

行业篇

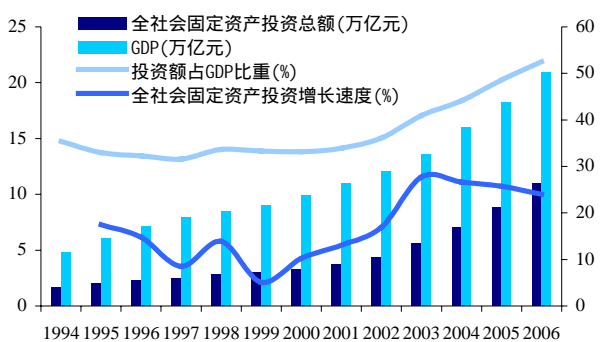
1. 宏观环境良好支持建筑行业稳定成长

2006 年建筑行业增加值约占 GDP 的比重为 7%，居国民经济各产业部门中第 4 位，已成为国民经济的重要支柱产业。投资、消费、出口为拉动国民经济增长的三驾马车，从 1998 年实施积极的财政政策以来，投资对 GDP 的拉动作用日趋重要。预计后续的宏观经济指标不会出现大的波动，建筑行业有望保持平稳增长。

1.1 固定资产投资持续高速增长为建筑业提供良好运行环境

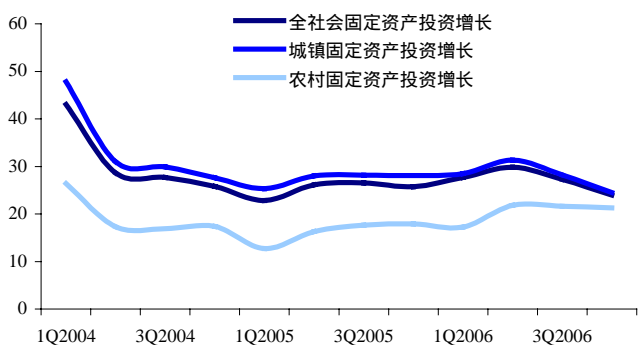
全社会固定资产投资增幅连续三年突破 20%，2006 年我国全社会固定资产投资同比增长 24%。虽然 2004 年国家采取了宏观调控政策，投资增速小幅放缓，但仍然在高位运行。

图 1 1994-2006 年固定资产投资、GDP 比较图



资料来源：海通证券研究所、1994-2005 年统计年鉴、2006 年统计公报

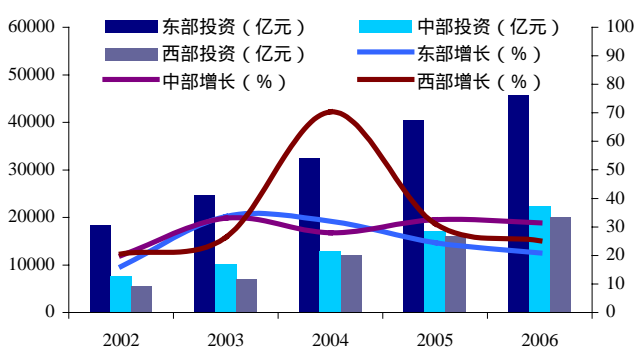
图 2 2004-2006 年度投资增长率对比 (%)



资料来源：海通证券研究所、1994-2005 年统计年鉴、2006 年统计公报

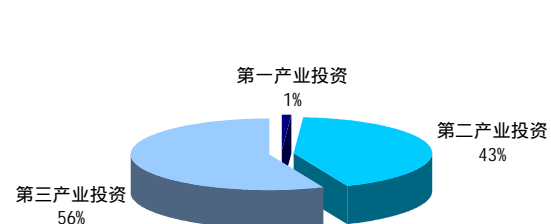
固定资产投资占 GDP 比例很高，有力地拉动 GDP 的高速成长（见图 1）。特别是 2003 年以后该比值突破 40%，2006 年更是高达 52.8%。2004 年的宏观调控措施并没有让固定资产投资增速迅速降温，仅对调控当年的固定资产投资增速影响较大（见图 2）。该指标的高企隐含两方面的政策含义：第一、管理层后续的宏观调控措施仍有可能陆续出台；第二、固定资产投资已经成为拉动经济增长的主要手段，投资大幅下滑的可能性不大。我们还是保持未来固定资产投资增幅将保持在 15 - 20% 的判断。

图 3 1995-2006 年城镇固定资产投资及行业构成增幅



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

图 4 2006 年城镇固定资产投资的产业构成



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

从城镇固定资产投资地区结构来看,东部地区仍然是固定资产投资的重点区域(见图3)。但从地区的投资增速来看,中、西部地区的投资增速快于东部地区,东部地区增速下降。

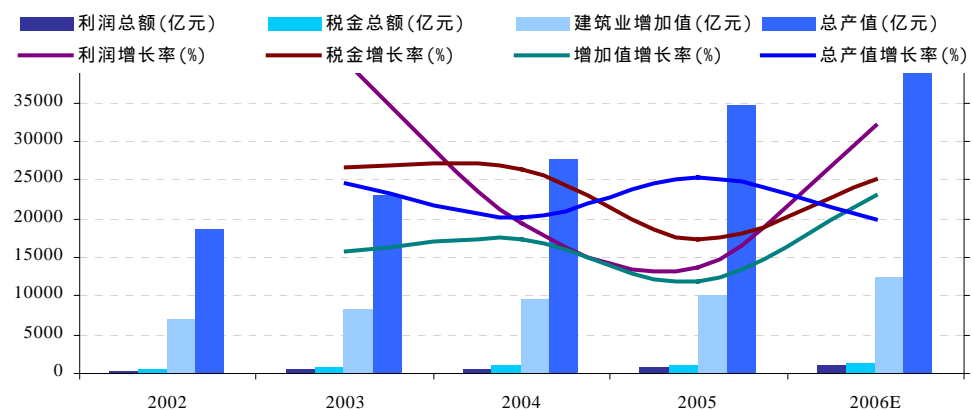
固定资产投资的重点产业是第三产业(见图4)。从城镇固定资产投资的产业结构来看,第三产业是重点投资的产业,2006年在总投资中占比高达56%;第二产业次之,占比43%;第一产业的最少,仅占1%。这样的投资结构也是与我国总体产业结构的政策导向和调整方向一致的。

