



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 6 月 19 日

建筑业

研究部

白宏伟

分析员

baihw@cicc.com.cn

吴慧敏

联系人

wuhm@cicc.com.cn

把握三季度建筑股投资机会

——建议将建筑板块由低配调整到标配

投资提示：

我们认为，建筑股目前位于第二个上涨阶段的始点（见图表 1），三季度存在投资机会，建议投资者短期内将行业配置由低配调整至标配。A 股主要推荐公司为中国铁建、中国中铁、葛洲坝及中铁二局；H 股为中国铁建和中国中铁。

理由：

1) 09 年上半年基建投资超高增长，原材料价格相对稳定，基建企业上半年业绩有望超预期；

2) 普遍拥有土地储备及房地产业务，受益于房地产市场的复苏：截至 08 年底，中国中铁、中国铁建、中铁二局、葛洲坝分别拥有土地储备 1,500、1,000、200、100 万平方米；

3) 年初至今，显著跑输大盘，股价下行风险最小，相对估值优势显现：年初至今，A 股建筑板块跑输大盘 44 个百分点，H 股建筑板块跑输大盘 30 个百分点，从行业及公司基本面上考虑，当前背景下，建筑板块股价下行风险最小；从估值水平上看，尽管绝对估值仍不便宜，但相对于大盘已有估值优势。

投资建议：

鉴于 09 年上半年铁路投资的超高增长，我们预计全年完成 6,000 亿的可能性增大；我们原假设 09 年完成铁路投资 5,000 亿元，若全年完成投资 6,000 亿元，敏感性分析显示，将分别提升中国中铁和中国铁建 09 年 EPS 8%-10%。

我们认为，基建类公司合理估值区间为 09 年 PE 20-25 倍，A 股基建类公司存在 10% 的上涨空间，建议选择持有中国铁建、中国中铁、葛洲坝和中铁二局；H 股，中国铁建、中国中铁、中交建合理估值区间分别为 10.4-13.0 港元、5.4-6.6 港元、8.3-10.0 港元，建议持有中国铁建和中国中铁。

风险：

经济复苏的背景下，基建投资增速显著放缓；房地产市场拉动下，原材料价格大幅上涨，建筑企业毛利改善压力加大；海外汇率波动及国际业务风险。

近來事件

05/07/2009 基础设施建设投资 3 月数据月报

06/03/2009 国务院下调投资项目资本金比例

06/15/2009 铁路建设投资 1-5 月份数据点评

目录

投资提示.....	3
把握三季度建筑股的投资机会.....	3
短期内，建筑股存在上涨动力	4
1) 基建投资超高增长，原材料价格相对稳定，基建企业上半年业绩有望超预期	4
2) 建筑企业普遍拥有土地储备和房地产业务，受益于房地产市场的复苏	5
3) 年初至今，建筑公司显著落后于大盘，相对估值优势显现.....	6
估值及投资建议	8
09 年铁路业务盈利预测存在上调空间.....	8
合理估值区间 09 年 20-25 倍	8

图表目录

图表 1：建筑股目前位于第二个上涨阶段的始点.....	3
图表 2：城镇固定资产投资中，交通行业实现高增长.....	4
图表 3：铁路投资实现高增长.....	4
图表 4：公路投资高增长及港口稳定增长	5
图表 5：钢铁和水泥的价格变动趋势	5
图表 6：A 股 5 家公司年初至今的表现.....	6
图表 7：H 股 3 家公司年初至今的表现.....	6
图表 8：中国中铁，中国铁建与 A 股大盘估值折/溢价	7
图表 9：中国中铁，中国铁建、中交建与 H 股大盘估值折/溢价	7
图表 10：上调 09 年铁路投资额，两家公司业绩的敏感性分析.....	8
图表 11：中国中铁-A, 中国铁建-A 历史 P/E band.....	9
图表 12：中铁二局，葛洲坝，隧道股份历史 P/E band	9
图表 13：中国中铁-H，中国铁建-H，中交建历史 P/E, band.....	9
图表 14：可比公司估值（未上调盈利预测之前）	10

投资提示

把握三季度建筑股的投资机会

我们认为，建筑股目前位于第二个上涨阶段的始点（图表 1），三季度存在投资机会，建议投资者短期内将行业配置由低配调整至标配，A 股主要推荐公司为中国铁建、中国中铁、葛洲坝及中铁二局，H 股为中国铁建和中国中铁。

