

中信证券 2009 年春季投资交流会 基建专题

保增长，还看基建

投资要点

- ❖ 为对抗经济下滑趋势，国务院、铁道部、交通运输部、水利部、地方政府均出台加快加大投资计划。基建各领域和电网建设投资规模迅猛增加。其中国务院保增长 10 项措施中三项是基建，铁道部计划投资 3.5 万亿，公路、机场、水利也大规模开工建设，24 个地方政府计划投资达 18 万亿。
- ❖ 基建建筑企业收入 09 年同比增速接近 40%。铁路建设、城市轨道交通建设、水利水电建设和机场建设均爆发增长，公路建设规模亦继续维持高位并有望增长，带动相关建筑公司收入规模处于高增长态势；加上人工、施工材料费用的明显下降，毛利率水平可望改善；公司管理改善和债务结构优化推动期间费用率下降；行业内资金充裕的公司普遍开展如运营业务等高毛利业务的相关多元化，诸多因素使得业内龙头公司盈利能力大幅提高。重点推荐区域水电建设龙头粤水电。
- ❖ 水泥消费 09 年受基建刺激额外拉动增长 5.6%~7.8%。由于基建提速迅猛和信贷情况好转超预期，水泥行业景气见底回升可能早于之前预期“09 年中期前后见底回升”，即最早 3 月就可能看到水泥行业景气见底回升的积极信号。基于 08 年四季度西北地区水泥行业景气超预期因素（暖冬及供给结构良好），我们推荐西北地区区域龙头祁连山、赛马实业、青松建化和*ST 双马等，全国性公司继续推荐海螺水泥、华新水泥和冀东水泥。
- ❖ 钢铁新增需求 1200 万吨。需求上，建筑材受益于内需拉动最为直接和明显；供给上，新增产能主要集中在板材，而建筑钢材类产品由于淘汰落后和新建产能较少增长较慢。因此 09 年建筑材的景气程度较高，推荐八一钢铁、三钢闽光、凌钢股份、华菱钢铁、新兴铸管等公司。另外一些受益于 4 万亿投资的钢材品种也值得关注，比如受益于电网投资的取向硅钢和钢绞线。推荐的公司如武钢股份、恒钢科技。
- ❖ 工程机械新增需求拉动约 12%。目前国内同行业主要上市公司 08 年和 09 年的平均市盈率分别为 15 和 11 倍，虽然我们前期下调部分公司业绩预测，但考虑其估值已处于历史低位且行业景气低点即将过去，在“保增长”政策拉动下，行业“春天”已经不远。我们认为目前应是逐步加大投资力度的较好时机。因此维持行业“强于大市”的投资评级。维持三一重工、中联重科、徐工科技和山推股份的“买入”评级。
- ❖ 电力设备 500kV 及以上主干电网增长 150%，带动高端输变电设备需求。未来中国电网投资增长最快的是特高压及直流输电工程和 500kV/750kV 交流的主干电网，500kV 及以上增长 150%，110kV 及以下电网投资增速最慢，因此，我们继续维持前期判断：高端输变电设备行业高度景气，景气程度随电压等级逐级上升。推荐平高电气、许继电气、思源电气和特变电工。
- ❖ 潜在风险因素：基建投资低于预期、电网投资低于预期、原材料价格大幅上涨、应收帐款坏账和估值等风险。

强于大市（维持）

中信证券研究部

潘建平

中信证券建筑、建材行业首席分析师

电话：021-68818838

邮件：pjp@citics.com

周希增

中信证券钢铁行业首席分析师

电话：010-84588218

邮件：zxz@citics.com

郭亚凌

中信证券工程机械行业首席分析师

电话：010-84588227

邮件：gyl@citics.com

刘磊

中信证券电力设备行业首席分析师

电话：010-84588048

邮件：liul@citics.com

李宏亮

电话：010-84588094

邮件：lihl@citics.com

薛小波

电话：010-84588155

邮件：xxb@citics.com

杨凡

电话：010-84588764

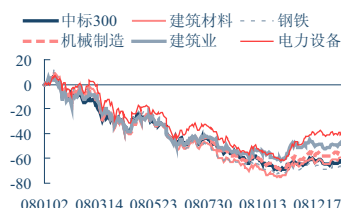
邮件：yangf@citics.com

颜云飞

电话：021-68818863

邮件：yyf@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

目 录

投资聚焦	1
建筑工程：关注铁路、城市轨道交通和水利水电建设公司	1
水泥：推荐全国和区域龙头	1
钢铁：关注需求受基建拉动、新增产能少的建筑钢材企业	1
工程机械：看好成长性好且进入壁垒高的细分行业龙头	1
电力设备：景气程度随电压等级逐级上升	1
应对经济下滑，“保增长”离不开基础设施建设	2
国务院：保增长十项措施中三项是基建	2
铁道部：未来三年计划投资超过 3.5 万亿	2
交通运输部：4.88 万亿公路投资计划待批，机场加速建设	2
水利部：未来 2—3 年实施水利“十大工程”	3
地方政府：24 省市已出台计划投资 18 万亿	3
未来两年电网投资大幅飙升	4
基建投资带动相关行业需求分析	5
建筑工程：铁路、城市轨道交通和水利水电基建增长最显著	5
水泥：大规模基建带动需求有望在二季度启动	6
钢铁：灾后重建因素外新增需求 1200 万吨	7
工程机械：加大基建投资为行业注入强心剂	9
电力设备：输变电高端设备需求增长最快	11
行业景气判断和投资策略	12
建筑工程：静候基建公司估值回调后的介入机会	12
水泥：景气即将回升，布局全国及区域龙头	13
钢铁：具备估值优势，底部拐点出现	14
工程机械：行业景气已趋底部，长远前景依然看好	16
电力设备：选择景气向上、具备爆发潜力的标的	17

插图目录

图 1：水利固定资产投资额预测	3
图 2：国网公司“十一五”投资规模调整	4
图 3：电力投资规模及结构变化	4
图 4：交通固定资产投资 08 年月度分类投资额	5
图 5：铁路基建投资 08 年月度投资额	5
图 6：分地区交通固定资产投资月度环比增速	6
图 7：分地区交通固定资产投资月度同比增速	6
图 8：国网公司“十一五”投资结构	11

图 9: 国网公司未来三年 (09-11) 1 万亿投资规模结构.....	11
图 10: 07 与 10 年电网投资结构对比.....	11
图 11: 海螺水泥历史市盈率.....	14
图 12: 海螺水泥历史吨产能市值.....	14
图 13: 1998 年以来钢铁冶炼板块市盈率和 ROE.....	15

表格目录

表 1: 铁路固定资产投资预测	2
表 2: 公路基建投资预测	3
表 3: 全国水利固定资产投资额预测.....	3
表 4: 各基建领域固定资产投资进度及最新预测.....	4
表 5: 基建投资带动基建建筑需求 (即有望形成建筑业收入和增加值部分) 测算	5
表 6: 2009 年水泥需求测算情景分析假设.....	6
表 7: 系列投资计划对 2009 年水泥需求拉动 (绝对量/增速) 的情景分析	6
表 8: 4 万亿基建投资带动钢材需求测算.....	7
表 9: 主要钢材产品产量	8
表 10: 主要钢材产品产量增速	8
表 11: 铁路建设受益产品和公司.....	8
表 12: 重点受益公司点评	8
表 13: 主要建筑材企业 2007 年建筑钢材产量.....	9
表 14: 铁路投资进度及对工程机械需求预测.....	9
表 15: 交通投资 (不含铁路、航空和机场) 对工程机械需求测算	9
表 16: 铁路施工所需设备	10
表 17: 公路施工及养护所需设备.....	10
表 18: 受益上市公司排序	10
表 19: 中国工程机械行业收入历史和预测.....	10
表 20: 全球主要建筑类上市公司估值情况.....	12
表 21: 建筑工程重点上市公司盈利预测.....	12
表 22: 建筑工程重点上市公司 09 年季度盈利预测.....	13
表 23: 重点水泥上市公司估值.....	13
表 24: 水泥行业重点关注公司业绩预测及评级.....	14
表 25: 吨钢市值排序	15
表 26: 国内钢铁股估值表	16
表 27: 国际钢铁股估值表	16
表 28: 工程机械重点公司估值比较及投资评级.....	17
表 29: 工程机械重点上市公司季度业绩预测.....	17
表 30: 电力设备重点上市公司盈利预测、估值及评级.....	18
表 31: 电力设备重点上市公司季度业绩预测.....	18

投资聚焦

建筑工程：关注铁路、城市轨道交通和水利水电建设公司

我们认为除灾后重建因素外，基建投资加速带动建筑需求最显著的领域依次是铁路、城市轨道交通、水利水电、机场和公路建设。重点关注最具行业代表性、盈利能力趋势性改善的三家基建央企中国铁建（601186.SH/01186.HK）、中国中铁（601390.SH/00390.HK）和中交股份（01800.HK），以及受益于国内城市轨道交通大发展和上海世博会配套地下工程（地铁和隧道）建设的隧道股份（600820.SH），和在手订单饱满、具有水利水电施工领域明显竞争优势的全国龙头企业葛洲坝（600068.SH）及区域先锋粤水电（002060.SH）。

