

证券研究报告—动态报告/公司快评

建筑建材

路桥建设 (600263)

推荐

建筑工程

(上调评级)

2011 年 1 月 6 日

吸收合并将成就又一基建霸主

证券分析师: 邱波 0755-82133390 qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码: S0980510120021

联系人: 刘萍 0755-82130678 liuping@guosen.com.cn

事项:

我们近期参加了中交建电话会议, 与公司管理层进行了交流, 中交建于近日公告将吸收合并其控股子公司路桥建设, 同时发行不超过 35 亿股 A 股, 从而实现集团公司的 A 股上市。

评论:

■ 公司的主要优势

中交建的主要优势体现在三方面, 首先公司与其它央企相比, 拥有较高的管理水平, 主要体现在公司的母子公司管控较好, 建立了一套有效的内控体系, 母公司在香港上市后, 将投融资以及大额资金使用全部收归集团统一管理, 管理效率明显提高, 近年来管理费用率逐步下降 (03 年 6% 左右, 09 年 3% 左右), 其次, 公司具有国际视野, 致力于赶超世界一流跨国企业, 因此公司无论是在经营理念还是国际工程的对标中, 都是向跨国企业看齐并引以为竞争对手; 再次, 公司的经营模式独具特色, 公司有较为合理的业务布局, 公司是最早迈出转型步伐的国内建筑央企, 公司的投融资业务已颇具规模, 公司在较早的时候就开始思考成长的可持续性, 因此较早的切入到海洋重工、海运等领域, 播下了未来成长的种子。

■ 振华重工基本面正在好转

振华重工 (中交建除路桥建设以外另一控股上市公司) 06-07 年达到巅峰, 由于振华重工是典型的外向型企业, 市场主要在发达国家, 因此金融危机期间遭受重创, 由于振华重工传统产品市场已基本饱和 (振华市占率 75%), 因此需要新的增长点, 公司确立了以海洋重工为主的新产品发展方向, 目前, 公司新产品资本开支已基本完成, 2010 年抓住机遇收购了海洋重工领域设计的全球龙头 F&G (全称是 Friede Goldman United, Ltd. F&G 是全球领先的海上钻井平台设计服务和装备供应商之一, 目前全球超过 10% 的升降式钻井平台及超过 20% 的半潜式钻井平台由 F&G 设计), 可以说准备工作已基本完成, 新业务整装待发。2010 年以来, 传统产品实现恢复性增长, 而新产品即将开始盈利, 因此最坏的时刻已经过去, 另外, 公司也成功切入到风能、重型钢结构等新兴领域, 预计 2011 年开始将实现正收益。

■ 港口建设“十二五”将明显加速

中交建是国内最大的港口设计与建设企业, 根据相关规划, 公司预计, “十二五”期间港口建设与“十一五”相比, 投资规模上将有明显的增长, 与“十一五”期间港口建设主要以大型枢纽港口不同, “十二五”期间港口建设将以业主码头为主, 以满足产业转移的要求, 区域也以广西、福建、苏北等薄弱区域为主。

■ 疏浚业务仍将供不应求

疏浚业务是公司的明星业务，公司是国内最大、全球第三的疏浚工程企业，目前国内疏浚市场整体仍然供不应求，国内每年的疏浚需求约为 10 亿立方米，但供给仅有 7-8 亿立方米，仍有 2-3 亿立方米缺口，这还不包括像洞庭湖清理等水利方面的需求，公司目前业务处理能力约为 5 亿立方米每年，其中大约 50% 的业务需要外包给民营企业，公司计划在“十二五”期间产能年均增长在 10% 左右，同时减小外包的比例。

