

沿基建落地足迹，寻靓丽一季报

——2009年2季度A股建筑业板块投资策略

要点：

- **支柱产业地位巩固，为GDP贡献率创新高：**08年全社会固定资产投资为17.2万亿，同比增长25.5%，保持高位运行；建筑安装工程投资额为9万亿，同比增长26%，受此影响建筑业总产值达到6.14万亿，增加值为1.7万亿，均同比增长22%。建筑业增加值占GDP比重为5.7%，同比略有上升，其对GDP的贡献率为7%，提升明显，表明建筑业作为国民经济支柱性产业地位更加巩固。
- **基建渐落地，提升板块景气，估值重心上移：**金融危机以来，基本建设接过经济起跑第一棒，投资落地速度明显加快，2009年1-2月固定资产投资增速超预期，而铁路基建投资同比增长153%，显示基本建设投资已经启动，并促使了固定资产投资的高企，预期在基建落地背景下，估值重心将进一步上移。
- **2009年二季度策略坚持年度策略同时，从基建受益、建材成本下降效应及降息效应三角度选股：**2008年四季度以来积极财政开始落实，货币政策效应显现，受政策调整尤其是基建投资加速，A股建筑业板块应声而起，然而个股反应程度不一，把握政策尤其是基本建设投资对个股影响程度是二季度策略出发点，在此环境下寻找可能交出漂亮一季报之个股便成为是二季度策略着力点，为此我们认为应把握三个方面（1）基建落实受益股。国家启动4万亿投资，基本建设热情再次高涨，基建落地过程中，那些获项目多且施工进度加快的企业一季报业绩相对较好；（2）建材成本下降效应。建材占项目总成本比例为50%多，目前大多数合同为不可调合同，因此承包商受原材料成本影响很大，那些因原材料价格大幅降低且此效应有可能在一季报中反映的个股为我们关切。（3）降息效应。央行大幅降息，使得那些资产负债率高且相对稳定者财务费用降低较大，那些受降息影响可能大幅提升业绩的企业是我们的关注。当然，若三个因素均具备则是最佳。
- **风险因素：**A股系统性风险
- **推荐评级：**鉴于基本建设力度之大、速度之快，建筑业板块受益明显，我们维持行业“推荐”评级。同时根据我们选股策略，维持中国中铁、中国铁建、葛洲坝、隧道股份及精工钢构“推荐”评级。而对于降息效应显著的科达股份与四川路桥，我们建议投资者关注其一季报前可能出现的较大交易性机会。

分析师

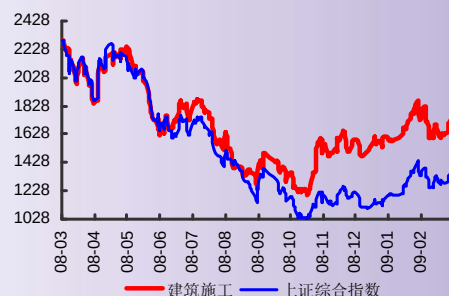
邹心勇

☎ (86-10) 88366060-8753

✉ zxy@cgws.com

投资评级：推荐（维持）

行业股价表现图



相关报告

《从行业特质看建筑业子行业投资机会》

——2008年9月18日

《建筑业行业周期性≠建筑业板块周期性》

——2008年10月07日

《临危受命，基建撑起一片艳阳天》

——2008年12月02日



目 录

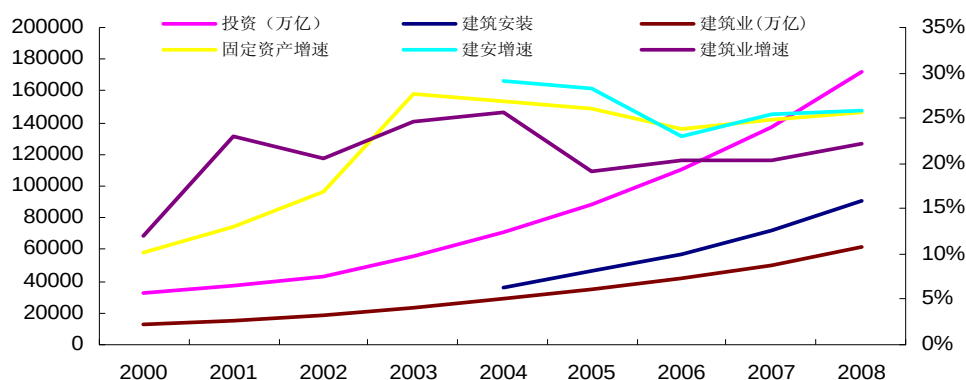
1 基建投资启动，行业景气迈向高点	3
1.1 08 年建筑业产业发展回顾及 09 年展望：固定资产投资高位运行，产业地位提升	3
1.2 基建投资加快，板块率先启动渐迎景气高点	5
1.3 基建渐落地，板块估值中枢将上升	8
2 投资策略：沿基建落地足迹寻靓丽一季报	9
2.1 央企（地方大员）——渐享基建落地之果实	9
2.2 建材大幅波动导致业绩变迁	10
2.3 降息效应渐显，受其影响较大者受益明显	12
3 重点公司投资要点及估值推荐	14
3.1 中国铁建：新签订单大增，预示未来高成长	14
3.2 中国中铁：新签订单大增，预示未来高成长	14
3.3 中国葛洲坝：下一个世界“五百强”的种子选手	15
3.4 隧道股份：享行业景气，走高端路线	16
3.5 精工钢构：受益板材大幅下降，09 年业绩前高后低	17

1 基建投资启动，行业景气迈向高点

1.1 08 年建筑业产业发展回顾及 09 年展望：固定资产投资高位运行，产业地位提升

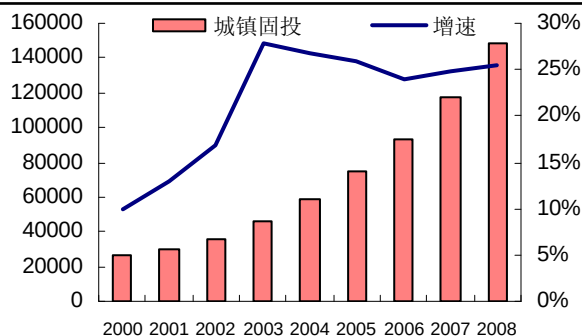
2008 年全社会固定资产投资为 17.2 万亿，同比增长 25.5%；城镇固定资产投资为 14.8 万亿，同比增长 26.2%，农村固定资产投资为 2.4 万亿，同比增长 21.7%；全社会固定资产投资中建筑安装工程投资额为 9 万亿，同比增长 26%，占比 61%。

图 1 固投、建安投资、建筑产值及其增速 (亿元)



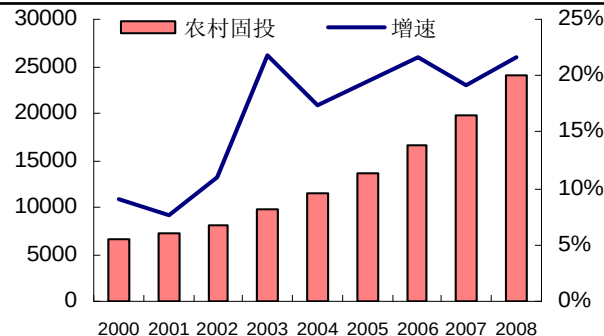
资料来源：长城证券研究所，Wind

图 2 城镇固定资产投资及增速 (亿元)



数据来源：长城证券研究所，Wind

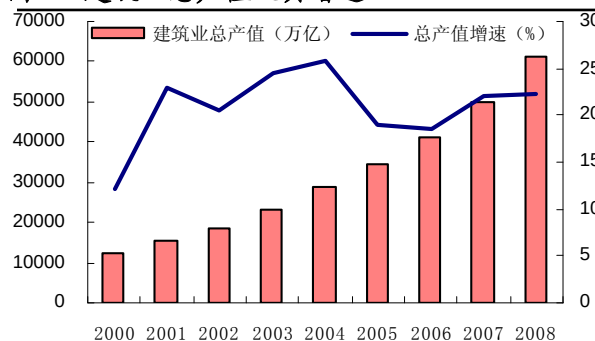
图 3 农村固定资产投资及增速 (亿元)



数据来源：长城证券研究所，Wind

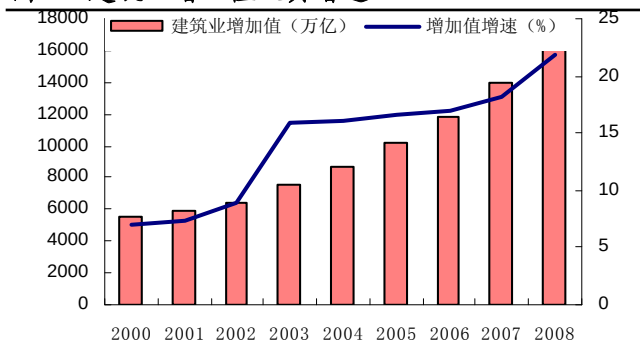
2008 年受全社会固定资产投资尤其是建筑安装工程投资影响，建筑业继续保持快速增长的态势。2008 年建筑业总产值为 6.14 万亿，同比增长 22%；建筑业增加值为 1.7 万亿，同比增长 22%。

图 4 建筑业总产值及其增速



数据来源：长城证券研究所, Wind

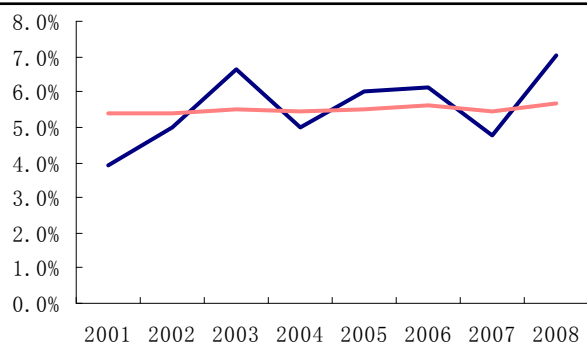
图 5 建筑业增加值及其增速



数据来源：长城证券研究所, Wind

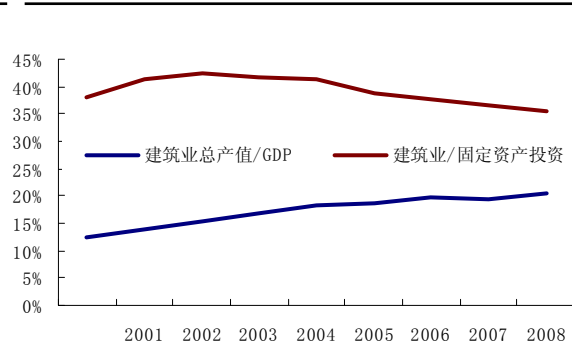
08 年建筑业总产值与 GDP 比重为 20%，同比略有上升，与全社会固定资产投资比重为 35%，同比略有下降。建筑业增加值占 GDP 比重为 5.7%，同比略有上升，其对 GDP 的贡献率为 7%，明显提升，这表明建筑业作为国民经济支柱性产业地位更加巩固。

图 6 建筑业增加值占 GDP 比重及对 GDP 贡献



数据来源：长城证券研究所, Wind

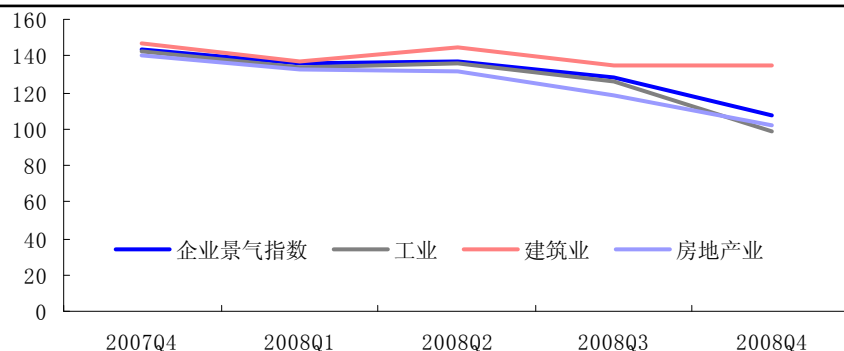
图 7 建筑业总产值占 GDP 和固定资产投资比重



数据来源：长城证券研究所, Wind

08 年以来金融危机影响使得各行业景气度迅速掉头向下，工业、地产业景气状况下滑明显，建筑业产值中房屋工程受地产与工业投资影响较大，由于基本建设投资大幅增加大大弥补了前者不足，建筑业依然保持相对较高的景气度。展望 2009 年，随着基本建设高潮到来，建筑业景气度有望提升。

图 8 建筑业与他行业景气度对比



资料来源：Wind，长城证券研究所



1.2 基建投资加快，板块率先启动渐迎景气高点

1.2.1 基本建设投资是 A 股建筑业板块发展“牛鼻子”

对 A 股建筑业板块股本行业分布分析表明铁路工程占权重最大为 65%，市政及水利工程为 18%，海洋石油工程为 13%。由此，A 股建筑业板块中 97%股本集中于基本建设领域，房屋工程占比重仅为 2%，基本建设投资是影响 A 股建筑业板块的最关键因素。

表 1 A 股建筑业板块与建筑业产业区别

项目	核心影响因素	投资来源	周期性	景气判断
A 股建筑业板块	● 基本建设投资	● 财政、国债及贷款	● 基本无周期性	● 基建投资长期稳定 ● 长期景气
建筑业	● 房地产投资 ● 基本建设投资 ● 工业厂房投资	● 主体为民间资本	● 周期性明显	● 景气取决于地产投资与基建投资博弈 ● 景气打折，波动性大

资料来源：长城证券研究所

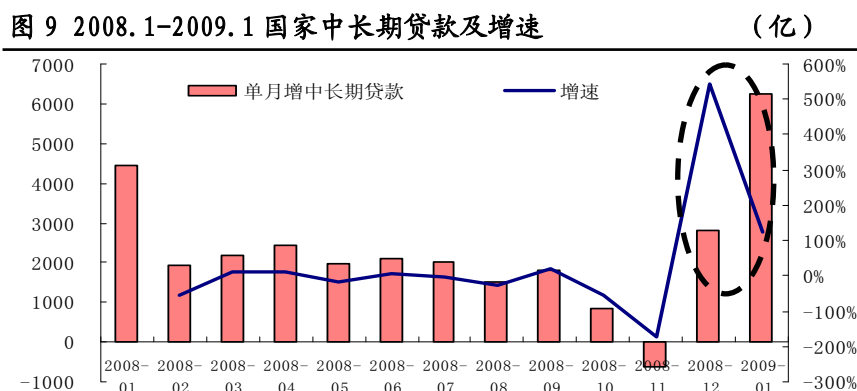
1.2.2 4 万亿投资启动，资金配套跟进

为应对金融危机对我国实体经济的冲击，抵御经济快速下滑的风险，国家出台了 4 万亿投资，其分布（1）廉租住房、棚户区改造等保障性住房建设，投资约 4000 亿元；（2）农村水电路气房等民生工程与基础设施建设，3700 亿；（3）铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造，15000 亿（4）医疗卫生、教育、文化等社会事业发展，约 1500 亿（5）节能减排和生态工程建设，2100 亿（6）自主创新、结构调整和技术改造投资 3700 亿（7）灾后重建，10000 亿元。

4 万亿投资来源，除新增中央政府投资 1.18 亿元，其余部分将通过地方政府投资、企业投资、银行贷款及其他社会投资（包括民间投资）等方式筹集。

资金是解决投资的关键，为此国家采取了一系列措施：（1）2000 亿地方债已开始启动；（2）中长期信贷明显加快；（3）国债与中央企业债发行额度增加。

图 9 2008.1-2009.1 国家中长期贷款及增速

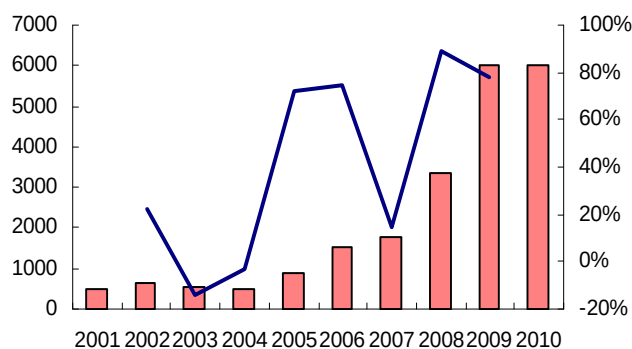


资料来源：长城证券研究所，Wind

1.2.3 基本建设关键子行业投资发力

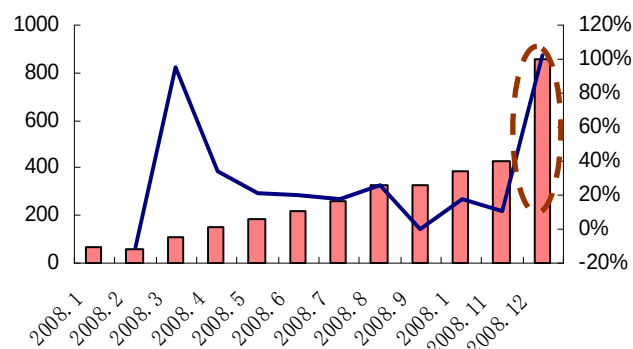
- **铁路工程投资“大跃进”迅速启动** 2008 年铁路基本建设投资 3371 多亿，同比增速 83%，并未完成铁道部预定的 3500 亿目标；从基本建设投资单月投资额看，11、12 月投资迅速增加，12 月环比增长了 100%，同时 2009 年一月份铁路基建投资为 153 亿元，同比增长了 153%，表明铁路建设启动速度之快及国家加大基本建设投资力度之迅猛。

图 10 2001-2010 年铁路基本建设投资额(亿元)



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 11 2008 年基本建设投资及环比增速（亿元）



数据来源：Wind，长城证券研究所

表 2 2009 年中国铁路建设投资额

(亿)

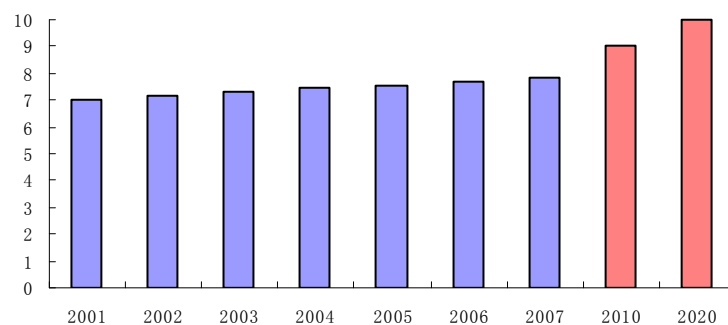
	2006	2007	2008	政府表态	
				2009	2010
铁路建设投资	2075	2520	3370	7000	7000
基本建设	1552	1772	2917	6000	6000

资料来源：铁道部，长城证券研究

- **铁路规划远期里程数大增，延续景气周期** 最新规划 2020 年铁路里程数提升到 12 万公里，相较于先前规划大幅增加 2 万公里，保证了铁路建设的长期景气。

图 12 中国铁路已建及规划里程数

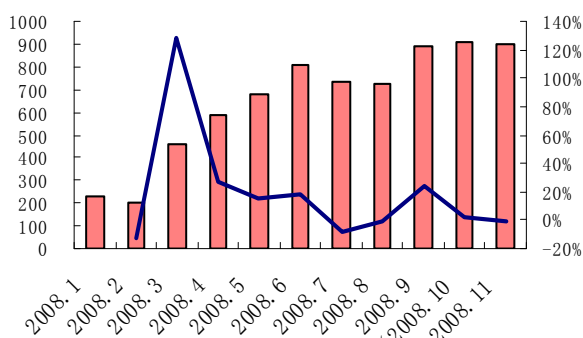
(万公里)



数据来源：铁道部，长城证券研究所

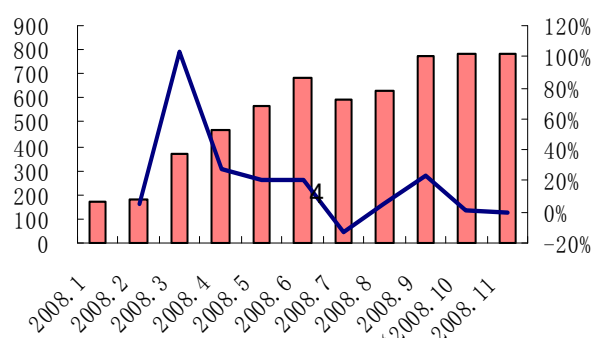
- **交通工程** 按照国家“十一五”规划，交通部投资 3.8 万亿，公路投资约 2.1 万亿，实际上 08 年底交通部完成投资额合计约 2.3 万亿，公路投资 1.93 万亿，尤其公路投资额剩余无几。金融危机以来为实现“保增长”，交通部调整了原先规划，增大了投资额 09 及 10 年分别投资 1 万亿，整个“十一五”期间将投资 4.3 万亿，比原计划多出 5000 多亿。从 08 年公路基建始终保持较高额度亦可看出。

图 13 2008 年交通部基本建设投资（亿元）



数据来源：Wind，长城证券研究所

图 14 2008 年公路基本建设投资（亿元）



数据来源：Wind，长城证券研究所

2009 年 1 万亿分配中，农村公路建设 2000 亿，内河港口投资 200 亿，沿海港口 700 亿，剩余为高速公路约 7100 亿元，投资重点是贵州、四川等灾区道路建设和落后农村公路建设，规划 09 年新、改建农村公路 30 万公里。

表 3 中国交通及公路建设投资额

(亿元)

	2006	2007	2008	原“十一五”计划	2009	2010
交通固定 资产投资	7384	7777	7930	38000	10000	10000
公路建设投资	6231	6490	6645	21000	7100	7000

资料来源：交通运输部，长城证券研究所

- **民航** 2008 年底在建项目投资规模 1000 亿，09 年建设项目投资规模 2000 亿，全年计划完成 900 亿，新开工成都、西安、广州等枢纽和干线机场工程，延安、吕梁、淮安等 40 多个支线机场工程；2010 年投资规模达到 2500 亿元，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。2010 年底前投资 4000 亿建设机场，其中 50 个新机场、改良及搬迁其它机场 90 个。
- **水利设施投资加速** 新批项目增加，08 年发改委批复 38 个水利项目，总投资规模 3100 亿元，08 年完成中央投资 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，同比增长 20%。水利部表示 2009 年中央政府水利建设规模将达到 800 亿元以上。未来水利部将实施“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、农村水利安全工程、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“水利农村电气化县”建设等。

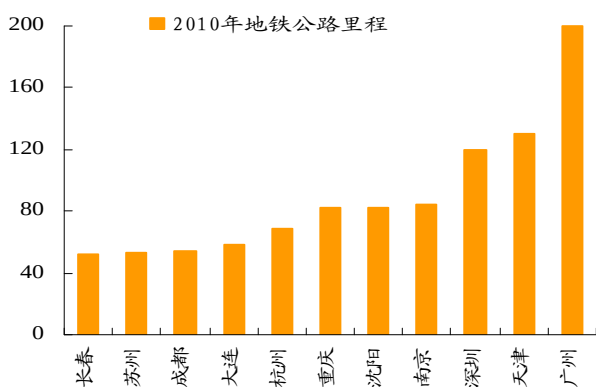
表 4 中国水利固定资产投资及其增长

项目	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
水利投资	827	933	1027	1167	1500	1900
增长率	5%	13%	10%	14%	29%	27%

资料来源：水利部，长城证券研究所

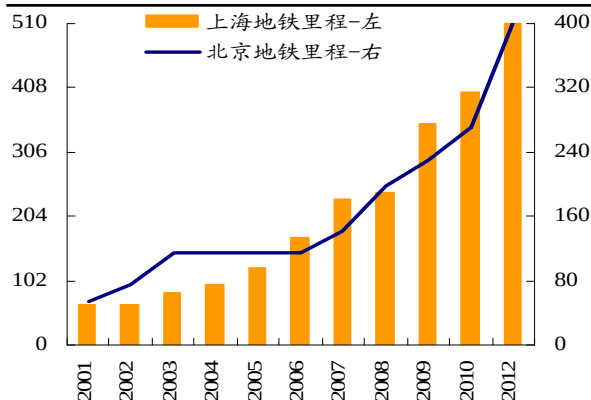
4 金融危机促轨道交通投资提速 金融危机以来，地方政府与金融机构在“保增长”要求下合力加快了城市轨道交通建设速度。2009 年北京轨道交通在建 13 条线，投资额预计 512 亿，创历史新高，上海轨道交通亦提速 2012 年投资总额超过 1500 亿元，无锡地铁招投标结束施工即将展开，沉寂多年哈尔滨地铁开工建设。总体而言，由于轨道交通建设对地方经济具有较强的拉动性，金融危机加速了其建设进程。

图 15 2010 前各主要城市地铁规划里程数(公里)



数据来源：长城证券研究所

图 16 北京和上海规划里程数 (公里)



数据来源：长城证券研究所

1.3 基建渐落地，板块估值中枢将上升

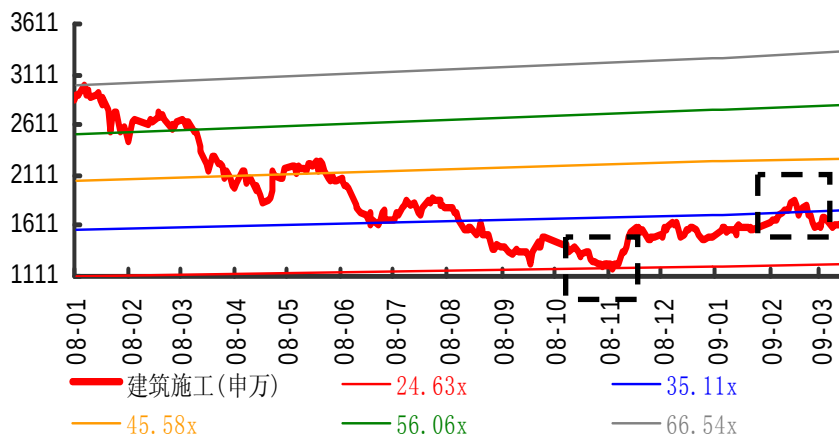
金融危机以来，带动国民经济发展三架马车中的两架乏力，为了刺激经济启动，国家采用了积极财政政策进行大规模基本建设投资，抛出了 4 万亿投资计划。建筑业是承接投资转化的主体，接过了经济新一轮起跑的第一棒，相应建筑工程板块率先启动，PE 迅速提升，由低点 24.6 倍一鼓作气提升至 31 倍左右，并继续震荡上行。随后，国家放宽了货币政策，大幅降息，增加了流动性，并促使板块估值进一步提升至 37 倍左右。

展望后市随着基建建设进程加快以及新投资逐渐落地，由于施工前期工作需要 6-9 个月时间，预计真正的施工高峰期或出现在 2 季度末至 3 季度初，甚至更长时间，基建投资高潮的渐进将会提升建筑工程板块盈利和成长性，进而使板块估值中枢继续上



升。

图 17 A 股建筑工程板块 PEband



数据来源：Wind，长城证券研究所

2 投资策略：沿基建落地足迹寻靓丽一季报

2009 年策略中我们提出坚持投资导向下从三个角度即行业特质、央企（地方大员）及业务模式三个角度选股的策略，我们认为该策略应贯穿于整个 2009 年。然而从 2008 年四季度随着经济形势恶化，国家财政、货币以及产业政策都发生众多变化，积极财政开始落实，货币政策效应显现，10 大产业振兴政策相继出台，宏观经济产生了一些可喜的变化。受政策调整尤其是基本建设投资落地影响，A 股建筑业板块应声而起，然而个股反应程度不一，把握政策尤其是基本建设投资对个股影响程度是二季度策略出发点，在此环境下寻找可能交出漂亮一季报之个股便成为是二季度策略着力点，为此我们认为应把握三个方面（1）基建落实受益股。国家启动 4 万亿投资，基本建设热情再次高涨，基建落地过程中，那些获项目多且施工进度加快的企业一季报业绩相对较好；（2）降息效应。央行大幅降息，使得那些资产负债率高且相对稳定将显著降低财务费用，那些受降息影响可能大幅提升业绩企业是我们的关注；（3）建材成本下降效应。建材占项目总成本比例为 50%多，目前大多数合同额为不可调合同，因此承包商受原材料成本影响很大，那些因原材料价格大幅降低且此效应有可能在一季报中反映的个股为我们关切。当然，若三个因素均具备则是最佳。

2.1 央企（地方大员）——渐享基建落地之果实

2.1.1 央企（地方大员）背景决定其为政策的最大受益者

建筑业存在着众多央企及地方大员，他们大多原为各部委直属企业后转由国资委管理，与政府一直保持着良好的公共关系，并深受庇护。基本建设的几个关键子市场建设基本均由他们所主导，如铁路工程主要由中铁及中铁建、交通工程由中国交通建设集团、水利主要为葛洲坝及中国水利水电集团等。而从地方来看，各级政府基本建设

则主要由地方建工及城建集团承接，如上海大型市政工程主要由上海建工和上海城建集团承接。良好的公共关系使央企（地方大员）成为大规模基建主要承担者和受益者。

表 5 主要央企（地方大员）所属部门及行业地位

企业名称	施工领域	所属部门	上市交易所	行业地位
中国中铁	铁路	国资委	A+H	世界 500 强
中国铁建	铁路	国资委	A+H	世界 500 强
中国建筑	公共建筑、交通等	国资委	A（即将）	世界 500 强
中国交通	交通	国资委	H	世界 500 强
中国冶工	EPC、基建	国资委	未上市	世界 500 强
葛洲坝	水利	国资委	A	ENR225
中国水利水电集团	水利	国资委	未上市	ENR225
各地方建工及城建集团	市政	一般为地方国资委	部分上市	部分 ENR225

资料来源：长城证券研究所

2.1.2 央企（地方大员）——渐享基建落地果实

2008 年 4 季度以来国家加大了对基本建设的投资力度，尤其是自 4 季度以来，央企承接新签合同额明显增加，这是国家实际投入的反映。根据调研，中国中铁及铁建四季度新签合同额基本与前三季度相仿，新签合同中主要为铁路工程项目。

表 6 铁建双雄四季度新签合同与前三季度总和相仿 (亿元)

企业名称	08 年前三季度	四季度
中国中铁	约 2000 亿	约 2000 亿
中国铁建	约 2000 亿	约 2000 亿

资料来源：公司资料，长城证券研究所

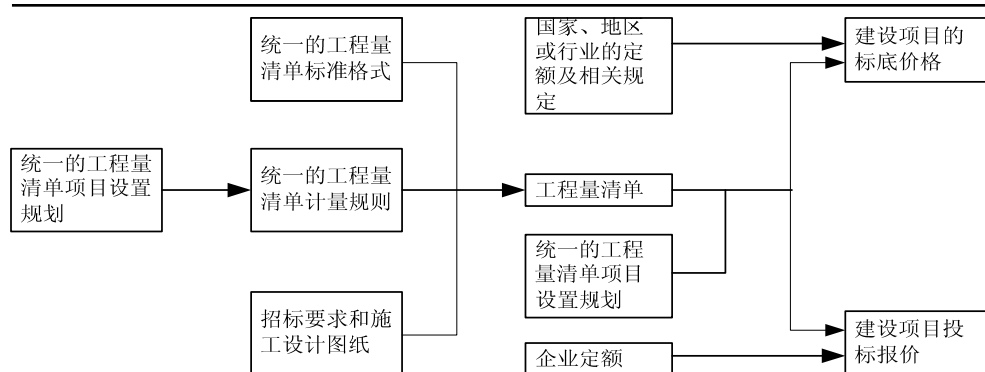
2.2 建材大幅波动导致业绩变迁

2.2.1 建筑业承包合同特征：价格锁定，分期付款，建材成本波动自负

建筑企业承包合同方式有总承包、专业承包和劳务承包三种。A 股建筑业企业均为行业龙头企业，大部分采用总承包方式（注：目前总承包一般为施工总承包），少数为专业承包如钢结构企业由于无钢结构总承包资质通常为专业承包。建设项目合同价格确定通常采用招投标方式，通常有两种方式：传统定额与目前推广的工程量清单方式，原理都是将其分解到分部分项工程和活动，并以此作为其计价的基础。据此，承包商对拟建项目成本进行估计并附加一定利润作为投标价格，业主在众多承包商中选择并

最终确定。工程量清单计价模式如图所示。

图 18 建筑产品工程量清单计价模式



数据来源：长城证券研究所

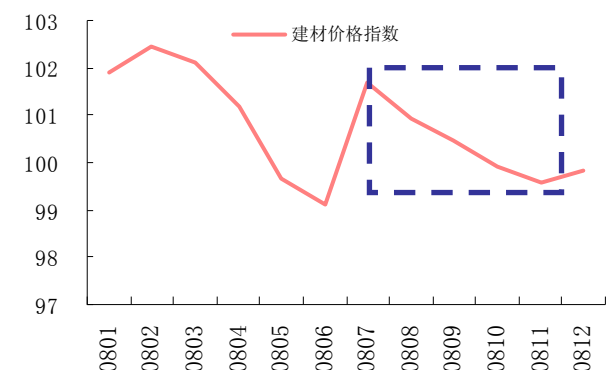
目前建设承包合同价格基本均为一次确定，即招投标阶段确定整个项目的价格，随后按照合同约定进行预付款、中间款等直至项目结束，通常竣工验收后会有约合同额 5% 的质量保证金存于甲方处，待保质期结束后返还，保证期通常 1-2 年不等。而原材料大幅波动可能引起的合同实际价格增减的索赔基本无望，除非合同中另有约定，这是目前我国建设承包现实情况。因此对于承包商实际负责采购原材料的建设项目，原材料价格波动对其盈利具有重要的影响，而对于甲方提供原材料的建设项目，承包商可以获得相对稳定的收益。

2.2.2 08 年中期新签合同，一季报获益大

在工程项目成本中，建材成本占整个项目成本的 50% 以上，其波动将显著影响企业毛利率。对于一般以钢混结构工程或土木工程而言，建材价格指数、水泥价格指数走势大致相同，基本均为高-低-高-低走势，年度中期高点出现在 08 年 7 月份，高低相差相对较小；而建筑用螺纹钢呈现震荡上行趋势，年度高点出现在 9 月份随后下行，指数高低点相差约 40%；板材价格指数走势最为陡峭，高点出现在 7 月份，随后一路走低，高低指数相差近 60%。

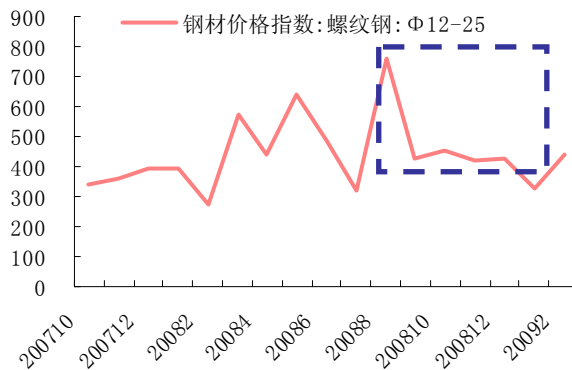
在合同总承包额锁定情况下，建材价格下降致使成本下降，进而将提升公司毛利率水平。签订合同一般将进入施工阶段，通常建筑土木工程承包周期都比较大 1-3 年不等，而钢结构周期相对较短，大的工程通常 1-1.5 年左右。而从影响一季报情况看，08 年中期合同将影响一季报业绩，如下图框线中部分，尤其是钢结构专业工程由于工期相对较短，因此一季报将主要中期新签合同体现。从这个角度看，实际上专业工程影响最大，尤其是钢结构工程。

图 19 建材价格指数



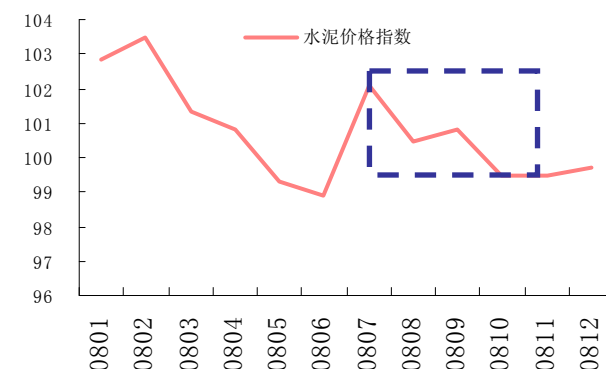
数据来源：Wind, 长城证券研究所

图 20 建筑用螺纹钢指数



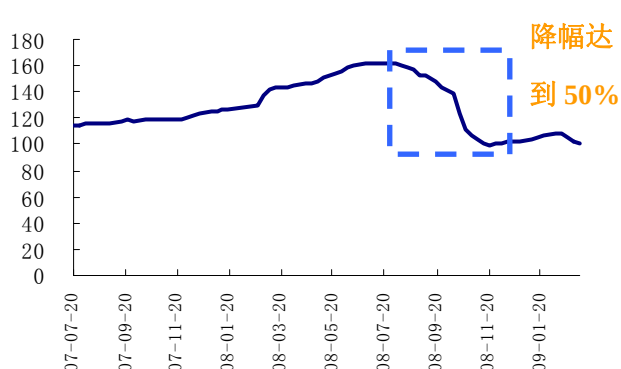
数据来源：Wind, 长城证券研究所

图 21 水泥价格指数



数据来源：Wind, 长城证券研究所

图 22 钢铁板材价格指数



数据来源：Wind, 长城证券研究所

2.3 降息效应渐显，受其影响较大者受益明显

我们统计 08 年持续降息幅度，考虑到 08 年年报大多尚未披露，我们以 07 年年报及 08 年三季度报为计算基础，并将结果换算为每股收益，通过其与 07 年年报披露的每股收益比较，作为受益程度。

表 7 2007 年 12 月以来央行贷款利率

	0-0.5 年	0.5-1 年	1-3 年	3-5 年	5 年以上
2007.12.21	6.57	7.47	7.56	7.74	7.83
2008.10.30	6.12	6.93	7.02	7.29	7.47
2008.11.27	5.04	5.58	5.67	5.94	6.12
2008.12.23	4.86	5.31	5.4	5.76	5.94

表 8 降息后主要受影响个股（以 07 年报及 08 年三季报为计算基础）

	07 年报利息费用	08 年 3 季报 利息费用	节约每股收益	占 07 每股收 益比重
中国武夷	117757885	85603956	0.1800	45.87%
东南网架	57195822	49697074	0.2900	12.93%
四川路桥	资料来源: Wind, 长城证券研究所	16553	0.0396	125.49%
葛洲坝		761308605	0.3710	9.96%
四维控股	19928371	13105580	0.0200	90.32%
杭萧钢构	77644620	50935545	0.1466	73.59%
安徽水利	53604450	48410742	0.1400	16.63%
腾达建设	49112640	30911760	0.1600	30.87%
中油化建	5229000	3717000	0.0230	21.91%
科达股份	42410925	27505800	0.089	177.83%

资料来源: Wind, 长城证券研究所

综合以上三种因素,我们认为应重点关注基本面良好且受基建落地影响较大的中国中铁、中国铁建、葛洲坝、隧道股份及精工钢构,可在年报披露后一季报前逢低介入。对于降息影响较大个股如柯达股份、四川路桥等存在较大的交易性机会可在一季报前介入。



3 重点公司投资要点及估值推荐

3.1 中国铁建：新签订单大增，预示未来高成长

- **四季度以来，新签订单大幅增加，成长性突出** 公司年度新签合同额超过 4000 亿元，前三季度新签合同额为 2161 亿，四季度受国家加大基础设施投资力度影响，公司四季度新签合同额或超过 2000 亿元，超额完成预计 08 年新签合同 2500 亿元目标。三季报显示公司累计未完成合同 4091 亿元，估计公司 08 年底未完成合同额可能达到 6000 亿元，公司业绩稳健性及高成长性获得坚实保证。
- **汇兑损失额大幅减少，损害业绩之最大地雷有望扫除** 公司前三季度汇兑损失 7.8 亿元，四季度公司透露在几千万，较前几个季度大幅减少，预计全年损失在 8 亿多，目前公司正在积极申请结汇事宜，汇兑损失的大幅减少将使损害公司业绩的最大地雷得以扫除，公司业绩将更为乐观。
- **施工进度加速，提升营业收入** 据公司透露在国家大幅增加投资情况下，即使在施工淡季的冬季施工进度也在加速，尤其是国家一些重点铁路工程项目，预计公司加快消化目前在手合同将有效提高其营业收入，有望实现同比较大增幅。
- **或将交出超预期之一季报** 08 年 4 季度以来一方面国家大幅增加基建投入，一方面加快了施工进度，预计随投资落地，公司 09 年一季度营业收入有望大幅增长，在汇兑损失大幅减少状况下，预计公司利润将随营业收入同比大幅增加，或将呈现超预期之一季报。
- **风险因素** 国家基本建设资金的切实落实
- **估值及盈利预测** 08/09/10 年 EPS0.34/0.52/0.62 元，对应市盈率 PE 28/18/15，鉴于公司未来高成长性，维持公司“推荐”评级。

表 9 中国铁建盈利预测

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（亿）	1775	2297	3135	3976
其中铁路建设收入（亿）	762	1254	1842	2508
净利润（亿）	31	42	64	77
每股收益	0.39	0.34	0.52	0.62
市盈率 P/E	24.	28	18	15

数据来源：Wind，长城证券研究所，以 2009 年 3 月 20 号收盘价计算

3.2 中国中铁：新签订单大增，预示未来高成长

- **四季度以来，新签订单大幅增加，成长性突出** 公司年度新签合同额超过 4000 亿元，超过公司预定目标 2750 亿元，四季度受国家加大基础设施投资力度影响，公司四季度新签合同额或超过 2000 亿元，估计公司 08 年底未完成合同额可能达



到 6000 亿元，公司业绩稳健性及高成长性获得坚实保证。

- **汇兑损失这一影响公司业绩最大地雷有望彻底扫除** 公司 08 年汇兑损失约 30 多亿，大幅吞噬净利润约 25 亿左右，拖累公司业绩。目前公司正积极申请结汇事宜，预计将获批准，从而有望将影响公司业绩最大地雷彻底扫除。
- **施工加速进展，收入有望同比较大增长** 据公司透露在国家大幅增加投资情况下，即使在施工淡季的冬季施工进度也在加速，尤其是国家一些重点铁路工程项目，我们预计公司加快消化目前在手合同将有效提高其营业收入，有望实现同比的较大增幅。
- **或将交出超预期之一季报** 08 年四季度以来一方面国家大幅增加基建投入，一方面加快了施工进度，预计随投资切实落实，公司的一季度营业收入有望大幅增加，在汇兑损失减少状况下，预计公司利润将随营业收入同比大幅增加，或将呈现超预期之一季报。
- **风险因素** 国家基本建设资金的切实落实
- **盈利预测及操作策略** 08/09/10 年 EPS0.04/0.32/0.43 元，对应市盈率 PE135/17/13，鉴于公司未来高成长性，维持公司“推荐”评级。

表 10 中国中铁盈利预测

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（亿）	1805	2239	3020	3968
净利润（亿）	31.6	8.6	68	92
每股收益	0.15	0.04	0.32	0.43
市盈率 P/E	36	135	17	13

数据来源：Wind，长城证券研究所，以 2009 年 3 月 20 号收盘价计算

3.3 中国葛洲坝：下一个世界“五百强”的种子选手

- **水利水电建设迎来景气周期，葛洲坝成长可期**：2009 年我国将加大水利设施建设，加快诸如南水北调等重大工程的建设，预计 2009 和 2010 年水利建设投资额将高达 1500 亿和 1900 亿，复合增长率高达 28%，中国葛洲坝作为水利水电建设的双巨头之一，一直占据着水利施工的 1/4 市场份额，无疑将是本轮水利投资最大的受益者之一。
- **新签合同饱满，存量合同众多，成长性确定**：2008 年新签合同 304 亿，其中国内 189 亿，同比增长 37%。目前累计未完成合同额达到 800 亿元，约为营业收入 193.7 亿的 4.1 倍，施工业务收入 156 亿的 5.1 倍，高额未完合同量锁定了公司未来的高成长性。
- **一体化战略稳步推进，水泥、运营项目 09 年投产将提升盈利性**：公司加大投资项目运作力度，推进以施工为核心的一体化战略，2009 年水泥产能将由 800 万吨



提升到 1500 万吨左右，投资 47 亿 BOT 项目大广北高速公路将在本年 4 月份产生效益，运营项目毛利高达 72%，水泥毛利则为 19%，将极大提升公司盈利性，估计贡献净利 2 亿，每股收益 0.13 元。

- **降息及管理效率提高有望较大幅度降低期间费用率：**公司负债率高纬达 82%，09 年底短期与长期借款分别为 38 与 100 亿，与 08 年中报持平。自 08 年 9 月央行大幅降息情况下，公司财务费用减少提升每股收益，同时管理费用率由 07 年 5.66%降低到 08 年的 4.59%，随着信息化建设与管理整合推进，公司该项费用率有望继续下降。
- **受资金关注，机构持股比重提升：**年报显示机构投资者较 3 季报增加 4 家，机构投资持股比重由 08 年三季报的 12%提升至年报的 16%，同时户持股数量增加了 13%，均显示出机构资金对葛洲坝前景的看好。
- **风险因素** 国家基本建设落实，宏观经济不确定
- **盈利预测** 中国葛洲坝 09/10 年 EPS 0.65 /0.95 元，对应市盈率 PE16/11，鉴于公司高成长性，维持公司“推荐”评级。

表 11 中国葛洲坝盈利预测

	2008	2009E	2010E
营业收入（亿）	193.7	230	288
净利润（亿）	8.5	10.9	15.8
每股收益	0.49	0.65	0.95
市盈率 P/E	21	16	11

数据来源：Wind，长城证券研究所，以 2009 年 3 月 20 号收盘价计算

3.4 隧道股份：享行业景气，走高端路线

- **上海及长三角隧道工程领域市场迎来高景气周期：**上海地铁规划至 2012 年新增 389 公里，投资总额超过 1500 亿元，2012 年至 2020 年新增 490 公里，投资额高达 1900 亿元；规划里程数巨大且连续；同时，至 2020 年上海每 2.5-3 公里将建设一条越江隧道，规划同样巨大；长三角其他大城市如南京、杭州、宁波、苏州等，至 2015 年将建设 330 多公里地铁，投资额将达到 1300 亿。长三角各主要城市将迎来隧道工程市场迎来高峰。
- **专业深耕，品牌突出，显著受益，成长可期：**隧道股份长期深耕于软土隧道施工领域，在隧道施工及关键设备盾构制造商具备核心竞争优势。施工业务分别占据上海地铁隧道和过江隧道 50%和 90%的市场份额，在全国（除北京和东北）以外所有城市的地铁隧道施工的首次招投标中，均中的第一标，这彰显了公司的高品牌知名度，同时由于盾构的捆绑效应，施工业务极大促进了盾构机械的销售。隧道股份，成长可期。

- **业务布局高端、一体化经营，盈利性佳：**隧道股份业务精选，面向技术、资本壁垒较高、毛利率也较高的隧道领域，依托该领域丰富经验向上下游延伸，进行项目的投资与运营，有力促进了主业发展，提高了整个链条的竞争力和盈利性。公司处于运营项目，毛利率高达 48%，07 年为公司贡献了 1.28 亿净利润，在建 BT 和 BOT 项目各一个，将分别于 2009 和 2012 年投入运营，预期每年可贡献净利润 1600 和 7500 万元，保证了公司未来盈利性。
- **管理集约，增长内生：**隧道股份一直以战略管理为统筹，走集约管理之路，并将其贯穿公司经营的始终，因此公司的运营效率不断提升，期间费用率显著下降。
- **风险因素：**股市系统性风险，上海外其他长三角市场有效占领
- **盈利预测、估值及投资级别：**隧道股份 09/10 年 EPS0.62/0.8 元，对应市盈率 PE19/15，鉴于公司的高成长性，维持公司“推荐”评级。

表 12 隧道股份盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（亿）	86	125	153	181
净利润（亿）	1.9	2.9	4.5	5.8
每股收益	0.26	0.39	0.62	0.8
市盈率 P/E	45	29	19	15

数据来源：Wind，长城证券研究所，以 2009 年 3 月 20 号收盘价计算

3.5 精工钢构：受益板材大幅下降，09 年业绩前高后低

- **基本建设投资加速，提升空间钢结构景气度，并可弥补公司轻钢结构市场不足：**“十一五”计划投资 1500 亿建设 548 座客站，目前在建 210 座，铁路大投资将促进剩余项目加速施工，同时 09、10 年机场投资规模 4000 亿，这些项目大多为空间钢结构工程，预计将可以弥补由于制造业投资导致轻钢结构业务下滑。
- **公司系钢结构龙头企业，具有强大品牌力，是公司业绩增长基石：**公司为我国空间及超高层钢结构领军企业，参与了鸟巢奥运工程及环球金融中心等标志性建筑，形成了其强大品牌力，这是公司将能够抓住 09-10 年空间钢结构市场景气的关键因素。
- **公司订单依然饱满，预期 2009 年收入 43.7 亿下降约 6.4%，而扣除钢价因素实际增长约为 25%左右：**08 年公司全年签合同额为 55.62 亿元，在 08 年制造业和地产都出现下挫的大环境下，显示出在钢结构领域的强大竞争力。根据调研目前所签合同仍至少可维持半年以上。公司预期在钢材价格大幅回调趋稳态势下，公司实际增长约为 25%左右。
- **毛利率将前高后低，全年或可恢复至 13%左右，一季报盈利看好：**鉴于公司所签合同均为闭口合同，鉴于钢材价格自 08 年下半年至今大幅回落约 50%，这部分合同大部分将在一季报中反映，受此影响预期公司毛利率也将表现出前高后低，



公司一季报盈利看好。而随着钢材价格稳定，公司有望提升毛利率至 13% 左右。

- **管理出效益，看好公司未来管理整合，2009-2010 年期间费用有望较大幅度减少：**通过新建、兼并等手段，实现了高速成长，然而也暴露出公司管理相对粗放的一面，公司拟将其先进管理模式如绍兴公司模式及精益制造等复制到其子公司中，以图实现管理精益，降低成本。看好公司这一举措，2009 年期间费用节省主要体现在财务费用上，2010 年为管理和销售费用。
- **风险因素** 国家基本建设企业落实
- **盈利预测** 鉴于公司在建筑钢结构行业的高品牌和竞争力，预计 2009-2010 年未来复合盈利增长为 25%，对应市盈率分别为 15/11，估值比较合理，维持公司“推荐”评级。

表 13 精工钢构盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（亿）	31.2	45.9	43.7	54.6
净利润（亿）	1.3	1.29	1.68	2.37
每股收益	0.43	0.36	0.49	0.69
市盈率 P/E	18	21	15	11

数据来源：Wind， 长城证券研究所，以 2009 年 3 月 20 号收盘价计算

研究员介绍及承诺:

邹心勇: 先后于哈工大机电学院、土木工程学院及经济与管理学院获工学学士、硕士及管理学博士学位,注册造价师。作为主研完成建设经济及承包商战略等领域纵横课题6项,发表学术论文16篇。2008 年加入长城证券,任建筑、建材行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有,未经授权不得进行任何形式的发布、复制,如引用、刊发,须注明出处为“长城证券金融研究所”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息,虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。