

## 建筑行业



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 增长确定，攻守兼备

### ——建筑工程行业 2009 年下半年投资策略

#### 投资要点：

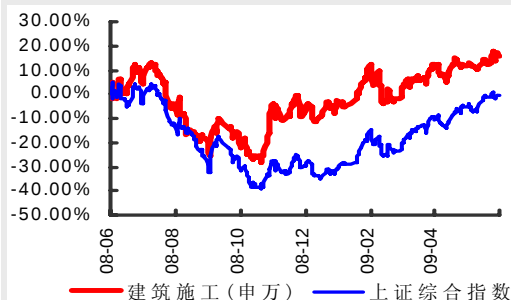
- 国家为保持国民经济能够继续平稳快速增长，从 08 年四季度起通过加大基础设施投资建设力度，通过拉动投资推动宏观经济发展，固定资产投资开始提速。09 年月度数据显示，固定资产投资增速始终保持高位，并带动国民经济平稳增长。
- 未来基建投资增速将保持平稳运行，房建投资或将起来。理由有以下几点：1、09 年前几个月房地产市场逐步回暖，在刚性需求和部分投资性需求的带动下，市场存量房的消化进展好于预期，特别在京、沪、深、穗等中心城市；2、房地产投资环比在逐步好转，开发商拿地的热情高涨。
- 行业估值。过去五年建筑施工装饰行业 PE/全部 A 股 PE 的比率区间基本为 1.05~1.94，目前这个比率大概为 1.54，建筑施工装饰行业 PB/全部 A 股 PB 的比率区间基本为 0.74~1.60，目前大约为 0.93，综合两个指标比率来看，建筑施工装饰行业整体估值基本处于合理状态，并没有过分低估或高估。
- 细分行业分析。在目前建筑行业的子行业中，综合考虑各子行的现状、宏观经济政策的倾斜以及未来国家和区域经济发展的重点方向，我们对基建行业中铁路建设、交通基建和水利基建等子行业进行分析，并认为下半年可能房屋建筑行业可能会逐步回暖，并对钢结构行业在上半年钢价整体同比下滑带来的成本降低进行了分析。
- 我们认为未来在大盘出现回调过程中，市场可能把部分眼光重新回到防御性特征中来，一些整体估值偏低、增长相对确定的行业和公司将再度受到资金的关注。而建筑施工行业则会受到相当的关注，其基本理由如下：一、根据经验数据，长期存在一定的溢价；二、业绩增长相对确定；三、整体估值情况虽然有较大提升，但基本处于合理状况。
- 重点关注公司方面，铁路基建和灾后重建方面**中铁二局**、工程建筑和水利水电建设企业**葛洲坝**，受益上海世博会建设以及未来可能推进的迪斯尼建设的**浦东建设**，以及中小板国际工程总承包企业**中工国际**。

#### 行业评级

中性（首次）

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 市场率 (TTM, 整体法): | 36.25 |
| 市场率 (整体法):      | 2.88  |

#### 行业表现



| 评价周期     | 1 个月   | 6 个月    | 12 个月 |
|----------|--------|---------|-------|
| 绝对表现 (%) | 3.99   | 23.27   | 12.28 |
| 相对表现 (%) | (0.50) | (16.63) | 16.15 |

资料来源:WIND

#### 重点公司盈利预测及投资评价

| 股票名称 | 评级   | 08EPS | 09EPS | 10EPS |
|------|------|-------|-------|-------|
| 中铁二局 | 推荐   | 0.32  | 0.48  | 0.59  |
| 葛洲坝  | 推荐   | 0.49  | 0.71  | 0.88  |
| 浦东建设 | 强烈推荐 | 0.32  | 0.50  | 0.87  |
| 中工国际 | 推荐   | 0.76  | 0.94  | 1.16  |

资料来源: 公司数据

#### 解文杰

行业研究员

电话

021-32229888\*3506

邮箱

xiewenjie@ajzq.com

#### 相关报告

基建正当时——2009 年第二季度建筑行业投资策略报告

2009.3.31

# 一、建筑工程行业目前总体情况

## 1.1、 基建拉动投资保增长目的基本实现

去年由于全球经济危机导致国内经济增长受到一定影响，单季国民生产总值增速累计同比持续下滑，从 07 年底四季度的 13.00% 高点下降到 08 年四季度的 9.00%，09 年一季度则更是继续下滑到 6.10%，说明全球经济危机对实体经济的影响还在延续。同时，国家为保持国民经济能够继续平稳快速增长，从 08 年四季度起通过加大基础设施投资建设力度，通过拉动投资推动宏观经济发展，固定资产投资开始提速。

考察 09 年前 5 个月的固定资产投资数据，我们发现固定资产投资增速呈现一波较大的反弹局面。5 月份全国城镇固定资产投资累计同比增速达到 32.9，更是创下近三年来增速记录。同时，我们也看到国内经济状况在投资拉动下逐步转暖，尽管 09 年一季度的国内生产总值累计增速累计仍比去年四季度下降 2.9 个百分点，但是从当季同比数据来看，直比去年四季度下降 0.7 个百分点，环比跌幅明显收窄，显示出宏观经济在投资拉动下已经有所好转的迹象，根据我们宏观研究员认为，09 年二季度国民生产总值增速或将达到 7% 以上，相比一季度 6.1% 进一步回升。

图 1：单季 GDP 累计同比和当季同比

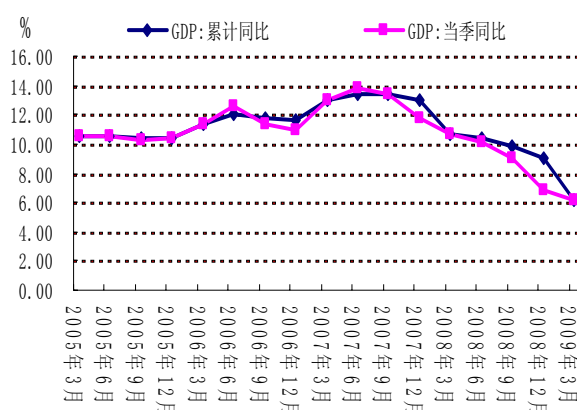
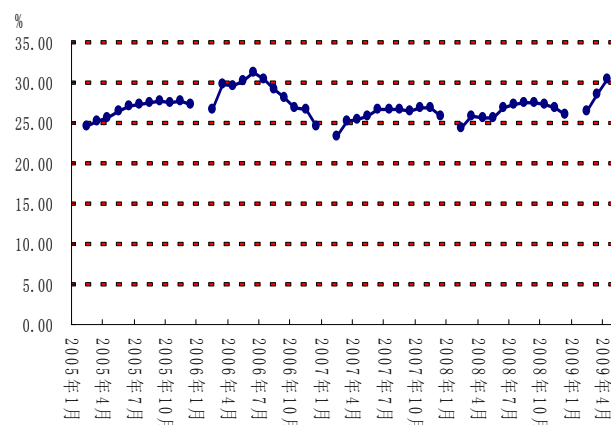