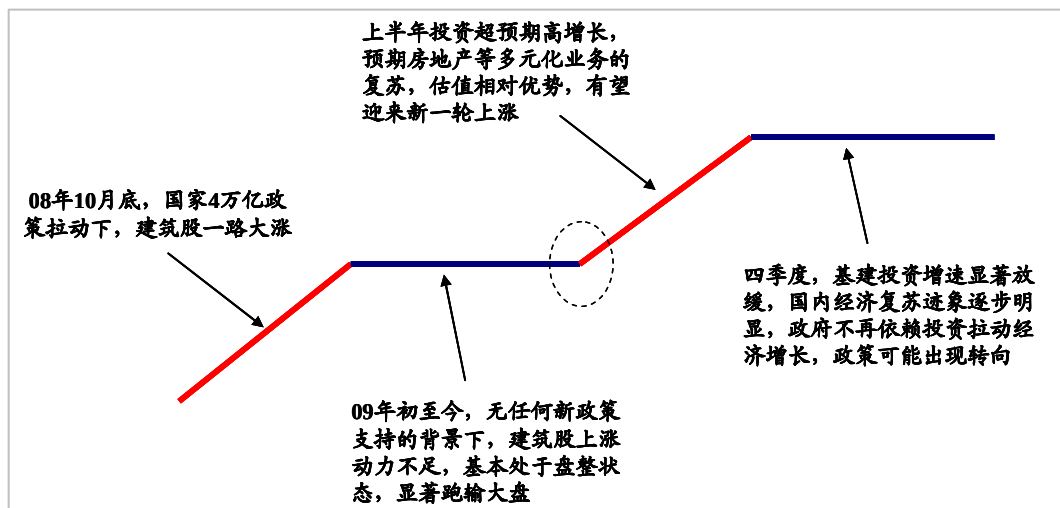
我们认为，短期内股价上涨的动力可能来源于：

- 1) 上半年基建投资高增长，原材料价格相对稳定，基建公司上半年业绩有望超预期；
- 2) 公司普遍拥有土地储备及房地产业务，受益于房地产市场的复苏；
- 3) 年初至今，股价显著落后于大盘，相对估值优势逐步显现。

我们认为，四季度开始可能进入下一个盘整期的因素包括：

- 1) 基建投资上半年超高增长，而全年超出原有预算的可能性较小，因此，受高基数影响，四季度投资增速会显著放缓；如铁路投资可能将由 1-5 月 162% 的增速下降至全年 80%（对应完成预算 6,000 亿元）的增长水平；
- 2) 房地产市场真实复苏，拉动原材料价格快速上涨，建筑企业盈利能力受到挤压；
- 3) 国内经济复苏迹象明显，政府不再依赖投资拉动经济增长，2010 年投资预期可能发生变化。

