

## 增速放缓符合预期，超低估值尤具吸引力

■ **盈利增速放缓符合预期。**公司 1-9 月实现收入 5660.5 亿元，同比增长 17.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 169.0 亿元，同比增长 25.9%；EPS 0.56 元，符合预期。盈利增速快于收入增速主要原因为期间费用率及实际所得税率的下降。三季度单季收入增长 7.4%，盈利增长 9.7%，在当前房地产和宏观投资放缓趋势下，业绩增速趋势放缓符合预期。

■ **期间费用控制良好，净利率有所提升。**1-9 月毛利率为 11.39%，同比基本持平。三项费用率为 2.79%，同比下滑 0.27 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.03/-0.26/+0.02 个 pct，管理效率不断提升。虽然因坏账准备计提致资产减值损失同比增长 41%，但公司实际所得税率前三季度为 23.02%，同比低 1.98 个 pct，故净利率为 2.99%，同比增加 0.19 个 pct。前三季度经营活动现金流净额-445 亿元，三季度单季净流出 118 亿元，主要由于地产销售下滑、购地支出增多所致，收现比 94%，同比下降 3 个 pct。

■ **房地产业务销售下滑，三季降幅有所收窄。**1-9 月，公司房地产业务销售额约 1035 亿元，同比下降 8.4%（其中中海地产 896 亿元，同比增长 5.7%；中建地产 139 亿元，同比下滑 51%）；销售面积 891 万平方米，同比下降 5.9%。与中期相比，房地产业务销售降幅有所收窄。当前国内房地产调控持续放松，后续销售增速有望趋于平稳。

■ **建筑业务订单和新开工增长放缓。**1-9 月，公司建筑业务新签合同 9874 亿元，同比增长 7.4%。其中房建合同 8437 亿元，同比增长 8.8%；基建合同 1365 亿元，同比持平。9 月单月建筑业订单下滑 16%，累计增速放缓；1-9 月新开工面积同比增长 26.6%，较 1-8 月低 4.3 个 pct，在当前低迷的行业环境下，预计未来还将持续放缓。

■ **投资建议：**我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.78/0.86/0.93 元，增速分别为 14.9%/9.9%/8.5%，当前股价对应 PE 分别为 4.4/4.0/3.7 倍，为两市超低估值股。未来沪港通若开通，公司高分红、低估值的特性将尤其受到海外资金青睐，且公司 H 股两个孙公司中国海外发展和中国建筑国际权益市值之和已与公司 A 股市值相近，未来估值有较大提升空间。目标价 5.2 元（对应 2015 年 6 倍市盈率），维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**房地产行业风险，宏观投资增长放缓超预期风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	571,515.8	681,048.0	769,584.2	854,238.5	931,120.0
净利润	15,735.2	20,398.5	23,428.0	25,748.4	27,942.5
每股收益(元)	0.52	0.68	0.78	0.86	0.93
每股净资产(元)	3.40	3.93	4.53	5.22	5.96

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	6.6	5.1	4.4	4.0	3.7
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
净利润率	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
净资产收益率	15.4%	17.3%	17.2%	16.5%	15.6%
股息收益率	3.0%	4.1%	4.5%	4.9%	5.4%
ROIC	25.0%	31.0%	27.6%	24.1%	22.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

5.20 元

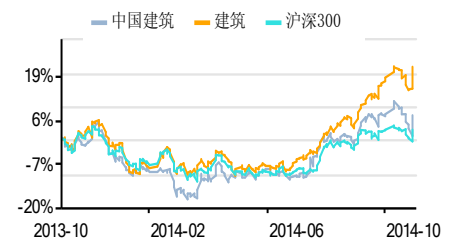
股价 (2014-10-30)

3.47 元

交易数据

总市值 (百万元)	104,100.00
流通市值 (百万元)	103,590.67
总股本 (百万股)	30,000.00
流通股本 (百万股)	29,853.22
12 个月价格区间	2.72/3.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.63	4.53	3.89
绝对收益	2.36	10.86	6.44

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002  
yangt@essence.com.cn  
0755-88285839