1.2 建筑行业整体处于高位景气运行

1.2.1 建筑企业财务指标平稳增长

2005年建筑行业财务指标体现平稳增长。从建筑行业整体财务指标来看,2004年的宏观调控政策对建筑行业造成了实质上的影响,虽然总产值增长率还是保持较高的增长速度,但是行业利润增长率、税金增长率和建筑增加值增长率等指标均有所下滑。根据2002年以来具有资质等级的施工总承包和专业承包建筑企业的财务数据比较,总产值增长率从2004年的20.19%上升到2005年的25.23%。而利润增长率从2003年的40.37%下降到2004年的19.45%,而2005年下降到13.8%;税金增长率从2004年的26.41%下降到2005年的17.4%;建筑增加值增长率从2004年的17.22%下降到2005年的11.9%。

图5 2002-2006年建筑业利润总额、税金总额、增加值、总产值及增长率



注：建筑业增加值为全社会建筑企业；其它数据为所有具有资质等级的施工总承包、专业承包建筑业企业（不含劳务分包建筑业企业）数据。2006年部分数据为预测。

资料来源：国家统计局年鉴，国民经济与社会发展统计公报

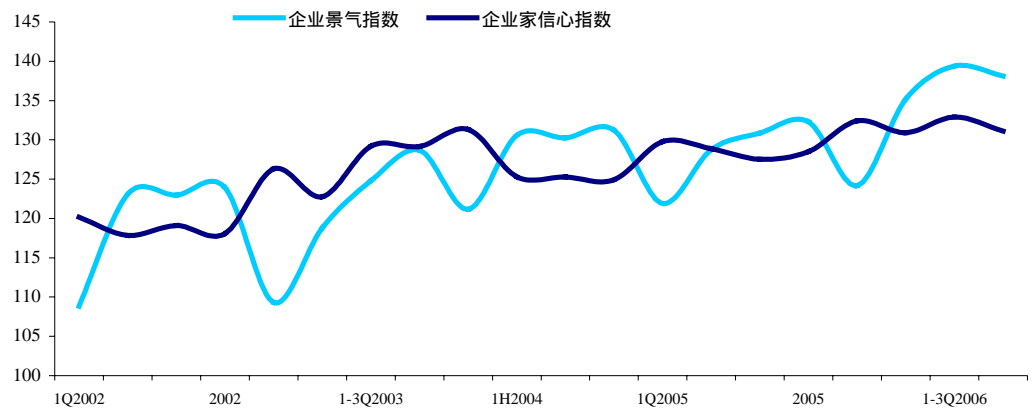
2006年前三季度,全国建筑业企业(指具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业,不含劳务分包建筑业企业,下同)完成建筑业总产值24915亿元,同比增长24.2%。全国建筑业企业房屋建筑施工面积31.97亿平方米,同比增长16.1%。全国建筑业企业总收入21818亿元,同比增长24.1%。全国建筑业企业实现利润总额456亿元,同比增长45.5%。

2006年建筑企业仍保持较好的增长势头,全年全社会建筑业实现增加值11653亿元,比上年增长12.4%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润1071亿元,增长18.1%;上缴税金1404亿元,增长21.0%。

1.2.2 建筑行业处于景气运行状态

图6为2002年以来的建筑企业景气指数和建筑企业家信心指数。从2004年以来,建筑企业景气指数和建筑企业家信心指数均在高位运行,宏观调控对其影响较弱。

图 6 2002-2006 年建筑业企业景气指数及企业家信心指数 (%)

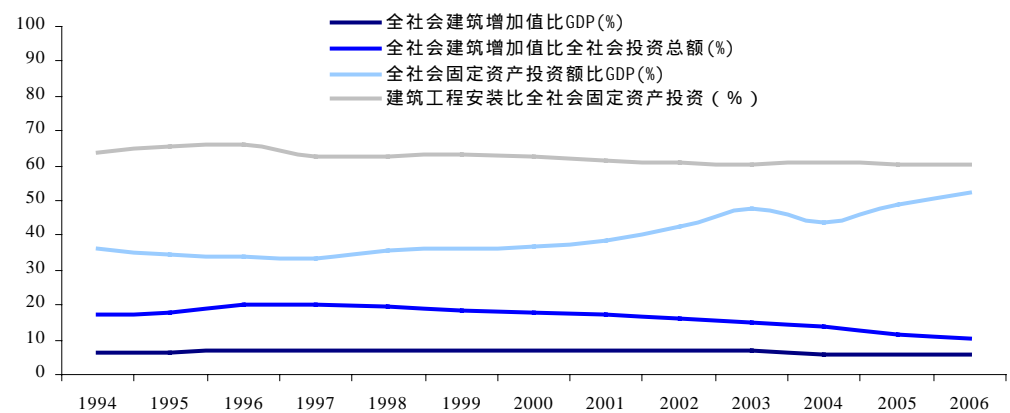


资料来源：聚源数据，海通证券研究所

1.2.3 历史建筑业增加值占 GDP 比值的稳定性能够较好估计未来建筑增加值

历史来看建筑业增加值与 GDP 的比值稳定。建筑业总产值指建筑业按照工程进度计算的建筑安装生产总值，它是建筑企业的收入，由建筑业增加值和中间投入构成。建筑工程安装绝大部分将转化成建筑业总产值，我们从图 7 可以看到建筑工程安装占全社会固定资产投资比重有稳定的趋势，我们认为未来几年该比值将保持在 58-60%左右，因此建筑业总产值能够保持较为稳定的增长。

图 7 建筑业增加值/GDP、建筑业增加值/投资总额等对比图 (%)



