

评级：强烈推荐（维持）
建工行业
公司点评

第一创业证券研究所

分析师：李志锐

电话：0755-82485036

邮件：lizhirui@fcsc.cn

中国建筑（601668）12月经营简报点评

——双轮驱动，前景可期

事件：

中国建筑09年1-12月商品房销售金额同比增长77.2%，新签工程订单同比增长41.8%。经营快报显示显示，房地产销售方面，09年1-12月公司累计实现商品房销售金额469亿，同比增长77.2%；实现商品房销售面积559万平方米，同比增长92.9%。建工业务方面，公司累计实现新签合同金额4123亿元，同比增长41.8%，增速较1-11月上升13.7个百分点；累计新开工面积9806万平方米，同比增长25.8%，增速较1-11月上升6.2个百分点。

点评：

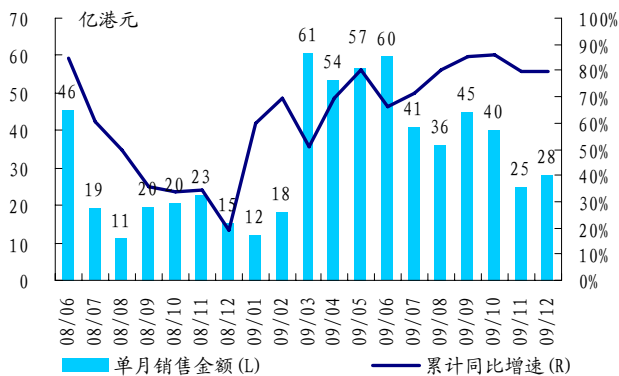
● **09年商品房销售金额同比大增77.2%，10年结算收入将保持高增速。**公司09年全年实现商品房销售金额469亿，同比增长77.2%；实现商品房销售面积559万平方米，同比增长92.9%。销售金额相当于08年结算收入的2.5倍，相当于我们09年预期结算收入的1.8倍。公司旗下的子公司中国海外贡献了绝大部分销售业绩，09年全年实现商品房销售金额478亿港元，同比增长79.6%；实现商品房销售面积477万平方米，同比增长76%。考虑到大部分项目将在10年结算，预计公司10年结算收入实现40%以上的增速确定性较大。

表1、09年1-12月公司商品房累计销售金额同比增长77.2%，期末土地储备增至5037万平方米

公司房地产经营数据	1-9月	同比增速	1-10月	同比增速	1-11月	同比增速	1-12月	同比增速
商品房累计销售金额(亿元)	370	81.1%	410	83.2%	436	77.9%	469	77.2%
商品房累计销售面积(万平方米)	447	104.9%	490	103.3%	519	92.9%	559	92.9%
本期末土地储备(万平方米)	4,032		4,640		4,925		5,037	
本年新购置土地储备(万平方米)	770		1,374		1,661		1,771	

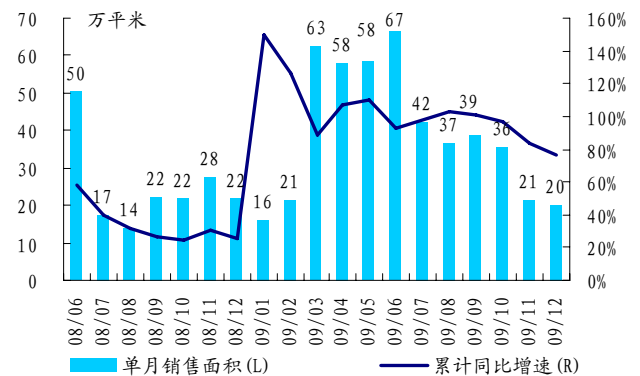
资料来源：公司公告

图1、中国海外12月实现商品房销售金额28亿港元



资料来源：公司公告

图2、中国海外12月实现商品房销售面积20万平方米

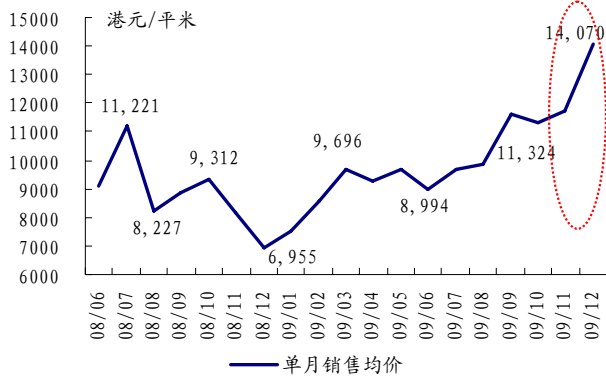


资料来源：公司公告



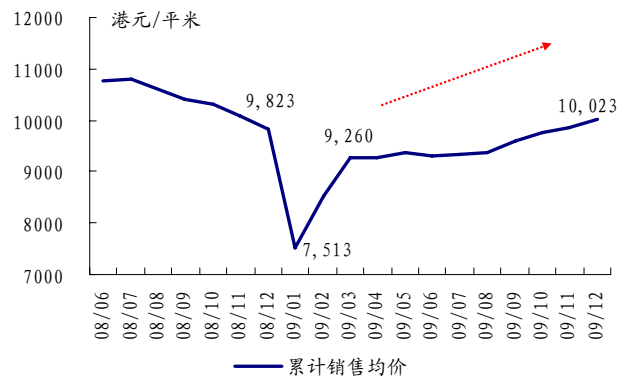
- **中国海外(0688.HK)12月销售均价创下新高，预计10年房地产开发结算毛利率将走高。**销售均价来看，12月份中国海外单月销售均价环比大幅上升19.8%，至14070港元/平米，创下新高，尽管这可能与公司的推盘结构有一定关系，但考虑到另一家龙头企业万科12月销售均价同样环比大增35%，我们认为公司销售均价大幅提高亦还得益于近期房价持续上升。由于下半年所售楼盘的结算期将集中在2010年，预计公司房地产开发业务结算毛利率将明显上升。

图3、中国海外12月商品房销售单价环比上升19.8%



资料来源：公司公告

图4、中国海外09年销售均价10023港元/平米



资料来源：公司公告

- **建工业务全年新签订单大幅增长41.8%，未来两年营收增速将在30%以上。**公司09年新签合同4123亿元，同比大幅增长41.8%，新签合同额相当于08年建工业务营收的2.25倍，相当于我们预期的09年建工业务营收的1.8倍。由于新签合同主要的施工期将集中在2010和2011年，公司未来两年建工业务营收大幅增长基本可以确定，我们预计增速将在30%以上。

表2、中国建筑09年全年新签工程订单同比增长41.8%

公司建工业务经营数据	1-9月	同比增速	1-10月	同比增速	1-11月	同比增速	1-12月	同比增速
建筑业务新签合同(亿元)	2,428	21.6%	2,799	24.2%	3,145	28.1%	4,123	41.8%
建筑业务累计施工面积(万平方米)	24,705	22.0%	25,740	23.5%	26,982	23.5%	28,080	28.9%
建筑业务累计新开工面积(万平方米)	6,690	7.5%	7,500	12.8%	8,761	19.6%	9,806	25.8%
建筑业务累计竣工面积(万平方米)	2,158	92.4%	2,316	71.9%	3,036	68.4%	4,455	25.7%

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

- **商品房新开工面积回升明显，加大住房供给政策利于房地产投资上升。**09年1-11月房地产投资累计同比增长17.8%，而新开工面积在11月亦出现大幅增长，单月同比增速为194%，环比则上升98.5%。在政府近期出台的文件中，均明确强调要加大住房供给，此举将利于10年地产投资继续上升，预计增速将升至24%。

图5、1-11月房地产投资增速回升至17.8%



资料来源：公司公告

图6、11月份新开工面积出现大幅增长



资料来源：公司公告

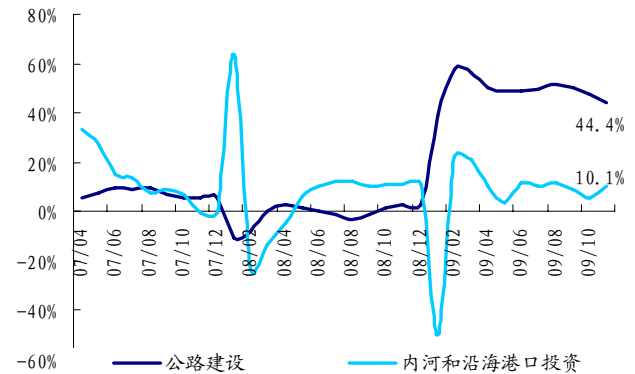


- **10年基建投资绝对量仍较高，较09年小幅上升。**1-11月铁路投资累计同比上升87.5%，预计全年投资额6000亿元，同比增长80%；公路投资方面，09年1-11月累计投资同比增长44.4%，预计全年增速约为40%。基建项目大部分是在09年进行招标和开工，10、11年将是建设高峰期，所以预计未来两年基建投资规模仍将维持在较高水平，并较09年小幅上升。据铁道部的最新规划，10年铁路基本建设投资额将为7000亿元，同比增速仍将达到16.7%。而公路投资我们预计10年将增长12%。

图7、09年1-11月铁路投资累计同比上升87.5%



图8、09年1-11月公路投资累计同比上升44.4%



资料来源：铁道部

资料来源：交通部

表3、10年房地产投资增速快速上升，基建投资小幅增长

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
房地产开发投资	19,382	25,280	30,580	36,696	45,503	56,878
YOY		23.0%	30.4%	21.0%	20.0%	24.0%
铁路基本投资	1,765	1,790	3,376	6,076	7,091	8,225
YOY		60.7%	16.0%	88.6%	80.0%	16.7%
公路投资	5,523	5,823	5,995	8,394	9,401	10,153
YOY		14.9%	5.4%	3.0%	40.0%	12.0%
港口投资	746	147	164	221	261	308
YOY		40.5%	15.3%	11.6%	35.0%	18.0%

资料来源：铁道部，交通部，wind，第一创业证券研究所

- **维持对中国建筑的强烈推荐评级。**中国建筑的股价在近期频出的房地产调控政策打击下持续走低，但政策调控的重心在于抑制房价过快上涨，而在商品房供给方面则是持鼓励态度，这有利于中国建筑房建业务的发展。而09年大量预收款亦足以保证公司10年房地产开发业务营收快速增长。公司高达5000万平米的土地储备，以及房屋建筑与房地产开发业务的协同效应，都有利于公司的中长期发展。预计公司09、10年EPS为0.19元和0.26元，维持强烈推荐评级。

表4、维持对中国建筑的强烈推荐评级

单位：元

公司	股价 1月8日	评级	EPS			PE			PB		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
中国中铁	6.13	谨慎推荐	0.05	0.27	0.35	122.6	22.7	17.5	2.1	2.0	1.9
中国铁建	9.01	谨慎推荐	0.30	0.46	0.60	30.0	19.6	15.0	2.3	2.1	2.0
葛洲坝	9.58	强烈推荐	0.49	0.60	0.78	19.7	16.0	12.3	2.9	2.5	2.2
中国建筑	4.55	强烈推荐	0.15	0.19	0.26	29.8	23.3	17.4	5.4	2.0	1.9
上海建工	14.79	中性	0.42	0.53	0.62	35.2	27.9	23.9	17.6	6.5	6.1
龙元建设	16.84	中性	0.31	0.62	0.78	54.3	27.2	21.6	4.4	3.9	3.5
平均						48.6	22.8	17.9	5.8	3.2	2.9

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

主要财务指标预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	146,699	207,447	216,097	223,694
货币资金	34,156	75,669	67,625	56,326
交易性金融资产	24	24	24	24
应收款项	43,900	50,485	55,534	61,087
预付款项	10,744	11,818	13,000	14,300
存货	57,104	68,525	78,804	90,625
其他流动资产	772	926	1,111	1,333
非流动资产	22,876	30,678	39,763	54,700
长期投资及金融资产	3,444	4,133	4,959	5,951
投资性房地产	2,534	4,562	4,790	5,030
固定资产	8,296	9,955	11,946	14,335
在建工程	3,072	3,533	3,886	4,275
无形资产	3,154	6,081	11,727	22,612
其他非流动资产	2,376	2,414	2,455	2,497
资产总计	169,575	238,125	255,860	278,394
流动负债	127,651	126,308	140,533	157,155
短期借款	13,969	11,505	9,276	7,546
应付账款	57,496	63,246	69,570	76,527
预收帐款	28,306	42,459	44,582	46,811
其他	27,880	9,098	17,105	26,271
长期负债	28,321	25,369	22,805	21,010
长期借款	22,860	19,362	16,197	13,741
其他	5,461	6,007	6,608	7,269
负债合计	155,973	151,677	163,338	178,165
少数股东权益	15,330	18,396	20,235	22,259
股本	18,000	30,000	30,000	30,000
资本公积	-6,074	32,826	32,826	32,826
留存收益	3,240	5,227	9,460	15,144
股东权益合计	30,496	86,449	92,522	100,230
负债和股东权益	186,468	238,125	255,860	278,394

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2,604	5,222	9,763	11,698
净利润	4,639	5,850	7,854	9,637
折旧摊销	1,306	1,721	2,171	2,811
财务费用	1,702	1,260	1,386	1,538
投资损失	-323	-339	-356	-374
存货减少	-12,437	-11,421	-10,279	-11,821
其它	7,717	8,153	8,986	9,906
投资活动现金流	-8,087	-11,068	-14,414	-20,533
资本支出	-2,920	-5,048	-7,989	-13,663
长期投资	-90	-689	-827	-992
其他	-5,078	-5,332	-5,598	-5,878
筹资活动现金流	14,170	47,360	-3,393	-2,463
债务融资	29,340	17,604	22,885	29,750
权益融资	556	50,900	0	0
其它	-15,725	-21,144	-26,278	-32,213
汇率变动影响	0	0	0	0
现金净增加额	8,687	41,514	-8,045	-11,298

资料来源: 第一创业证券研究所

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	202,097	251,506	313,170	383,274
减: 营业成本	179,198	219,467	271,761	332,605
营业税金及附加	7,698	9,579	11,928	14,598
销售费用	831	1,034	1,288	1,576
管理费用	6,120	7,491	9,640	11,798
财务费用	1,400	1,260	1,386	1,538
资产减值损失	410	106	128	153
加: 公允价值变动收益	-59	-59	-59	-59
投资收益	323	339	356	374
营业利润	7,173	13,015	17,523	21,532
加: 营业外收入	270	283	298	313
减: 营业外支出	113	119	125	131
利润总额	6,861	13,179	17,696	21,713
减: 所得税费用	2,222	3,295	4,424	5,428
净利润	4,639	9,884	13,272	16,285
归属母公司净利润	2,745	5,850	7,854	9,637
少数股东损益与调整	1,894	4,035	5,418	6,648
BPS (元)	0.15	0.19	0.26	0.32

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	20.1%	24.4%	24.5%	22.4%
营业毛利	8.4%	39.9%	29.2%	22.4%
EBIT	-33.0%	74.8%	32.2%	21.9%
净利润	-44.2%	113.1%	34.3%	22.7%
获利能力				
毛利率	11.3%	12.7%	13.2%	13.2%
EBIT/收入	4.1%	5.7%	6.1%	6.1%
净利率	2.3%	3.9%	4.2%	4.2%
ROE	15.2%	11.4%	14.3%	16.2%
ROIC	8.3%	9.2%	12.1%	14.4%
偿债能力				
资产负债率	83.6%	63.7%	63.8%	64.0%
利息保障倍数	5.90	11.46	13.77	15.11
速动比率	0.70	1.10	0.98	0.85
经营现金流/当期债务	0.02	0.03	0.06	0.07
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.06	1.22	1.38
应收账款天数	79.29	73.27	64.72	58.17
存货天数	103.13	99.45	91.85	86.30
每股指标 (元)				
EBIT/股本	0.46	0.48	0.64	0.78
每股经营现金流	0.14	0.17	0.33	0.39
每股净资产	0.84	2.27	2.41	2.60
估值比率				
P/E	29.83	23.34	17.38	14.16
P/B	5.40	2.01	1.89	1.75
P/S	0.41	0.54	0.44	0.36
EV/EBITDA	8.84	5.67	4.44	3.89

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120