相关报告

中期业绩增长强劲，在手订单储备充足	2014-08-25
订单饱满促持续增长，多因素推动估值提升	2014-07-28
稳中求快	2013-10-29

表 1: 公司财务指标分析

	2010	2011	2012	2013	1-3Q2013	1-3Q2014	3Q2014
营业收入	370,418	482,837	571,516	681,048	479,892	566,047	191,106
营业成本	325,650	424,704	501,835	600,220	425,126	501,560	172,951
毛利率	12.09%	12.04%	12.19%	11.87%	11.41%	11.39%	9.50%
销售费用	932	920	1299	1662	1048	1079	428
销售费用率	0.25%	0.19%	0.23%	0.24%	0.22%	0.19%	0.22%
管理费用	9195	11138	13402	14549	10744	11186	3688
管理费用率	2.48%	2.31%	2.35%	2.14%	2.24%	1.98%	1.93%
财务费用	954	2902	4125	5407	2889	3500	1109
财务费用率	0.26%	0.60%	0.72%	0.79%	0.60%	0.62%	0.58%
三项费用率	2.99%	3.10%	3.29%	3.17%	3.06%	2.79%	2.73%
资产减值损失	1304	830	2613	1666	1273	1799	-242
投资收益	1556	1992	2996	5374	4016	1713	426
营业外收入	1371	930	951	875	533	749	192
营业外支出	521	196	171	286	91	118	49
税前利润	19640	25892	30161	38799	26018	29031	7774
所得税	4925	6654	7384	9465	6504	6683	1760
所得税率	25.08%	25.70%	24.48%	24.40%	25.00%	23.02%	22.63%
少数股东权益占比	37.23%	29.64%	30.92%	30.46%	31.23%	24.37%	15.43%
归属于上市公司股东的净利润	9237	13537	15735	20399	13420	16902	5086
净利率	2.49%	2.80%	2.75%	3.00%	2.80%	2.99%	2.66%
摊薄 EPS (元)	0.31	0.45	0.52	0.68	0.45	0.56	0.17
经营性现金流净额	-1645	-7687	2393	2619	-25427	-44501	-11750
收现比	96.65%	94.26%	99.53%	104.58%	96.80%	94.11%	55.73%
付现比	105.37%	102.52%	106.62%	112.54%	109.66%	106.33%	56.42%

数据来源: 安信证券研究中心

表 2: 中国建筑经营数据 (累计数据)

时间	新开工面积 (万㎡)	新签合同 (亿元)	地产销售金额 (亿元)	地产销售面积 (万㎡)	新开工面积 同比增速	新签合同 同比增速	地产销售额 同比增速	地产销售面积 同比增速
2013 年 1 月	1397	575	164	135	-7.90%	9.70%	382.40%	365.50%
2013 年 2 月	2116	1128	297	251	-11.10%	-1.30%	107.70%	156.80%
2013 年 3 月	3940	2147	445	382	-2.00%	10.10%	99.60%	148.10%
2013 年 4 月	6662	3128	545	473	19%	16.50%	67.20%	93.10%
2013 年 5 月	9363	4373	659	570	18.30%	18.50%	50.10%	73.30%
2013 年 6 月	11991	6560	788	667	22.20%	28%	36.80%	51.60%
2013 年 7 月	14599	7347	896	747	29.80%	27%	32.20%	40.50%
2013 年 8 月	16333	8122	977	829	34.40%	32.90%	16.40%	18.30%
2013 年 9 月	18256	9194	1129	947	36.20%	31.80%	24.80%	24.40%
2013 年 10 月	21165	10010	1201	1021	34.90%	32.40%	23.90%	24.20%
2013 年 11 月	23202	10757	1307	1121	38.40%	28.10%	29.20%	28.60%
2013 年 12 月	24627	12725	1426	1237	32.90%	32.60%	28.90%	27.80%
2014 年 1 月	2343	741	223	171	67.70%	28.90%	36%	26.30%
2014 年 2 月	3637	1167	292	227	71.90%	43.30%	-1.70%	-9.60%
2014 年 3 月	6781	2696	369	273	72.10%	25.60%	-17.10%	28.50%
2014 年 4 月	10124	3688	461	348	52%	17.90%	-15.40%	-26.40%
2014 年 5 月	13448	5058	541	410	43.60%	15.70%	-17.90%	-28.10%
2014 年 6 月	16009	7200	682	527	33.50%	9.70%	-13.40%	-21%
2014 年 7 月	18233	7990	741	590	24.90%	8.80%	-17.30%	-21.30%

