

被低估的建筑+地产双料龙头

首次买入评级

投资要点:

- 📖 保障性住房建设大有可为
- 📖 城市综合开发商潜力无穷
- 📖 中海中建双品牌比翼齐飞

报告摘要:

- **新签合同远超预期，未来两年收入增长无虞。**2010年，公司新签合同总金额约8000亿元，同比增长73.5%，其中建筑业订单7411亿元，同比增长78.4%。我们测算，公司2009年、2010年的订单收入比分别3.1和2.2，未来两年经营发展态势良好。
- **保障房建设业务保障了公司的可持续发展。**建设保障性住房，既稳固了公司的施工队伍和日常运营，又提升了公司在房地产和城市综合开发业务中获取土地的能力，为中国建筑的长足发展提供了有力支撑。
- **城市综合开发商模式日渐成熟，规模盈利双提升。**公司积极搭建自身的融资平台，与全国多个省、市、区政府达成战略合作关系，将资本与核心竞争力有机结合，实现了融投资、城市基建、房地产开发整条产业链的一体化。
- **中建地产迅速崛起，与中海地产比翼齐飞。**中建地产近年来发展迅猛，预计今明两年收入规模将继续翻番，即2012年底可为中国建筑贡献320亿元收入，与中海地产形成双品牌互补、协调发展的良好态势。
- **股价催化剂。**公司有望在2011年内实施股权激励。
- **风险因素。**房地产宏观调控风险以及应收账款坏账风险。
- **盈利预测及评级。**我们预测，公司2010-2012年全面摊薄后的EPS为0.298元、0.383元和0.490元。按照2011年2月25日的收盘价格计算，公司对应的动态PE分别为12.15倍、9.44倍和7.38倍。我们看好公司“建筑+地产”双料龙头的市场地位和一体化协同效应的竞争优势，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	202096.8	260379.6	356 59.7	445574.65	556968.31
同比增长率	20.08%	28.84%	36.90%	25.00%	25.00%
净利润(百万)	2745.48	5729.80	8938.97	11504.93	14706.22
同比增长率	-44.16%	108.70%	56.01%	28.71%	27.83%
每股收益(元)	0.092	0.191	0.298	0.383	0.490
净资产收益率	17.85%	8.26%	11.68%	13.24%	14.68%

分析师

周蓉姿

电话: 010-88085980

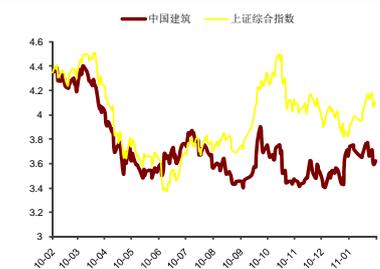
Email: zhourongzi@hysec.com

执业证书编号: S1180210060004

联系人

马小静

市场表现



数据来源: Wind 资讯

公司数据

总股本(万股)	3,000,000
流通股(万股)	1,308,000
每股净资产(元)	2.47
主要股东	中国建筑工程总公司
主要股东持股比例	54.07%

数据来源: 港澳资讯

相关研究

1. 棕榈园林业绩快报点评: 2010年净利润增长116.78%，每股收益0.88元
2. 2011年度投资策略报告: 传统施工波澜不惊，新兴领域卧虎藏龙
3. 金螳螂重大合同点评: 牵手恒大，昂首进军住宅精装修市场
4. 东华科技深度报告: 踏上现代煤化工总承包商的“蝶变”之旅

目录

一、公司概况	4
二、建筑航母增速依然	5
三、保障房建设业务如火如荼.....	6
（一）施工总承包模式	7
（二）限价开发模式	8
（三）混合开发模式	9
（四）成本加酬金竞标模式	9
（五）投资（BT）模式	9
四、城市综合开发商模式日臻成熟.....	10
五、中海中建双品牌比翼齐飞.....	11
六、股价催化剂	13
七、风险因素	13
八、盈利预测及评级	14
（一）盈利预测	14
（二）相对估值	14

图表

图 1:2005-2010 年公司营业收入情况 (亿元)	4
图 2:各业务板块对主营收入的占比	4
图 3:2005-2010 年公司净利润情况 (亿元)	5
图 4:2005-2010 年盈利能力趋势	5
图 5:公司新签合同总额趋势 (亿元)	5
图 6:公司建筑业务新签合同趋势 (亿元)	5
图 7:保障房开发模式之承包模式示意图	7
图 8:保障房开发模式之限价开发示意图	8
图 9:保障房开发模式之混合开发示意图	9
图 10:保障房开发模式之成本加酬金竞标模式示意	9
图 11:保障房开发模式之投资 (BT) 模式示意图	9
图 12:中国建筑城市综合开发商模式	10
图 13:公司房地产业务收入 (亿元)	11
图 14:公司房地产业务毛利率	11
图 15:大型地产开发商收入比较 (亿元)	11
图 16:2009 年大型地产开发商毛利率比较	11
图 17:2009-2010 中海、中建销售收入比较 (亿元)	12
图 18:2009-2010 中海、中建销售面积比较 (万 m ²)	12
图 19: 2010 年中海、中建销售收入占比	12
图 20: 2010 年中海、中建销售面积占比	12
图 21:2010 年末中建、中海土地储备比较 (万 m ²)	13
图 22:2010 年中建、中海土地购置比较 (万 m ²)	13
图 23:2010 年末中建、中海土地储备占比	13
图 24:2010 年中建、中海土地购置占比	13