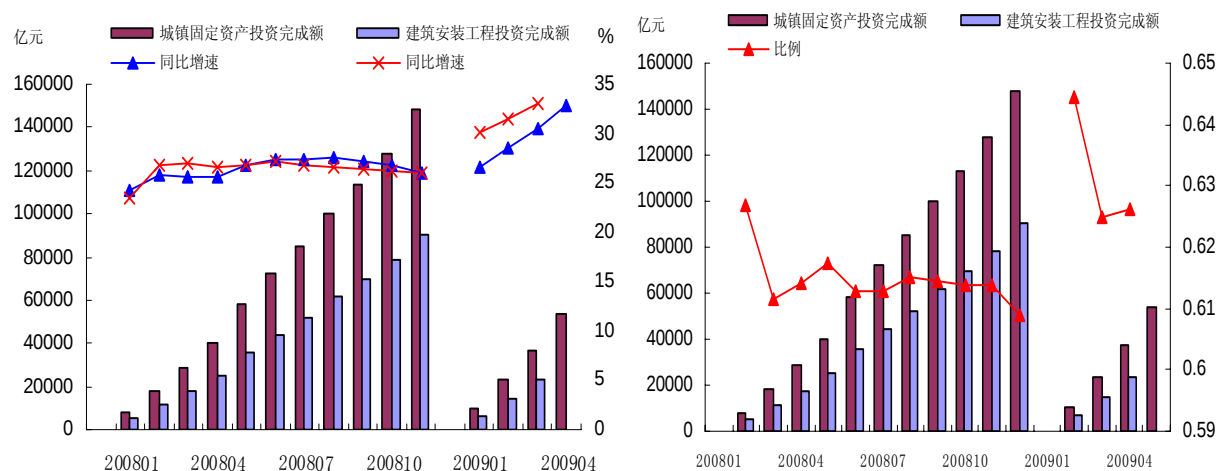
图 2：全国城镇固定资产投资累计同比增速



资料来源：爱建证券研究总部整理

根据以往经验数据，每年建筑安装工程金额占固定资产投资的比重基本在 60% 以上，大部分的固定资产投资要通过建筑业进行转化，固定资产投资的规定在很大程度上决定了建筑业的规模。我们通过对国内经济生产总值增速、固定资产投资增速和建筑业总产值增速，可以发现三者的趋势存在一定的相关性。

图 3：城镇固定资产投资、建筑安装工程投资相关数据 图 4：建筑安装工程在固定资产投资中的比例

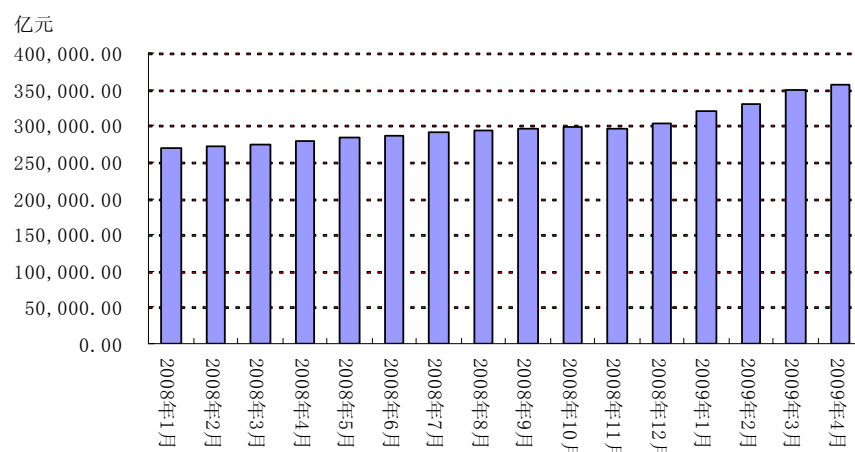


资料来源：爱建证券研究总部

## 1.2、基建增长将逐步趋于平稳，房建投资或将有所好转

我们认为国家通过加大基建投资拉动经济的阶段基本已经完成，无论从 09 年前几个月快速增长的信贷投放量还是城镇固定资产投资增速来看，未来延续目前快速扩张状态的可能性比较小，加上目前中央财政在面临“减收、增支”的状况下，经济刺激政策可能逐步从中央层面主导逐步转向地区财政来执行。未来经济在目前已逐步回暖的情况下将逐渐通过加大消费等内需来刺激拉动，再出台大规模基建刺激政策的可能性目前看来相对较小，未来行业整体将逐步从目前的大幅增长回归平稳。从全年的固定资产投资增速来看，我们认为可能会呈现前高后低的状态。

图 5：金融机构各项贷款额（月）



资料来源：爱建证券研究总部整理

就目前来看,下半年房地产投资建设或将有所好转,理由有以下几点:  
1、09年前几个月房地产市场逐步回暖,在刚性需求和部分投资性需求的带动下,市场存量房的消化进展好于预期,特别在京、沪、深、穗等中心城市;2、房地产投资环比在逐步好转,开发商拿地的热情高涨。

### 1.3、 目前行业估值情况——估值基本处于合理状态

我们认为尽管一季度以来基建投资仍然保持着较快的增长速度,而且可预期是今年仍将维持较高的增速,但相应地,我们也认为目前的股价基本已经反映行业的投资增速预期。

从市盈率角度来看,我们可以发现,历史上建筑施工装饰行业一直享受比大盘更高的估值溢价,主要原因是:在国民经济发展高景气时期,固定资产投资增速较快,相应的建筑行业能够得到快速发展;而在国民经济处于下行周期中,国家为平滑经济发展,而会通过固定资产投资来拉动经济发展,从而也为建筑行业的发展提供机遇。因此,总体来说,目前建筑行业企业的盈利状况相对稳定和可预期,从而能够享受高于整体市场的估值水平。过去五年建筑施工装饰行业 PE/全部 A 股 PE 的比率区间基本为 1.05~1.94,目前这个比率大概为 1.54,建筑施工装饰行业 PB/全部 A 股 PB 的比率区间基本为 0.74~1.60,目前大约为 0.93,综合两个指标比率来看,建筑施工装饰行业整体估值基本处于合理状态,并没有过分低估或高估。

图 6: 建筑施工装饰行业历史 PE 与全部 A 股比较

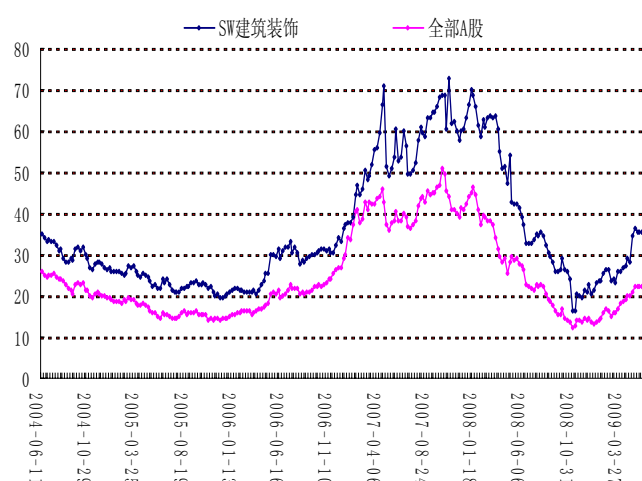
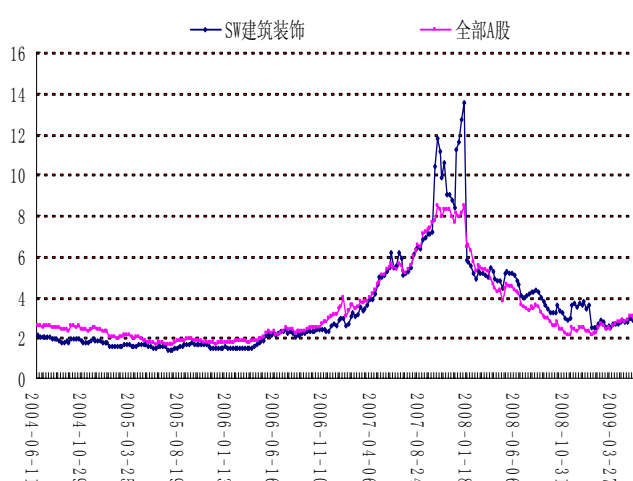