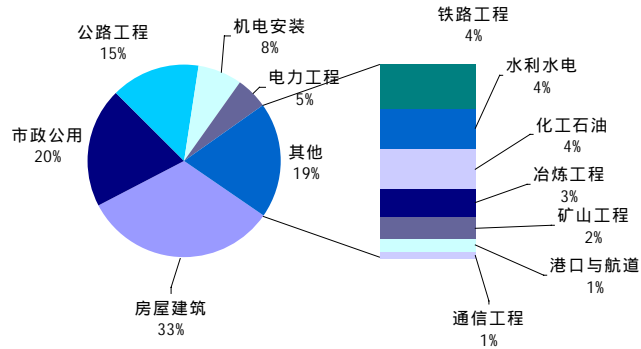
资料来源：国家统计局年鉴，海通证券研究所

建筑业增加值是建筑业创造的新增价值和固定资产的转移价值，它包括劳动者报酬、生产税净额、固定资产折旧和营业盈余。它也等于总产出减去中间投入。全社会建筑业增加值在近五年来呈现逐步上升的趋势，2003 年以来上升到占国内生产总值 6.01% 的比重。2004—2006 年该比值稳定在 5.5-6% 之间。我们认为，未来建筑业增加值仍将占 GDP 的 5.5% 左右，通过该指标我们能够较好地估计建筑业增加值的规模。

2. 建筑行业主要细分市场增长情景不一

我国建筑市场存在比较严格的政策性壁垒，国家对建筑业实现资质等级管理和市场准入制度，建筑企业只能在各自的资质范围内承接工程。图 8 是建筑工程行业各子行业一级以上施工总承包商的比例图，从承包商的比例来看，房屋建筑、市政公用、公路工程是最大的三个子行业。以下我们主要从各子行业的市场容量及市场参与主体等方面来进行评析。

图 8 建筑工程各子行业一级以上施工总承包数量构成对比



资料来源：中国建设部网站

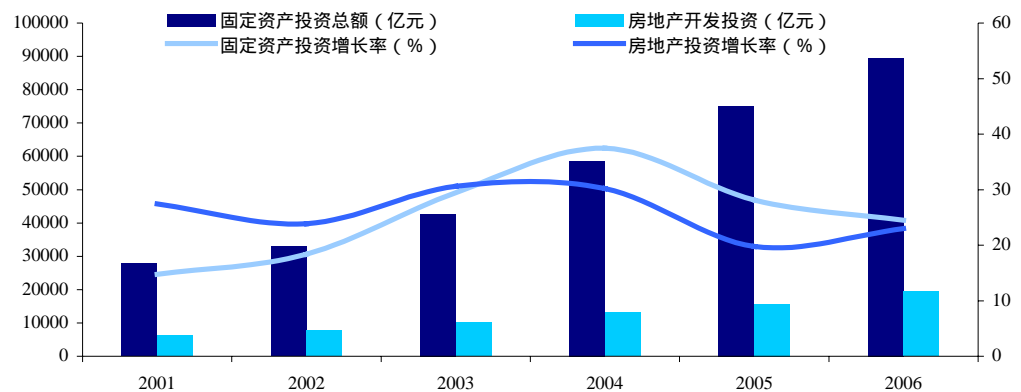
2.1 房屋建筑市场竞争激烈

房屋建筑工程是指工业、民用与公共建筑（建筑物、构筑物）工程。房屋建筑市场是建筑工程行业中最大的子行业，房地产开发投资带来的房屋建筑施工产值是房屋建筑市场产值中重要的一部分，估计房地产投资中 40% 左右直接转化成房屋施工产值。2006 年我国城镇房地产开发投资为 19382 亿元，同比增长 22.99%，稍高于 2005 年 19.77%。2006 年城镇房地产开发占城镇固定资产投资的 20.74%，其中约 7753 亿元转化成房屋施工产值。我们估计全国房屋施工产值应当达到 1.2 万亿元以上。

图 9 是 2000 年以来城镇固定资产投资增长率及房地产开发投资增长率的数据，2005 年增长率指标下滑明显但仍在高位运行，固定资产投资的增长仍然对房屋建筑行业收入增长起到直接的推动作用。

目前我国拥有房屋建筑总承包特级资质的企业有 55 家，一级企业 238 家。我们认为，房屋建筑行业总体上竞争激烈，行业的盈利能力有逐年下滑的趋势。房地产的宏观调控将进一步促进房屋施工企业的洗牌，对于综合实力强、市场信誉好的企业才具有较强的生存能力。

图 9 2000 - 2006 年城镇固定资产投资及房地产投资增长



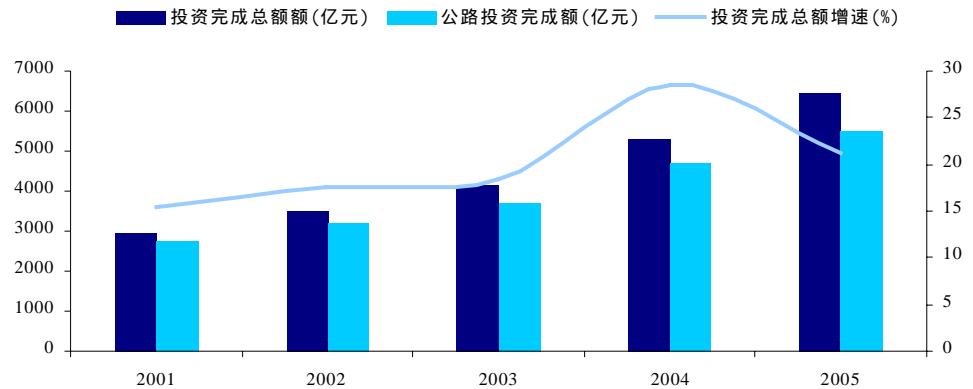
资料来源：聚源数据，海通证券研究所

2.2 公路工程市场平稳增长

2005 年我国交通基础设施建设投资再上新台阶。2005 年全国交通固定资产投资突破 6000 亿元，达 6445.04 亿元，比上年增长 21.3%，比“九五”末增长 1.5 倍。“十五”期间累计完成交通固定资产投资 22354.68 亿元，是“九五”期间完成投资的 2.2 倍。公路投资一直是交通基础设施投资的重头戏，2005 年全社会完成公路投资 5484.97 亿元，占了交通基础设施

投资的 85.1%，同比增长 16.6%。

图 10 交通固定资产投资总额及增长率、公路投资额



资料来源：公路水路交通行业发展统计公报（2001-2005）

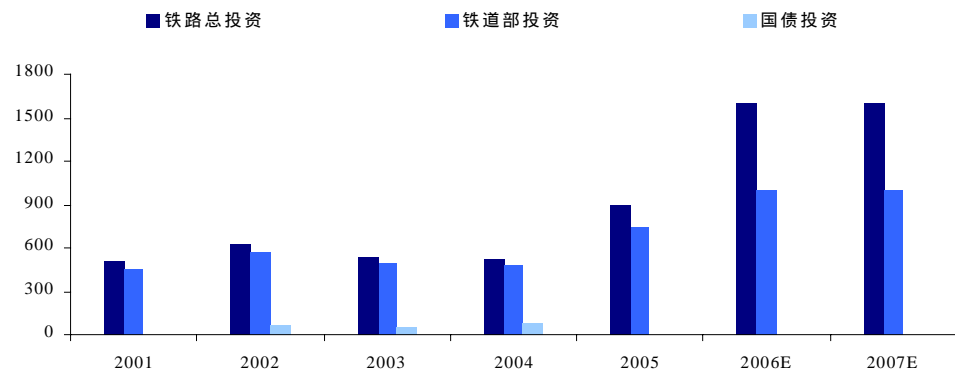
从公路建设的参与主体来看，目前我国有特级总承包资质的企业 20 家，一级企业 238 家，行业竞争相对激烈。

从公路的投资结构来看，我们认为“农村公路建设”有望成为公路建设的新亮点。党中央、国务院提出了建设社会主义新农村的目标，并明确了“生产发展、生活宽裕、乡风文明、村容整洁、管理民主”20 字方针，预计农村公路建设将带动大量农村交通的投资。

2.3 铁路工程市场有望爆发增长

2005 年全国铁路基本建设投资完成 889.16 亿元，比上年增长 67.3%。其中：铁道部投资完成 753.18 亿元，比上年增长 53.9%。铁路投资的主力仍然是依靠国家，2001-2004 年度投资完成额在 500-600 亿元之间，2005 年上升到 753 亿元，2006 年铁路投资上升到 1550 亿元，同比增长高达 106%。我们预计随着铁路大建设的到来，铁路的投资来源将逐步趋于多元化，由单一依赖国家投资转为民间融资和公司的上市融资。

图 11 2001-2007 年铁路总投资、铁道部投资及国债投资（亿元）



资料来源：铁路统计公报（2001-2005），海通证券研究所

从铁路建设的参与主体来看，我国现有铁路施工总承包特级资质企业 26 家，大部分是铁路系统内企业；一级企业有 50 家。总体来看，行业竞争还是比较激烈。

2005 年 7 月，铁道部出台《关于鼓励和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》，全面开放铁路建设、客货运输、运输装备制造与多元经营等 4 大领域，并制定了 7 项措施扶持非公有制经济参与铁路建设经营。由于原来的非铁路系统内企业将参与到铁路建

设中去,因此铁路建设方面的竞争也将加剧。

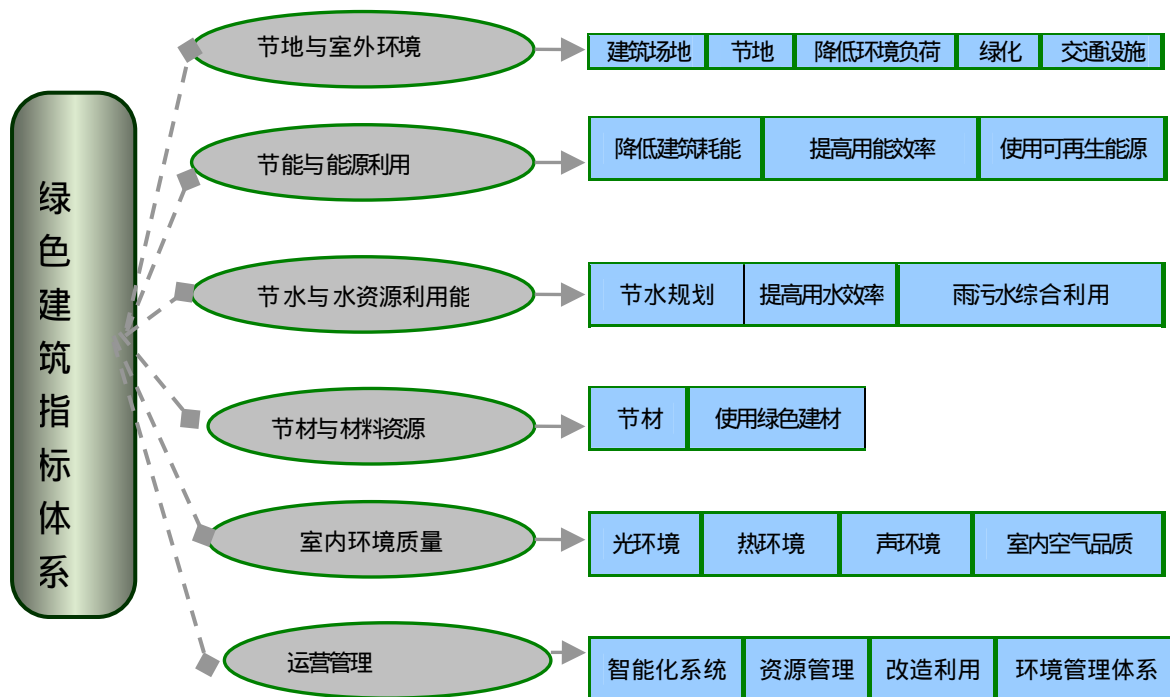
3. 绿色建筑和铁路大投资是潜在投资主题

在宏观调控仍然持续的背景下,我们认为可以关注建筑行业的以下几个投资主题:绿色建筑及建筑节能、铁路大投资。

3.1 绿色建筑及建筑节能

国家出台《绿色建筑评价标准》等相关法规,使得绿色建筑及建筑节能有望成为潜在的建筑行业投资主题。绿色建筑是指在建筑的全生命周期内,最大限度地节约资源(节能、节地、节水、节材)、保护环境和减少污染,为人们提供健康、适用和高效的使用空间,与自然和谐共生的建筑。它是一个巨大的系统工程,它要求从建设的源头设计环节开始,对建筑结构的选型、建筑材料的选用方面进行节能的充分考虑。根据建设部和科技部颁发的《绿色建筑技术导则》,绿色建筑是一个非常宽泛的概念,涉及到节地与室外环境等六个方面,详见图 12。

图 12 绿色建筑指标体系框图



资料来源:《绿色建筑技术导则》

2006年3月1日建设部与国家质检总局联合发布的《住宅建筑规范》、《住宅性能评定技术标准》两部国家标准开始实施,6月1日两部委联合发布的国家标准《绿色建筑评价标准》也将实施。这三部国家标准的发布实施,对落实今年政府工作报告中提出的“抓紧制定和完善各行业节能、节水、节地、节材标准,推进节能降耗重点项目建设,促进土地集约利用。鼓励发展节能降耗产品和节能省地型建筑”要求具有重要意义,并对进一步提高我国住宅和公共建筑品质,维护公众利益,构建和谐社会起到重要推动作用。

国家实施绿色建筑和相关标准,其直接受益者主要是相关的建筑材料生产商,目前来看对建筑工程承包企业的影响较小。从表 1 来看,绿色建筑的重点运用阶段主要在设计、施工和运营管理等环节,建筑设计和运营管理是涵盖最广的运营阶段,而运用阶段在施工环节的则较少。但长期来看,一旦我国建立完整的 EPC 工程承包模式以后,大的工程承包商将成

为一个潜在的受益群体。

表 1 绿色建筑分项指标与重点应用阶段汇总表

项目	分项指标	重点应用阶段
节地与室外环境	建筑场地	规划、施工
	节地	规划、设计
	降低环境负荷	全寿命周期
	绿化	全寿命周期
	交通设施	规划、设计、运营管理
节能与能源利用	降低建筑能耗	全寿命周期
	提高用能效率	设计、施工、运营管理
	使用可再生能源	规划、设计、运营管理
节水与水资源利用	节水规划	规划
	提高用水效率	设计、运营管理
	雨污水综合利用	规划、设计、运营管理
节材与材料资源	节材	设计、施工、运营管理
	使用绿色建材	设计、施工、运营管理
室内环境质量	光环境	规划、设计
	热环境	设计、运营管理
	声环境	设计、运营管理
	室内空气品质	设计、运营管理
运营管理	智能化系统	规划、设计、运营管理
	资源管理	运营管理
	改造利用	设计、运营管理
	环境管理体系	运营管理

资料来源：《绿色建筑技术导则》

3.2 铁路大投资

铁路建设规模迅速增长。根据铁道部数据，从建设规模上看，“十一五”期间我国将续转和新安排铁路建设项目达 200 多个，共建设新线将达近 2 万公里，铁路建设总投资将比“十五”期间增加 357%。从建设标准上看，“十一五”期间我国将新开客运专线项目 28 个，共计 9800 公里，时速在 300 公里以上的有 5457 公里。在“十一五”开局的今年，将有 13 个客运专线项目新开工、续建 11 个，搞好客运专线建设是大规模铁路建设的重头戏。其中尤其引人关注的是，在 4 月 3 日铁道部宣布，京沪高速铁路预计年内正式开工、2010 年投入运营。

2004 年 1 月份国务院通过《中长期铁路网规划》的目标，其中明确了至 2020 年中国铁路网中长期建设的目标和任务。根据这一规划，要建设“四纵”、“四横”八条时速在 200 公里以上的客运专线，需要投资 2 万亿元，平均每年投资额在 1300 亿元以上。前几年铁路基本建设投资完成额基本保持在 500 至 600 亿元之间，而 2005 年铁路基本建设投资完成额已达 889 亿元，“十一五”铁路建设总投资将超过 12500 亿元，每年的铁路基本建设投资有望达到 1600 亿元。

近期，铁道部有关负责人表示，2006 年大规模铁路建设加快推进，全年完成建设投资 1550 亿元。全年铁路完成新线铺轨 912 公里、复线铺轨 1016 公里，投产新线 1609 公里、复线 722 公里、电气化铁路 3958 公里。2006 年，京津、武广、郑西、石太等 11 条客运专线全面开工建设，京沪、浙赣、胶济等电气化改造工程已相继建成投产。

铁路大投资给相关的工程建设公司带来很大的发展机遇。从铁路建设承包商的竞争状况来看，原有铁路建设的竞争局限于路内企业，现在符合条件的路外企业也可以参与竞争，加剧了行业的竞争。2006 年 4 月 14 日建设部与铁道部联合下发《关于继续开放铁路建设市场的通知》，在设计、施工、监理方面增加了多个非铁路企业可以进入的领域，在政策上进一步

步放开了铁路建设市场。

对于建筑企业来说，短期来看铁路大投资的最大受益者还是铁路系统的原有企业，而长远来看，路外企业有望获得一定的市场份额。

我们认为，铁路大投资最大的不确定性来自于建设资金的巨大缺口，而资金的缺口会导致铁路建设的唯一供给方铁道部可能在组织招标的过程中倾向于选择低价竞标的企业或者能够提供项目融资的承包企业，这样加大铁路工程承包企业的资金压力和降低其盈利能力。

公司篇

4. 建筑上市公司盈利能力有所下降但可关注持续盈利公司

4.1 建筑行业上市公司整体盈利能力止跌回稳

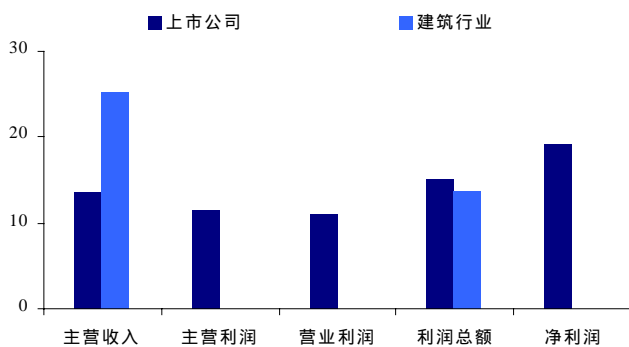
当前建筑工程类上市公司主要有 31 家。各公司财务指标差异大,据对每股收益的统计,(考虑了 2005 年转赠股本的因素),2005 年每股收益高于 0.5 元的公司仅三家,海油工程、中材国际和龙元建设,比 2004 年少了一家;在 0.2 - 0.5 元之间的有 8 家,与 2004 年相同;0.15-0.2 元之间的有 9 家,多于 2004 年两家;0.0-0.15 元之间的 9 家,比 2004 年多一家;亏损的公司也有 2 家,比 2004 年少两家。从净资产收益率指标来看,该指标大于 6% 的公司为 13 家,比 2004 年少一家。

建筑工程行业本身差别很大,除子行业的竞争状况不同、技术能力差别大的原因之外,2004 年以来的宏观调控对行业内公司也造成一定的影响,那些有核心竞争能力、行业进入门槛比较高、综合实力强的企业,总体上抗风险能力强,在宏观经济不确定加大的情况下仍然获得比较好的收益。

我们在对建筑行业公司投资价值评估中仅考虑 2005 年每股收益高于 0.15 元和净资产收益率大于 6% 的公司进行评估;同时考虑到相关子行业公司的特殊性,我们把每股收益高于 0.15 元但净资产收益率低于 6% 的几家公司纳入,这样我们下文研究的样本公司有 18 家。

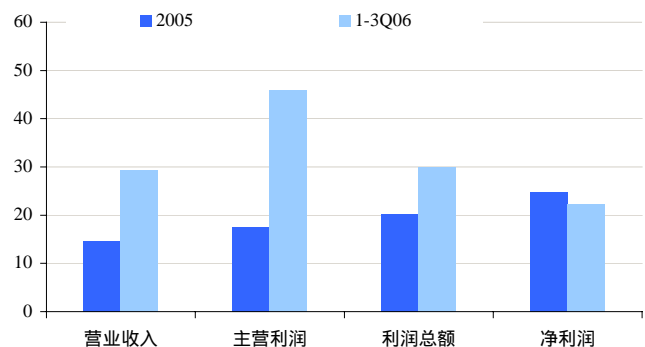
根据图 13 显示,建筑行业上市公司整体的增长速度明显慢于整个行业,但利润总额增长率高于行业。建筑上市公司的主营业务收入 2005 年同比增长 13.61%;而与可比的建筑行业总产值增长率 25.23% 相比,减少了 11.62%。上市公司利润总额增长 15%,与可比的建筑业利润总额增长率 13.80% 相比,增加了 1.20%。因此,建筑行业上市公司的盈利能力总体强于整个行业,我们认为整体上市公司收入增长慢于建筑行业的主要原因是在宏观调控的背景下,上市公司采取比较谨慎的接单政策,宁愿牺牲收入而保证盈利能力的平稳。

图 13 建筑业上市公司与建筑行业财务增幅比较 (%)



注:公司数据剔除巨亏的两家公司中国武夷和 ST 中川,数据为加权平均值
资料来源:聚源数据,海通证券研究所

图 14 2005-2006 年前三季度建筑业上市公司财务增幅对比 (%)



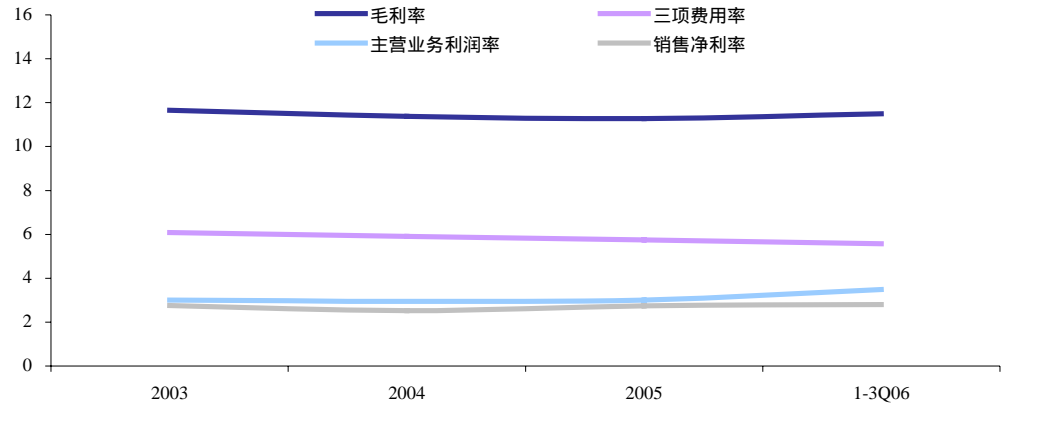
注:剔除巨亏的两家公司中国武夷和 ST 中川,数据为加权平均值
资料来源:聚源数据,海通证券研究所

从 2005 年建筑业的总产值来看,其同比增幅高于建筑业上市公司。我们认为主要原因是目前建筑业上市公司的行业代表性略显不足,很多重要的行业龙头公司没有上市,如中国建筑工程总公司、中国冶金建设集团、中国港湾建设集团总公司等。从 2005 年的分行业投资增幅来看,铁路运输业投资增长 45.7%、煤炭开采及洗选业投资增长 65.6%,这些高投资的行业,目前的上市公司中从事这些行业工程承包的公司很少,目前上市公司的收入状况并不能很好地代表整个建筑行业收入的情况。

从建筑行业上市公司指标的纵向对比来看,见图 14,2006 年前三季度建筑业上市公司

的主营收入、主营利润等行业指标增长幅度均好于 2005 年，主营收入和主营利润的增幅均达到一倍。利润总额和净利润的增幅远低于主营收入及主营利润的增长。主要原因是：2006 年第三季度的三项费用增幅较大侵蚀了主营利润的增长，特别是财务费用压力较大。

图 15 2003-2006 年前三季度建筑业公司毛利率及费用构成对比图（%）



注：加权平均值
资料来源：聚源数据，海通证券研究所

图 15 是建筑业上市公司盈利能力及费用指标的数据，数据表明建筑行业上市公司的毛利率出现持续下滑的态势，同时管理费用率和营业费用率也出现同步下滑，但财务费用率自 2003 年以来逐步上升，而营业利润率开始回稳。财务费用率的持续上升表明建筑企业行业垫资现象造成资金紧张，由于 2005 年三项费用率下降速度快于毛利率，导致营业利润率止跌回稳。

4.2 评价建筑工程行业上市公司的主要指标

建筑工程行业整体上竞争激烈，行业的垫资行为普遍存在。因此，我们的企业评价指标是综合考虑了影响企业发展和竞争能力的各项因素并给予量化。我们认为以下的四个因素能够比较全面地衡量公司的基本面价值。

- 规模经济
- 经营效率
- 风险控制
- 行业竞争特性

基于上述四个因素，我们用财务指标对公司的投资价值给予量化，参见表 3。

表 2 量化建筑行业上市公司价值的主要指标

指标类别	序号	指标	意义	权重
规模经济（20%）	A	主营业务收入	衡量企业的静态规模	0.10
	B	主营收入增长率	衡量企业的成长性	0.10
经营效率（40%）	C	主营业务利润率	衡量企业的经营效率	0.10
	D	存货周转率	衡量企业的经营效率	0.05
	E	总资产周转率	衡量企业的经营效率	0.05
	F	净资产收益率	衡量企业资产盈利能力	0.10
	G	费用比例	费用成本控制情况	0.10
风险控制（25%）	H	资产负债率	衡量财务风险和资金缺口	0.08
	I	利息保障倍数	衡量贷款债务承受能力	0.05
	J	流动比率	衡量偿债能力和财务风险	0.05
	K	应收账款及其它应收款占营收比例	公司的潜在财务风险	0.07
竞争特性（15%）	L	公司资质、竞争状况	公司的行业竞争地位	0.15

资料来源：海通证券研究所

根据评估模型，我们获得了综合分值较高的几家公司作为我们未来关注的重点公司，（见表 3）。根据该模型评估的排序结论主要考虑了公司基本面的价值，要评估公司是否具有投资价值，还需要进行估值比较。

根据评估模型，我们认为海油工程、中材国际、上海建工、龙元建设、中色股份等公司基本面较好，是我们长期关注的重点公司。

表 3 建筑业上市公司投资价值排序表

序号	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	合计
海油工程	7	8	10	4	5	10	10	8	5	5	7	13	92
中材国际	7	10	7	4	4	9	6	6	5	3	7	15	83
上海建工	10	8	6	5	5	7	9	5	4	3	6	8	76
龙元建设	8	8	6	3	5	9	9	6	4	3	3	10	74
中色股份	4	10	10	3	1	9	4	7	4	5	6	8	71
中铁二局	9	8	7	3	4	5	7	4	2	4	5	8	66
中油化建	5	5	7	3	4	5	7	6	4	4	5	10	65
腾达建设	4	6	7	5	3	8	8	5	4	3	4	7	64
西藏天路	2	6	8	3	1	7	6	8	4	5	4	9	63

资料来源：海通证券研究所

5. 建筑行业重点上市公司

建筑工程行业子行业众多，各子行业的竞争状况差异很大。房屋建筑、市政公用、公路工程是最大的三个子行业，这三个行业市场容量较大，行业竞争也较为激烈。我们提醒投资者关注成长性好、盈利能力强的公司，主要包括以下三类公司：（1）子行业中具有垄断地位或者国际竞争力的龙头公司；（2）不受宏观调控影响的子行业，铁路大投资和地铁建设将给相关公司带来新的投资机会；（3）管理能力将、体制灵活、上下游一体化整合较好的公司。

我们根据上述三类选股思路，选取了中色股份（000758）、上海建工（600170）、龙元建设（600491）、海油工程（600583）、隧道股份（600820）和中材国际（600970）等作为我们重点关注的公司，综合成长性和目前估值水平两项因素，给予龙元建设“买入”评级，给予其它公司“增持”评级。

表 4 重点建筑业上市公司业绩预测及投资评级

股票代码	股票名称	每股收益（元）				投资评级	
		2005	1-3Q06	2006E	2007E	上期	本期
000758	中色股份	0.31	0.26	0.45	0.53	买入	增持
600170	上海建工	0.32	0.29	0.35	0.38	增持	增持
600491	龙元建设	0.41	0.32	0.48	0.57	买入	买入
600583	海油工程	0.74	0.57	0.91	1.17	增持	增持
600820	隧道股份	0.18	0.14	0.22	0.28	增持	增持
600970	中材国际	0.55	0.43	0.75	1.64	买入	增持

注：本表业绩指标分别选取了 2005 年年报以及对 2006 年和 2007 年年报的预测。

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

5.1 龙元建设：内生盈利能力增强 公司估值偏低

表 5 龙元建设主要估值指标

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
净利润增长率(%)	25.27	42.86	26.31	18.75	17.54
主营业务利润率(%)	5.13	5.95	6.11	6.19	6.17
净资产收益率(%)	10.50	13.62	14.59	15.35	15.90
每股经营性现金流(元)	-0.35	0.67	0.96	0.75	0.82
每股收益(元)	0.27	0.38	0.48	0.57	0.67

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

1、优势。(1)公司拥有房屋建筑施工总承包特级施工资质，市政公用工程总承包等五个专业承包一级施工资质；下属两家钢结构公司均具有钢结构施工一级资质。公司的收入和盈利能力居同行业前列。(2)公司在上海和江浙两地建筑市场均具有非常好的品牌优势和竞争优势，该三地作为中国经济增长最快的市场，固定资产投资一直保持较高的增速。其中，上海的世博会场馆及配套搬迁住宅建设将给公司业务带来良好的发展前景。(3)公司积极拓展的马来西亚、菲律宾等东南亚市场可望给公司带来一定的贡献。(4)预计2006年公司新增合同订单100亿元，公司在手的合同订单能保证公司未来两年公司的收入增长，且毛利率有望小幅回升。

2、劣势。(1)市场区域集中在长三角地区，抗风险能力有待进一步加强。

3、未来两年盈利增长的催化剂。(1)公司的“水泥——工程承包——钢结构”的一体化业务链条增强了公司的整体盈利能力。(2)2007年大规模实施的世博会场馆建设有望成为新的增长动力。(3)公司在着手以定向增发方式引入境外的战略合作伙伴，有利提升公司的品牌和信誉。

4、公司治理结构(或财务特征/股权激励/资产重组等重大事件)。公司属于家族控制的民营企业，公司下属的重要项目经理具有公司的股权，良好的股权激励能够成为公司业绩增长的可靠保证。

5、估值及结论。我们预计公司2006-2008年的每股收益分别为0.48元、0.57元和0.67元。根据海通DCF估值模型，公司内在价值为7.69元；以2007年15倍的动态市盈率估计，公司的合理价值为8.55元。以公司合理价值8.55元来看，公司现有股价仍有10%以上的空间，考虑到公司的估值仍有提升的潜力，维持“买入”的投资建议。

6、主要不确定因素。(1)国家继续实施宏观调控的风险。(2)“非流通股”解禁时可能对二级市场产生较大的冲击。(3)应收款净额占主营收入比例仍较高。

5.2 隧道股份：地铁大投资和世博会驱动公司收入增长

表6 隧道股份主要估值指标

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
净利润增长率(%)	-11.32	9.85	22.22	27.27	32.14
主营业务利润率(%)	5.51	6.28	6.70	7.05	7.40
净资产收益率(%)	5.23	5.41	6.18	7.55	9.15
每股经营性现金流(元)	1.32	0.16	0.41	0.66	0.77
每股收益(元)	0.16	0.18	0.22	0.28	0.37

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

1、优势。(1)公司是城市地下施工领域的龙头企业。2005年以来国内地铁和城市轨道交通开始进入一个新的建设期，有望给公司业务带来新的发展机遇。(2)拥有自主知识产权的盾构生产能力。向美国AECOM公司定向增发的资金投入到公司具有自主知识产权的盾构设备生产和开发，盾构设备收入成为公司新的盈利增长点。(3)BT、BOT项目成为公司业务的稳定器。公司现有的三条隧道运营BOT、BT项目和通过增资扩股后的建元投资介入的后续BT、BOT项目将增强公司稳定盈利能力。

2、劣势。(1)公司下属子、分公司众多，一些盈利能力不强的公司需要进一步清理。

(2)公司的BT、BOT项目需要大量的资金，未来资金需求比较旺盛。

3、未来两年盈利增长的催化剂。(1)2007年上半年，公司手中的22台盾构订单需要交货，增加公司机械设备业务的盈利能力。同时，国内各城市的地铁大投资将促进公司盾构

设备的增长。(2) 全国第三次城市地铁投资高潮的来临,有望给公司的盾构业务和施工业务带来增长。(3) 2010 年世博会带动的越江隧道建设和其它基础设施建设促进公司业务成长。(4) 施工业务原材料成本的下降、上海政府可能对地铁承包合同从“闭口”到“开口”的变化等两个因素将提升公司的毛利率。

4、公司治理结构(或财务特征/股权激励/资产重组等重大事件)。(1) 公司正在着手股权激励的方案,一旦实施股权激励,公司的业绩有望快速释放。

5、估值及结论。我们预计公司 2007 年开始收入及业绩将进入快速成长期,预计 2006-2008 年的每股收益分别为 0.22 元、0.28 元和 0.37 元。根据海通 DCF 估值模型,公司内在价值为 6.02 元;以 2007 年动态市盈率 20 倍计算公司的合理价值为 5.6 元。考虑到公司增长开始加速,公司的业绩以及盾构产品的收入有可能好于预期。维持“增持”的投资建议。

6、主要不确定因素。(1) 向 AECOM 公司定向增发后将摊薄公司的每股收益。(2) 上海地下施工的毛利率能否提升,除了公司的管理能力和成本控制能力以外,还有赖于与地铁投资方(政府)的议价能力。

5.3 中材国际:盈利能力的提升取决于境外项目的成本控制

表 7 中材国际主要估值指标

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
净利润增长率(%)	55.41	24.49	36.36	118.76	20.12
主营业务利润率(%)	12.58	9.89	9.33	9.53	9.75
净资产收益率(%)	25.40	12.14	15.21	24.96	23.03
每股经营性现金流(元)	1.40	0.26	1.35	2.87	1.65
每股收益(元)	0.44	0.55	0.75	1.64	1.97

资料来源:聚源数据,海通证券研究所

1、优势。(1) 公司收购天津水泥工程设计研究院以后,基本完成国内相关水泥工程承包资源的整合,形成了完整的设计、安装、装备制造一体化的能力。国内水泥工程承包市场的主导地位无人能及。(2) 公司在日产万吨高端水泥生产线总承包上获得突破,特别在高端的水泥装备制造方面具有自主的设计和生产能力。(3) 与国外竞争对手相比,公司具有价格优势、EPC 一体化优势和丰富的新型干法水泥生产线的管理优势,公司境外的目标市场已经囊括了中东、欧洲、非洲、俄罗斯、印度、越南等亚太市场。

2、劣势。公司 2005 年开始大规模进入国际水泥承包市场,境外工程的项目管理能力和盈利能力对公司是个挑战。但从目前境外项目的建设来看,公司管理层的“边学边干”的能力能够充分应对这样的挑战。

3、未来两年盈利增长的催化剂。(1) 2006 年底公司已经完成收购天津水泥设计研究院及其下属的中国建材装备有限公司,2007 年起合并该两公司报表将大大增强公司的盈利水平。(2) 公司正在做的管理层股权激励计划,将使得管理层的利益与二级市场更为一致。

4、公司治理结构(或财务特征/股权激励/资产重组等重大事件)。(1) 公司正在做管理层股权激励的方案,预计 2007 年上半年有望推出。(2) 目前公司的控股股东可能考虑在香港整体上市,这对于公司的影响较难判断。

5、估值及结论。预计公司 2006-2008 年的每股收益分别为 0.75 元、1.64 元和 1.97 元。根据海通 DCF 估值模型,公司内在价值为 32.35 元;以国际水泥工程承包企业 FLS 公司 2007 年 20 倍的动态市盈率计算,公司的合理价值为 32.8 元;鉴于公司的行业龙头地位和国际水泥工程承包市场竞争潜力,维持长期“增持”的投资建议。

6、主要不确定因素。(1) 随着公司境外业务的迅速增长,对公司管理能力和业务协调能力是一个考验,特别是公司境外项目如何保持较高的盈利能力。(2) 人民币的持续升值对公司以美元计价的合同订单产生一定的影响。但公司议价能力和我国水泥装备的出口退税政策(17%的退税率)能够基本消化人民币升值的风险。