水泥：推荐全国和区域龙头

随着全行业逐渐步入 2009 年淡季（今年春节假日较早导致淡季提前到来），年初“价量齐跌”态势已经来临。但近期宏观方面的一些信息让我们觉得水泥行业景气见底回升存在早于我们之前“09 年中期前后见底回升”的可能，也就是说最早 3 月就可能看到水泥行业景气见底回升的积极信号。

基于 08 年四季度西北地区水泥行业景气超预期因素（暖冬、基建加速及供给结构良好），我们推荐西北地区区域龙头祁连山（600720.SH）、赛马实业（600449.SH）、青松建化（600425.SH）和*ST 双马（000935.SZ）等，对于全国性公司我们继续推荐海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）和冀东水泥（000401.SZ）。

钢铁：关注需求受基建拉动、新增产能少的建筑钢材企业

需求上，建筑材受益于内需拉动最为直接和明显；供给上，新增产能主要集中在板材，而建筑钢材类产品由于淘汰落后和新建产能较少增长较慢。因此，09 年建筑材的景气程度较高，推荐八一钢铁（600581.SH）、三钢闽光（002110.SZ）、凌钢股份（600231.SH）、华菱钢铁（000932.SZ）、新兴铸管（000778.SZ）等公司。

另外一些受益于 4 万亿投资的钢材品种也值得关注，比如受益于电网投资的取向硅钢和钢绞线。推荐的公司如武钢股份（600005.SH）、恒星科技（002132.SZ）。

工程机械：看好成长性好且进入壁垒高的细分行业龙头

由于 08 上半年基数高，因此我们预计 09 年工程机械行业将呈现“前低后高”走势，上半年可能出现 20-30% 的负增长，但下半年随着国家投资的刺激和基数的原因，增速将逐步走高，全年增速约在 15% 左右。

我们建议重点投资成长性好、竞争格局好且进入壁垒高的细分行业中的优势企业，主要有：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、徐工科技（000425.SZ）、山推股份（000680.SZ）。

电力设备：景气程度随电压等级逐级上升

预计今年行业招投标频率及投资规模均将有显著上升，届时新接订单充裕等利好刺激不断，再考虑原材料价格持续走低助推行业盈利能力提升的正面影响，我们判断 09 年是投资输变电设备千载难逢的黄金机会。

输变电设备制造景气程度随电压等级逐级上升，我们选择景气周期更长和具备爆发潜力的投资标的，给予平高电气（600312.SH）、许继电气（000400.SZ）、思源电气（002028.SZ）、特变电工（600089.SH）“买入”评级。

应对经济下滑，“保增长”离不开基础设施建设

由于我国基础设施薄弱，而加快基础设施建设是拉动经济、促进就业的最有效手段之一。中央和地方政府频频推出扩大基建投资以保障经济增长的方案和计划。

国务院：保增长十项措施中三项是基建

2008 年 11 月 5 日召开的国务院常务会议上确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施（到 2010 年底完成工程约需投资 4 万亿元）。一是加快建设保障性安居工程；二是**加快农村基础设施建设**。加大农村沼气、饮水安全工程和农村公路建设力度,完善农村电网,加快南水北调等重大水利工程建设 and 病险水库除险加固,加强大型灌区节水改造；三是**加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设**。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路,完善高速公路网,安排中西部干线机场和支线机场建设,加快城市电网改造；四是加快医疗卫生、文化教育事业的发展；五是加强生态环境建设；六是加快自主创新和结构调整；七是**加快地震灾区灾后重建各项工作**；八是提高城乡居民收入；九是在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革；十是加大金融对经济增长的支持力度。

铁道部：未来三年计划投资超过 3.5 万亿

铁道部与湖北、新疆、吉林和黑龙江等十多个省签订有关加快铁路建设的纪要，为铁路建设的高速发展提供了强力保障。地方政府为抓住建设机遇，拉动地方经济，将积极配合铁道部规划、申报铁路和轨道交通建设项目，做好征地、拆迁和环评等工作，为项目施工提供优质服务，为铁路建设创造良好条件。根据铁道部信息，铁路未来三年计划投资规模将超过 3.5 万亿元，09 年计划完成投资达 6000 亿元，准备新开工项目约 70 个，投资规模约 1 万亿元；2010 年铁路安排开展前期工作或规划研究项目 65 个，投资约 1 万亿元，根据客货运输需要和新建铁路投产情况，未来 4 年计划安排机车车辆购置投资 5000 亿元。

表 1：铁路固定资产投资预测

单位：亿元

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
铁路固定资产投资数	901	1364	2088	2521	4140	6480	7700	8400	9000
增速	5%	51%	53%	21%	64%	57%	19%	9%	7%
其中：基建投资	516	880	1553	1772	3300	5500	6500	7000	7500
增速	-3%	70%	76%	14%	86%	67%	18%	8%	7%
机车车辆购置	185	264	332	553	660	800	1100	1300	1400
增速	11%	42%	26%	67%	19%	21%	38%	18%	8%

资料来源：中信证券研究部

交通运输部：4.88 万亿公路投资计划待批，机场加速建设

交通运输部正酝酿未来 3~5 年内投资 5 万亿元的交通基建投资计划，包括在建项目、已规划项目和追加投资项目，将涉及公路、水路、港口和码头建设等，且此规划是在保证原来的投资如期甚至提前完成的基础上，又追加 2 万亿元以上规模。而交通运输部此项计划若能短期内获国务院批准，我们将基于 2009~2013 年高达 4.88 万亿元公路投资计划修正我们之前对公路固定资产投资增速的预期。

表 2：公路基建投资预测

单位：亿元

项目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
公路建设投资（无基建加速计划预计）	5485	6231	6489	6645	6050	6050	6050	6050	6050
增速	16.64%	13.60%	4.14%	2.40%	-8.95%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公路追加投资（计划通过）					2450	2950	3450	4150	4950
增速（追加后）					27.92%	5.88%	5.56%	7.37%	7.84%
合计					8500	9000	9500	10200	11000

资料来源：中信证券研究部，注：其中约 70% 公路投资可转化为建筑业收入

交通运输部民航局已组织制定扩大内需的方案和措施，加快规划内项目的前期工作，并启动一批新的建设项目。目前，民航在建项目投资规模为 1000 亿元。2009 年计划新开工成都、西安、广州等枢纽和干线机场工程，及延安、吕梁、淮安等 40 多个支线机场工程，建设项目投资规模为 2000 亿元，全年计划完成 900 亿元。2010 年，计划新开工上海浦东、成都、武汉等枢纽和干线机场，及稻城亚丁等 20 多个支线机场建设，建设项目投资规模将达 2500 亿元。

水利部：未来 2—3 年实施水利“十大工程”

2008 年国家发改委共批复 38 个水利项目，总投资达 3100 多亿元，其中第四季度，中央政府新增 1000 亿元投资中，水利投资达 200 亿元，全年完成水利投资 655.4 亿元，同比增长 87.1%，为历史最高水平；省级水利建设资金也大幅增加，达到 512 亿元，同比增长近 20%。南水北调等重大水利工程建设加快的同时，各地水利部门都在加紧推进水利项目前期工作，部分中远期计划项目将提前至近 2 年开工建设。水利部部长陈雷表示力争 2009 年中央政府水利建设总投资规模达 800 亿元以上。未来 2~3 年，水利部将实施水利“十大工程”，包括 2010 年底完成 6240 座大中型和重点小型病险水库除险加固工程、农村饮水安全工程、加快支撑新增千亿斤粮食生产能力的大型灌区节水改造、江河湖泊治理工程、到 2010 年完成 400 个“水电农村电气化县”建设等。

图 1：水利固定资产投资额预测

单位：亿元



资料来源：水利部，中信证券研究部

表 3：全国水利固定资产投资额预测

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
水利固定资产投资（亿元）	560	787	814	790	827	933	1027	1200	1500	1900
年增长率	-8.65%	41%	3%	-3%	5%	13%	10%	17%	25%	27%

资料来源：水利部，中信证券研究部

地方政府：24 省市已出台计划投资 18 万亿

前期有 24 个省市出台了应对经济下滑，加大投资的计划，合计计划投资金额接近 18 万亿。其中：广东省加快推进新十项工程建设，对具备开工条件的重大项目尽快开工，对不具备开工条件、符合国家产业政策的项目出具“路条”，支持项目开展前期工作，争取提前开工建设一批重大项目，新十大工程共安排 222 个项目，总投资 2.37 万亿元，预计 2009 年完成 1.3 万亿元；云南省今、明两年力争完成投资 1 万亿元，重点用于综合交通基础设施、高原湖泊环境保护和水污染治理、大中型水利设施、保障性住房、农村民居地震安全工程、教育卫生等社会事业、物流设施、城镇污水处理等城市基础设施、天然林保护等生态环保项目；山东省拟开工建设 240 个重点项目，投资 8000 亿元；重庆和辽宁拟投资 1.3 万亿元；四川省 2009 年安排重大项目 462 个，拟投资 1.9 万亿元。

表 4：各基建领域固定资产投资进度及最新预测

单位：亿元

项目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
铁路	509	624	533	516	880	1553	1772	3300	5500	6000
年增长率%	23%	22%	-14%	-3%	70%	76%	14%	86%	67%	9%
公路	2670	3212	3715	4702	5485	6231	6489	6645	8500	9000
年增长率%	15%	20%	16%	27%	17%	14%	4%	2%	28%	6%
内河及航道	174	170	294	408	689	869	886	940	1000	1100
年增长率%	30%	-2%	73%	39%	69%	26%	2%	6%	6%	10%
城市公共交通			438	396	526	856	1082	1300	1700	2100
年增长率%				-10%	33%	63%	26%	20%	31%	24%
机场								350	800	900
年增长率%									129%	13%
水利	560	787	814	790	827	933	1027	1200	1500	1900
年增长率%	-8.65%	41%	3%	-3%	5%	13%	10%	17%	25%	27%
合计	3913	4792	5795	6812	8407	10442	11256	13735	19000	21000
年增长率%	—	22%	21%	18%	23%	24%	8%	22%	38%	11%

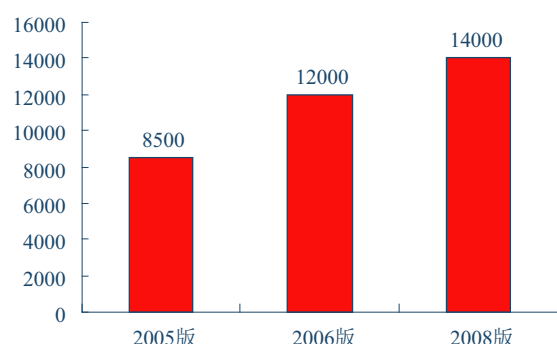
资料来源：铁道部，交通部，水利部，国家统计局，中信证券研究部

未来两年电网投资大幅飙升

电力工业是关乎国计民生的重要公用事业，资金密集、投资大、产业链长，对其他行业拉动作用明显。以 500 千伏工程为例，每百公里线路耗钢 0.5 万吨、铝材 0.2 万吨、水泥 0.7 万立方米。1998 年东南亚金融危机时，国家投资 3000 多亿元实施城乡电网改造建设以拉动经济。当前冶金、建材等主要生产资料价格出现大幅回落，选择加快电网建设步伐，能够降低企业发展成本，节约国家建设资金，提高全社会投资效益。从本次调整幅度来看，两大电网公司共加大了未来两年投资额约 2500 亿元，投资总额接近 1 万亿，远超亚洲金融危机时期。过去电网建设一度落后于电源，曾给经济发展拖了后腿；主管部门高度认可电网应当适度超前发展，为经济重振做好必要准备。

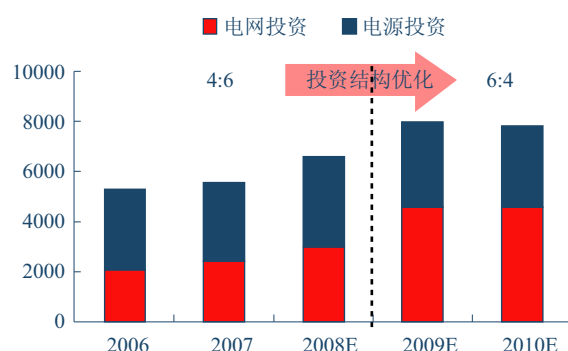
明后两年电网建设投资将大幅提高。以国网公司为例，06—08 年 3 年共完成电网投资约 6500 亿元，而 09—10 年 2 年将预计完成投资 7500 亿元左右，年均投资达到 3700 亿元，“十一五”期间国网公司总投资规模将从 07 年规划的 1.2 万亿上升到新规划约 1.4 万亿。加上预计的南方电网未来两年年投资额 900 亿元，预计“十一五”最后两年全国年电网投资额约为 4600 亿元，比原规划的 3400 亿元上调了近 40%。加上超过 3000 亿元的年电源投资规模，电力年总投资额接近 8000 亿元！

图 2：国网公司“十一五”投资规模调整 单位：亿元



资料来源：中信证券研究部

图 3：电力投资规模及结构变化 单位：亿元



资料来源：铁道部，中信证券研究部

目前我们可以看到国网公司的发展目标为“构建结构坚强的受端电网和送端电网，推动开发和建设特高压电网、大水电、大煤电和大核电的战略实施”，我们有理由相信“十二五”期间的电网投资结构仍然会向超/特高压/直流项目倾斜，而整个电网投资规模则要视宏观经济发展走势而定。

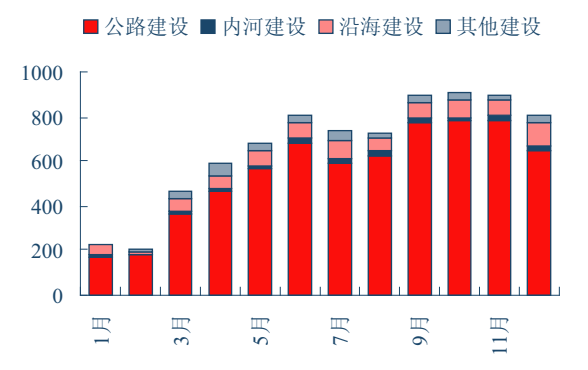
基建投资带动相关行业需求分析

建筑工程：铁路、城市轨道交通和水利水电基建增长最显著

据 2009 年铁路工作会议信息，2008 年全年完成铁路基建投资超过 3300 亿元，同比增长 86%，12 月单月铁路基建投资近 800 亿元，相当于 2005 年全年铁路基建投资额，创铁路基建投资新历史。

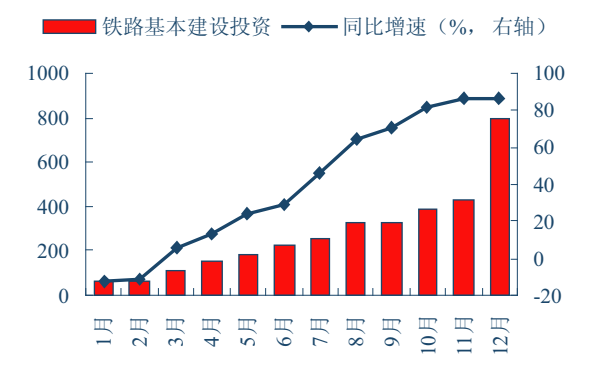
根据全国交通运输工作会议信息，2008 年全国累计完成交通固定资产投资 7930 亿元，同比增长 1.97%，其中公路固定资产投资 6645 亿元，同比增长 2.39%，占交通固定资产的 83.80%；内河及航道建设投资 940 亿元，同比增长 6.04%。原本 08 年已经同比下滑的交通固定资产投资在刺激政策下保证了正增长。

图 4：交通固定资产 08 年月度分类投资额 单位：亿元



资料来源：交通部，中信证券研究部

图 5：铁路基建投资 08 年月度投资额 单位：亿元



资料来源：铁道部，中信证券研究部

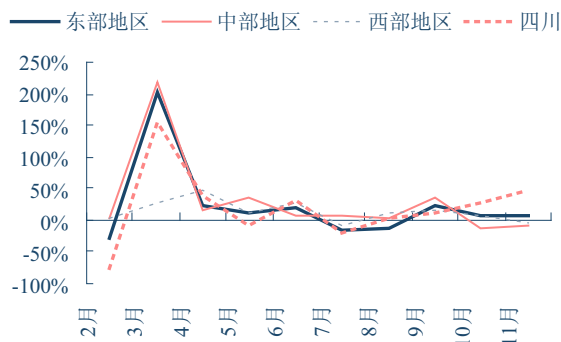
我们认为除灾后重建因素外，基建投资加速带动建筑需求最显著的领域依次是铁路、城市轨道交通、水利水电、机场和公路建设。根据基建投资预测对各基建建筑形成的需求（即有望形成建筑业收入和增加值的部分）进行测算如下：

表 5：基建投资带动基建建筑需求（即有望形成建筑业收入和增加值部分）测算 单位：亿元

项目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
铁路	382	468	400	387	660	1165	1329	2475	4125	4500
年增长率%	23%	22%	-14%	-3%	70%	76%	14%	86%	67%	9%
公路	1869	2248	2600	3292	3839	4362	4542	4652	5865	6120
年增长率%	15%	20%	16%	27%	17%	14%	4%	2%	26%	4%
内河及航道	87	85	147	204	344	435	443	470	500	550
年增长率%	30%	-2%	73%	39%	69%	26%	2%	6%	6%	10%
城市公共交通			175	158	210	351	454	559	748	945
年增长率%			-10%	33%	67%	30%	23%	34%	26%	
机场								175	424	495
年增长率%								142%	17%	
水利	392	579	596	580	558	616	719	840	1050	1330
年增长率%		48%	3%	-3%	-4%	10%	17%	17%	25%	27%
合计	2730	3380	3919	4621	5612	6927	7488	9171	12712	13940
年增长率%	-	24%	16%	18%	21%	23%	8%	22%	39%	10%

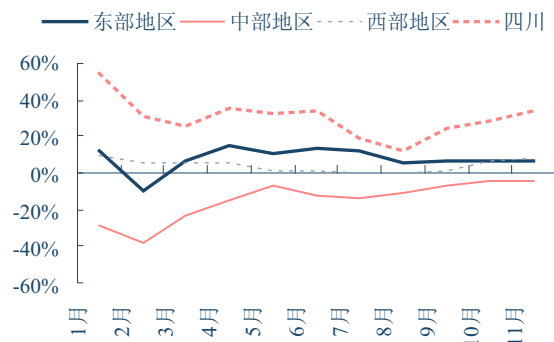
资料来源：中信证券研究部，注，铁路、公路、内河及航道、城市轨道交通、机场和水利基建投资转化为基建行业收入的比率分别约为 75%、70%、50%、45%、50%和 70%（部分年份因结构差异会有所变化）