图 7: 建筑施工装饰行业历史 PB 与全部 A 股比较

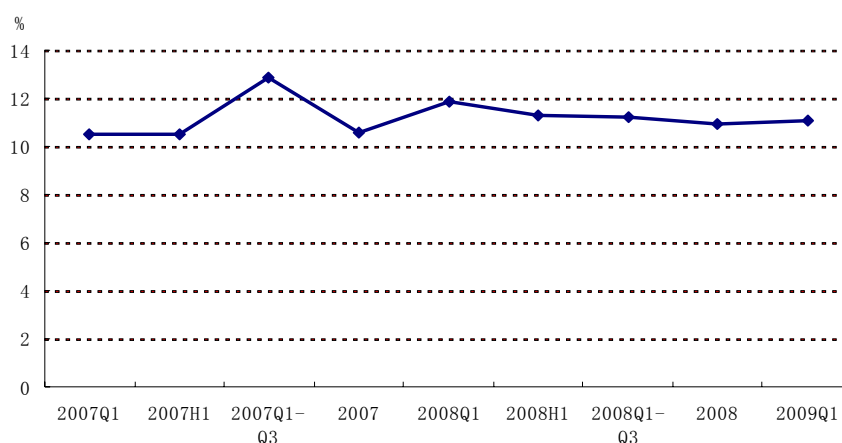


资料来源: 爱建证券研究总部整理

### 1.4、 09 年上半年建筑原材料价格处于低位, 下半年或将起来

2009 年上半年，对整体的建筑工程行业来讲，应该是机遇大于挑战。原因有二：1、由于固定资产投资持续保持高位运行，重大工程开工情况良好，相关行业企业订单增速同比均有不同程度的增长；2、上半年由于受到下游需求状况影响，原油和煤炭价格总体保持低位运行，使得钢材、水泥等基建原材料的成本压力较轻。

图 8：建筑工程行业毛利率变化情况



资料来源：爱建证券研究总部整理

但同时，为应对全球经济危机，各国央行都纷纷向市场注入流动性来刺激实体经济。我们认为流动性或将推动实体经济通胀情况逐步起来。从 5 月份开始，国际原油价格已经站上 70 美元/桶，钢材和水泥价格也有所触底回升，因此下半年建筑工程企业的成本压力将逐步加大，并对企业的盈利状况产生一定影响。

### 1.5、目前大盘可能面临回调风险下的防御性作用

市场从 08 年四季度低点到目前，累计最高涨幅已达到 69.90%，A 股 09 年的市盈率达到 23 倍左右，相对于目前的宏观经济基本面和行业利润增速判断，我们认为目前 A 股市场整体已经进入一定的风险区间，大盘出现回调的可能性比较大。

我们认为未来在大盘出现回调过程中，市场可能把部分眼光重新回到防御性特征中来，一些整体估值偏低、增长相对确定的行业和公司将再度受到资金的关注。而建筑施工行业则会受到相当的关注，其基本理由如下：

- 一、根据经验数据，长期存在一定的溢价。
- 二、业绩增长相对确定。
- 三、整体估值情况虽然有较大提升，但基本处于合理状况。

## 二、相关子行业分析

针对建筑行业细分行业的分类，我们下面着重探讨一下铁路建设、交通基建、水利建设、房建投资、钢结构等这几个行业的投资机会。目前来看，从行业投资增速来看，铁路无疑是其中增长最快的；交通基建、水利建设也保持着较快的增长速度；对于房地产建筑企业，年初市场曾经一度担心国家房地产市场持续低迷导致房地产投资额较少并对房建企业的盈利能力产生影响，但是今年一季度以来在国内宽松货币政策和房地产政策下，刚性需求和部分投资性需求带动房地产行业逐步回暖。

### 2.1、基建维持高速增长态势

#### 2.1.1、铁路建设投资增速将呈现前高后低态势

尽管我国铁路营运总里程数绝对量排全球第三，但由于我们人口众多，我国人均铁路营运里程数较低，我们铁路客运密度和货运密度都高于全球其他主要国家。长期以来，我国铁路建设存在与经济发展不相协调的滞后状况，并日益影响经济的持续平稳发展。08 年四季度开始，国家确定通过加大基础设施建设投资拉动经济增长，而铁路投资建设无疑是其中的重中之重。

随着调整后的《中长期铁路网规划》的出台，铁路建设开始提速。目前国务院批复的铁路投资额已经达到 2 万亿元，其中在建项目超过 1.2 万亿元。2009 年计划新开工重点铁路建设项目 70 项，新增批复项目投资规模 1 万亿元，全年计划完成铁路建设 6000 亿元。

进入 2008 年以来，国内铁路投资建设开始提速，铁路固定资产投资和铁路基建建设投资连续保持高速增长态势，全年增速分别为 62.4%和 88.4%，比 2007 年的 22.95%和 15.27%有较大幅度提高，为近几年来最高水平。分月来看，四季度特别是 08 年 12 月的铁路固定资产投资和基本建设投资金额分别 1096.39 亿元，861.51 亿元，也创下单月铁路投资建设金额记录，而 09 年以来，铁路固定资产投资和基本建设投资金额继续保持快速的步伐，1 月份铁路固定资产投资增速同比达到 179.15%，基建建设投资增速同比达到 134.43%；2 月份铁路固定资产投资增速达到 172.2%，基建投资增速达到 186.8%；3 月份铁路固定资产投资增速达到 173.7%，基建投资增速达到 171.8%；4 月份铁路固定资产投资增速达到 127.9%，基建投资增速达到 167%。按照前 4 个月的投资增速，我们预计 2009 年全年固定资产投资将超过原先计划的 6000 亿元，达到 7000 亿元左右。但考虑到前面四个月的增速较高，结下来增速将有所放缓，全年增速或呈现前高后低的状况。

图 9：近几年铁路行业固定资产和基本建设投资

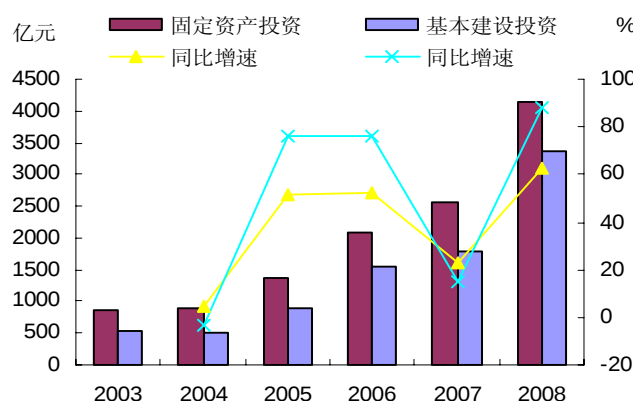
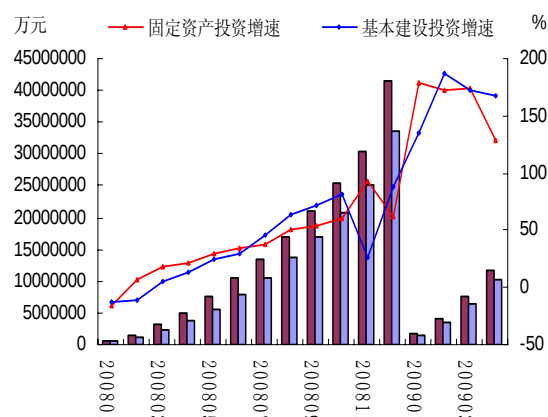


图 10：2008 年以来单月铁路投资建设金额



资料来源：铁道部、爱建证券研究总部整理

表 1：2008 年四季度以来铁路建设动态

| 时间      | 内容                                                         |
|---------|------------------------------------------------------------|
| 2008.10 | 京石客运专线开工建设；石武客运专线开工建设                                      |
| 2008.11 | 成都至都江堰铁路开工建设；天津至秦皇岛铁路客运专线开工建设                              |
| 2008.12 | 宁启、新长铁路通过了国家验收；胶济客运专线济南东至淄博段开通运营                           |
| 2009.1  | 合肥至蚌埠铁路客运专线开工建设                                            |
| 2009.2  | 沪杭铁路客运专线建设动员大会在上海市、浙江省交界处的枫泾召开                             |
| 2009.3  | 赣州至韶关、茂名至湛江铁路建设动员大会在广东省韶关市和湛江市同时召开；武汉城市圈四条城际铁路建设动员大会在武汉市召开 |

资料来源：铁道部、爱建证券研究总部整理

## 2.1.2、交通基建投资：保持稳定增长

2009 年前 3 个月累计完成交通固定资产投资 13309877 万元，同比增长 48.21%；分行业来看，其中完成公路固定资产投资建设额 11206593 万元，同比增长 56.26%，内河和沿海固定资产投资建设额 1637384 万元，同比增长 21.22%，其他建设固定资产投资建设额 465900 万元，同比增长 1.67%；分地区来看，东部地区完成交通固定资产投资额 6072454 万元，同比增长 37.95%，中部地区完成交通固定资产投资额 2671655 万元，同比增长 55.37%，西部地区完成交通固定资产投资额 4565768 万元，同比增长 59.68%。

