

建筑工程行业研究小组
0755-82960440
wxy@cmschina.com.cn

2009年2月4日

己丑，土生金，利动土、宜建筑

建筑工程行业2009年投资策略系列报告（之一）

工业

建筑工程

推荐（维持）

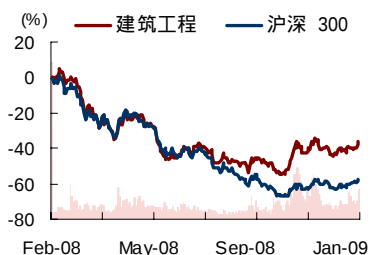
上证指数 2061

行业规模

		占比%
股票家数（只）	34	2.2
总市值（亿元）	3068	2.1
流通市值（亿元）	1204	2.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	14.1	7.1	-29.8
相对表现	-0.2	32.9	24.1



相关报告

- 1、《建筑工程行业 2009 年度投资策略 - 铁路建设，中国经济再次腾飞的引擎》2008/12/03
- 2、《建筑工程行业 08 年第四季度投资策略报告 - 总为浮云能蔽日，黄沙吹尽始到金》2008/10/09
- 3、《建筑工程行业 08 年中期投资策略——行业持续景气，战略布局央企》2008/06/10
- 4、《建筑工程行业 08 年第二季度投资策略——灯火阑珊处，投资价值渐显》2008/04/07

“己丑，土生金，利动土，宜建筑”。我们认为 09 年世界经济包括中国经济并不乐观，而在经济不景气的情况下，通过大规模基建投资拉动经济增长、增加就业岗位成为各个政府的必然之选，这也印证了我们 09 年为双土年、利于动土建筑的观点。建议继续超配建筑行业，重点关注基建领域投资增长性较强的 5 大细分子行业及相关的 9 只股票。

- 我们再次提出 2009 年机构的投资策略是超配建筑板块。在经济格局没有发生大规模的改变之前，我国的 4 万亿投资计划依然会推进，与此相关的建筑类上市公司将成为最大的受益者。我们认为，2009 年业绩增长确定性强的个股将是配置的重点。
- 估值的困惑，投资的机会。现在市场上建筑板块涨幅居前，使得很多投资者认为该板块估值已经偏高。实际上，如何判断建筑企业是否属于高估值状态，或者说未来是否还有投资空间？首先，我们必须判断市场下跌是估值下降还是业绩下降？在此基础上，再决定是否给予确定性溢价？最后，就可以确定 09 年哪类建筑类上市公司可以作为投资标的？尽管目前基建类上市公司估值相对较高，但是考虑到我国经济目前的特殊性，由于其业绩增长的确定性较强，估值还处于合理范围内，在 A 股市场估值上升的前提下，估值还有进一步提高的余地。我们认为，2009 年基建类上市公司投资机会依然明显。
- 重点关注投资增长确定性较强 5 大细分子行业：在我国 4 万亿投资的宏观大背景下，我们细分投资增长确定性较强的基建领域，如铁路建设、城轨建设、水利建设、交通枢纽站场等公共建筑装修、水泥生产线建设领域。这 5 大子行业投资增长的确定性有效地保证了相关公司的业绩增长的确定性。
- 重点推荐 9 只个股：我们针对上述 5 大相关子行业的 9 只个股的投资属性创立了评估体系：根据公司股价表现、公司营业规模进行分类，分为进攻性股票和防御型股票。进攻型：小型公司如宏润建设、粤水电、（四川路桥）；中型公司如隧道股份、中铁二局。防御性：小型公司如金螳螂；中型公司如中材国际；大型公司如中国中铁、中国铁建。我们认为，如果 A 股市场仍然继续向下调整，建议重点配置防御型公司；如果市场有所反弹或者企稳，建议重点配置进攻型公司。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	PB	评级
中国中铁	5.4	0.15	0.06	0.26	36	87	1.9	强烈推荐-A
中国铁建	10.0	0.26	0.32	0.49	38	31	2.6	强烈推荐-A
中铁二局	9.8	0.42	0.34	0.49	14	17	3.3	强烈推荐-A
宏润建设	18.6	0.70	1.25	1.76	27	15	2.5	强烈推荐-A
隧道股份	11.6	0.32	0.39	0.55	36	30	3.4	审慎推荐-A
金螳螂	21.6	0.96	0.99	1.20	22	22	4.2	审慎推荐-A
粤水电	7.7	0.35	0.31	0.42	22	25	1.6	审慎推荐-A
中材国际	37.9	1.51	1.75	2.92	25	22	7.2	强烈推荐-A
四川路桥	6.6	-	-	-	-	-	-	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、引言	4
二、估值的困惑	6
1、09 年建筑板块估值有望随大盘估值上行而再次上行	7
2、辩证看待我国建筑企业估值与国际估值差距	8
(1) 建筑企业所从事的业务领域有所不同, 估值不同	10
(2) 建筑企业所处的发展阶段有所不同, 估值不同	11
3、结论——布局建筑行业的投资思路	13
三、从投资增长的确定性布局 5 大子行业	14
1、铁路建设领域投资增长性确定	14
(1) 09 年铁道部投资额的估算	14
(2) 区域性铁路建设投资增长性确定	18
2、城轨领域投资增长性确定	18
(1) 长三角区域将是我国城市轨道交通的重点区域	19
(2) 珠三角将成为城市轨道交通发展最快的区域	20
(3) 城轨工程市场份额分布	22
3、交通枢纽站场等公共建筑装修领域投资增长性确定	22
4、水利水电建筑工程领域投资增长性确定	23
5、水泥生产线建设领域投资增长性确定	23
四、重点推荐 9 只个股	25
1、中国中铁、中国铁建	26
2、中铁二局	28
3、隧道股份	29
4、宏润建设	30
5、金螳螂	31
6、中材国际	32
7、粤水电	33
8、四川路桥	35

图表目录

图 1：中铁、铁建及其他中小建筑企业综合指数相对沪深 300.....	6
图 2：A 股市场综合市盈率及市净率	7
图 3：中国中铁历史 PE-Band	7
图 4：中国铁建历史 PE-Band	7
图 5：中铁二局历史 PE-Band	8
图 6：宏润建设历史 PE-Band	8
图 7：金螳螂历史 PE-Band	8
图 8：隧道股份历史 PE-Band	8
图 9：粤水电历史 PE-Band	8
图 10：中材国际历史 PE-Band	8
图 11：不同行业相关的建筑业务估值与经济周期的关系	10
图 12：不同建筑业务估值与经济周期的关系示意图	10
图 13：建筑企业发展策略的“金字塔”结构.....	11
图 14：不同类型建筑上市公司的 PE 水平与经济周期的关系.....	11
图 15：建筑企业多元化水平与净资产收益率之间的关系	12
图 16：各城市已开通和在建城市轨道的里程及投资规模	19
图 17：我国地铁总体规划里程趋势	19
图 18：长三角各主要城市近期地铁规划里程	20
图 19：上海城轨工程市场各公司股份.....	22
图 20：我国建筑装饰业产值增长迅猛.....	22
图 21：中央水利投资在近两年将大幅增长.....	23
图 22：水利建设项目总投资规模保持稳定.....	23
图 23：我国水泥固定资产投资增速回升迅猛	24
图 24：我国新型干法水泥发展迅速	24
图 25：相关建筑板块上市公司的投资属性分类	26
图 26：四川路桥主要控股股东变更为四川铁路产业投资集团	35
表 1：世界经济展望最新预测	4
表 2：我国提出的 1000 亿及 4 万亿投资具体投向	5
表 3：A 股主要建筑类企业 PE（20090203）	6
表 4：世界 500 强中建筑类企业估值（20090203）	9
表 5：我国中小建筑类上市公司估值（20090203）	9
表 6：国际排名前列的建筑公司主营业务分析（单位：百万美元）	12
表 7：2008 年世界建筑企业前 200 强国别统计	13
表 8：09 年铁路建设土建投资估算表	14
表 9：“十一五”轨道项目（铁路及地铁项目）不完全统计	15
表 10：上海轨道交通近期建设规划一览表	19
表 11：广州市轨道交通建设情况及未来规划	20
表 12：深圳轨道交通线网规划方案一览表	21
表 13：公用建筑装修标准.....	23
表 14：业绩增长确定性公司一览	25
表 15：重点公司估值对比表（20090203）	25
表 16：各公司股价表现一览表（20090203）	25
表 17：中国中铁盈利预测简表	27
表 18：中国铁建盈利预测简表	28
表 19：中国二局盈利预测简表	29
表 20：隧道股份盈利预测简表	30
表 21：宏润建设盈利预测简表	31
表 22：金螳螂盈利预测简表	32
表 23：中材国际盈利预测简表	33
表 24：粤水电盈利预测简表	34

一、引言

“木生火者，木性温暖，火伏其中，钻灼而生，故木生火。火生土者，火热故能焚木，木焚而成灰，灰即土也，故火生土。土生金者，金居石依山，津润而生，聚土成山，土必生石，故土生金。金生水者，少阴之气温润流泽，销金亦为水，故金生水。水生木者，木因水润而能生，故水生木也。”

——《周易》之命理探源

我们认为 09 年世界经济包括中国经济并不乐观，而在经济不景气的情况下，通过大规模基建投资拉动经济增长、增加就业岗位成为各个政府的必然之选，这也印证了我们 09 年为双土年，利于动土建筑的观点。

世界银行 12 月 9 日发布预测称，09 年全球经济增速仅为 0.9%，全球贸易将出现逾 25 年来的首次下滑，降幅或达到 2.1%，流入发展中国家的私人资本净额将缩水近 50%，并预计中国 09 年经济增长率将从 08 年的 9.4% 降至 7.5%，世界经济正面临罕见的全球性衰退。

表 1：世界经济展望最新预测

单位（%）					预测	预测
	2005	2006	2007	2008 前 3 季度	2008	2009
世界经济增速	4.4	5	4.9		2.5	1-1.5
先进经济体	2.5	3	2.6			-0.1
其中						
美国*	3.1	2.9	2.2	-0.7	0-0.3	-0.2-1.1
欧元区（15）	1.5	2.8	2.6	0.7		0.2
日本	1.9	2.4	1.9	-0.1		0.5
其他先进经济体	3.2	3.7	3.8			
新兴市场和发展中国家	7	7.7	7.8			4.5
非洲	5.9	5.8	6			
中欧和东欧	5.6	6.4	5.5			
独联体国家	6.6	8.1	8.2			
发展中亚洲	9	9.6	9.6			
其中						
中国	10.4	11.1	11.4	9.9	9.8	7.5
中东	5.6	5.8	6			
西半球	4.6	5.4	5.4			

数据来源：国际货币基金组织，美联储，招商证券研发中心

为提振经济，美国、俄罗斯与中国一样，提出了大规模基建计划来拉动经济。



人民网 2009 年 1 月 5 日消息：奥巴马推销经济刺激计划（01/05/2009）

1 月 5 日，……奥巴马向国会推销其名为“美国复兴和再投资计划”的大规模经济刺激方案，奥巴马在强调通过这一计划的紧迫性时称：“美国经济正面临非同寻常的挑战，美国

人民不能等待。”

.....

该投资计划总金额“专家估计为 8500 亿至 1 万亿美元。主要包括 3 方面内容：.....三是加大基础设施投资，用于兴建全国公路、桥梁、校舍、医院设备升级、联邦建筑节能等工程。”

华尔街日报消息：俄罗斯基建计划中的风险（01/05/2009）

.....

华盛顿和北京一样，莫斯科也希望借助基础设施投资来抵消经济放缓。对那些看好俄罗斯的人来说，至 2015 年前投放的 1.1 万亿美元代表了短期内的一个良机，也是一种巩固俄罗斯长期结构性增长形势的途径。



.....

