

# 瑞安建业

瑞安建业有限公司 (00983.HK)

1997年2月在香港联合交易所上市，  
**为成立逾三十五年的瑞安集团成员，**  
业务范围包括房地产、水泥、建筑  
及创业基金投资，  
业务遍及香港、  
澳门及中国内地共十四个城市  
和策略性地区。

瑞象免责声明：

本版文章内容纯属作者个人观点，仅供投资者参考，并不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。

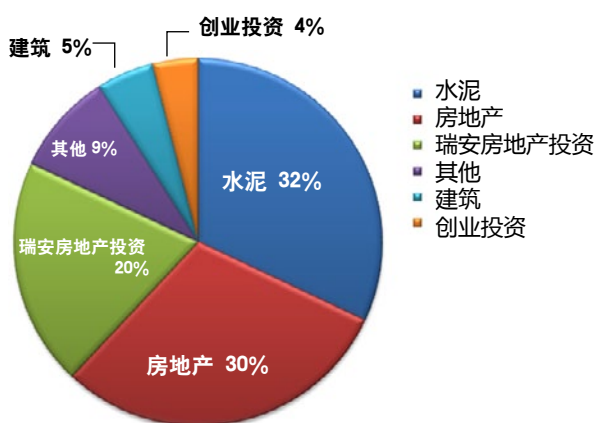
# 业务分析

瑞安建业有限公司 (00983.HK) 1997 年 2 月在香港联合交易所上市，为成立逾三十五年的瑞安集团成员，业务范围包括房地产、水泥、建筑及创业基金投资，业务遍及香港、澳门及中国内地共十四个城市和策略性地区。

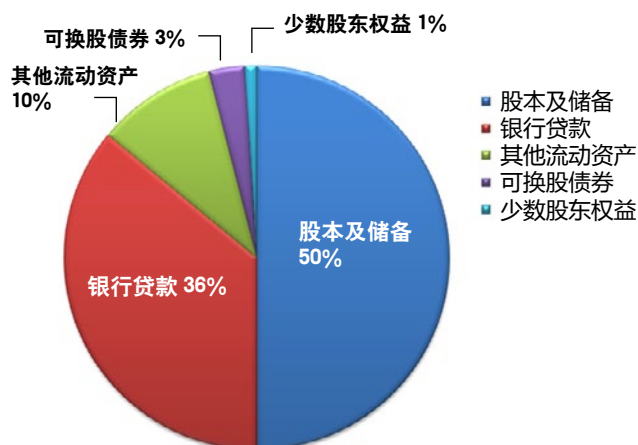
瑞安建业			
房地产	水泥	建筑	创业基金
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 停建房产发展</li> <li>■ 房地产开发</li> <li>■ 投资瑞安房地产</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 拉法基瑞安水泥</li> <li>■ 贵州水泥</li> <li>■ 南京水泥</li> <li>■ 装修及楼宇翻新</li> <li>■ 维修保养</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公共房屋</li> <li>■ 商业、住宅及公共机构楼宇</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 长江创业基金 I 及 II</li> <li>■ On Capital China Fund</li> </ul>

资料来源：瑞安建业 2008 年半年报

瑞安建业 2008 年上半年资产组合示意图



瑞安建业 2008 年上半年股本及负债





**瑞安建业的房地产投资分三方面，包括中国内地的停建房产发展、房地产开发项目，并持有瑞安集团另一成员瑞安房地产有限公司的相当权益。**

# 房地产

# A

## 一 停建房产发展（中华汇）

瑞安建业于 2005 年开始收购及发展停建房产项目。2007 年 6 月，瑞安建业将旗下位于大连、青岛、成都和北京的停建房产项目注入中华汇房地产有限公司（中华汇），该公司 2007 年 6 月在伦敦证券交易所高增长市场上市，集资 5.3 亿美元，瑞安建业持有约 40.4% 的权益。瑞安建业的全资附属公司瑞安建业资产管理有限公司担任中华汇的投资经理，管理中华汇的物业项目及未来投资事宜，包括就具潜力的资产进行议价及收购。