从投资的区域分布来看，09 年之前在公路建设投资和交通固定资产

投资方面，东部地区由于地方财政实力较强，其投资增速通常领先于中西部地区。但是从 09 年的相关数据来看，我们认为这一状况正在发生改变，数据显示，尽管东部地区投资增速仍旧保持快速增长态势，但中西部地区 09 年前三个月的交通固定资产投资增速和公路投资建设增速突然大幅提速，并远超东部发达地区。我们认为原因主要有以下几点：1、东部区域原来投资基数较为庞大，虽然增速相比中西部地区有所降低，但较去年同期仍实现较高增速，且绝大数额较大；2、从中央的政策来看，本轮加大基建投入的重点侧重于中西部区域，在中央的区域政策倾斜下，中西部区域能够获得相对较大的投资资金，从而保持较高的投资增速。

图 11：交通基建固定资产投资完成额及增速

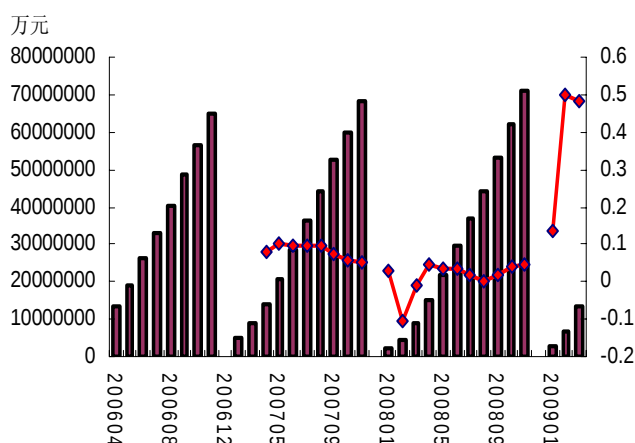
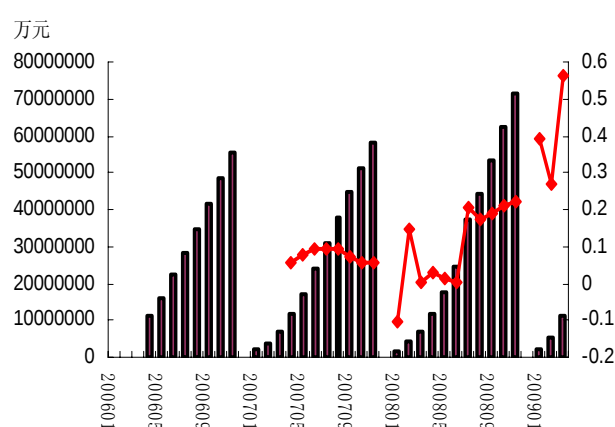


图 12：公路建设投资完成额及增速



资料来源：爱建证券研究总部整理

图 13：东、中、西部地区交通固定资产投资完成额及增速

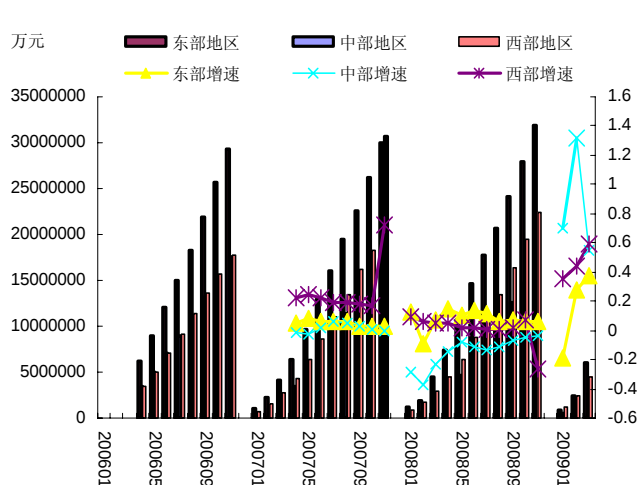
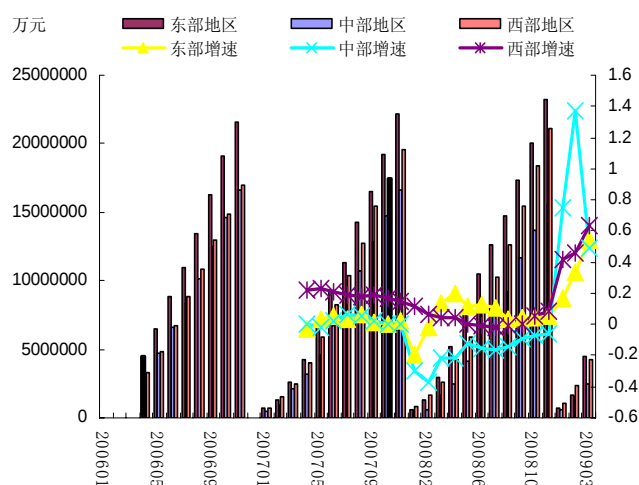


图 14：东、中、西部地区公路建设完成额及增速



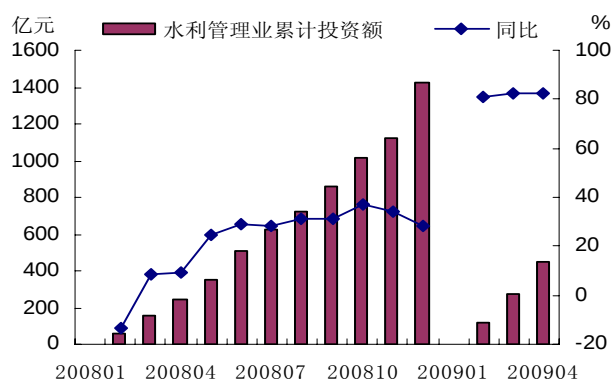
资料来源：爱建证券研究总部整理

城市轨道交通建设方面。现在我国已经进入城市轨道交通快速发展的新时期。目前，在国内 40 多座百万人口以上的特大城市中，已经有 30 多座城市开展了城市快速轨道的建设或建设前期工作，约有北京、上海、天津等 15 个大城市上报城市轨道交通网规划方案并得到批复，拟规划建设 55 条线路，长约 1500 公里，总投资 5000 亿元。根据各省市十一五规划和政府工作报告，2010 年以前，包括北京、上海、广州、深圳、天津、武汉等大型城市已建、在建的地铁里程将达到 2,000 多公里。宁波、郑州、厦门、东莞、昆明、长沙等 9 个城市正在编制规划，全国城市轨道交通规划、建设城市已达 34 个。据建设部总工程师王铁宏介绍，到 2010 年我国计划新建城市轨道交通项目总长度将近 1300 公里，估计总投资约 5000 亿元。目前全国有十余个城市获准启动城市轨道交通建设规划，规划新建总里程近 2500 公里，总投资达上万亿元。

### 2.1.3、水利水电建设：将逐步加大投入

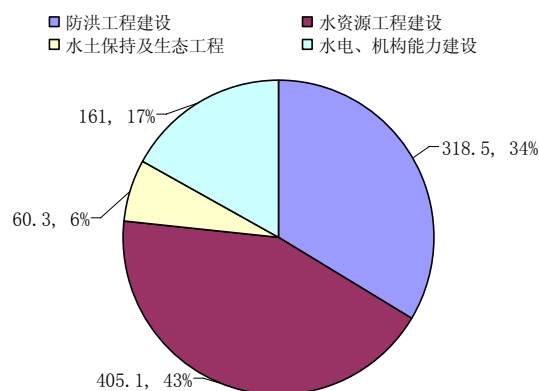
尽管我国属于传统意义上的水资源大国，但截至 2006 年末，我国水利发电装机容量仅为 12857 万千瓦，只占电力装机容量的 20.67%，水利资源开发空间巨大。而且前段时间干旱问题，也暴露出国内水利建设存在滞后于经济发展的状况，在局部地区甚至成为制约经济发展的瓶颈因素之一。国家目前也明确把水电作为国民经济发展的主要能源支柱和基础产业，水利建设资金投入力度不断加大。“九五”期间我国共完成水利基建投资 2716 亿元，是“八五”的四倍，“十五”期间我国水利基本建设总规模达到 4625 亿元，全国水利发展“十一五”规划计划在“十一五”期间完成水利投资 4628 亿元，水利建设投资基本保持持续稳定增长。08 年底，随着固定资产加快投资步伐，水利管理业投资完成额也大幅增长，月度累计完成投资增速连续三个月在 80% 以上，较上年增加非常明显。