表格

表 1: 公司近两年主要经营情况	6
表 2: 公司保障房开发模式介绍 (1)	7
表 3: 公司保障房开发模式介绍 (2)	7
表 4: 公司限价开发模式保障房项目统计列表	8
表 5: 公司 BT 模式保障房项目统计列表	10
表 6: 可比国内大型房地产上市公司及建筑施工上市公司的估值比较	14

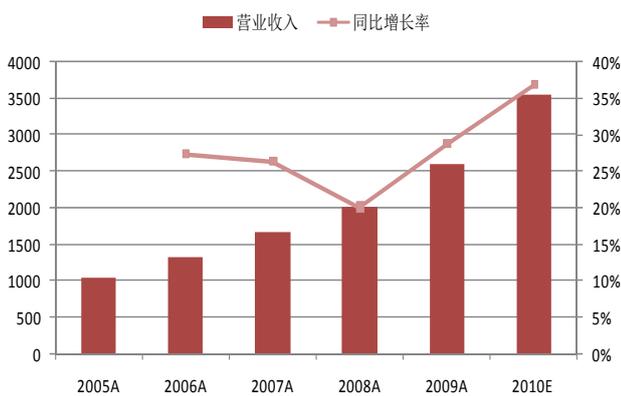
一、公司概况

中国建筑股份有限公司 (简称"中国建筑") 承袭了中国建筑工程总公司 (简称中建总公司) 的优良资产和企业文化, 是中国最大的建筑房地产综合企业集团和房屋建筑承包商。同时, 公司还是中国专业化经营历史最久、市场化经营最早、一体化程度最高的建筑企业集团之一, 是中国建筑业内唯一拥有房建、市政、公路三类特级总承包资质的企业。

国际业务方面, 公司长期位居中国国际工程承包业务首位, 是发展中国家和地区最大的跨国建筑公司以及全球最大的住宅工程建造商, 公司在 2010 年公布的“世界 500 强”企业中排名第 187 位, 较 2009 年排名跃升 105 个名次, 五年排名累计提升近 300 位。因此, 公司再次提升“一最两跨”国际化战略目标的内涵, 即成为最具国际竞争力的建筑地产综合企业集团, 在 2015 年跨入世界 500 强收入前 100 名, 在 2020 年跨入世界 500 强利润 100 名。

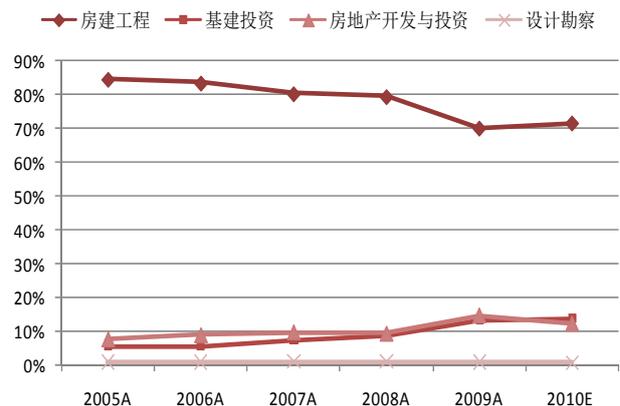
目前, 公司主营业务由房屋建筑工程、房地产开发与投资、基础设施建设与投资、设计勘察四大板块构成, 其中房建和房地产开发是公司的核心业务。近年来, 公司的营收规模迅速放大, 平均增速超过 27%; 由于加强了成本费用管控以及地产业务比例的提高, 公司毛利率水平不断改善, 预计未来两年至少在 12% 以上, 而与此同时费用率则呈现下降趋势, 因此净利润率得到显著提升。

图 1: 2005-2010 年公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: 宏源证券

图 2: 各业务板块对主营收入的占比

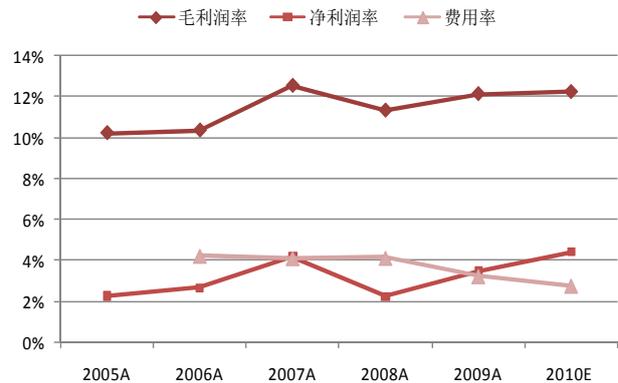


资料来源: 宏源证券

图 3:2005-2010 年公司净利润情况 (亿元)



图 4:2005-2010 年盈利能力趋势



资料来源：宏源证券

资料来源：宏源证券

二、建筑航母增速依然

作为中国最大的建筑承包商，公司建筑业新签订单增速除在 2008 年金融危机期间跌至 7.85% 外，2005 年至今均保持在 35% 以上，我们预计 2010 年增速将超出 78%，达到 7400 亿元的规模。而最新的 2011 年 1 月运营数据显示，公司建筑业务新签合同额 428 亿元，同比增幅 81.4%，喜迎“开门红”。

从经营数据可以看出，公司下游需求旺盛，增量订单无忧。如果将房地产收入计算在内，则公司 2009 年、2010 年的订单收入比值分别为 3.1 和 2.2，未来两年的企业经营发展具有较高的安全边际。因此，与市场担心的订单增速下滑相反，公司管理层对新签合同的项目类型、项目所在区域、业主实力等方面要求日益严格，有意控制新签合同规模，力求保证整体收益率的稳健和提升。

图 5:公司新签合同总额趋势 (亿元)