中华汇主要专注投资及发展内地主要及二线城市的中型至大型停建房产项目。这些项目均处于优越地段，因业主财政困乏而遭搁置，中华汇购入后将项目加以改良，然后将其放售或出租。2008 年上半年，中华汇的资产组合已增至十三个发展项目（不包括在二月出售的北京华普大厦一期），分布于大连、青岛、北京、成都、重庆、广州及沈阳七个中国内地主要城市，应占可发展总楼面面积约为 130 万平方米。这些包括停建房产及房地产开发的项目，内含办公室、商业、住宅及综合用途，其中十个项目由中华汇全资拥有，目前中华汇手持头现金 20 亿元人民币。

## 一 房地产开发项目

通过停建房产发展的业务模式，瑞安建业在收购及发展物业方面，奠定了良好的基础，进而组成合营企业，在内地发展大型的房地产开发项目，包括：

- ★ 大连天地 软件园（瑞安建业、瑞安房地产及亿达集团合作开发）
- ★ 沈阳中汇广场（二期）（瑞安建业、中华汇及

一名财务投资者合作开发）

- ★ 成都东方家园（瑞安建业与中华汇合作开发）

中华汇房地产连同公司与其合作发展的成都东方家园及沈阳二期项目，土储共达到 180 万平方米；再加之瑞安持有 20% 股权的大连软件园，其总发展面积就逾 300 万平方米。

## 一 投资瑞安房地产（0272.HK）

瑞安房地产 2006 年 10 月首次公开招股时，瑞安建业持有其 17.84% 的股权，但由于此项投资并非由公司直接营运，实际回报仅限于股息收入，因此瑞安建业连续两次减持其股份，并将所得收入用作营运资金及偿还现有债项，加强财务状况，扩展核心业务。现在，瑞安建业持有瑞安房地产 9.46% 的股权，以上周五瑞安房地产 2.05 元的收市价计，瑞安建业所持的市值约为 8.1 亿港元。

瑞安房地产 2008 年的上半年录得股东应占溢利为 19.38 亿元，派中期股息每股港币 7 仙，土地储备达 1,320 万平方米，包括 8 个发展项目，分布于上海、杭州、重庆、武汉、大连及佛山等 6 个城市。

如今，瑞安建业已稳步转型为一间全面的房地产公司，除投资中国内地的停建房产外，亦参与房地产开发项目，并拥有上市公司瑞安房地产的相当权益。瑞安建业的发展项目，主要是位于市中心发展周期较短的中型项目，相对而言，瑞安房地产则专注大型地块发展，着重整体规划，发展期为十至十五年。

**建筑业务是瑞安集团最初成立时的本业，旗下包括瑞安承建、瑞安建筑，上海瑞安建筑、德基；获颁不少认证及殊荣。**

建筑系在香港、澳门及内地的公营房屋及机构楼宇的建造、设计与施工、装修、翻新、古迹重建及维修保养方面实力雄厚，是强化瑞安建业房地产业务日后发展的重要基石。

截至 2008 年 6 月 30 日止 6 个月，建筑业营业总额较同期下跌 11% 至 12.49 亿元；业务应占纯利却上升 12% 至 3,800 万元。期内，建筑系取得合共 26 亿元的新合约，手上持有的合约总额及未完成合约金额分别约为 71 亿元及 50 亿元，相比于 2007 年 6 月 30 日，则分别约为 55 亿元及 36 亿元。



# B 建筑

\* 中国建筑的建筑分部为其主要业务分部，2007 年底实现营业额港币 93.93 亿元，占到了总营业额的 92.4%，因为年报中没有具体给出该业务分部的业绩贡献，因此我们计算的时候以总营业和毛利代替计算。（其余业务还包括供应热电、接驳服务、销售预制件及建筑材料等）

表 1

2007 年瑞安建业建筑分部与中国建筑业务比较 (单位：百万港元)

	瑞安建业建筑分部	中国建筑 ( 3311.HK )
营业额	2,744	10,168
毛利	55	766
毛利率	2.02%	7.53%
资产	1,649	7,608
ROA	2.61%	5.32%