图 15：全国水利管理业月度累计投资完成额



资料来源：水利部、爱建证券研究总部整理

图 16：水利工程实际投资构成



就目前国内的水利资源分布来看，中部、西南和西北地区由于水利资源较全国其他区域丰富，未来成为国家水利措施建设和水电能源开发的重点倾斜区域，而相关区域的上市公司也将从中受益。

## 2.2、房建行业：房地产行业逐步回暖提升房建行业估值

从整体建筑行业的占比结构来看，房屋建筑工程的比重最大，其比例大约为 60%以上，但国内上市公司建筑工程板块中主要以基建行业上市公司为主，从事房屋建筑工程业务的企业主要由宏润建设、龙元建设等。

应该来说，房屋建筑工程与房地产市场的发展状况紧密关联。一般来讲，房地产市场的周期性调整会决定房屋建筑工程市场的景气变化情况，并对整体建筑行业的景气性变化产生影响。而我们观察的主要指标是房地产开发投资金额、建筑业房屋施工面积及增速等。

2007 年下半年以来，在宏观调控的影响下，房地产行业进入景气下行区域，无论是购置和完成开发土地面积，还是房屋施工和新开发面积同比都出现了下滑，同时房地产开发投资完成额增速也在 08 年呈现下降趋势，商品房的销售面积更是出现了同比负增长的状况。同时，一大批购买者在严厉的宏观调控和不断下滑的市场面前，采取了持币观望的态度，减慢了入市的步伐，进一步加重了房地产行业的资金周转进度。房地产市场整体发展步入了低谷，并对国民经济平稳快速增长产生了很大影响。

但是由于房地产行业在国民经济中占有举足轻重的地位，其所涉及上下游相关行业众多。因此在全球经济危机对我国国民经济增长产生重大影响时，国家在 08 年底开始通过实施出台降低利率、较少交易税费，适度放松调控等一系列政策，从相关数据来看，我们认为政策应该取得了良好的效果，全国商品房销售面积累计同比增速在 2008 年 12 月份达到-19.70%的低点后，开始逐步触底回升，2009 年 2 月份为-0.30%、3 月份为 8.20%、4 月份 17.50%、5 月份为 25.50%。显示在低利率政策情况下，原先受压制的刚性需求和部分投资性需求开始逐步入市。

从目前得到的情况来看，由于房地产市场回暖的节奏和力度都有点超出原来的预期，市场存量房消化的进度也要好于预期，这一点在京、沪、深、穗等中心城市更为明显。目前，开发商拿地的热情开始高涨起来，一度冷清的土地拍卖市场重新热闹起来，随之我们也可以看到，09 年以来房地产开发投资完成额累计同比增速也逐步上扬。尽管从全年来看，我们依然对房地产市场的保持一定的谨慎态度，但是目前呈现的逐步回暖格局使得我们有理由对从事房屋建筑工程业务的公司的业绩表现有较优于原先的期待。

2009 年 5 月份，国家为促进投资、保持国民经济平稳较快发展，对固定资产投资项目资本金比例进行适当调整，其中保障性住房和普通商品住

房项目的最低资本金比例为 20%，其他房地产开发项目的最低资本金比例为 30%。我们认为此次下调房地产开发项目的资本金比例显示了国家对于房地产开发投资的鼓励和决心，必将推动房地产开发投资的快速增长。

图 17：全国商品房销售面积累计同比增速

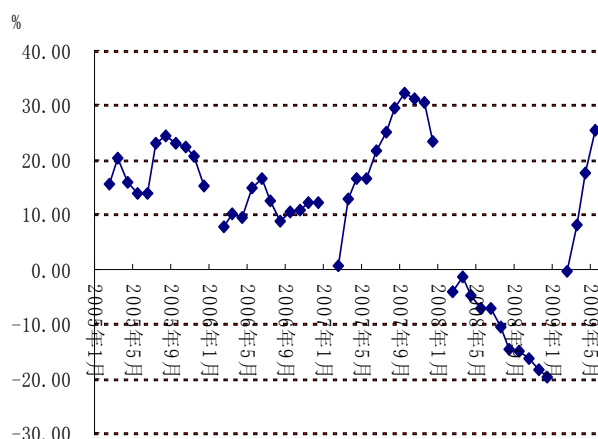
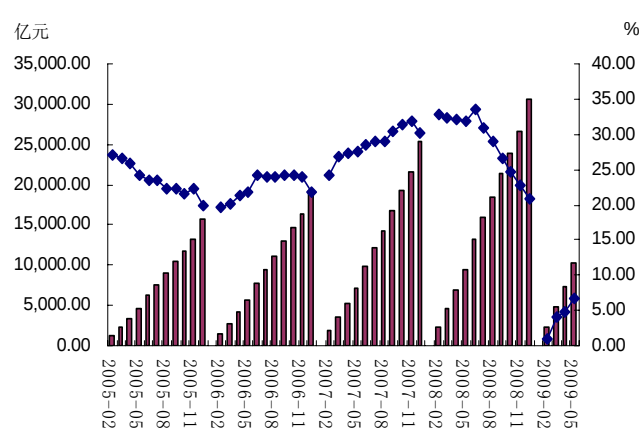


图 18：全国房地产开发投资完成额及增速



资料来源：爱建证券研究总部整理

图 19：月购置和完成开发土地面积累计值

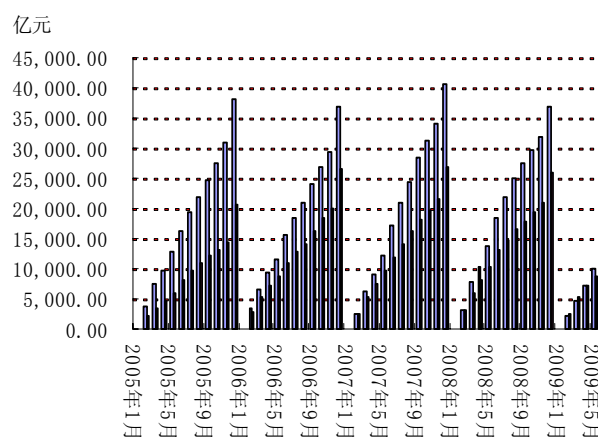
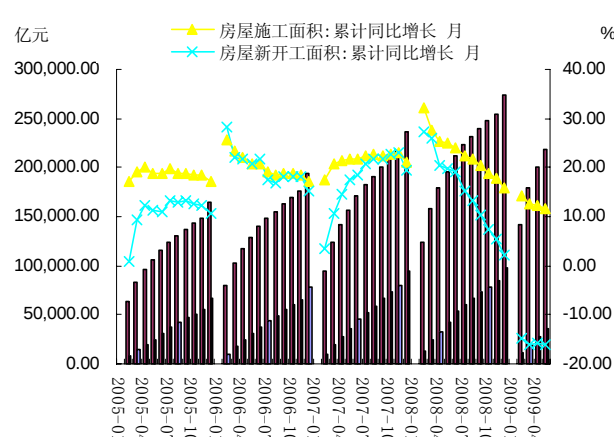


图 20：房屋施工和新开工面积增速



资料来源：爱建证券研究总部整理

## 2.3、钢结构行业——钢价下降带来的成本降低

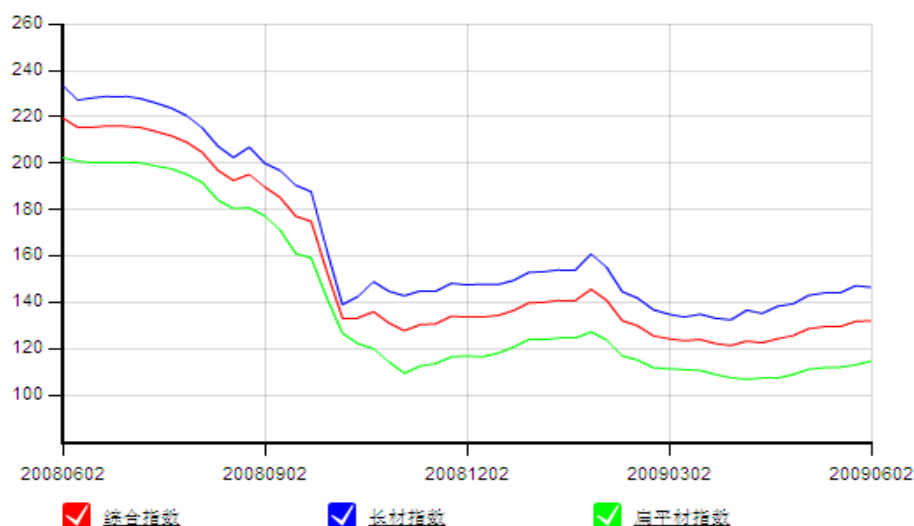
建筑钢结构具有强度高、自重轻、抗震性能好、节能环保等优良特点，因此在发达国家被广泛应用于高层建筑、高架桥梁、体育设施场馆、

机场航站楼、大型展览场馆、大型厂房超市与商贸中心等建筑设施。

建筑钢结构行业在我国属于新兴产业，但发展空间巨大。《国家建筑钢结构产业“十一五”计划和2010年发展规划纲要》中要求到2010年全国建筑钢结构年用钢量占到钢材产量6%左右，2005年这一比例约为3%左右，相当于5年翻一倍，而发达国家一般比例为10%左右，整体市场空间相当巨大。

由于钢结构制造生产企业最主要的成本是各类钢材，包括钢板、型钢、无缝钢管、焊管等相关材料，这些钢材占到钢结构企业主营业务成本的60%-70%左右。因此钢结构企业的盈利状况对钢价变动具有较高的敏感性。09年上半年以来，钢铁价格由于下游需求相对低迷，整体均价同比08年下跌了25%左右，因此对钢结构企业来说成本有明显下降。

图 21: MySpic 指数走势图 (2008.6.-2009.6)

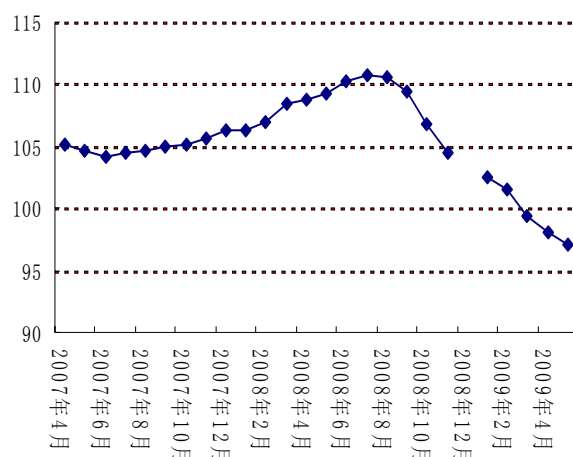


资料来源: mysteel、爱建证券研究总部整理

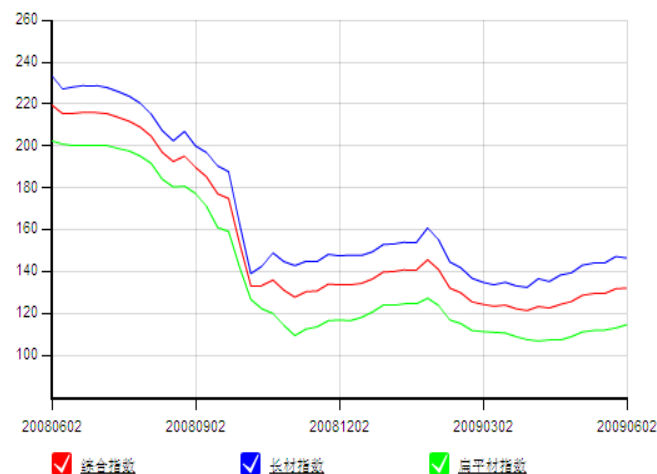
### 三、上半年原材料压力较轻，下半年通胀压力或将加大

2009年上半年，对整体的建筑工程行业来讲，应该是机遇大于挑战。原因有二：1、由于固定资产投资持续保持高位运行，重大工程开工情况良好，相关行业企业订单增速同比均有不同程度的增长；2、上半年由于受到下游需求状况影响，原油和煤炭价格总体保持低位运行，使得钢材、水泥等基建原材料的成本压力较轻。

图 22: 建筑材料及五金电料类价格指数 (2007.4.-2009.5) 图 23: MySpic 指数走势图 (2008.6.-2009.6)



资料来源: 国家统计局、爱建证券研究总部整理



资料来源: mysteel、爱建证券研究总部整理

但同时，为应对全球经济危机，各国央行都纷纷向市场注入流动性来刺激实体经济。国内也在 09 年前 5 个月的信贷投放总量也分别达到 5.8 万亿左右，比去年同期大幅增加。我们认为流动性或将推动实体经济通胀情况逐步起来。从 5 月份开始，石油价格站上 70 美元/桶，钢材价格和水泥价格也随着下游需求逐步复苏有所起来，因此下半年建筑工程企业的成本压力将比上半年有所增大，并对企业的盈利状况产生一定影响。

## 四、行业投资策略——攻守兼备

总体来看，结合 A 股市场和建筑工程行业的整体估值状况以及建筑工程行业目前的发展情况，我们认为从投资角度来讲，建筑工程板块在目前的市场状况下具备可攻可守的良好特性。

第一、从进攻性角度来说，我们认为目前重点建筑工程上市公司估值整体不高，还具有向上提升的空间。在国家四万亿投资刺激下，建设工程成为目前所有行业中增长确定性相对较高的行业。我们认为 09 年全行业盈利能够达到 30% 以上的增速，重点公司估计能够超过 50%。尽管我们认为目前的股价在相当程度上基本上已经反映行业的投资增速预期，但是现在由于对下半年宏观经济复苏预期较为乐观，并且管理层继续保持相对宽松的货币政策环境，流动性依然充裕，我们认为大盘可能还有继续向上的动力，并推动建筑工程行业和相关公司的估值提升，随着 7 月份中报业绩的陆续发布，靓丽的业绩可能推动整体板块受到市场关注。

从建筑行业的细分行业来看，目前基建的投资力度最大，增长对最为

确定。特别是铁路基建、交通轨道建设增长力度更大。而房建行业由于上半年房地产销售情况异常火爆，存量房消化好于预期，我们预期将下半年将有效传导到土地拍卖和房屋新开工项目，房建行业或将逐步复苏。

第二、如果考虑到未来宏观经济复苏并没有如之前乐观预期呈现，可能面临一定反复，加上目前整体相对较弱的上市公司盈利状况，目前的整体市场估值可能偏高。下半年如果乐观的预期不能达到，大盘也可能出现回调。我们认为未来在大盘出现回调过程中，市场可能把部分眼光重新回到防御性特征中来，一些整体估值偏低、增长相对确定的行业和公司将再度受到资金的关注。而建筑施工行业则会受到相当的关注，其基本理由如下：

