc.com

方光照 研究助理

联系电话: +86 10 63081267

邮箱:

fangguangzhao@cindasc.com

#### 公司主要数据 (2014. 1. 17)

收盘价(元)	2.98
52周内股价波动区间(元)	2.90-4.18
最近一月涨跌幅(%)	-9.70
总股本(亿股)	300
流通 A 股比例(%)	99.51
总市值(亿元)	894

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

## 价值低估的城市综合开发商

### 中国建筑首次覆盖报告

2014年1月20日

#### 本期内容提要:

- ◆ **公司是国内最大建筑企业。**公司也是全球最大住宅承包商和中国最大房屋建筑工程承包商，房建、房地产、基建三大业务营业收入比例为 7.5: 1: 1.5，目标是形成 5: 2: 3 的业务结构。
- ◆ **房建业务：两核心竞争力助市占率提升。**房建业务拥有两大核心竞争力：（1）依靠央企背景和品牌优势能获得大量高端房建项目；（2）投融资综合实力强大。我们认为，随着城镇化的推进，公司凭借着两大核心竞争力，在房建领域市占率有望持续提升。
- ◆ **房地产业务：中海、中建双翼齐飞，有三大优势。**（1）规模优势：采用差异化定位的“中海+中建”双品牌战略，成为综合实力国内前三的开发商。（2）中海地产定位中高端市场，地产开发经验丰富，品牌价值行业第一；（3）中建地产土地储备丰富，即将进入产出期。
- ◆ **转型城市综合开发商，竞争力进一步增强。**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”的城市综合开发模式，向全产业链的城市综合开发商转型。通过转型，将自身房建、房地产和基建三大业务有机融合，并渗入到城市规划、投资和项目运营等多个层面，未来将实现在各个产业链条上的利润最大化，盈利能力和综合竞争力将进一步提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.63、0.73 和 0.79 元。按照公司 2013 年 0.63 元的 EPS，给予 5.6 倍 PE，目标价 3.5 元，首次给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**新型城镇化规划出台；固定资产投资增速超预期；房地产调控政策放松。
- ◆ **风险因素：**固定资产投资增速低于预期；房地产调控深化；地方政府债务问题持续发酵等。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	491,289.99	571,515.84	676,517.55	782,122.59	857,951.44
增长率 YoY %	32.55%	16.33%	18.37%	15.61%	9.70%
归属母公司净利润(百万元)	13,644.28	15,735.24	18,765.33	21,941.05	23,842.03
增长率 YoY%	47.66%	15.32%	19.26%	16.92%	8.66%
毛利率%	12.03%	12.19%	11.97%	11.97%	12.05%
净资产收益率 ROE%	16.36%	16.44%	17.15%	17.44%	16.52%
每股收益 EPS(元)	0.45	0.52	0.63	0.73	0.79
市盈率 P/E(倍)	6.6	5.7	4.8	4.1	3.7
市净率 P/B(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 1 月 17 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
竞争力突出的建筑航母 .....	2
国内最大房屋建筑工程承包商 .....	2
基建、房地产业务占比将提升 .....	2
业绩增速在央企中排名靠前 .....	2
波特五力分析：三大业务竞争力均突出 .....	3
房建业务：两核心竞争力驱动市占率提升，保障房是亮点 .....	4
城镇化是新增房屋需求的重要驱动力 .....	4
两大核心竞争力驱动公司市占率提升 .....	5
保障房有望成为房建业务亮点 .....	6
房地产业务：“中建+中海”双翼齐飞，各显优势 .....	7
公司是国内前三的房地产开发商 .....	7
中海地产：定位中高端市场，品牌价值突出 .....	8
中建地产：土地储备丰富，收入增长有望提速 .....	9
基建业务：积极布局，后来居上 .....	11
近几年基建收入增速快于其他建筑央企 .....	11
积极布局铁路、路桥和市政建设领域 .....	12
二次转型：打造全产业链的城市综合开发商 .....	13
城市综合开发模式使公司三大业务有机融合 .....	13
广泛布局，城市综合建设前景可期 .....	14
资金优势助力城市综合开发 .....	16
专业化战略：提升公司盈利能力和价值 .....	17
激励机制：限制性股票激励凸显信心 .....	18
盈利预测与估值 .....	19
盈利预测 .....	19
估值与投资评级 .....	20
风险因素 .....	21

## 表 目 录

表 1：中海地产品牌价值连续 9 年位列行业第一（单位：亿元） .....	9
表 2：公司 2012 年签订的重大战略合作框架协议 .....	14
表 3：公司目前在施的城市综合建设项目 .....	15
表 4：近两年中国建筑与各大银行签订的战略合作协议 .....	17
表 5：中国建筑限制性股票激励内容 .....	18
表 6：公司分业务收入及毛利率预测 .....	19
表 7：中国建筑与可比上市公司估值对比（2014 年 1 月 17 日） .....	20

## 图 目 录

图 1：公司各业务收入占比（2008-2012 年） .....	2
图 2：公司各业务毛利占比（2008-2012 年） .....	2
图 3：公司营业收入及增速（2009-2012 年） .....	3
图 4：公司归属母公司股东的净利润及增速（2009-2012 年） .....	3
图 5：通过波特五力分析，公司三大业务竞争力均突出 .....	3
图 6：我国城镇化率不断提升，预计 2015 年达 55% .....	5
图 7：我国房屋新开工和新增施工面积（2003-2012 年） .....	5
图 8：中国建筑房屋建设市场占有率不断提升 .....	5
图 9：上市的大型央企在各自领域市场占有率对比 .....	5
图 10：全国保障性安居工程建设计划与实际执行情况 .....	6
图 11：全国保障房建设用地供应计划及实际供应情况 .....	6
图 12：中国建筑房地产业务营业收入和毛利（2008-2012 年） .....	8
图 13：上市房地产公司合同销售额 .....	8
图 14：上市房地产公司土地储备情况（2012 年末） .....	8
图 15：上市公司房地产业务毛利率对比 .....	8
图 16：中海地产进军各省市的年份 .....	9
图 17：中国海外发展各区域销售额（2009-2012 年） .....	9
图 18：中建地产销售面积（2010-2012 年） .....	10
图 19：中建地产销售额（2010-2012 年） .....	10
图 20：中建地产近年来土地储备快速增长，已接近中海 .....	10
图 21：中建地产与中海地产营业收入差距较大 .....	10
图 22：中国建筑基建业务营业收入仍低于其他建筑央企（2012 年） .....	11
图 23：中国建筑近几年基建业务收入增速高于其他建筑央企 .....	11
图 24：中国建筑基建收入构成（2011 年） .....	12
图 25：中国建筑基建收入构成（2012 年） .....	12
图 26：中国建筑基于全产业链的城市综合开发模式 .....	13
图 27：近几年公司投资净收益及在净利润中占比明显提升 .....	14
图 28：城市综合开发模式提升公司盈利能力 .....	14
图 29：公司近 3 年现金流量净额持续提升 .....	16
图 30：上市建筑央企在手现金对比（2012 年） .....	16
图 31：公司专业板块业绩增长较快 .....	17
图 32：专业板块助公司房建、基建毛利率提升 .....	17
图 33：板块市盈率对比（TTM，申万二级） .....	21

## 投资聚焦

### 主要内容

我们对中国建筑房建、房地产和基建三大业务的核心竞争力和整合前景进行了分析。我们认为公司转型成为城市综合开发商，并深入推进专业化战略后，综合竞争力将进一步提升，结合盈利预测和估值分析，得出当前公司股价被低估的结论，给予公司“买入”评级。

### 投资逻辑

中国建筑依托新型城镇化建设，正在向全产业链的城市综合开发商进行转型，并通过推进专业化战略，对房建、房地产、基建三大业务进行整合，未来基建和房地产业务占比将提升，盈利能力和综合竞争力有望提升。公司当前股价尚未反应这种预期，价值低估，建议买入。

### 有别于大众的认识

- 1、**房地产调控对公司的影响没有市场预期的那么大。**中海地产品牌价值突出，定位一二线城市高端精品市场，有特定的客户群体；中建地产定位一二线城市普通商品房以及保障房，拿地成本低，且面临的主要是刚需，销售受地产调控影响较小。
- 2、**固定资产投资增速的下滑对公司建筑业务冲击不如市场预期的那么大。**公司正转型为城市综合开发商，与各地方政府签署了较多战略合作框架协议，很多基建、房建项目采用 BT、BOT 模式进行，该模式虽然对公司投融资能力提出了更高要求，但对政府当期投资依赖度降低。

### 股价催化剂

新型城镇化规划出台；固定资产投资增速超预期；房地产调控政策放松。

### 关键假设、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2013 至 2015 年营业收入分别为 6765.18 亿元、7821.23 亿元和 8579.51 亿元，归属母公司的净利润分别为 187.65 亿元、219.41 亿元和 238.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.63 元、0.73 元和 0.79 元。按照公司 2013 年 0.63 元的每股收益，给予公司 5.6 倍市盈率，目标价 3.5 元。我们首次给予公司“增持”评级。

### 主要风险

- 1、固定资产投资增速低于预期；
- 2、房地产调控深化；
- 3、地方政府债务问题持续发酵等；
- 4、海外项目经营风险。

## 竞争力突出的建筑航母

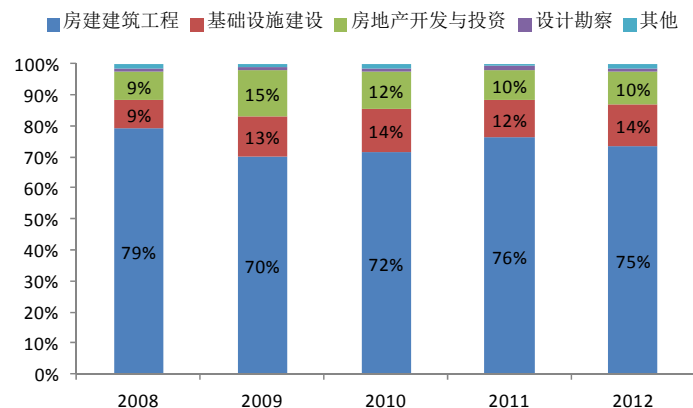
### 国内最大房屋建筑工程承包商

中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”）主业房屋建筑、房地产开发、基础设施建设以及相关的勘察设计，是全球最大的住宅承包商和中国最大的房屋建筑工程承包商。按 2011 年营业收入计算，公司在 2012 年美国《财富》杂志公布的世界 500 强排名中位列第 100 名，是唯一进入 500 强前 100 名的建筑公司。根据《财富》杂志网站 2013 年 7 月 16 日发布的 2013 年财富中国 500 强排行榜，公司取代中国移动成为第三名，仅次于中国石化和中国石油。