11 月 5 日温家宝总理主持召开国务院常务会议，并提出了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。初步匡算，实施上述工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元。为加快建设进度，会议决定，08 年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，明年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4000 亿元。



08 年 11 月 27 日，国家发改委主任张平在国新办新闻发布会上细化了 1000 亿元及 4 万亿元的资金投向（见表 1）。

表 2：我国提出的 1000 亿及 4 万亿投资具体投向

拟投资额	具体投向
1000 亿元 资金投向	保障性安居工程 100 亿元，农村民生工程和农村基础设施 340 亿元，铁路、公路和机场等重大基础设施建设 250 亿元，医疗卫生、教育文化等社会事业发展 130 亿元，节能减排和生态建设工程 120 亿元，自主创新和产业结构调整 60 亿元
4 万亿资 金投向	保障性安居工程是 2800 亿；农村民生工程和农村基础设施大体是 3700 亿；铁路、公路、机场、城乡电网是 18000 亿；医疗卫生、文化教育事业是 400 亿；生态环境这方面的投资是 3500 亿；自主创新结构调整是 1600 亿；灾后的恢复重建，重灾区是 1 万亿。

资料来源：招商证券研发中心

根据我国五行术对 2009 年做了这样的阐述：“己丑，土生金，利动土，宜建筑”。

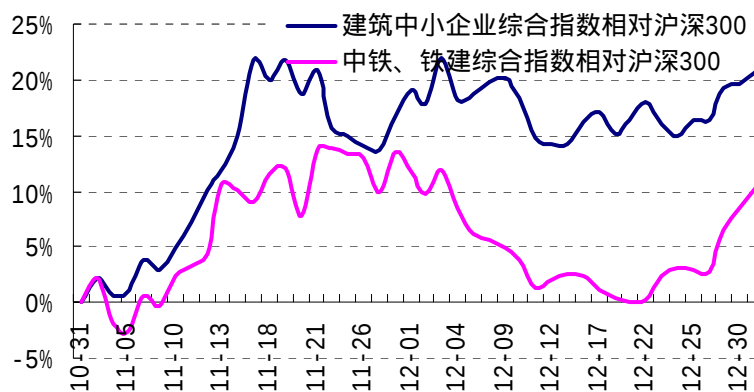
尽管我们并不完全相信五行这类古老的术数，但是，不可否认，在经济格局没有发生大规模的改变之前，我国的 4 万亿投资计划依然会推进，与此相关的建筑类上市公司将成为最大的受益者。

我们再次提出 2009 年机构的投资策略是超配建筑板块。

二、估值的困惑

目前市场对于建筑板块的估值有较大的分歧,毕竟自 2008 年 10 月 29 日 4 万亿元投资计划以来绝大部分中小建筑类上市公司上涨幅度在 50% 左右。

图 1：中铁、铁建及其他中小建筑企业综合指数相对沪深300



数据来源：Wind，招商证券研发中心

通过本轮的上涨，目前建筑类的公司基本上 PE 均在 20 倍左右。

表 3：A 股主要建筑类企业 PE（20090203）

证券代码	证券简称	市盈率 (PE, TTM)	预测市盈率 (PE, 最新预测)	预测市盈率 (PE, 未来 12 个月)
600820.SH	隧道股份	35	30	22
600068.SH	葛洲坝	26	21	14
600170.SH	上海建工	26	24	19
600263.SH	路桥建设	44		13
600528.SH	中铁二局	33	27	21
600284.SH	浦东建设	45	38	23
600491.SH	龙元建设	12	11	9
600970.SH	中材国际	19	16	10
002062.SZ	宏润建设	17	15	11
002081.SZ	金螳螂	24	23	17
002135.SZ	东南网架	42		20
002140.SZ	东华科技	28	21	15
002178.SZ	延华智能	44	42	38
建筑类中小企业平均 PE		30	24	18
601390.SH	中国中铁		44	19
601186.SH	中国铁建		31	20
两家铁路建设公司平均 PE			37	20

数据来源：Wind，招商证券研发中心

实际上，判断建筑企业是否属于高估值状态，或者说未来是否还有投资空间，我们可以转换一种思路：

首先，我们必须判断市场下跌是估值下降还是业绩下降？

在此基础上，我们再决定是否给予确定性溢价？

最后，我们就可以确定 09 年哪类建筑类上市公司可以作为投资标的？

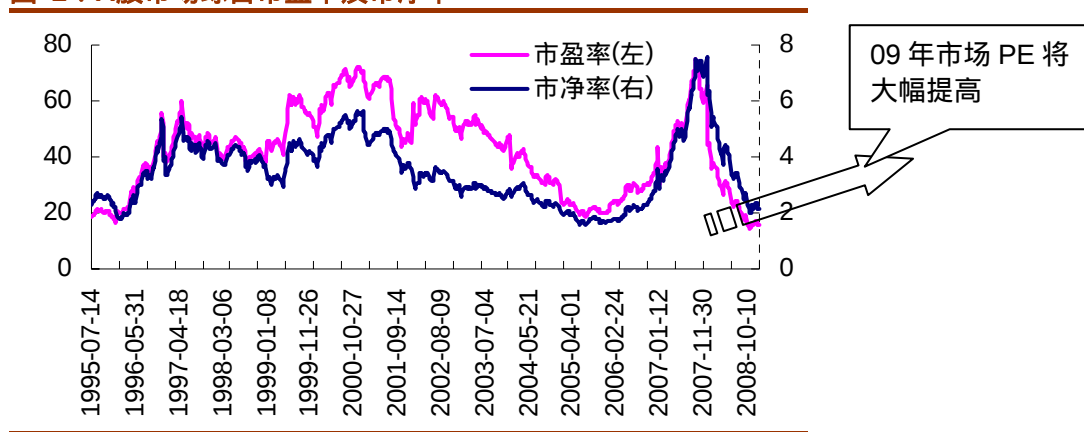
1、09 年建筑板块估值有望随大盘估值上行而再次上行

从 1993 年到 2008 年 15 年时间里，中国股票市场估值水平的周期性基本上是从大约 10-15 倍的水平，上升到 50-60 倍的水平，这样的波动经常出现。其中只有 3 次估值水平回到 15 倍或者是 15 倍以下，分别是 1994 年、2005 年、2008 年。

众所周知，我国的股市长期以来并不是一个依靠盈利来主导的市场，是依靠估值主导的一个市场。

随着我国 4 万亿投资政策的提出，市场流动性将在 2009 年得到释放，A 股市场最本格局预计应该是“估值上升、盈利下降”，预计 09 年证券市场估值水平将会出现大幅度反弹。

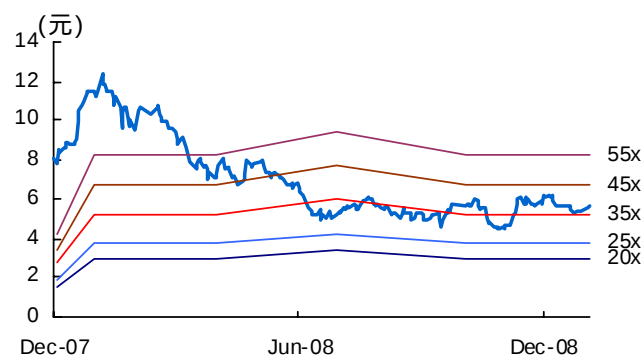
图 2：A 股市场综合市盈率及市净率



数据来源：Wind，招商证券研发中心

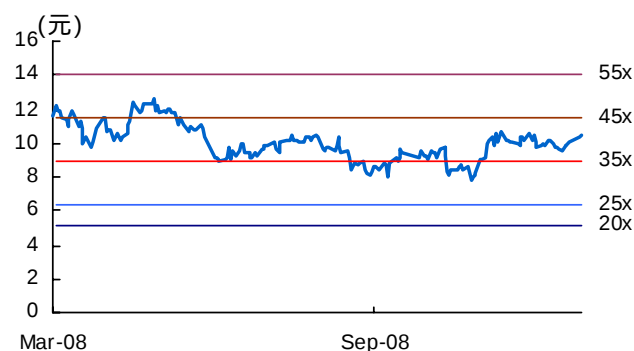
我们的判断是 09 年的 A 股市场的估值可能回升到 20 倍以上，同样，我们判断 09 年建筑类上市公司的估值同样也将出现进一步的提升，达到 25~30 倍左右。

图 3：中国中铁历史 PE-Band



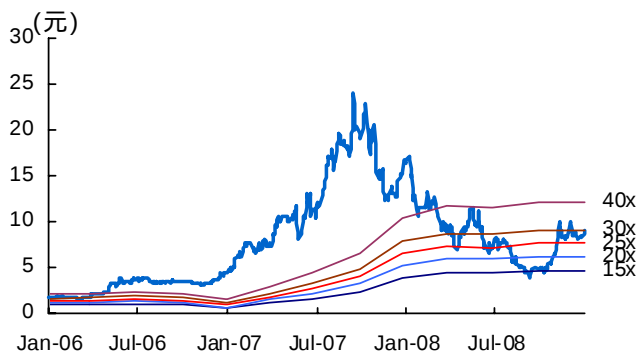
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 4：中国铁建历史 PE-Band



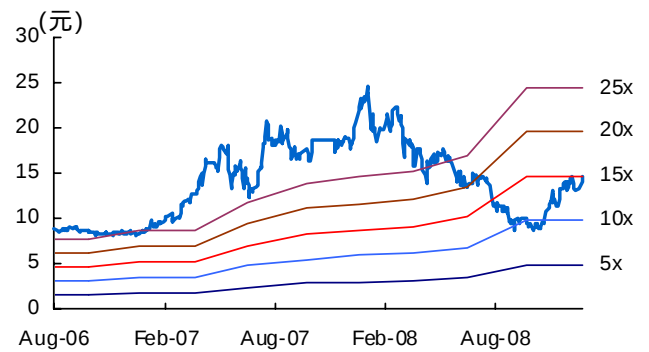
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 5：中铁二局历史PE-Band



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 6：宏润建设历史PE-Band



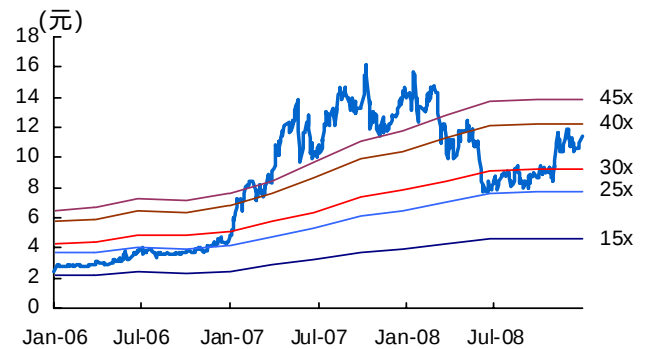
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 7：金螳螂历史PE-Band



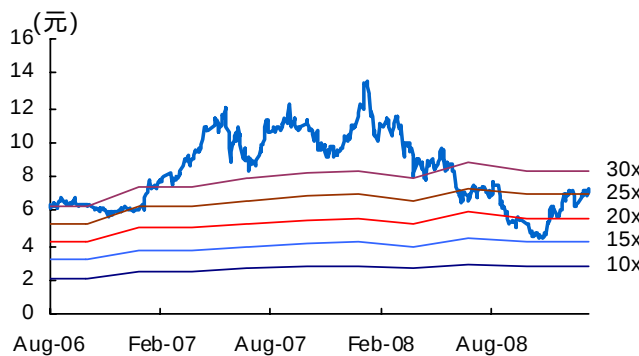
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 8：隧道股份历史PE-Band



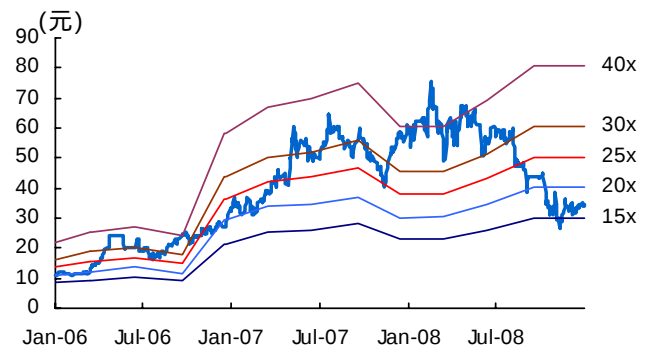
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 9：粤水电历史PE-Band



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 10：中材国际历史PE-Band



资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、辩证看待我国建筑企业估值与国际估值差距

看待国际建筑企业的估值水平，我们主要从 PE 水平及 PB 水平两方面来考察。

首先，从目前国际市场的尤其是成熟市场的建筑上市公司的 PE 来看，其 PE 一般都集中在 8~14 部左右，与我国的建筑类企业的 PE 有一定的差距。

表 4：世界 500 强中建筑类企业估值（20090203）

排名	股票代码	中文名称	总部所在地	营业收入 (亿美元)	收盘价 (090106)	PE	PB
169	DG.EU	万喜	法国	419.69	26.5	N/A	N/A
172	EN.FP	布依格	法国	407.21	27.0	6	1
270	ACS.SM	ACS	西班牙	291.71	31.5	8	2
341	601390.CN	中国中铁	中国	237.32	N/A	N/A	N/A
356	601186.CN	中国铁建	中国	233.35	10.4	32	14
377	HOT.GR	豪赫蒂夫	德国	225.18	26.8	11	1
385	N/A	中建总公司	中国	221.28	N/A	N/A	N/A
411	SKAB.SS	斯堪斯卡	瑞典	205.34	70.5	7	2
424	FER.SM	法罗里奥	西班牙	200.62	20.0	N/A	1
426	1800.HK	中交集团	中国	199.91	8.3	20	3
440	FCC.SM	FCC	西班牙	192.67	20.4	6	1
480	N/A	中冶集团	中国	175.15	N/A	N/A	N/A
488	FGR.FP	埃法日	法国	172.41	36.5	6	1.1
500	FLR.US	福陆	美国	166.91	38.7	12	2.6
平均				239.20	N/A	9	2

备注：此表平均一栏中扣除了我国本地股

资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心整理

其次，从 PB 水平来看，我国上市建筑公司的 PB 与国际建筑公司的 PB 水平基本一致，基本上 2~3 倍的水平

表 5：我国中小建筑类上市公司估值（20090203）

证券代码	证券简称	收盘价(091008)	EPS(TTM)	PE(TTM)	PB
600512.SH	腾达建设	4.34	0.13	35	1.6
600263.SH	路桥建设	7.82	0.18	44	1.9
600491.SH	龙元建设	5.90	0.50	12	1.6
002178.SZ	延华智能	9.18	0.21	44	2.7
002140.SZ	东华科技	23.59	0.86	28	4.1
002081.SZ	金螳螂	21.48	0.90	24	4.7
600820.SH	隧道股份	11.41	0.34	35	2.4
600068.SH	葛洲坝	9.62	0.38	26	3.5
600853.SH	龙建股份	3.40	0.02	190	2.6
002060.SZ	粤水电	7.60	0.28	28	1.6
600970.SH	中材国际	35.23	2.01	19	5.5
002062.SZ	宏润建设	18.60	1.07	17	3.2
600284.SH	浦东建设	11.70	0.26	45	2.0
002135.SZ	东南网架	7.74	0.19	42	1.7
600528.SH	中铁二局	9.37	0.30	33	3.7
600106.SH	重庆路桥	7.09	0.23	31	2.0
600170.SH	上海建工	10.90	0.44	26	2.2
平均				31	2.8

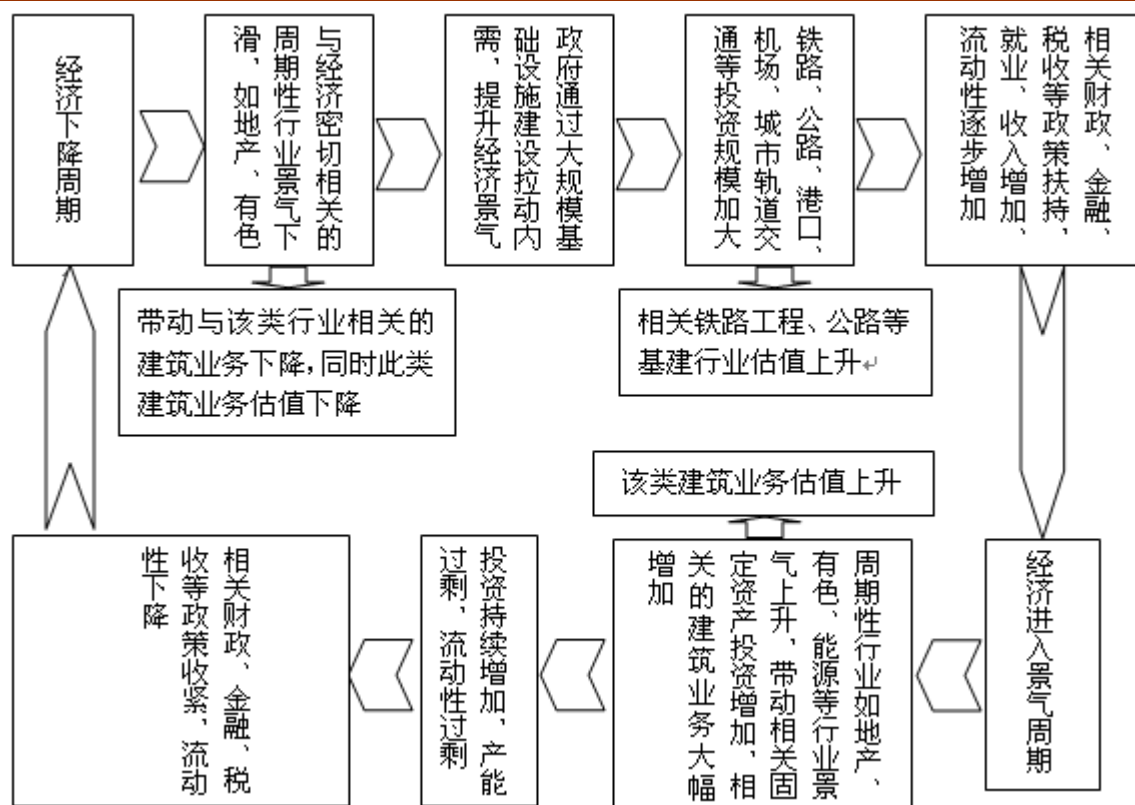
资料来源：Wind，招商证券研发中心整理

事实上，中国建筑类上市公司与海外建筑企业 PE 估值水平有所不同，我们认为主要跟建筑上市公司所从事的业务领域及所处的发展阶段不同。

(1) 建筑企业所从事的业务领域有所不同，估值不同

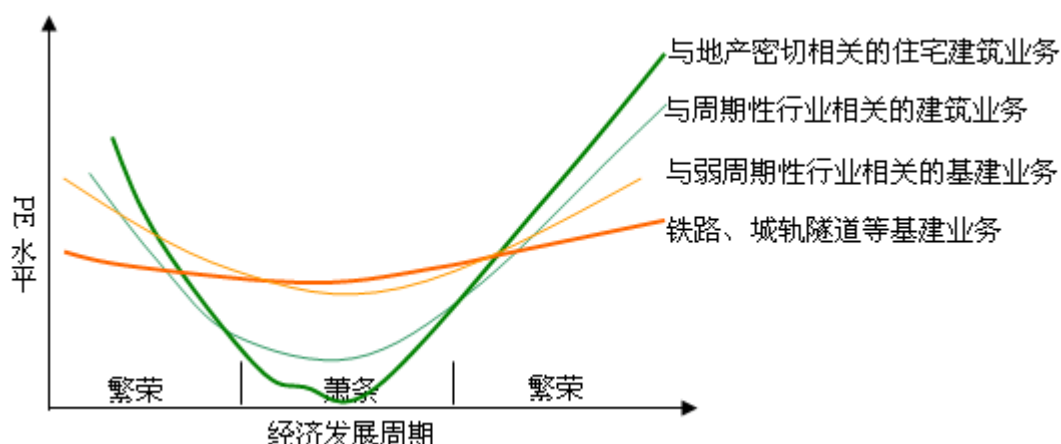
随着经济进入下降周期，与经济敏感性非常强的行业景气同样下滑，比如房地产、能源、有色等下滑比较严重，带动与此相关的固定资产投资下滑，从而该类建筑业务同样面临萎缩，甚至导致拖欠工程款的现象发生，影响建筑企业的可持续性发展，从而带动其估值下降。

图 11：不同行业相关的建筑业务估值与经济周期的关系



数据来源：招商证券研发中心

图 12：不同建筑业务估值与经济周期的关系示意图



数据来源：招商证券研发中心

我国目前还远未处于经济衰退，加上国务院出台的一系列刺激经济的政策的出台，在很大程度上也缓解了外围经济对我国经济的影响，从而使得我国总体估值要比国际估值要

高。

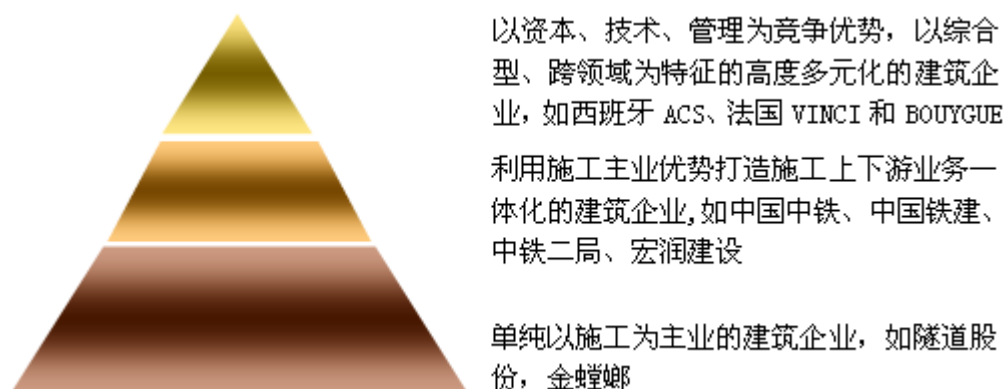
对于基建类上市公司而言，更是受益于国家拉动内需的大规模基建投资计划，使其成为了目前 A 股市场上少有的业绩增长性明确的板块，其估值更要比 A 股平均估值要高。

（2）建筑企业所处的发展阶段有所不同，估值不同

我们认为，建筑企业走多元化道路是其发展的必经之路，同时多元化也是提升公司经营利润的最有效办法。

建筑企业所处的发展阶段有如金字塔结构——金字塔顶端是以资本、技术、管理为竞争优势，以综合型、跨领域为特征的高度多元化的建筑企业；金字塔中端则是利用施工主业优势打造施工上下游业务一体化的施工企业；金字塔底端是数量众多的、单纯以施工为主业的施工企业。

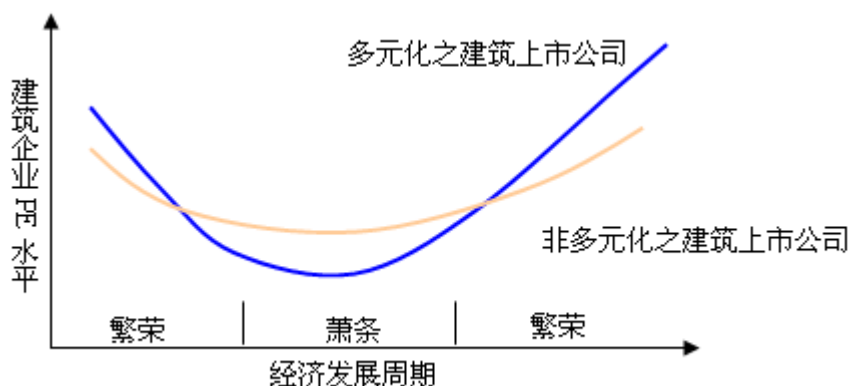
图 13：建筑企业发展策略的“金字塔”结构



数据来源：招商证券研发中心

我们认为，多元化提升了公司的 ROE 水平，同时对公司的估值也有一个“加速器”的作用。在经济景气中，多元化将进一步提升建筑企业的估值；而在经济不景气中，多元化可能加剧建筑上市公司 PE 的下降。

图 14：不同类型建筑上市公司的 PE 水平与经济周期的关系



数据来源：招商证券研发中心

专业化程度高的大型公司，由于参与不同产业领域，通过资本、管理、技术等优势，能够获得比原有传统建筑领域更高的利润，比如西班牙 ACS、法国的 VINCI、BOUYGUES，正因为他们参与了更为广阔的产业领域如能源、电讯、媒体等，使得他

们在 2008 年的经济萧条中不受美国市场的影响,牢牢把持世界建筑企业排名的前三甲。

表 6：国际排名前列的建筑公司主营业务分析（单位：百万美元）

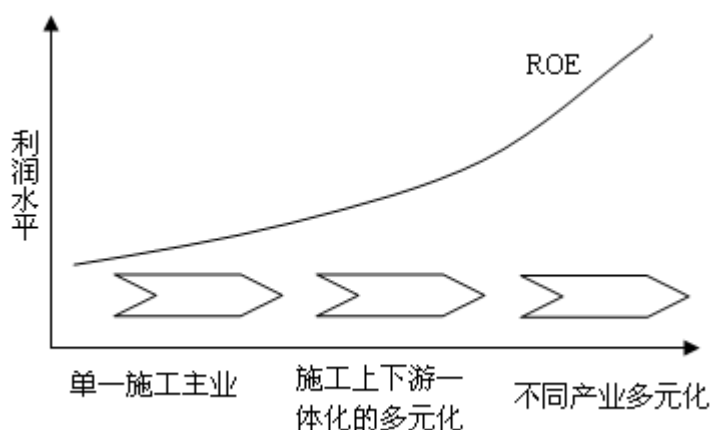
公司代码	公司名称	主营业务	营业收入	占比	营业利润	占比
DG.EU EQUITY	万喜 (VINCI)	建筑工程	18444	44.3%	865	21.0%
		机场及高速公路运营	10402	25.0%	513	12.5%
		特许权转让	6265	15.1%	2374	57.7%
		能源	5760	13.8%	271	6.6%
		物业及股权投资	762	1.8%	90	2.2%
EN.FP EQUITY	布依格 (BOUYGUES)	道路设施工程	15927	39.3%	872	29.4%
		建筑工程	11067	27.3%	401	13.5%
		电讯	6540	16.1%	1021	34.5%
		媒体	2838	9.3%	417	14.1%
		物业开发	2838	7.0%	287	9.7%
		其它	389	1.0%	-38	-1.3%
ACS.SM EQUITY	ACS	基础设施建设	10061	33.6%	630	18.2%
		能源	8164	27.3%	1956	56.5%
		机电安装	7746	25.9%	564	16.3%
		环境工程及物流	3879	13.0%	319	9.2%
		特许权转让	49	0.2%	-7	-0.2%
		内部抵扣	-738	6.1%	-60	-
1186 HK EQUITY	福陆 (FLUOR)	石油及天然气	8370	50.1%	433	54.0%
		工业及基础设施建设	3385	20.3%	101	12.6%
		工程人员派遣	2460	14.7%	201	25.1%
		政府工程	1308	7.8%	29	3.6%
		电力	1168	7.0%	38	4.7%

资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心整理

反观我国的建筑企业，多元化战略还有待进一步提升。2008 年，我国进入世界企业 500 强的企业，基本上是单一的以施工业为主，尽管有多元化，但是基本上是属于施工行业的上下游的一体化，而且占比较低，一般仅在 5-10% 以内。

从最新的数据可以看出，我国的建筑企业营业利润率、人均产值排名均靠后，尤其是人均产值一块，排名倒数第一。

图 15：建筑企业多元化水平与净资产收益率之间的关系



数据来源：招商证券研发中心

表 7：2008 年世界建筑企业前 200 强国别统计

国家	公司数量	总营业额 (亿美元)	平均营业额 (亿美元)	平均营业利润 (亿美元)	平均营业利 润率	平均雇员数 (万人)	人均营业额 (万美元)
美国	44	2278	52	-3.05	-5.08%	1.40	38.62
日本	35	1778	51	0.98	1.93%	1.01	50.42
法国	8	1135	142	11.96	7.65%	4.95	28.69
中国	9	1109	123	5.3	3.65%	11.60	11.24
西班牙	11	1057	96	11.8	12.28%	4.40	21.84
英国	22	899	41	3.09	7.57%	1.17	35.85
德国	5	412	82	1.78	1.79%	2.34	35.28
韩国	10	409	41	2.94	7.18%	0.64	64.25
荷兰	10	375	38	1.78	4.75%	1.09	35.84
瑞典	4	349	87	3.99	4.58%	2.82	35.66
澳大利亚	3	234	78	5.29	6.77%	1.49	52.51
奥地利	4	232	58	14.69	20.65%	1.72	52.51
意大利	4	213	53	4.24	7.98%	2.09	25.47
挪威	2	132	66	3.73	5.65%	1.66	39.72
加拿大	3	118	39	1	2.72%	1.46	26.96
巴西	2	84	42	4.55	11.24%	1.23	34.20
比利时	4	84	21	2.64	12.45%	0.45	46.58
芬兰	2	80	40	3.18	7.89%	0.60	66.66
希腊	2	75	37	-7.04	-37.11%	2.69	13.94
印度	2	66	33	2.82	8.54%	0.34	97.50
南非	2	57	28	6.22	21.85%	0.62	45.85
土耳其	1	55	55	6.7	12.27%	1.36	40.20
墨西哥	3	49	16	2.24	13.68%	0.50	32.99
葡萄牙	2	36	18	1.49	8.38%	0.77	23.03
以色列	1	35	35	15.04	42.65%	0.40	88.17
爱尔兰	1	22	22	-	-	1.50	14.44
丹麦	1	22	22	0.36	1.66%	0.20	107.62
瑞士	1	20	20	0.32	1.62%	0.41	47.96
泰国	1	14	14	0.79	5.47%	0.57	25.41
埃及	1	14	14	-	-	0.20	69.91
总计	200	11442	57	2.89	4.85%	1.98	29.37

资料来源：ENR，招商证券研发中心整理

3、结论——布局建筑行业的投资思路

尽管目前基建类上市公司估值相对较高，但是考虑到我国经济目前的特殊性，这类基建类上市公司由于其业绩增长的确定性较强，其估值还处于合理范围内，在 A 股市场估值上升的前提下，估值还有进一步提高的余地。

我们认为，09 年基建类上市公司投资机会依然明显。09 年配置建筑板块，主要的思路是：

重点关注基建领域投资增长确定性较强的 5 大子行业如铁路建设、城轨建设、水利建设、交通枢纽场馆等公共建筑装修、水泥生产线建设领域；

重点推荐 5 大子行业的 9 只个股：中国中铁、中国铁建、中铁二局、四川路桥、隧道股份、宏润建设、粤水电、金螳螂、中材国际。

三、从投资增长的确定性布局 5 大子行业

1、铁路建设领域投资增长性确定

我们认为，我国 4 万亿投资计划提出，相对来说，铁路投资是最为确定的。

我们在 2008 年 3 月 7 日的报告《铁路建设投资改革将出，两铁投资价值凸显》、2008 年 11 月 11 日《铁道部高工谈铁路建设现状及前景点评 - 好风凭借力，送我上青云》以及 2008 年 12 月 3 日的《建筑工程行业 2009 年度投资策略 - 铁路建设，中国经济再次腾飞的引擎》等报告中已经多次指出这一点。

(1) 09 年铁道部投资额的估算

根据有关专家统计，我国 2008 年底在建项目总金额将达到 1.87 万亿元左右，按照平均工期 3.5-4 年计算，09 年全年在建工程投资金额在 4700 亿元-5400 亿元之间。

其次，根据铁道部的规划，2009 年将新批 70 个项目，总投资规模达到 1.5 万亿左右，同样按照平均工期 3.5-4 年计算，09 年全年新建项目投资为 3800 亿元-4300 亿元左右。

上述两者相加，09 年铁路建设固定资产总投资在 8500 亿元-9700 亿元之间。

考虑到铁路新线建设投资分为四大块：第一块是静态投资，主要是征地拆迁和各项工程的费用，有 11 项内容，加上基本预备费，一共 12 项。该部分约占总投资的 85%；第二块是动态投资，主要是建设期利息；约占工程总投资的 3%~5%；第三块是机车车辆购置费；约占总投资的 10%；第四块是铺底流动资金。约占总投资的 1%~2%。

扣除建设期利息、机车购置费以及铺底流动资金，静态投资约为 7200-8200 亿元。

我们在考虑铁路建设的项目拆迁需要涉及到拆迁及征地费用，这些费用约占到项目总投资的 10%-20%左右，而新批项目第一年主要发生拆迁及征地费用比较多，一般占到 40%-50%的比重，由此估算 2009 年铁路建设投资土建工程金额在 4000-4100 亿元之间。

表 8：09 年铁路建设土建投资估算表

	2008 年	2009 年	合计	备注
固定资产总投资	4700-5400	3800-4300	8500-9700	
其中：				
工程其它投资	700-800	6000-700	1300-1500	其它投资占比 15%左右，主要为建设期利息、机车购置费、铺底流动资金
工程静态投资	4000-4600	3200-3600	7200-8200	
其中：				
征地及拆迁费用	600-700	1000-1200	1600 - 1900	征地及拆迁费用占静态投资的 10%-20%，新建工程第一年拆迁费用占当年静态投资 30%-40%
站前工程（施工准备、路基、桥涵、轨道等）	2400-2600	1400-1600	4000-4100	此为 09 年当年土建施工估算总金额
站后工程（通讯、电力、电气化、信号、站房、动车段工程等）	800-1000	650-750	1500-1800	占静态投资的 15%-25%
其它费用（建设单位管理费、监理费、前期费、勘察设计费等）	200-230	160-180	360-410	一般占静态投资 4%~5%之间。

资料来源：铁道部，招商证券研发中心

我们预计未来 2 年内铁路投资增速将达到 30% 以上，未来 3-5 年内增速在 20% 以上。

表 9：“十一五”轨道项目（铁路及地铁项目）不完全统计

省份	项目名称	建设时间	投资额 (亿元)	里程 (公里)	单价(万元 /公里)	备注
安徽	安徽华谊化工园配套铁路项目	2008-2010	1.3			
	宿淮铁路工程	2008-2010	49.5	203	2438	
	阜阳至六安铁路项目	2008-2010	42.6	166	2566	
	合肥至蚌埠客运专线	2009-2013	102.0	131	7786	
	黄山至杭州客专	2009-				
	皖赣铁路复线改造工程	2009-2012	51.0	255	2000	
北京	延庆县西铁路改建工程	2008-2010	1.7	82	207	
	京沪高速铁路工程	2008-2012	1982.9	1318	15045	
	北京地铁 10 号线（二期）工程	2008-2012	45.0	8	57325	
	北京地铁大兴线工程	2008-2012	80.0	22	36364	
	地铁亦庄线		30.6			
福建	厦深铁路	2008-2010	417.0	502	8307	
	向莆铁路项目	2008-2011	518.0	604	8582	
甘肃	西平铁路甘肃段项目	2008-2010	72.3	266	2722	
	天水至平凉铁路项目	2008-2011	39.4	129	3064	
	兰渝铁路	2008.09-2014	774	820	9439	
	兰新铁路客运专线	2009-2013	1200	1892	6342	
广东	广珠铁路复建工程	2008-2011	148.0	189	7839	
	深圳地铁 2 号线初期工程	2008-2010.10	64.9	13	48396	
	广澳港区疏港铁路项目	2008-2011	28.1	44	6358	
	广州地铁二、八延长线工程	2008-2010	147.3	29	51590	根据广东省《珠江三角洲地区轨道交通同城化规划》中，广东省将投入 3500 亿元以上的资金在 2050 年前建设将近 1900 公里的城际轨道交通网
	深圳地铁 5 号线工程	2008-2011	204.5	40	51266	
	深圳地铁 4 号线（二期）工程	2008-2013	60.0	16	37500	
	深圳 2 号线东延段（世界之窗至黄贝岭）和 3 号线西延段（红岭中路至益田）	2008 - 2011	155	27.8	55755	
	新建地方铁路罗定至岑溪线项目	2009	14.5	75	1933	
	茂湛高铁	2008-2010	40.0	93	4318	
	东莞轨道交通	2009-2015	295.4	194.37	15198	
	珠三角城际轨道交通莞穗深项目	2008.12-2012.12	196.98	86.62		
	南宁至广州快速铁路工程	2008-2012	295.4	559	5284	
	柳州至南宁城际铁路项目	2008-2012	154.4	217	7113	
广西	合浦至河唇铁路	2008-2010	13.3	170	780	
	玉林至合浦铁路	2008-2011	35.0	123	2853	
	田东至德保铁路	2006-2008	15.5	74	2095	
	南防铁路增建二线	2008-2012	40.0	173	2312	
	南昆铁路增建二线	2008-2012	97.0	898	1080	
	黔桂铁路增建二线	2010-2014	75.0	269	2788	
	六沾铁路复线工程	2008-2011	90.0	219	4110	
贵州	贵阳至广州铁路新通道	2007 - 2012	858.0	1000		
海南	海南东环铁路项目	2008-2011.09	202.24	308	6566	工程静态投资 167.4 亿元，动车组购置费 16 亿元
河北	遵化南至小寺沟地方铁路工程（唐山段）	2008-2009	3.0	122	246	
	三屯营至铁门关段工程	2008-2009	19.0			
	遵小铁路（平泉段）建设项目	2009	24	208	1156	
	新建铁路黄大线黄骅南至大家洼段工程	2008-2011.12	1167.6	841	13888	
河南	黄河公铁两用桥工程	2008.7-2010.7	50.7	15	34050	
	京广铁路客运专线河南段项目	2008-2012	530.0	506	10475	

湖北	武汉至宜昌铁路项目	2008-2012	230.0	292	7881	
	武广高铁	2006-2010	930.0	968	9603	
	武九铁路电气化改造	2009-2010.12	8.9			
江西	衡茶吉铁路工程	2009-2012	76.2	260	2931	未来 5 年投入资本金 136 亿元，建设 14 个铁路项目，总投资 1165 亿元。铁道部与江西省签订的《关于加快推进江西铁路建设的会议纪要》，江西铁路规划里程由 3500 公里调整到 4000 公里。
	九景衢铁路工程	2009-2012	122.5	350	3500	
	改建铁路南昌枢纽新建西环线工程	2008-2010	45.0	62	7298	
	赣韶铁路项目	2008-2011	54.5	182	2995	
	杭南长铁路客运专线江西段	2009 下-2012	400.0	500	8000	
吉林	新建铁路长春至吉林城际铁路工程	2008-2010	86.0	96	8958	
江苏	宁宜城际铁路项目	2009-2012	167.0	250	6680	总投资约 1200 亿元，建成后新增铁路里程 2000 公里，全省铁路里程将达到 5600 公里。2009 年新开工项目 6 个，投资额达到 2300 亿元
	元淮连铁路项目	2009-2011	34.0	142	2398	
	丰沛铁路建设项目	2008.12-2010	7.4	50	1460	
	沪通铁路项目	2008-2012	219.3	114	19237	
	宁杭铁路			248		
	海洋铁路	2009.12-2010	18.0	77	2338	
辽宁	连淮铁路					
	大连地铁 1 号线（一期）工程	2009-2012	70.0	21	33059	
	岫岩至庄河铁路工程	2008-2011	8.5	70	1216	
	辽源至西丰铁路工程	2008-2009	5.1	33	1557	
	大连铁路集装箱中心站工程	2008-2009	7.1			
	大连长兴岛铁路工程	2008-2013	22.0	80	2753	
	沈阳地铁二号线（一期）项目	2008-2010.10	83.8	20	41910	
内蒙古	哈大铁路客运专线工程	2008-2013.7	945.1	904	10455	
	包神铁路东胜～巴图塔段增建二线工程	2008-2009	11.5	41	2827	
	京包铁路集宁至包头段增建第二双线工程	2009-2012	125.6	308	4078	
	金阿铁路专用线金昌至红沙岗段建设项目	2008-2010	7.8	100	782	
	杨家村矿井配套铁路项目	2008-2010	2.7	12	2202	
	新建巴彦乌拉（巴拉嘎尔高勒）至新邱地方铁路项目	2008-2010.11	58.6	487	1203	
	阿荣旗至扎兰屯地方铁路项目	2009.1-2010.6	8.1	60.8	1337	
	包西铁路大通道	2008-2009.12	76.2	998	764	
山东	潍坊市潍坊港疏港地方铁路工程	2008-2009	3.0	16	1875	自 08 年开始，将新建、改建铁路 3800 公里，该数字超过了建国以来山东省铁路建设总和，总投资超过 1500 亿元
	青烟威荣城际客运专线铁路	2009 下-2013	240.0	296	8108	
	改建铁路新菏兖日铁路电气化改造工程		27.8	616	451	
	地方铁路滨港线（二期）工程	2008-2010	12.0	65	1846	
山西	新建朔州至准格尔铁路项目	2008-2010	53.8	218	2468	
	嘉南铁路项目	2008-2009.12	20.0	67	2985	
	大同至运城快速铁路	2009-	540.0	565	9558	
	榆横煤化工铁路专用线项目	2008-2010	8.4	59	1439	
陕西	西安地铁一号线项目	2008-2012	100.0	32	31447	
	西康铁路增建二线工程	2008-2012	110.0	248	4439	
	西安铁路北客站		40.0			
	西宝客运专线	2008.12-2011.6	193.0	151	12809	
上海	上海地铁十号线项目	2008-2010	258.7	36	71861	
	新建上海铁路综合维修基地工程	2008-2009	3.7			
	地铁 4 号线项目	2009.12-2012.12	83.2			
四川	成都至甘肃哈达铺铁路	2008-2012	409.0	480	8521	
	成都地铁 2 号线（一期）工程	2008-2012	92.8	23	40348	
	遂渝铁路增建二线工程	2008-2010.11	48.2	131	3672	
	成渝高铁	2009-2013	300.4	294	10218	