- 一、根据经验数据，长期存在一定的溢价。
- 二、业绩增长相对确定。
- 三、整体估值情况虽然有较大提升，但基本处于合理状况。

## 五、关注的重点公司和盈利预测

### 5.1、中铁二局——铁路建设和灾后重建助推公司业绩

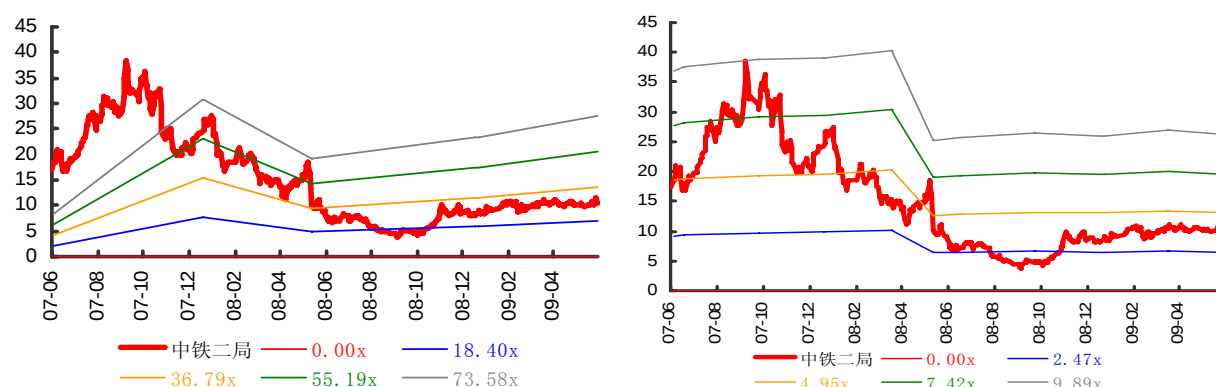
中铁二局集团有限公司是公司的控股股东，持有公司 49.74%的股份，中国中铁股份有限公司是中铁二局有限公司的唯一股东，持有该公司 100%的股份。

2008 年实现营业收入 2346393.55 万元，同比增长 29.86%；实现归属于上市公司股东的净利润 46089.01 万元，同比增长 22.26%。2009 年第一季度实现营业收入 594079.45 万元，同比增长 8.21%；实现归属于上市公司股东的净利润 12493.67 万元，同比增长 5.29%。公司 2008 年承揽项目 286 项，新签订单 425 亿元，2009 年一季度新签订单 106 亿元。目前在手订单充裕，能够保证公司未来两年业绩快速较快增长。

相对于中国铁建和中国铁建来讲，我们推荐中铁二局的理由主要如下：1、目前铁路建设投资巨大，且在未来几年内能够保持较高投资力度，中国中铁、中国铁建和本公司作为国内铁路行业假设的佼佼者，能够充分享受行业快速成长带来的投资机遇，但公司整体规模要远小于另外两家（从总股本和总市值角度来比较），因此我们认为行业投资机遇给公司业绩弹性带来的空间较大，业绩增厚作用或更明显，从稳健的、或做战略配置的投资者来说，可以选择中国中铁和中国铁建这类大市值标的，如何选择更加激进的投资风格来看，或许可以考虑中铁二局；2、公司目前除了铁路基建工程业务，由于地处四川，基本承担了很大部分四川灾后重建的建设任务，地震破坏大、损失严重，因此此次灾后重建规模也较为庞大，持续时间较长，公司可获得业务或将较大幅度带动公司业务发展；3、公

司是中国中铁的全资子公司，很多业务方面存在同业竞争情况，未来不排除资产整合的可能。

图 24：中铁二局 PE/PB bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

## 5.2、葛洲坝——一体化优势明显的建筑工程行业巨头

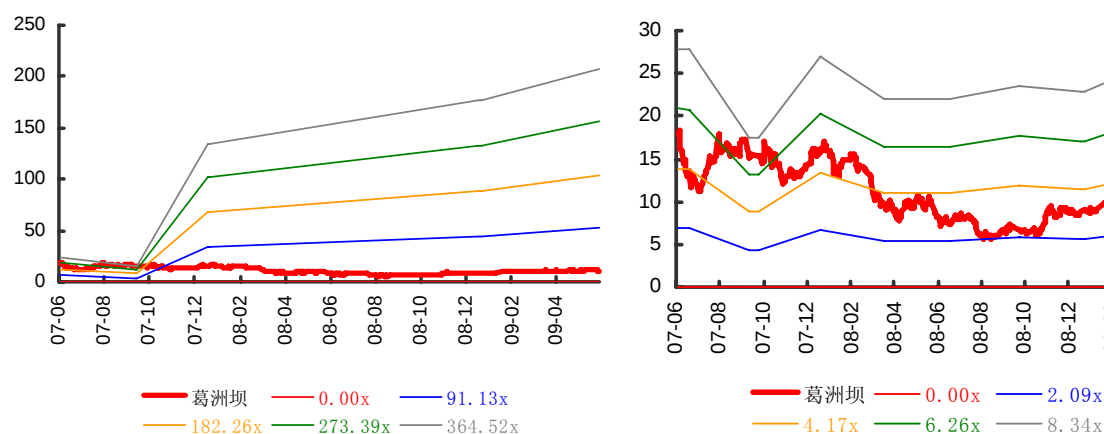
目前公司主营业务为建筑工程承包施工、水泥生产销售、民用爆破、水利发电、高速公路运营和房地产。2008 年实现营业收入 1936963.02 万元，同比增长 61.34%；实现归属于上市公司股东的净利润 81077.31 万元，同比增长 34.14%。2009 年第一季度实现营业收入 548582.80 万元，同比增长 54.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 25823.56 万元，同比增长 36.37%。

公司“一体化”经营优势明显。公司目前以建筑工程承包施工业务为核心，通过投资发展水泥、民爆、水利发电、交通投资和房地产业务，使得公司在延伸产业链，加强纵向一体化进程方面成效显著，提高公司综合实力。并通过不同业务投资运营、国内外业务共同发展加强了公司抗风险的能力。

分业务来看，基建业务：公司作为中西部地区工程建筑巨头，业务资质齐全，具有承接各类工程能力。在目前国家大规模进行基建工程项目投资的情况下，公司有望获得快速发展。09 年一季度公司新签工程订单 117 亿元，预计全年签订订单总额会达到近 400 亿元。水泥业务：2009 年全年有兴山 5000T/D、当阳 2500T/D、宜城 5000T/D、嘉鱼 5000T/D、老河口 5000T/D 等 5 条熟料生产线投产，产能有望达到 1600 万吨。民爆业务：08 年以来通过投资并购和技术创新，逐步发展壮大。公司 08 年炸药产能达到 17.5 万吨，位居全国民爆行业第二位，收入同比增长 47.21%。09 年以来随着国家基建投资规模大幅增加，民爆市场进一步扩大。高速公路和铁路投资运营，目前公司控股三条高速公路，参股一条高速铁路，08 年