资料来源：瑞安建业、中国建筑 2007 年年报

从表一我们可以看出，瑞安建业 2.02% 的毛利率显著低于中国建筑 7.53% 的毛利率水平，我们翻查报表后发现瑞安建业的建筑业务集中于竞争激烈的香港市场，导致毛利率低企。而中国建筑的业务更加多元化，分为海外、港澳和内地市场，虽然香港市场营业额也占到了总营业额一半，但是毛利率较高的海外和内地市场所占比例不断扩大。如表二所示，中国建筑在内地业务的毛利率最高，达到了 35.3%，而澳门和印度市场的毛利率上升最为明显，香港市场的毛利率持续下跌。

表 2

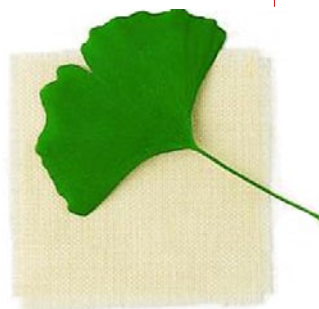
2007 年中国建筑地区分部财务数据

地区	营业额 (亿港元)	占总营业额比例 (%)	毛利率 (%)
香港	55.01	54.1	3.3
迪拜	20.65	20.3	2.6
澳门	15.87	15.6	17.3
内地	6.63	6.5	35.3
印度	3.51	3.5	7.3
合计	101.67	100.0%	7.5%

资料来源：中国建筑 2007 年年报

\* 中国内地的收入主要来自供热电

C



# 创业基金

瑞安建业设立创业基金

**投资中国内地  
及香港潜力雄厚的高科技产业**  
范围涵盖创新产品及服务

2008 年首六个月，

瑞安建业的创业基金的投资组合为公司带来 1,000 万元的净收益，  
主要来自上市公司古杉的股价显著上升，

但由于整体股票市场下跌，

基金持有的其它上市股份均大幅贬值而抵销。

瑞安建业两个长江创业基金

及 On Capital China Fund 的基金额在期内已全数投资。

# 水泥

D

**2008 年首六个月内，中国的水泥出产量较去年同期增加 6%，而耗用量则上升 7%。**

截至 2008 年 5 月，全国对水泥建设的投资上升 56%，当中三分之二的升幅来自对中西部的投资。在华西及华中启动的新固定资产项目数目分别增加 12% 及 15%，反映了对水泥的需求。来自基建及改善农村的工程亦持续增加，同时，由于政府继续着力取缔落后产能以达到节约能源及减排效果，湿法窑的产能逐步被淘汰，均进一步为水泥市场带来动力。

水泥现已成为瑞安建业的第二大增长动力。瑞安 1994 年开始在中国内地投资水泥业务，2005 年与全球最大的水泥生产商法基组成合营企业拉法基瑞安水泥，由拉法基及瑞安建业分别持有百分之五十五及百分之四十五的权益，此合营企业已成为中国西南部地区的水泥市场领导者，业务遍及重庆、四川、云南及北京。



2008 年上半年拉法基瑞安水泥溢利增加，销售量及价格均告上升，销售量达到了 850 万吨，实现营业额 22 亿元，超过了 2007 年同期的 16 亿元，然而，在 5 月下旬及 6 月，地震导致公司在四川都江堰和江油的两间厂房受损毁，产能损失约 70 万~80 万吨，以致该两间厂房并无实际营销，由于获得保险赔偿，拉法基瑞安水泥的财务损失轻微。在云南，三条总产能约 300 万吨的新型干法生产线经已投产，在逐步关闭湿法生产线后，合营企业的产能得以填补。截至 2008 年 6 月底，其总产能维持约 2400 万吨。行政总裁黄月良表

示，料今年可增大产能 600 万吨，估计今年与合作伙伴在扩产方面，投资合共不多于 8 至 10 亿元（人民币，下同）。

另外，瑞安建业还决定投资 60 亿元，用于在内地新建水泥项目，主要是在重庆、四川及贵州建造 5 座干法窑。按照计划，此次新建的水泥总体产能将达到 1,000 万吨，若将全部产能放进拉法基瑞安公司，总产能将为 3,400 万吨，名列国内前五。公司的目标是拉法基瑞安水泥的目标是于 2012 年前将产能增加至每年 5,000 万吨。



市场上一般一吨水泥产能需要 300 多元投资，按照日产 5,000 吨的干法窑计算，约 5 亿到 6 亿元可以建成一座窑，也就是 5 座的投资额在 30 亿元左右。东方证券分析师罗果也赞同这一说法，估计外资公司会在环保以及矿山、配套设施上有更大投入，约会达到 8 亿元一座窑的投入。