### 基建、房地产业务占比将提升

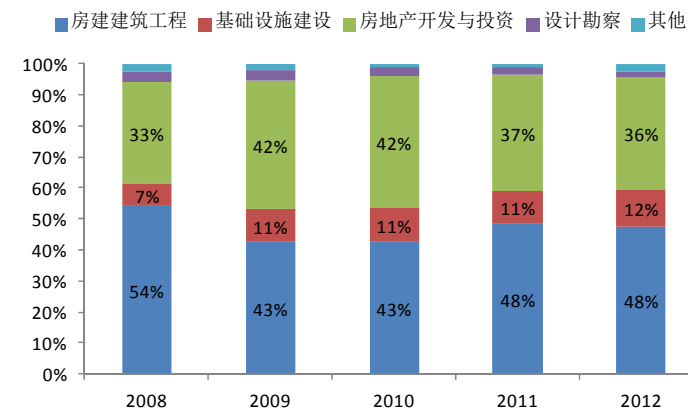
公司目前已形成房建、房地产和基建三大业务板块。从营业收入情况看，三大业务板块近两年比例稳定在 7.5: 1: 1.5；从毛利构成看，三大业务板块比例大致为 5: 4: 1。不论从收入规模还是毛利贡献的角度看，房屋建设依然是公司的支柱业务。公司希望将房建、房地产和基建收入结构调整调整为 5: 2: 3，因此未来的业务拓展重点将是房地产开发和基建。

图 1: 公司各业务收入占比 (2008-2012 年)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 2: 公司各业务毛利占比 (2008-2012 年)

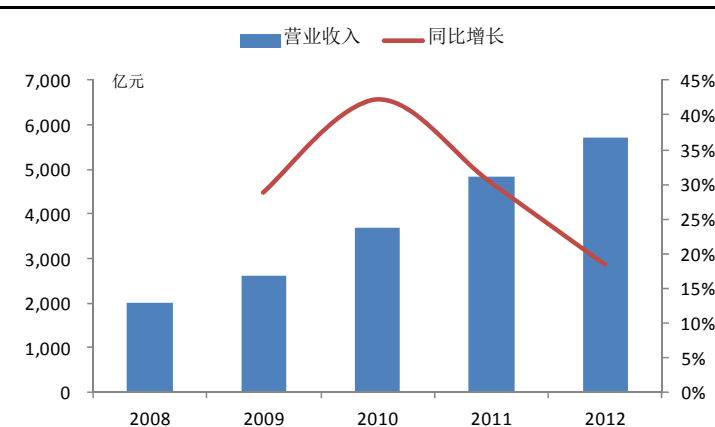


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 业绩增速在央企中排名靠前

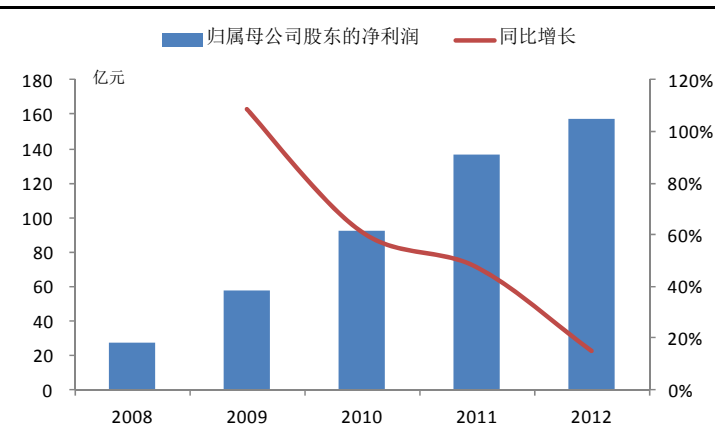
同众多建筑企业一样，在 4 万亿投资的刺激下，公司 2009、2010 年业绩同比出现大幅增长，之后增速逐渐回落。2008-2012 年公司营业收入复合增长率达 54.73%，在所有上市的建筑央企中仅次于中国中铁（60.25%）；归属母公司股东的净利润复合增长率达 29.68%，在所有上市的建筑央企中位列第一。其中，2012 年实现营业收入 5715.16 亿元，同比增长 18.37%；实现归属于母公司股东的净利润 157.35 亿元，同比增长 15.32%。

图 3: 公司营业收入及增速 (2009-2012 年)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 4: 公司归属母公司股东的净利润及增速 (2009-2012 年)

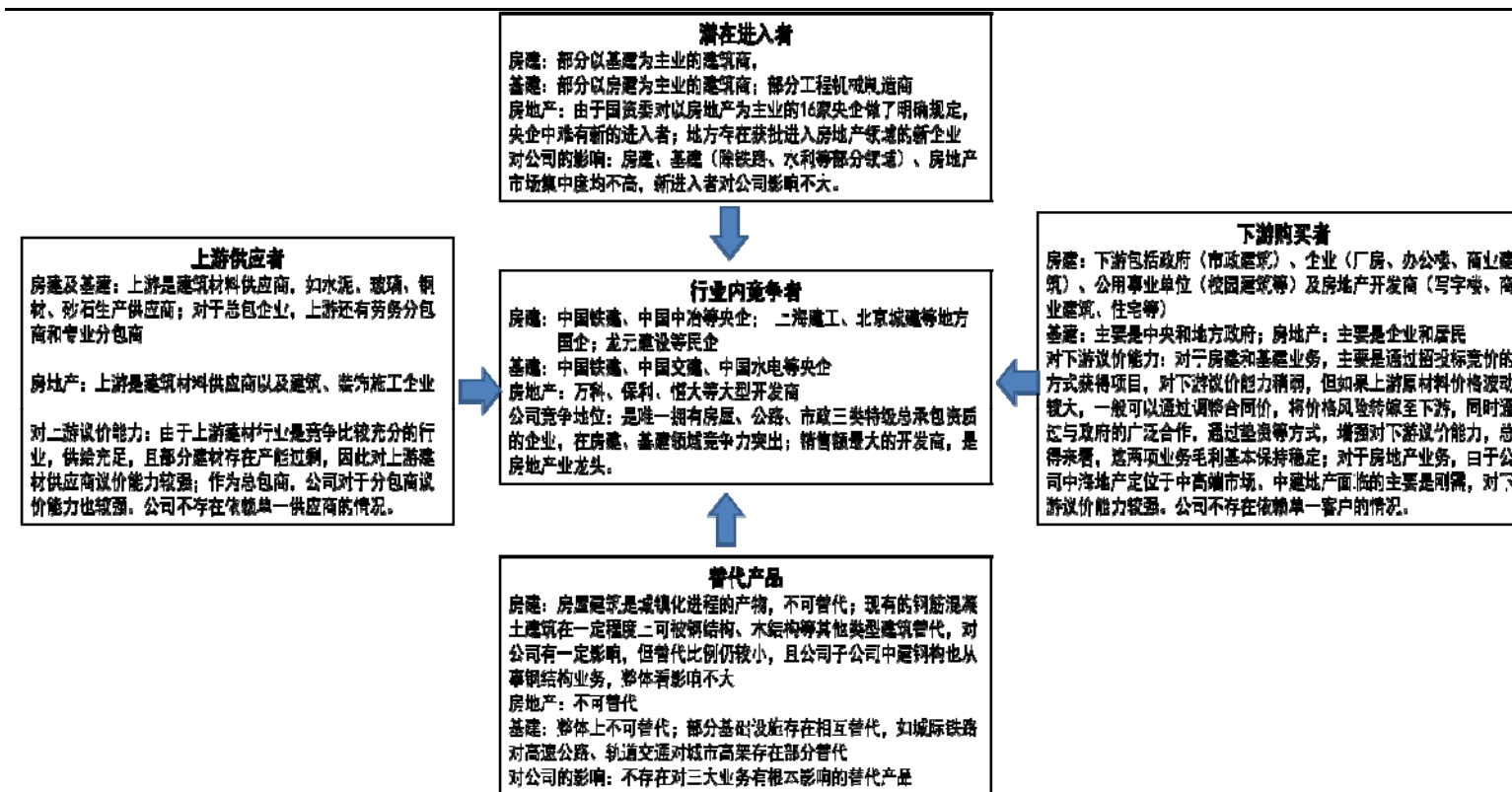


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 波特五力分析：三大业务竞争力均突出

通过波特五力分析，我们发现公司无论是房建、基建，还是房地产业务，在行业内竞争力都较突出。公司业务基本上不存在被替代的风险。虽然建筑及房地产业务门槛不高，但国资委对于以房地产作为主业的央企数量进行了严格限制，使得新进入者对公司的真正威胁并不大。由于上游建筑材料行业竞争充分，供给充足，公司对于上游建筑材料供应商议价能力较强，且公司通常能拿到总包项目，对分包商议价能力也较强。公司房建、基建业务下游业主多为政府或企业，由于建筑行业的竞争开放性，工程承包商对业主义议价能力通常较弱，但是公司通过与政府合作、垫资等模式，也能保证房建、基建业务毛利率基本保持稳定。

图 5: 通过波特五力分析，公司三大业务竞争力均突出



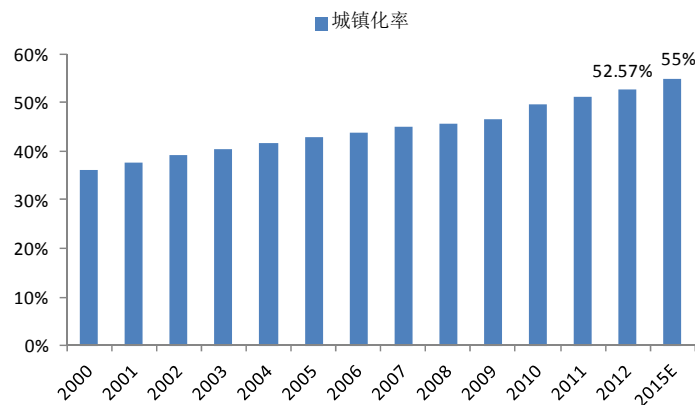
资料来源：信达证券研发中心

## 房建业务：两核心竞争力驱动市占率提升，保障房是亮点

### 城镇化是新增房屋需求的重要驱动力

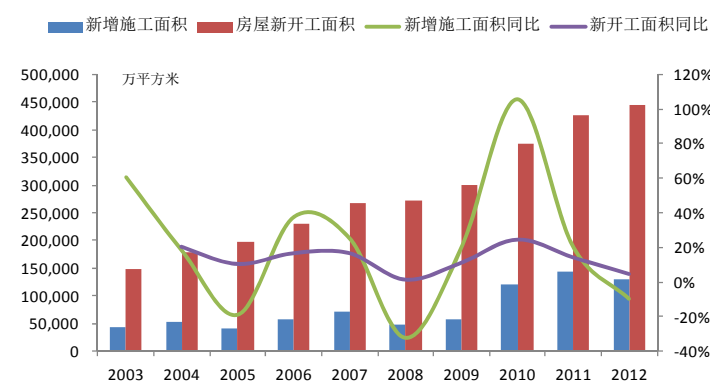
当前我国已进入城镇化深入推进的时期。2003年至2012年，我国城镇化率从40.53%提升至52.57%，城镇化率每提升1个百分点，带来的房屋施工面积和新开工面积增量分别为6亿平米和22.39亿平米。我们预计到2015年，我国城镇化率将达到55%，13-15年将带来约14.58亿平米的房屋施工面积和54.41亿平米的新开工面积增量。