实现营业收入 27791.35 万元，目前公司正积极介入铁路投资运营领域，沪汉蓉高铁为今后交通投资新的增长点。

图 25：葛洲坝 PE/PB bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

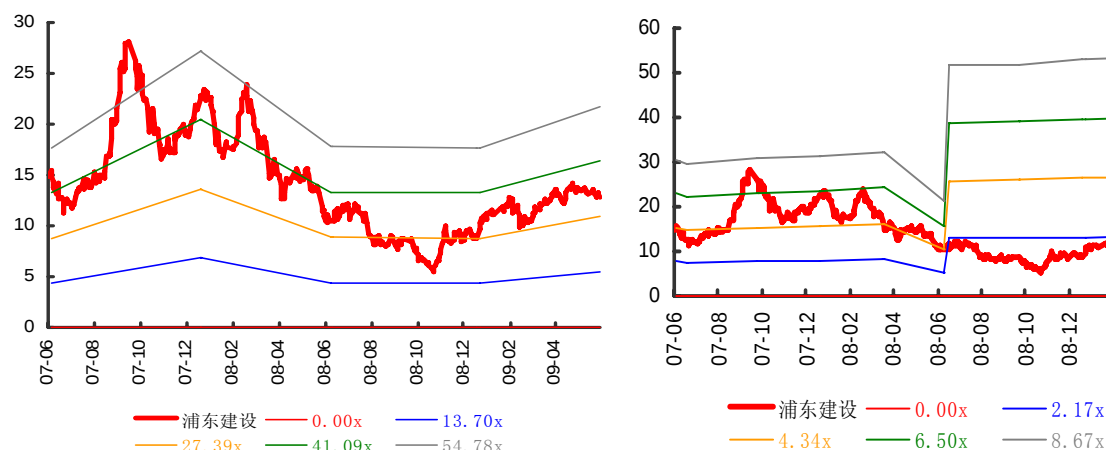
### 5.3、浦东建设——受益“世博”及潜在“迪斯尼”利好

浦东建设主营业务为公路和市政道路投资、市政工程施工、沥青摊铺及沥青砼销售业务。公司在上海浦东新区市政工程施工企业中处于细分建筑领域龙头地位，路面摊铺占有率在 70% 以上，道路工程路基部分公司在浦东地区占有率约有 15%。目前公司除了加强巩固在上海本地市场的传统优势外，还积极拓展上海周边的江苏、浙江、安徽等外地省份市场，并取得良好成效。而根据相关规划及公司公告资料，到 2010 年，全国公路总里程将达到 200 万公里，其中高速公路 3.5 万公里；到 2020 年，全国公路总里程将达到 250 万公里，高速公路达到 7 万公里以上。2010 年前，全国公路建设年均投资规模约 1400 亿元，2010—2020 年年均投资约 1000 亿元。公司未来发展潜力广阔。

针对目前建筑行业进入门槛低、企业众多、竞争激烈、利润率较低的特点，公司为了保持盈利能力的平稳增长，参照目前国际上建筑行业的发展状况和未来发展趋势以及国际知名大型建筑企业的业务结构，公司目前正积极从普通的建筑施工企业向投资建筑商转变，通过 BT、BOT、PPP、EPC 总承包等一系列项目投资经营建设方式，积极拓展业务结构，创新盈利模式，把施工经营和资本运营有效结合起来，利润结构也由原先单一的施工业务利润为主转变为施工利润和投资运营收益。另外公司也积极通过向产业链的上下游渗透，积极探求一体化经营的发展方向。这些措施不仅将积极拓展公司的市场和业务，而且能够有效提升公司的盈利能力。

未来两年世博会工程建设将进入建设高峰期并逐步转入结算，公司的利润增长将有稳定保障。而国家 4 万亿的投资建设和未来上海迪斯尼的建设也确保了后世博时代公司的收益来源。

图 26：浦东建设 PE/PB bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

#### 5.4、中工国际——估值合理、未来存在资产整合预期

股东背景实力强大。在工程承包建筑领域，企业规模、资金实力、技术和股东背景是决定工程招投标的关键因素。而国机集团名列国内企业 500 强第 67 位，全球最大 225 家国际承包商第 48 位，背景实力较为突出。2009 年 5 月，中工国际 64.41%的股权由中国工程与农业机械进出口总公司划拨给中国机械工业集团公司（国机集团）。此次股权划转有利于中工国际借助国机集团的背景和影响力来拓展国内外工程承包业务，提高中标几率。同时国机集团也承诺由集团母体主动开展的“非实体经营”全力支持中工国际的核心领域，对于中工国际具备执行能力的项目，优先由中工国际负责执行。

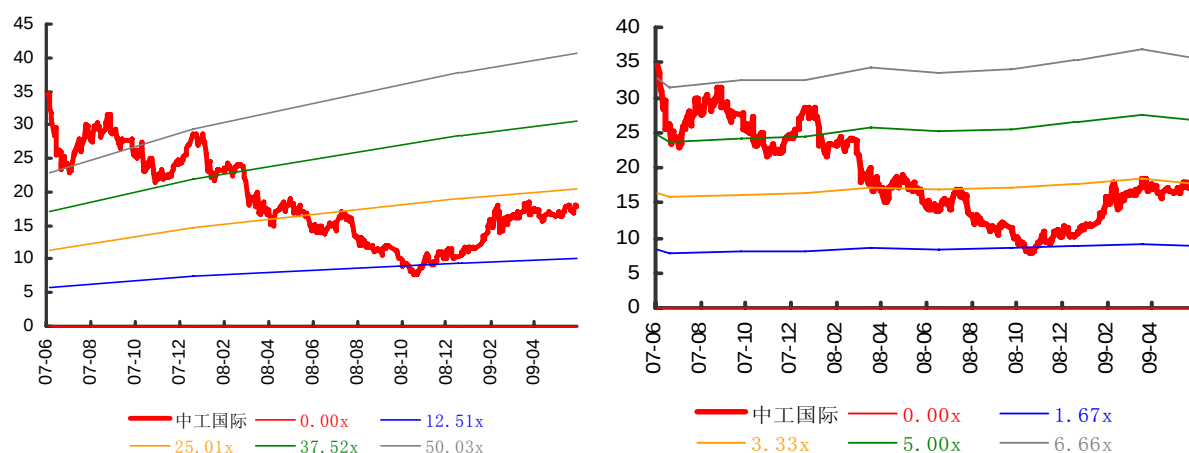
未来存在资产整合预期。国机集团旗下的主要子公司包括：轴研科技(12.68,-0.50,-3.79%)，主要从事轴承研发与生产业务，国机集团为其控股股东；鼎盛天工(6.19,-0.16,-2.52%)，主要从事路面机械、铲运机械等工程机械及部件业务，国机集团为其实际控制人；林海股份(7.13,-0.75,-9.52%)，主要从事小型动力配套及机械的生产和销售业务，国机集团为其实际控制人；常林股份(5.27,-0.18,-3.30%)，主要从事轮式装载机、压路机和平地机等制造业务，国机集团为其实际控制人；中工国际，主要从事国际工程总承包业务，国机集团为公司控股股东。从经营业务来看，中工国际是国机

集团旗下唯一一家从事工程建设的上市公司，我们认为在国家做大做强央企的大背景下，存在国机集团通过中工国际这个平台来进行资产整合的可能性。

盈利能力环比明显回升。2009 年一季度实现营业收入 59444.86 万元，同比增长 35.17%；实现归属于母公司所有者的净利润 4690.06 万元，同比增长 6.57%；综合毛利率为 13.02%，基本达到 2008 年一季度 13.42% 的水平，环比去年四季度 9.95% 上升 3.07 个百分点，毛利率在去年三季度触底后，已经连续出现二个季度的环比回升，说明公司的经营状况和盈利能力有较为明显的好转。三项费用比率继续保持低位平稳运行。

项目充裕业绩快速增长。公司目前正在履行的重大工程包括委内瑞拉瓜里科河灌溉系统修复扩建二期、三期工程，马达加斯加安布迪鲁水电站项目一期工程等众多大型工程项目，这些工程普遍在未来三年内完成建设。根据新的企业会计准则，建筑施工项目的收益将按照完工百分比法逐期计入当期损益，而以上众多建筑工程项目的收益将能够支撑公司营收 25% 以上的增长。

图 27：中工国际 PE/PB bands



资料来源：爱建证券研究总部整理

表 2：重点公司盈利预测表

| 公司   | 股价    | 08 年 EPS | 09 年 EPS | 10 年 EPS | 08 年 PE | 09 年 PE | 10 年 PE | PB   | 评级   |
|------|-------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|------|------|
| 中铁二局 | 10.49 | 0.32     | 0.48     | 0.59     | 32.78   | 21.85   | 17.77   | 3.87 | 推荐   |
| 葛洲坝  | 10.77 | 0.49     | 0.71     | 0.88     | 21.97   | 15.16   | 12.23   | 3.46 | 推荐   |
| 浦东建设 | 13.18 | 0.32     | 0.50     | 0.87     | 41.18   | 26.36   | 15.14   | 2.14 | 强烈推荐 |
| 中工国际 | 18.46 | 0.76     | 0.94     | 1.16     | 24.28   | 19.63   | 15.91   | 3.33 | 强烈推荐 |

资料来源：爱建证券研究总部整理

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上行业评级

### ● 行业评级

强于大势: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

## 重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。