公司管理层预计，四川在未来 2 至 3 年将有 1 亿吨的水泥需求，以助震后重建，而贵州亦有许多厂房需提供水泥给四川重建之用，均令需求量增加。内地在今年的水泥需求约增加 6 至 9%，而产能增长约 6 至 10%，两者差距不大。

公司主席罗康瑞表示目前正计划把旗下经营水泥业务的合营公司拉法基瑞安水泥分拆上市，现阶段仍在初步构思，暂时未物色保荐人，不过倾向在港上市。

# 水泥

# D

我们将其与行业龙头海螺水泥进行比较分析，如下表

表 3

瑞安建业水泥分部与安徽海螺水泥业务比较 单位：百万

	瑞安建业水泥分部			海螺水泥
	拉法基瑞安水泥	其他水泥业务	合计	
营业收入	1,669.3	385.9	2,055.2	18,776
除税后经营溢利	86.6	18.9	105.5	2,688
总资产	2,508.7	790.1	3,298.8	30,921
经营净利润率	5.19%	4.90%	5.13%	14.32%
ROA	3.45%	2.39%	3.20%	8.69%
产能（万吨）	2,400	—	—	15,000
销量（万吨）	1,770	—	—	8,652
平均售价（元/吨）	256.00	—	—	217.01
市值（港元）	5,126	—	—	71,201

资料来源：海螺水泥，瑞安建业 2007 年年报

(1)、单位均是百万，只是海螺水泥的货币单位是人民币，瑞安建业的货币单位是港元。

(2)、瑞安建业水泥分部的营业和利润均是按其在联营公司所占的权益进行计算的，瑞安建业在拉法基瑞安水泥所占的权益是 45%。

(3)、我们根据拉法基瑞安水泥的营业额和销量算出来的平均售价为 210 元，与瑞安建业年报中给出的平均售价略有出入。

(4)、因为海螺水泥 90% 以上营业收入及营业利润来自于水泥及其相关产品的销售，因此我们讨论其营业利润和除税后溢利的时候均采用的是公司全部业务数字。



## 从上表我们可以看出，

瑞安建业的经营净利润率不到海螺水泥的一半，如果公司年报中给出的平均售价数据是真实的话，那么拉法基瑞安水泥的成本较高，即使同样的水泥售价和销量产生的利润也低于行业龙头海螺水泥。然而，随着水泥售价的高位运行，拉法基瑞安的净利率水平也在提升，2008 年上半年经营净利率已经提高到 10.5%，而海螺水泥的该数字为 15.36%。（上半年内地水泥平均价格为 307 元人民币，较 2007 年底已上升近 40 元）

# 水泥



表 4

2007 年拉法基瑞安水泥厂房及产量分布

位置	厂房数目 (家)	总年产量 (万吨)
四川	3	660
重庆	5	720
贵州	3	260
云南	5	620
北京	2	140
合计	18	2,400

资料来源：瑞安建业 2007 年年报

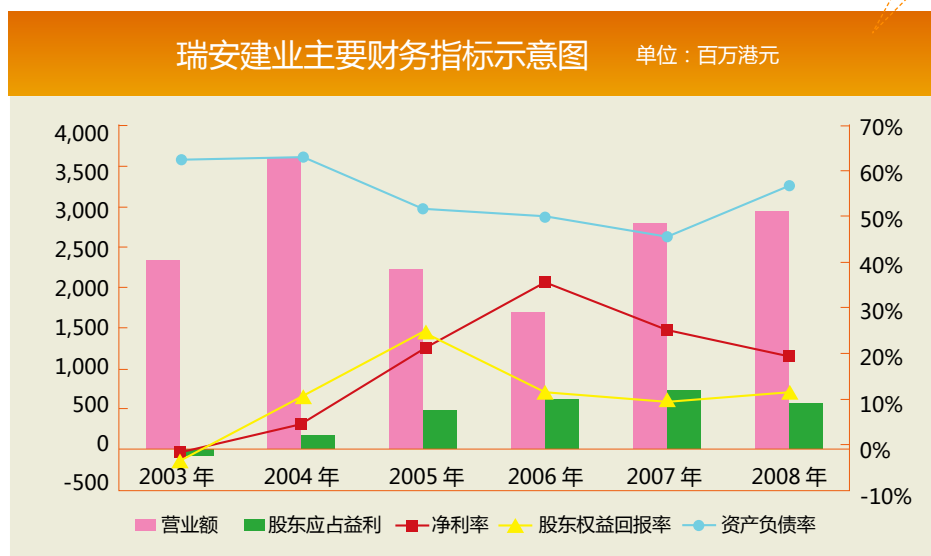
瑞安建业在拉法基瑞安水泥中所占的权益为 45%，2008 年底总年生产能力达到了 2,400 万吨。同期，海螺水泥的的熟料产能达 6,900 万吨，水泥产能达 8,100 万吨，合计为 15,000 万吨，根据 3 月 20 日的 A、H 股的收市价算出来的市值约为 712 亿港币（海螺水泥约 4.33 亿 H 股，10.22 亿的无限制流通 A 以及 3.01 亿有限制流通 A 股；人民币兑港元按照 1.13 汇率换算）。