图 6：分地区交通固定资产投资月度环比增速



资料来源：交通部，中信证券研究部

图 7：分地区交通固定资产投资月度同比增速



资料来源：交通部，中信证券研究部

水泥：大规模基建带动需求有望在二季度启动

根据主要基建领域未来投资额的预测，我们测算了这些新增投资拉动的水泥需求量。对于目前仍存在不确定性的领域，如 09 年房地产开发投资规模（增速）、4.88 万亿元公路投资规模在未来五年的分布情况、铁路基建规模等领域进行情景分析，下表是具体的情景分析假设：

表 6：2009 年水泥需求测算情景分析假设

情景	简评
公路建设投资情景一	保守预期，公路 09 年基建投资 8000 亿元
公路建设投资情景二	中性预期，公路 09 年基建投资 8500 亿元
公路建设投资情景三	乐观预期，公路 09 年基建投资 9000 亿元
铁路建设投资情景一	保守预期，铁路 09 年基建投资 5000 亿元
铁路建设投资情景二	中性预期，铁路 09 年基建投资 5500 亿元
铁路建设投资情景三	乐观预期，铁路 09 年基建投资 6000 亿元
房地产开发投资悲观预期	同比下降 20%
房地产开发投资中性预期	同比下降 10%
房地产开发投资乐观预期	同比零增长

资料来源：中信证券研究部

需要引起投资者注意的是，我们跟随中信证券房地产行业分析师的观点对房地产开发投资明年的预期进行了下调，从下调对最终水泥需求影响看，房地产开发投资很可能是明年水泥行业供需的重要决定因素。

此外，我们对需求的预测也考虑水泥出口因素，2008 年 1~10 月数据显示，全国出口水泥 1757 万吨，较去年同期 2686 万吨大幅减少 929 万吨，我们认为其主要原因是全球金融、经济危机减少了国际水泥需求。不过随着 9 月以后国际海运费大幅下降，我们预计水泥出口将逐渐恢复至正常水平，即每年出口量维持在 3000 万吨左右（占全国总产销量 2% 不到），但对明后年水泥需求影响较为有限。

表 7：系列投资计划对 2009 年水泥需求拉动（绝对量/增速）的情景分析

单位：万吨/%

情景	房地产开发投资悲观预期			房地产开发投资中性预期			房地产开发投资乐观预期		
	公路投资情景一	公路投资情景二	公路投资情景三	公路投资情景一	公路投资情景二	公路投资情景三	公路投资情景一	公路投资情景二	公路投资情景三
铁路建设投资情景一	2245/1.6	3245/2.4	4245/3.1	6670/4.8	7670/5.6	8670/6.3	11010/8.0	12010/8.7	13010/9.4
铁路建设投资情景二	3295/2.4	4295/3.1	5295/3.8	7720/5.6	8720/6.3	9720/7.0	12060/8.7	13060/9.5	14060/10.2
铁路建设投资情景三	4345/3.1	5345/3.9	6345/4.6	8770/6.4	9770/7.1	10770/7.8	13110/9.5	14110/10.2	15110/10.9

资料来源：中信证券研究部

从具体规模看，若以 2008 年全国水泥产量 13.88 亿吨为基数，按照我们统计的历史经验值每亿元公路投资水泥需求 1.9~2.6 万吨和每亿元铁路投资水泥需求 2 万吨，我们测算近期陆续推出的经济刺激计划形成的新增水泥需求将拉动 2009 年水泥消费增长 5.6~7.8 个百分点。详细情景分析见上表，粗体部分是我们认为最可能发生的情景组合下水泥需求区间。

从具体时间窗口看，由于一季度是传统淡季，且各类投资项目需要一定时间周期来完成项目可行性研究、规划、审批和资金筹措环节等因素，我们预期各类投资项目将于 2009 年二季度起大规模启动，随之水泥需求也将于此时应声而起。

钢铁：灾后重建因素外新增需求 1200 万吨

国家扩大内需、促进经济增长的十项措施投资规划涉及钢材需求主要有三块：保障性住房、农村基础设施和公路、铁路、机场等。根据我们对铁路、公路、电网和管道建设投资测算，2.3 万亿的基础设施投资需要消耗钢材约 1 亿吨左右。也就是说，未来两年内，仅此十项措施就将每年带动 4000-5000 万吨钢材的消费。2009~2011 三年内要新增加 200 万套廉租房、400 万套经济适用房，并完成 100 多万户林业、农垦和矿区的棚户区改造工程，总投资将达到 9000 亿元，平均每年 3000 亿元。

4 万亿的基建投资将分布于铁路、公路、电力设备、管道建设等四个主要类别，其中铁路分为高速铁路（包括客运专线、城际轨道）和普通铁路，公路分为高速公路和普通公路（包括乡镇公路）。覆盖这四个主要行业的 2009 年需求大约为 4000 万吨，其中新增需求 1200 万吨。

表 8：4 万亿基建投资带动钢材需求测算

	高速铁路	普通铁路	高速公路	普通公路	电力设备	管道建设
原计划总投资量	1.20 万公里	1.60 万公里	2.34 万公里	36.00 万公里	24.00 万公里	2.00 万公里
新政策总投资量	1.80 万公里	2.80 万公里	2.70 万公里	47.00 万公里	32.00 万公里	2.75 万公里
2009 年工程进度量	30%	30%	—	—	30%	30%
2009 年原计划需求量	0.36 万公里	0.48 万公里	0.78 万公里	12.00 万公里	7.20 万公里	0.60 万公里
2009 年新计划需求量	0.54 万公里	0.84 万公里	0.95 万公里	17.00 万公里	9.60 万公里	0.83 万公里
新增投资量	0.18 万公里	0.36 万公里	0.17 万公里	5.00 万公里	2.40 万公里	0.23 万公里
钢材使用强度	3000 吨/公里	300 吨/公里	300 吨/公里	50 吨/公里	50 吨/公里	550 吨/公里
预计总需求量	1620 万吨	252 万吨	285 万吨	850 万吨	480 万吨	454 万吨
预计新增需求量	540 万吨	108 万吨	51 万吨	250 万吨	120 万吨	124 万吨
合计新政策下总需求量	3941 万吨					
合计新政策下新增需求量	1193 万吨					

数据来源：中信证券研究部

铁路测算：原计划至 2010 年高速铁路新增 1.2 万公里，普通线路新增 1.6 万公里；新投资计划下，高速铁路新增 1.8 万公里，普通线路新增 2.8 万公里。按照加大投资力度以及工程施工进度的估算，我们按照 09 年用量占全部用量 30%来测算，刺激计划新增需求量为 648 万吨；**公路测算：**原计划至 2010 年高速公路和普通公路每年分别新增 12 万公里和 0.78 万公里；新投资计划下，高速公路和普通公路每年新增 17 万公里和 0.95 万公里，增量分别为 5 万公里和 0.17 万公里，据此测算新增需求量为 300 万吨；**电力设备：**根据国网公司 3 年内计划建设 110kv 电网 26 万公里测算，在增量上由于新政策的出台使今明两年新增投资 2500 亿元达到 9200 亿元，推断 26 万公里中的政策增量为 7 万公里，我们预计工程实施进度为 2009 年完成 30%，据此测算新增需求量为 120 万吨；**管道设备：**根据综合交通网规划，至 2010 年全国管道长度达到 8 万公里，距离 2007 年 5.25 万公里存量尚有 2.75 万公里的增量（即年增 0.9 万公里）。这其中，由于 2007 年新增管道长度 0.53 公里，则推断新政策的实施使每年新增约 0.3-0.4 万公里，据此测算新增需求约为 124 万吨。此外，国家发改委和四川省发改委预计，四川**灾后重建** 3 年需要 3700 万吨以上钢材，平均每年新增 1200 万吨以上。

表 9：主要钢材产品产量

单位：万吨

品种名称	2004	2005	2006	2007	2008E
粗钢	28049	34936	42285	48924	49909
生铁	25775	33040	40751	46945	46775
棒材	2313	2821	3739	4588	4692
钢筋	5771	6776	8679	10137	9360
盘条（线材）	5019	6051	7063	8038	7790
中厚板带	5289	6892	8407	11539	13457
热轧	3131	4175	5302	6292	6078
冷轧	1541	1985	3095	3932	4053
涂镀板	715	1020	1505	2072	2120
电工钢板（带）	161	241	336	416	465
无缝钢管	848	1047	1540	1863	1999
焊接钢管	1301	1567	2121	2361	2298

数据来源：中信证券研究部

表 10：主要钢材产品产量增速

单位：%

	2005	2006	2007	2008E
粗钢	24.6	21	15.7	2
生铁	28.2	23.3	15.2	-0.4
棒材	21.9	32.6	22.7	2.3
钢筋	17.4	28.1	16.8	-7.7
盘条（线材）	20.6	16.7	13.8	-3.1
中厚板带	30.3	22	37.3	16.6
热轧薄板带	33.3	27	18.7	-3.4
冷轧薄板带	28.8	55.9	27	3.1
涂镀板	42.7	47.6	37.6	2.3
电工钢板（带）	49.3	39.8	23.5	11.9
无缝钢管	23.5	47.1	21	7.3
焊接钢管	20.4	35.4	11.3	-2.6

数据来源：中信证券研究部

受益于铁路建设的钢材品种有建筑材、重轨、车轮和车辆。公路建设主要是消耗螺纹钢、线材、热轧钢板、型钢、镀锌钢管等。受益于电网大建设的钢材品种有取向硅钢、钢绞线、型材等。

表 11：铁路建设受益产品和公司

品种	钢铁公司
建筑材	建筑材公司
重轨	攀钢钢钒、包钢股份、鞍钢股份、武钢股份
车轮	马钢股份（全国 90%以上份额）
车辆	太钢不锈、宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份

资料来源：中信证券研究部

表 12：重点受益公司点评

代码	主要产品	投资要点	主要风险点
恒星科技	钢绞线、钢帘线	1、钢绞线主要用于输电线路，受益于输电线的大力发展 2、钢帘线主要用于汽车轮胎工业发展 3、前端钢材成本的下降 4、新生产线投产	输电线路建设规模低于预期
新兴铸管	线棒材、铸管	1、铸管产品价格稳定，成本降低，毛利提升 2、受益于南水北调工程 3、线棒材受益于国家加大基础设施的建设	1.基础设施投资规模未达到预期 2.新扩产高炉和棒材生产线的市场开拓情况
八一钢铁	线棒材、中厚板	1、新疆的区域龙头，新疆区域的成本和价格均具有优势 2、新上中厚板项目将受益于西气东输二线 3、未来规模扩张，成长性好 4、宝钢集团并购的标杆	1.铁水关联定价对业绩影响大 2.西部地区基建投资 3.新建板材企业的效益状况

代码	主要产品	投资要点	主要风险点
三钢闽光	线棒材、中厚板	1、福建区域龙头 2、整体上市预期（中厚板项目注入） 3、08 年大幅计提存货跌价准备后，08 年业绩基数低	1.基础设施投资规模未达到预期 2.公司关联交易对业绩影响
华菱钢铁	建筑材、热轧、冷轧、中厚板、无缝管	1、08 年 1 季度雪灾等非经常性因素导致 08 年业绩基数低，09 年业绩下滑好于其他企业 2、新增近 100 万吨中厚板，同时无缝管价格较为稳定	1.固定资产投资增速低于预期 2.中厚板价格走势 3.进口铁矿石价格

资料来源：中信证券研究部

表 13：主要建筑材企业 2007 年建筑钢材产量

单位：万吨

	钢材产量	线、棒、型材产量	占比%
三钢闽光	334	290	86.8
八一钢铁	387	260	67.2
凌钢股份	221	110	49.8
唐钢股份	1041	480	46.1
安阳钢铁	656	320	48.8
华菱管线	1048	480	45.8
马钢股份	1309	748	57.1
莱钢股份	691	430	62.2
韶钢松山	405	201	49.6
承德钒钛	365	290	79.5

资料来源：公司资料，中信证券研究部 注：线、棒、型材产量为估计数，可能与实际产量略有差异

工程机械：加大基建投资为行业注入强心剂

工程机械行业与基建投资密切相关，且基建投资构成工程机械行业最大的需求。因此基建投资加大将直接利好工程机械。从过去的经验来看，一般来讲，工程机械需求额约为基建投资额的 5%-8%。我们假设此数据为 7%，那么根据我们对铁路“十一五”投资进度的测算，如果 2009 年、2010 年铁路投资分别为 5500 亿元和 6500 亿元，将直接创造工程机械最增需求为 385 亿元和 455 亿元。

表 14：铁路投资进度及对工程机械需求预测

单位：亿元

项目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
铁路基建投资金额	446	501	561	823	843	1553	1772	3300	5500	6500
增长率	23.2%	12.3%	12.0%	46.7%	2.4%	84.2%	14.1%	86.23%	66.67%	18.18%
工程机械需求额								231	385	455

资料来源：中信证券研究部

而按照中信证券交通组对公路投资规划的预测，假设 09 年和 10 年公路投资额分别为 8500 亿元和 9000 亿元，则其对工程机械的新增需求分别为 $8500 \times 0.07 = 595$ 亿元和 630 亿元。按整个交通固定资产投资（不含铁路、航空和机场）预计 09 年 10000 万亿投资规模计算，则 09 年对工程机械的需求量为 700 亿元左右。如果再加上铁路投资创造的 385 亿需求，对工程机械创造需求量约为 $700 + 385 = 1085$ 亿元。要比 08 年的 $560 + 231 = 791$ 亿元增长 294 亿元。

表 15：交通投资（不含铁路、航空和机场）对工程机械需求测算

单位：亿元

项目	2008	2009E	2010E	2011E
交通固定资产投资金额	8000	10000	10800	11500
工程机械需求额	560	700	756	805

资料来源：中信证券研究部

08 年工程机械行业的国内新增需求约为 2500 亿元，09 年基建投资加大贡献的 294 亿增量将直接拉动工程机械行业增长约 12%。

在宏观经济减速背景下，四万亿投资除了直接拉动相关受益行业外，更重要的是通过其投资要拉动整个宏观经济增长和民间固定资产投资热情的上升。根据中信证券宏观研究组的分析，在大规模基建投资等反周期的财政政策拉动下，预计 09 年固定资产投资增速有望达 13-16% 水平，GDP 约 8.2%。而工程机械需求与固定资产投资规模息息相关，因此通过基建投资，从而拉动全社会固定资产投资继续保持平稳增长，可间接拉动工程机械需求增长。

表 16：铁路施工所需设备

分类	设备名称
路基施工	土石方机械（挖掘机、装载机、推土机）、压实机械（压路机、平地机）
桩基施工	桩工机械（旋挖钻机、打桩机、压桩机）、混凝土机械（拖泵、泵车、搅拌站、搅拌车、布料杆、等）
桥梁架设	龙门吊、900 吨架桥机、汽车起重机、提梁机、运梁车等
钢轨铺设	砂浆车、铺轨机、焊轨机等

资料来源：中信证券研究部

表 17：公路施工及养护所需设备

分类	设备名称
建设施工	土石方机械（挖掘机、装载机、推土机等）、压实机械（压路机、平地机）、摊铺机等
养护设备	刨铣机、摊铺机、压路机、灌缝机等
其他施工设备	汽车起重机、混凝土机械、桩工机械等

资料来源：中信证券研究部

表 18：受益上市公司排序

受益产品	受益上市公司排序
旋挖钻机	三一重工、山河智能、中联重科、徐工科技、北方股份、上海机电、
挖掘机	三一重工、柳工、山推股份（合资）、常林股份（合资）、山河智能、中联重科、徐工科技、北方股份
起重机械	徐工科技、中联重科、柳工、
推土机	山推股份、河北宣工
装载机	柳工、中国龙工、厦工股份、常林股份、徐工科技
路面机械	徐工科技、鼎盛天工、三一重工、中联重科、柳工、山推股份、建设机械
混凝土机械	三一重工、中联重科、徐工科技

资料来源：中信证券研究部

尽管我们预计基建投资将拉动工程机械行业增长 12% 左右，但房地产投资和矿产投资下降对工程机械行业的影响也不容忽视。根据中信相关研究小组的预计，09 年房地产投资和矿产投资增速分别约为 -5% 和 20% 左右，比 08 年的 26% 和 40% 以上均有较为明显的下降，因此预计这两块投资对工程机械 09 年消费额增长都构成一定程度的负贡献。再考虑两块投资占需求比重约为 30% 和 15%，综合预计 09 年国内市场需求额增长速度约为 7%。

由于 08 上半年基数高，因此我们预计 09 年工程机械行业将呈现“前低后高”走势，上半年可能出现 20-30% 的负增长，但下半年随着国家投资的刺激和基数的原因，增速将逐步走高，全年增速约在 15% 左右，比 08 年增速下降近 20 个百分点。具体计算过程如下：

表 19：中国工程机械行业收入历史和预测

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
行业总销售额（亿元）	420	480	560	773	1035	1157	1262	1620	2329	3130	3584	4185
同比增长率	20%	14%	17%	38%	34%	12%	9%	28%	44%	34%	15%	17%
出口额（亿元）	34	42	56	58	86	152	238	401	670	1006	1270	1664
同比增长率	79%	21%	35%	2%	49%	77%	57%	68%	67%	50%	26%	31%
进口额（亿元）	120	108	126	167	294	321	248	314	380	425	413	479
同比增长率	48%	-10%	17%	32%	76%	9%	-23%	27%	21%	12%	-3%	16%
国内消费额（亿元）	505	546	630	883	1243	1326	1272	1534	2040	2549	2728	3001
同比增长率	23%	8%	15%	40%	41%	7%	-4%	21%	33%	25%	7%	10%

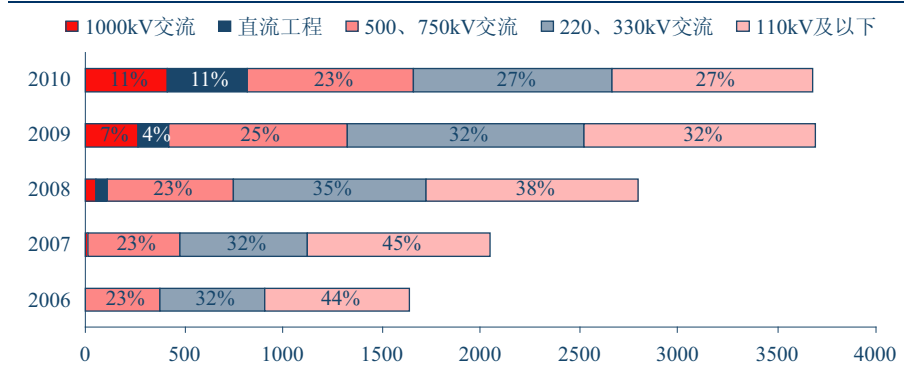
资料来源：工程机械协会，中信证券研究部

电力设备：输变电高端设备需求增长最快

从国网公司调整后的规划来看，预计 2009、2010 年比过去两年总投资额同比增长 50% 左右；其中 1000kV 交流和直流输电工程投资同比增长最快，高达约 900%；500-750kV 交流工程与总投资增速基本保持一致，同比增长 60% 左右；220-330kV 交流工程同比增长 30-40%，落后于总投资增速近 20 个百分点；增长最慢的是 110kV 及以下工程，同比增长仅有 10%，落后于总投资增速 40 个百分点。数据表明，未来中国电网投资增长最快的是特高压及直流输电工程和 500kV/750kV 交流的主干电网，**500kV 及以上增长 150%**，110kV 及以下电网投资增速最慢，因此，我们继续维持前期判断：**高端输变电设备行业高度景气，景气程度随电压等级逐级上升。**

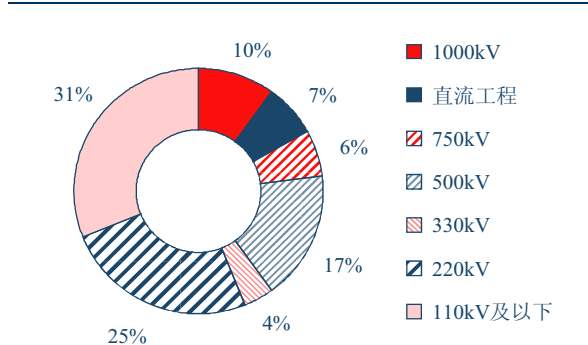
图 8：国网公司“十一五”投资结构

单位：亿元



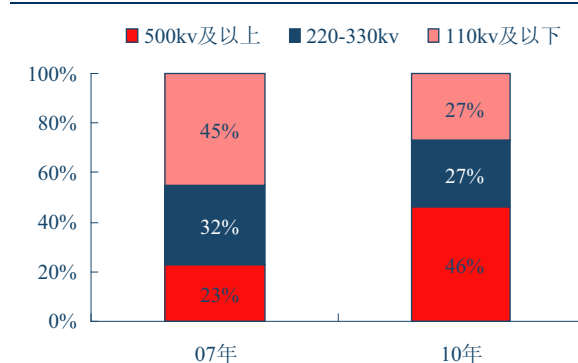
资料来源：中信证券研究部

图 9：国网公司未来三年（09-11）1 万亿投资规模结构



资料来源：中信证券研究部

图 10：07 与 10 年电网投资结构对比



资料来源：中信证券研究部

行业面临千载难逢投资机会。受投资规模扩大利好影响，我们认为输变电设备将迎来一次大的行业性投资机会，预期明年行业招投标频率及规模均将有显著上升，新接订单充裕等利好刺激不断；如果再考虑原材料价格持续走低，助推行业盈利能力提升的正面影响，我们判断 09 年是投资输变电设备千载难逢的黄金机会。

行业景气判断和投资策略

建筑工程：静候基建公司估值回调后的介入机会

在基建投资加速和灾后重建预期下，基建行业景气高企，尤其是铁路建设、城市轨道交通建设、水利水电建设和机场建设均爆发增长，公路建设规模亦继续维持高位并有望增长，带动相关建筑公司收入规模处于高增长态势；加上人工、施工材料费用的明显下降，毛利率水平可望改善；公司管理改善和债务结构优化推动期间费用率下降；行业内资金充裕的公司普遍开展如运营业务等高毛利业务的相关多元化，诸多因素使得业内龙头公司盈利能力大幅提高，因此我们维持基建行业“强于大市”的评级。

虽然有未来几年基建投资加速促使国内基建行业景气维持高位、相关公司业绩有望保持快速增长等估值溢价因素，但估值仍较国际同类公司明显偏高，如从事铁路基建建设的两大巨头中国铁建和中国中铁 2009 年动态市盈率达近 20 倍，估值进一步上升面临较大压力。

表 20：全球主要建筑类上市公司估值情况

公司简称	交易所代码	收盘价	市值 (million)	P/B	ROE%	07EPS	08EPS	09EPS	07P/E	08P/E	09P/E
Vinci	DG.FP	28.79	14282	1.69	18.9	3.14	3.26	3.31	9	9	9
Bouygues	EN.FP	28.53	9779	1.42	22.1	4.06	4.40	4.42	7	6	6
Bilfinger	GBF.GR	33.50	1246	1.04	10.8	3.60	4.86	4.71	9	7	7
Skanska	SKAB.SS	68.25	28569	1.47	20.6	9.78	8.82	6.51	7	8	10
Hochtief	HOT.GR	27.10	1897	0.87	6.9	2.07	2.23	2.61	13	12	10
鹿岛建设	1812.JP	264.00	279130	0.93	13.1	40.53	11.60	18.26	7	23	14
中国建筑	03311.HK	1.22	2983	1.26	28.6	0.18	0.21	0.26	5	6	5
中国交通建设	01800.HK	7.69	114153	2.43	15.7	0.41	0.41	0.55	18	16	12
均值				1.39					9	11	9
中值				1.34					8	8	10

资料来源：Bloomberg、中信证券研究部 注：收盘价取 09 年 1 月 18 日数据，货币单位为上市所在市场国家货币

我们建议投资者在市场整体调整或个股突发短期利空因素导致的估值回调过程中介入，重点关注最具行业代表性、明显受益国内基建投资加速和盈利能力趋势性改善的三家基建央企中国铁建（601186.SH/01186.HK）、中国中铁（601390.SH/00390.HK）和中交股份（01800.HK），和受益于国内城市轨道交通大发展和上海世博会配套地下工程（地铁和隧道）建设的隧道股份（600820.SH），以及在手订单饱满、具有水利水电施工领域明显竞争优势的龙头企业葛洲坝（600068.SH）和粤水电（002060.SZ）。

表 21：建筑工程重点上市公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PB	ROE	评级	变动
		07	08E	09E	07	08E	09E					
中国铁建	9.59	0.25	0.28	0.49	38	34	19	0.84	2.6	39.70	买入	维持
中国中铁	5.23	0.15	0.04	0.28	35	132	19	3.69	2.0	5.71	买入	维持
隧道股份	10.80	0.26	0.44	0.58	42	25	18	0.49	2.2	8.57	买入	维持
葛洲坝	9.13	0.37	0.45	0.57	25	20	16	0.86	3.2	11.48	买入	维持
粤水电	7.34	0.28	0.32	0.45	26	23	16	0.87	1.6	8.46	买入	维持
金螳螂	21.31	0.96	0.90	1.16	22	24	18	2.39	4.6	15.62	买入	维持

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价按 1 月 22 日收盘价计算，ROE 为 07 年值，葛洲坝未考虑配股影响

表 22：建筑工程重点上市公司 09 年季度盈利预测

简 称	股价 (元)	2008E (元)	2009 年 季度 EPS (元)				2010E (元)
			PE				
			09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	
中国铁建	9.59	0.28	0.08	0.11	0.12	0.18	0.71
中国中铁	5.23	0.04	0.05	0.06	0.07	0.10	0.38
隧道股份	10.80	0.44	0.12	0.15	0.15	0.16	0.77
葛洲坝	9.13	0.45	0.12	0.14	0.14	0.17	0.74
粤水电	7.34	0.32	0.08	0.11	0.12	0.14	0.55
金螳螂	21.31	0.90	0.20	0.21	0.36	0.39	1.51

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价按 1 月 22 日收盘价计算，葛洲坝未考虑配股影响

水泥：景气即将回升，布局全国及区域龙头

08 年水泥行业景气走势整体上基本符合我们预期。市场先前普遍担心的四季度业绩大范围低于预期的可能并未出现，其主要原因是 11 月以后的煤价下跌有效缓解了因水泥需求下降导致的盈利水平下降。此外，西北市场受惠于暖冬及供给结构良好因素，四季度表现甚至略超预期。步入 09 年以来，随着全行业逐渐步入淡季（今年春节假日较早导致淡季提前到来），年初“价量齐跌”态势已经来临。

我们认为今年水泥行业景气有望于 09 年中期前后见底回升。不过，近期宏观方面的一些信息让我们觉得水泥行业景气见底回升存在早于我们之前“中期前后见底回升”的可能，也就是说最早 3 月我们就能看到水泥行业景气见底回升的积极信号，原因其一，温家宝总理在最近一次国务院工作会议上提出做好一季度经济工作的相关措施，核心精神是保增长系列措施必须在一季度就加大力度推进，我们认为一旦有关保增长的刺激投资政策得到超前落实，将有利于年内水泥需求第一个旺季及景气见底回升时刻的提前来临；其二，近日有媒体报道，1 月份信贷增长有望保持去年 12 月份以来的高增长态势，且大部分投向基础设施建设领域，我们认为这一信息对水泥行业景气提前回升也有积极作用。

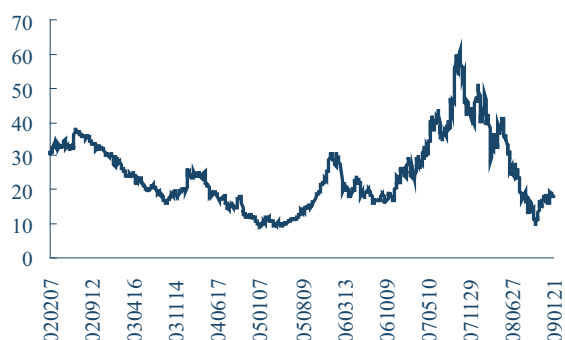
在刺激投资政策背景下，我们维持对行业景气于 2009 年中期前后见底回升，以及 2010 年景气将进一步趋升的判断，维持行业“强于大市”评级。

表 23：重点水泥上市公司估值

股票简称	08PE	PB	吨产能市值	EV/EBITDA
海螺水泥	18	4.6	421	9.6
华新水泥	16	4.1	247	8.7
冀东水泥	31	5.2	394	14.8
祁连山	20	3.8	492	21.1
赛马实业	14	5.3	611	13.9
天山股份	17	5.2	288	10.4
青松建化	26	2.4	762	15

资料来源：中信证券研究部 注：PE 按 1 月 21 日收盘价计算，PB 按 07 年底净资产计算，吨产能市值单位为元/吨

图 11：海螺水泥历史市盈率



资料来源：Wind、中信证券研究部

图 12：海螺水泥历史吨产能市值

单位：元/吨



资料来源：Wind、中信证券研究部

基于对行业景气走向的判断，我们认为日前陆续出台的基建投资规划将陆续在今年二季度以后进入实施阶段，我们对行业当前形势的判断是政策面已先于行业基本面见底，基本面见底预计要到一季度末，且 2009 年一、二季度同比数据依然不乐观。但历史经验显示，二级市场往往先于行业基本面 3~6 个月见底，尤其是在当前庞大基建投资规划刺激水泥需求预期已明确的情况下，我们认为提前布局水泥股时机已然成熟。

表 24：水泥行业重点关注公司业绩预测及评级

公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PE			PB	ROE%	EV/EBITDA	投资 评级
		08E	09E	10E	08E	09E	10E				
海螺水泥	28.60	1.55	1.97	2.81	18	15	10	4.6	22.5	9.6	买入
华新水泥	17.13	1.04	1.2	1.86	16	14	9	4.1	17.3	8.7	买入
冀东水泥	11.37	0.37	0.7	1.00	31	16	11	5.2	13.8	14.8	买入
祁连山	8.70	0.43	0.65	1.00	20	13	9	3.8	0.6	21.1	买入
赛马实业	18.79	1.38	1.66	2.20	14	11	9	5.3	12.5	13.9	买入
天山股份	11.08	0.66	0.90	1.22	17	12	9	5.2	15.8	10.4	买入
青松建化	8.26	0.32	0.52	0.60	26	16	14	2.4	6	15.0	增持
*ST 双马	7.37	0.28	0.48	0.57	26	15	13	—	—	—	增持
江西水泥	5.18	0.13	0.5	0.68	40	10	8	1.9	2.1	13.7	增持

资料来源：中信证券研究部 注：股价为 2009 年 1 月 21 日收盘价，PB、ROE 为 07 年值

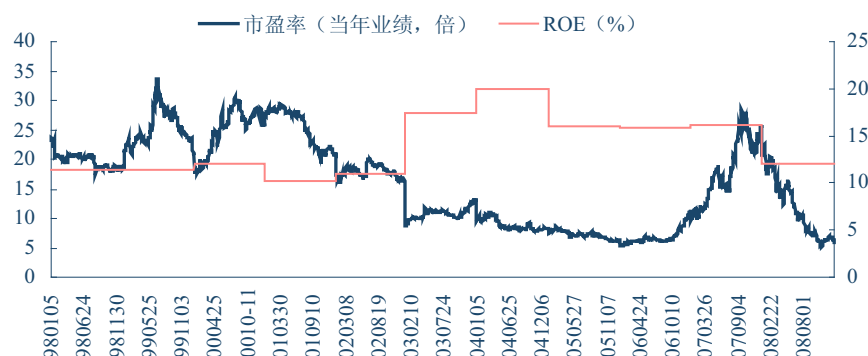
我们认为 2009 年水泥行业投资机会将主要出现在全国龙头（行业景气触底回升时正向弹性最大，且受益收购兼并政策最大）及优势区域龙头（此轮基建投资计划中受益较大的区域）两类公司之中。首先，对于全国龙头，根据上个行业短周期经验，我们选择海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）和冀东水泥（000401.SZ）作为行业景气见底回升的首选全国组合，原因有二：其一，他们产销量绝对值及占行业比例大，一旦景气见底回升，盈利将显示出优于同行的向上弹性，且在扶持并购重组的政策背景下这些龙头企业有望在区域整合方面取得明显进展，进一步实现外延式扩张；其二，他们既是全国龙头也是各自区域的领先者，各方面均能最大程度地从行业复苏中受益。其次，对于优势区域龙头，据此次基建投资的区域分布，中西部地区无疑是重点，因此我们重点推荐祁连山（600720.SH）、赛马实业（600449.SH）、青松建化（600425.SH）和*ST 双马（000935.SZ）等。

钢铁：具备估值优势，底部拐点出现

从行业面来看，钢铁行业进入景气周期还需时日。2008 年四季度因为产品与存货价格双双降低，导致绝大部分钢铁企业单季度出现巨额亏损，但是同时我们也应该看到这是非经常性因素，大中型钢铁上市公司即使在最艰难的 90 年代中后期和 2005-2006 年也没有出现年度亏损。目前有一些企业已经消化完高价库存，进入 2009 年随着钢铁产品需求的逐步恢复，有望从亏损到实现微利。

同时我们也应该看到，钢铁上市公司的估值已经十分具有吸引力。无论是市净率、股息率还是重置成本等指标都已进入了投资区域。钢铁行业历来都是高分红的行业，2007 年公司业绩表现出色，分红规模也随之提升。2007 年 37 家公司中共有 28 家公司进行了分红，占比达到 75.7%。平均分红率达到 28.46%，与 06 年相当，平均股息率 1.13%。钢铁上市公司 07 年度加权平均分红率为 40%，股息率在 3-10%之间，对于价值投资者而言，其吸引力十分突出。从吨钢市值来看，钢铁公司的吨钢市值只有 1000 元/吨，而国内新建钢铁企业为此支付的淘汰落后产能成本至少在 1000 元/吨。1997 年、2005 年两次钢铁股跌破净资产时期，其后都迎来了钢铁股上涨。

图 13：1998 年以来钢铁冶炼板块市盈率和 ROE



数据来源：中信证券研究部

最近国家出台的启动内需政策将缓解钢铁公司业绩下滑局面，改善钢铁行业的供求状况。鉴于钢铁行业底部拐点出现以及钢铁股估值优势，我们给予钢铁行业“强于大市”的评级。

表 25：吨钢市值排序

序号	证券简称	吨钢市值 (元/吨)	序号	证券简称	吨钢市值 (元/吨)	序号	证券简称	吨钢市值 (元/吨)
1	莱钢股份	889	11	韶钢松山	1350	21	重庆钢铁	2277
2	三钢闽光	957	12	酒钢宏兴	1357	22	首钢股份	2369
3	安阳钢铁	969	13	唐钢股份	1382	23	太钢不锈	2433
4	八一钢铁	1055	14	华菱管线	1514	24	新兴铸管	3307
5	柳钢股份	1140	15	马钢股份	1709	25	鞍钢股份	3375
6	承德钒钛	1187	16	邯郸钢铁	1718	26	西宁特钢	3473
7	济南钢铁	1189	17	凌钢股份	1930	27	武钢股份	3676
8	杭钢股份	1318	18	包钢股份	1949	28	抚顺特钢	3790
9	南钢股份	1326	19	大冶特钢	2068	29	宝钢股份	3967
10	新钢股份	1343	20	本钢板材	2132	30	大连金牛	3984

资料来源：公司公告、中信证券研究部

注：市值按照 2009 年 1 月 23 日收盘价计算，坯材产量大部分按照 07 年年报中对 08 年产量的预测数，小部分为预计数

投资选择上，我们关注建筑钢材企业。原因有二：需求上，建筑材受益于内需拉动最为直接和明显；供给上，新增产能主要集中在板材，而建筑钢材类产品由于淘汰落后和新建产能较少增长较慢。因此，09 年建筑材的景气程度较高，推荐八一钢铁（600581.SH）、三钢闽光（002110.SZ）、凌钢股份（600231.SH）、华菱钢铁（000932.SZ）、新兴铸管（000778.SZ）等公司。

另外一些受益于 4 万亿投资的钢材品种也值得关注，比如受益于电网投资的取向硅钢和钢绞线。推荐的公司如武钢股份（600005.SH）、恒星科技（002132.SZ）。

表 26：国内钢铁股估值表

股票名称	07 年 EPS	08 年 EPS	09 年 EPS	07 年 PE	08 年 PE	09 年 PE	07 年 PB	08E PB
武钢股份	0.83	0.75	0.74	7.5	8.3	8.4	1.89	1.72
太钢不锈	0.75	0.22	0.36	5.6	18.9	11.7	1.40	1.15
八一钢铁	0.52	0.20	0.62	13.2	34.4	11.1	1.92	1.84
新兴铸管	0.50	0.36	0.55	13.7	19.1	12.5	1.68	1.64
恒星科技	0.34	0.32	0.54	19.8	20.9	12.3	2.64	2.30
三钢闽光	0.93	0.20	0.58	7.5	34.9	12.1	1.39	1.39
华菱钢铁	0.59	0.31	0.45	10.0	19.0	13.1	1.08	1.12
宝钢股份	0.73	0.40	0.41	7.5	13.7	13.3	1.08	1.04
鞍钢股份	1.04	0.47	0.58	7.6	16.9	13.6	1.06	1.07
马钢股份	0.32	0.17	0.28	10.9	20.6	12.3	1.17	1.15
莱钢股份	1.24	0.50	0.49	5.8	14.2	14.5	1.1	1.07
济南钢铁	0.80	0.48	0.77	7.3	12.1	7.6	1.8	1.81
凌钢股份	0.52	0.21	0.36	10.6	26.3	15.3	1.5	1.45
包钢股份	0.27	0.14	0.14	10.3	20.1	20.5	1.3	1.26
本钢板材	0.54	0.21	0.20	8.8	22.7	23.6	0.9	0.91
韶钢松山	0.50	(0.81)	0.26	7.6		14.5	0.8	1.05
杭钢股份	0.42	0.16	0.15	9.9	26.3	28.3	1.0	1.02
新钢股份	0.18	0.14	0.54	26.7	34.4	8.9	1.0	0.89
唐钢股份	0.59	0.38	0.52	7.0	11.0	8.0	1.4	1.32
大冶特钢	0.72	0.40	0.51	7.5	13.6	10.5	1.5	1.41
西宁特钢	0.40	(0.02)	0.27	12.2		18.0	1.4	1.45
酒钢宏兴	0.88	0.04	0.40	6.3	139.8	14.0	1.0	1.07
重庆钢铁	0.26	0.20	0.24	16.5	21.4	18.0	1.4	1.37
南钢股份	0.61	0.16	0.42	5.8	22.2	8.6	1.4	1.33
安阳钢铁	0.46	0.06	0.47	7.6	58.0	7.3	1.1	0.81
平均				9.8	27.3	12.7	1.5	1.4

数据来源：中信证券研究部 注：股价为 2009 年 1 月 23 日收盘价

表 27：国际钢铁股估值表

	PE 2007	PE 2008	PE 2009	PB 2007
纽科	6.47	10.94	8.30	1.62
美钢联	1.64	21.92	6.43	0.71
台湾中钢	5.17	8.21	13.24	1.19
浦项制铁	7.43	8.20	6.72	1.14
阿塞洛-米塔尔	2.17	2.31	6.28	0.47
新日铁	5.05	10.62	31.02	0.88
印度钢铁局	4.52	5.89	6.71	1.47
蒂森克虏伯	3.50	6.47	5.32	0.75
ACX	8.50	24.98	19.65	1.20
ATI	4.05	11.06	6.08	1.10
国际估值平均	4.49	9.32	11.52	1.05

数据来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：股价为 2009 年 2 月 1 日收盘价

工程机械：行业景气已趋底部，长远前景依然看好

由于 08 上半年基数高，尽管从同比数据看，底部区域未到，但随着政府出台的一系列刺激经济政策和基础设施建设工程项目的落实，从环比来看，08 年 4 季度或将成为行业景气低谷。主要理由如下：

1、根据历史规律，3，4，5 月份为行业传统旺季，因此我们预计 09 年 2，3 月份行业环比销售数据将较 08 年四季度有明显回升。

2、08 年行业变化太大，多数企业并没有预测到四季度销量下降如此之快。因此企业人员、零部件、产成品、对外投资等都处于高位，库存和现金流的压力在 08 年四季度非常大。而经过几个月的库存消化和企业对形势的重新判断，再加上销量的环比上升，预计 09 年上半年企业经营压力将会有所减缓。

国内工程机械行业历史上的 PE 水平在 10.5 倍到 34.5 倍之间波动，均值约为 17.7 倍。目前国内同行业主要上市公司 08 年和 09 年的平均市盈率分别为 15 和 11 倍，虽然我们前期下调部分公司业绩预测，但考虑其估值已处于历史低位且行业景气低点即将过去，在“保增长”政策拉动下，行业“春天”已经不远。我们认为目前应是逐步加大投资力度的较好时机。因此维持行业“强于大市”的投资评级。维持三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、徐工科技（000425.SZ）和山推股份（000680.SZ）的“买入”评级。

表 28：工程机械重点公司估值比较及投资评级

简 称	股价	EPS			PE			PB	评级
		07	08E	09E	07	08E	09E		
三一重工	16.5	1.1	0.85	1.36	15	19	12	4.5	买入
中联重科	13.26	0.88	1.03	1.21	15	13	11	4.2	买入
徐工科技	17.59	0.05	1.35	1.5	352	13	12	6.5	买入
山推股份	8.84	0.59	0.74	0.91	15	12	10	2.4	买入
柳工	10.98	1.2	0.8	1.05	9	14	10	2.4	增持
厦工股份	5.37	0.31	0.28	0.36	17	19	15	2.1	增持
安徽合力	7.85	0.9	0.61	0.84	9	13	9	1.4	增持
山河智能	14.28	0.54	0.38	0.5	26	38	29	2.4	增持

资料来源：中信证券研究部预测 注：股价为 2009 年 1 月 7 日收盘价

表 29：工程机械重点上市公司季度业绩预测

股票简称	07EPS				08EPS（预测）			
	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
三一重工	0.38	0.48	0.53	0.26	0.20	0.35	0.18	0.12
中联重科	0.14	0.20	0.26	0.28	0.24	0.35	0.32	0.11
山推股份	0.12	0.24	0.14	0.14	0.24	0.26	0.13	0.10
柳工	0.22	0.47	0.27	0.24	0.30	0.48	0.05	-0.02
厦工股份	0.05	0.14	0.11	0.09	0.09	0.11	0.06	0.02
安徽合力	0.2	0.28	0.24	0.18	0.21	0.22	0.08	0.10
山河智能	0.04	0.18	0.2	0.135	0.12	0.18	0.01	0.06

资料来源：中信证券研究部预测

电力设备：选择景气向上、具备爆发潜力的标的

在当前宏观经济前景较为黯淡的预期下，我们认为应该选择受益于投资大幅上调的高端输变电设备（110kV 及以上）公司作为投资行业的首选标的；根据行业成长趋势和成本压力的判断，认为输变电龙头企业 09 年将有 50-100% 的业绩增长，应给予合理的成长溢价。推荐平高电气（600312.SH）、许继电气（000400.SZ）、思源电气（002028.SZ）、特变电工（600089.SH）。

主要风险：1、电站设备方面，宏观经济下滑可能导致用电量持续疲软，或会影响发电集团投资热情，延缓新项目开工日期；2、输变电设备方面，若电源侧新建需求下降速度超预期，可能影响与电源侧投资相关的输变电设备如高端变压器等，实际增速可能低于电网增速。

表 30：电力设备重点上市公司盈利预测、估值及评级

简称	子行业	股价	EPS			PE			目标价	评级
			07	08E	09E	07	08E	09E		
平高电气	输变电	13.04	0.34	0.43	0.91	38	30	14	20	买入
许继电气	输变电/二次	12.39	0.31	0.10	0.64/0.94	40	120	19/13	20	买入
思源电气	输变电	30.79	0.99	1.33	2.20	31	23	14	44	买入
特变电工	输变电	22.15	0.45	0.81	1.40	49	27	16	32	买入
三变科技	输变电	12.28	0.35	0.37	0.53	35	33	23		增持
国电南瑞	输变电/二次	21.68	0.56	0.67	0.90	39	32	24		增持
天威保变	输变电	23.83	0.39	0.85	1.02	61	28	23		增持

资料来源：中信证券研究部 注：取 2009 年 1 月 20 日收盘价计算 许继电气盈利预测分是否考虑资产收购列示

表 31：电力设备重点上市公司季度业绩预测

简称	08EPS				09EPS			
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
平高电气	0.04	0.17	0.13	0.09	0.08	0.33	0.25	0.25
许继电气	0.03	0.09	0.04	-0.05	0.10	0.12	0.12	0.30
思源电气	0.43	0.24	0.34	0.32	0.71	0.40	0.56	0.53
特变电工	0.23	0.23	0.23	0.12	0.30	0.30	0.30	0.50
三变科技	0.08	0.11	0.09	0.09	0.11	0.16	0.13	0.13
国电南瑞	0.04	0.17	0.11	0.35	0.05	0.23	0.15	0.47
天威保变	0.20	0.20	0.23	0.22	0.24	0.24	0.28	0.26

资料来源：中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
基准；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	行业投资评级	弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			