图表 1：建筑股目前位于第二个上涨阶段的始点



资料来源：中金公司研究部

短期内，建筑股存在上涨动力

1) 基建投资超高增长，原材料价格相对稳定，基建企业上半年业绩有望超预期

我们认为，受益于基建投资高增长及原材料价格的相对稳定，基建企业上半年有望实现 30%-50% 的高增长。

09 年上半年，基建投资实现超高增长

从固定资产投资数据上看，铁路、道路、城市公共交通等领域，09 年 1-5 月均实现 50% 以上的高增长；

图表 2：城镇固定资产投资中，交通行业实现高增长

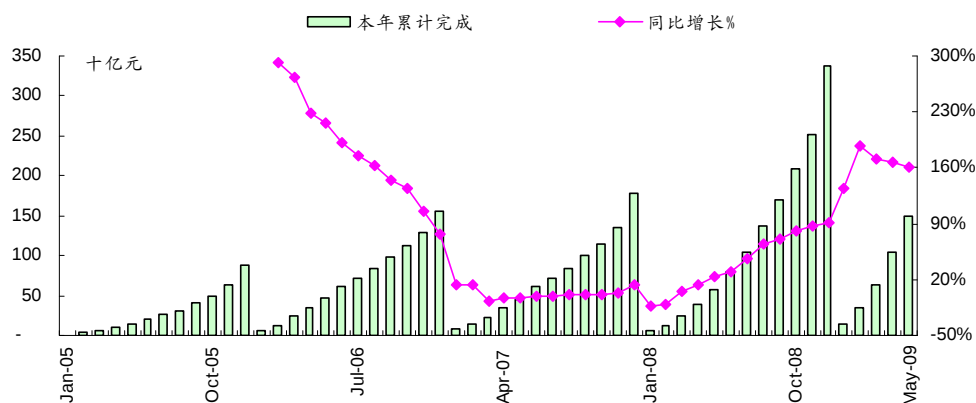
自年初累计投资同比增长，%	Dec-08	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09
交通运输、仓储和邮政业	19.7	63.6	63.6	55.0	56.5	60.8
铁路运输业	61.2	210.1	210.1	102.0	94.2	110.9
道路运输业	5.9	35.3	35.3	43.6	50.2	52.0
城市公共交通业	21.9	59.0	59.0	69.4	50.6	60.0
水上运输业	6.7	37.4	37.4	27.8	16.5	26.9
航空运输业	-3.8	-16.0	-16.0	-3.3	34.9	23.0

资料来源：CEIC，中金公司研究部

从各部门汇总的建设投资数据上看，铁路建设 1-5 月实现投资 1,491 亿元，同比增长 162%，符合我们全年“前高后低”的判断，但增速之高出我们的预期；

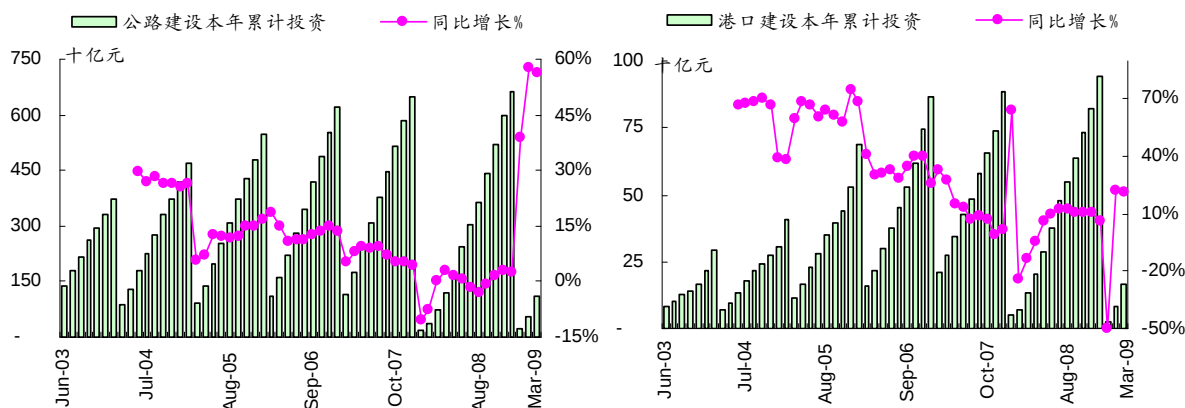
由于交通部在进行相关统计口径的修订，公路和港口投资数据相对滞后，1-3 月公路建设实现投资 1,120 亿元，同比增长 56%；港口投资完成 164 亿元，同比增长 21%。

图表 3：铁路投资实现高增长



资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 4：公路投资高增长及港口稳定增长



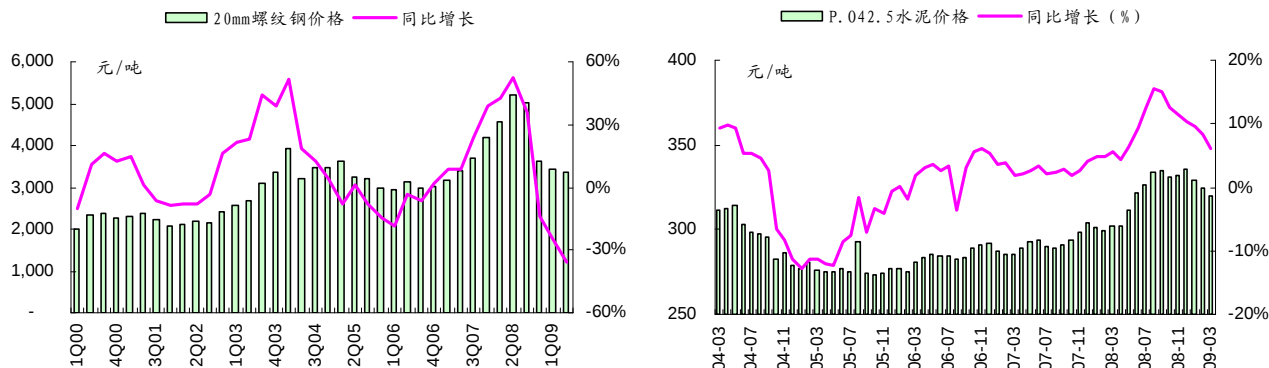
资料来源：交通部，中金公司研究部

原材料价格稳中有降

钢材的采购周期一般为一个季度，09 年一季度钢材价格同比下降达 30%，在一定程度上减轻企业毛利率压力；

水泥的采购周期一般为一个月，09 年 2、3、4 月度水泥价格尽管同比仍是正增长，但增速已呈逐步下降趋势。

图表 5：钢铁和水泥的价格变动趋势



资料来源：中国建材信息网，钢之家，中金公司研究部

2) 建筑企业普遍拥有土地储备和房地产业务，受益于房地产市场的复苏

据公司年报披露，截至 08 年底，中国中铁、中国铁建、中铁二局、葛洲坝分别拥有土地储备 1,500, 1,000, 200 和 100 万平方米，预期未来房地产市场复苏下，建筑公司也将显著受益；

在我们的模型中，已分别假设中国中铁、中国铁建、中铁二局、葛洲坝 09 年房地产净利润分别为 6.3、3.2、1.2 及 0.4 亿元，分别占其 09 年净利润的 12%、6%、20%和 3%；

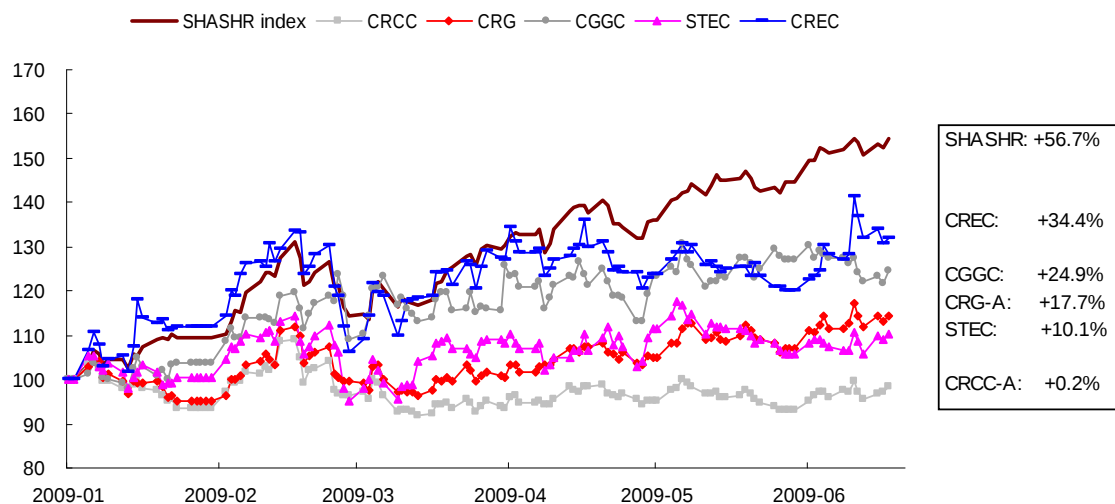
我们认为，若房地产市场复苏，不仅有利于公司房地产业务的加速发展，带来公司整体业绩的增厚；同时，房地产估值的提升也将提高公司的整体估值水平。

3) 年初至今，建筑公司显著落后于大盘，相对估值优势显现

以中国中铁和中国铁建为例，年初至今，A 股分别跑输大盘 39 和 56 个百分点；H 股分别跑输大盘 24 和 33 个百分点，显著落后于大盘；

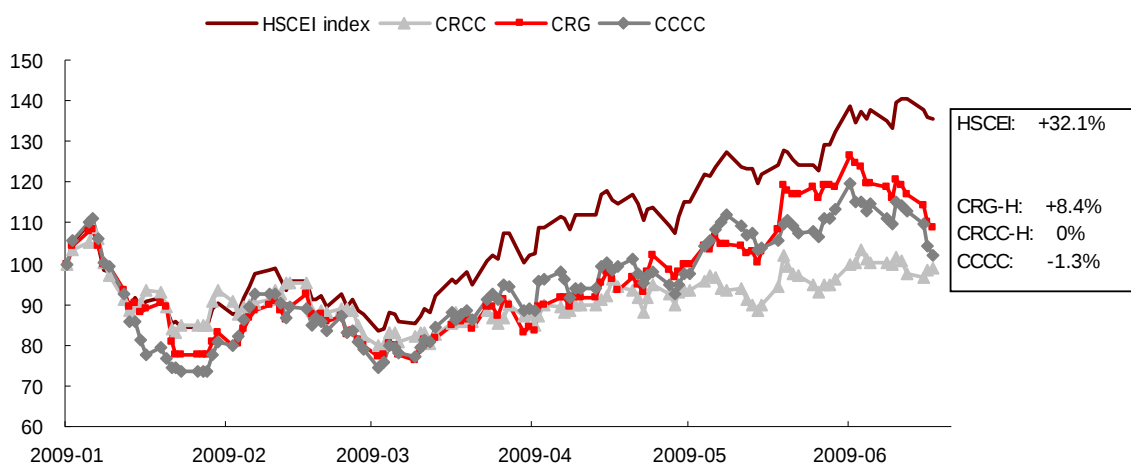
从相对估值水平上看，中国中铁、中国铁建 A 股相对大盘已达到历史最大折价，H 股相对大盘已达到历史最低溢价，相对估值优势逐步显现。

图表 6: A 股 5 家公司年初至今的表现



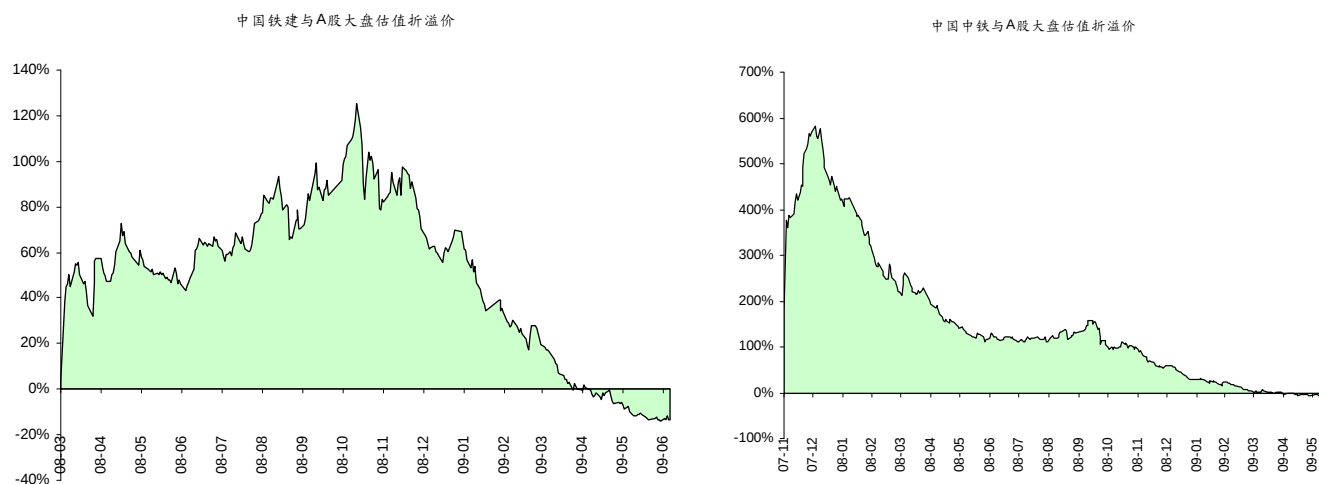
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 7: H 股 3 家公司年初至今的表现



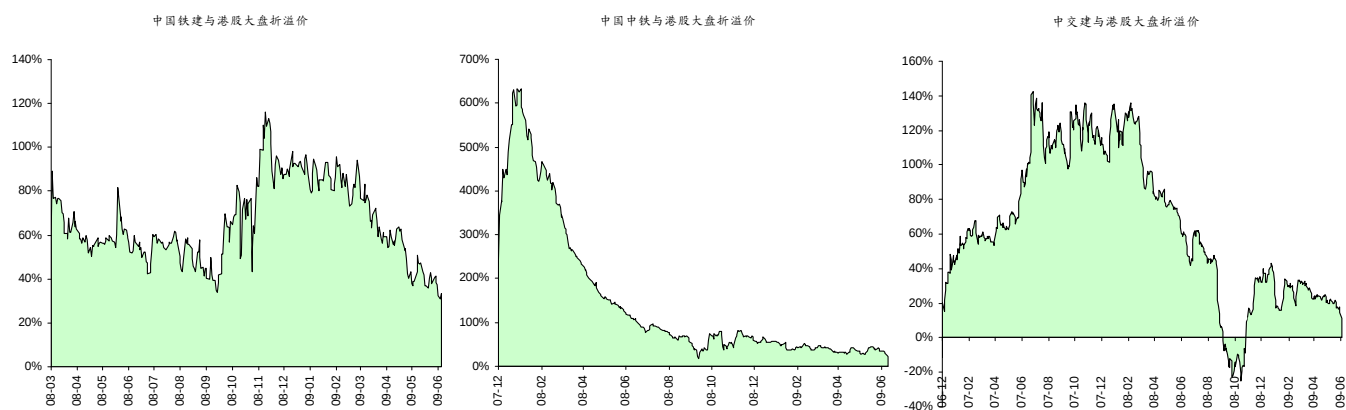
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 8: 中国中铁, 中国铁建与 A 股大盘估值折/溢价



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 9: 中国中铁, 中国铁建、中交建与 H 股大盘估值折/溢价



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

估值及投资建议

09 年铁路业务盈利预测存在上调空间

1-5 月铁路建设投资完成 1,491 亿元，同比增长 162%，超出我们的预期，铁道部完成全年规划 6,000 亿的可能性逐步加大；我们原有模型中，09 年铁路建设投资假设为 5,000 亿元，若上调至 6,000 亿元后，粗略估算，中国中铁和中国铁建相对于原 09 年 EPS 将相应上调 8%-10%。

图表 10：上调 09 年铁路投资额，两家公司业绩的敏感性分析

铁路建设投资额假设	5,000	5,500	6,000
中国中铁	0.25	0.26	0.27
中国铁建	0.43	0.45	0.47
(+/-%)			
中国中铁		4.0%	8.0%
中国铁建		4.7%	9.8%

资料来源：中金公司研究部

合理估值区间 09 年 20-25 倍

综合考虑市场前景及公司的业绩增长，我们认为，基建类公司合理估值区间应为 09 年 PE 20-25 倍；A 股公司存在 10% 的上涨空间，建议选择持有的公司为中国铁建、中国中铁、葛洲坝及中铁二局。

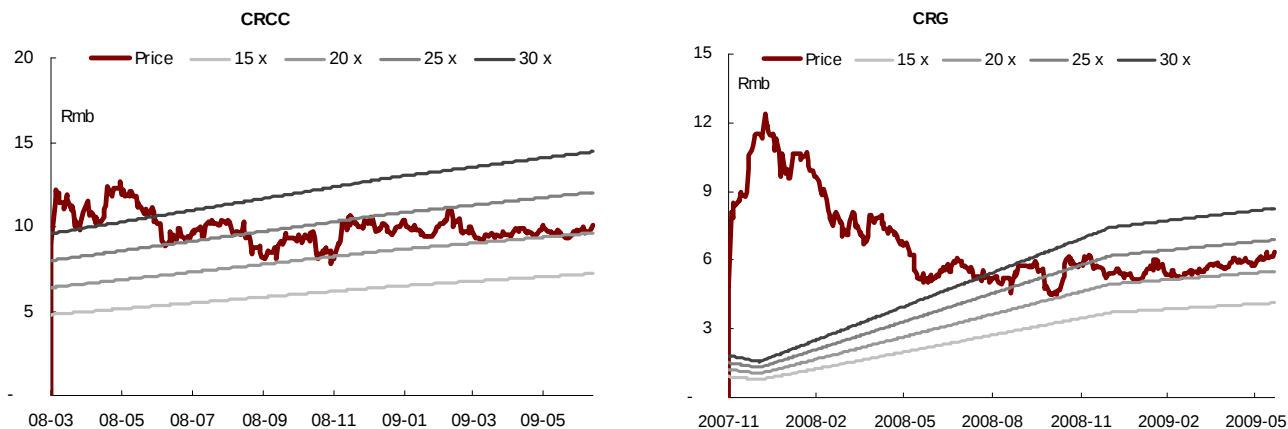
H 股，在 6,000 亿铁路投资的假设下：

中国铁建：09 年 22 倍市盈率，目标价 11.7 港元，合理估值区间 20-25 倍市盈率，对应价格区间 10.4-13.0 港元；

中国中铁：09 年 20 倍市盈率，目标价 6.0 港元，合理估值区间 18-22 倍市盈率，对应价格区间 5.4-6.6 港元；

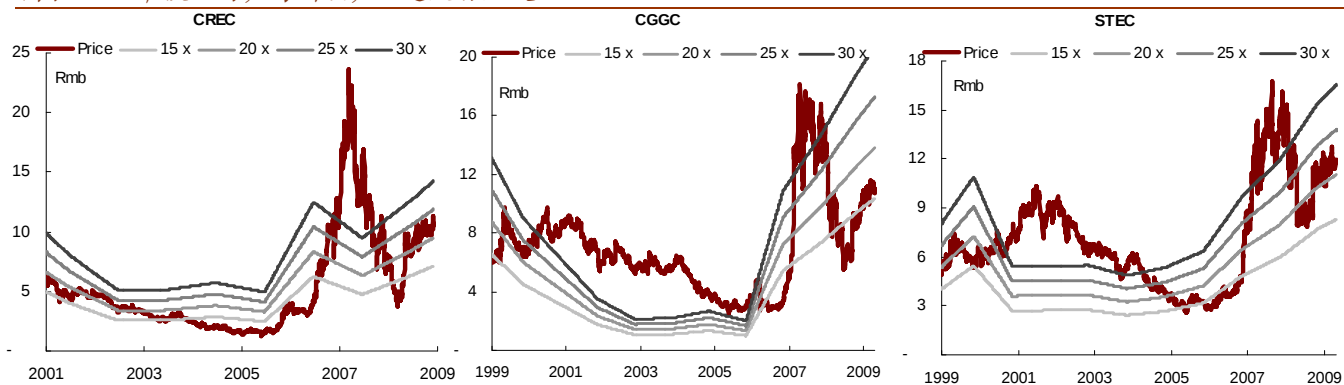
中交建：09 年 16 倍市盈率，目标价 9.0 港元，合理估值区间 15-18 倍市盈率，对应价格区间 8.3-10.0 港元。

图表 11: 中国中铁-A, 中国铁建-A 历史 P/E band



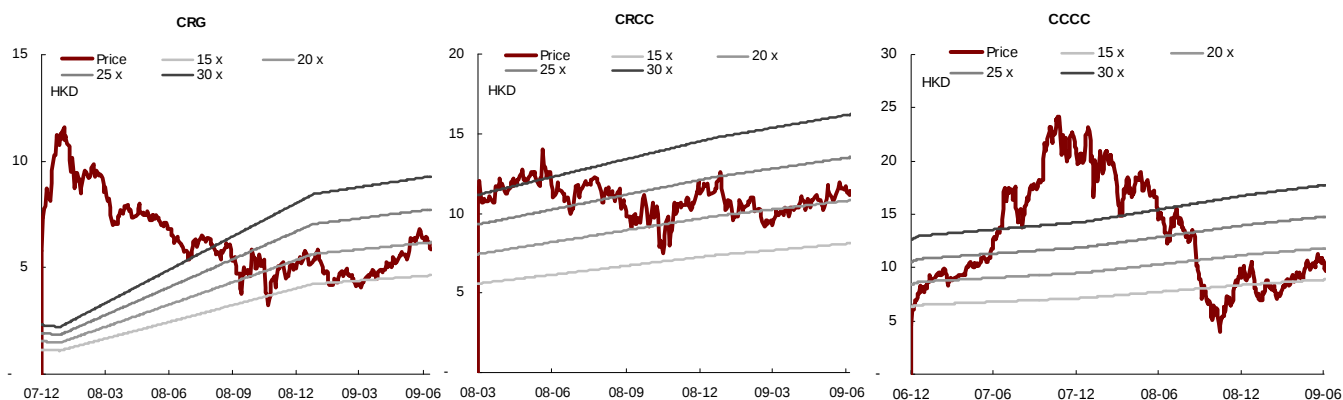
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 12: 中铁二局, 葛洲坝, 隧道股份历史 P/E band



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 13: 中国中铁-H, 中国铁建-H, 中交建历史 P/E, band



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 14：可比公司估值（未上调盈利预测之前）

公司名称	市值	市盈率			CAGR 08-10	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率 最近会计年度	净利率
	(百万美元)	2008A	2009E	2010E		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E			
美国														
Fluor Corp.	9,188	12.6	13.4	15.1	-8.8%	3.5	2.7	2.3	29%	20%	13%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	5,257	12.3	12.9	13.6	-5.1%	2.3	2.0	1.8	21%	n.a.	12%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	2,410	16.9	13.0	10.8	25.0%	1.6	1.6	1.4	10%	10%	13%	67%	8%	2%
KBR Huston	2,986	9.7	11.0	12.0	-10.2%	1.5	1.3	1.2	15%	n.a.	14%	65%	7%	3%
平均值	4,960	12.9	12.6	12.9	0.2%	2.2	1.9	1.7	19%	15%	13%	60%	9%	3%
中间值	4,121	12.4	13.0	12.8	-7.0%	2.0	1.8	1.6	18%	15%	13%	62%	7%	3%
欧洲														
VINCI SA (EUR)	21,590	9.2	10.4	10.9	-8.1%	1.7	1.6	1.6	20%	18%	15%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	12,358	5.9	6.8	7.2	-9.2%	1.2	1.1	1.0	21%	17%	14%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	4,284	10.9	13.9	14.9	-14.5%	1.8	1.7	1.7	16%	13%	12%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	3,192	13.0	13.2	12.7	1.1%	1.2	1.1	1.0	8%	9%	9%	76%	n.a.	1%
平均值	10,356	9.7	11.1	11.4	-7.7%	1.5	1.4	1.3	16%	14%	12%	78%	8%	3%
中间值	8,321	10.0	11.8	11.8	-8.7%	1.5	1.4	1.3	18%	15%	13%	77%	8%	3%
日本														
Shimizu Corp.	3,337	11.8	57.1	23.4	-29.1%	0.9	0.9	1.0	7%	2%	5%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	3,193	7.4	-45.2	18.5	-36.7%	1.0	1.1	1.2	13%	-2%	7%	84%	6%	2%
Taisei	2,570	10.1	-13.2	21.6	-31.8%	0.7	0.8	0.9	7%	-5%	4%	79%	8%	1%
Obayashi	3,362	17.3	22.9	21.4	-10.2%	0.7	0.7	0.8	4%	3%	4%	74%	6%	1%
平均值	3,115	11.6	5.4	21.2	-27.0%	0.8	0.9	1.0	8%	-1%	5%	80%	7%	2%
中间值	3,265	10.9	4.9	21.5	-30.5%	0.8	0.8	0.9	7%	0%	5%	80%	7%	2%
香港														
中交建	17,865	19.6	16.6	14.7	15.5%	2.9	2.6	2.3	15%	16%	16%	76%	10%	3%
中国中铁	19,115	79.0	20.8	17.1	115.1%	1.9	1.8	1.7	2%	9%	10%	76%	7%	1%
中国铁建	18,195	33.6	23.5	19.3	32.0%	2.6	2.4	2.3	8%	10%	12%	78%	7%	2%
平均值	18,392	44.1	20.3	17.0	54.2%	2.5	2.3	2.1	8%	12%	13%	77%	8%	2%
中间值	18,195	33.6	20.8	17.1	32.0%	2.6	2.4	2.3	8%	10%	12%	76%	7%	2%
国内A股														
中国中铁	19,115	121.9	25.7	20.7	142.5%	2.4	2.3	2.1	2%	9%	10%	76%	7%	0%
中国铁建	18,195	34.1	23.3	18.7	35.1%	2.6	2.4	2.2	8%	10%	12%	78%	7%	2%
葛洲坝	2,690	22.7	17.5	14.5	24.9%	4.0	2.5	2.2	18%	14%	15%	83%	4%	4%
中铁二局	2,306	34.2	25.6	20.1	30.6%	4.1	3.8	3.4	12%	15%	17%	81%	6%	2%
隧道股份	1,277	29.9	23.1	20.1	22.0%	2.4	2.2	2.1	8%	10%	10%	75%	6%	2%
平均值	8,717	48.5	23.0	18.8	51.0%	3.1	2.6	2.4	9%	12%	13%	78%	6%	2%
中间值	2,690	34.1	23.3	20.1	30.6%	2.6	2.4	2.2	8%	10%	12%	78%	6%	2%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。