若两者同步发展，不考虑毛利率的差异，瑞安所持的拉法基瑞安水泥的市值应为 51.26 亿港币；若按照扩建后 3,400 万吨产能计算，其值应为 72.62 亿元港币。

若考虑毛利率的差异情况状况（按照 10% 的净利率计算），从估值情况来，目前水泥行业重点公司 09 年平均市盈率在 20 倍左右，略高于市场平均 18 倍左右水平，而拉法基瑞安水泥作为西南部的领导者，加之地震后对水泥的旺盛需求，我们仍然给予 20 倍的市盈率，经测算出的瑞安所持的拉法基瑞安水泥市值应为 39.6 亿港币，瑞安建业（00983.HK）3 月 20 日的收市市值为 18.99 亿港币。

# 财务分析

在下图中，我们发现从2003年—2008年虽然瑞安建业的营业额上下波动，但是股东应占溢利却是在稳步增加，净利率直线上升，资产负债率稳中有降，总体财务状况表现良好。2008年上半年股东应占溢利迅速上升主要是因为：1) 公司发行的可换股债券公允价值变动产生了1.72亿的净收益，2006年同期录得1.8亿的净亏损；2) 公司出售瑞安房地产价值10亿元的股份，录得净收益4.96亿元。



瑞安建业股权较为集中，包括罗康瑞持有56.63%、瑞银持有12.13%及Penta持有6.46%，由于旗下的瑞安房地产、美国上市发展内地烂尾物业的中华汇受楼市影响较大，故股价从2007年高位的32.6元下降逾八成，3月23日收报6.14元。

公司因为持有旗下持有瑞安房地产(0272.HK)9.46%股权，受累瑞房股价下滑而录得近

16亿元减值，不过，该因素没有影响瑞安的现金流，加上其股价已自去年9月的15元高位大幅回落，相信已反映了相关的负面因素。另外，公司还有有意分拆合伙的拉法基瑞安水泥上市，有助于提升其价值，并解决较高借贷的问题。

瑞安去年6月底每股资产账面净值高达20.3元，现价市帐率仅0.30倍。假设瑞安在去年下半年没钱赚，只以上半年盈利8.73亿元计，市盈率也只是2.26倍，估值十分吸引。

表5

瑞安建业 2003-2007 年的基本财务数据 单位：百万港元

	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年
营业额	2,944	2,811	1,680	2,251	3,591
毛利	2,361	2,388	1,436	1,983	3,560
经营盈利	585	716	630	486	176
利息费用	229	287	166	16	10
股东应占溢利	562	702	602	482	148
每股基本盈利(仙)	175	234	217	179	55
摊薄后每股盈利	108	229	6	162	54
每股股息(仙)	20	80	70	60	27.5
每股资产净值(港元)	14.47	22.56	18.21	7.21	5.18
财务比率					
边际经营业务利润(%)	19.86	25.46	37.50	21.59	4.90
股东权益回报(%)	11.25	9.69	11.66	24.81	10.67
债项/股东权益(%)	90.37	56.06	57.36	64.54	102.31
派息比率(倍)	0.11	0.34	0.32	0.34	0.50