图 6: 我国城镇化率不断提升, 预计 2015 年达 55%



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 7: 我国房屋新开工和新增施工面积 (2003-2012 年)

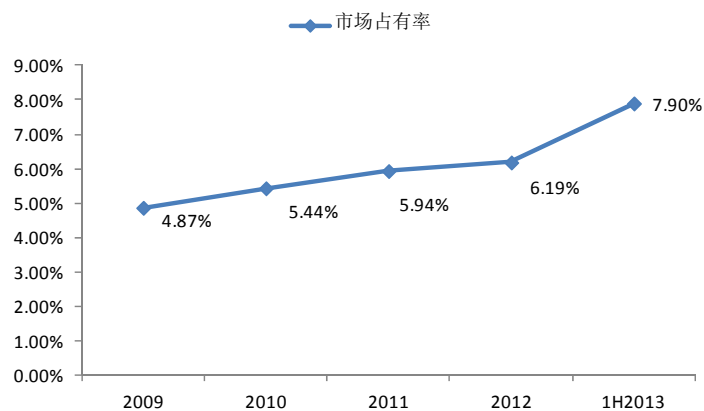


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 两大核心竞争力驱动公司市占率提升

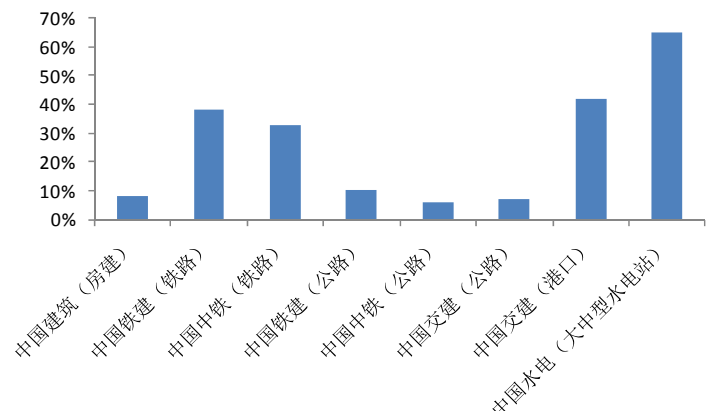
按房屋施工面积计算, 中国建筑市场占有率由 2008 年的 4.87% 提升至 2013 年上半年的 7.90%; 但与铁建、中铁及中国水电等建筑央企在各自的市场占有率相比, 中国建筑在房建领域的市场占有率仍将较低, 我们认为, 基于以下两大核心竞争力, 中国建筑在房建领域市场占有率仍将继续提升。

图 8: 中国建筑房屋建设市场占有率不断提升



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 9: 上市的大型央企在各自领域市场占有率对比



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心



**(1) 央企背景和品牌优势使公司能获得大量高端房建项目。**公司是唯一中央直属以房屋工程建设为主营业务的企业，是名副其实的房屋建设“国家队”，在大型商业中心、城市综合体、星级写字楼、地标建筑、高层住宅等高端建筑领域优势明显，以300米以上的超高层建筑为例，公司在该领域的市场占有率超过90%。随着我国城镇化的深入推进，未来有望形成若干城市群，而各城市群的中心城市对于高端建筑的需求是很大的。以高层住宅为例，在部分区域中心城市，由于土地供应紧张、拿地成本高企，地产商倾向于建高层或超高层住宅，我们预计部分城市高层住宅占比将提升。中国建筑的央企背景使其能够持续获得高端房建资源，再加上公司技术实力突出、承包经验丰富、品牌优势明显，且坚持“大项目、大业主、高质量”的战略，将继续巩固在高端建筑领域的优势，分享高层住宅等高端建筑领域较大的市场空间。

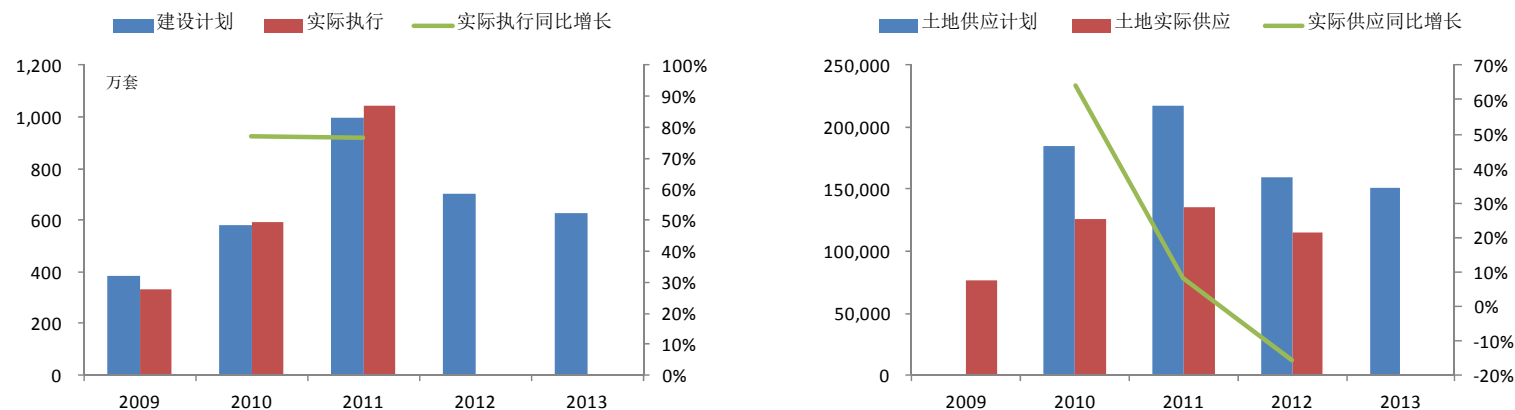
**(2) 具备规模优势，投融资综合实力强大。**公司的规模优势体现在技术、施工经验、品牌建设、管理、设备、人才以及资金等各个方面。当前我国建筑行业正由粗放型向集约化的方向转变，大型建筑企业也都由传统的施工总承包向EPC、BT、BOT等模式转型。而EPC、BT模式对于公司的技术、管理、上下游整合能力和投融资实力要求是很高的。中国建筑在房建领域已形成规模优势，资金充沛，资信等级高，在转型整合以及投融资方面有着不可比拟的优势。而随着EPC、BT项目的增多，公司盈利能力的提升将进一步巩固公司的规模优势，有助于公司扩大在房建领域市场份额。

## 保障房有望成为房建业务亮点

**保障房建设是“十二五”我国民生工程的重要组成部分。**根据各省市上报的“十二五”保障房建设规划，“十二五”我国将开工建设保障房3600万套。其中，2011年已开工建设保障房1043万套。从2009-2011年的情况看，每年保障房开工建设数量基本都会完成年初制定的计划。2012、2013年保障房开工建设计划数量分别为700万套和630万套，我们假设实际建设数量按计划完成，那么2014-2015年保障房仍将开工建设1227万套。

图 10: 全国保障性安居工程建设计划与实际执行情况

图 11: 全国保障房建设用地供应计划及实际供应情况



资料来源: 财政部, 信达证券研发中心

资料来源: 国土资源部, 信达证券研发中心

**公司保障房业务空间大。**从保障房建设用地供应情况看, 近几年土地供应增速不断下滑。保障房开工建设最高峰出现在 2011 年, 虽然当前已过了开工建设最高峰期, 但由于保障房建设平均工期为 2 年半, 因此 2011 年开工建设的保障房将集中在 2013、2014 年进行完工结算和收入确认。我们认为, 未来 2-3 年保障房给公司房建业务带来的收入贡献将提升。同时, 中国的中长期目标是保障性住房市场占有率达到 3%。假设未来两年能够实现这一目标, 那么 2014-2015 年公司平均每年将新增 19 万套保障房订单, 按 20 万元一套计算, 每年订单额约 400 亿元。如果公司在保障房领域市占率能达到 2012 年末在房建领域的市占率水平 (6%), 则未来两年保障房年均订单有望达到 800 亿元, 我们认为公司在这一领域的空间还是很大的。

## 房地产业务: “中建+中海” 双翼齐飞, 各显优势

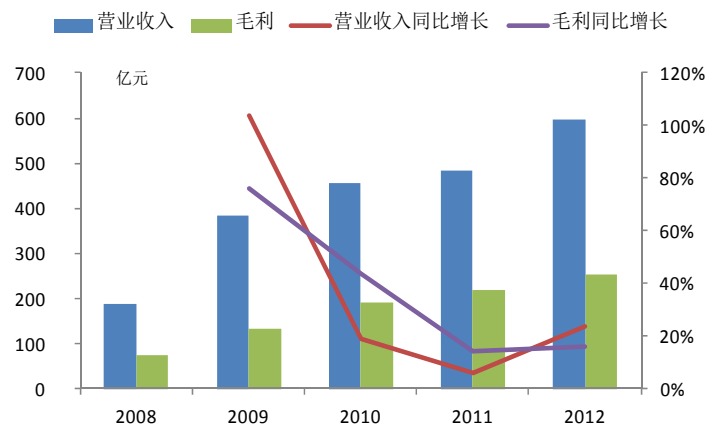
公司是国内前三的房地产开发商

中国建筑是国内排名前三的房地产综合开发集团。公司旗下拥有“中海地产”和“中建地产”两大品牌。中海地产定位于一二线城市的高端市场, 中建地产主要从事二线城市周边地区和三、四线城市中低档住宅的开发业务, 并致力于成为中国最大的保障性住宅供应商之一。