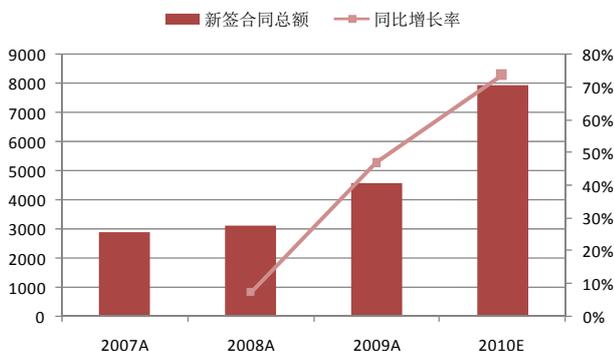
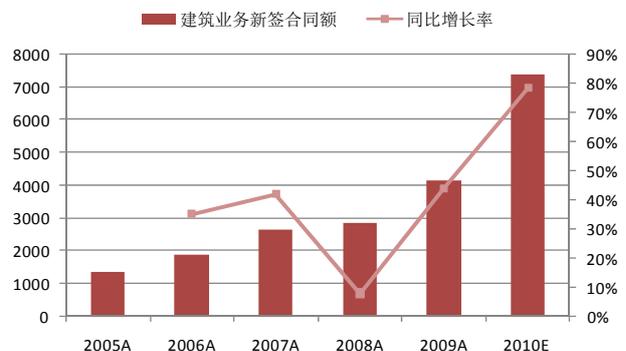


图 6:公司建筑业务新签合同趋势 (亿元)



资料来源：宏源证券

资料来源：宏源证券

表 1: 公司近两年主要经营情况

项目	2010 年 1 月	2011 年 1 月	同比增速
建筑业累计新签合同额 (亿元)	236	428	81.36%
建筑业累计施工面积 (万 m ²)	20773	30163	45.20%
建筑业累计新开工面积 (万 m ²)	987	1445	46.40%
建筑业累计竣工面积 (万 m ²)	113	149	31.86%
房地产业累计销售额 (亿元)	39	75	92.31%
房地产业累计销售面积 (万 m ²)	39	68	74.36%
本期末土地储备 (万 m ²)	5154	5287	2.58%
本年新购置土地储备 (万 m ²)	0	289	—

资料来源: 宏源证券

三、保障房业务如火如荼

2011 年,我国计划新建 1000 万套保障房,以公共租赁房为主,较 2009 年激增 69.5%,需要约 1.4 万亿投资,目前任务指标已细分至各省。近日,温家宝总理更开言表示,今后五年我国将继续新建 3600 万套保障房。我们假设 2011 年保障房户均面积为 50m²,则对应的总建筑面积为 5 亿平方米,占 2010 年全国商品房销售总面积的 47.9%。中国建筑目标为在保障房建设领域保持 3%的市场份额,可施展空间广阔。

我们认为,保障房开发业务对公司的经营发展意义重大。直观的,保障房是公司优质订单的重要组成部分,项目规模大且具备可持续性,政府信誉好、回款有保证,毛利率不低于 6%、盈利稳定;间接的,大规模的保障房建设项目可以稳定公司的施工队伍和日常运营;最重要的,公司在开发保障房过程中,能够与各地政府建立和巩固良好的友谊合作关系,进一步加强公司在房地产开发和城市综合运营业务领域中获取土地的能力,是中国建筑长足发展的有力支撑。

公司现有五种保障房开发模式,分别为施工总承包、限价开发和混合开发、成本加薪金竞标服务、BT 投资和城市综合开发模式,在建中的保障房总面积已超过 1400 万 m²。其中以施工总承包为最主要形式,在施项目规模为 680 万 m²,占全部保障房施工面积总和的 48.57%以上;其次为投资模式,在施项目规模为 200 万 m²。

表 2: 公司保障房开发模式介绍 (1)

模式	内容	竞标选择	价格	付款
承包模式	施工总承包	公开竞标/邀请议标	确定总价/确定单价	10%预付或/无预付; 月度付款或阶段付款
开发模式	限价开发	公开招标/邀请招标	支付开发补偿款, 得到划拨土地/限房价、竞地价	签约首付 20%, 结构封顶支付 80%按揭。
	混合开发	一次竞拍拿地	统一支付地价	
服务模式	成本加酬金竞标	大型国企建筑公司	政府定价划拨地价, 售价设定浮动标准, 向社会公开	
投资模式	BT	招投资人加承建商	竞价、议价	项目资本金加银行贷款
合作模式	城市综合开发	政府招标采购, 企业竞标实施	政府限地价、房价	

资料来源: 宏源证券

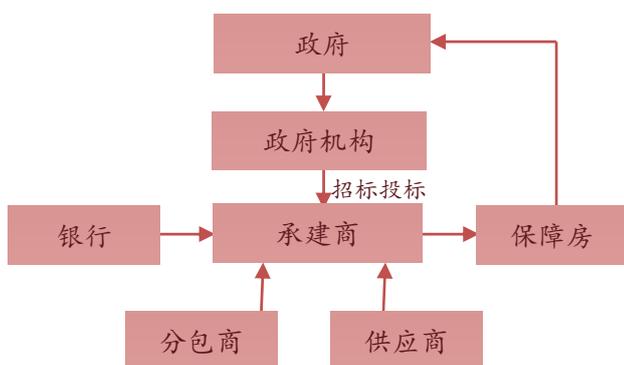
表 3: 公司保障房开发模式介绍 (2)

模式	内容	优势	开发收益	在施规模 (m ²)
承包模式	施工总承包	大型企业易中标, 项目具有持续性	3%-6%	680 万
开发模式	限价开发	由于限价出售, 企业成本能得到有效控制	3%-10%	
	混合开发	商品房开发不限售价和销售对象, 保障房开发按规定运作	10%	120 万
服务模式	成本加酬金竞标	政府作为保底, 基准价定低, 政府补差, 售不出政府收回, 公共设施政府收回	3%-6%	20 万
投资模式	BT	政府有回购保证, 销售由政府处理	—	200 万
合作模式	城市综合开发	政府提供土地、回购保证, 企业提供开发建设、土地勘察、设计、整理、售楼、物业管理等, 按服务质量收费	8%	100 万

资料来源: 宏源证券

(一) 施工总承包模式

图 7: 保障房开发模式之承包模式示意图

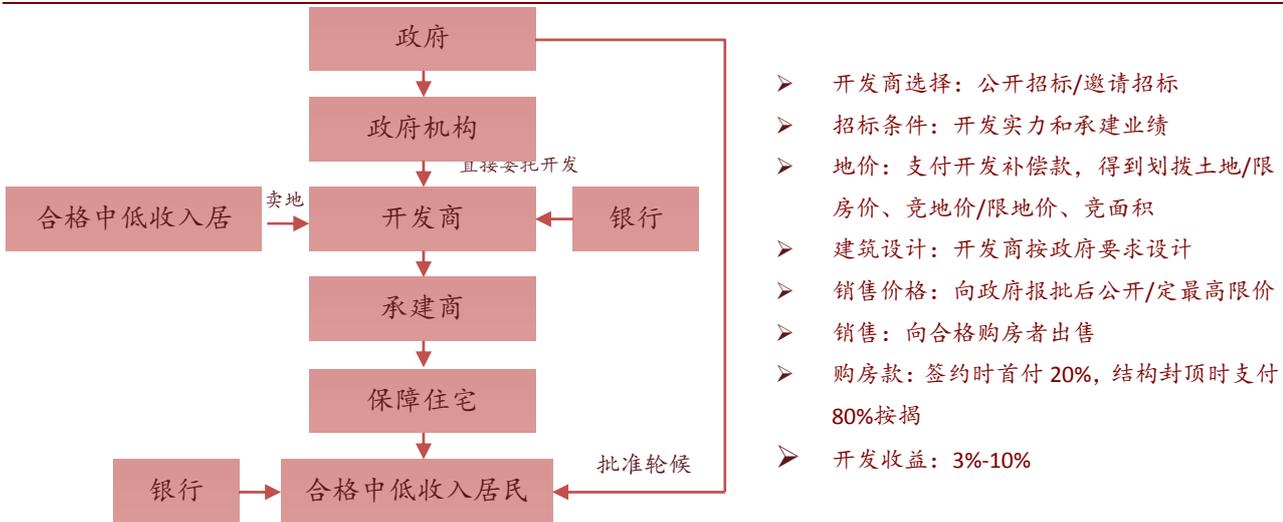


- 招投标: 公开竞标/邀请议标
- 招标条件: 同类业绩/一级资质
- 合约选择: 公平公开/相对宽松
- 合约价格: 确定总价/确定单价
- 预付款项: 10%预付/无预付
- 支付方式: 月度付款/阶段付款
- 价格变更: 主材调整/不调价
- 流动资金: 自行解决/进入成本
- 营利预期: 3%-6%
- 持续性: 有后续工程/有普通建安工

资料来源: 宏源证券

（二）限价开发模式

图 8:保障房开发模式之限价开发示意图



资料来源：宏源证券

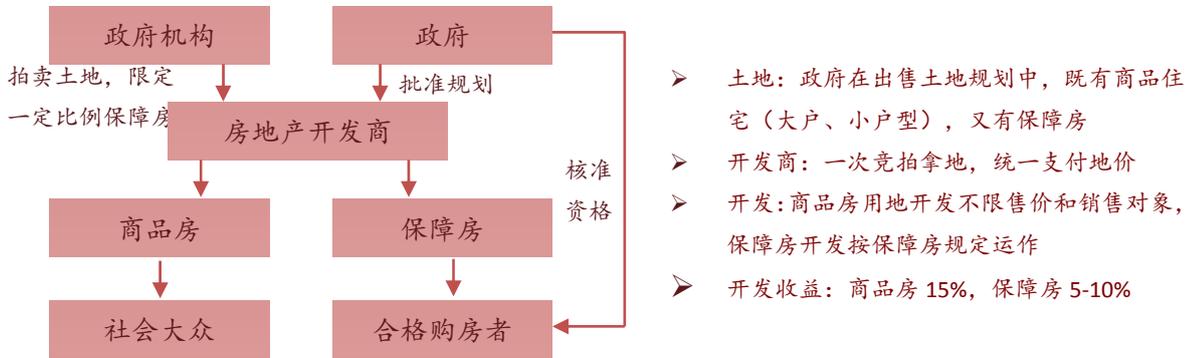
表 4：公司限价开发模式保障房项目统计列表

项目名称	实施主体	项目地点	建筑面积 (万 m ²)	计划投资 (亿)	已完成 投资(亿)
福州中辉新苑经济适用房项目	中建七局	福州市晋安区红光路 373 号	6.20	0.90	1.42
岳阳建湘小区（经适房、廉租房、还建房）项目	中建五局	岳阳市新路口	4.25	0.70	0.83
中建一局二公司大兴滨河东里项目（自有地，拟建职工住房）	中建一局	北京大兴黄村滨河东里	2.80	0.40	
中建长阳住宅小区职工住房（自有地，拟建职工住房）	中建一局	房山区长阳镇稻田村	10.30	3.00	
北京丰台大瓦窑经济适用房项目	中建二局	北京丰台区大瓦窑村	14.60	7.21	
通州宋庄静水园项目（配建两限房）	房地产事业部	朝阳北路东延线与东六环交口	10.00	5.00	
上海青浦华新经适房项目（拟跟踪）	中建八局	上海市青浦区华新镇	18.00	23.80	
合计			66.15	41.01	2.25

资料来源：宏源证券

（三）混合开发模式

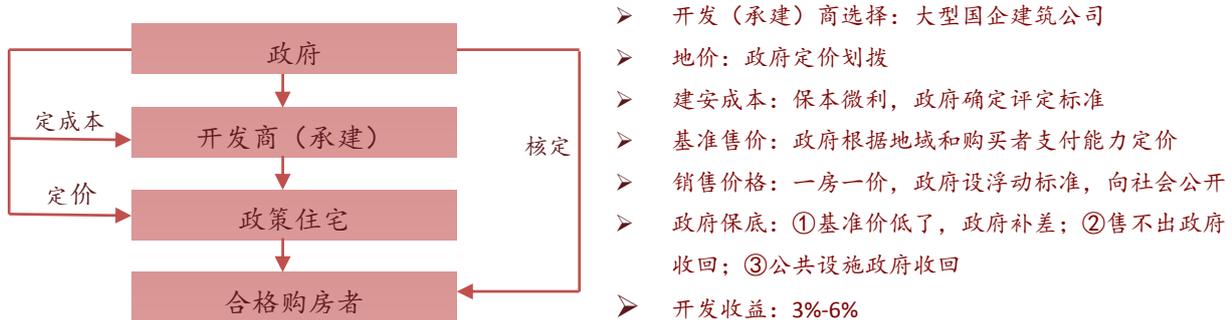
图 9:保障房开发模式之混合开发示意图



资料来源：宏源证券

（四）成本加酬金竞标模式

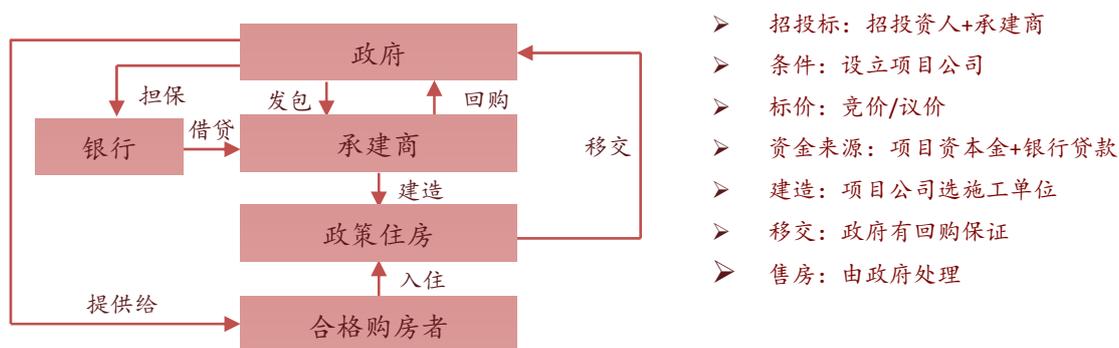
图 10:保障房开发模式之成本加酬金竞标模式示意



资料来源：宏源证券

（五）投资（BT）模式

图 11:保障房开发模式之投资（BT）模式示意图



资料来源：宏源证券

表 5: 公司 BT 模式保障房项目统计列表

项目名称	实施主体	项目地点	建筑面积 (万 m ²)	计划投资额 (亿元)
新蒲新区拆迁还建房工程	中建四局	遵义鑫蒲新区	50	5.00
福州生物医药产业园区内安置房	中建七局	福州生物医药产业园区	100	26.00
晋江滨江商务区池店安置房一期工程	中建七局	晋江滨江商务区	20	4.00
门头沟永定镇定向安置房	建筑部	门头沟永定镇	70	22.00
津渭区三桥安置房	建筑部	津渭新区三桥	65	15.00
合计			305	72.00

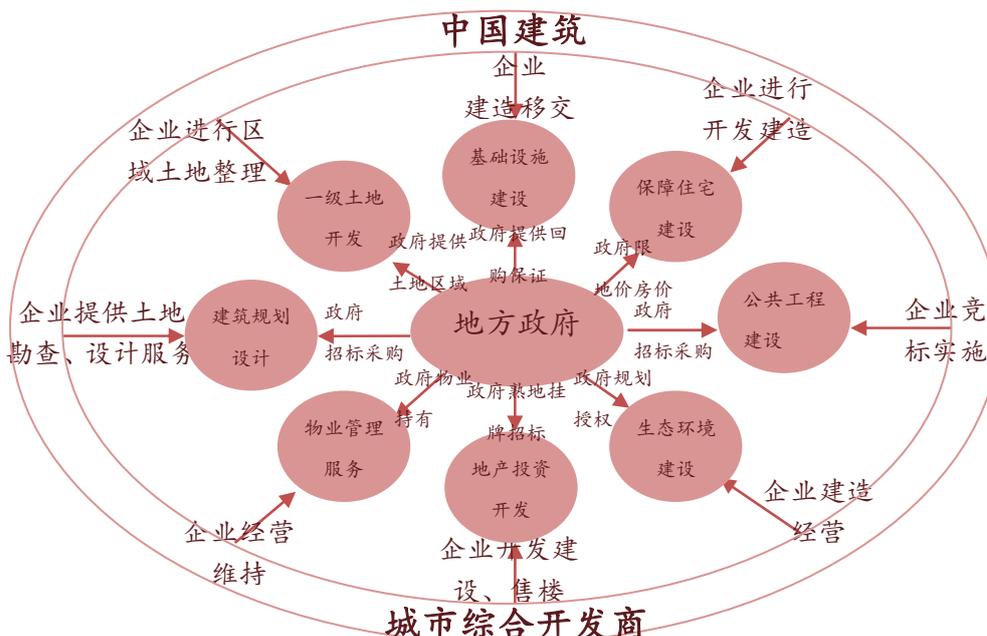
资料来源: 宏源证券

四、城市综合开发商模式日臻成熟

中国城市化进程的加速使集合了融资投资、城市设计规划、一二级土地开发、后期运营管理等多种角色于一身的城市综合开发商的出现成为必然, 中国建筑作为国内最有实力的综合建筑商紧紧抓住了这个历史性机遇。

2009 年以来, 公司与多家国有商业银行签订了战略合作协议, 积极搭建自身的融资平台, 在全国范围内与武汉市、上海市杨浦区、新疆维吾尔自治区、北京市门头沟区等近 20 个省、市、区级政府达成战略合作关系, 将金融资本与公司核心竞争力有机结合, 实现了融投资、城市基础设施建设和房地产开发整条产业链的一体化。

图 12: 中国建筑城市综合开发商模式



资料来源: 宏源证券

在城市综合开发商战略的推进中,公司房屋建筑、基础设施建设、房地产开发和设计勘察多个业务板块必将体现出强大的协同效应,短期看公司的规模、盈利有望迅速提升,长远看大型城市综合运营项目的承揽,将为公司保持竞争优势和稳定发展提供坚实的支持。

五、中海、中建双品牌比翼齐飞

公司是中国最大的房地产企业集团之一,在我国房地产开发中始终处于领先地位。中国建筑旗下拥有“中海地产”和“中建地产”两大品牌,均位居国内同行业最具影响力品牌之列。我们预计公司2010年房地产收入669亿元,略高于保利地产,在“招保万金”中二者的可比性相对最强。公司土地储备异常丰厚:截至2010年底,土地储备面积为5365万平方米,仅次于万科,其中年内新购置土地1151万平方米;2011年1月经营数据显示,公司期末土地储备面积5287万平方米,当月新购置土地储备289万平方米,拿地力度不减。

图 13:公司房地产业务收入 (亿元)

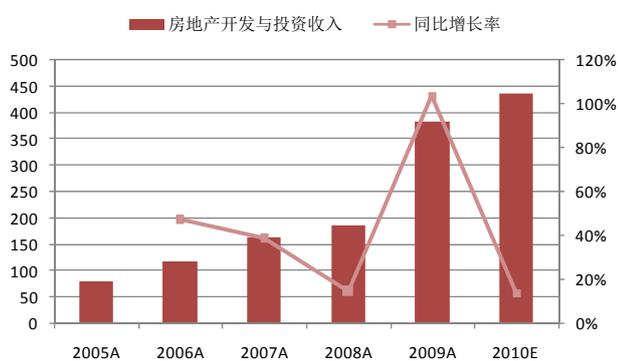


图 14:公司房地产业务毛利率



资料来源: 宏源证券

资料来源: 宏源证券

图 15:2009-2010 年大型地产开发商收入比较 (亿元)

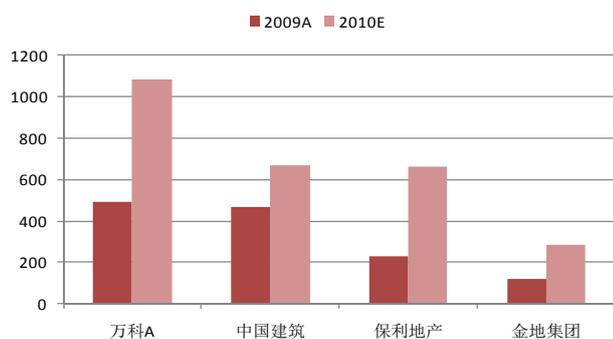
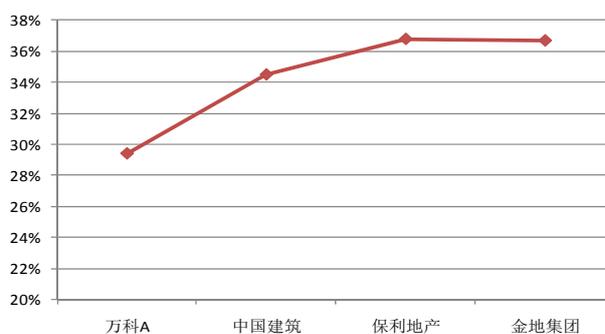


图 16:2009 年大型地产开发商毛利率比较



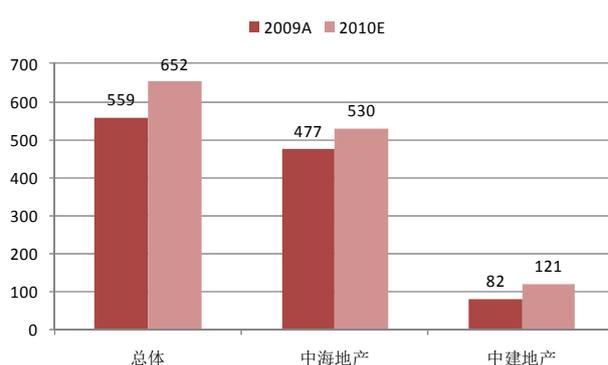
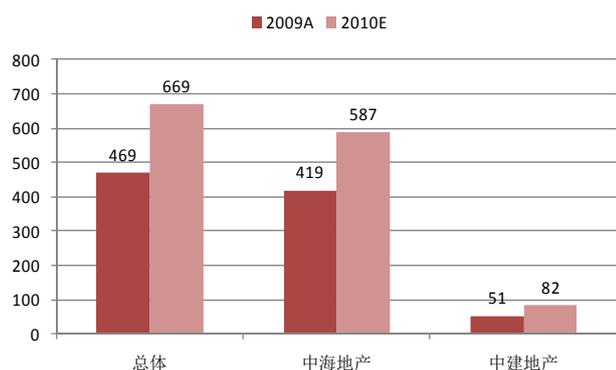
资料来源: 宏源证券

资料来源: 宏源证券

中海地产 1979 年成立于香港,一直秉持高品质路线,致力于中高档楼盘的投资开发,主要目标市场集中在港澳地区、长三角、珠三角和环渤海经济圈,先后在香港、澳门、深圳、上海、广州、北京、成都等 25 个经济发达城市开展房地产开发和物业管理服务;中建地产则依托中国建筑的集团优势,在支援各地基础设施建设中与当地政府建立起良好的友谊与合作关系,能够低价获取基建项目周边的大量土地,形成了城市综合开发、居住地产、商务地产和保障住房四大业务并行的独特的“大地产”盈利模式。

借助中国建筑上市的品牌效应和募集资金,中海地产和中建地产的扩张速度愈发迅猛,两大品牌的目标市场和产品定位良性互补,现已形成双品牌协调发展、比翼齐飞的乐观态势。其中,中建地产占公司地产业务总销售额和总销售面积的比重正逐步加大,预计今后两年收入规模将继续翻番,2012 年底可为中国建筑贡献 320 亿元收入。

图 17:2009-2010 年中海、中建销售收入比较 (亿元) 图 18:2009-2010 年中海、中建销售面积比较 (万 m²)

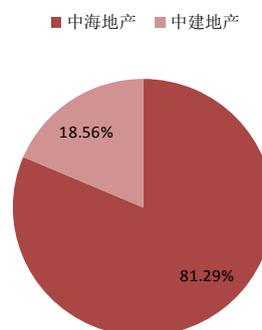
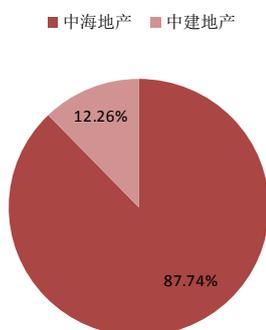


资料来源: 宏源证券

资料来源: 宏源证券

图 19: 2010 年中海、中建销售收入占比比较

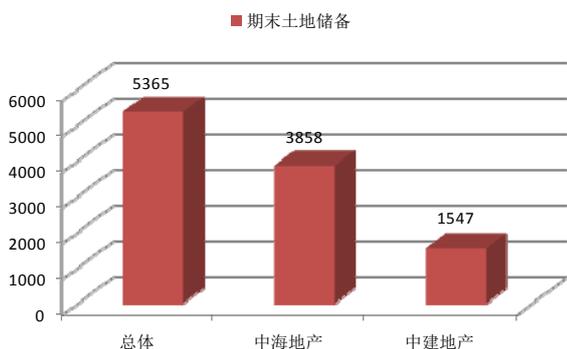
图 20: 2010 年中海、中建销售面积占比比较



资料来源: 宏源证券

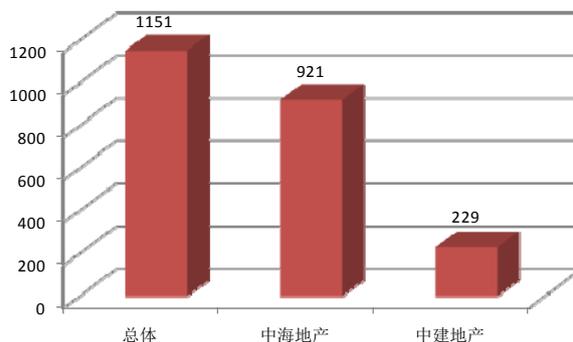
资料来源: 宏源证券

图 21:2010 年末中建、中海土地储备比较 (万 m²)



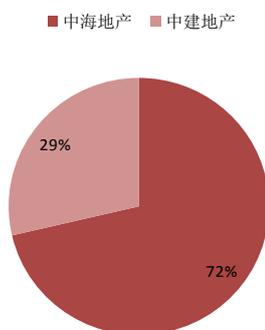
资料来源: 宏源证券

图 22:2010 年中建、中海土地购置比较 (万 m²)



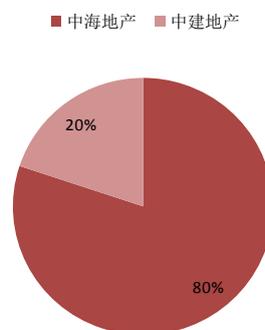
资料来源: 宏源证券

图 23:2010 年末中建、中海土地储备占比比较



资料来源: 宏源证券

图 24:2010 年中建、中海土地购置占比比较



资料来源: 宏源证券

六、股价催化剂

公司有望在 2011 年内实施股权激励, 推动企业快速发展。

七、风险因素

房地产宏观调控风险以及应收账款坏账风险。

八、盈利预测及评级

(一) 盈利预测

我们假设公司未来两年收入增速为 25%，毛利率小幅上行至 12.05% 和 12.10%，则测算出公司 2010-2012 年全面摊薄后的 EPS 为 0.298 元、0.383 元和 0.49 元。按照 2011 年 2 月 25 日的收盘价格计算，公司对应的动态 PE 分别为 12.15 倍、9.44 倍和 7.38 倍。

(二) 相对估值

我们测算，2011 年房地产业务将为公司贡献约 60% 的净利润，施工与设计勘察业务贡献其余 40%。参考国内可比的大型房地产上市公司以及建筑施工类上市公司的估值水平，我们认为给予公司 2011 年房地产业务 9 倍 PE、施工与设计勘察业务 20 倍 PE 是较为合理的估值水平。

综上，我们看好公司“建筑+地产”双料龙头的市场地位和一体化协同效应的竞争优势，首次给予“买入”评级，目标价 5.09 元。

表 6：可比国内大型房地产上市公司及建筑施工上市公司的估值比较

公司代码	公司名称	2010 年预测 PE (倍)	2011 年预测 PE (倍)	2012 年预测 PE (倍)
601668.SH	中国建筑	12.2	9.4	7.4
000002.SZ	万科 A	12.7	9.5	7.5
600048.SH	保利地产	11.7	8.6	6.5
600383.SH	金地集团	11.7	9.0	6.8
600528.SH	中铁二局	16.1	12.6	9.8
600491.SH	龙元建设	22.2	12.9	7.0
600170.SH	上海建工	19.2	15.7	12.7
600248.SH	延长化建	53.9	39.6	31.3
600263.SH	路桥建设	—	20.3	17.2
600970.SH	中材国际	26.7	19.4	15.0
601117.SH	中国化学	27.7	20.6	16.3

资料来源：宏源证券

利润表(百万)					资产负债表(百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	260379.6	356459.7	445574.7	556968.3	货币资金	66105.5	89114.9	111393.4	139242
减: 营业成本	228738.1	313684.6	391882.9	489575.2	应收和预付款项	76783	105804	129625	173344
营业税金及附加	10049.23	14258.39	17600.20	22000.25	存货	58649.5	115620	145636	180748
销售费用	748.00	784.21	935.71	1169.63	其他流动资产	37694.5	51500.0	56000.0	51000.0
管理费用	6841.76	8555.03	10248.22	12531.79	长期股权投资	4383.58	4383.58	4383.58	4383.58
财务费用	829.20	727.01	677.68	793.55	投资性房地产	4421.09	3912.20	3403.31	2894.43
资产减值损失	606.57	700.00	500.00	500.00	固定资产和在建工程	11589.9	103652.2	18020.6	15675.9
加: 投资收益	-72.19	-2.00	-1.00	0.00	无形资产和开发支出	5826.11	5378.52	4930.92	4483.33
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	13243.3	17578.8	20528.3	20528.3
营业利润	12708.34	17748.53	23728.95	30397.95	资产总计	278696	403657	493920	592300
加: 其他非经营损益	175.80	875.00	240.00	240.00	短期借款	5905.91	92073.2	135680	165927
利润总额	12884.14	18623.53	23968.95	30637.95	应付和预收款项	128119	154023	183836	23046
减: 所得税	3809.02	4656.38	5992.49	7659.49	长期借款及其他	34907.1	34907.1	34907.1	34907.1
净利润	9075.12	13967.15	17976.46	22978.46	负债合计	21437.4	22147.0	22165.0	22165.0
少数股东损益	3345.32	5028.17	6471.53	8272.25	股本	30000.0	30000.0	30000.0	30000.0
母公司所有者净利润	5729.80	8938.97	11504.93	14706.22	资本公积	30581.5	30581.5	30581.5	30581.5
					留存收益	8825.0	15976.2	26330.6	39566.2
					归属母公司股东权益	69406.5	76557.7	86912.1	100148
					少数股东权益	18920.5	23948.7	30420.2	38692.5
					股东权益合计	88327.0	100506	117332	138840
					负债和股东权益合计	278696.	403657	493920	592300
					每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
现金流量表					每股收益	0.191	0.298	0.383	0.490
经营性现金净流量	13028.15	-58948.3	-4763.27	7090.86	每股经营性现金流	0.434	-1.965	-0.159	0.236
投资性现金净流量	-9297.94	-696.14	-9616.00	-820.00	增长率指标	2009A	2010E	2011E	2012E
筹资性现金净流量	40748.70	82653.89	36658.00	21577.55	销售收入增长率	28.84%	36.90%	25.00%	25.00%
现金流量净额	44463.79	23009.48	22278.73	27848.42	净利润增长率	95.62%	53.91%	28.71%	27.83%
					EBIDA 增长率	69.11%	53.48%	34.69%	27.64%
					经营营运资本增长率	14.68%	104.90%	26.59%	22.67%
收益率指标	2009A	2010E	2011E	2012E	估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	12.15%	12.00%	12.05%	12.10%	PE	18.95	12.15	9.44	7.38
三费/销售收入	3.23%	2.82%	2.66%	2.60%	PB	1.56	1.42	1.25	1.08
EBIT/销售收入	5.41%	6.03%	6.68%	6.79%	EV/EBITDA	8.29	10.64	9.44	8.32
EBITDA/销售收入	6.06%	6.79%	7.32%	7.48%					
销售净利率	3.49%	3.92%	4.03%	4.13%					
资产获利率指标	2009A	2010E	2011E	2012E					
ROE	8.26%	11.68%	13.24%	14.68%					
ROA	5.06%	5.32%	6.03%	6.39%					
ROIC	22.65%	16.87%	9.81%	9.84%					
资本结构指标	2009A	2010E	2011E	2012E					
资产负债率	68.31%	75.10%	76.24%	76.56%					

资料来源: 宏源证券

分析师简介：

分析师姓名：周蓉姿，宏源证券研究所建筑工程行业研究员，东北大学管理学硕士，2007年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：棕榈园林、路桥建设、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。