

估值最低廉建筑龙头，大象股春天到来

中国建筑 (601668.SH)

推荐 维持评级

目标价: 5.5 元

分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

傅盈

☎: 021-20252605

✉: fuying@chinastock.com.cn

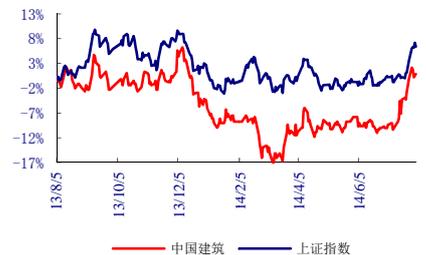
执业证书编号: S0130514050008

特此鸣谢 方晏荷、陆逸晖对报告编制提供信息

市场数据 时间 2014.08.05

A股收盘价(元)	3.19
A股一年内最高价(元)	3.67
A股一年内最低价(元)	2.71
上证指数	2219.95
市净率	0.81
总股本(万股)	3000000.00
实际流通A股(万股)	2985322.00
限售的流通A股(万股)	14678.00
流通A股市值(亿元)	952.32

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《公司跟踪报告之六: 中国建筑(601668): 试水优先股, 大象也能跳舞》

2014/5/27

《建筑工程专题报告之四: 国企改革风来, 建筑蓝筹起舞》

2014/8/1

核心观点:

- **建筑三大下游行业前景: “房建+基建”增速持续平稳。**短期看, 房建下滑、基建对冲, “房建+基建”标准差 4.96% 小于房建 (8.10%) 和基建 (10.85%); 2014H1 基建投资增速 22.84%、房建投资增速 14.7%, “房建+基建” 18.43%, 未来增速持续平稳。(2) 长期看, 我们判断到 2020 年期间房建增速可能降至 4-5%, 中国城镇化与工业化进程远未完成, 基建/工业建筑增速将长期维持在 10% 左右的水平。短期看在地产业限购限贷放松的背景下房建增速仍将维持在 10% 以上。
- **过往业绩优异, 未来三年业绩高度锁定。**2009-2013 年公司收入及归母净利润 CAGR 分别达 27% 和 24%。公司市占率 (收入/建筑总产值) 从 09 年的 2.6% 快速提升至 13 年的 3.5%。分板块看, 公司基建 (10-13 年营业利润 CAGR 31.3%), 快于房建 (10-13 年营业利润 CAGR 10.5%) 和地产 (10-13 年营业利润 CAGR 18.1%)。未来三年业绩高度锁定, 截至 2014 年 6 月末, 公司建筑在手合同 2.48 万亿元, 地产已售未结算金额 1921 亿元, 已分别覆盖我们预测的建筑、地产板块 2014-15 年收入的 155.99%、85.65%。中建地产业绩将爆发增长 (14-16 年营业利润 CAGR 30% 以上), 中海地产增速稳定 (14-16 年营业利润 CAGR 10% 左右), 我们预测公司地产板块 14-16 年经营利润 CAGR 14.5%。建筑业务盈利能力将持续提升, 核心驱动力是投资及综合开发业务拉动, 管理改善及费率下降。
- **估值最为低廉的建筑地产龙头。**从相对估值、绝对估值角度来看, 中国建筑均是 A+H 股中隐性折价率最高的公司。我们测算公司相对估值折价率为 50.0%, SOTP 折价率 46.2%。
- **公司未来估值提升存多重契机。**(1) 沪港通落地后, 估值有望得以快速修复。(2) 二次股权激励, 板块分拆上市, 混合所有制等国企改革预期均为公司估值提升提供契机。(3) 成立中建方程、收购 Plaza 以及城镇综合开发/投资拉动/拓展新业务等商业模式创新助力公司持续成长。(4) 发行优先股等金融模式创新有助公司降负债、提业绩。(5) 分红率较高, 14 年分红率有望达 5.6%, 对长线资金有较强吸引力。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、基建投资下滑风险、地产调控风险等。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.78/0.89/0.99 元, 综合考虑行业估值及公司增长潜力, 给予公司 2014 年 7 倍 PE, 对应目标价 5.5 元, 维持“推荐”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万)	571516	692437	775774	862721	951123
增长率 (%)	19.1	21.2	12.0	11.2	10.2
归母净利润 (百万)	15735	20399	23517	26560	29761
增长率 (%)	16.2	29.6	15.3	12.9	12.0
每股收益(摊薄) (元)	0.52	0.68	0.78	0.89	0.99
每股净资产 (元)	3.40	3.93	4.53	5.24	6.03
PE	6.13	4.69	4.09	3.58	3.22
PB	0.94	0.81	0.70	0.61	0.53

资料来源: 中国银河证券研究部, 股价为 2014 年 8 月 5 日股价

目 录

投资聚焦	2
一、下游行业：房建下滑、基建对冲，整体增速平稳.....	4
（一）房建下滑，基建对冲，工业建筑平稳	4
（二）三大下游行业未来成长空间判断	5
二、公司分析：过往业绩优异，未来三年高度锁定.....	8
（一）过往业绩优异，市占率稳步提升	8
（二）费用及现金流分析	10
（三）房地产业务：中建地产爆发，中海地产稳定	12
（四）建筑业务：盈利能力持续提升	12
（五）海外业务：并购 PLAZA，业绩贡献快速提升	13
三、公司估值：价值最低廉的地产建筑龙头.....	14
（一）相对估值：折价率 50.5%	14
（二）绝对估值：SOTP 折价率 46.3%	15
（三）可比公司估值比较	15
四、多重利好：迎来估值修复契机.....	16
（一）沪港通：折价缺口将缩小	16
（二）国企改革为估值提升提供契机	17
（三）商业模式创新：转型升级助力持续增长	18
（四）金融模式创新，发行优先股降负债提业绩	19
（五）分红率较高，对长线资金有较强吸引力	20
五、盈利预测、估值及评级.....	21

投资聚焦

香港有股谚云“不会买，买汇丰，不要卖”，背后反映的是成熟市场对业绩优异且持续稳定的价值股的青睐。在沪港通即将落地，两地投资价值理念即将碰撞融合的背景下，我们认为，作为中国建筑作为业绩持续增长且未来三年业绩高度锁定，A+H 隐性折价率最高，14 年分红率有望达到 5.6%，在国企改革、商业模式及金融模式创新等均走在央企前列的优异公司，具备类似于汇丰银行的投资价值：**“不会买，买中建，不要卖”！**

5 月 27 日我们发布公司跟踪报告《试水优先股，大象也能跳舞》；7 月 2 日，我们应邀做客雪球财经，对中国建筑长期投资价值进行深入交流；8 月 1 日，我们外发建筑工程专题报告之四《国企改革风来，建筑蓝筹起舞》，首推中国建筑。本报告我们将着重解答市场最为关注的焦点问题，并继续强烈推荐中国建筑。

1、投资者担心中国建筑下游行业增速向下，从而影响公司估值。

我们的观点是：(1) 短期看，房建下滑、基建对冲，“建筑+基建”增速比较平稳，其标准差 4.96% 小于房建 (8.10%) 和基建 (10.85%)，2014H1 基建投资增速 22.84%、房建投资增速 14.7%，“房建+基建” 18.43%。中国建筑业绩增长最快的恰恰是基建 (2010-13 年营业利润 CAGR31.3%)，快于房建 (2010-13 年营业利润 CAGR10.5%)、地产 (2010-13 年营业利润 CAGR18.1%)。**(2) 长期看，我们判断到 2020 年房建增速可能降至 4-5%，但基建/工业建筑将维持在 10% 左右的水平。(3) 中国建筑市占率提高的逻辑一直未变。**从建筑总产值的角度，中国建筑从市占率从 09 年上市之初的 2.6%，快速提升至 13 年的 3.5%。从房屋建筑施工面积的角度，中国建筑占比从 09 年的 4.5% 提升至 13 年的 6.7%。我们判断未来中国建筑凭借品牌、管理及上市公司平台优势，全国市占率快速上升的趋势将持续。

2、投资者对公司商业模式，尤其是现金流及应收款的担心。

我们认为，**(1) 公司城镇综合开发模式代表中国未来新型城镇化的大方向，房建、投资业务整体风险可控。**公司房建业务中只有 40% 是和房地产相关；公司 BT 项目集中在一线二线城市，截止到 2013 年底所有回购款均未发生任何违约或拖欠情况。**(2) 由于公司城镇综合开发、投资类业务占比较高，现金流为负、应收款占比较高恰恰是公司业务处于扩张期的正常现象。**公司经营性净现金流及应收款状况不是很理想，主要是由于公司大力拓展 BT 投资业务，BT 项目应收款近三年增长 50 倍；房地产行业的经营性现金流在扩张期一直常年为负，扩张期的招保万金亦是如此，它们直到成熟期现金流才逐渐转正。

3、投资者对公司业绩持续性的担心。

(1) 当前业绩已高度锁定。截至 2014 年上半年末，公司的建筑在手和地产已售未结算金额已分别覆盖我们预测的建筑、地产板块 2014-15 年收入的 155.99%、85.65%。**(2) 对于地产业绩下滑不必过度担心。**公司 13 年底土地储备的 92% 在一二线城市，抗风险能力强；中建地产未来三年将爆发增长 (2014-2016 年经营利润 CAGR30% 以上)，中海地产稳定 (2014-2016 年经营利润 CAGR10% 左右)，该公司自 95 年香港上市以来业绩一直高于 20%，从未落空。我们预测公司地产板块 2014-2016 年经营利润 CAGR14.5%。**(3) 建筑业务盈利能力将持续提升。**核心驱动力是投资及综合开发业务拉动，管理改善、集中采购等带来的费用率下降。

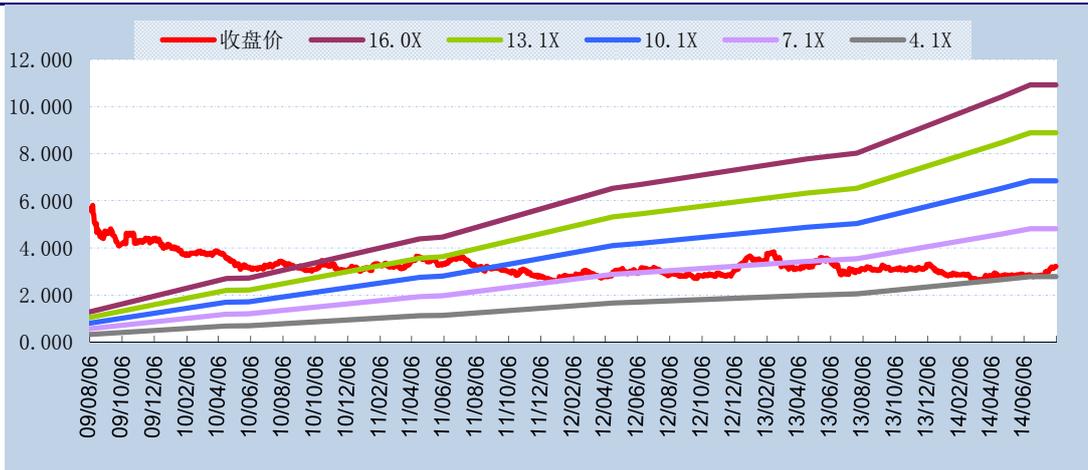
4、对公司估值低估程度的再认识。

从相对估值、绝对估值角度来看，中国建筑均是 A+H 隐性折价率最高的公司。我们测算公司相对估值折价率为 50.0%，SOTP 折价率 46.2%。

5、公司后续估值提升的催化剂。

- (1) 沪港通，估值有望得以快速修复。
- (2) 国企改革，股权激励，板块分拆上市、混合所有制等预期均为公司估值提升提供契机。
- (3) 商业模式创新及金融模式创新助力持续成长。
- (4) 分红率较高，对长线资金有较强吸引力。

图 1：中国建筑近五年 PE-band 变动情况（前复权）



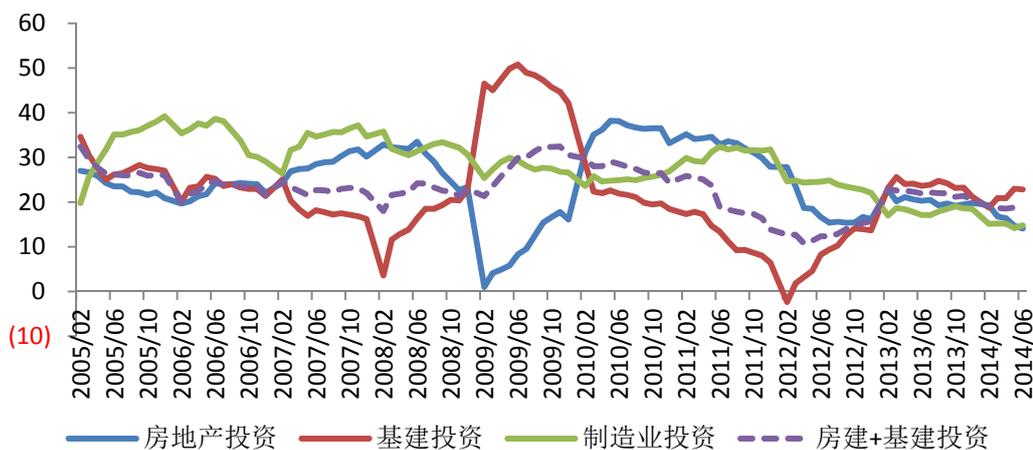
资料来源：wind, 中国银河证券研究部

一、下游行业：房建下滑、基建对冲，整体增速平稳

(一) 房建下滑，基建对冲，工业建筑平稳

基建对冲属性强，建筑业三大下游市场整体增速平稳。2007 年以后，房地产投资与基建投资呈现较显著的对冲关系，“房建+基建”整体增速比较平稳，其标准差 4.96% 小于房建(8.10%)和基建 (10.85%)。制造业整体投资比较平稳，2012 年后有所下滑，图 2 样本期内标准差为 6.49%。2013 年三大下游行业整体增速趋于接近，稳定在 20% 左右。2014 年以来，随着房建和制造业投资增速的加剧下滑，基建再次发挥对冲作用，1-6 月基建投资同比增长 22.84%，房建和基建合计增长 18.43%。

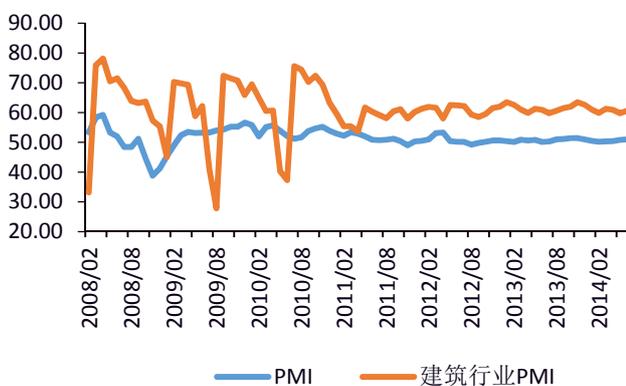
图 2：建筑三大下游行业投资同比增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

从建筑业先导指标来看，行业景气度良好，行业固投增速有所提升。建筑业 PMI 指数近半年均在 50 荣枯线以上，平均值为 60.58，标准差为 0.61。建筑业固定资产投资额增速最近半年均值为 9.36%，且近三个月呈现较强增长态势，分别为 11.0%、14.9%和 15.8%。

图 3：建筑业 PMI 景气指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

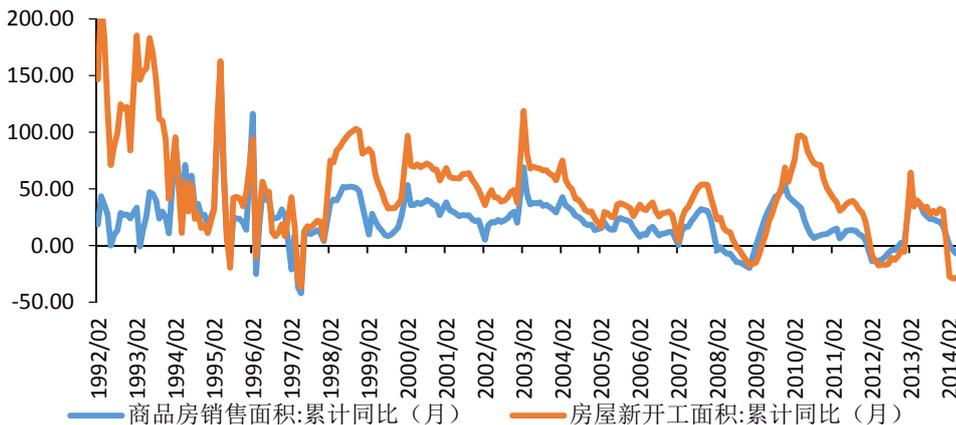
图 4：建筑业固定资产投资增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

房地产行业投资增速有所放缓，下半年行情预计有所缓和。2014 年上半年房地产开发投资 CAGR 为 14.9%，相较于 2013/2012/2011 年的 18.05%/23.91%/31.1%，放缓趋势明显。2014 年上半年商品房销售面积/新开工面积同比增速已连续六个月为负，但 6 月份数据为-6%和-16.4%，环比回升 1.8pct 和 2.0pct，市场行情有所缓解，预计下半年房地产行业将更趋理性。

图 5：房地产销售和新开工面积增速



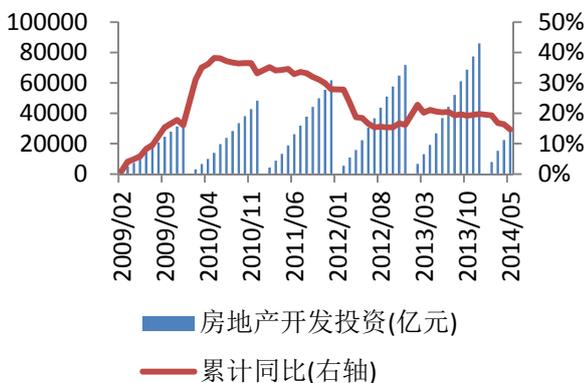
资料来源：wind，中国银河证券研究部

（二）三大下游行业未来成长空间判断

1. 房建：驱动因素减弱，2014-2020 年增速维持在 4-5%

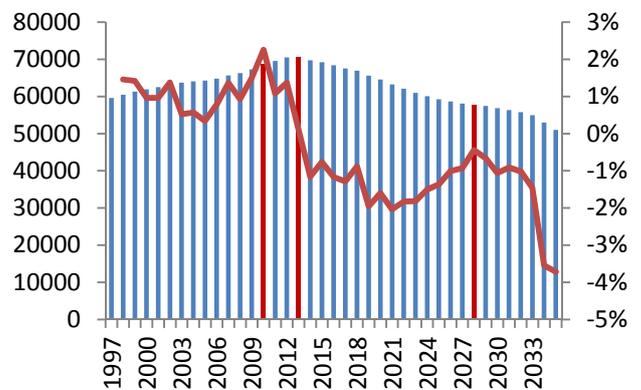
房地产市场驱动因素逐渐减弱，未来增长将有所下滑。房地产市场未来发展关键看两个因素：城镇化和人口结构。目前较低的城镇化率决定了中国仍然处于城镇化快速推进阶段，但速度将会放缓。这是因为中国经济动力减弱，且从劳动力人口数量来看，以 2010 年人口普查为依据测算，我国 20-50 岁主要劳动力人口已于 2013 年达到峰值，之后缓慢下行，购房群体基本支撑因素逐渐变弱。

图 6：房地产开发投资完成额及累计增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 7：1997-2035 年 20-50 岁劳动力人口数量及变化

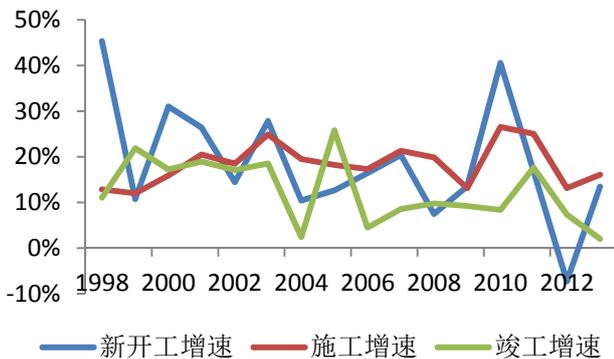


资料来源：wind，中国银河证券研究部

房地产投资高峰已过，房建行业投资在“十三五”期间增速将维持在 4-5%。如果将房屋

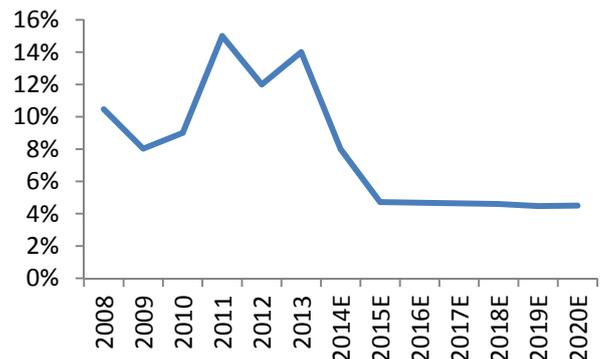
竣工面积转化为投资，那么投资先行决定房地产投资在 2011 年前后已然达到，2013 年由于均值修复出现一个小高峰。房屋新开工和房地产投资具有同步性，新开工面积和施工面积具有一致性，但超前于竣工面积。金融危机和经济刺激之后，二者的滞后差由两年缩短为一年。我们将竣工面积增速前置一年作为房建投资。因此，不考虑价格因素进行综合测算后，“十三五”期间房建行业投资实际增速将稳定在 4.5% 左右。

图 8：房屋新开工、施工和竣工的关系



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 9：“十三五”房建投资增速显著下滑

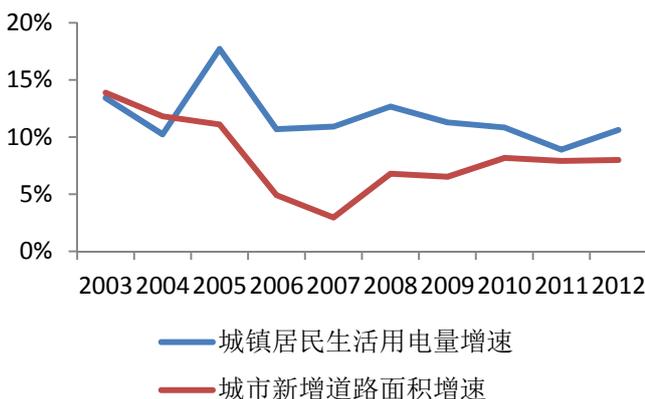


资料来源:中国银河证券研究部

2.基建：投资相对不足，存在区域和结构性机会

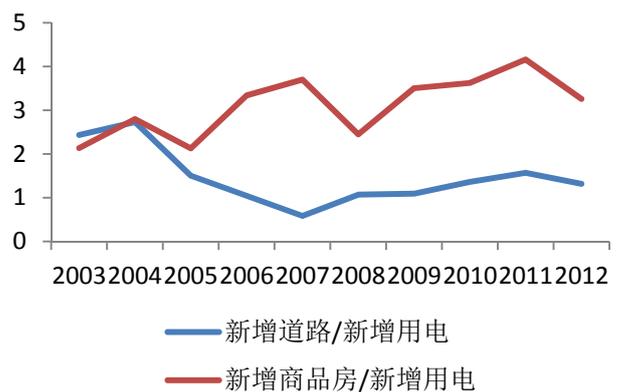
整体来看，我国基建投资空间仍然比较大。全国层面来看，全国道路长度和全国居民生活用电量增速基本一致，这验证了许多学术文献中以居民生活用电量代表真实人口活动需求的合理性。2003 年以来，全国道路长度和居民生活用电量增速基本稳定，但道路长度增速低于居民生活用电量的增速。此外，基建的扩张速度也低于地产的扩张速度。一般来说，每增加一单位的居民生活用电，相当于增加一单位真实需求，必然需要一定的房屋与道路与之配套。

图 10：全国道路和居民生活用电增速比较



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 11：基建投资与房地产投资实物量增速比较



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

综合来看，“十二五”期间基建总投资将达到 161945 亿元，较“十一五”投资总额增长 4.7%。2011-2013 年以铁路、公路、内河航道、城市轨交、机场、水利和电源基建为主要统计口径的基建总投资达到 91145 亿元，CAGR 为 3.41%。上半年相关投资规划符合我们预期，铁路基建和城市轨道交通是增速最快的两个项目，预计 14/15 年狭义口径基建总投资增长 9.3%/4.0%；14/15 年广义口径基建固定资产投资增速 18%/15%。

表 1: 中国基础设施投资预测 (单位: 亿元)

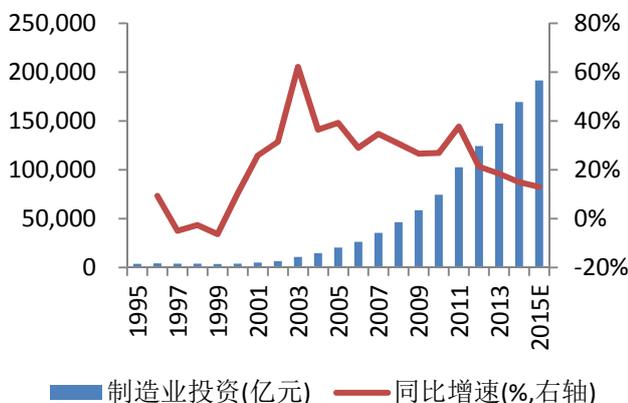
项目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2011-2015
铁路	7075	4611	5185	5100	6300	6300	27496
YOY	17.8%	-34.8%	12.4%	-1.6%	23.5%	0.0%	-2.3%
公路	11482	12596	12714	13500	14000	14500	67310
YOY	18.8%	9.7%	0.9%	6.2%	3.7%	3.6%	4.8%
港口、内河及航道	1171	1405	1494	1600	1800	2000	8299
YOY	10.5%	20.0%	6.3%	7.1%	12.5%	11.1%	11.3%
城市轨道交通	2361	2264	2380	2500	3200	3500	13844
YOY	16.0%	-4.1%	5.1%	5.0%	28.0%	9.4%	8.2%
机场	647	750	800	850	900	1000	4300
YOY	8.7%	15.9%	6.7%	6.3%	5.9%	11.1%	9.1%
水利	2328	3452	4303	4397	4500	4600	21252
YOY	36.7%	48.3%	24.7%	2.2%	2.3%	2.2%	14.6%
电源	3641	3712	3732	3800	4000	4200	19444
YOY	-1.9%	2.0%	0.5%	1.8%	5.3%	5.0%	
合计	28705	28790	30608	31747	34700	36100	161945
YOY	15.8%	0.3%	6.3%	3.7%	9.3%	4.0%	4.7%

资料来源: 国家发改委、交通运输部, 中国银河证券研究部

3. 工业建筑: 整体下行, 把握结构性机会

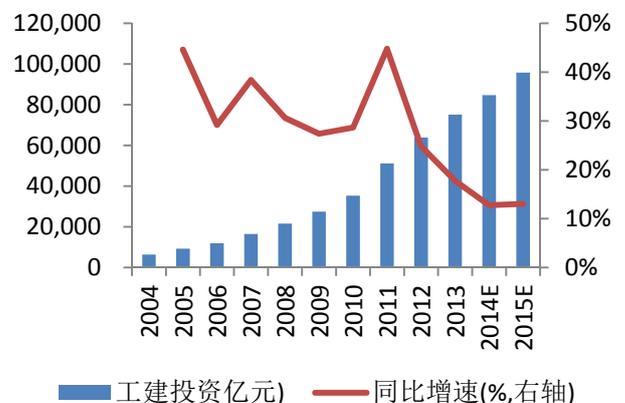
从总量来看, 我们预计工建投资整体增速将有所下行, 但存在结构性机会。尽管受需求减弱, 制造业今年以来固定资产投资增速较去年有所下滑, 但近期发电量连续好转和工业经济逐步企稳, 下半年工建投资有望保持平稳增长。我们预计 14-15 年制造业城镇固定资产投资增速将达 15%/13%。假定未来几年建安投资额占制造业固定资产投资额 50% (2012 年占比为 51% 并且 2004-2012 年比重逐渐上升), 则 2014-2015 年制造业建安投资将分别达 8.47/9.58 万亿元, 增速稳定在 15% 左右。

图 12: 制造业投资及增速预测



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 13: 工建投资及增速预测



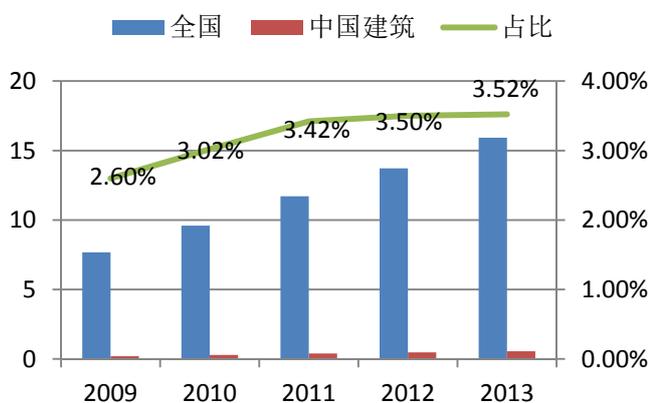
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

二、公司分析：过往业绩优异，未来三年高度锁定

(一) 过往业绩优异，市占率稳步提升

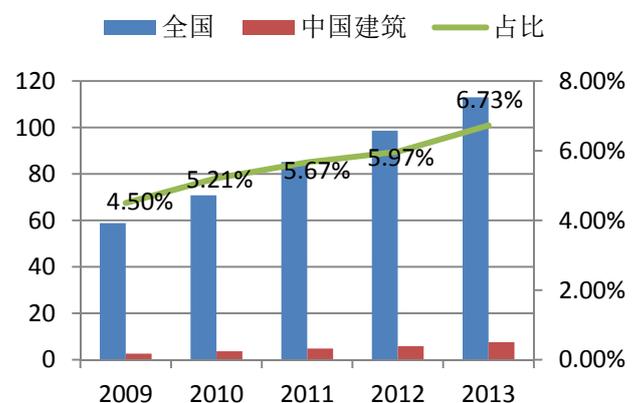
2009—2013 年公司营业收入从 2604 亿迅速攀升至 6810 亿，2011 年起超越中国铁建和中国中铁；净利润从 87 亿升至 204 亿，2010 年超越中国交建成为全国第一，收入及归母净利润 CAGR 分别达 27% 和 24%。按公司收入和建筑业总产值计算，公司 2013 年全国市占率达 3.5%。

图 14：中国建筑全国市占率（建筑业总产值，万亿）



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 15：中国建筑全国市占率（房屋施工面积，亿平）



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 16：公司主营收入及增速



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

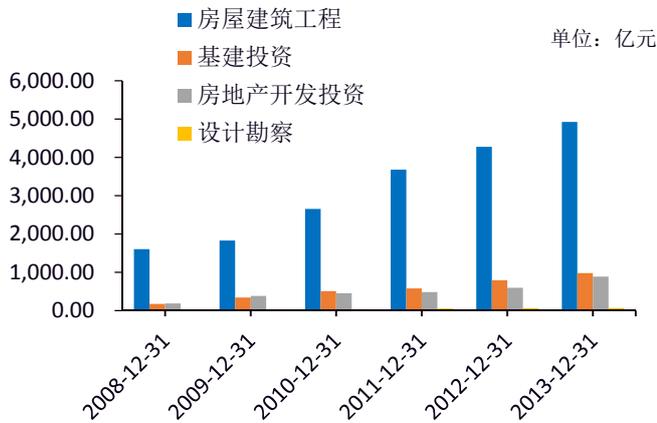
图 17：公司净利润及增速



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

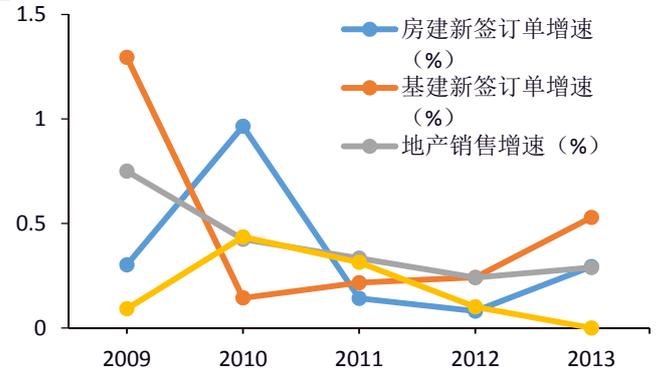
从分部业绩来看，地产、基建增速快于房建。2013 年公司房建、基建、地产板块收入 4922 亿元、981 亿元和 887 亿元，同比增速 15.1%、3.8% 和 48.4%。利润贡献方面，房建、基建、房地产分别贡献利润 151.1/57.1/186.7 亿元，同比增速分别为+15.5%/+41.0%/+39.3%，但各板块毛利率均有所下滑，业绩增长主要源于规模扩张及费用率下降。

图 18: 专业板块主营收入



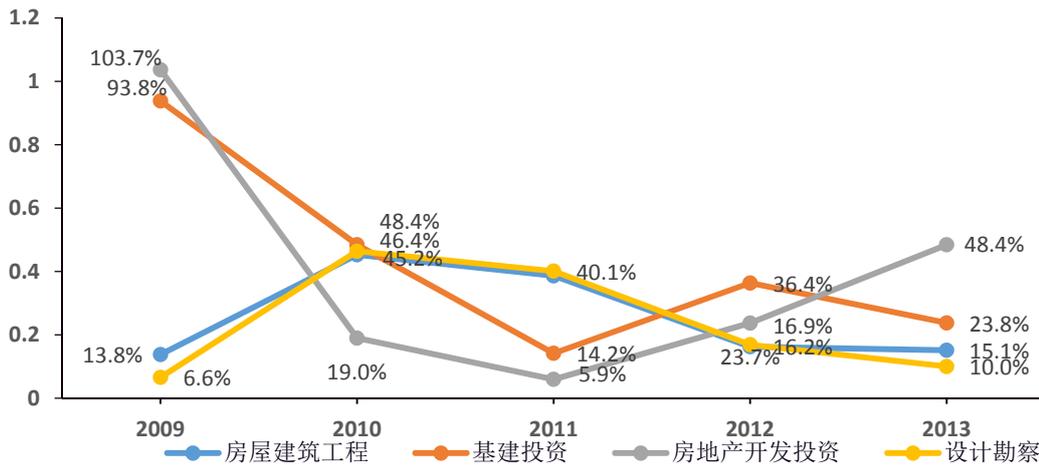
资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 19: 专业板块新签订单增速



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

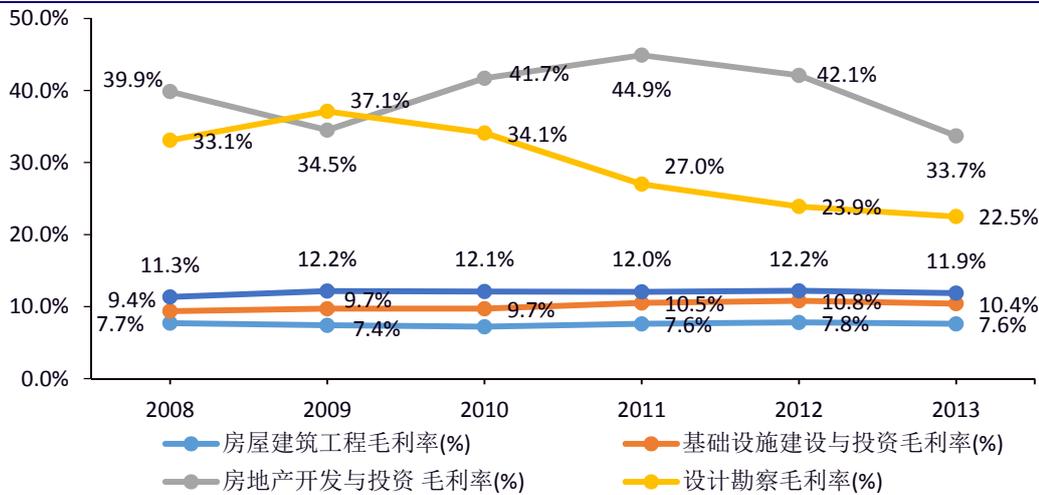
图 20: 各细分业务收入增长情况



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

公司地产板块毛利率在所有业务中最高。地产毛利一直保持在 30% 以上的水平, 有些年份甚至超过 40%, 盈利水平良好。房建、基建板块毛利率非常稳定, 一直保持在 7-8% 和 9-11% 的水平。

图 21: 2008-2013 年综合及各细分业务收入毛利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

公司未来三年业绩高度锁定。从先导指标建筑新签订单、地产销售来看, 公司 14、15 年业绩高度锁定, 且有超预期可能。截至 2014 年 6 月末, 公司建筑在手合同 2.48 万亿元, 地产已售未结算金额 1921 亿元, 已分别覆盖我们预测的建筑、地产板块 2014-15 年收入的 155.99%、85.65%。

表 2: 中国建筑 2014-2015 年营业收入及预测

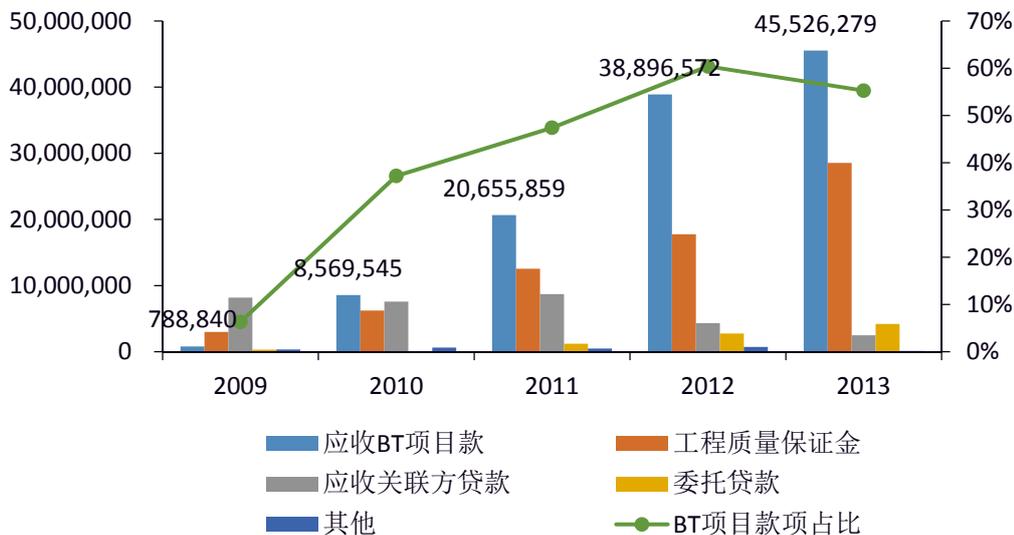
项目	2013	2014E	2015E
营业收入 (亿元)	6924	7757.74	8627.21
同比增速(%)		12.0%	11.2%
地产业务 (亿元)	887	976	1074
同比增速(%)		10%	10%
建筑业务 (亿元)	6037	6782	7554
建筑业务增长率		12.3%	11.4%
建筑在手订单 (截至 2014 年 6 月末) (亿元)		24800	
建筑在手订单 / (14-15 年建筑预测收入)		155.99%	
地产已售未结算金额 (截至 2014 年 6 月末) (亿元)		1921	
建筑在手订单 / (14-15 年地产预测收入)		85.65%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 费用及现金流分析

中国建筑经营性净现金流 (不剔除两家港股公司) 情况不是很理想, 7 年之内出现三次负值情况, 这是由于中国建筑从 05 年大力拓展 BT 投资业务, BT 项目应收款三年增长 50 倍, 因该业务需要巨额垫资且项目初期现金流入极少, 因此占用了大量现金流。此外, 我们认为公司在现金流量表上是“建筑+地产”综合类公司, 而非纯建筑类企业。房地产行业经营性现金流在扩张期一直常年为负, 直到成熟期在逐渐转正。地产行业龙头招保万金亦是如此。

图 22: 2013 年中建 BT 业务发展情况

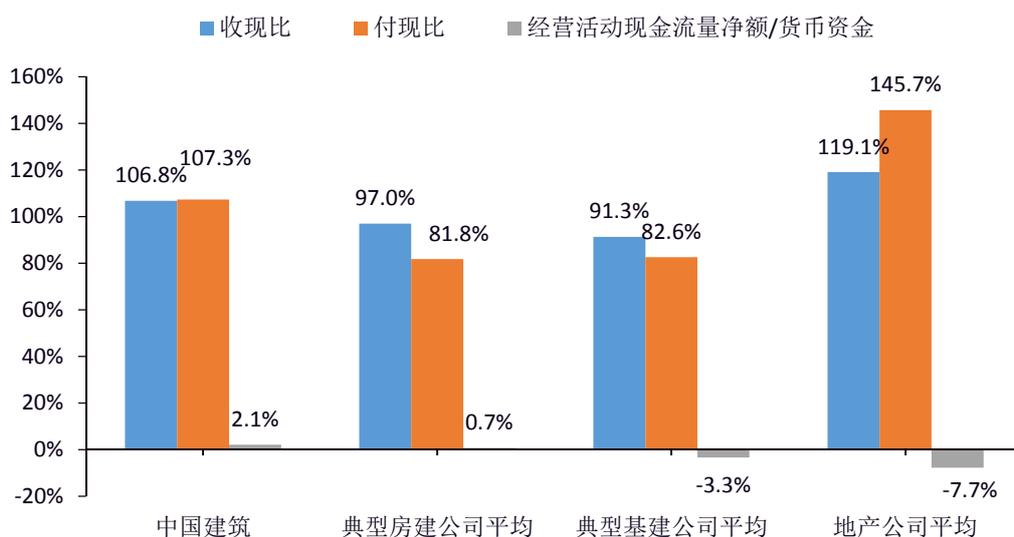


资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

中国建筑融资性净现金流（不剔除两家港股公司）经常出现巨额融资，特别是从 09 年开始，4 年总计 1400 亿。这是因为房地产行业融资现金流表现为常年巨额净现金流入。

从行业对比情况来看，中国建筑的收现比好于房建、基建行业平均，达到 106.8%，仅次于地产企业的 119.1%；付现比为 107.3%，低于地产公司，但高于房建、基建公司。经营活动现金流量净额/货币资金 2013 年由负转正，好于地产、基建公司（负数）和房建公司。

图 23: 2013 年中建和主营业务分板块可比公司现金流情况对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

注: 基建取中国铁建、中国交建作为可比公司; 房建取上海建工、龙元建设为可比公司; 地产取万科、保利、招商、金地作为可比公司

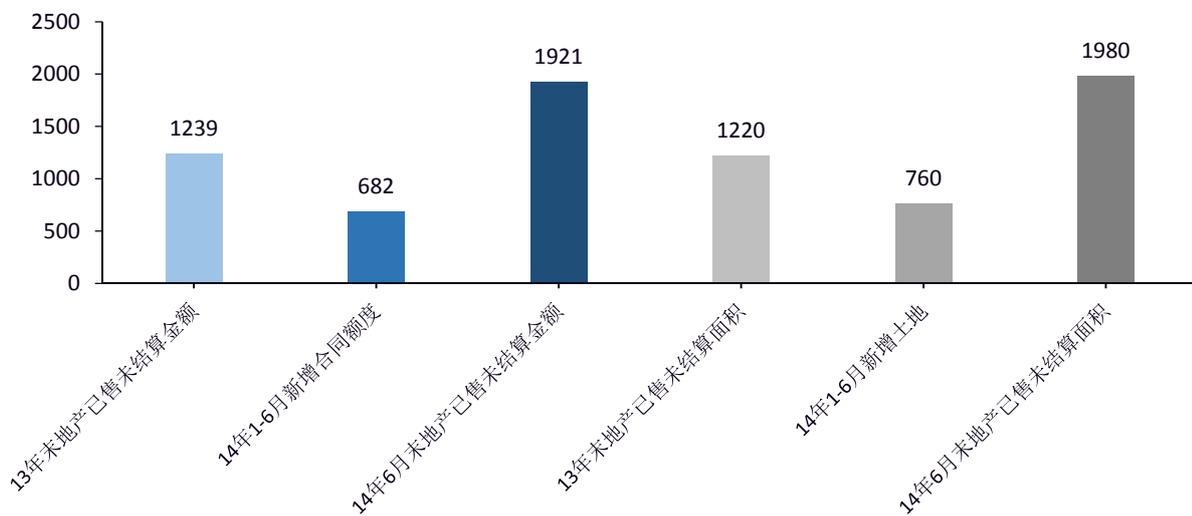
(三) 地产业务：中建地产爆发，中海地产稳定

2013 年末，含中海地产在内，公司地产板块待结面积为 1220 万平（其中中海地产为 689 万平），待结金额为 1239 亿元，2014 年前 6 个月，新增合同额度 682 亿元，新增土地面积 760 万平方米。

公司土地储备集中在一二线城市，抗风险能力较强，此外房地产业务整合值得期待。公司拟将下属直营地产业务(包括房地产事业部、中国中建地产有限公司及中建国际建设有限公司)运营的房地产业务注入下属子公司中国海外发展(00688.HK)，或委托中国海外发展管理直营地产业务，两者均将大幅提升板块盈利能力。截止到 2014 年 4 月末，公司拥有土地储备约 6,777 万平方米，其中京津冀、长三角、珠三角三个经济繁华区域加起来接近总量的六成，一二线城市占到 92%。

我们对未来地产业绩的判断：中建地产业绩爆发，中海地产业绩稳定增长。中建地产在 2009 年开始将囤地释放，经过 3.6 年周期，2013 年起业绩爆发，且 1000 万平米直营地产业务委托中海经营出售，提高售价近 20%。我们预测中建地产未来三年将爆发增长(2014-2016 年经营利润 CAGR30% 以上)。根据中海地产的楼盘清点推算可得知，未来 2~3 年业绩高度锁定，中海从 95 年起，承诺每年净利润增长 20%，从未落空。我们预测中海地产 2014-2016 年经营利润 CAGR10% 左右，中国建筑地产板块 2014-2016 年经营利润 CAGR14.5%。

图 24：中国建筑 2014 年 6 月末地产板块待结算资源统计（亿元/万平）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

(四) 建筑业务：盈利能力持续提升

房建盈利能力再提升 0.2 个百分点，BT 业务带来 40% 基建订单。房建业务在 2013 年新签合同超过 10300 亿，未施工合同近 2 万亿；在合同标准上有所提高，3 亿以下合同不再签署，提高利润率，2013 年推出的集团采购平台，使得大宗商品采购节省成本 3% 以上。基建业务方

面，由于 BT 和 BOT 业务的快速推进，给公司带来足量的高利润率基建订单；公司基建盈利能力较同行业公司优势明显，新签订单 13 年达 2323 亿，同比增加 53%，加上在施及未施合同足够公司 4~5 年的施工量。

表 3：中国建筑房建、基建业务盈利情况

	2010	2011	2012	2013
中建房建收入(亿元)	2653.7	3679	4275.7	4921.9
房建营业利润率(%)	2.30%	2.80%	3.10%	3.10%
房建营业利润(亿元)	60.8	101.9	130.8	151.1
中建基建收入(亿元)	509	581	793	981
基建营业利润率(%)	4.95%	6.22%	5.11%	5.82%
基建营业利润(亿元)	25.2	36.2	40.5	57.1
房建基建营业利润(亿元)	86	138.1	171.3	208.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4：中国建筑房地产业务盈利情况

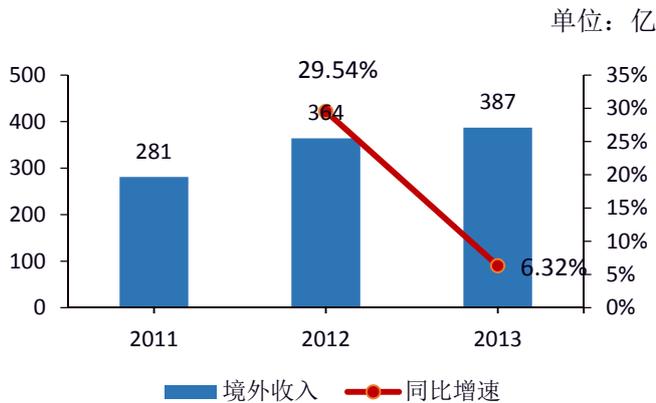
	2010	2011	2012	2013
中建地产				
营业收入(亿元)	53	61	84	235
营业利润率(%)	22%	18%	13%	13%
经营利润(亿元)	11	11	11	30
中海地产				
营业收入(亿元)	403	422	514	652
营业利润率(%)	25%	30%	28%	24%
经营利润(亿元)	102	128	142	157
地产板块营业利润合计 (亿元)	113.2	138.7	152.4	186.7

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

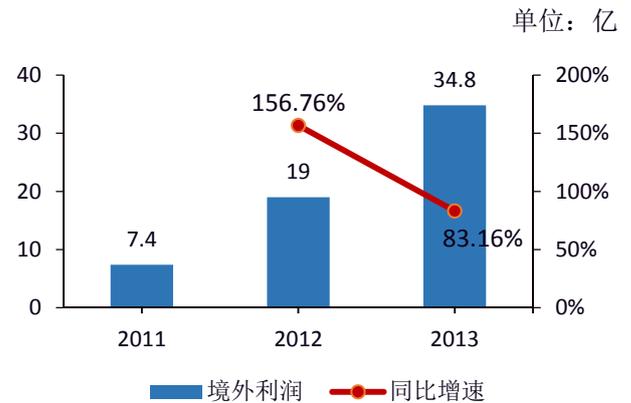
(五) 海外业务：并购 PLAZA，业绩贡献快速提升

2013 年公司收购了美国 PLAZA 建筑公司 80% 的股权，收购完成后的中建美国公司经营规模扩大 1 倍，达到 100 亿人民币，预计 2014 年营业额将超过 20 亿美元，一跃跨入全美最大承包商前三十强行列。公司的境外业务也是以基建、地产为突破口（基建业务占海外合同额 40%）。去年公司的海外利润总额达到 34.8 亿，同比增长 83.2%，占利润总额的 11.86%。随着公司逐步加快海外布局步伐，预计公司将通过并购、重组等方式扩张业务覆盖面，境外业务前景可期。

图 25：中国建筑境外收入及增速
图 26：中国建筑境外净利润及增速



资料来源:wind, 中国银河证券研究部



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

三、公司估值：价值最低廉的地产建筑龙头

(一) 相对估值：折价率 50.0%

相对估值绝对低估。中国建筑持有的港股市值已经超过了其 A 股市值。以 2014 年 8 月 5 日收盘价计算，公司当前价对应 2014/15/16 年 PE 分别为 4.0/3.6/3.2 倍，PB 为 0.7。公司持有 H 股子公司中国海外发展、中国建筑国际的权益市值约合人民币 1032 亿元，较 A 股存在约 75 亿元的溢价；意味着公司利润贡献占比 46% 的其他业务估值为 -75 亿元。我们测算公司相对估值折价率为 50.0%。

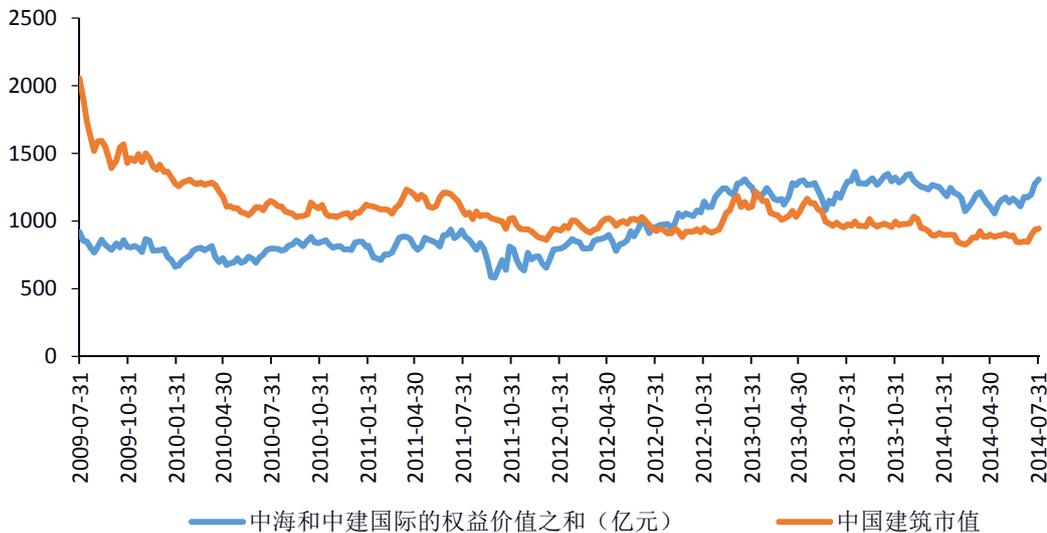
表 5：中国建筑 AH 股折价估算

项目	中国建筑 权益比例	2013 年净利润 (亿元)	2013 年中国建筑权益 归母净利润 (亿元)	当前市值 (亿元)	中国建筑 权益市值 (亿元)	PE
中国海外发展 (0688.HK)	53.00%	183.4	97.2	1489.1	789.2	8.2
中国建筑国际 (3311.HK)	57.06%	22.1	12.6	425.5	242.8	19.3
两家公司合计		205.5	109.8	1914.6	1032.0	9.4
中国建筑其他业务			94.2		-75	-0.8
中国建筑 (601668.SH)			204.0		957.0	4.7
中国建筑相对折价率		1-中国建筑 PE/(中国海外发展+中国建筑国际)整体 PE				50.0%

资料来源: wind, bloomberg, 中国银河证券研究部。股价根据 2014 年 8 月 5 日价格计算

从经验数据来看，2012 年中期以后，中国建筑估值就一直低于 H 股估值。2013 年 5 月至今年 4 月颁布沪港通试行方案期间，中国建筑相对估值差距保持较稳定水平。今年 4 月，受沪港通影响，中国建筑相对折价有所改善，但差距仍然较大，今年 10 月正式开通沪港通后，我们判断 A 股折价将持续缩小。

图 27: 中国建筑相对于 H 股子公司折价率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

(二) 绝对估值: SOTP 折价率 46.2%

我们用 SOTP 估值方法对公司地产业务及建筑业务进行分部估值, 得出公司地产板块 NAV 价值 4.63 元 (其中中海地产 3.55 元, 中建地产 1.08 元), 建筑业务按照 2011 年 6 倍静态 PE 得出其每股价值为 2.37 元。分部加总估值为每股 5.93 元, 较目前股价 3.19 元 46.2% 的折让。

表 6: 中国建筑 SOTP 估值

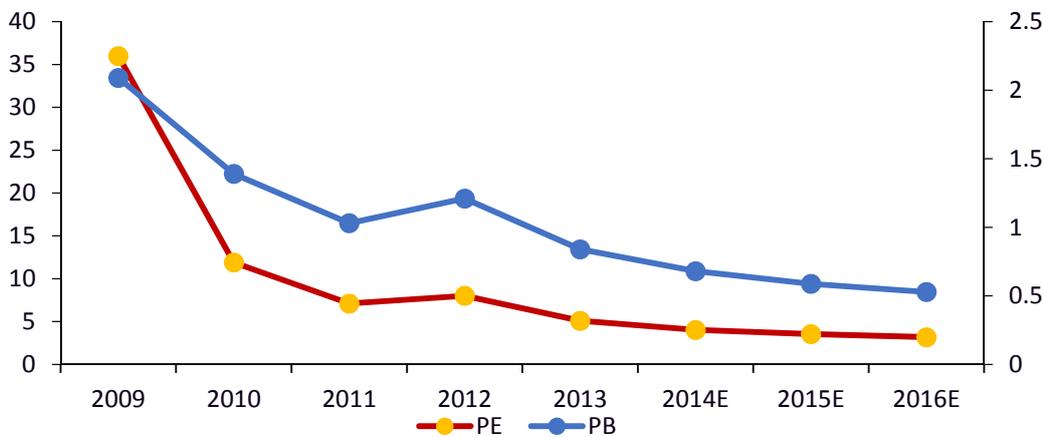
分部估值	估值方法	权益总价值 (亿元)	每股价值 (元)	备注
(1) 中建地产	NAV	316.21	1.08	按照 2013 年底土地储备测算
(2) 中海地产	NAV	1064.70	3.55	按公司持股比例 53% 折算 (来自德意志银行最新测算)
(3) 建筑及其他	2013 年 6 倍 PE	709.87	2.37	归母净利占比 58%
(4) 净负债		322.27	1.07	
(5) SOTP 估值		1917.69	5.93	(1)+(2)+(3)-(4)
(6) 现价			3.19	
(7) 折价率			46.2%	1-(6)/(5)

资料来源: wind, bloomberg, 中国银河证券研究部, 股价为 2014 年 8 月 5 日收盘价

(三) 可比公司估值比较

公司相对估值存在显著的低估。我们预测 2014/15/16 年 EPS 为 0.78/0.89/0.99 元 (具体见最后一部分盈利预测), 截至 2014/8/5 收盘价 3.19 元, PE 分别为 4.1/3.6/3.2 倍, PB 为 0.7。中国建筑今年以来累计涨幅 6.57%。公司估值在我们重点跟踪的建筑可比公司中估值水平最低。

图 28: 公司 PE、PB 估值走势, 14-16 年用当前股价和预测 EPS、每股净资产计算

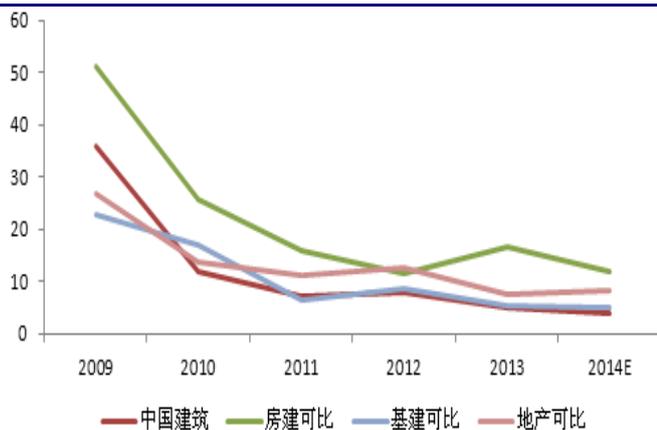


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

从同业比较来看, 按照公司 2013 年度分项业务利润占比, 房建/基建/地产的占比分别为 39.54%、14.94%、48.86%。以 2014 年 8 月 5 日收盘价作为基准, 同一线地产股(万科、保利、招商、金地)的 PE 均值 8.32 倍相比, 公司地产板块 PE 存在超过 50%的提升空间。我们基建板块跟踪的可比公司, 平均 PE 为 5.11 倍。房建可比公司估值平均则为 12.06 倍。若按公司的业务利润贡献占比加权计算的话, 则中国建筑的合理 PE 水平应该在 9.60 倍。

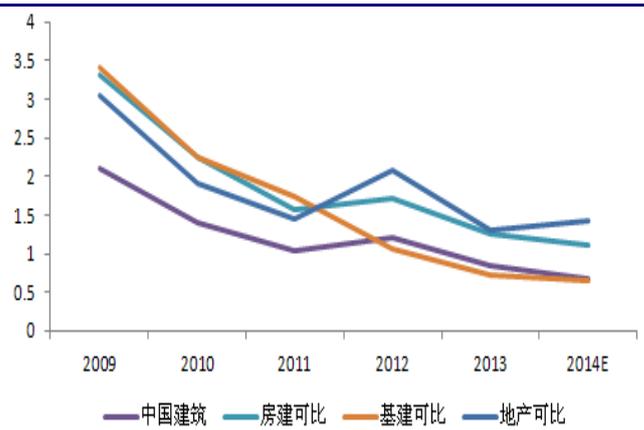
从市净率 PB 角度来看, 以 8 月 5 日最新收盘价为基准的基建、房建、地产可比公司的市净率整体均值分别为 0.64/1.1/1.41 倍, 对应的利润贡献占比加权均值为 1.22 倍。而公司实际市净率仅有 0.70 倍, 存在 74%左右的提升空间。

图 29: 中建估值与各板块可比公司 PE 均值对比



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 30: 中建市净率与各板块可比公司 PB 均值对比



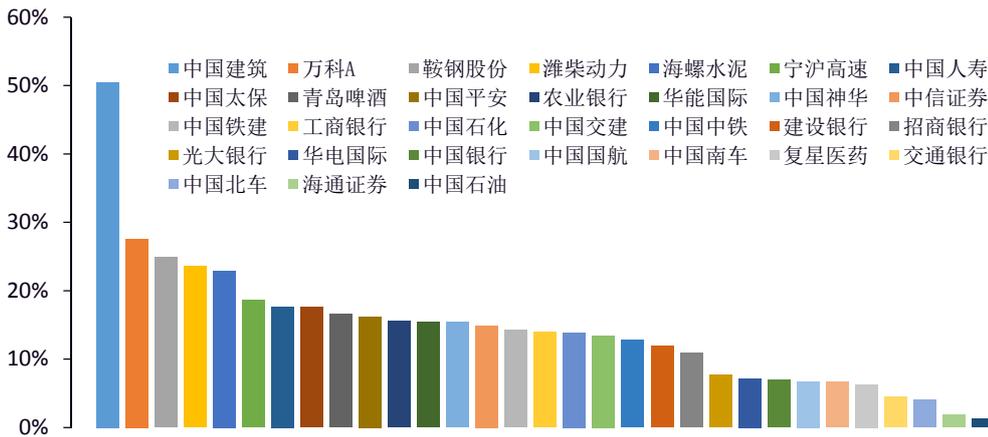
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

四、多重利好: 迎来估值修复契机

(一) 沪港通落地: 折价缺口将缩小

中国建筑 AH 股相对折价比率为 50.0%，比万科 AH 折价比率仍然高将近一倍。中国建筑持有的港股市值已经超过了其 A 股市值。按照中国建筑股本为基准进行计算，中国建筑 2013 年静态市盈率为 4.7 倍，港股中国海外发展（0688.HK）、中国建筑国际（3311.HK）的静态市盈率分别为 8.2 倍、19 倍，公司相对折价率达到 50.0%，比 AH 折价程度最严重的万科 A 的 27.5%，折价率仍然低了将近一倍。在沪港通即将实施的背景下，A 股/H 股折价有望有所修正。

图 31：中国建筑和其他 AH 股折价的公司对比



资料来源：wind，中国银河证券研究部 注：数据为截至 2014 年 8 月 1 日

（二）国企改革为估值提升提供契机

股权激励加速业绩成长，提升企业经营效率。国企改革将加速公司推进股权激励建设，由房屋建筑、化建工程和专业工程等传统行业向新兴转型行业和设计院所转制企业扩展试点。对于竞争较为充分和知识技术密集型行业，如科研院所转制企业可以采取股权激励形式，增强企业竞争实力。激励形式也可能采取分红权→增值权→虚拟股票→股份期权→限制性股票→业绩股票→MBO（分享权益由低到高）等多种形式，这将有助于提升国企竞争能力提升和经营效率。2013 年 7 月 15 日，中国建筑通过回购股份向 686 名激励对象完成授予 14678 万股，占总股本 0.49%。

公司若分拆上市，并引入战略投资者可提升整体市值。公司专业板块经营情况较好，类似于西部建设的分拆上市将提升估值，若结合引入混合所有制，并引入战略投资者进行长期业务目标设定，则旗下资产存在较大增值空间。在公司下属 12 家专业板块子公司中，营收大于 100 亿的有 7 家，超过半数。专业板块对公司毛利的总贡献达到 24.8%，对营业利润的总贡献达到 24.5%。中建方程、地下空间、水务环保等新兴业务的增长空间较大。

国企改革为公司估值提升提供新的契机。公司创新变革一直走在前列，在建筑上市公司中第一家分拆专业公司上市（西部建设），第一家推出限制性股票激励计划，第一家发行优先股。随着国企改革深入推进，激励机制改革、混合所有制改革、板块分拆上市等均有望提升公司估值。

（三）商业模式创新：转型升级助力持续增长

1. 中建方程

中建方程是四位一体城市综合开发领航者，引领公司业务新方向。2014年1月，中国建筑成立中建方程投资发展有限公司，以城镇综合建设业务为发展方向，充分利用公司资金与规模、全产业链经营、政府关系以及大客户关系的优势，带动设计、施工和开发业务，引领行业发展方向并为公司带来足量房建、基建和土地业务资源。

表 7：中建方程平台优势

优势	概述
规模与资金优势	由于综合开发商需要承担投资方的角色，对资金实力要求较高。中国建筑与国开行和多家商业银行签署战略合作协议；其中中国建筑 12 年 12 月与国开行（基建领域重要贷款政策性银行）签署 100 亿元《开发性金融合作协议》，进一步提升公司资金优势。
全产业链经营优势	公司是中国唯一拥有房建、市政、公路三类特级总承包资质的企业，拥有从规划、勘察、设计、施工到房地产开发以及基础设施投资运营的完整产业链协同效应明显。
政府关系优势	中国建筑业务辐射全国，八大工程局长期支持地方经济建设，与地方政府建立了良好友谊，公司亦通过广泛签署战略合作协议，占据与地方合作制高点。
大客户关系优势	中国建筑过往业务中与其他大型央企和地方企业关系密切，可供导入的产业资源丰富。

资料来源：中国银河证券研究部

2. 收购 Plaza

中国建筑收购美国 Plaza 建筑公司，将提高公司在美经营能力。Plaza 公司的资产质量依然较好，具有较高的品牌价值，承建的项目较为高端，拥有几乎全类型的房建业务经营和管理能力，与中建美国公司现有业务可以形成互补，市场前景广阔，协同效应明显。

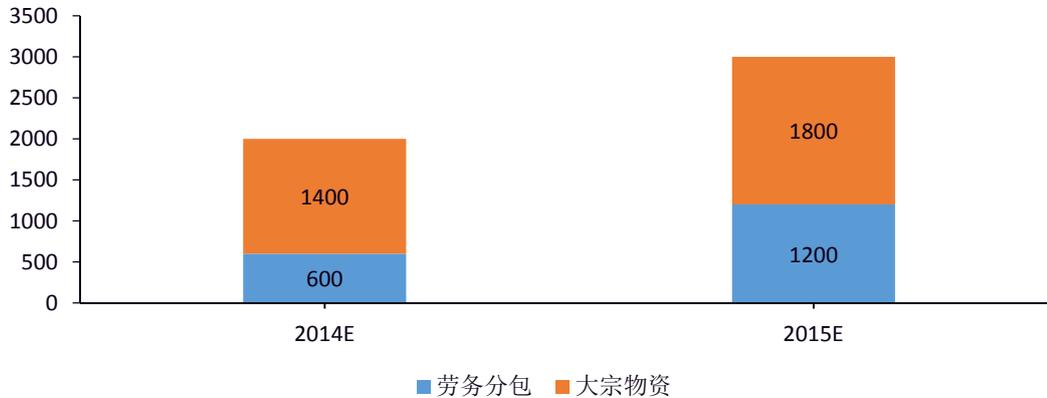
3. 投资带动

过去五年中国建筑投资业务规模在不断扩张，投资支出逐年递增。从 2009 年的不足 36 亿元，到 2013 年的总投资支出 418 亿元，规模增长了十倍之多，体现了 BT 业务近几年在建筑行业突飞猛进式的增长。中国建筑综合实力雄厚，是少数几家能够将投资和建设整合在一起的企业，其 BT 项目的建设从不外包，保证质量和进度。投资业务收支比过去三年从 17.7% 增长到 36.8%，呈逐年递增态势。投资业务现金流逐步改善，随着项目进入回款期，BT 业务回款再投资实现内生性增长指日可待。

4. 集采平台

集采平台降本增效，若打造互联销售平台有助于开辟新业务。2013 年，公司集采平台实现集采金额 1448 亿，其中大宗物资集采率达到 80% 以上。我们预计到 2015 年集采平台有望达到 3000 亿元成交额。一方面，通过集采平台整体采购成本保守估计降低 3% 左右，包括材料市场价格、区域定制需求、供应商履约情况、投标进展在内的大数据对生产经营决策起到较大的支持作用；另一方面，若能借机打造为第三方建材互联网销售平台，则有助于开辟建材销售新业务。

图 32: 中国建筑 2014E、2015E 集采平台发展目标 (亿元)



资料来源: 中建 2013 业绩发布, 中国银河证券研究部整理

(四) 金融模式创新, 发行优先股降负债提业绩

发行优先股有助于降负债、提业绩。公司 2014Q1 期末资产负债率 78.7%, 接近国资委规定 80% 红线。假设 2014.3.31 完成 300 亿元优先股发行, 将一次性降低资产负债率 2.9pct。公司的净资产、营运资金规模将分别提高 17.5% 和 16.3%。

表 8: 发行优先股对股本、净资产、营运资金和资产负债率的影响 (单位: 亿元)

指标 (合并口径)	发行前	发行后	变化
普通股股本	300	300	-
净资产	1,715	2,015	17.50%
营运资金	1,547	1,799	16.30%
资产负债率	78.70%	75.80%	下降 2.9 个百分点

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

注: 以截至 2014 年 3 月 31 日合并报表主要财务数据为基准, 假设 2014 年 3 月 31 日完成优先股发行

低成本获取权益融资, 若募投项目 ROE 高于优先股股息率, 则有助于增厚 EPS。若按照募投项目净资产回报率 20% 测算, 假设公司 2014.1.1 发行优先股 300 亿元, 募投项目 ROE 20%, 则累计增厚 EPS 0.87 元。若不考虑募投项目收益, 按照归属母公司股东净利润 (未扣优先股股息前) 增长 0%-20%, 优先股票面股息率为 6.5%-7.5% 测算, 则 2014 年归属于普通股股东的净利润增速区间为 (-11%, +10%), 相当于拉低业绩 10-11 个百分点。

表 9: 公司发行优先股对股本、净资产、营运资金和资产负债率的影响 (单位: 亿元)

项目	发行优先股前	发行优先股后	优先股筹资对募投项目投资
总股本	300 亿股		
股价	2.99 元		
总市值	897 亿		
归属净利润	204 亿		
EPS	0.68 元/股		
BVPS	4.08 元/股		

优先股股本	3 亿股
优先股融资额	300 亿
优先股股息	优先股息率按 7% 测算，股息为 2.1 亿
归属普通股股东净利润	204-2.1=201.9 亿
发行后 EPS	201.9/300=0.673 元/股
发行后 BVPS	5.08
发行后资产负债率	6328/(8043+300)=75.85%
每年增加净利润	300*20%=60 亿
累计增厚 EPS	(201.9+60)/300=0.873 元/股

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部测算

对偿付能力的影响：公司 13 年归属母公司净利润 204 亿，利息保障倍数 5.0，付息偿债有良好基础。按 7% 的股息率测算，300 亿规模每年股息 21 亿，占 2013 年税后净利润的 10%，占我们预测 14-16 年归属母公司净利润的 8.9%/7.9%/7.1%。

对普通股分红的影响：13 年派息率为 21%，若每年提高 2pct，则 14-16 年股息率有望分别达到 6.0%/7.4%/8.9%，已与我们预测 7% 左右的优先股付息率水平相当。

表 10：不考虑募投项目收益情况下发行优先股对公司业绩影响测算

归属于普通股股东净利润		归属于母公司股东的净利润（未扣除优先股股息）增长率								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
优先股 股息率	6.50%	143.69	153.89	164.09	174.29	184.49	194.68	204.88	215.08	225.28
	6.75%	142.94	153.14	163.34	173.54	183.74	193.93	204.13	214.33	224.53
	7.00%	142.19	152.39	162.59	172.79	182.99	193.18	203.38	213.58	223.78
	7.25%	141.44	151.64	161.84	172.04	182.24	192.43	202.63	212.83	223.03
	7.50%	140.69	150.89	161.09	171.29	181.49	191.68	201.88	212.08	222.28

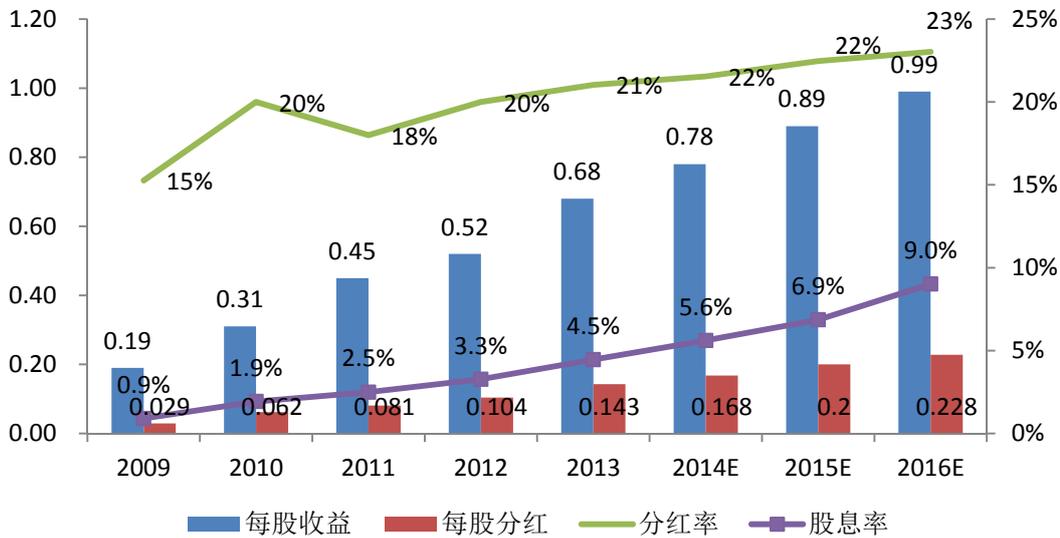
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部测算

注：计算公式：2014 年度归属于普通股股东的净利润=2013 年度归属于母公司股东的净利润*(1+增长率)-优先股发行规模*优先股股息率

（五）分红率较高，对长线资金有较强吸引力

公司近三年分红比例为 18%、20%、21%，预计公司在 2020 年之前将达到 30%，因此我们判断公司分红率将稳步提升，预计 14/15/16 年分红率为 21.5%，22.5% 和 23%，年均提高 0.67pct；保守估计，股息率将分别达 5.6%、6.9% 和 9.0%。高分红和股息支付率将对保险、产业资本等长线投资资金均具有较强的吸引力。

图 33: 中国建筑分红率和股息率



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部预测

五、盈利预测、估值及评级

我们预测 2014/15/16 年 EPS 为 0.78/0.89/0.99 元。当前价 3.19 元, 对应 2014/15/16 年 PE 分别为 4.09/3.58/3.22 倍。综合考虑行业估值及公司增长潜力, 给予公司 2014 年 7 倍 PE, 对应目标价 5.5 元, 维持“推荐”评级。

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E	指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	571,516	692,437	775,774	862,721	951,123	货币资金	117,360	123,401	116,366	129,408	142,668
营业成本	501,835	600,220	688,538	765,568	844,370	存货	254,382	322,382	369,819	407,365	445,075
毛利率	12.2%	13.3%	11.2%	11.3%	11.2%	应收账款	81,164	83,594	99,386	110,525	121,851
营业税金及附加	22,057	24,739	27,717	30,651	33,601	其他流动资产	69,075	87,161	88,488	96,303	104,275
营业费用	1,299	1,662	1,863	1,985	2,093	流动资产	521,981	616,537	674,059	743,601	#####
营业费用率	0.23%	0.24%	0.24%	0.23%	0.22%	固定资产	16,864	20,572	22,586	24,048	26,001
管理费用	13,402	14,549	16,300	17,264	18,082	长期股权投资	23,026	21,354	21,354	21,354	21,354
管理费用率	2.35%	2.10%	2.10%	2.00%	1.90%	无形资产	8,223	9,042	9,042	9,043	9,043
财务费用	4,125	5,407	7,434	8,986	9,882	其他长期资产	81,599	116,316	116,316	116,216	115,956
财务费用率	0.72%	0.78%	0.96%	1.04%	1.04%	非流动资产	129,713	167,284	169,298	170,660	#####
投资收益	2,996	5,374	5,643	6,094	6,581	资产总计	651,694	783,821	843,357	914,261	986,223
营业利润	34,606	52,932	38,576	43,618	48,919	短期借款	27,710	21,794	30,995	23,455	11,978
营业利润率	6.06%	7.64%	4.97%	5.06%	5.14%	应付账款	182,563	214,948	246,576	274,162	302,382
营业外收入	951	875	919	965	1,013	其他流动负债	175,457	230,190	223,372	244,129	265,619
营业外支出	171	286	301	316	332	流动负债	385,730	466,933	500,944	541,746	#####
利润总额	35,386	53,520	39,194	44,267	49,601	长期负债	66,984	77,677	77,677	77,677	77,677
所得税	7,384	9,465	7,839	8,853	9,920	其他长期负债	59,426	74,648	74,393	74,393	74,393
所得税率	20.9%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%	非流动性负债	126,410	152,325	152,070	152,070	#####
少数股东损益	7,041	8,935	7,839	8,853	9,920	负债合计	512,140	619,258	653,014	693,816	#####
归属于母公司股东的净利润	15,735	20,399	23,517	26,560	29,761	股本	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
净利率	2.75%	2.95%	3.03%	3.08%	3.13%	资本公积	30,298	29,380	29,380	29,380	29,380
EPS (元)	0.52	0.68	0.78	0.89	0.99	股东权益合计	139,554	164,564	190,344	220,445	#####
						少数股东权益	37,696	46,527	54,366	63,219	73,139
						负债股东权益总计	651,694	783,821	843,357	914,261	#####

现金流量表(百万元)					
指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	15,735	20,399	23,517	26,560	29,761
少数股东权益	7,041	8,935	7,839	8,853	9,920
折旧和摊销	3,823	4,603	4,086	4,888	4,660
营运资金变动	-24,163	-33,304	-40,735	-8,899	-8,053
其他	-43	1,986	1,908	3,635	4,056
经营现金流	2,393	2,619	-3,386	35,038	40,343
资本支出	-9,739	-14,391	-6,100	-6,250	-6,353
投资收益	1,643	2,730	5,643	6,094	6,581
资产变卖	824	840	0	0	0
其他	-5,958	2,451	0	0	0
投资现金流	-13,230	-8,370	-458	-156	228
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	45,535	28,480	8,947	-7,541	-11,477
股息支出	-11,501	-16,014	-4,703	-5,312	-5,952
其他	1,517	-1,392	-7,434	-8,986	-9,882
融资现金流	35,551	11,074	-3,191	-21,839	-27,312
现金及现金等价物	24,715	5,323	-7,035	13,042	13,260

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率(%)					
营业收入	18.37	21.16	12.04	11.21	10.25
营业利润	29.04	52.95	(27.12)	13.07	12.15
净利润	16.24	29.64	15.29	12.94	12.05
利润率(%)					
毛利率	12.19	13.32	11.25	11.26	11.22
EBIT Margin	5.76	7.40	5.33	5.48	5.57
EBITDA Margin	6.43	8.07	5.86	6.04	6.06
净利率	2.75	2.95	3.03	3.08	3.13
回报率(%)					
净资产收益率	15.45	17.28	17.29	16.89	16.44
总资产收益率	2.56	3.02	3.08	3.24	3.37
其他(%)					
资产负债率	78.59	79.00	77.43	75.89	74.23
所得税率	20.87	17.69	20.00	20.00	20.00
股利支付率	6.64	5.45	20.00	20.00	20.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部预测

插图目录

图 1: 中国建筑近五年 PE-band 变动情况 (前复权)	3
图 2: 建筑三大下游行业投资同比增速	4
图 3: 建筑业 PMI 景气指标	4
图 4: 建筑业固定资产投资增速	4
图 5: 房地产销售和新开工面积增速	5
图 6: 房地产开发投资完成额及累计增速	5
图 7: 1997-2035 年 20-50 岁劳动力人口数量及变化	5
图 8: 房屋新开工、施工和竣工的关系	6
图 9: “十三五”房建投资增速显著下滑	6
图 10: 全国道路和居民生活用电增速比较	6
图 11: 基建投资与房地产投资实物量增速比较	6
图 12: 制造业投资及增速预测	7
图 13: 工建投资及增速预测	7
图 14: 中国建筑全国市占率 (建筑业总产值, 万亿)	8
图 15: 中国建筑全国市占率 (房屋施工面积, 亿平)	8
图 16: 公司主营收入及增速	8
图 17: 公司净利润及增速	8
图 18: 专业板块主营收入	9
图 19: 专业板块新签订单增速	9
图 20: 各细分业务收入增长情况	9
图 21: 2008-2013 年综合及各细分业务收入毛利率	10
图 22: 2013 年中建 BT 业务发展情况	11
图 23: 2013 年中建和主营业务分板块可比公司现金流情况对比	11
图 24: 中国建筑 2014 年 6 月末地产板块待结算资源统计 (亿元/万平)	12
图 25: 中国建筑境外收入及增速	13
图 26: 中国建筑境外净利润及增速	13
图 27: 中国建筑相对于 H 股子公司折价率	15
图 28: 公司 PE、PB 估值走势, 14-16 年用当前股价和预测 EPS、每股净资产计算	16
图 29: 中建估值与各板块可比公司 PE 均值对比	16
图 30: 中建市净率与各板块可比公司 PB 均值对比	16
图 31: 中国建筑和其他 AH 股折价的公司对比	17
图 32: 中国建筑 2014E、2015E 集采平台发展目标 (亿元)	19
图 33: 中国建筑分红率和股息率	21

表格目录

表 1: 中国基础设施投资预测 (单位: 亿元)	7
表 2: 中国建筑 2014-2015 年营业收入及预测	10
表 3: 中国建筑房建、基建业务盈利情况	13
表 4: 中国建筑房地产业务盈利情况	13
表 5: 中国建筑 AH 股折价估算	14
表 6: 中国建筑 SOTP 估值	15
表 7: 中建方程平台优势	18
表 8: 发行优先股对股本、净资产、营运资金和资产负债率的影响 (单位: 亿元)	19
表 9: 公司发行优先股对股本、净资产、营运资金和资产负债率的影响 (单位: 亿元)	19
表 10: 不考虑募投项目收益情况下发行优先股对公司业绩影响测算	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富、傅盈，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（6002375.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn