

建筑与工程

——重点跟踪上市公司 1 季报分析及投资策略

投资评级 推荐

投资要点:

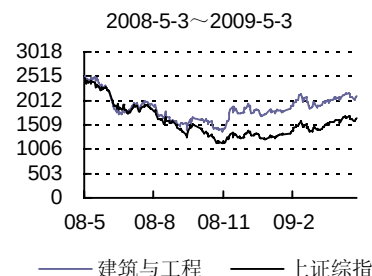
- 14 家重点跟踪上市公司 09 年 1 季度收入及净利润皆保持快速增长: 14 家公司 09 年 1 季度营业收入总额 1470 亿元, 同比增长 55.22%, 净利润总额 28.43 亿元, 同比增长 43.01%; 远高于整个国内 1624 家上市公司 09 年 1 季度总营业收入同比下降 12.94%, 净利润同比下降 25.78% 的水平。
- 受原材料持续涨价影响毛利率整体略有下滑, 而三项费用率小幅度下降致使销售净利率基本持平: 大部分公司因施工及采购周期延迟因素, 在前几年原材料持续涨价的不利影响下, 毛利率小幅度下降; 而中材国际因市场地位提升、宏润建设因高毛利率的地产业务占比增加毛利率小幅提升; 三项费用率因三项费用增速远低于营业收入增速而下降。
- 资产负债率保持在较高水平: 因建筑行业特性决定, 大部分公司的资产负债率保持在 60% 以上的较高水平; 其中包含部分预收工程款及应付款, 而其带息债务/全部投入资本比一般低于资产负债率 10-20%。
- 大部分公司年化收益率低于 12%: 一方面是 1 季度是施工淡季, 另一方面是建筑行业本身运营及效率较低; 而部分细分行业龙头或收入中包含其他业务公司的年化净资产回报率较高, 如中材国际、葛洲坝。
- 受益于基建投资力度加大, 行业未来将继续保持较快增长: 在政策的持续扶持下, 09 年 1 季度我国城镇固定资产投资完成 23562 亿元, 同比增长 28.6%, 加快 2.7 个百分点; 而 14 家公司业务构成较大的铁路基建投资、交通基建投资 (其中公路建设投资占比高达 90% 左右) 的同比增长为 173.6%、48.4%。房屋建筑在目前房地产投资已逐步回暖, 且国务院提出降低住宅投资项目资本金后有望恢复性增长。
- 行业投资评级: 建筑施工行业指数近 1 年领先沪深 300 指数 17.6%; 近 4 月落后 6% (主要受权重较大的中国中铁及中国铁建拖累); 根据 WIND 统计, 14 家公司中的大部分 09 年一致盈利预期增长 20% 左右 (3 家铁路建设类公司增长较快), 09 年 PE 约为 20 倍; 我们给予整个行业 “推荐” 的投资评级。
- 重点公司推荐: 我们推荐隧道股份、中国中铁及精工钢构 3 家上市公司, 理由是 3 家公司都是细分行业的龙头且受益于基建投资加大, 未来盈利增长较为确定, 在目前 14 家上市公司中估值相对较低。

2009 年 5 月 4 日

主要数据

行业指数	2098.51
上证指数/深圳成指	2477.57/9502.52
公司家数	36
总市值(百万元)	400101.17
流通市值(百万元)	201558.38

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 包社、周海鸣
电 话: 021-51097188-1923
电 邮: baoshe@gyzq.com.cn
联系人: 朱厚中
电 话: (86-21) 51097188-1853
电 邮: zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址: 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F (200120)

目 录

1 2009 年 1 季报分析	3
1.1 营业收入及净利润分析	3
1.2 盈利能力及收益质量分析	4
1.3 08 年新签定单分析	5
1.4 资产负债率分析	6
2 未来经营展望	7
2.1 政策支持力度持续增加	7
2.2 与基建相关的投资快速增长	7
2.3 房屋建设市场逐步转暖	9
2.4 原材料价格下跌提升毛利率	9
3 估值与投资建议	10
3.1 盈利预测及主要指标	10
3.2 行业及个股走势	10
3.3 重点推荐公司	11

1 2009 年 1 季报分析

本文对我们重点跟踪的 14 家国内建筑业上市公司的 2009 年 1 季报进行分析，所选择的 14 家上市公司的营业收入及净利润等指标都占据国内建筑业上市公司 90% 左右的市场份额，基本代表了国内建筑业上市公司的经营状况。

1.1 营业收入及净利润分析

14 家公司 09 年 1 季度营业收入总额 1470 亿元，同比增长 55.22%，净利润总额 28.43 亿元，同比增长 43.01%；与整个国内 1624 家上市公司 09 年 1 季度总营业收入同比下降 12.94%，净利润同比下降 25.78% 相比，显然具有更为明显的成长性。具体到各家上市公司来看，由于所在细分行业景气度及企业经营状况不同，又表现出较大的差异。

由于受到铁道部铁路基建投资加大的刺激，以铁路基建建设为主的中国中铁 09 年 1 季度营业收入增速高达 72.0%，中国铁建营业收入为 56.1%；远高于 08 年同期 7.7%、20.7% 的增速。在营业收入大增的带动下，两家公司的净利润同比增长 87%、34%。

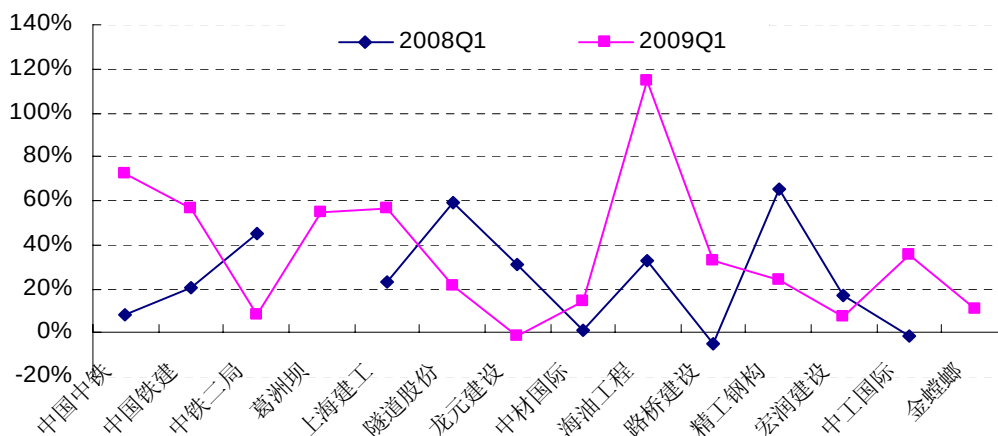
与房屋建设相关性较大的龙元建设及金螳螂，由于受到 2008 年房地产市场低迷，进而导致房屋新开工面积减少或延期现象，使其营业收入增长受到一定程度的影响，其营业收入及净利润增速仅略有增长（上海建工因其市政施工业务受世博会相关配套工程的加速建设，其营业收入保持了 56.1% 的快速增长），增速也低于 2008 年同期的增速。

海外业务占比较多的中材国际及中工国际，受到海外金融危机的影响，部分工程出现延期或取消建设，导致其营业收入增速较低，远低于其新接订单的增速。而中材国际凭借其在国际水泥建设市场的龙头优势，其单价价格提升，导致其净利润增速高达 65%。

以市政建设为主且业务集中于上海地区的宏润建设及隧道股份，受到上海世博会及轨道交通建设加大的刺激，且营业收入及净利润都保持了较快的增长；其中宏润建设 08 年注入毛利率较高的地产业务使其净利润保持了 79% 的增长

其他细分行业中，以水利建设为主的葛洲坝也受到水利建设投资力度加大的利好，营业收入及净利润保持较快增长。而海油工程因其渤海地区业务大增，其营业收入保持了 115% 的增长，而却因原材料价格上涨及船舶分包费用同比增加 6 亿元，其净利润仅同比增长 27%。

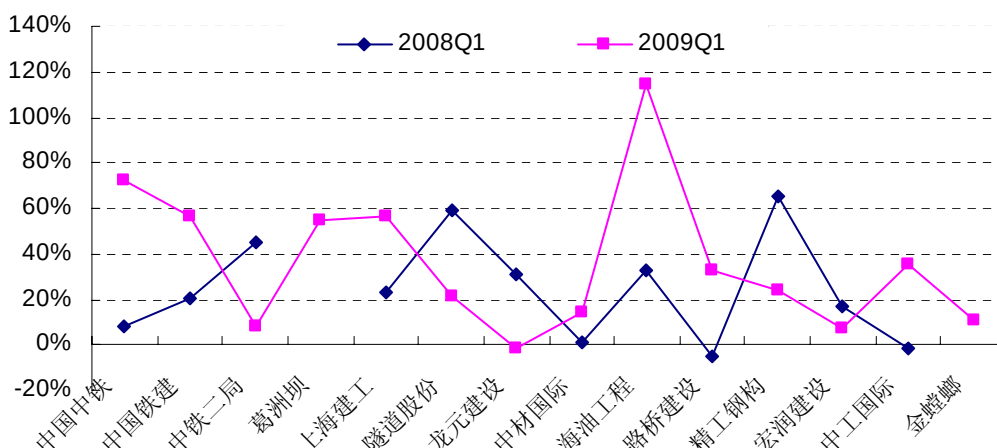
图 1:营业收入同比增速（2008.Q1-2009.Q1）



资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

注：08 年同比增速剔除会计政策变更的金螳螂及注入资产的葛洲坝。

图 2:归属于母公司所有者的净利润同比增速（2008.Q1-2009.Q1）



资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

注：08年同比增速剔除收入政策变更的金螳螂及注入资产的葛洲坝。

1.2 盈利能力及收益质量分析

由于受到近几年原材料价格持续上涨的影响，以及施工及原材料采购延期，导致大部分公司 09 年 1 季度的毛利率同比都出现了小幅度下滑，而其三项费用率由于收入的增幅远大于三项费用的增速而同比降低，而销售净利率一般保持同步毛利率的变化。

从毛利率变化来看，下降比较明显的有中国中铁（-1.47，主要受低毛利率的施工业务占比增加较多）、海油工程（-7.43，原材料涨价及船舶分包费用增加）及精工钢构（-1.68，钢材价格大幅度波动）；毛利率提升较为明显的有中材国际（+1.62，美誉度上升使其海外定单价格上升）、宏润建设（+2.86 毛利率较高的房地产业务占比增加）。

从三项费用率来看，下降比较明显的有中国中铁（-2.06，三项费用增速远低于营业收入增速）、精工钢构（-2.10，销售费用大幅度下降）；上升比较明显的有宏润建设（+1.49，财务费用增加）及中工国际（+1.88，利息收入大幅度减少）。

从销售净利率来看，由于毛利率高低及其变化对销售净利率影响较大，一般成同步变化。销售净利率一般也呈现小幅度下降的态势。其中中材国际及宏润建设因其毛利率上升较大，相应其销售净利率也提升较大；而中工国际因其三项费用率上升大，也导致其销售净利率下降较多。

表 1:毛利率、期间费用率及销售净利率同比变化（2008.Q1-2009.Q1）

	毛利率(%)			期间费用率(%)			销售净利率(%)		
	08Q1	09Q1	同比变化	08Q1	09Q1	同比变化	08Q1	09Q1	同比变化
中国中铁	11.92	10.45	-1.47	7.37	5.31	-2.06	1.81	1.7	-0.11
中国铁建	9.99	9.84	-0.15	4.84	4.73	-0.11	2.14	1.84	-0.3
中铁二局	9.39	9.1	-0.29	3.98	3.83	-0.15	2.48	1.76	-0.72
葛洲坝	17.01	16.5	-0.51	9.69	8.84	-0.85	5.57	5	-0.57
上海建工	5.57	5.08	-0.49	2.43	1.92	-0.51	0.92	0.54	-0.38
隧道股份	9.59	9.07	-0.52	5.39	4.76	-0.63	2.2	2.17	-0.03
龙元建设	9.74	10.5	0.76	3.77	4.11	0.34	2.2	2.34	0.14
中材国际	11.14	12.76	1.62	5.38	5.58	0.2	3.65	5.51	1.86

海油工程	16.75	9.32	-7.43	2.5	2.68	0.18	8.17	4.87	-3.3
路桥建设	11.03	11.11	0.08	6.67	6.68	0.01	1.21	1.11	-0.1
精工钢构	14.42	12.74	-1.68	11.22	9.12	-2.1	2.36	1.93	-0.43
宏润建设	10.19	13.05	2.86	2.27	3.76	1.49	2.96	4.73	1.77
中工国际	13.42	13.02	-0.4	1.49	3.37	1.88	11.42	7.89	-3.53
金螳螂	15.3	15.84	0.54	7.93	7.23	-0.7	3.69	4.14	0.45

资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

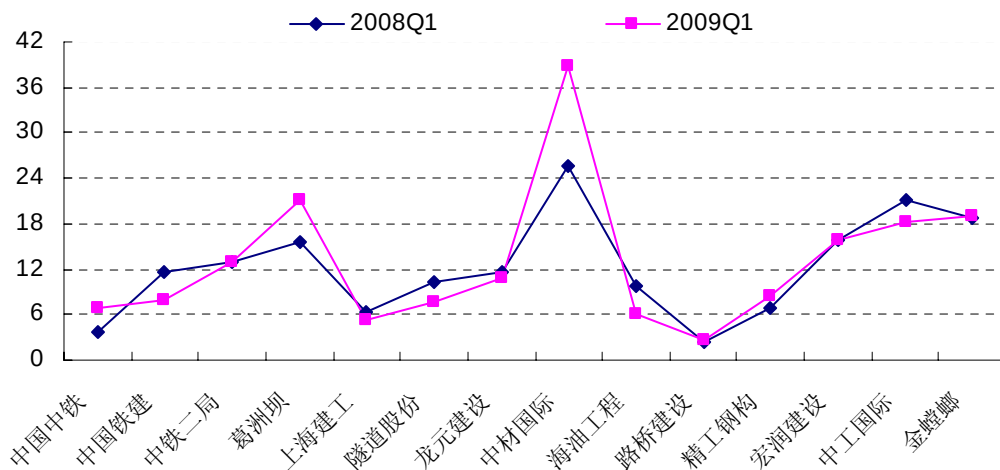
注：08年同比增速剔除收入政策变更的金螳螂及注入资产的葛洲坝。

由于建筑业包括材料及机械在内成本占比较高，其毛利率一直维持在较低的水平，我们跟踪的14家公司的毛利率一般维持在9%-15%的水平，部分细分行业龙头（或包含除施工业务外的高毛利业务）的毛利率水平略高，最高的葛洲坝为16.5%，其次为建筑装饰行业的龙头金螳螂为15.84%，最低的海油建工仅为5.08%。

由于大部分公司的销售毛利率较低，导致其销售净利率也保持在较低的水平，最高的几家公司是中材国际、海油工程及中工国际，皆为其细分行业的龙头；宏润建设主要是高毛利率的房地产业务占比较大。

从14家公司09年1季度的年化净资产回报率来看，差异非常显著，而每家公司与其08年1季度同比来看则差别并不大。其中较高的为中材国际（38.84%），远超其他公司，这和其目前已经成为世界水泥建设领域的龙头且行业依然处于景气高点有关；其他较高的主要为细分工程行业的中工国际、金螳螂、葛洲坝。其他大部分公司的年化净资产回报率低于12%，和我国建筑业公司一般每年1季度是施工低谷也有一定关系。

图3：年化净资产回报率同比变化（2008.Q1-2009.Q1）



资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

1.3 08年新签定单分析

14家公司2008年的新接定单大都保持较快增长，其新接定单/08年营业收入比也都保持在1.5的较高比例，其中比例最低的隧道股份也保持在1.06。

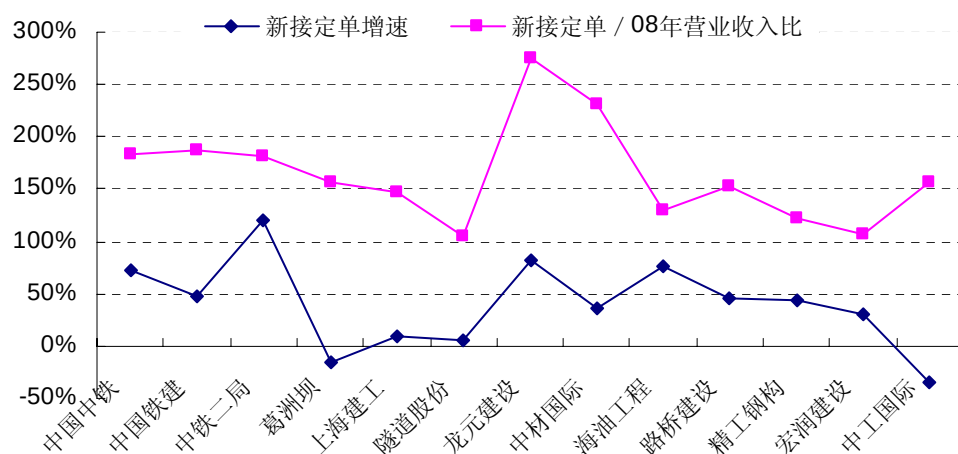
通过分析发现受益于政府基建投资力度加大的公司，2008年新接定单增速一般较高，包括以铁路建设为主的中国中铁、中国铁建、中铁二局的新接定单增速均在50%以上的增速；其他细分行业龙头如海油工程受到母公司中海油资本性投资增加较快新接定单增速也在50%以上；龙元建设因签定沈阳龙之梦大型项目（中标金额100亿元）其新

签合同增速 82%。2007 年新签定单金额较大而导致 08 年增速较低的包括葛洲坝、中工国际出现一定幅度的下滑。业务主要集中于上海地区的隧道股份及上海建工因世博会大部分配套工程已投标完成，导致其新增定单较低。

从新接定单/08 年营业收入比来看，大部分公司都保持在 1.5 以上的水平。其中中材国际及龙元建设保持在 2 以上的水平。中工国际及葛洲坝虽然 08 年新接定单增速为负，由于其 07 年基数相对于其营业收入比较高，其 2008 年新签定单/营业收入比依然保持较高的水平，而其目前在手定单也非常充足。

大部分公司 08 年快速增加的新接定单再加上原来还未完工的定单，为其 09 年及未来几年营业收入保持较快增长提供了较好保证。相对来说隧道股份、精工钢构及宏润建设的定单充足率略显不足，可能制约其未来营业收入的增速。

图 4:08 年新接订单增速及新接订单/08 年营业收入比



资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

注：金螳螂因公司未披露新签定单数据，未列入图中。

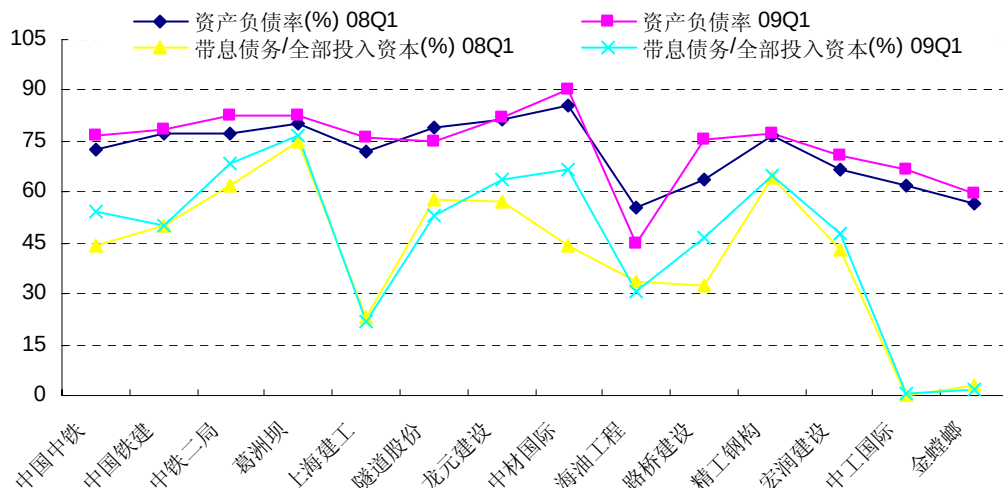
1.4 资产负债率分析

由于我国的建筑行业特性所致，建筑业上市公司的资产负债率普遍保持在较高的水平，而如果扣除负债中的预收款（主要为工程款）、应付款等不产生财务费用及还款压力不大的部分，以通常所用的带息债务/全部投入资本比衡量，明显低于资产负债率。

从 14 家公司 09 年 1 季度的资产负债率来看，大部分公司的资产负债率都在 60% 以上，一般为 80% 左右；中材国际最高（90.27%，主要是其预收工程款较多），海油工程最低（44.93%，08 年底定向增发后大幅度降低）。

包括中材国际、中工国际等预收工程款比重较大的公司其带息债务/全部投入资本比相当低，中工国际深圳不到 1%，金螳螂为 1.48%；大部分公司降低至 50-60% 的水平，最高为葛洲坝的 76.73%，比其资产负债率一般降低 10-20% 左右。

图 5:资产负债率及带息债务/全部投入资本同比变化 (2008.Q1-2009.Q1)



资料来源: 公司定期报告, 国元证券研究中心

由于大部分公司的资产负债率比较大, 导致财务费用一直占公司营业收入的较大比重, 而在央行连续降低银行基准利率 1.89%, 加上 14 家公司从事的大部分为基建相关的重大工程, 一般在银行贷款时也可获得银行一定的利率优惠, 因此预计未来财务费用/营业收入比将获得比较明显的下降。

2 未来经营展望

2.1 政策支持力度持续增加

政府在 2008 年 11 月提出 4 万亿元刺激经济的方案以来, 铁道部、交通部及建设部等相关部委相继表示加大对铁路、公路及水利等基础设施方面的投资力度, 根据发改委介绍 4 万亿投资中与铁路建设、交通及电力设备相关的投资高达 1.5 万亿。

2009年4月29日温家宝总理主持召开国务院常务会议, 讨论并原则通过《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》, 会议决定对现行固定资产投资项目资本金比例进行调整, 降低城市轨道交通、煤炭、机场、港口、沿海及内河航运、铁路、公路、商品住房、邮政、信息产业、钾肥等项目资本金比例。这将有力的缓解各级地方政府及各部委所面对的投资项目资本金比例不足的困境。加上央行从降低贷款基准利率 1.89%, 以及 09 年 1 季度我国银行新增贷款 4.56 万亿天量的支持, 将加快基建投资的力度, 以确保我国经济保持较快的增长。

而我们跟踪的 14 家上市公司, 特别是占其营业收入比重多达 60% 以上的中国中铁、中国铁建、中铁二局及葛洲坝等, 和我国基建投资的力度具有较大相关性。而本次下调固定资产投资项目资本金比例中的轨道交通、公路及机场等将对以市政业务为主的公司如隧道股份、路桥建设、精工钢构构成利好。

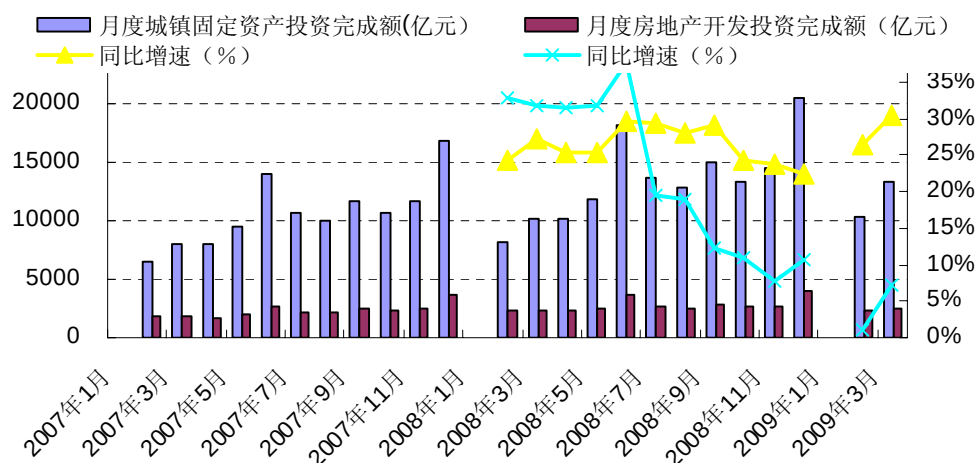
2.2 城镇固定资产投资在基建投资力度加大情况下仍快速增长

受到中央政府对投资的支持力度加大, 在 09 年 1 季度我国 GDP 增长仅为 6.1% 的不利情况下, 城镇固定资产投资完成 23562 亿元, 同比增长 28.6% (3 月份增长 30.3%), 加快 2.7 个百分点; 分地区看, 中西部投资增长明显快于东部, 东部地区城镇投资增长 19.8%, 中部地区增长 34.3%, 西部地区增长 46.1%。在经历 08 年 9 月后世界金融危机导致的不利影响下, 以房地产为主的投资增速及工业投资增速大幅降低, 无疑降低了固

定资产投资的增速；而此时中央政府果断采取加大基建投资力度来确保固定资产投资保持较为平稳的增长，从近几月的情况来看，我国的城镇固定资产投资在经历 08 年 10 月的低迷后，目前已经逐步小幅度盘升，特别是 09 年三月份单月同比增速达到 30%。

而占固定资产投资比重 20%左右的房地产投资近几个月的月度投资增速明显较低，最低的 09 年 1 月份同比增速仅为 1%。不过在央行 1 季度加大新增贷款力度的支持下，从 3 月份已开始转好同比增速达到 7%，从最近各主要城市的房地产市场交易已经逐年转暖的情况来看，以及 4 月份国务院刚通过降低住宅类投资项目的资本金比例的利好作用下，预期房地产开发投资未来有望保持较为平稳的增长。

图 6:月度城镇固定资产及房地产开发投资同比增速 (2006.01-2009.03)

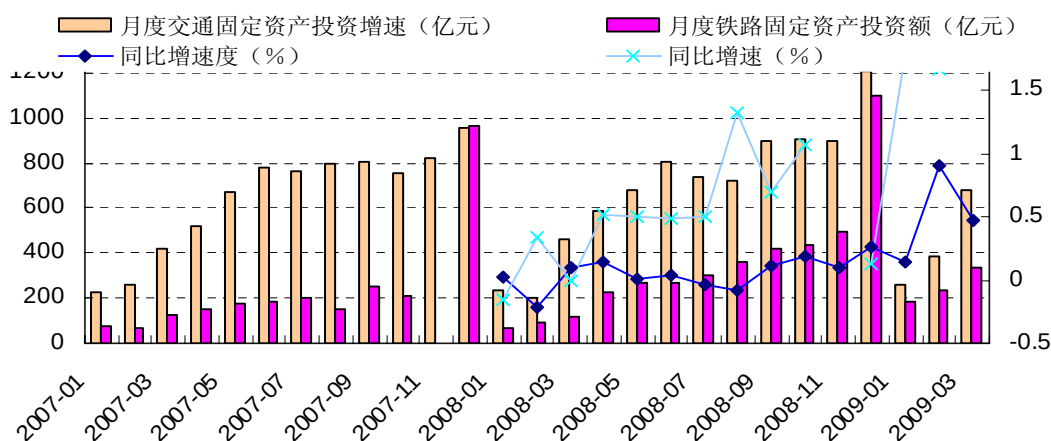


资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

与基建相关的固定资产投资在中央及各级地方政府力保经济增长的刺激下，近几月保持较快的增长。特别是其中的铁路基建投资、交通基建投资（其中公路建设投资占比高达 90%左右）的同比增速远高于同期城镇固定资产投资的增速。其中 09 年 1 季度铁路固定资产投资完成 755 亿元，同比增长 173.6%；交通固定资产投资完成 1331 亿元，同比增长 48.4%。

而我们跟踪的 14 家公司，大部分业务是与基建投资相关性较强，因此政府对基建投资力度加大对于我国建筑业上市公司的业绩提升构成实质性利好。

图 7:月度城镇固定资产及房地产开发投资同比增速 (2007.01-2009.03)



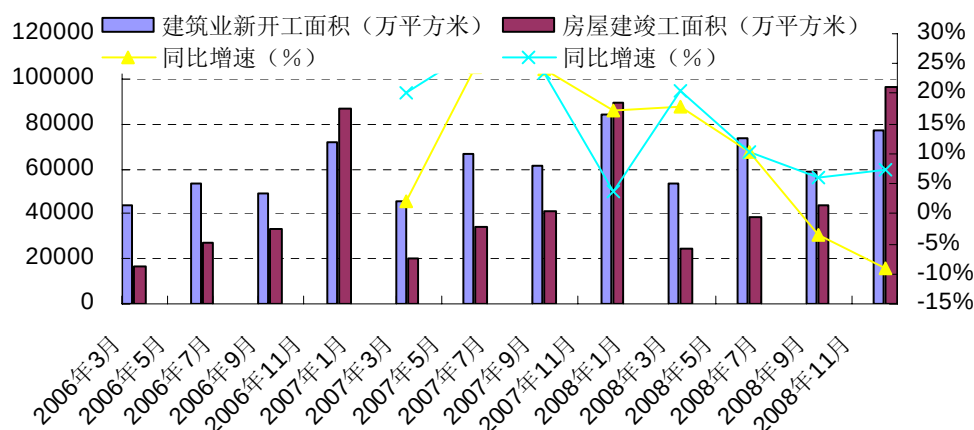
资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

2.3 房屋建筑业市场逐步转暖

由于 08 年下半年世界金融危机及我国房地产市场低迷的不利影响，我国建筑业下半年新开工面积呈现小幅度负增长，在中央加大固定资产投资力度的刺激下，从房屋建筑竣工面积来看 08 年下半年依然呈现 5% 左右的同比正增长。

由于房屋建筑占我国建筑业的比重较大，在今年房地产市场逐步走好，以及国务院降低住房投资项目资本金的利好作用下，预计我国的房屋建筑业市场有望逐步向好。

图 8: 建筑业新开工面积及房屋竣工面积同比增速 (2007.01-2008.12)



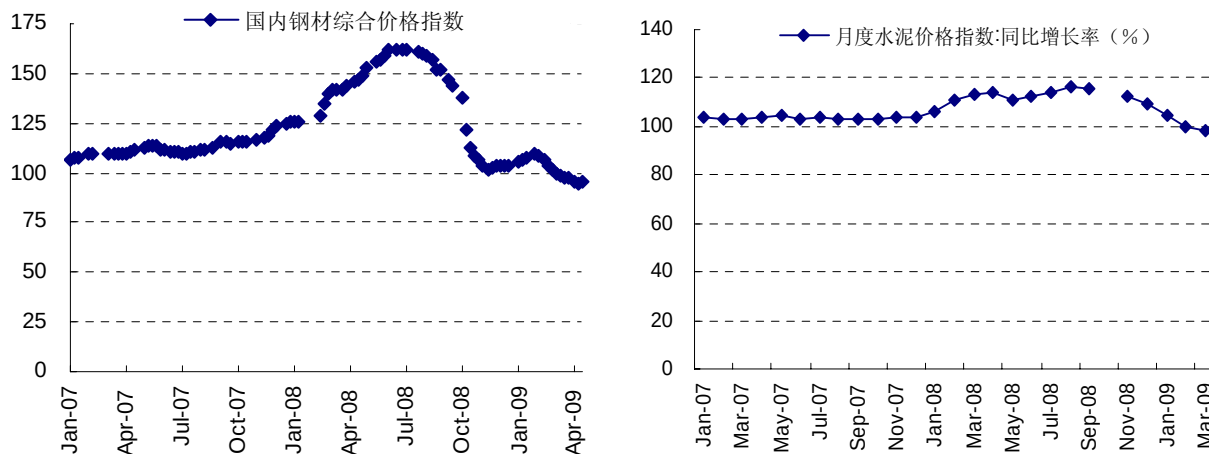
资料来源: WIND, 国元证券研究中心

2.4 原材料价格下跌提升毛利率

由于建筑业上市公司来自于原材料的成本占比一般比较高，部分细分行业甚至在 70% 以上；08 年包括钢材及水泥等原材料价格大幅度波动，这对于建筑业上市公司的成本产生很大压力。由于从签订订单到采购原材料一般有一个周期，对于施工周期较长的大型项目，可能采购周期相应延长，部分影响了上市公司的毛利率。

在 08 年下半年包括以钢材、水泥及机械设备在内的多种原材料的价格出现大幅度下降，并在目前情况下趋于平稳，这对于大部分公司在 2008 年签订的订单无疑构成实质性利好，有利于提升其毛利率水平。

图 9: 月度钢铁价格综合指数及水泥价格指数 (2007.01-2009.03)



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

3 估值与投资建议

3.1 盈利预测及主要指标

根据 WIND 的最新统计数据，截止到 09 年 4 月 30 日 14 家公司的各主要数据如下表所示。

从下表数据可看出，大部分公司的 PE 在 20-35 倍左右，中国中铁因汇兑损失较大其 PE 高达 108 倍；从最新 PB 来看都在 2 以上，其中中材国际为 8.49；从总市值/营业收入比来看大部分公司在 0.5-1 之间，三家中小板上市公司都在 1 以上。

根据 WIND 一致盈利预期，14 家公司的 2009 年每股收益大都保持在 20%以上的增长（3 家铁路建设类公司增速在 30%以上）；因此从 09 年 PE 来看，大部分公司的 PE 将降到 25 倍以下，部分公司甚至在 15 倍左右，由于 14 家公司中的大部分受益于未来基建投资的加大，其盈利的成长性相对于其他周期性行业如钢铁、有色等行业较为确定；因此我们认为以 14 家公司为代表的建筑业上市公司在目前来看大部分公司股价具有合理性，在 09 年盈利快速增长的利好预期下，具有较好的投资价值；我们给与行业“推荐”的投资评级。

表 2:14 家公司盈利及主要指标（2009.04.30）

	收盘价 (04.30)	08EPS	08PE	09EPS (E)	09PE (E)	PB (4.30)	总市值/收入比
中国中铁	5.68	0.05	113.6	0.28	20.3	2.12	0.52
中国铁建	9.56	0.30	31.9	0.47	20.3	2.42	0.52
中铁二局	10.13	0.32	31.7	0.44	23.0	3.74	0.63
葛洲坝	10.89	0.49	22.2	0.64	17.0	3.25	0.94
上海建工	13.17	0.49	26.9	0.48	27.4	2.47	0.31
隧道股份	12.14	0.40	30.4	0.54	22.5	2.17	0.71
龙元建设	8.28	0.31	26.7	0.55	15.1	2.10	0.44
中材国际	58.31	1.86	31.3	3.14	18.6	8.49	0.87
海油工程	16.88	0.64	26.4	0.80	21.1	4.39	0.04
路桥建设	8.64	0.25	34.6	0.31	27.9	2.01	0.52
精工钢构	8.19	0.36	22.8	0.47	17.4	3.3	0.62
宏润建设	16.56	0.85	19.5	1.06	15.6	3.87	1.03
中工国际	16.54	0.74	22.4	0.86	19.2	2.99	1.68
金螳螂	18.9	0.68	27.8	0.81	23.3	5.45	1.20

资料来源：WIND，国元证券研究中心

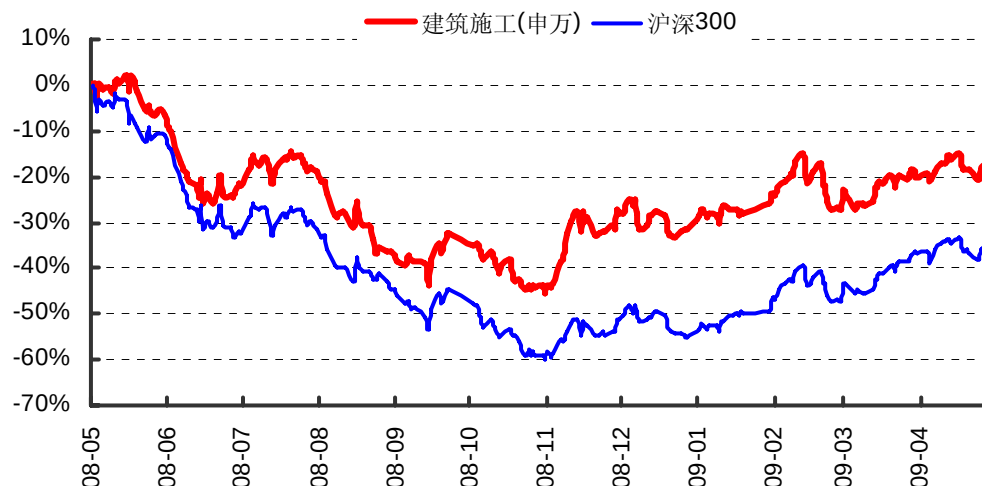
注：09EPS 来自 WIND 近期一致预测。

3.2 行业相对于沪深 300 指数走势

通过 WIND 中建筑施工行业（申万）指数与沪深 300 指数一年（2008 年 05 月-2009 年 04 月）的相对走势进行分析，发现整体上建筑施工行业指数领先于沪深 300 指数 17.7%，仍比 1 年前下降 17.6%。而从 09 年 1 月份以来则落后于沪深 300 指数约 6%。

由于建筑业上市公司中以中国中铁、中国铁建为首的 2 家央企的总市值占其建筑施工行业总市值的 60%左右，因此单从行业指数来并不具有充分的代表性。除了这两家公司外的其他中小公司近 1 年的股价走势超过建筑施工行业指数，更是远超过同期沪深 300 指数；部分细分行业龙头或业绩大幅增长的公司如宏润建设、中工国际、中铁二局、精工钢构等目前股价甚至超过 08 年 4 月 30 日（当天沪深 300 指数为 3959 点）水平。

图 10:建筑施工行业指数及沪深 300 指数对比图 (2008.05-2009.5)



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

3.3 重点推荐公司

通过以上分析,并综合考虑到 14 家公司自身的经营状况及目前的估值水平,我们重点推荐 3 家上市公司。

我们推荐的 3 家上市公司也具有某些共性,他们都属于各自细分行业的龙头,受益于基建投资加大,预期 09 年业绩增长较快。

1) 隧道股份

- 公司执行“3+1”战略:在做大做强隧道施工核心业务的同时,积极发展投资运营业务、盾构制造业务和工程咨询业务,四项业务产生协同效应,有利于未来公司营业收入及盈利能力的提升。
- 受益于上海市轨道交通建设大发展及世博会配套工程建设加速:公司近 3 年营业收入增长 95.3%、净利润增速 177.5%;公司依靠其在隧道施工领域的优势及经验,并凭借强大的技术及集约化管理,促使其运营及管理效率逐步提升,2008 年三项费用率降至 4.8%的较低水平。
- 公司深耕上海城市基础设施建设,并有效拓展外地项目来防范世博会后上海新接订单可能的下降:2007 年底公司占据上海轨道交通 50%的市场份额及越江隧道 90%的市场份额,居于同类企业领先地位。同时上海庞大的城市基础设施建设规模及外地轨道交通等城市基础设施建设大发展有利于世博会后公司未来营业收入保持稳健的增长。
- 公司的运营及机械制造业务有望获得较快发展:公司积极投入外地大型投资项目,有望在未来为公司获得稳定的投资回报并贡献较好的现金流,同时机械制造业务依靠其规模化生产及成本、售后服务有望在未来各城市的城市轨道交通大发展中抢占更多的市场份额。
- 公司现金充足并有强大的融资能力:08 年底货币资金高达 33.5 亿元,同比增长 109.9%;公司自上市以来已完成 3 次配股,发行 2 次短期融资券,09 年 3 月董事会通过了进行 14 亿元的中长期公司债券发行计划。公司与银行保持良好的信用记录,利于其投资项目的资金需求。
- 风险提示:适应外地市场的风险、2010 年后上海地区订单下降的风险、原材料价格波动的风险。
- 预计公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.54、0.60、0.68 元;目前股价 12.14 元, PB2.4 倍;考虑到公司未来盈利前景较为确定且具有隧道建设领域的龙头优势,给与

“谨慎推荐”的投资评级。

表 3 盈利预测表

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	12501	14066	14518	16037
营业收入增长率	45.7%	12.5%	3.2%	10.5%
净利润(百万元)	296	404	443	509
净利润增长率	53.5%	36.6%	9.7%	14.7%
EPS(元)	0.40	0.54	0.60	0.68
ROE	8.0%	9.9%	9.9%	10.4%
P/E	30	22	20	18
P/B	2.45	2.24	2.05	1.84
EV/EBITDA	8	7	6	4

资料来源：国元证券研究中心

2) 中国中铁

- 受益于铁路建设加快，营业收入保持快速增长：08 年公司实现营业收入 2346.19 亿元，同比增长 27.40%；09 年 1 季度实现营业收入 601.06 亿元，同比增长 70.92%。
- 铁路部未来几年基建投资加大为其营业收入增长提供较好保证：根据铁道部规划 2009-2012 年我国每年将完成超过 6000 亿元的铁路基建投资，其中 2008 年完成约 3300 亿元，公司在其中占据约 40% 的市场份额；08 年新签合同额 4284.5 亿元（海外 245.2 亿元），同比增长 72.42%；其中铁路市场新签合同额 2303.19 亿元，大增 150.30%；公司在公路及城市轨道交通等方面新签订单也保持较快增长。08 年底公司未完成合同额为 4207.5 亿元，公司预计 2009 年继续新签合同 3900 亿元。足以支持公司 2009-2010 年营业收入保持 20-25% 左右的增长。
- 09 年汇兑损失风险基本消除，原材料价格下降有利于毛利率稳定：08 年公司汇兑损失差额高达 41.39 亿元（扣除此不利影响后每股收益 0.21 元），公司已拿到外管局批文尽快将 100 亿港元的额度调回；原材料价格在前几年持续上涨的基础上在 08 年下半年下降幅度较大，有利于公司未来的毛利率保持稳定。
- 公司积极介入房地产、矿业投资及基建 BT 类项目：这些项目有望获得较好的收益，同时也增加了公司的运营风险，不过占公司业务比重相对较小。
- 风险提示：汇兑损失风险，安全防范及经营风险、基建投资增速低于预期的风险。
- 盈利预测与投资建议：预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.27、0.35、0.43 元，目前股价 5.68 元，2009 年 PE 为 21 倍，PB 为 2.1 倍；受益于基建投资加大的刺激，公司未来收入及盈利增长的确定性高；给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

表 4 盈利预测表

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	234619	291016	349272	391664
营业收入增长率	27.4%	24.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	1115	5751	7455	9159
净利润增长率	-64.8%	415.8%	29.6%	22.9%
EPS(元)	0.05	0.27	0.35	0.43
ROE	2.0%	9.6%	11.5%	12.4%
P/E	114	21	16	13
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9	6	5	4

资料来源：国元证券研究中心

3) 精工钢构

- 钢结构行业龙头，产品线布局完善：公司是一家集建筑钢结构研发设计、制作、安装于一体的大型钢结构公司，拥有年产 50 万吨钢结构加工能力；同时拥有上海、浙江、安徽等 6 个加工基地，在以重钢、轻钢及空间钢为首的三大领域皆保持较强实力。
- 受益于钢结构行业快速发展及公司成功整合资源，营业收入及净利润保持快速增长：公司 2003 年成功借壳上市注入钢结构业务以来，通过对行业资源整合及收购，08 年营业收入为 45.88 亿元，净利润为 1.25 亿元；近 3 年复合增长率分别为 42.2%、38.5%。
- 钢材价格 08 年上半年大幅度上涨降低毛利率，未来有望获得提升：08 年毛利率下降 2.1%至 11.8%，09 年 1 季度已回升到 12.7%，预计 09 年毛利率显著受益于 08 年钢价高点时新签的固定成本合同。
- 受益于基建投资增速未来新签定单仍有望保持快速增长：08 年公司新签定单 55.6 亿元，同比增长 43.67%（其中下半年新签定单有所放缓，为 22.2 亿元）；未来在以机场及轨道交通车站等市政类项目投资力度加大的刺激下，公司依靠在行业的龙头优势，新签定单仍有望保持稳健增长。
- 风险提示：基建投资增速低于预期、钢材价格大幅度波动。
- 盈利预测及投资建议：预计公司 2009-2011 年实现每股收益 0.43、0.47 元；公司目前股价 8.19 元，PB 为 3.3 倍、2009 年 PE 为 19.5 倍，估值基本合理；考虑到公司未来业绩增长的确定性较高及公司在钢结构行业的龙头地位，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

表 5 盈利预测表

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4588	4725	5292	6086
营业收入增长率	46.6%	3.0%	12.0%	15.0%
净利润(百万元)	125	148	161	188
净利润增长率	28.0%	17.8%	9.1%	16.5%
EPS(元)	0.36	0.43	0.47	0.54
ROE	15.0%	14.9%	14.0%	14.0%
P/E	23	19	18	15
P/B	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	9	8	7	5

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn