

深度报告

建筑工程

2009 年二季度投资策略

谨慎推荐

2009 年 3 月 20 日

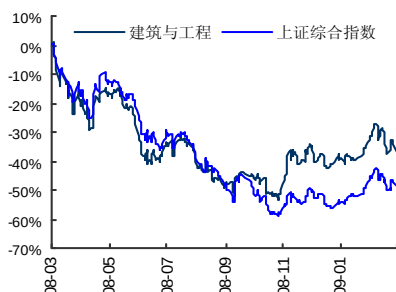
本报告的独到之处

- 从外需结构深入剖析行业各细分领域未来各自变动
- 归纳与总结了行业最新整体变动特征

季度投资策略

结构分化更为突出，基建价值弥足珍贵

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《行业研究-建筑工程：高景气下多重机遇驱使行业投资价值凸现》 --20080107

《行业研究-建筑工程：成长跨越周期》 --20080403

《行业研究-建筑工程：周期弱化与盈利扩张》 --20080915

《行业研究-建筑工程：景气分化，择优配置》 -- 20090106

建筑工程行业首席分析师：邱波

电话：0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

独立性声明：

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，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 宏观环境对行业的制约增强

尽管基础设施投资不断“升温”，但因占比更高的房地产投资的低下以及产业部门投资的不畅，在它们的综合作用下，行业的总体需求可能更多地表现为下滑。宏观经济增速放缓、固定资产投资实际增速下滑，对建筑工程行业的不利影响正逐步显现。

● “结构分化”更为突出

受 FAI 的政策导向变动影响，建筑工程行业各专业领域的外需及景气程度的分化将进一步加剧，来自于房地产相关行业（如房屋建筑、市政工程、建筑相关等领域）的需求因受到宏观经济运行因素抑制而有所回落，而来自于基建领域的需求则受扩张性财政的拉动而呈现“扩张”。

● 基建是当前环境下最为确定的增长领域

其中，铁路建设、地铁建设和水利水电建设领域的增速最快，且景气度也逆势上扬。当前以基建投资为主导的中央投资规模不断扩大基本能保障相关领域增长的确定性，此外，适度宽松的货币政策落实情况好于预期，使得相关公司将继续受益。

● 盈利“滞后”性加强

因建筑工程公司普遍采用“先采购、再施工”的项目运作流程，各类成本的价格波动对企业毛利率的影响延迟，行业盈利的“滞后性”加强。

● 继续维持对房屋建筑领域的谨慎看法

相关指标上房屋建筑业与房地产业呈现较高的“一致性”，而从月度同比增速看，房地产投资回落的幅度惊人，从先验指标判断，房地产投资下滑的趋势仍将延续，其对房屋建筑领域产生的不利影响仍将持续。

● 行业整体评级“谨慎推荐”，铁路建设子行业评级为“推荐”

预计建筑工程行业的整体景气短期内仍将面临一定下行压力，行业整体评级为“谨慎推荐”；因铁路建设领域的独立性，给予“推荐”评级。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	昨收盘(元) 09-3-9	EPS 09	EPS 10	PE 09	PE 10	投资评级
600820	隧道股份	76.5	10.43	0.58	0.74	18.0	14.1	谨慎推荐
600970	中材国际	65.3	38.88	3.14	4.12	12.4	9.4	谨慎推荐
002081	金螳螂	35.3	25.03	1.26	1.51	19.9	16.6	谨慎推荐
600496	精工钢构	24.1	6.98	0.48	0.62	14.5	11.3	推荐
601390	中国中铁	1120.4	5.26	0.29	0.36	18.1	14.6	推荐
601186	中国铁建	1146.2	9.29	0.45	0.61	20.6	15.2	推荐
002060	粤水电	24.2	8.75	0.46	0.64	19.0	13.7	谨慎推荐
600068	葛洲坝	171.9	10.32	0.57	0.71	18.1	14.5	谨慎推荐

资料来源：国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

固定资产投资实际增速下滑以及房地产行业的不景气,宏观环境对建筑工程行业的制约加强。因房屋建筑业产值占建筑工程行业总产值的比重在 60% 以上,而作为长周期行业的房地产业的景气低下,其对房屋建筑业的需求将形成较长时间的抑制,从而影响建筑工程行业整体景气状况的提升。预计 2 季度其对整个建筑工程行业的“负向”拉动仍将持续。尽管基础设施投资不断“升温”,但因占据更高比例的房地产投资的低下以及产业部门投资的不畅,在它们的综合作用下,行业的总体需求可能更多地表现为下滑,预计建筑工程行业的整体景气状况短期内仍将面临一定的下行压力。因此,我们调整行业的整体评级至“谨慎推荐”。

基建是当前环境下最为确定的增长领域。其中,铁路建设、地铁建设和水利水电建设领域的增速最快,且景气度也逆势上扬。当前以基建投资为主导的中央投资规模不断扩大基本能保障相关领域增长的确定性,此外,适度宽松的货币政策落实情况好于预期,使得相关公司将继续受益。策略上,从行业竞争结构及外需变动两方面进行过滤,择优配置需求变动最受益的公司。我们看好的受益公司分别为:中国中铁、中国铁建、隧道股份、粤水电和葛洲坝。

继续维持对房屋建筑领域的谨慎看法。在相关指标上房屋建筑业与房地产业呈现较高的“一致性”,而从月度同比增速看,房地产投资回落的幅度惊人,从先验指标判断,房地产投资下滑的趋势仍将延续,其对房屋建筑领域产生的不利影响仍将持续。对从事房屋建筑业务公司的具体影响为:1、新开工面积减少导致新签合同量较少;2、建设进度放缓导致已签合同项目的收入确认进度放缓;3、房地产开发企业资金紧张导致建筑企业资金回笼困难。建议对相应企业予以“回避”。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设为 08 年宏观经济急剧下滑的趋势在 09 年能有所扭转,而不会出现更深程度的恶化,2009 年 GDP 实际增长基本能完成国家制订的“保八”目标。行业需求增速可能比我们预计的增长率进一步下降。

与市场预期的不同之处

因铁路的建设与投资直接拉动相关铁路建设企业外需,铁路项目的批复速度明显加快对公司当期新签合同产生直接拉动,进而能推动公司随后几年的收入增长。因合同从签约执行至完工结算有 2~3 年的时滞,所以我们认为,铁路投资规模的大幅膨胀对公司收入拉动的效应还未真正显现,09 年以后公司才真正步入高速增长期。关注的重点在于公司收入对行业变动何时产生实质性反应以及公司内部改进的步伐是否符合预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、经济衰退的复杂性和严重性远超预期,对行业需求形成进一步压制。
- 2、行业盈利“滞后”性进一步加剧,对企业盈利能力改善造成羁绊。

内容目录

行业所面临的压力逐步增大	5
宏观环境对行业的制约增强	5
行业高景气状况有所回落、经营数据受牵连	6
国家启动大规模基建以遏制经济下滑的政策效果面临考验	7
经济急降趋势有望扭转，基建行业得以延续受益	9
房地产投资下降对房屋建筑业产生不利影响	9
房地产投资的大幅下降拖累行业景气	9
在相关指标上，房屋建筑业与房地产业呈现较高的“一致性”	10
因房地产业景气低迷，由此产生的不利影响还将延续	11
基建是当前环境下最为确定的增长领域	12
铁路基建：景气提升、周期延长	12
地铁建设：发展空间广阔	13
水利水电建设：需求提速、渐入高峰	14
盈利“滞后”性加强	15
08年建筑工程企业的成本压力依旧	15
盈利“滞后”性加强	17
行业投资评级及策略建议	17
行业投资评级与策略建议	17

图表目录

图 1: 建筑业增加值占GDP比重稳定 (5.7%左右)	5
图 2: 建筑业增加值及其增速	5
图 3: 与 07 比, 08 年城镇FAI增速未见下滑 (名义值)	5
图 4: 经过价格调整的FAI增速回落明显	5
图 5: 建筑业景气指数出现明显分化.....	6
图 6: 建筑业总产值 (现价) 及利润增速 (季度累计)	6
图 7: 08 年Q1 以来, 建安工程投资增速趋缓.....	6
图 8: FAI对GDP的拉动越来越强	7
图 9: 近年来建安工程投资占FAI比重稳定.....	7
图 10: 08 年下半年新开工项目计划投资增速较上半年明显改观	7
图 11: 基础设施行业固定资产投资规模及增速.....	8
图 12: 08 年基础设施具体行业投资月度累计增速.....	8
图 13: 投资增速的结构性变动 (按隶属)	8
图 14: 财政预算收入完成额及增速	9
图 15: 财政盈余 (赤字) 及占GDP比重.....	9
图 16: 2007 年建筑业总产值分布 (外需结构)	10
图 17: 08 年 6 月后房地产对FAI形成“负向”拉动.....	10
图 18: 建筑业房屋建筑新开工面积与房地产行业商品房新开工面积比较 (单 季度)	10
图 19: 建筑业房屋建筑施工面积与房地产行业商品房施工面积比较 (单季 度)	11
图 20: 2008 年商品房新开工及施工面积增速逐月下滑	11
图 21: 铁路基本建设投资额及同比增速 (月度累计)	12
图 22: 铁路基本建设投资额及同比增速 (单月)	12
图 23: 城市轨道交通营运里程	13
图 24: 各“五年计划”期间全国水利投资情况	14
图 25: 全社会水利投资规模预测.....	14
图 26: 水电装机容量及水电资源开发利用率预测.....	15
图 27: 新增水电装机容量及水电投资额预测	15
图 28: MySpic指数	16
图 29: 六地区P.042.5 水泥价格	16
图 30: 05 年施工企业平均成本构成	16
图 31: 08 年, 建筑成本与工程报价之间的差距增大	17

行业所面临的压力逐步增大

本轮宏观经济调整的幅度历史罕见

宏观环境对行业的制约增强

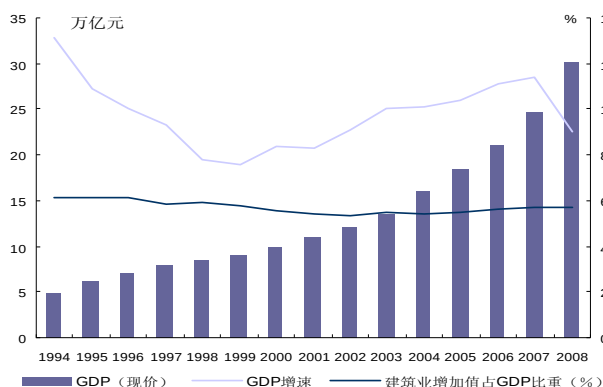
宏观经济增速放缓、固定资产投资实际增速下滑以及房地产行业的不景气，对建筑工程行业的不利影响正逐步显现。

基础设施投资“升温”、而房地产投资大幅下降及产业部门投资不畅，在多重因素的综合影响之下，FAI 的实际增幅回落，从而导致建筑工程行业景气下滑。

实际上，建筑工程行业与国民经济运行状况的“关联性”显著：建筑业增加值占 GDP 的比重稳定，与 GDP 规模直接挂钩。自 94 年至今，建筑业增加值占 GDP 比重一直比较稳定（以 5.7% 为中轴窄幅波动），08 年占比 5.68%，与 07 年相同。

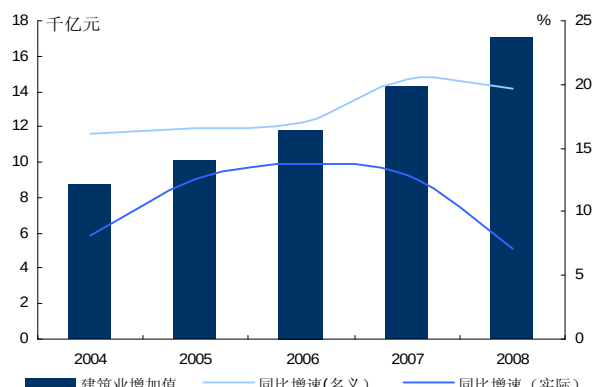
2008 年宏观经济出现历史罕见的调整，GDP 增速从上年的 13% 降为 9%，年度降幅达 4 个百分点，为近 20 年最大年度降幅，这也是自 03 年后 GDP 增速首次低于 10%。而受宏观经济增长急剧放缓影响，08 年建筑业增加值实际增速（扣除价格因素影响后）回落至 7.1%。

图 1：建筑业增加值占 GDP 比重稳定（5.7% 左右）



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

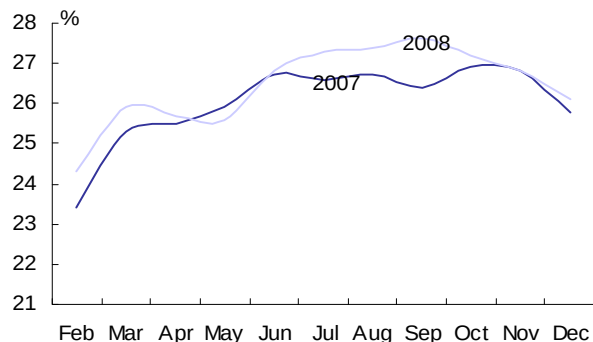
图 2：建筑业增加值及其增速



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

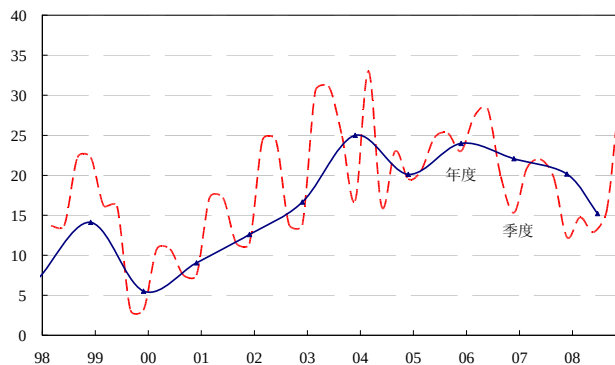
建筑工程行业作为典型的投资驱动型行业，FAI 变动将直接影响行业需求变化。

图 3：与 07 比，08 年城镇 FAI 增速未见下滑（名义值）



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

图 4：经过价格调整的 FAI 增速回落明显



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

名义投资数据显示，与 07 年相比，08 年 2~12 月城镇 FAI 增速未见下滑（图 3）。

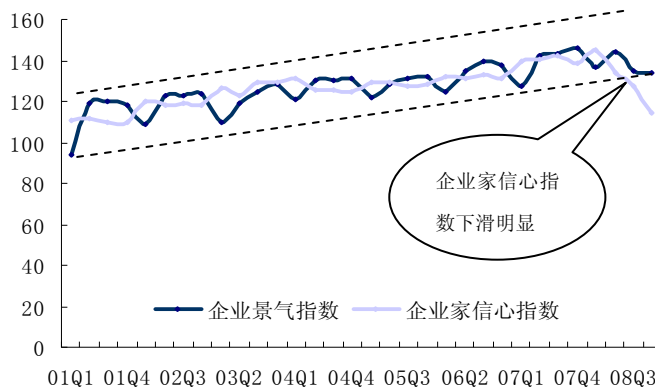
但从全年投资实际增幅看，经过价格调整的 08 年 FAI 增速仅为 15.21%，较 07 年回落 4.95 个百分点。房地产开发投资的大幅下降成为下拉整个 FAI 增长的重要因素。

行业高景气状况有所回落、经营数据受牵连

投资下滑直接导致建筑工程行业景气回落。

08 年 4 季度行业景气指数回落较为明显，出现分化。建筑业企业家信心指数在 08 年 3 季度跌破“上升通道”下轨后，4 季度进一步大幅回落；建筑业企业景气指数在 4 季度也有小幅回落。

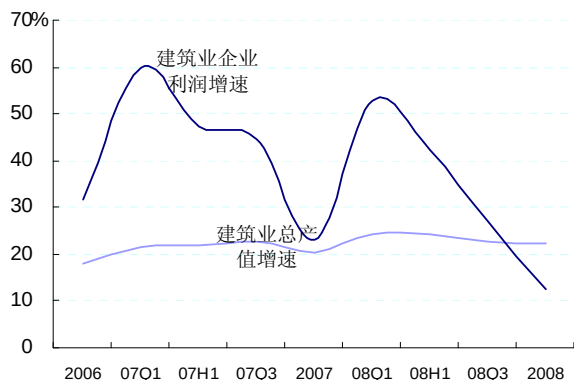
图 5：建筑业景气指数出现明显分化



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

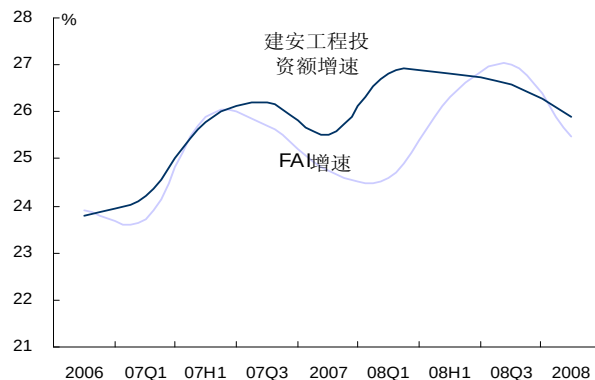
从行业经营指标看，08 年建筑业总产值（名义值）增速略高于上年，但该指标未扣除价格因素影响，若剔除价格因素，08 年总产值实际增速低于 07 年水平；而建筑业企业利润增速则出现较大幅度的下滑，08 年全年增速仅为 12.5%，低于 07 年 10.7 个百分点。

图 6：建筑业总产值（现价）及利润增速（季度累计）



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

图 7：08 年 Q1 以来，建安工程投资增速趋缓



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

国家启动大规模基建以遏制经济下滑的政策效果面临考验

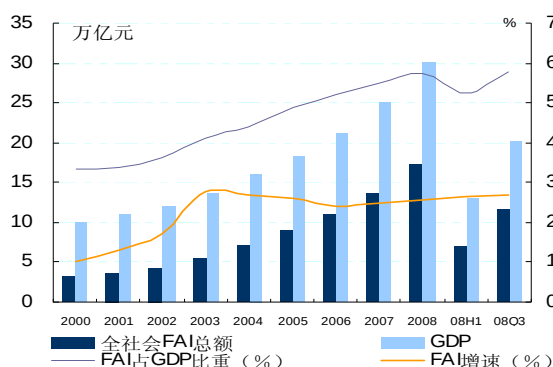
比例指标显示，建筑行业较其它大部分行业情况要“相对乐观”

投资作为中国经济高速增长的重要引擎，其对宏观经济的驱动越来越强。FAI 占 GDP 比重，从 2000 年的 33.2% 开始逐年提高，2006 年突破 50%、达到 51.9%，2008 年则创下 57.3% 的新高。投资在中国经济增长中扮演越来越重要的角色。

从投资的结构看，建筑安装工程投资占 FAI 比重一直维持在 50% 以上。与 07 年相比，08 年建安工程投资额占 FAI 比重还略有上升，从 07 年 52.2% 小幅提升至 08 年的 52.4%。（图 9）

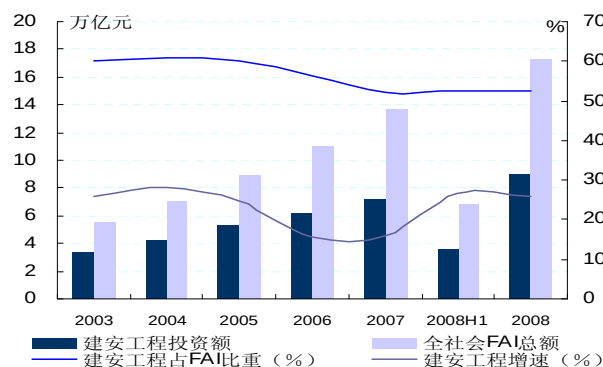
随全球金融危机的蔓延，外需冲击和投资放缓背景下的总需求回落已成为中国经济当前的最大挑战。为遏制经济下滑，加大财政拉动型项目（如基础设施建设等）的投资力度也就成为国家“宽”货币政策之后的反周期调控政策。因此，在数据上则表现为：与 07 年相比，08 年 GDP 增速明显下滑，但 FAI 占 GDP 比重以及建安工程投资占 FAI 比重却双双提升。

图 8：FAI 对 GDP 的拉动越来越强



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

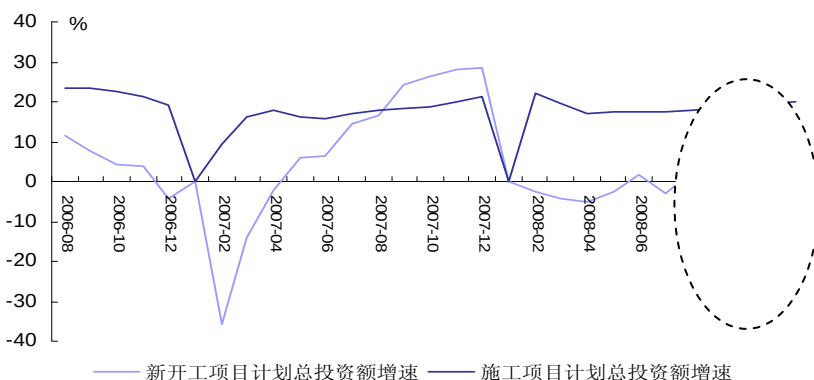
图 9：近年来建安工程投资占 FAI 比重稳定



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

从 FAI 的先验指标——本年新开工项目计划总投资增速看，随着国家加快启动重大项目（特别是基础设施建设项目）的投资建设与审批进度，08 年下半年新开工项目计划总投资增速较上半年明显改观（而上半年增速几乎全为负）。

图 10：08 年下半年新开工项目计划投资增速较上半年明显改观

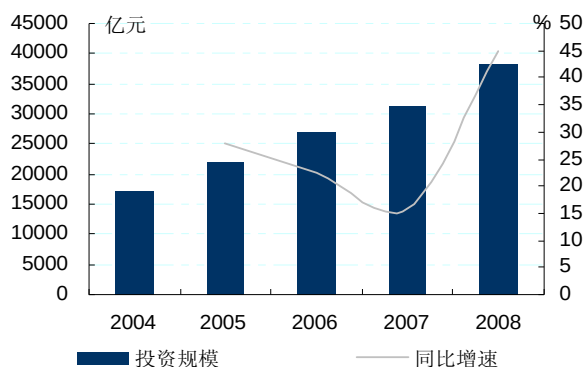


资料来源：中经网，国信证券经济研究所

刺激内需，基础设施建 设最受益

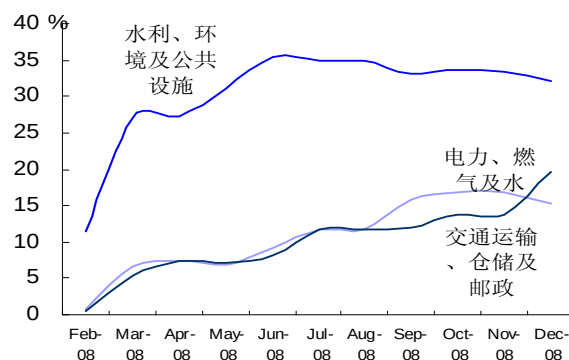
为“保增长”，我国从08年10月开始实施积极财政政策，推出“4万亿”经济刺激方案。从4万亿投资的结构看，有45%的资金投向于铁路、公路、机场、城乡电网等主要基础设施建设。从官方数据看，基础设施行业固定资产投资增速在08年扭转了下滑趋势、出现大幅增长（图11）。从基础设施具体行业月度累计增速看，交通运输行业固定资产投资增速上升较快，而水利环境投资也维持在高位。

图 11：基础设施行业固定资产投资规模及增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 12：08年基础设施具体行业投资月度累计增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

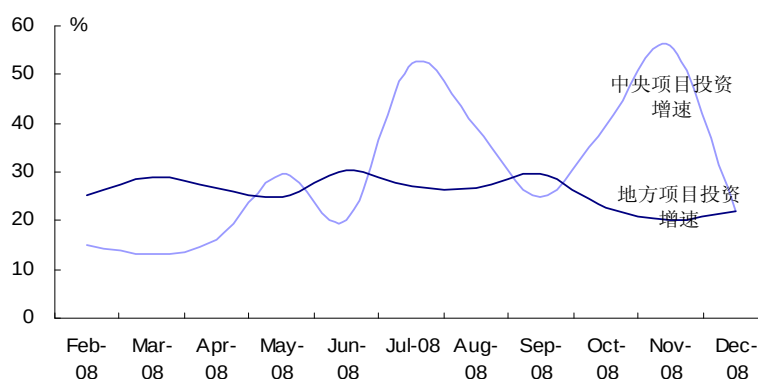
政府投资发力，但社会 自发性投资意愿不强

从投资的隶属结构看，今年中央项目投资增幅在6月份后大幅攀升，11月份更高达56.9%；而地方项目的投资增速却并未受次带动而攀升、大体表现平稳，甚至在第4季度呈现逐步下滑（图13）。中央引导投资全局的能力已日渐甚微。

因地方支出占据压倒性份额（几乎三倍于中央财政支出），且因地方财政的“土地财政”特色（1、地方支出增速与房地产投资增速相关系数超过90%；2、土地出让金对地方经济建设支出的贡献超过30%），在房地产市场回暖尚早的背景下，通过加大中央支出来拉动地方投资、以期有效遏制经济下滑的方式或许难有成效。

在新一轮投资计划中，09年1季度中央新增投资达1300亿元，此外08年4季度部分未完成投资结转转到1季度实施，政策性投资的力度有所加大；但因国内外需求放缓、企业利润下滑和产能过剩等因素，使得社会自发性投资的意愿不强。

图 13：投资增速的结构性变动（按隶属）



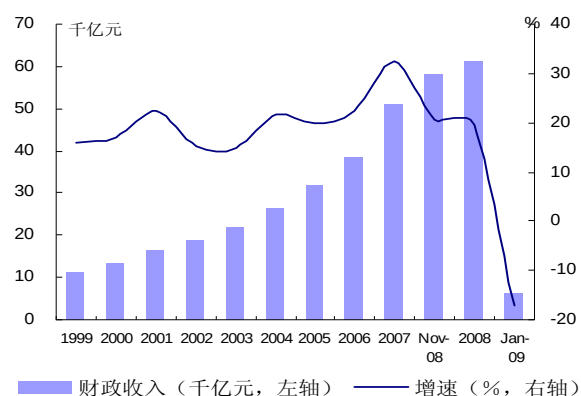
资料来源：统计局，国信证券经济研究所

财政收支紧张加剧，赤字规模将激增，国家负担明显加重

全球经济增长减速和国内经济周期性调整叠加在一起，使得 2009 年的财政收支紧张的矛盾十分突出：一方面，经济增速放缓、减轻企业和居民税负使财政收入增速下降；另一方面，为刺激经济增长又需要大幅增加投资和政府支出。

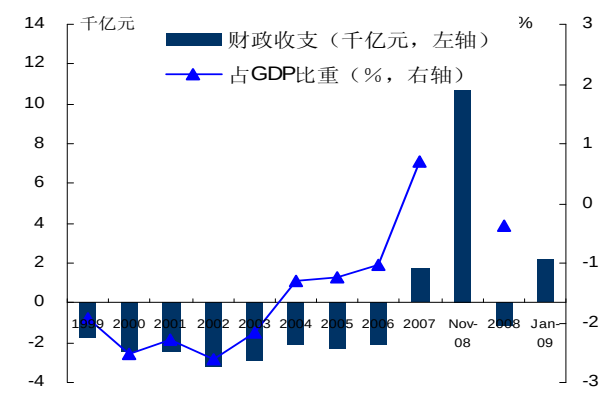
为实现 09 年经济增长目标，财政赤字和国债规模将大幅增加，全国财政赤字预算规模将达到创纪录的 9500 亿元，是 2008 年的 8 倍多，相当于历史高值 2003 年财政赤字的近 3 倍，约占 09 年 GDP 近 3%。因往年赤字连续减少，发债空间较大，累计国债余额占国内生产总值比重 20% 左右，以目前国力应勉强可以承受。

图 14：财政预算收入完成额及增速



资料来源：财政部，国信证券经济研究所

图 15：财政盈余（赤字）及占 GDP 比重



资料来源：财政部，国信证券经济研究所

为拉动投资，政府支出加大，财政资金压力日趋沉重；而社会自发性投资的意愿又在下降，使得目前的积极财政政策由原来的“以政府为主导”逐步演变为“更多地依靠政府”，这种“保增长”方式的政策效果确实引人深思。

经济急降趋势有望扭转，基建行业得以延续受益

09 年 1 季度，我国宏观经济依旧面临较大下行压力，GDP 仍低速增长，增幅继续回落，但下滑势头将有所缓和；政府投资规模扩大，但社会性自发投资意愿下降，总投资增速趋缓。

据国家信息中心预测，1 季度我国经济将呈现继续下行探底的趋势，但在国家一系列刺激政策作用下，急剧下滑势头将有所缓解，1 季度 GDP 增长约 6.5%，略低于 08 年 4 季度（6.8%），FAI 增速预计达 16% 左右。

以基建投资为主导的中央投资规模扩大对 1 季度 FAI 增长将起到积极作用，此外，适度宽松的货币政策落实情况好于预期，使得建筑工程行业（特别是从事基建业务的公司）有望延续受益。

房地产投资下降对房屋建筑业产生不利影响

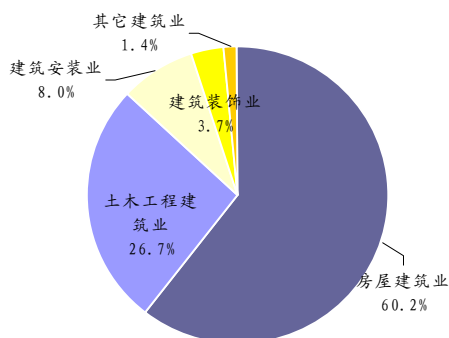
房地产投资的大幅下降拖累行业景气

房屋建筑业在建筑工程行业中的地位举足轻重（占比 60% 以上）（图 16），房地产行业的景气状况直接决定房屋建筑业需求，进而能影响建筑工程行业总的景气程度。

建筑工程行业的景气状况之所以在 08 年出现回落，就因受到房地产投资大幅下降的拖累。

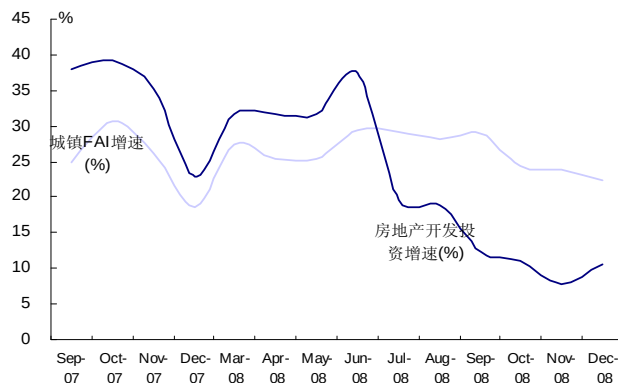
本轮经济调整，房地产行业对经济的“负向”影响大幅超过往年历次经济调整。因产业链条长，房地产行业收缩，对上下游关联行业增长形成制约，并通过产业传导机制，对各基础性行业造成负面影响，从而扩大国民经济调整范围，其对建筑工程行业的影响则尤为直接（下游）。

图 16：2007 年建筑业总产值分布（外需结构）



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

图 17：08 年 6 月后房地产对 FAI 形成“负向”拉动



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

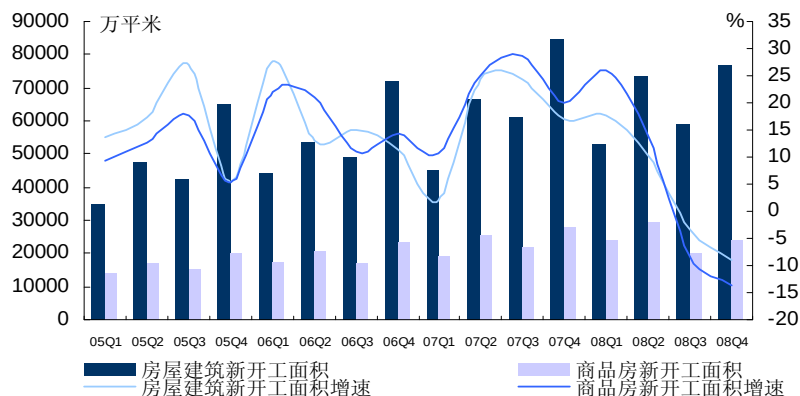
房地产投资回落的幅度惊人

若从房地产开发投资总额月度累计增速看，房地产的回落幅度不算很大，从 08 年 6 月的 33.5% 逐渐回落到 12 月的 21%。实际上，房地产投资单月完成额同比增速更能反映真实情况。从单月同比增速看，房地产投资回落的幅度惊人（图 17），从 08 年 3 月的 37.5% 大幅跌至 11 月的 7.72%。

在相关指标上，房屋建筑业与房地产业呈现较高的“一致性”

因单季度指标比月度累计指标更能及时反映最新变动，将相关指标（新开工面积增速及施工面积增速）进行比较，我们发现两个行业表现出极强的“相关性”。规模上，建筑业房屋建筑新开工、施工面积是房地产业商品房新开工、施工面积的 2~3 倍；但增速变动方向基本一致，甚至在部分时间连具体数值都非常接近。

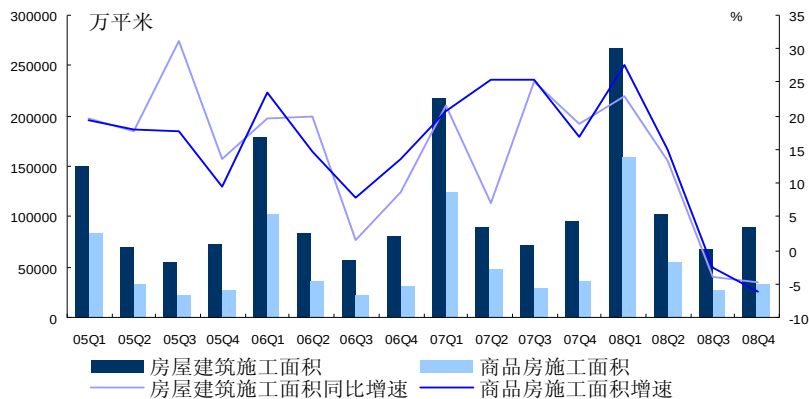
图 18：建筑业房屋建筑新开工面积与房地产行业商品房新开工面积比较（单季度）



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

两者的高度“相关”

图 19: 建筑业房屋建筑施工面积与房地产行业商品房施工面积比较 (单季度)



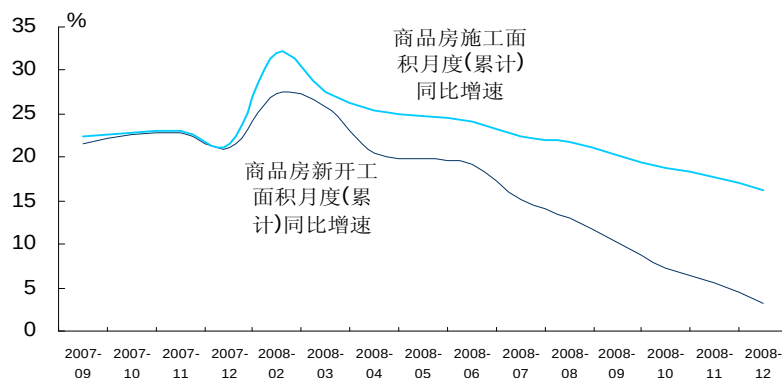
资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

由此, 我们认为, 房地产投资数据变动, 基本能反映房屋建筑业的需求变动。

因房地产业景气低迷, 由此产生的不利影响还将延续

从房地产投资先验指标——商品房新开工面积和施工面积增速看, 从 08 年 2 月开始逐月递减, 12 月份新开工面积增速更跌至新低 3.2%, 由此判断, 房地产投资下滑的趋势仍将延续, 且将对建筑工程行业的子行业——房屋建筑业产生不利影响。

图 20: 2008 年商品房新开工及施工面积增速逐月下滑



资料来源: 统计局, 国信证券经济研究所

房地产行业景气低迷, 对与房屋建筑相关的建筑工程公司的具体影响为: 1、新开工面积减少导致新签合同量较少; 2、建设进度放缓导致已签合同项目的收入确认进度放缓; 3、房地产开发企业资金紧张导致建筑企业资金回笼困难。

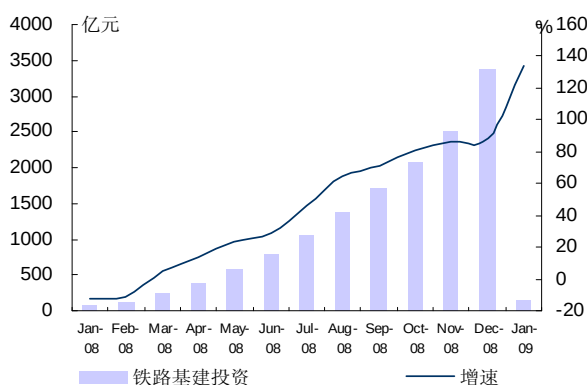
基建是当前环境下最为确定的增长领域

铁路基建：景气提升、周期延长

2008 年铁路基建投资实际完成额为 3371.59 亿元，超出年初规划 12%，同比增长 89%，是“十五”期间完成总额的 109%；同时，铁道部计划，2009 年完成基本建设投资 6000 亿元，2010-2012 年，全国铁路年均基建投资将达到 6000 亿元以上。

铁路投资额月度（增速）数据表明，铁路基建行业景气度在 08 年连续提升，且 09 年 1 月再创新高；通过汇总在建项目和待批项目规划可知，大量项目结算将在 2009~2013 年间完成。08 年之后的铁路基建行业，将迎来至少持续 5 年的基建高潮。

图 21：铁路基本建设投资额及同比增速（月度累计）



资料来源：铁道部，国信证券经济研究所

图 22：铁路基本建设投资额及同比增速（单月）



资料来源：铁道部，国信证券经济研究所

2006~2008 年年底全国铁路在建项目规模分别为 0.5 万亿、0.9 万亿、1.2 万亿。因大批项目于 2009~2010 年开工建设，我们预计，2009、2010 年年底在建项目规模可分别达到 2.56 万亿、3.49 万亿，同比增速分别为 113.3%、36.3%。

铁路的投资与建设历经了 08 年的大幅增长之后，我们认为，08 年及 09 年铁路投资额爆发式增长、后续年份投资额持续增长，两个特征决定了 2008 年或将成为中国铁路基建的“临界年”，今后几年铁路投资的规模“激增”（将数倍于前几年水平）、且持续时间长。2009 年、2010 年年均 1 万亿元的批复速度将铁路基建的空前景气周期延长至“十二五”，甚至更远。行业高景气延长，长期前景灿烂。

表 1：铁路基本建设投资及固定资产投资情景分析（2009-2012，亿元）

		2009E		2010E		2011E		2012E	
		投资额	增速	投资额	增速	投资额	增速	投资额	增速
基本建设投资	悲观	5000	48.8%	5900	18.0%	6700	13.6%	7400	10.4%
	中性	5500	63.7%	6400	16.4%	7200	12.5%	7950	10.4%
	乐观	6000	78.6%	6900	15.0%	7700	11.6%	8500	10.4%
总投资	悲观	5900	40.5%	7000	18.6%	8000	14.3%	8800	10.0%
	中性	6500	54.8%	7500	15.4%	8500	13.3%	9200	8.2%
	乐观	7100	69.0%	8100	14.1%	9000	11.1%	9800	8.9%

资料来源：国信证券经济研究所预测

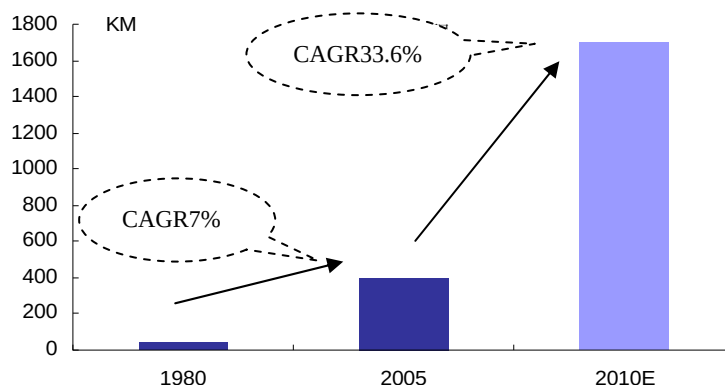
小平南巡后的合资铁路建设热潮，正是源于当年开始的投融资体制的改革。2008 年开始，铁道部更为积极主动地推动投融资体制改革，将有助于多元化融资格局的迅速建立，并助推铁路基建高潮持续向前。

地铁建设：发展空间广阔

我国城市轨道交通发展至今约有 40 年，其间经历了相当长一段低速增长期，近几年地铁扩张才开始明显加速，今后我国的轨道交通将步入全面建设高潮。

"十一五"期间城市及城际间轨道交通是我国的投资热点。国内 40 多座百万人口以上的城市中，已经有 30 多座城市开始准备建设城市快速轨道或建设前期工作，6 个一线大城市正在扩建现有地铁网络，25 个城市制定了具体轨道交通发展方案。截至 2007 年 7 月，14 个城市已向发改委递交了城市轨道交通网规划方案并获审批，拟规划建设 55 条线路，长约 1500 公里，总投资超过 5000 亿元。

图 23：城市轨道交通运营里程



资料来源：交通部，发改委，国信证券经济研究所

根据建设部汇总全国十四个重点城市轨道交通规划情况，“十一五”期间将新建 1300 公里轨道交通线，据我们对各地城市轨道交通规划的初步统计显示，这一数据仍较为保守。仅按 2010 年城轨运营长度 1700 公里测算，“十一五”期间城轨运营里程 CAGR 高达 33.6%。

07 年底，全国投入运营的地铁线共 23 条，总长 626km。据 08 年规划，2010 年将达到 1700km，总投资超过 6000 亿元。其中，上海的地铁新增规模仍是最大。

表 2：“十一五”期间各城市城市轨道交通新增里程及投资

城市	运营里程(km)	总投资(亿元)	累计里程(km)
北京	162	680	Σ 275
上海	290	1300	Σ 438.58
广州	140.56	503.87	Σ 230
深圳	120.7	364	Σ 142
南京	51.9	182	Σ 73.6
杭州	82.2	336	Σ 82.2
重庆	61	158	Σ 80.15
武汉	59.74	237.22	Σ 69.97
成都	15.15	64.93	Σ 15.15
天津	51	210	Σ 122.2
西安	18.8	75.94	Σ 18.8
苏州	47.4	165	Σ 47.4
哈尔滨	14.58	83.7	Σ 24.58
沈阳	40.85	171.8	Σ 40.85
长春	37.5	38.98	Σ 69.46
宁波	80.1	253.8	Σ 240.91
郑州	26	101.7	
厦门	26.4	85.45	
东莞	108.41	295.3	
合计	1444.29km	5307.69	Σ 1970.85km

资料来源：国信证券经济研究所搜集

不仅在“十一五”期间，地铁建设规模庞大，从我们搜集的各城市轨道交通远景路网规划来看，未来地铁领域的发展空间还相当广阔。

表 3: 各城市城市轨道交通远景规划路网（15 座城市）

城市	条数	总里程(km)	市域面积(中心城)km2	全市人口(万人)
北京	28	1101.4*	16800(1085)	1492.7(04 年)
上海	18*	824*	6340(670)	1641(02)
广州	19	726	7434.4	720.62(02)
深圳	13	365	2020(327.5)	504(02)
南京	4	248	6597.6(4737)	640(03)
杭州	8	278	16596(3068)	642.78(03)
重庆	7	354	82400(2616)	3130(03)
武汉	7	223	8494(279)	424(03)
成都	5	126.25	12390(248)	1044(03)
天津	9	234.7	11919.7(371)	1007.18(02)
西安	6	251.8	10108(778)	725(04)
苏州	4	135	8488(1100)	591(03)
哈尔滨	5	143	53100(1660)	948.3(02)
沈阳	5	182.5	12980(3495)	688.9(02)
长春	5	179	20571(3603)	718(02)
合计	143	5861.05		

资料来源：国信证券经济研究所搜集

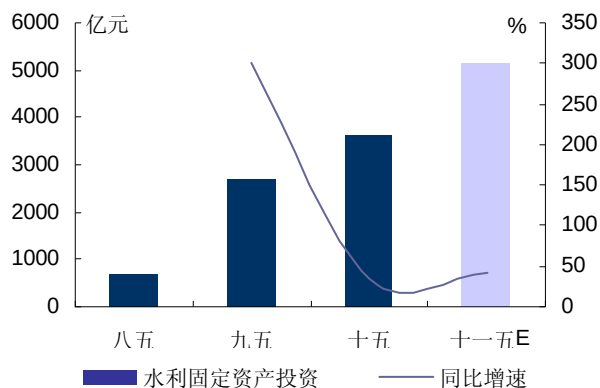
大规模的城市轨道建设将直接推动相关建筑工程公司地铁业务的飞速发展。在地铁建设市场，业主要按照设备（盾构）齐全度、施工技术和能力、人员（项目经理）素质、过往业绩、资质、价格、与当地政府关系等指标来选择地铁施工单位。

具备相关条件、竞争力突出的企业将明显受益。如：隧道股份、中国中铁、中国铁建等。

水利水电建设：需求提速、渐入高峰

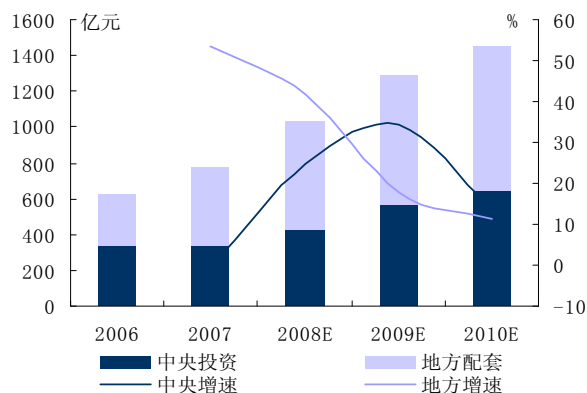
水利建设市场广阔，前景可期。“十五”期间，我国水利建设得到高速发展，累计完成投资 3653 亿元，较“九五”增长 34.5%。“十一五”期间，我国将在保持原有建设投入力度的同时，充分吸纳社会投资，扩大水利建设规模，使中央和地方财政投资保持在较高、合理的水平，水利建设投资将达到 5152 亿元，较“十五”增长 41%。

图 24: 各“五年计划”期间全国水利投资情况



资料来源：水利部，国信证券经济研究所

图 25: 全社会水利投资规模预测



资料来源：水利部，国信证券经济研究所

在宏观经济下行周期下，国家出台的刺激内需十条措施中，有多条措施是关于“水”的政策，分别是：“加大农村沼气、饮水安全工程和农村公路建设力度”；“加

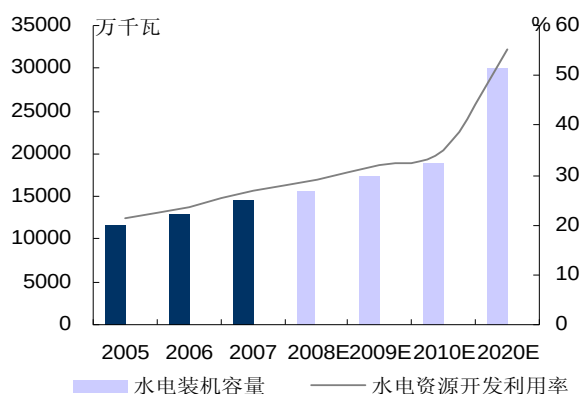
快南水北调等重大水利工程建设和病险水库除险加固”；“加强大型灌区节水改造”；“加快城镇污水、垃圾处理设施建设和重点流域水污染防治”。“水商机”成为市场关注的焦点之一。

2008 年 11 月后，国务院常务会议又审批了一批水利枢纽建设工程，包括新疆生产建设兵团玛纳斯河肯斯瓦特、贵州省黔中、江西省峡江等水利枢纽工程，总投资为 174 亿元。预计今明两年还将有不少水利项目开工。

从官方数据看，2008 年是中央水利建设投资规模最高的一年，也为新一轮增加投资、加快水利建设打下了良好基础。08 年共落实中央水利投资计划 655.4 亿元(含第四季度新增投资)，比 07 年中央水利投资增加 304.9 亿元，增幅达 87.1%，为历史最高水平。

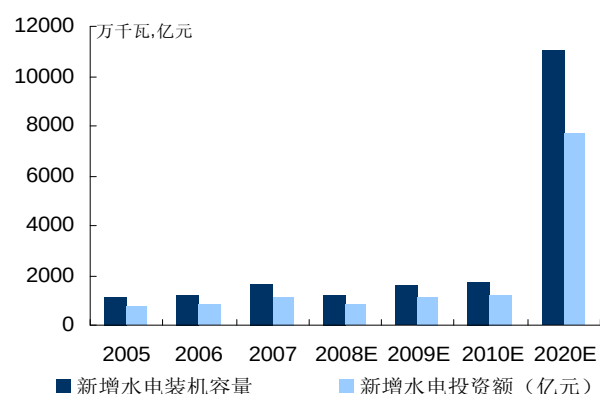
国家水利部根据当前的国家宏观经济形势和水利投资状况，2009 年计划中央水利建设投资规模达到 800 亿元以上，从而为全面加快新一轮水利基础设施建设提供有力保障。

图 26：水电装机容量及水电资源开发利用率预测



资料来源：电力年鉴，可再生能源发展规划，国信证券经济研究所

图 27：新增水电装机容量及水电投资额预测



资料来源：电力年鉴，可再生能源发展规划，国信证券经济研究所

按《可再生能源“十一五”规划及中长期规划》，“十一五”期间，全国新增水电装机容量 7300 万千瓦，到 2010 年，全国水电装机容量达到 1.9 亿千瓦；到 2020 年，全国水电装机容量达到 3 亿千瓦。水电建设领域市场潜力巨大。

近期，各大发电集团也纷纷加大对金沙江、雅砻江、大渡河、长江、澜沧江、黄河和怒江等流域的水力资源开发利用，国内电力行业巨头均拥有重大在建或待建项目，三峡总公司目前正集中力量开发金沙江流域，主要着手建设与即将建设的有溪洛渡、向家坝、乌东德和白鹤滩四个超级大项目。此外尚有雅鲁藏布江、雅砻江等众多江河流域均有大量在建水电项目。

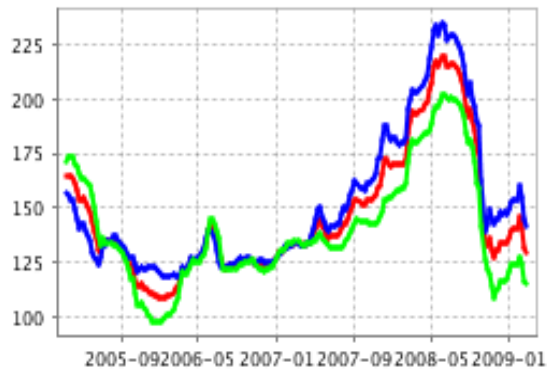
根据国家电力发展需求以及大型河流的项目规划，未来几年将是水电建设的高峰期，市场容量急剧扩大，将使从事相应建筑业务的公司直接受惠，如粤水电、葛洲坝等。

盈利“滞后”性加强

08 年建筑工程企业的成本压力依旧

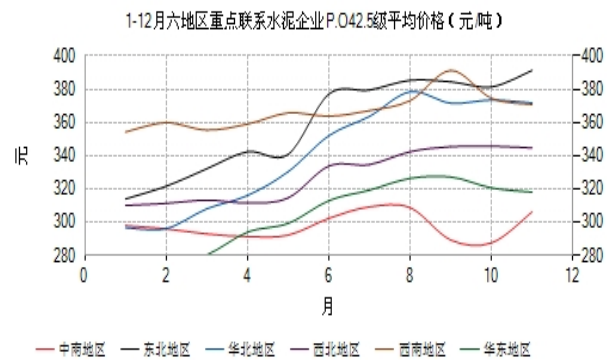
06 年以来钢材、水泥等原材料价格持续攀升不断给建筑企业带来成本压力，而产品“同质性”使大部分企业在项目竞标时仍未能有效摆脱价格战的困境，致使项目利润率并没有明显改善。原材料价格上升成本暂无法向业主转嫁，从而“吞噬”建筑工程企业利润。

图 28: MySpic 指数



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所

图 29: 六地区 P.O42.5 水泥价格



资料来源: 数字水泥, 国信证券经济研究所

08 年下半年钢材价格开始大幅回落，而水泥价格继续走高，人力成本也有所降低。针对建筑工程企业成本结构，我们就价格变动对企业成本压力的影响进行测算。

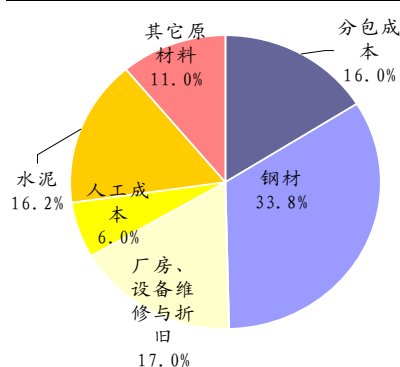
表 4: 施工工程企业主要成本价格涨幅测算

项目	数值				同比涨幅 (%)		
	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008
平均劳动人员报酬 (元)	18200	20856	24721	27730	14.6	18.5	15.6
钢价 MySpic 指数	135.6	124	143.8	180.2	-8.6	16.0	25.3
六地区 P.O42.5 水泥价格 (元)	282.1	291.9	301.7	339.775	3.5	3.4	12.6
其它原材料平均价格指数	105	110	116	124	4.8	5.5	6.9

资料来源: 统计局, Mysteel, 数字水泥, 国信证券经济研究所

经测算，尽管在建筑企业成本结构中占比最大的钢材的价格在 08 年下半年大幅回落，但与 07 年相比，08 年建筑工程企业的成本压力更为沉重（表 5），受此影响，08 年全年建筑工程企业利润同比增速也出现下滑（见图 6）。

图 30: 05 年施工企业平均成本构成



资料来源: 统计局, 中经网, 国信证券经济研究所

表 5: 成本压力测算

	2005	2006	2007	2008
分包成本	16	17.4	18.7	19.3
钢材	33.8	30.9	35.8	44.9
厂房、设备维修与折旧	17	17.0	17.0	17.0
人工成本	6	6.9	8.1	8.2
水泥	16.2	16.8	17.3	19.5
其它原材料	11	11.5	12.2	13.0
总成本	100	100.5	109.2	121.9
总成本指数 (上年 = 100)	100.0	100.5	108.7	111.6

注: 总成本指数 (上年=100)

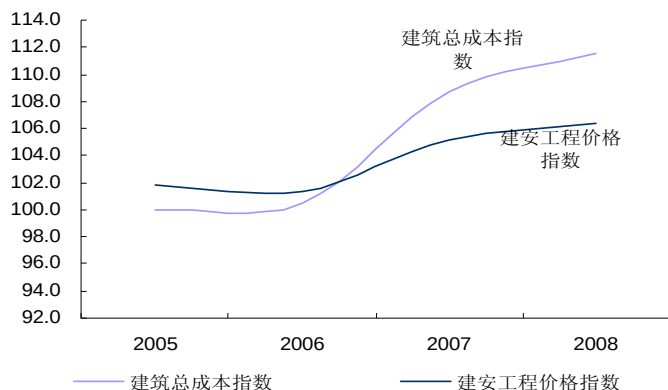
盈利“滞后”性加强

进一步分析 08 年建筑工程企业的成本压力加重的原因，我们发现，一方面是因为建筑工程公司普遍采取“先采购、再施工”的项目运作流程，当前结算的项目是按照前期采购的原材料价格来结转成本的，使得毛利率对原材料价格的反应有所滞后；另一方面则是因为统计口径上的差异（以当期均价而非某一时点价格计价）。

实际经营数据显示，各类成本的价格波动对企业毛利率的影响延迟，行业盈利的“滞后性”加强。

按照国家统计局公布的数据及经我们测算，因 08 年 4 季度建筑安装工程的报价大幅下降（从 3 季度 116.2 降为 4 季度的 106.4），从而导致 08 年全年建安工程价格与 07 年相差无几，但建筑总成本指数在 08 年却有较大幅度的上扬，最终导致建筑成本与工程报价之间的差距拉大，从而对企业利润形成进一步侵蚀。

图 31： 08 年，建筑成本与工程报价之间的差距增大



资料来源：统计局，国信证券经济研究所

因下游需求下滑、政策变化预期等因素影响，未来建筑材料价格仍有进一步下调空间。并且，原材料价格的回落在 09 年的毛利率中有望逐步体现。未来，行业毛利率有望逐步“回归”至合理水平。

行业投资评级及策略建议

行业投资评级与策略建议

当前国际金融危机尚未见底，全球实体经济面临严重下滑，国内的经济调整也充满艰巨性和复杂性。我国通过加大投资、刺激内需能否（使投资和内需消费逐步取代出口成为新的增长点）有效遏制经济下滑也不得而知。考虑财政及货币扩张刺激的累积效果，随时间的逐步推移，宏观经济也许会逐步回暖，但预计短期内我国宏观经济仍将面临较大的下行压力，仍将处于低速增长阶段。

固定资产投资实际增速下滑以及房地产行业的不景气，宏观环境对建筑工程行业的制约加强。因房屋建筑业产值占建筑工程行业总产值的比重在 60% 以上，而作为长周期行业的房地产业的景气低下，其对房屋建筑业的需求将形成较长时间的

抑制，从而影响建筑工程行业整体景气状况的提升。预计 2 季度其对整个建筑工程行业的“负向”拉动仍将持续。尽管基础设施投资不断“升温”，但因占据更高比例的房地产投资的低下以及产业部门投资的不畅，在它们的综合作用下，行业的总体需求可能更多地表现为下滑，预计建筑工程行业的整体景气状况短期内仍将面临一定的下行压力。因此，我们调整行业的整体评级至“谨慎推荐”。

“结构分化”更为突出。受固定资产投资的政策导向变动影响，建筑工程行业各专业领域的外需及景气程度的分化将进一步加剧，来自于房地产相关行业（如房屋建筑、市政工程、建筑相关等领域）的需求因受到宏观经济运行因素抑制而有所回落，而来自于基建领域的需求则受扩张性财政的拉动而呈现“扩张”。

基建是当前环境下最为确定的增长领域。其中，铁路建设、地铁建设和水利水电建设领域的增速最快，且景气度也逆势上扬。当前以基建投资为主导的中央投资规模不断扩大基本能保障相关领域增长的确性，此外，适度宽松的货币政策落实情况好于预期，使得相关公司将继续受益。策略上，从行业竞争结构及外需变动两方面进行过滤，择优配置需求变动最受益的公司。我们看好的受益公司分别为：中国中铁、中国铁建、隧道股份、粤水电和葛洲坝。

继续维持对房屋建筑领域的谨慎看法。因在相关指标上，房屋建筑业与房地产业呈现较高的“一致性”，而从月度同比增速看，房地产投资回落的幅度惊人，从房产投资先验指标判断，房地产投资下滑的趋势仍将延续，其对房屋建筑领域产生的不利影响仍将持续。对从事房屋建筑业务公司的具体影响为：1、新开工面积减少导致新签合同量较少；2、建设进度放缓导致已签合同项目的收入确认进度放缓；3、房地产开发企业资金紧张导致建筑企业资金回笼困难。

因铁路的建设与投资直接拉动相关铁路建设企业外需，铁路项目的批复速度明显加快对公司当期新签合同产生直接拉动，进而能推动公司随后几年的收入增长。因合同从签约执行至完工结算有 2~3 年的时滞，所以我们认为，铁路投资规模的大幅膨胀对铁路建设公司收入拉动的效应还未真正显现，09 年以后公司才真正步入高速增长期。尽管目前国内铁路建设企业的 PE 值较高，但与建筑工程行业整体估值水平相比已相当接近，随估值差异的逐步缩小，公司的价值优势将逐步显现，因此我们给予相关铁路建设公司“推荐”的评级，关注的重点在于公司收入对行业变动何时产生实质性反应以及公司内部改进的步伐能否符合预期。

尽管铁路建设行业景气不断提升，但中铁、铁建等大公司因受汇兑因素及估值略高等影响，引发市场对其 08 年年报业绩及未来经营等方面的担忧，导致其 09 年初的市场表现落后于大盘，我们初步判断，随公司经营指标的逐渐明朗，以及铁路投资增大对公司业务的促进逐步显现，或会有较好介入机会。长期来看，我们依然看好中铁、铁建的未来成长。

附表 1：重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价 2009-3-9	EPS			P/E			P/B			评级
			08	09	10	08	09	10	08	09	10	
隧道股份	600820	10.43	0.4	0.58	0.74	26.1	18.0	14.1	2.17	1.92	1.83	谨慎推荐
中材国际	600970	38.88	2.1	3.14	4.12	18.5	12.4	9.4	5.68	5.02	4.78	谨慎推荐
金螳螂	002081	25.03	0.98	1.26	1.51	25.5	19.9	16.6	5.05	4.72	4.63	谨慎推荐
精工钢构	600496	6.98	0.36	0.48	0.62	19.4	14.5	11.3	2.87	2.68	2.63	推荐
中国中铁	601390	5.26	0.05	0.29	0.36	105.2	18.1	14.6	2.01	1.98	1.97	推荐
中国铁建	601186	9.29	0.3	0.45	0.61	31.0	20.6	15.2	2.47	2.42	2.40	推荐
粤水电	002060	8.75	0.3	0.46	0.64	29.2	19.0	13.7	1.86	1.66	1.61	谨慎推荐
葛洲坝	600068	10.32	0.49	0.57	0.71	21.1	18.1	14.5	3.77	3.74	3.68	谨慎推荐

数据来源：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

免责条款

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。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanacs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456