通过差异化定位的双品牌战略, 近几年快速发展, 销售额排名行业前二。2009-2012 年, 公司房地产业务营业收入和毛利复合增长率分别达到 33.5% 和 35.3%。公司 2012 年实现房地产合同销售 1106 亿元, 在上市房地产企业中仅次于万科, 而 2013 年上半年公司实现房地产销售额 866 亿元, 超过万科成为新的行业第一。截至 2013 年 6 月末, 公司的土地储备在内地和香港披露土地储备的上市房企中位列第二, 仅次于恒大, 丰富的土地储备为未来房地产业务的持续快速推进奠定了基础。

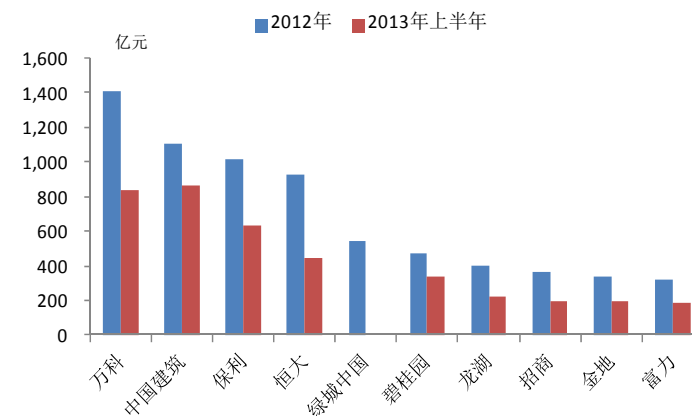
公司房地产开发业务盈利能力较强。公司房地产业务毛利率高于万科、保利、恒大等大型房地产开发商，仅低于招商地产。

图 12: 中国建筑房地产业务营业收入和毛利 (2008-2012 年)



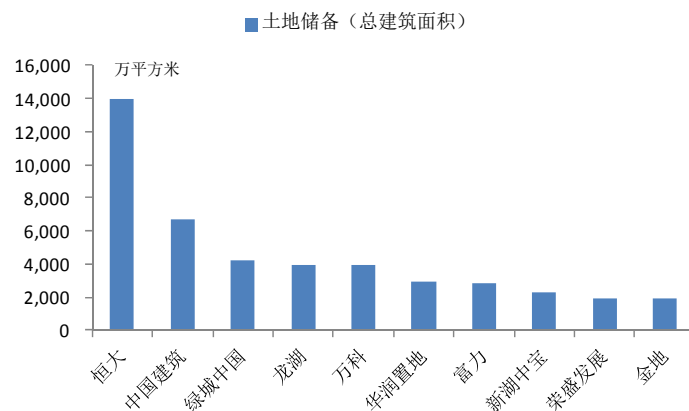
数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 上市房地产公司合同销售额



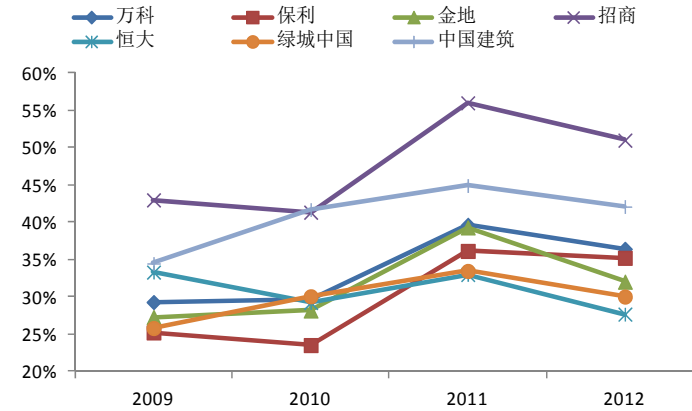
数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 上市房地产公司土地储备情况 (2012 年末)



数据来源: wind, 信达证券研发中心

图 15: 上市公司房地产业务毛利率对比



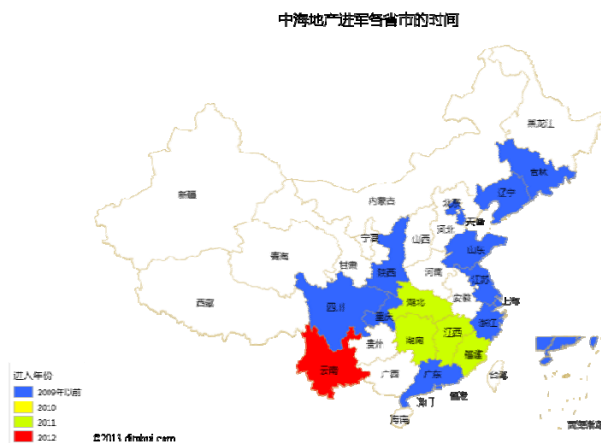
数据来源: wind, 信达证券研发中心

### 中海地产：定位中高端市场，品牌价值突出

中海地产通过公司全资子公司——中国海外集团有限公司持股 53% 的港股上市公司中国海外发展 (0688.HK) 运营，并定位于一二线城市的高端精品市场，主要在沿海经济较为发达的省市布局，近年来开始进军武汉、长沙、昆明等中西部地区的中

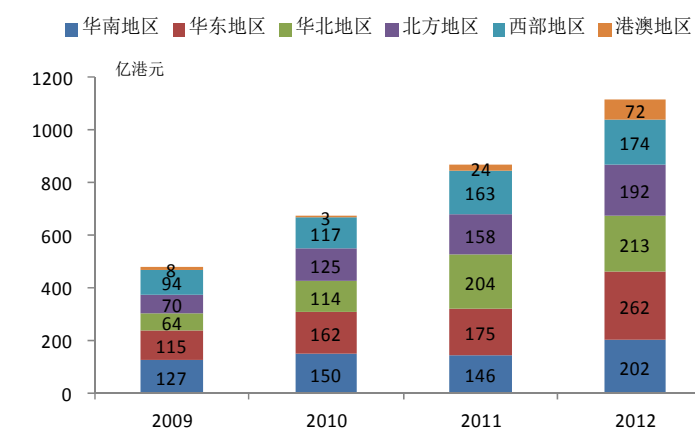
心城市。中国海外发展 2012 年收购中海宏阳 37.9% 的股权，而中海宏阳主要定位于三四线城市的中低端市场，成为中海地产高端市场的重要补充。

图 16: 中海地产进军各省市的年份



数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

图 17: 中国海外发展各区域销售额 (2009-2012 年)



数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

**品牌价值连续 9 年领跑行业。**根据中国房地产 TOP10 研究小组发布的《2013 年中国房地产百强企业研究报告》，中国海外发展地产综合实力排名全国第四，仅次于万科、保利和恒大。但根据《2012 年中国房地产品牌价值研究报告》，中海地产品牌价值高达 247.48 亿元，连续 9 年成为全国最具价值的房地产品牌。品牌价值足以体现公司的房地产开发能力，公司在地产行业的领军地位进一步得到巩固。

表 1: 中海地产品牌价值连续 9 年位列行业第一 (单位: 亿元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
中海地产	26	33	48	86	99	119.85	155.85	206.8	247.48
万科	22	32	48	92	97	119.55	155.77	205.89	246.75

资料来源：搜房网，信达证券研发中心整理

### 中建地产：土地储备丰富，收入增长有望提速

依托中国建筑在房屋建筑工程领域的深厚实力及经验，并充分利用下属各工程局和设计院对所在区域市场的深入了解、与地方政府的良好合作关系以及长期积累的广泛营销网络，中建地产在开展房地产开发业务时具有先天的优势。2012 年，中建地产专业化能力建设跃上新的台阶，新获地块均实现“当年拿地、当年开盘”，全年实现销售面积 239 万平方米，实现销售额

206 亿元，均创历史新高。2010-2012 年，中建地产销售面积和销售额复合增长率分别达到 39.4%和 56.6%。

图 18: 中建地产销售面积 (2010-2012 年)

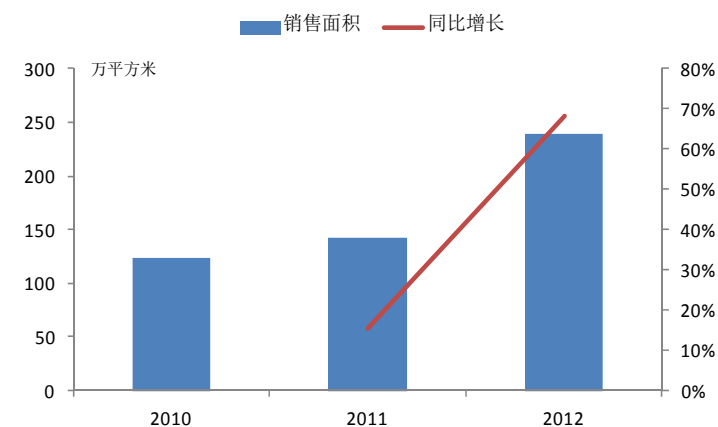
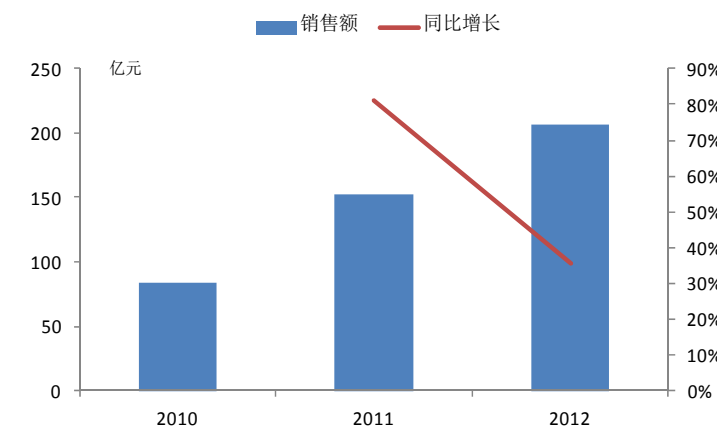


图 19: 中建地产销售额 (2010-2012 年)



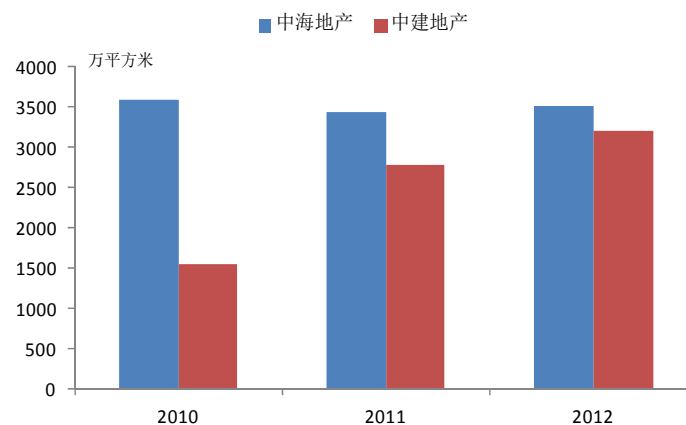
数据来源: 中国海外发展年报, 信达证券研发中心

数据来源: 中国海外发展年报, 信达证券研发中心

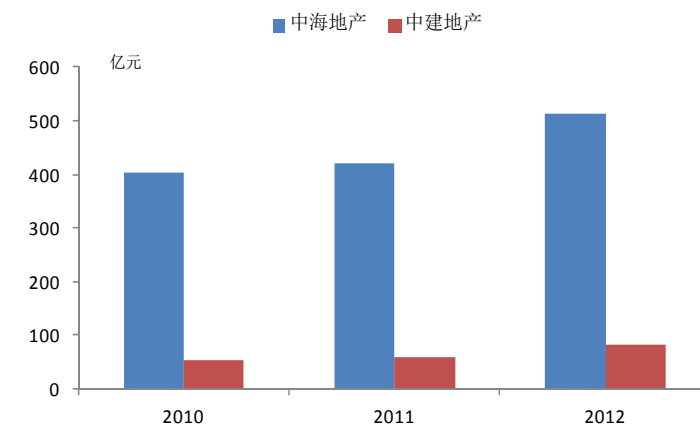
**土地储备近年来增长快, 即将进入产出期。**中建地产的前身是各工程局集团内部的房地产业务, 土地来源主要依托各工程局与地方政府的良好合作, 或者是地方政府以土地来偿还工程款, 因此地价相对较低, 付款方式较为灵活。中建地产近几年土地储备增长较快, 2012 年土地储备已接近中海地产。但无论是销售额还是营业收入, 中建地产较中海地产仍有较大的差距。我们认为, 2009-2012 年属于中建地产的投入和布局阶段, 中建地产很多项目的开发和销售尚未形成一个完整的循环周期, 因此贡献的营业收入较少。考虑到当前的房地产调控形势, 我们预计 2014 年开始中建地产将迎来产出的高峰期, 未来几年贡献的营业收入较快速增长, 在公司房地产业务中的占比也将提升。

图 20: 中建地产近年来土地储备快速增长, 已接近中海

图 21: 中建地产与中海地产营业收入差距较大



数据来源: 中国海外发展年报, 信达证券研发中心



数据来源: 中国海外发展年报, 信达证券研发中心

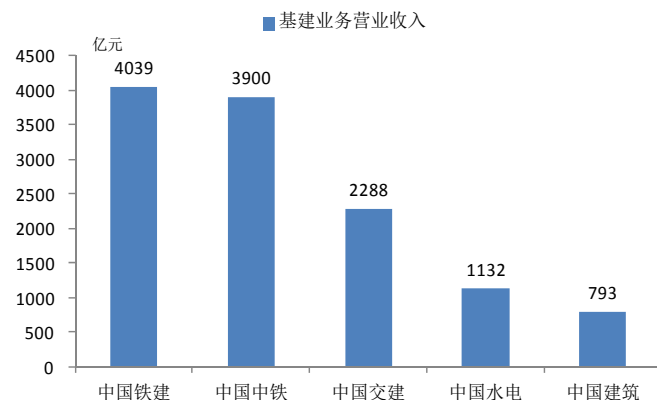
## 基建业务：积极布局，后来居上

### 近几年基建收入增速快于其他建筑央企

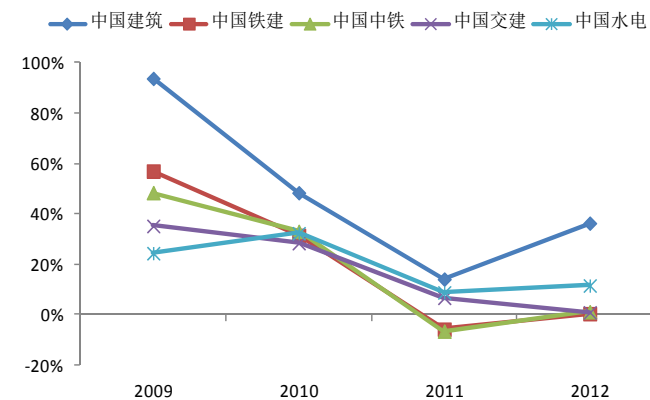
中国建筑进入基础设施建设领域的时间比中国铁建、中国中铁、中国交建和中国水电等建筑央企晚，属于基建领域的后来者。近几年为了规避国家房地产调控带来的风险，公司决定降低房建和房地产业务占比，开始大举拓展基建业务。尽管公司基建业务收入规模仍低于铁工、铁建、交建和中国水电等上市建筑央企，但近几年，公司成为基建领域成长最快的大型建筑企业。

图 22: 中国建筑基建业务营业收入仍低于其他建筑央企 (2012年)

图 23: 中国建筑近几年基建业务收入增速高于其他建筑央企



数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

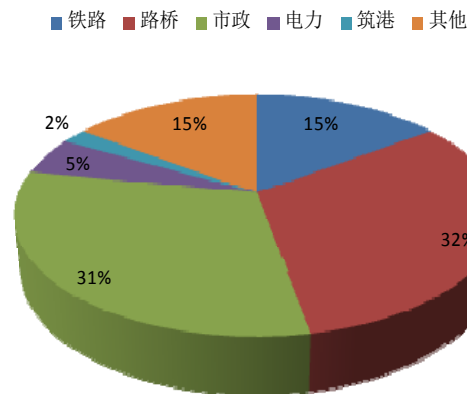


数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

### 积极布局铁路、路桥和市政建设领域

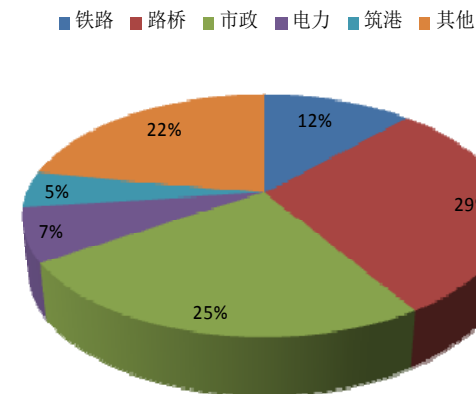
中国建筑目前已经成功地进入铁路、特大型桥梁、高速公路以及城市轨道交通等市场，承接了在国内具有广泛影响力的京沪高速客专、哈大高速客专、武广客运专线武汉火车站、陕西蓝商高速公路、天津永定新河特大桥、福州长乐国际机场高速公路、广州快速路、大连红沿河核电站等一批代表性工程。2012年，公司成功中标深圳地铁、港珠澳大桥等一批重点工程，进一步凸显了公司基础设施建设业务的品牌和实力。公司基建业务中，铁路、路桥以及市政工程收入占比合计超过65%。

图 24：中国建筑基建收入构成（2011 年）



数据来源：公司业绩推介材料，信达证券研发中心

图 25：中国建筑基建收入构成（2012 年）



数据来源：公司业绩推介材料，信达证券研发中心

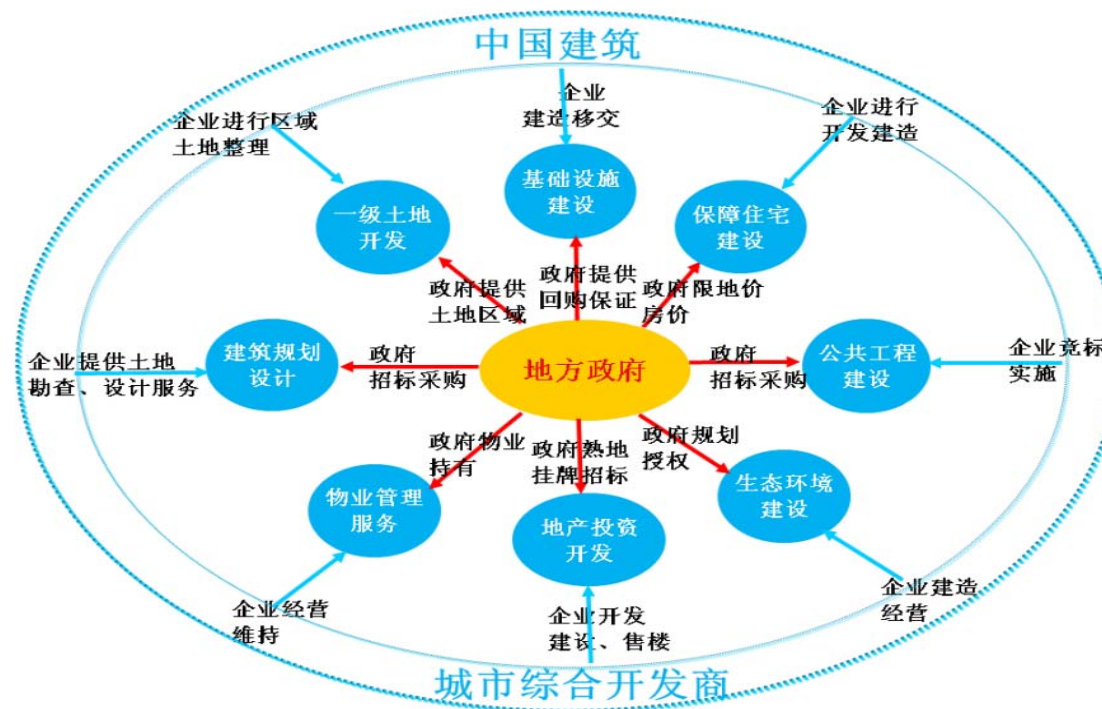
## 二次转型：打造全产业链的城市综合开发商

### 城市综合开发模式使公司三大业务有机融合

近年来，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”的城市综合开发模式，即打造成全产业链的城市综合开发商。我们认为，这是公司继打造成建筑房地产综合集团之后的再次转型。此次转型意在通过政企合作，利用公司全产业链的优势，将自身房建、房地产和基建三大业务有机融合，并渗入到城市规划、投资和项目运营等多个层次，实现在各个产业链条上的利润最大化，进一步提升公司的盈利能力和综合竞争力。

公司的城市综合开发模式涵盖了勘察设计、一级土地开发、基础设施建设、保障房建设、房地产开发、公共建筑及生态环境建设，涉及相关的项目融资、投资、施工和后期运营与管理的各个方面。

图 26：中国建筑基于全产业链的城市综合开发模式



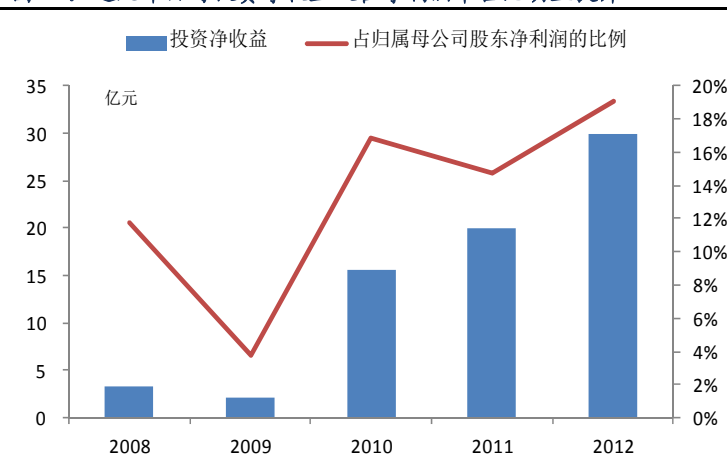
资料来源：公司资料，信达证券研发中心



### 广泛布局，城市综合建设前景可期

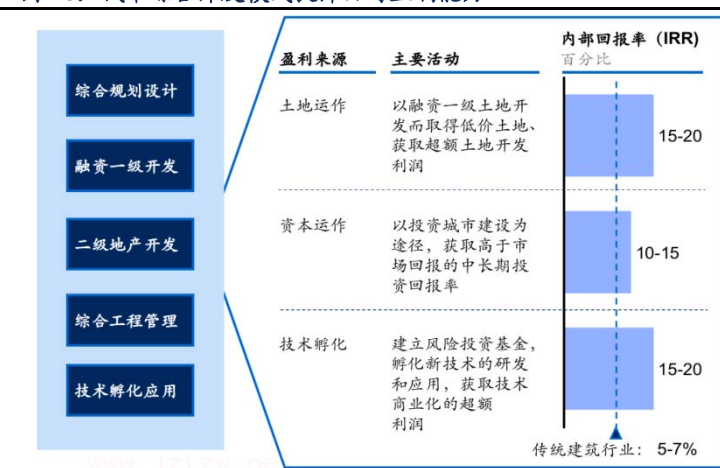
城市综合开发模式使公司不同于传统的建筑施工方和房地产开发商，对于公司的商务模式、投融资和项目运营能力提出了更高的要求。但公司在城市综合开发方面已走在了前面，有望享受先发优势，一方面将获得更好的城市综合开发资源，另一方面，各业务间整合产生的协同效应有利于降低公司费用成本，再加上 BT、EPC、BOT 等盈利性较强的模式广泛运用，能给公司带来更多的投资收益，提升公司盈利能力。

图 27: 近几年公司投资净收益及在净利润中占比明显提升



数据来源: 中国海外发展年报, 信达证券研发中心

图 28: 城市综合开发模式提升公司盈利能力



数据来源: 公司资料, 信达证券研发中心

近几年, 公司频繁与各地方政府签订合作框架协议, 开展城市综合开发业务, 积极布局优质资源。根据公司 2012 年年报, 仅 2012 就与 10 个省市区政府签订了战略合作框架协议, 合作内容涉及城市综合开发产业链上的各个环节, 且多采用 EPC、BT、BOT 等模式, 协议投资总金额超过 2000 亿元。截至 2013 年上半年末, 公司正在施行的城市综合建设项目共有 16 个, 累计投资额占达 190 亿, 公司城市综合开发模式已初见雏形, 前景可期。

表 2: 公司 2012 年签订的重大战略合作框架协议

签署时间	合作方	合作内容
2012 年 1 月 1 日	福建省龙岩市人民政府	50 亿城市基础设施投资建设项目合作框架协议; 中建六局; 在 2012-2015 年期间, 以 BT、EPC 及总承包模式合作建设龙岩市基础设施投资建设项目, 包括龙岩大道高架桥、双永高速龙岩北互通、S203 省道、龙岩市外环路、博物馆、展览馆、图书馆等。
2012 年 5 月 16 日	重庆两江新区管委会	100 亿战略合作协议; 5 年内滚动开展包括基础设施、地产、房屋建筑、城市综合开发、通用机场建设、高端建筑设备制造等方面的投资建设合作

2012年5月26日	国家郑州经济技术开发区管委会	国家郑州经济技术开发区 <b>滨河国际新城综合开发项目合作协议</b> ；中建七局；双方就基础设施和公用设施建设，以EPC模式、BT模式或政府代建模式进行合作。
2012年6月28日	江西省人民政府	<b>200亿战略合作框架协议</b> ；在基础设施、城市区域综合开发、共同实施“走出去”战略、企业合作重组、结构调整等领域开展合作。
2012年8月17日	福建省人民政府	<b>500亿战略合作框架协议</b> ；采用BT、BOT或其他投资模式，在“十二五”期间参与福建城市运营、交通基础设施、城镇化、产业集聚等领域项目的建设；福建省政府在国家政策许可范围内，对中国建筑项目投资建设、运营或回购、开拓市场提供必要的政策支持。
2012年8月17日	福州市人民政府	<b>300亿城市投资建设合作框架协议</b> ；福州市政府支持中国建筑在福州积极开展投资建设合作；中国建筑加大福州投资力度，采用BT、BOT、一级土地开发、城市综合开发等多种模式参与福州市城市建设。
2012年9月14日	河南省人民政府	<b>战略合作框架协议</b> ；充分发挥中国建筑在房屋建筑工程、国际工程承包、房地产开发与投资、基础设施建设及投资等领域的优势，与河南企业在海外开展多种形式的战略合作，促进共同发展；河南省人民政府积极支持中国建筑为河南省招商引资，并创造条件，争取相应的优惠政策。
2012年9月27日	浙江省丽水市人民政府	<b>战略合作框架协议</b> ；通过直接投资、合作开发、承揽施工、BT、BOT等多种模式，在机场建设、道路交通、城市基础设施、低丘缓坡开发、房地产开发、生态工业产业、生态休闲养生养老基地、旅游休闲景区和服务业集聚区等领域开展投资建设合作。
2012年12月3日	北京市丰台区人民政府	<b>200亿合作框架协议</b> ；在2012到2016年期间，围绕丽泽金融商务区、永定河绿色生态发展带、青龙湖-长辛店会展旅游、生态休闲区等“一轴两带四区”的开发建设，在重大建设项目上采取EPC/PPP/BOT/BT等运营模式，将政策支持与运营经验相融合，建立和完善政府推动与市场跟进相结合的多元化基础设施建设投融资体系。
2012年12月18日	湖北省人民政府	<b>600亿战略合作框架协议</b> ；“十二五”期间在城市综合开发与运营、交通基础设施建设等相关领域展开投资建设合作。

资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

表 3：公司目前在施的城市综合建设项目

	项目名称	2013年上半年投资额(亿元)	2013年上半年末累计投资额(亿元)
1	重庆黎香湖	3	48
2	长沙梅溪湖	1	25
3	西安沣渭新区	5	25
4	北京门头沟	4	20
5	郑州经开区	9	16
6	济南西客站文化中心	3	14
7	济南西客站站前广场	1	10

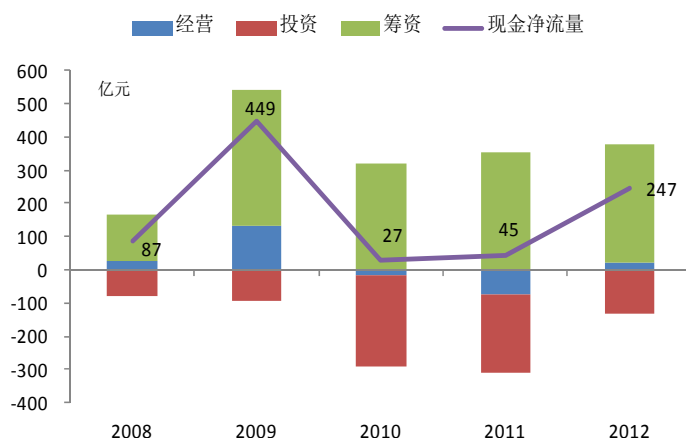
8	湘潭仰天湖	3	9
9	淄博文昌湖	3	6
10	遵义新蒲新区	1	5
11	渭南大华湖	2	4
12	武汉蔡甸区	2	4
13	天津滨海新区	1	2
14	长沙梅溪湖 A 地块	1	1
15	襄阳高新区	1	1
16	成都龙泉山	0	0
<b>合计</b>		<b>41</b>	<b>190</b>

资料来源：公司业绩推介材料，信达证券研发中心整理

### 资金优势助力城市综合开发

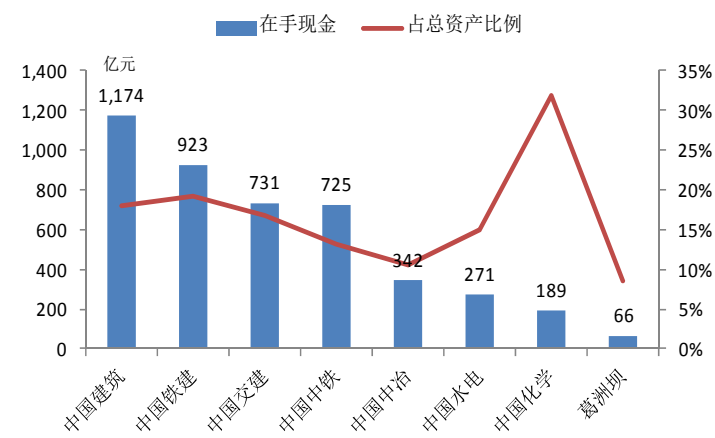
城市综合开发模式对于开发者的资金水平提出了较高的要求。近几年，公司现金流持续改善，2012 年末在手现金高达 1174 亿元，占总资产的比重达 18%，这两项在 8 家上市建筑央企中分别排名第 1 和第 3。与此同时，公司近年来与国开行、建行、中行、农行等各大银行广泛签署战略合作协议，为公司未来城市综合建设项目融资提供了保障。充足的资金与较强的融资能力将助公司巩固和提升在城市综合开发领域的竞争力。

图 29：公司近 3 年现金流量净额持续提升



数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

图 30：上市建筑央企在手现金对比（2012 年）



数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

**表 4：近两年中国建筑与各大银行签订的战略合作协议**

签署时间	合作银行	协议内容
2011年5月12日	建设银行	建立长期战略合作伙伴关系。建设银行向中国建筑提供包括但不限于以下服务：①综合授信服务；②现金管理服务；③咨询顾问服务；④其他服务。
2011年5月20日	中国银行	<b>800 亿《战略合作协议》</b> ；双方建立长期战略合作伙伴关系，中国银行向中国建筑提供包括但不限于以下服务：①综合授信服务；②现金管理服务；③投资银行和保险服务；④咨询与培训服务；⑤本外币产品优质服务；⑥其他服务。
2011年10月10日	农业银行新疆分行	农行新疆分行视中建新疆建工（集团）有限公司为最重要的战略合作伙伴，全力支持中建新疆建工（集团）有限公司各项事业发展，在国家法律、法规和金融政策允许的前提下，优先为中建新疆建工（集团）有限公司及其下属单位提供全方位的优质、高效、优惠和个性化的金融服务与资金支持。
2012年2月29日	国家开发银行上海分行	2012-2014 年， <b>300 亿《战略合作备忘录》</b> ；合作内容和领域包括人民币信贷业务、国际业务、投资业务、投行业务、中间业务合作、援疆援藏及民生保障业务等。
2012年12月12日	国家开发银行	<b>1000 亿元《开发性金融合作协议》</b> ；双方将在境内外的城市综合建设、基础设施建设、投资、机械制造、金融产品等领域进行全方位合作。此次签约标志着双方长期稳定的合作关系迈入了新的发展阶段。

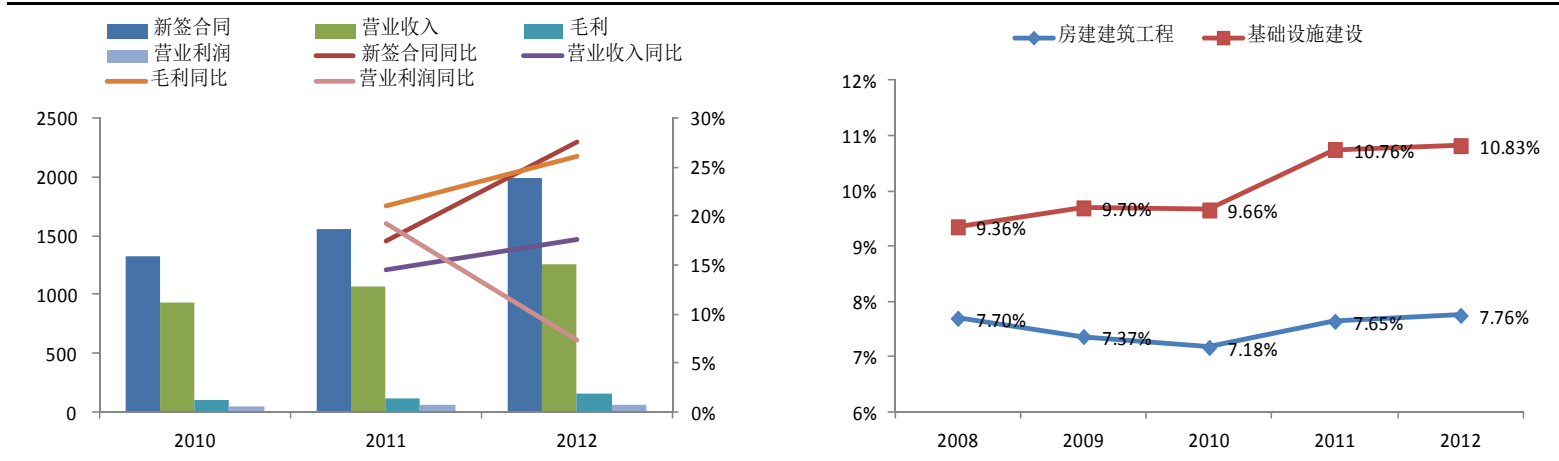
资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

## 专业化战略：提升公司盈利能力和价值

公司目前已形成 **12 个专业板块**，涉及**房建、基建、地产、勘察设计的单一或多个领域**。公司打造专业板块，实行专业化战略的目的是进一步提升各业务板块的专业化水平，鼓励、引导下属企业发挥自身优势，确立符合自身实际情况与专业发展方向的企业定位，逐步把各板块的优势企业发展成该领域的领导者。2010-2012 年，公司专业板块累计新签合同、营业收入、毛利和营业利润均实现较快增长。

**专业板块提升公司毛利率**。2012 年，专业板块贡献了公司建筑业务 19%的订单，30%的收入、40%的毛利和 54%的营业利润，在公司业务中已占据半壁江山。2012 专业板块的毛利率分别高于公司房建和基建业务毛利率 5.48 和 1.38 个百分点。专业化战略使得公司房建业务毛利率由 2010 年的 7.2%提升到 2012 年 7.8%，基建业务毛利率由 2010 年的 9.7%提升到 2012 年的 10.8%。我们认为，随着公司专业板块的深入发展，建筑业务的综合竞争力将进一步增强，盈利能力将继续提升。

**图 31：公司专业板块业绩增长较快****图 32：专业板块助公司房建、基建毛利率提升**



数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

数据来源：中国海外发展年报，信达证券研发中心

**部分板块已做大做强，专业化战略提升公司价值。**从规模上看，公司一部分专业板块已经是所在行业前几名。如混凝土板块，在并购西部建设之后，中国建筑旗下混凝土产能达到 2180 万方，仅次于中国建材，排名行业第 2；钢构板块 2012 年营业收入 65 亿，超过精工钢构（36 亿），排名行业第 1；装饰板块 2012 年营业收入 156 亿，超过金螳螂（139 亿），排名行业第 1；园林板块 2012 年营业收入 9 亿，排名行业第 7。设计板块 2012 年营业收入 59 亿，排名全国民用建筑设计行业第 1，ENR 全球设计公司第 59 名。如果参照可比上市公司的市值，专业化战略将提升公司价值。

## 激励机制：限制性股票激励凸显信心

中国建筑推出的超大规模、超长周期的限制性股票激励计划，目前已经完成首次授予。该限制性股权有效期 10 年，原则上每 2 年授予 1 次，授予条件是未来 10 年每年 ROE 不低于 14%，净利润同比增长率不低于 10%。此次股权激励要求，意味着盈利每年增长 14%，其中分红率约 28.6%。

表 5：中国建筑限制性股票激励内容

项目	内容
激励对象	公司核心管理人员，其中首次授予对象共 690 人
激励方式	限制性股票，股票来自二级市场回购
有效期	10 年，原则上每 2 年授予 1 次
授予及行权条件	ROE 不低于 14%，净利润增长不低于 10%，完成国资委下达的经济增加值（EVA）考核目标

激励总量（公司） 累计涉及的公司标的股票总量，不得超过公司股本总额的 10%。其中，以回购方式授予的限制性股票总量，不得超过公司股本总额的 5%

激励总量（个人） 激励对象获授长期激励价值控制在其两年总薪酬的 30%以内

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

我们预测公司 2013-2015 年营业收入同比增速分别为 18.37%、15.61%和 9.70%，综合毛利率分别为 11.97%、11.97%和 12.05%。公司分业务收入及毛利率预测见下表。

表 6：公司分业务收入及毛利率预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入（亿元）</b>					
房建建筑工程	3678.99	4275.74	5074.49	5831.74	6288.28
增长率	38.51%	16.22%	18.68%	14.92%	7.83%
基础设施建设	581.31	792.71	972.76	1197.73	1440.63
增长率	14.17%	36.37%	22.71%	23.13%	20.28%
房地产开发与投资	483.27	597.85	677.96	760.59	821.63
增长率	5.94%	23.71%	13.40%	12.19%	8.03%
设计勘察	53.37	62.38	71.78	81.36	92.38
增长率	40.13%	16.87%	15.07%	13.36%	13.54%
其他	31.43	86.03	86.03	86.03	86.03
分部间抵消		-99.54	-117.83	-136.23	-149.43
<b>合计</b>	<b>4,828.37</b>	<b>5,715.16</b>	<b>6,765.18</b>	<b>7,821.23</b>	<b>8,579.51</b>
<b>增长率</b>	<b>30.27%</b>	<b>18.37%</b>	<b>18.37%</b>	<b>15.61%</b>	<b>9.70%</b>
<b>毛利率</b>					
房建建筑工程	7.65%	7.76%	7.90%	7.95%	8.00%
基础设施建设	10.76%	10.83%	10.80%	10.90%	11.00%
房地产开发与投资	44.92%	42.11%	40.00%	40.00%	40.00%
设计勘察	26.98%	23.94%	25.00%	25.00%	25.00%

其他		17.99%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>综合毛利率</b>	<b>12.04%</b>	<b>12.19%</b>	<b>11.97%</b>	<b>11.97%</b>	<b>12.05%</b>

资料来源：公司年报，信达证券研发中心预测

我们预测公司 2013 至 2015 年营业收入分别为 6765.18 亿元、7821.23 亿元和 8579.51 亿元，归属母公司的净利润分别为 187.65 亿元、219.41 亿元和 238.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.63 元、0.73 元和 0.79 元。

## 估值与投资评级

我们采用市盈率（P/E）模型对公司进行估值。考虑到公司业务横跨建筑和地产两大行业，我们分别选取地产上市公司中与公司地产业务规模相近的万科、保利、金地和招商，以及建筑上市公司中与公司建筑业务规模相近的铁建、中铁、交建和中国水电作为参考样本。选取的地产公司 2012 年平均静态市盈率约 7.3 倍，2013 年平均动态市盈率约 5.9 倍；选取的建筑公司 2012 年平均静态市盈率约 6.1 倍，2013 年平均动态市盈率约 5.4 倍。公司 2012 年地产业务和建筑业务营业利润占比分别为 45.61%和 54.39%，按此比例我们分别赋予公司地产业务估值 45.61%的权重和建筑业务估值 54.39%的权重，并参考选取的样本平均值，计算得出公司 2013 年合理的动态市盈率为 5.6 倍。

由于 A 股基建板块和房地产开发板块（申万二级）整体估值高于房建板块，我们认为，随着公司业务结构的调整，即房建业务占比下降，基建和房地产业务占比提升，长期来看，公司估值中枢也应逐步提升。

我们按照公司 2013 年 0.63 元的 EPS，我们给出公司 5.2-6 倍 PE 的合理估值区间，得出公司合理价值区间为 3.3-3.8 元。按 5.6 倍 2013 年 PE，目标价 3.5 元，我们首次给予公司“增持”评级。

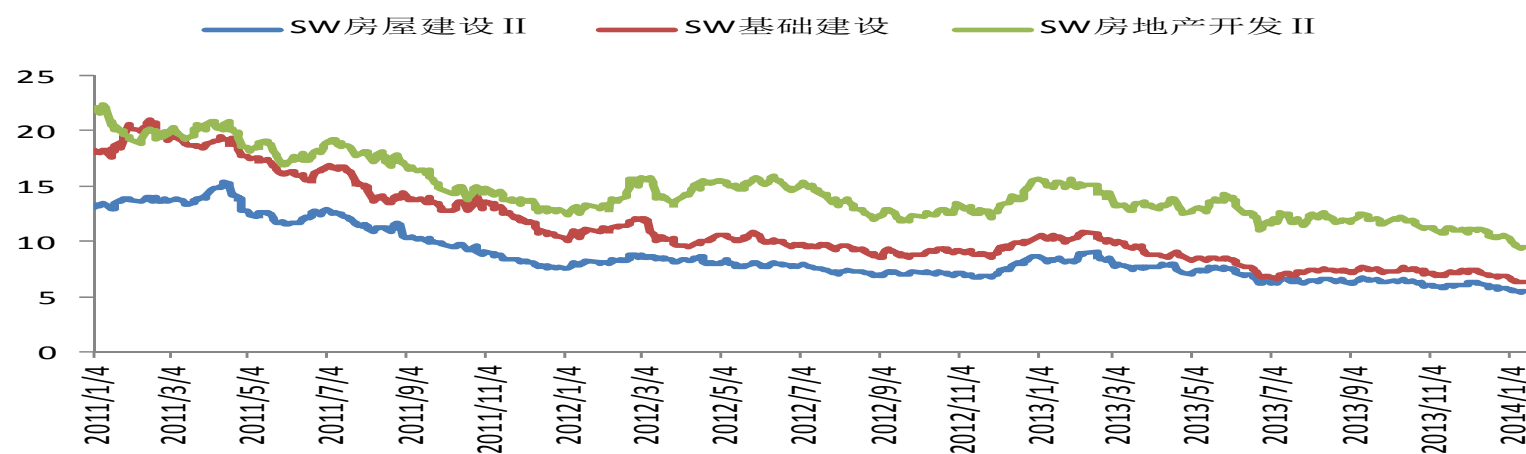
表 7：中国建筑与可比上市公司估值对比（2014 年 1 月 17 日）

证券代码	证券简称	2012 年营业总收入（亿元）	2012 年营业利润（亿元）	PE			
<b>地产公司</b>				<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
000002.SZ	万科 A	1,031.16	210.13	6.2	5.0	4.1	3.4
600048.SH	保利地产	689.06	133.94	6.3	4.9	3.9	3.1
600383.SH	金地集团	328.63	54.18	7.7	6.9	5.7	4.5
000024.SZ	招商地产	252.97	62.34	8.8	6.6	5.2	4.1
	<b>平均</b>	<b>575.46</b>	<b>115.15</b>	<b>7.3</b>	<b>5.9</b>	<b>4.7</b>	<b>3.8</b>
	<b>中国建筑（地产业务）</b>	<b>597.85</b>	<b>152.45</b>				
		<b>2012 年建筑业务营业收入（亿元）</b>	<b>2012 年建筑业务营业利润（亿元）</b>	<b>PE</b>			
<b>建筑公司</b>				<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>

601800.SH	中国交建	2,642.10	135.51	5.1	4.8	4.5	4.3
601186.SH	中国铁建	4,111.90	419.50	6.0	5.1	4.7	4.3
601390.SH	中国中铁	3,984.83	370.54	6.9	5.8	5.1	4.7
601669.SH	中国电建	1,131.71	141.31	6.5	5.7	5.0	4.4
	<b>平均</b>	<b>2,200.08</b>	<b>193.98</b>	<b>6.1</b>	<b>5.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>
	<b>中国建筑（建筑业务）</b>	<b>5,117.31</b>	<b>181.81</b>				

数据来源：wind，信达证券研发中心（注：PE为wind一致预期，采用2014年1月17日收盘价）

图 33：板块市盈率对比（TTM，申万二级）



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

## 风险因素

- 1、固定资产投资增速低于预期。可能影响公司房建、基建项目开工、结算及回款进度。
- 2、房地产调控深化。可能对房地产投资形成压制，进而影响中国建筑的订单和业绩。
- 3、地方政府债务问题持续发酵。可能影响公司城市综合开发业务的开展速度。
- 4、海外项目经营风险。海外项目存在着潜在的政治风险、管理风险、汇率风险等。



会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	415,258.16	521,981.41	588,045.34	643,259.11	688,876.78
现金	89,950.80	117,359.57	132,967.79	130,322.26	144,606.92
应收账款	2,281.75	7,188.21	8,508.86	9,837.10	10,790.83
其它应收款	67,485.40	81,164.50	96,065.49	109,497.16	120,113.20
预付账款	22,623.72	31,547.13	34,306.09	39,662.02	43,467.55
存货	211,577.62	254,382.05	285,857.15	323,600.61	339,558.31
其他	21,338.89	30,339.96	30,339.96	30,339.96	30,339.96
<b>非流动资产</b>	98,252.03	129,712.76	136,932.33	143,319.32	149,593.14
长期投资	21,151.42	23,026.04	23,026.04	23,026.04	23,026.04
固定资产	14,032.99	16,864.39	22,275.57	23,798.19	25,324.04
无形资产	6,894.62	8,223.27	9,452.75	10,329.65	11,277.02
其他	56,173.00	81,599.05	82,177.96	86,165.44	89,966.03
<b>资产总计</b>	513,510.19	651,694.17	724,977.67	786,578.43	838,469.91
<b>流动负债</b>	301,635.59	385,729.59	435,510.34	469,551.50	491,491.74
短期借款	26,450.87	27,709.95	27,709.95	27,709.95	27,709.95
应付账款	138,774.99	182,562.98	208,437.51	220,323.82	226,372.21
其他	136,409.74	175,456.66	199,362.89	221,517.74	237,409.58
<b>非流动负债</b>	92,382.50	126,410.41	126,410.41	126,410.41	126,410.41
长期借款	46,095.55	66,984.19	66,984.19	66,984.19	66,984.19
其他	46,286.95	59,426.22	59,426.22	59,426.22	59,426.22
<b>负债合计</b>	394,018.09	512,140.00	561,920.76	595,961.92	617,902.15
少数股东权益	29,948.77	37,695.79	46,093.21	55,911.75	66,580.97
归属母公司股东权益	89,543.33	101,858.38	116,963.71	134,704.76	153,986.79
<b>负债和股东权益</b>	513,510.19	651,694.17	724,977.67	786,578.43	838,469.91

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	491,289.99	571,515.84	676,517.55	782,122.59	857,951.44
同比(%)	32.55%	16.33%	18.37%	15.61%	9.70%
归属母公司净利润	13,644.28	15,735.24	18,765.33	21,941.05	23,842.03
同比(%)	47.66%	15.32%	19.26%	16.92%	8.66%
毛利率(%)	12.03%	12.19%	11.97%	11.97%	12.05%
ROE(%)	16.36%	16.44%	17.15%	17.44%	16.52%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.63	0.73	0.79
P/E	6.6	5.7	4.8	4.1	3.7
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.5	6.4	5.4	4.6	4.3

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	491,289.99	571,515.84	676,517.55	782,122.59	857,951.44
营业成本	432,184.68	501,835.39	595,535.74	688,511.94	754,574.03
营业税金及附加	19,181.24	22,056.95	25,707.67	28,938.54	31,744.20
营业费用	966.73	1,298.67	1,555.99	1,798.88	1,973.29
管理费用	11,478.76	13,402.26	14,612.78	16,893.85	18,531.75
财务费用	2,878.57	4,125.44	5,023.51	5,509.50	6,281.35
资产减值损失	796.27	2,612.60	1,874.39	1,983.53	2,722.80
公允价值变动收益	-217.57	200.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,785.14	2,995.70	3,201.58	3,051.84	3,083.04
<b>营业利润</b>	25,371.32	29,381.21	35,409.06	41,538.19	45,207.06
营业外收入	997.70	950.79	1,106.83	1,106.83	1,106.83
营业外支出	204.63	171.06	298.89	298.89	298.89
<b>利润总额</b>	26,164.40	30,160.93	36,217.00	42,346.13	46,015.00
所得税	6,718.47	7,384.24	9,054.25	10,586.53	11,503.75
<b>净利润</b>	19,445.93	22,776.70	27,162.75	31,759.60	34,511.25
少数股东损益	5,801.65	7,041.46	8,397.42	9,818.54	10,669.22
<b>归属母公司净利润</b>	13,644.28	15,735.24	18,765.33	21,941.05	23,842.03
EBITDA	32,850.65	39,368.65	46,916.47	54,474.46	59,377.37
EPS (摊薄)	0.45	0.52	0.63	0.73	0.79

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	-7,687.33	2,393.30	33,449.96	16,454.94	34,649.98
净利润	19,238.54	22,776.70	27,162.75	31,759.60	34,511.25
折旧摊销	2,886.55	3,822.89	4,590.76	5,407.70	5,968.61
财务费用	3,799.70	5,384.82	6,108.71	6,720.63	7,393.75
投资损失	0.00	-1,992.39	-2,995.70	-3,201.58	-3,051.84
营运资金变动	-19,640.07	-22,839.44	-2,549.34	-25,801.67	-12,115.58
其它	-11,979.66	-3,755.98	1,338.67	1,420.52	1,974.98
<b>投资活动现金流</b>	-23,419.97	-13,229.63	-8,073.03	-8,179.85	-8,411.57
资本支出	-18,602.11	-8,914.91	-11,274.61	-11,231.69	-11,494.61
长期投资	733.37	418.03	3,201.58	3,051.84	3,083.04
其他	-5,551.23	-4,732.75	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	35,642.46	35,551.01	-9,779.26	-10,931.18	-11,964.30
吸收投资	1,442.96	2,955.09	0.00	0.00	0.00
借款	30,218.67	22,069.58	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	6,226.86	11,500.99	9,779.26	10,931.18	11,964.30
<b>现金净增加额</b>	4182.45	24688.22	15608.23	-2645.54	14284.66

## 建筑工程小组简介

**关健鑫**，经济学硕士，证券从业5年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过2010年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

**方光照**，上海财经大学金融学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，现从事建筑与工程行业研究。

## 建筑建材小组重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国玻纤	600176	海螺水泥	600585
纳川股份	300198	扬子新材	002652	开尔新材	300234	冀东水泥	000401
亚泰集团	600881	太空板业	300344	围海股份	002586	东方园林	002310
江河创建	601886	嘉寓股份	300117	中国建筑	601668	中国铁建	601186
亚厦股份	002375	中国海诚	002116	苏交科	300284	广田股份	002482

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。