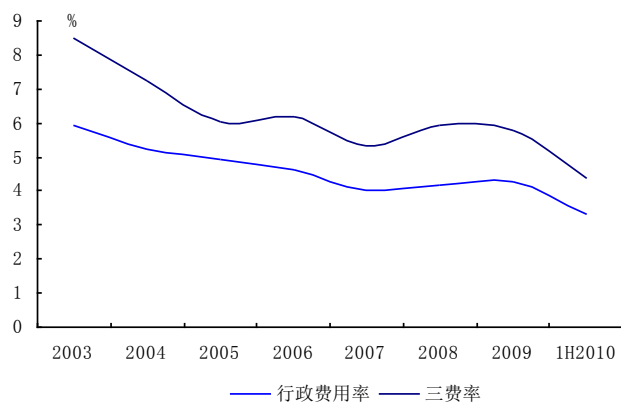
■ 成长性主要来源于海外市场

从国外基建市场看，东南亚地区目前较为活跃，而非洲市场在经历金融危机后逐渐恢复，在中国“南下”战略背景下，以项目换资源的模式在相当长时间内持续，因此非洲市场未来仍有望保持活跃，中东市场启动迹象明显，而公司在东欧也有所斩获，公司一直以国际一流的跨国企业作为自己的竞争对手，海外基建将成为公司成长的新引擎。

■ 毛利率将进入上升周期

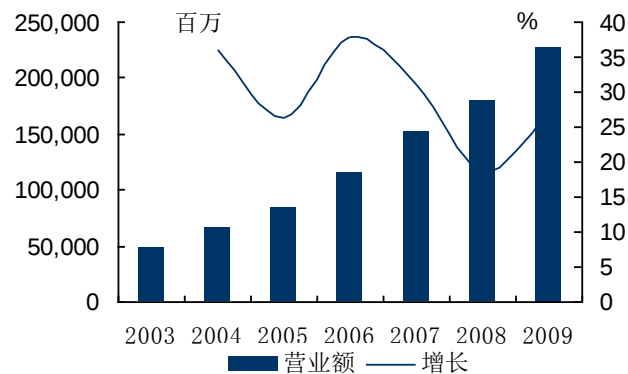
预计 2011 年开始，公司毛利率将进入上升周期，基建行业的毛利率呈周期性波动，一般 6 年为一个完整的周期，其中三年上升周期，三年下降周期，公司目前的情况正好介于上一个下降周期的末端和新一轮上升周期的起始阶段，毛利率提升的原因在于公司经营模式的改善，公司认为，基建行业目前的竞争格局已趋于稳定，未来不会有太大变化，因此，公司并不过分追求规模扩张，在工程业务的选择上，更注重其回报和品质，而振华重工基本面正在改善，对公司毛利率的拖累也将缓解。

图 1: 中交建管理费用率逐年下降



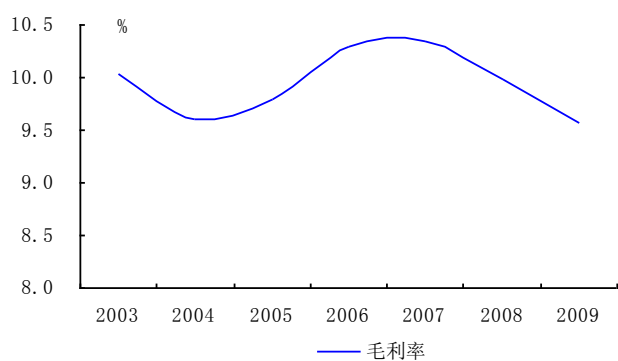
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: 营收及增速



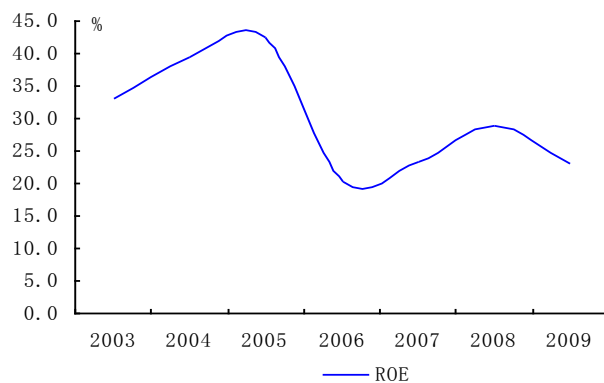
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 3: 毛利率周期性波动



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: ROE 变化



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	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
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%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
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。