---

2014年8月	21,380	8972	904	761	30.9%	10.5%	-7.5%	-8.3%
2014年9月	23106	9874	1035	891	26.6%	7.4%	-8.4%	-5.9%

---

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年10月30日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>571,515.8</b>	<b>681,048.0</b>	<b>769,584.2</b>	<b>854,238.5</b>	<b>931,120.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	501,835.4	600,219.8	678,773.3	753,865.5	822,178.9	营业收入增长率	18.4%	19.2%	13.0%	11.0%	9.0%
营业税费	22,056.9	24,739.4	27,858.9	30,923.4	33,745.5	营业利润增长率	16.8%	30.0%	14.6%	10.5%	8.5%
销售费用	1,298.7	1,662.4	1,770.0	1,879.3	1,955.4	净利润增长率	16.2%	29.6%	14.9%	9.9%	8.5%
管理费用	13,402.3	14,549.2	16,161.3	17,511.9	18,622.4	EBITDA 增长率	20.1%	28.9%	15.3%	12.5%	10.2%
财务费用	4,125.4	5,407.2	5,788.8	6,421.8	6,893.5	EBIT 增长率	19.4%	30.2%	13.7%	10.5%	8.4%
资产减值损失	2,612.6	1,666.4	1,800.0	1,900.0	2,000.0	NOPLAT 增长率	21.4%	30.3%	13.6%	10.5%	8.4%
加:公允价值变动收益	201.0	32.5	52.0	28.9	-36.6	投资资本增长率	6.2%	5.4%	27.4%	26.7%	16.1%
投资和汇兑收益	2,995.7	5,373.8	6,300.0	6,600.0	6,800.0	净资产增长率	17.8%	17.9%	17.1%	16.6%	15.4%
<b>营业利润</b>	<b>29,381.2</b>	<b>38,209.8</b>	<b>43,783.8</b>	<b>48,365.5</b>	<b>52,487.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	779.7	588.8	701.0	689.8	659.9	毛利率	12.2%	11.9%	11.8%	11.8%	11.7%
<b>利润总额</b>	<b>30,160.9</b>	<b>38,798.6</b>	<b>44,484.8</b>	<b>49,055.3</b>	<b>53,147.5</b>	营业利润率	5.1%	5.6%	5.7%	5.7%	5.6%
减:所得税	7,384.2	9,465.1	10,854.3	11,969.5	12,968.0	净利率	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>净利润</b>	<b>15,735.2</b>	<b>20,398.5</b>	<b>23,428.0</b>	<b>25,748.4</b>	<b>27,942.5</b>	EBITDA/营业收入	6.5%	7.0%	7.2%	7.3%	7.3%
						EBIT/营业收入	5.9%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	9	10	10	10	9
货币资金	117,359.6	123,400.7	138,525.2	145,220.5	148,979.2	流动营业资本周转天数	38	32	35	44	53
交易性金融资产	1,005.7	815.1	867.1	895.9	859.4	流动资产周转天数	293	301	301	303	303
应收帐款	97,712.9	102,053.3	126,684.3	134,333.0	157,935.2	应收帐款周转天数	55	53	54	55	57
应收票据	7,188.2	15,686.1	12,104.4	20,641.4	17,120.7	存货周转天数	127	152	153	155	156
预付帐款	31,547.1	34,011.0	41,408.2	46,542.7	51,662.0	总资产周转天数	365	379	381	377	373
存货	254,382.1	322,382.3	333,765.3	403,347.6	405,128.3	投资资本周转天数	62	55	57	65	72
其他流动资产	12,785.9	18,188.9	18,188.9	17,802.2	19,000.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,389.0	1,320.2	1,350.2	1,353.2	1,341.2	ROE	15.4%	17.3%	17.2%	16.5%	15.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	3.7%	4.0%	3.9%	4.1%
长期股权投资	23,026.0	21,353.6	21,353.6	21,353.6	21,353.6	ROIC	25.0%	31.0%	27.6%	24.1%	22.5%
投资性房地产	11,565.4	16,939.5	19,939.5	23,939.5	27,939.5	<b>费用率</b>					
固定资产	16,864.4	20,572.0	23,551.9	24,632.4	24,239.4	销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	4,000.7	5,685.3	3,992.6	3,346.3	3,273.2	管理费用率	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
无形资产	8,223.3	9,042.2	9,677.2	10,275.9	10,838.2	财务费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
其他非流动资产	64,643.9	92,370.9	92,310.4	92,368.5	92,252.8	三费/营业收入	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%
<b>资产总额</b>	<b>651,694.2</b>	<b>783,821.1</b>	<b>843,718.8</b>	<b>946,052.8</b>	<b>981,922.5</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	27,709.9	21,794.1	37,114.6	54,417.3	67,178.2	资产负债率	78.6%	79.0%	77.2%	76.3%	73.6%
应付帐款	208,459.2	248,571.4	265,205.1	302,085.8	315,075.9	负债权益比	367.0%	376.3%	338.0%	321.3%	278.9%
应付票据	11,080.5	11,122.7	15,262.7	14,609.6	17,041.4	流动比率	1.35	1.32	1.36	1.35	1.38
其他流动负债	138,480.0	185,444.3	177,206.0	196,490.2	181,219.9	速动比率	0.69	0.63	0.68	0.64	0.68
长期借款	66,984.2	77,677.4	81,648.9	84,303.1	72,681.1	利息保障倍数	8.12	8.07	8.56	8.53	8.61
其他非流动负债	59,426.2	74,647.7	74,647.7	69,573.9	69,573.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>512,140.0</b>	<b>619,257.6</b>	<b>651,084.9</b>	<b>721,479.8</b>	<b>722,770.4</b>	DPS(元)	0.11	0.14	0.16	0.17	0.19
<b>少数股东权益</b>	<b>37,695.8</b>	<b>46,526.8</b>	<b>56,729.3</b>	<b>68,066.7</b>	<b>80,303.8</b>	分红比率	20.0%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	30,000.0	股息收益率	3.0%	4.1%	4.5%	4.9%	5.4%
留存收益	70,878.0	87,132.2	105,904.6	126,506.3	148,848.3						
<b>股东权益</b>	<b>139,554.2</b>	<b>164,563.5</b>	<b>192,633.9</b>	<b>224,573.0</b>	<b>259,152.1</b>						

## 现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	22,776.7	29,333.5	23,428.0	25,748.4	27,942.5
加:折旧和摊销	3,822.9	4,603.0	5,577.7	7,267.2	9,003.9
资产减值准备	2,612.6	1,666.4	-	-	-
公允价值变动损失	-201.0	-32.5	52.0	28.9	-36.6
财务费用	5,384.8	6,994.3	5,788.8	6,421.8	6,893.5
投资损失	-2,995.7	-5,373.8	-6,300.0	-6,600.0	-6,800.0
少数股东损益	7,041.5	8,935.0	10,202.5	11,337.4	12,237.1
营运资金的变动	15,372.1	-51,537.2	-27,233.7	-35,160.3	-27,447.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2,393.3</b>	<b>2,618.8</b>	<b>11,515.4</b>	<b>9,043.4</b>	<b>21,793.4</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-13,229.6</b>	<b>-8,370.1</b>	<b>-4,333.9</b>	<b>-5,002.3</b>	<b>-6,412.7</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>35,551.0</b>	<b>11,074.0</b>	<b>7,943.0</b>	<b>2,654.3</b>	<b>-11,622.0</b>

## 业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	0.52	0.68	0.78	0.86	0.93
BVPS(元)	3.40	3.93	4.53	5.22	5.96
PE(X)	6.6	5.1	4.4	4.0	3.7
PB(X)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
P/FCF	2.0	2.8	7.7	27.1	90.1
P/S	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	3.1	1.7	1.9	1.9	1.8
CAGR(%)	17.6%	11.1%	20.5%	17.6%	11.1%
PEG	0.4	0.5	0.2	0.2	0.3
ROIC/WACC	3.7	4.5	4.9	4.2	3.6
REP	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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;

## ■ 分析师声明

杨涛声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