	成贵高铁	2009-2013	432.8	663	6528	
	成都西安客专	2009-?	325.0	400	8125	655 公里, 新建西安至江油段约 400 公里
	成都至都江堰高速铁路	2008.11-2010.04	122.6	66	18517	
	成兰铁路	2008.12-2014.12	619.4	731		
	成绵乐铁路客运专线	2008.12-2012.12	392.0	319		
	川藏铁路*		537.8	1629	3301	
天津	蓟港铁路北塘西至东大沽扩能改造工程	2008-2010	24.6	60	4073	
	天津地铁 2 号线项目	2008-2010	123.0	23	54512	
	天津地铁 3 号线工程	2008-2009	119.5	28	42060	
	津秦客运专线	2009-2013	338.0	261.3	12935	
西藏	拉萨至日喀则铁路项目	2008-2011.9	110.0	254	4331	
新疆	喀什至和田铁路项目	2008-2010	46.4	775	599	
	嘉峪关至阿拉山口电气化改造	2008.10-?	110.0	1158.0	950	
	哈密至策克铁路					
	兰州至乌鲁木齐第二双线					
	北屯至富蕴					到 2010 年, 新疆铁路运营里程将从目前的 3000 公里增加到 4000 公里, 中期规划达到 7000 公里,
	中吉乌铁路					
	哈密至罗布泊					
	额尔济那至哈密					
	敦煌至格尔木铁路		90.0	617	1459	
	将军庙至哈密	2008.10-?	12.0	94.0	1277	
	库阿二线	2008.10-?	51.0	520.0	981	
	库俄铁路	2008.10-?	19.5	92.0	2120	
云南	成昆线广通至昆明段扩能改造工程	2008-2012	48.0	99	4848	
	仁和至丽江铁路	2008-2009	6.3	16	3950	
	丽江至香格里拉铁路	2008-2012	80.0	161	4969	
	昭通—攀枝花铁路—丽江铁路	2009-2012	175.6	521	3370	
	蒙自至河口铁路	2008-2010	60.7	143	4241	
	大理至瑞丽铁路	2008-2011	153.0	325	4708	
	泛亚铁路玉溪至磨憨段	2008-2013	204.0	599	3406	
	广通至大理铁路扩能改造项目	2008.10-2011.11	122.0			铁道部规划力争使云南铁路里程从目前的 2300 公里增加到 2020 年的 6200 公里
	贵昆客运专线					
	渝昆客运专线					
	新云桂铁路	2009-2015	790.0	727		
	昆明铁路枢纽扩能改造		58.0			
浙江	宁波市轨道交通地铁一号线(一期)工程	2009-2013	120.0	46	26093	
	杭州地铁一号线项目	2008-2010.7	220.8	69	32092	
	新建杭州钱江铁路新桥工程	2008-2011	13.0			
	义乌市老铁路改造暨快速通道工程	2009-2011	75.0	40	18703	
	宁杭城际铁路	2009-2012	240.0	48	50420	
	湖嘉乍铁路嘉兴至乍浦段工程	2008-2010	24.0	132	1818	
	上海 - 杭州 - 宁波 - 深圳客专					其中浙江段 102 公里, 投资 160 亿元
浙江原有铁路规划、10 条	杭州 - 长沙 - 昆明客专					
	九江 - 景德镇 - 衢州铁路					
	金华 - 温州扩能					
	苏州 - 嘉兴城际铁路					
	金华 - 台州铁路					
	萧甬铁路电气化改造					
	宣杭铁路电气化改造					
调整	沪杭客专	已批		159		
后新	南通 - 上海 - 宁波					

增铁路项目, 10 个	宁波 - 金华 杭州 - 黄山浙江段 衢州 - 武夷山 - 宁德铁路 湖州 - 苏州 - 上海城际 杭州 - 宁波城际 新长 (江苏新沂至浙江长兴县) 铁路电气化改造					
规划研究项目, 3 个	衢州 - 丽水 宁波 - 舟山 宁波 - 福州					
重庆	渝利铁路项目	2008-2009	203.0	244	8320	至 2017 年, 铁路里程由 1200 公里增加至 2300 公里
	重庆地铁六号线项目	2009-2011	52.0	61	8525	
湖南	黔张常铁路		250	355.5		中长期铁路规划新纳入 9 条铁路, 建成后, 湖南铁路网将达 6000 公里, 其中客运专线 978 公里, 是目前里程的 2 倍
合计	铁路里程合计 (公里)	32274				
	轨道项目总投资合计 (亿元)	23175.7				
	地铁投资合计 (亿元)	1836.5				
	铁路总投资合计 (亿元)	20801.4				
	09 年新开工项目投资合计 (亿元)	5575.2				
	08 年新开工项目投资合计 (亿元)	15226.2				

备注：◦ 桔红色背景为地铁项目；◦ 带“*”的川藏铁路由于规划待定，具体投资数据未统计进入最后合计项目中；◦ 表内反白行内项目数据未能收集到数据。

资料来源：招商证券研发中心整理

由于铁路投资增长的确定性，为相关铁路建筑公司的业绩的增长提供了良好的保障。

（2）区域性铁路建设投资增长性确定

我们认为，未来的中国铁路投资的重心不在客运专线，而在普通铁路，其理由是客运专线投资成本较高，票价同样也将定价较高，大部分的普通民众将难以承受这样的高票价，这样将不能有效地解决我国民生运输问题，有违我国和谐社会精神。

我们断定，未来 2 至 3 年内铁道部投资铁路建设的重点将由目前的高速客运铁路转向普通铁路，投资的区域重点将集中在四川、云南、贵州等西部各省。

从表 9 的“十一五”轨道项目不完全统计表中，我们发现四川、云南铁路投资达到 5000 亿元（其中四川铁路达到 3300 亿元左右，云南铁路投资达到 1700 亿元），远远大于国内其它区域的铁路投资总额，未来这两个省份的铁路投资仍将加大。

2、城轨领域投资增长性确定

随着我国各城市的交通日益拥堵，这些城市的地方政府都出台了相关的城市轨道交通规划。

目前国内已开通、已批准的城市的城市共计 15 个，规划线路总长达到 1700 公里，总投资将突破 6000 亿元。

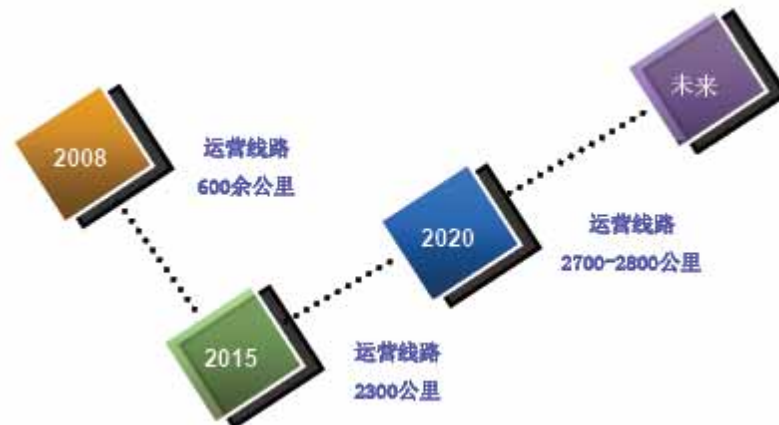
图 16：各城市已开通和在建城市轨道的里程及投资规模



资料来源：招商证券研发中心整理

宁波、郑州、厦门、东莞、昆明、长沙等 6 个城市正在编制规划，全国城市轨道交通规划、建设城市已达 34 个。

图 17：我国地铁总体规划里程趋势



资料来源：招商证券研发中心整理

(1) 长三角区域将是我国城市轨道交通的重点区域

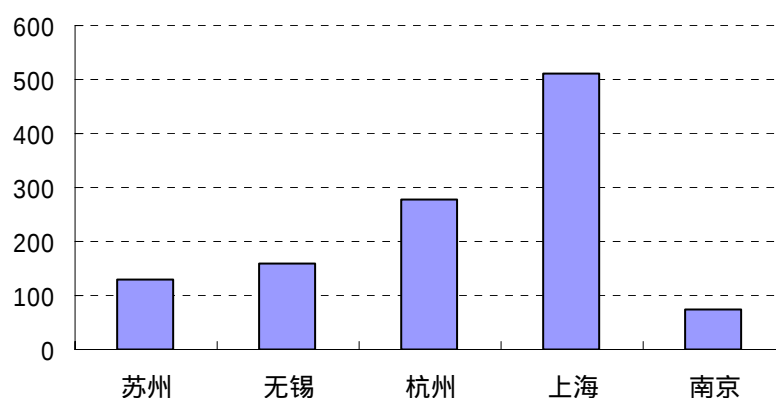
上海是目前我国地铁及城轨建设市场最大的城市，2012 年前地铁里程规划将达到 510 公里，预计 2020 年远期规划达到 1000 公里。按照上海地铁建设单价 5 亿元/公里，总投资额将达到 5000 亿元。而 2015 年前长三角其他主要城市将累计建设 330 多公里铁路，投资总额可能达到 2000 亿元，市场巨大。

表 10：上海轨道交通近期建设规划一览表

项目名称	建设周期	项目范围	线路长度（公里）
1、2、3 线	已运营		65.0
1 号线北延伸	2000-2004	火车站-泰和路	12.5
2 号线西延伸	2003-2006	中山公园-虹桥机场	9.5
3 号线北延伸	2002-2006	江湾镇-宝钢	14.0
4 号线	1992-2005	宝山路-虹桥路	22.0
5 号线	2000-2003	莘庄-闵行开发区	17.0
6 号线	2002-2006	高桥-济阳路	33.1
7 号线	2004-2008	外环路-龙阳路	33.5
8 号线一期	2001-2007	开鲁路-济阳路	26.2

9 号线一期	2002-2007	松江新城-东安路	31.3
1 号线北延伸二期	2004-2006	泰和路-富锦路	4.2
2 号线东延伸	2006-2009	张江-浦东机场	29.2
9 号线二期	2005-2009	东安路-源深路	17.2
10 号线一期	2004-2009	上海动物园-新江湾城	28.8
11 号线一期	2005-2010	嘉定、安亭-三林	62.0
11 号线二期	2006-2010	三林-临港新城	58.0
12 号线	2006-2011	漕宝路-巨峰路	33.3
13 号线	2006-2011	金沙江路-不夜城	13.0
合计			510.0

资料来源：招商证券研发中心

图 18：长三角各主要城市近期地铁规划里程


资料来源：招商证券研发中心整理

(2) 珠三角将成为城市轨道发展最快的区域

根据广州市规划局的规划，从 2004 年开始，广州地铁平均每年将开通 35 公里，预计 2010 年广州将建成地铁一号线、二号线、三号线、四号线、五号线、六号线、七号线、八号线及十四号线的全线或部分线路，线路总长度约 255 公里。

表 11：广州市轨道交通建设情况及未来规划

线路	长度(公里)	已完成公里数	剩余公里数	实施规划
1 号线	116	全部完成		2007.6 月开通
2 号线				
3 号线				
4 号线				
5 号线	42.8	招标已完成	25	2010.6
6 号线	32.4	招标已完成		
3 号线北延段	29.8	招标完成 40%		
4 号线延长线	15	招标完成		
7 号线	38.5			中远期规划
二、八 拆解线	二号线 31.41	8.1	23.31	在建
	八号线 35.47	11.51	23.96	在建
9 号线	79			中远期规划
10 号线	30.5			中远期规划
11 号线 (A/B)	25.5 + 18.0			中远期规划
12 号线	30.5			中远期规划

13 号线	28.5	中远期规划
14 号线	60	中远期规划
合计	613.38	
佛山地铁（6 条线）	315.2	中远期规划
广佛线广州段	32.16	中远期规划
广莞深城际线		中远期规划

资料来源：广州市规划局，广州地铁总公司，招商证券研发中心

深圳市出台的《深圳市轨道交通规划及轨道近期建设规划方案》指出，未来深圳市轨道交通将由 16 条线路组成，总长 585.3 公里，设站 357 座；2011 年～2020 年，深圳将建设 8 条轨道线路，分别为 4 号线北延段、6、7、8、9、10、11、12 号线，总长约 245.4 公里，投资总额将达到 1074 亿元。

表 12：深圳轨道交通线网规划方案一览表

线路编号	起点	终点	功能	长度 (公里)	备注
1	罗湖火车站	机场北	干线	44.1	西端预留远景向南延伸的条件；宝安至布吉段站距较大，基本可达到快线功能要求
2	蛇口	东门	干线	31.3	
3	保税区	坪地	干线	49.2	
4	皇岗口岸	观澜	干线	27.2	
5	前海湾	大剧院	干线	42.4	
6	松岗	龙华火车站	快线	37.2	预留远景南延至盐田的条件
7	罗湖太安	西丽动物园	局域线	28.9	
8	国贸	小梅沙	局域线	25.9	
9	罗湖火车站	上沙	局域线	17.8	
10	海上世界	松岗	干线	42.2	
11	福田中心区	松岗	快线	49.7	预留远景西衔接 5 号线的条件
12	体育新城	坑梓	局域线	36.4	
13	海上田园	塘坑	快线	48.1	
14	福田中心区	坑梓	快线	50.7	
15	前海路	石岩田心	局域线	24.7	
16	益田村	平湖大望	局域线	29.5	预留远景北延经东莞凤岗接 12 号线的条件；南部预留至深港边境河套地区的支线
合计				585.3	
穗莞深城际线	福田中心区	广州	联系深圳核心区与前海 - 宝安、福永、沙井、东莞长安 - 虎门、莞城、广州等地；由 11 号线在松岗预留向西北延伸与东莞段线路衔接的条件，条件成熟时利用 11 号线轨道直通福田中心区		
深莞城际线	龙华火车站	莞城	联系深圳中西部龙华、光明与东莞松山湖、莞城等地；由 6 号线在光明预留向北延伸与东莞市域轨道快线 R1 线衔接条件，条件成熟时利用 6 号线轨道直通龙华新城		
深惠城际线	福田中心区	惠州	联系深圳核心区、东部城区与惠阳、惠州等地；由 14 号线在坑梓预留向东延伸与惠州市轨道线路衔接的条件，条件成熟时利用 14 号线轨道直通福田中心区		
西部深港城际线	前海湾	香港	联系深圳西部滨海地区与香港中心区及香港机场等地；由 11 号线在前海预留向南延伸至香港的条件		
深江城际线	福田中心区	江门	联系深圳核心区、龙华、福永、中山、江门等地；由于跨江工程浩大，考虑与厦深铁路西延段合建，并利用广深港客运专线龙华以南段富余能力		

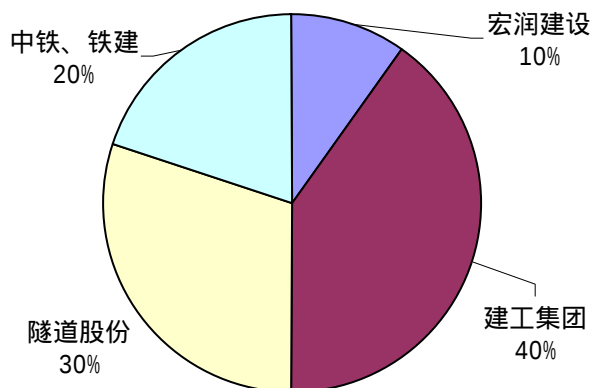
资料来源：深圳市规划局，招商证券研发中心

（3）城轨工程市场份额分布

我们认为，在全国城轨市场范围来看，中国中铁（中铁二局）、中国铁建所占的份额较大。

在长三角区域尤其是上海市场，隧道股份、宏润建设是其中的佼佼者。其中隧道股份上海市场的份额为 30% 左右，宏润建设在上海市场份额为 10% 左右。

图 19：上海城轨工程市场各公司份额



资料来源：招商证券研发中心整理

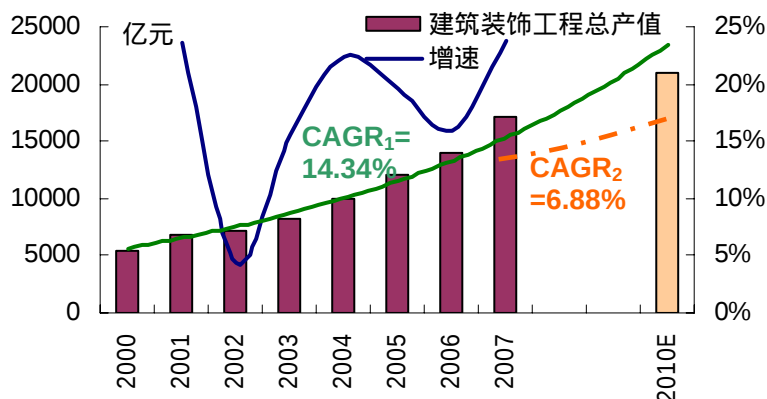
在珠三角区域，主要的城轨工程承包商为中国中铁（中铁二局）、中国铁建、北京城建集团、其它本地公司等。

3、交通枢纽站场等公共建筑装饰领域投资增长性确定

2007 年，我国建筑装饰业总产值首次突破 1.5 万亿元。

伴随中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展，建筑装饰行业愈加显示出了其巨大的发展潜力，市场增长空间以平均每年 20% 左右的速度递增，预计 2010 年我国建筑装饰行业总产值将达到 2.1 万亿左右。

图 20：我国建筑装饰业产值增长迅猛



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心整理

我们认为，尽管 09 年国内经济情况不容乐观，由此带动房地产业、酒店业可能持续低迷，但是，随着 4 万亿投资计划的提出，我国公路车站、航空机场、铁路枢纽车站等交

通枢纽站场等公共建筑所带来的建筑装饰市场是非常巨大的。

表 13：公用建筑装饰标准

公用建筑类别	装修费用标准
酒店类	相当于土建费用的 2~3 倍左右
车站类	相当于土建费用的 1 倍左右
机场航站楼	相当于土建费用的 1 倍左右
体育场馆类	相当于土建费用的 30% 左右

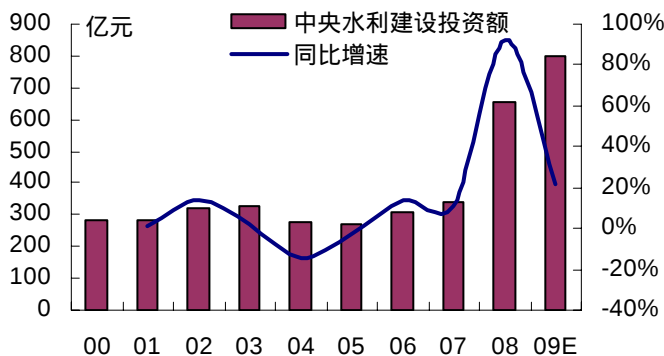
资料来源：招商证券研发中心整理

以铁路枢纽为例，按照该规划，“十一五”期间，铁路系统将投资 1500 亿元新建或改建 548 座客站，并在全国建成六大枢纽性的客运中心和十大区域性客运中心。根据上表估算，仅铁路枢纽车站的装修市场份额将达到 700 亿元以上。

4、水利水电建筑工程领域投资增长性确定

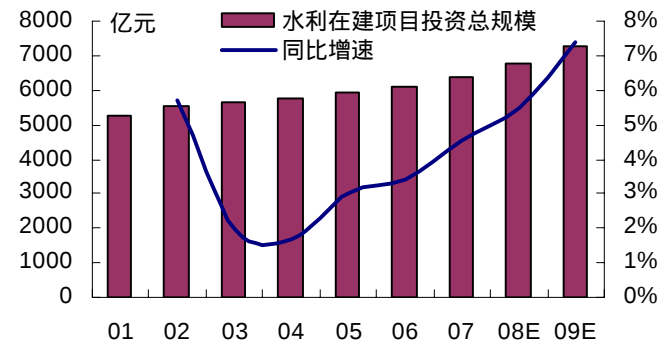
08 年中央水利建设的投资共计 655.4 亿元，与 07 年的 304.9 亿相比，增幅高达 92.3%，为历史最高水平。

图 21：中央水利投资在近两年将大幅增长



资料来源：水利部，招商证券研发中心

图 22：水利建设项目总投资规模保持稳定



资料来源：水利部，招商证券研发中心

在应对国际金融危机，保增长，扩大内需的大背景下，中央 09 年对水利建设的投资将再创历史新高。09 年，按照现在中央应对金融危机，扩大内需这个要求，我们估计中央水利投资会上新的高峰，现在初步预测可能会达到 800 亿以上。

09 年水利投资主要用于水利十大工程建设，主要的方面还是农村的饮水安全、病险水库的除险加固，灌区的改造，大江大河大湖的治理，以及一些骨干的枢纽工程和水源工程的建设等等。

按照 08 年病险水库除险加固、农村饮水安全和灌区改造等民生水利投资占总投资的比重（08 年占比 45% 以上），预计 09 年该类投资的比重应该在 50% 左右，也就是 400 亿元左右。

我们认为，水利投资增长的确定性将保证相关公司如粤水电等业绩增长的确定性。

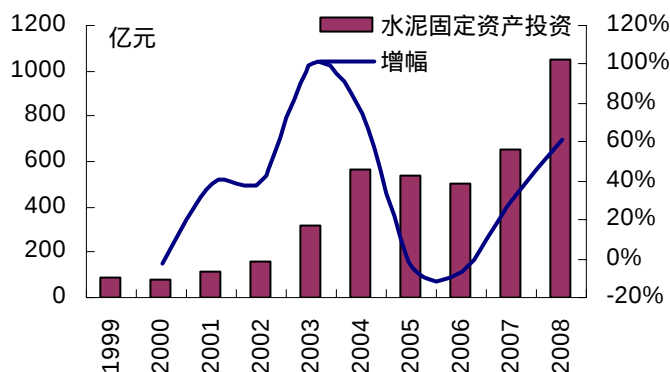
5、水泥生产线建设领域投资增长性确定

统计局最新数字显示，2008 年全国完成水泥投资达 1051 亿元，增幅则高达 60.8%，其中四川省以全年累计 89.78 亿元的投资额度位列全国水泥投资排名之首，比上年同期

增长 145%。

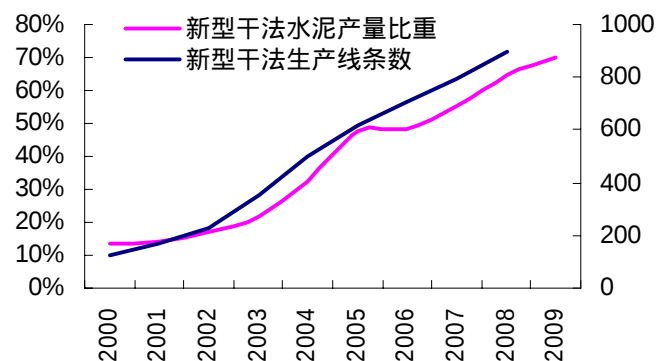
2008 年新型干法比重估计达到 65%，较 2007 年提升了 10%。我们预计，2009 年新型干法比例将有望提升到 70%，将提前一年达到《我国水泥工业“十一五”规划》的目标。

图 23：我国水泥固定资产投资增速回升迅猛



资料来源：数字水泥网，招商证券研发中心

图 24：我国新型干法水泥发展迅速



资料来源：数字水泥网，招商证券研发中心

尽管业内认为我国的水泥依然处于产能过剩的状态，将可能影响我国水泥固定资产投资增速。然而，我们也应看到，在 08 年底，国家出台政策拉动内需，刺激了水泥工业的发展，2008 年我国的水泥固定资产投资增速仍然较快。

随着 4 万亿投资计划的不断落实，2009 年我国水泥固定资产投资仍将保持稳定增长。

以四川为例，本次投资拉动内需政策拟投资 1 万亿用于灾后重建，由此带动水泥固定资产投资增速迅猛，08 年四川省水泥投资增幅排名全国第一就是明显的证明。实际上，汶川地震后，众多龙头水泥企业相继进入四川市场，掀起了四川新型干法水泥生产线建设热潮。根据四川省经贸委的消息，目前四川全省在建项目和开展前期工作的项目共有 70 余个。

我们认为，2009 年我国因淘汰落后产能腾出市场空间、国家鼓励大型企业建设新干法等因素驱动将使得水泥生产线建设投资增长的确定性增强。

四、重点推荐 9 只个股

根据第三部分分析，我们认为，上述各领域所涉及的业绩增长性确定的 9 只个股如下：

表 14：业绩增长确定性公司一览

上市公司	涉及领域	营业收入（亿元） ^②
中国中铁	铁路建设、城市轨道交通等	1805.0
中国铁建	铁路建设、城市轨道交通等	1775.0
中铁二局	铁路建设、城市轨道交通等	180.9
中材国际	水泥生产线建设	123.7
隧道股份	城市轨道交通	85.8
宏润建设	城市轨道交通	35.6
金螳螂	建筑装饰	34.6
粤水电	水利水电建设、市政轨道建设	22.0
四川路桥 ^①	四川铁路建设投融资（重组后）	17.0

备注：①营业收入为 2007 年数据；②四川路桥 2008 年 12 月 8 日发布公告称将成为四川铁路建设的投融资平台。

资料来源：公司公告、年报，招商证券研发中心

表 15：重点公司估值对比表（20090203）

代码	公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (前 3 季)	市值 (亿元)
		07	08E	09E	07	08E	09E	07	08E	09E			
601390	中国中铁	0.15	0.06	0.26	92%	-58%	309%	36	87	21	1.9	8.9%	1154
601186	中国铁建	0.26	0.32	0.49	154%	24%	55%	38	31	20	2.6	12.3%	1236
600528	中铁二局	0.42	0.34	0.49	592%	31%	42%	14	17	12	3.3	14.9%	143
600970	中材国际	1.51	1.75	2.92	4%	16%	66%	25	22	13	7.2	45.2%	64
600820	隧道股份	0.32	0.39	0.55	54%	48%	44%	36	30	21	3.4	14.5%	85
002062	宏润建设	0.70	1.25	1.76	68%	115%	41%	27	15	11	2.5	20.6%	37
002081	金螳螂	0.96	0.99	1.20	35%	55%	21%	22	22	18	4.2	20.2%	31
002060	粤水电	0.35	0.31	0.42	35%	31%	42%	22	25	19	1.6	8.0%	21
600039	四川路桥	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
平均		0.28	0.26	0.40				36	33	20	2.6	5.2%	346

资料来源：WIND，招商证券研发中心

表 16：各公司股价表现一览表（20090203）

上市公司	股本（亿股）	股价表现（%）					
		绝对表现			相对表现		
		1M	6M	12M	1M	6M	12M
中国中铁	213.00	2	-5	-43	-16	21	11
中国铁建	123.38	0	-1	10	-16	25	64
中铁二局	14.59	20	35	-12	4	60	42
中材国际	1.68	19	-36	-36	3	-10	18
隧道股份	7.34	7	30	-15	-9	56	39
宏润建设	2.00	40	32	-4	24	58	50
金螳螂	1.41	8	-17	-37	-8	9	17
粤水电	2.77	20	10	-26	4	36	28
四川路桥	3.04	20	-18	-18	4	8	36

资料来源：招商证券研发中心整理

为方便描述，我们设计了一个坐标系：

其中，

纵轴为股价表现：设定股价走势强于大盘及同类上市公司的，为进攻型股票；而在大盘向下调整时，其调整幅度低于大盘调整幅度的，为防御型股票。

横轴为公司营业规模：设定营业规模在 1000 亿元以上为一线公司；规模在 50 亿元以上为二线城市；低于 50 亿元则为三线城市。

根据这个坐标系，我们对上述公司进行了分类。

图 25：相关建筑板块上市公司的投资属性分类坐标图

进攻型	粤水电 宏润建设 (四川路桥)	中铁二局 隧道股份	—
	金螳螂	中材国际	中国中铁 中国铁建
防御型			
	三线公司	二线城市	一线公司

备注：对于进攻型股票，请关注我们所提示的风险。

数据来源：招商证券研发中心

配置建议：

实际上，我们可以这样来描述，如果 A 股市场仍然继续向下调整，建议重点配置防御型公司；如果市场有所反弹或者企稳，建议重点配置进攻型公司。

1、中国中铁、中国铁建

从全国铁路建设市场来看，中国中铁、中国铁建仍然是中国铁路建设工程市场的主要承建商，两家公司的份额达到 80%-90% 左右。

我们认为，随着铁路建设的大规模投资以及提速，两家公司的业绩在未来 2 年有爆发的可能。因此，对于铁路建设上市公司，我们依然重点推荐中国中铁、中国铁建这两家公司。

实际上，我们一直赞同把两家公司合并起来考虑，其主要的原因是两家公司的业务结构、主业盈利能力、发展历程及战略基本相似，甚至两家公司最高领导在上市之前就是相互调动的。

然而，两家公司受政策因素的影响，H 股 IPO 募集的资金并不能汇往国内，由于国际金融风暴的影响，外币贬值剧烈，使得两家公司该部分海外货币资产同样缩水严重，导致两家公司 08 年综合盈利能力减弱。

澳元受金融风暴的影响还未结束，预计澳元可能在 09 年仍会出现较大幅度的贬值，中国中铁到目前为止仍然有 8 亿元的澳元头寸，这将使得公司未来仍然暴露在澳元贬值的风险中，我们对这部分金融资产不容乐观。我们担心中国铁建面临同样的问题，截止 08 年 9 月 30 日，铁建拥有澳元相当于 15 亿元人民币左右的头寸，仅相当于中国中铁的 1/4~1/5 左右，相对较小。

受制于澳元货币资产的大幅贬值，中国中铁在业绩上预计将大幅落后于中国铁建。从业绩上来讲，我们认为，中国铁建要优于中国中铁。

实际上，两家公司在铁路建设的主业上依然稳健，公司主业经营情况良好，H 股募集资金的大幅度缩水，并不影响公司的主业盈利能力。

同时，受 4 万亿投资计划的影响以及受益于 09 年至 2012 年铁路建设的大规模投资，公司铁路建设主业依然前景看好。

□ 中国中铁

受汇兑损失的影响，预计 08-10 年公司澳元汇兑损失可能达到 40 亿元、20 亿元、10 亿元。我们维持公司营业收入预测保持不变，08-10 年分别为 2251 亿元、2963 亿元、3469 亿元，同比增长分别为 23%、32%、17%；基本每股收益分别为 0.06 元、0.26 元、0.40 元，同比增长分别为-58%、309%、57%。

表 17：中国中铁盈利预测简表

单位：亿元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1595	1805	2251	2963	3469
营业成本	1424	1619	2012	2638	3075
营业税金及附加	49	55	68	89	104
营业费用	7	9	11	15	17
管理费用	78	77	96	126	146
财务费用	8	13	63	37	25
资产减值损失	3	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	(1)	0	0
投资收益	2	11	13	13	15
营业利润	28	40	14	72	116
营业外收入	4	5	7	7	7
营业外支出	2	2	1	1	1
利润总额	30	43	19	78	121
所得税	6	8	4	15	23
净利润	23	35	15	63	98
少数股东损益	7	3	2	8	13
归属于母公司净利润	16	32	13	55	86
EPS (元)	N/A	0.15	0.06	0.26	0.40

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

□ 中国铁建

如前所述，公司的 H 股 IPO 募集资金的配置比中国中铁合理，这就使得澳元的巨幅下跌对公司的影响不如中国中铁大，预计公司 08-10 年公司汇兑损失分别为 6 亿元、4 亿元及 0 亿元。08-10 年营业收入分别为 2177 亿元、2689 亿元、3084 亿元，同比增长 23%、23%、15%；基本每股收益分别为 0.32 元、0.49 元、0.66 元，同比增长 24%、55%、35%。

表 18：中国铁建盈利预测简表

单位：亿元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1585	1775	2177	2689	3087
营业成本	1440	1606	1964	2419	2768
营业税金及附加	49	55	67	83	96
营业费用	9	7	10	12	14
管理费用	57	53	72	89	102
财务费用	5	9	19	13	9
资产减值损失	4	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	1	2
投资收益	0	4	5	6	6
营业利润	21	49	51	80	107
营业外收入	2	2	3	3	4
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	21	50	52	81	109
所得税	6	18	13	20	27
净利润	15	31	39	61	82
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属于母公司净利润	12	31	39	61	82
EPS（元）	N/A	0.26	0.32	0.49	0.66

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

2、中铁二局

我们看好西南地区铁路建设的受益公司，中铁二局为其中一家。

中铁二局，地处四川省成都市，其技术、经验等在全国铁路工程局中首屈一指，与政府关系较为密切，我们认为，中铁二局将享受西南铁路建设的“天时、人和、地利”之便利，其业绩将会获得西南铁路大规模投资的支撑。

根据中央灾后重建统一部署，中铁二局将重点参与西南地区铁路项目的建设，在建项目包括成都至绵阳、乐山铁路，并由江油向北延伸至广元、汉中至西安，与京广、陇海铁路共同形成成都至北京乃至环渤海地区的大能力快速通道；由乐山向南延伸至宜宾、毕节至贵州，与贵广铁路共同形成至广州乃至珠江三角洲地区的大能力快速通道；建设遂渝二线、成渝城际铁路、兰渝铁路、成兰铁路，形成西南、西北通道；规划建设成昆二线、川藏、川青铁路。上述项目有的已开工，部分项目计划纳入了今年开工项目。

随着 4 万亿投资计划及四川灾后重建的恢复，西南地区大规模铁路投资的行将进行，公司的铁路建设业务将成为公司未来发展的主要方向，公司 08 年铁路业务中标金额大幅上升。

公告数据显示，截至 2008 年 12 月 23 日，中铁二局已累计中标工程总额 392.53 亿元，同比增长 1 倍以上，为 2008 年度计划承揽工程项目总额 179 亿元的 219.29%，也是 2007 年度承揽工程项目总额 193.18 亿元的 203.19%。符合我们此前关于公司 08 年中标金额为 400 亿元左右的预测。其中铁路业务中标金额 240.54 亿元计算，占比达 61.28%。

实际上，自 2008 年 9 月以来，随着公司铁路业务的不断增多，我们对公司的经营状况越来越乐观，我们认为，公司铁路拿单能力逐渐变强，合同毛利率有了明显地改善。与此同时，公司通过整合房地产业务，使得房地产业与工程施工业资源互补，提升了公司

盈利能力。

我们预计公司 08-10 年收入分别为 238 亿元、287 亿元、355 亿元，同比增长 29%、23%、24%；基本每股收益分别为 0.34 元、0.49 元、0.56 元，同比增长 31%、42%、16%。

表 19：中国二局盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	13990	18068	23279	28734	35506
营业成本	12747	16812	20804	25704	31757
营业税金及附加	420	492	629	776	959
营业费用	37	120	128	158	195
管理费用	581	538	698	862	1065
财务费用	103	58	542	511	668
资产减值损失	46	(70)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	273	110	120	120
营业利润	60	391	588	843	982
营业外收入	8	62	20	20	20
营业外支出	6	14	5	5	5
利润总额	62	438	603	858	997
所得税	3	64	90	129	149
净利润	59	375	513	730	847
少数股东损益	4	(5)	15	22	25
归属于母公司净利润	55	380	497	708	822
EPS（元）	0.09	0.42	0.34	0.49	0.56

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

3、隧道股份

盾构施工技术是目前国际上发达国家广泛采用的地下隧洞全机械化开挖的施工方法，盾构机是盾构法施工中的主要施工机械。目前我国采用盾构法施工的隧道里程数所占比例将逐步提高到 60%以上，由此可见，隧道施工盾构掘进技术具有广阔的应用前景。

公司主要业务为盾构机制造及销售、地铁及轨道施工业务。

□ 盾构机业务

公司盾构技术尤其是土压平衡式盾构机制造业务在国内拥有自主知识产权，能够独立批量生产 6.34M 土压平衡盾构和 6.2M 复合型土压平衡盾构，目前在“大口径”隧道上也有突破，已经研制出了第一台 11.22 米的盾构（11.22 米的盾构基本上用于公路隧道、两用隧道，目前比较少），有待有关部门验证。

目前公司在售的盾构机全部是 6.34 米的土压平衡盾构机，在手订单为 5 台（累计已经交货 35 台，客户基本为国内客户如中铁二局、十三局、腾达建设、宏润建设等国内施工企业，每台售价在 2000-3000 万元左右）。07 年出厂的 22 台国产盾构，完成掘进里程数占到了上海去年全年轨道交通建设总里程的三分之一；其余一些盾构，还进入了南京、广州、杭州等城市。

2008 年增发所募集的款项，未来将部分用于购买机械设备主要是盾构机（其中大部分将购买公司自己研制的盾构机），有利于支撑盾构机制造业务的进一步发展。

□ 地铁及轨道施工业务

如前所述，公司地铁市场分额占到上海市场的 30% 以上，地铁施工业务占公司营业比重达到 60-70% 左右。目前公司已建成的隧道有：打浦路、延安东路、外环、大连路、复兴东路、翔殷路、上中路(已贯通、尚未结算)隧道。在建的隧道中，除人民路和龙耀路外，其余全由公司来承建：沪崇苏、西藏南路、耀华支路、军工路、新建路、打浦路复线、长江西路(拟建)隧道。

目前公司自己拥有 30 余台盾构机，地铁及盾构施工业务基本靠盾构机来进行施工，08 年计划推进的 28 公里的施工任务基本完成。09 年拟新购的盾构机将有效地提升公司的施工能力。

我们认为，公司目前的发展态势比较好，并且正在积极拓展长三角业务，未来公司的发展重心将集中在长三角。目前正在洽谈宁波地铁业务，一旦拿下该项目，根本不用担心上海世博会带来的 6 个月停工的影响。

我们预计公司 08-10 年收入分别为 113 亿元、159 亿元、146 亿元，同比增长 32%、41%、-9%；基本每股收益分别为 0.39 元、0.55 元、0.61 元，同比增长 48%、44%、10%。

表 20：隧道股份盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5955	8577	11301	15936	14552
营业成本	5287	7719	10153	14369	13037
营业税金及附加	186	283	339	478	437
营业费用	26	31	113	143	116
管理费用	264	281	339	478	437
财务费用	180	213	208	166	173
资产减值损失	32	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	151	171	160	160	160
营业利润	130	226	309	461	513
营业外收入	45	50	50	50	50
营业外支出	10	5	11	11	11
利润总额	165	271	349	501	552
所得税	40	78	63	90	99
净利润	124	193	286	410	453
少数股东损益	1	2	3	5	5
归属于母公司净利润	123	190	282	405	447
EPS (元)	0.21	0.32	0.39	0.55	0.61

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

4、宏润建设

公司将加强以市政城市轨道交通作为主业的地位。业务结构中，市政城市轨道交通 60%，民用建筑 30%（其中房地产项目仅占 10% 左右），其他施工业务占 10%。目前拥有 13 台地铁隧道掘进机，轨道施工业务在杭州、上海市场有较强的优势，同时也在宁波、无锡、徐州、合肥、南京等地开拓市场。

长三角城轨市场大规模投入，公司新签合同获得较大的增长到 2020 年，上海市远期规

划达到 1000 公里，总投资额将达到 5000 亿元；而 2015 年前长三角其他主要城市将累计建设 330 多公里，投资总额可能达到 2000 亿元，市场巨大。2007 年公司全年新签合同达到 39.3 亿元，预计 08 年全年承接合同量将达到 55-60 亿元左右，远远超过公司在 2008 年初制定的 48 亿元的目标。

地产业务增速稍弱，但对公司业绩影响保持稳定。在目前国内地产形势偏紧的情况下，我们认为，公司的地产业务可能同样会受到影响，增长会出现一定的下滑，但由于公司的楼盘均在二三线城市，我们仍然认为地产业务可能增速减弱，但对公司的业绩影响保持平稳。

我们认为，公司的核心竞争力在于其管理水平。考察建筑类上市公司的管理费用率水平，自 2003 年以来，公司的管理费用率始终低于同行水平，在 1% 左右的水平，有效地提升了公司的毛利率。

预计公司 08-10 年收入分别为 49 亿元、65 亿元、74 亿元，同比增长 39%、32%、14%；基本每股收益分别为 1.25 元、1.76 元、2.07 元，同比增长 115%、41%、17%。

风险提示：由于我们对公司房地产的预期比原来更为谨慎，对 09 年、10 年的业绩进行了一定的调整。

表 21：宏润建设盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2745	3563	4937	6520	7447
营业成本	2530	3275	4284	5697	6516
营业税金及附加	83	114	205	248	261
营业费用	1	3	7	10	11
管理费用	39	35	64	78	89
财务费用	1	5	50	42	36
资产减值损失	1	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	(1)	(1)	(1)
营业利润	90	137	325	444	533
营业外收入	5	6	16	23	25
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	94	141	339	465	556
所得税	26	27	85	116	139
净利润	67	114	255	349	417
少数股东损益	(2)	(2)	5	(3)	4
归属于母公司净利润	69	116	249	352	413
EPS (元)	0.62	0.70	1.25	1.76	2.07

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

5、金螳螂

金螳螂作为国内上市唯一一家建筑装饰的上市企业，其业务多元化，涉及住宅、酒店、公用建筑、工业与民用建筑等多个领域，其中酒店装修比重 30%~40%，政府办公楼等公用建筑占比 30% 左右。

在竞争激烈的建筑装饰行业中脱颖而出，公司依靠的是加强推广“捆绑式经营”和“50/80”管理模式，加强项目评审和内部控制，降低运营成本和经营风险，不断做大

做强。

我们认为，公司最大的亮点在于其对公司设计人员的管理上，通过建立符合设计师性格特性的管理制度，将一大批具有天赋的设计人员聚集在一起，从而形成了公司的核心竞争力，使得公司在建筑装饰行业这种充分但又无序的竞争中脱颖而出，连续 6 年成为全国建筑装饰品牌第一。

由于宏观经济的下滑，公司的酒店装修业务、住宅装修业务将不可避免的出现下滑，08 年公司第四季度新签合同额为 7 亿元，与 07 年同期相比下降了 2 亿元。

同样，我们认为，随着国家 4 万亿投资计划的提出，大规模基础设施建设的铺开，相关场馆、站所等公共建筑的装修将成为未来装修行业新的增长点。

公司将在 09 年加大承接铁路枢纽车站装修市场拓展力度，从而保证其业绩增长的确定性。

预计公司 08-10 年收入分别为 33 亿元、33 亿元、37 亿元，同比增长-4%、0%、10%；基本每股收益分别为 0.99 元、1.20 元、1.47 元，同比增长 55%、21%、22%。

表 22：金螳螂盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1775	3463	3321	3337	3679
营业成本	1453	3021	2802	2778	3033
营业税金及附加	56	110	106	107	118
营业费用	64	84	111	108	120
管理费用	70	83	113	113	125
财务费用	3	(5)	(0)	0	(0)
资产减值损失	24	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	107	140	189	230	284
营业外收入	0	8	12	13	12
营业外支出	(1)	0	3	3	3
利润总额	107	148	198	240	294
所得税	34	53	53	65	79
净利润	73	95	144	175	214
少数股东损益	6	4	4	5	6
归属于母公司净利润	67	90	140	170	208
EPS（元）	0.71	0.96	0.99	1.20	1.47

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

6、中材国际

目前公司合同量仍然充足，国际竞争的优势仍然很明显，少部分国外业务业主也受金融危机的影响，变更了订单，对中材国际不会造成多大的影响，其它海外项目，目前进展也很顺利。实际上，我们一直提请投资者注意的是，尼日利亚项目是一个非常规项目，我们认为，不管其取消与否，公司新签合同量一直处于平稳增长的态势中。

同时公司将加强与业主的协调沟通，加强财务资金管理，严格控制开支，加大收款的力度，加快项目建设，也进一步地优化设计、装备制造和施工等等，以保证经营能够正常的运行和发展。

公司作为国内水泥工程行业的龙头，同样将受益于国家 4 万亿投资计划。根据我们的了解，目前国内的新建生产线中，绝大部分为公司承建。

同样，由于公司的工期优势、成本优势以及完整的产业链优势，使得公司在海外水泥工程市场同样手执牛耳，项目获取势头良好。

我们初步估计，扣除尼方项目，公司目前在手订单仍有 400 亿元左右，在境外有 70 多项工程项目在建，价值为 300 亿元。

我们认为，水泥工程业务的毛利率将会提升，主要是基于以下几个理由：海运费的下跌（BDI 由 1 万多点跌倒 1000 点左右）、钢价的下跌、汇兑损失的减少（固定美元汇率）、工程价格的提高、装备自制率的提高、技术服务率的提高。

预计公司 08-10 年收入分别为 148 亿元、192 亿元、224 亿元，同比增长 20%、30%、16%；基本每股收益分别为 1.75 元、2.92 元、3.58 元，同比增长 16%、66%、23%。通过测算，受沙特 SPCC 项目索赔 1680 万美元影响，2008 年公司基本每股收益将直接减少 0.7 元左右。

表 23：中材国际盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	9361	12371	14842	19249	22405
营业成本	8102	11070	12937	16728	19446
营业税金及附加	65	75	111	144	168
营业费用	126	143	223	289	336
管理费用	494	495	668	866	1008
财务费用	57	2	217	71	34
资产减值损失	60	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	(5)	(3)	(3)	(3)
营业利润	461	562	683	1148	1410
营业外收入	31	42	28	28	28
营业外支出	8	7	12	12	12
利润总额	484	598	699	1164	1426
所得税	124	190	191	318	389
净利润	360	408	508	846	1036
少数股东损益	116	154	213	355	435
归属于母公司净利润	244	254	295	491	601
EPS（元）	1.45	1.51	1.75	2.92	3.58

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

7、粤水电

公司未来发展重心仍然在水利水电业务及市政业务上，提出“创造两个第一”的发展战略：水电行业产值在全国省属企业排名第一、地铁施工规模在省属企业中排名第一。

公司水利水电建筑工程业务占比达到 55% 左右，地铁盾构业务目前占到 20%-30% 左右，预计未来地铁盾构业务比重将上升。从目前的情况来看，公司水工业务毛利率较高：投标毛利率 12~15% 左右；同样，盾构毛利率较高。公司目前仍然以水工业务为主。从合同来看，公司合同总价 76 亿元，有 45 亿左右处于未结转合同。其中 55% 左右是水工合同，20~30% 属于市政合同。我们判断未来水电投资业务将会加快，水利将会增加投资，水工业务发展前景广阔。

□ 水工业务

1998 年前业务基本集中在省内，98 年提出“走出两门”战略：即走出省门、国门。

走出省门：目前公司立足广东省内，在 15 个省开展业务。重点发展的市场有两个即云贵川市场、中南市场（湖南省）。这两个市场水利资源丰富，具有较大的业务发展前景。从公司的业务分布来看，目前南方业务为主，这主要是由于南方施工条件好、北方施工条件差，能有效地利用公司的产能。从区域来看，公司发展的侧重点在长江以南区域，特别是西南及中南地区。另外公司也参与了南水北调工程。

走出国门：我国水利水电技术在上处于一流水平，尤其是大体积混凝土方面。目前公司已经掌握了混凝土连续浇注 8 万方左右的施工技术，使得施工工期大幅减少，公司拟在这个技术上申请专利。从目前的情况来看，8 万方混凝土大坝对应的装机容量是 5 万千瓦左右，使得公司在中小型水电站方面具有很强的优势。目前中小型水电站在东南亚比较普遍，公司第一目标把越南作为跳板。公司将加大力度走出国门，南非市场、南美市场。

□ 盾构业务

如表 11、12 所述，广东、深圳的地铁总里程达到 1200 公里，扣除已建通车里程，仍有近 1000 公里的里程，合计近 5000 亿元的市场份额。

目前公司在深圳、佛山等地都有业务，将有很大机会分得一杯羹。其次，公司把成都、武汉等地备选为备选市场，尝试性地进行投标。

预计公司 08-10 年收入分别为 25 亿元、29 亿元、34 亿元，同比增长 14%、16%、19%；基本每股收益分别为 0.31 元、0.42 元、0.52 元，同比增长 11%、35%、26%。

表 24：粤水电盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2003	2202	2502	2892	3444
营业成本	1775	1965	2179	2516	2996
营业税金及附加	64	71	80	93	110
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	64	52	60	69	83
财务费用	7	24	66	59	60
资产减值损失	12	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	83	86	116	156	196
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	2	3	3	3
利润总额	82	84	114	153	194
所得税	13	7	28	38	48
净利润	69	77	85	115	145
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	69	77	85	115	145
EPS（元）	0.31	0.35	0.31	0.42	0.52

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

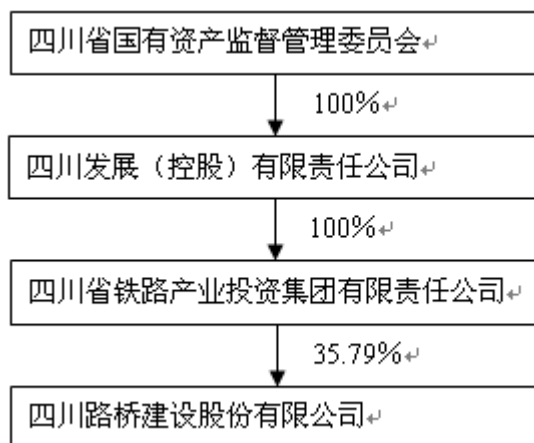
风险提示：08 年第三季度，公司存货达到 9.93 亿元，当期营业收入的 57% 强，根据我们了解，这主要是由于业主投资不到位，不结帐，使得公司将大量的项目直接记为存货。

8、四川路桥

四川路桥，作为公路施工企业，本身并无亮点，我们将其列入推荐公司的理由依然与四川铁路建设大规模投资相关。

公司在 2008 年 12 月 8 日发布公告称未来将成为四川千亿铁路投融资平台，其股权结构变为四川铁路产业投资集团有限公司控股四川路桥建设股份有限公司 35.79% 的股份，成为其第一大股东。

图 26：四川路桥主要控股股东变更为四川铁路产业投资集团



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司目前在处于重组进程中，一旦重组完成，公司的基本面将发生根本性变化，因此，我们暂不对公司的业绩进行预测。

风险提示：公司的重组方案仍有待四川省国资委批准，具体时间进度还无法预测。

参考报告：

1、《建筑工程行业 2009 年度投资策略 - 铁路建设，中国经济再次腾飞的引擎》2008/12/03

我们提出铁路建设投资是 4 万亿投资计划中最为明确的，并提出配置全国性铁路建设公司如中国中铁、中国铁建；并看好区域性的铁路投资尤其是西南地区的铁路投资，此类受益公司有中铁二局、四川路桥。

2、《建筑工程行业 08 年第四季度投资策略报告 - 总为浮云能蔽日，黄沙吹尽始到金》2008/10/09

我们提出，本次宏观经济调整带来的铁路投资激增使得两家铁路公司成为目前较好的投资标的。

3、《建筑工程行业 08 年中期投资策略——行业持续景气，战略布局央企》2008/06/10

我们提出，在我国建筑行业景气的大背景下，强烈推荐大规模、大项目、大市场的央企，这些央企分享了我国基建投资业务的最大份额，能稳定持续地获取大单。中国中铁、中国铁建、中材国际正符合我们的这一投资思路。

4、《建筑工程行业 08 年第二季度投资策略——灯火阑珊处，投资价值渐显》2008/04/07

我们提出，在股市走弱的情况下，建筑工程板块尤其是铁路基建板块在国家内需拉动、灾后重建以及政府换届投资冲动的大背景下，具有明显的抗周期性，是较好的投资品种。

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。主要研究建筑工程、建材行业，重点研究公司包括中材国际、中国中铁、中国铁建、冀东水泥、海螺水泥、华新水泥等。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，看好铁路基建、城市轨道交通子行业，看淡公路建筑、房屋建筑子行业。强烈推荐中国中铁、中国铁建、中材国际。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。