

### 建筑建材小组

闵雄军

Tel: 021-68634518-8054

E-Mail: [mxj2851@xcsc.com](mailto:mxj2851@xcsc.com)

高 为

Tel: 021-68634518-8603

E-Mail: [gw2603@xcsc.com](mailto:gw2603@xcsc.com)

行业评级 增持

细分子行业 评级

铁路工程 增持

城市轨道交通 买入

公路工程 中性

水利工程 增持

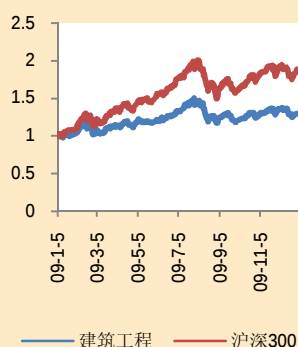
房建工程 增持

房建+地产 买入

建筑装饰 买入

钢结构 增持

出口承包 买入



### 投资要点

- q 铁路固定资产投资持续高位，上市公司盈利仍有隐忧。**09 下半年及 10 年将新增铁路运营里程 2 万公里，到 2012 年新增 4 万公里，10-12 年年均铁路固定资产投资在 7000 亿以上；铁路工程上市公司收入大幅增长，但毛利率同比下滑仍是相关上市公司的隐忧。
- q 10 年公路建设固定资产投资增速为 12%，恢复至历史正常较好水平，10 年后缓慢下滑。**09 年公路建设固定资产投资将达 9650 亿，同比增速约 40%；根据国家“4 万亿”及交通部的规划，我们预计 10 年公路建设固定资产投资为 10800 亿，同比增速约 12%，恢复至历史正常较好水平。预计 10 年后将呈现缓慢下滑的恶趋势。
- q 10 年水利固定资产投资将达 2100 亿，增速为 16.7%，高增长难以持续。**09、10 年水利固定资产投资分别为 1800 亿、2100 亿，增速分别为 12.2%、16.7%，建设完成投资额为 1274 亿、1492 亿。受制于资源限制，高速增长在难以持续。
- q 房地产行业中长期向好决定了房建工程中长期向好；建筑装饰弹性好，明年增速将加快；钢结构子行业长期来看具有广阔的发展前景，但短期难有作为。**虽然短期受制于宏观调控，我们认为中长期房地产行业仍将保持良好的增长势头，这决定了房屋建筑工程、建筑装饰中长期向好。我国钢结构住宅所占比例与发达国家差距巨大，长期来空间广阔，短期难有作为。
- q 对外工程承包子行业 10 年将明显受益于出口复苏。**09、10 年对外工程承包完成额预计分别为 750 亿美元、1050 亿，增速为 32.51%、40%；新签合同额分别为 1220 亿美元、1510 美元，增速为 16.63%、23.77%。对外工程承包行业明年将显著受益于出口复苏。

### 投资策略

- q 在 09 年修复性上涨之后，业绩将成为上涨的主要动力。**工程行业 10 年业绩增长确定，防御性好，依次是铁路、轨交、水利、公路。从进攻角度，建议重点关注业绩可能出现激增的东华科技，行业发展前景广阔的精工钢构、雅致股份，受益出口回升明显的中材国际，以及有望复制金螳螂高成长模式的洪涛股份。“房建+地产”受益于房地产开发投资大幅增长，业绩预期良好，可积极关注龙元建设。同时注意把握世博会（浦东建设、上海建工）和融资融券（中国建筑、中国中铁、中国铁建）带来的阶段性投资机会。
- q 股价表现催化剂：投资超预期、原材料价格回落、房地产销售超预期**
- q 风险因素包括：固定投资、宏观经济低于预期、原材料波动、人民币升值、国际形势大变。**

| 重点关注公司 | 昨收    | 目标价  | 评级 | 09E  | 10E  | 11E  |
|--------|-------|------|----|------|------|------|
| 东华科技   | 38.70 | 60.8 | 买入 | 0.92 | 1.35 | 1.80 |
| 精工钢构   | 11.81 | 19.0 | 买入 | 0.50 | 0.76 | 0.90 |
| 中材国际   | 35.78 | 60.0 | 买入 | 1.80 | 2.40 | 3.00 |
| 洪涛股份   | 32.21 | 50.0 | 买入 | 0.66 | 1.05 | 1.61 |
| 雅致股份   | 26.00 | 40.0 | 买入 | 0.49 | 0.67 | 0.92 |

## 目录

### 一、建筑工程行业回顾与 2010 年展望 ..... 4

- 1、宏观经济回顾与 2010 年展望 .....4
  - (1) 10 年新增信贷 7-7.5 万亿，M2 增速预计为 20%.....4
  - (2) 10 年城镇固定资产投资增速将达 30%.....5
  - (3) 10 年房地产开发投资同比增速预计在 20-25%.....5
- 2、固定资产投资是建筑工程行业的决定性、先导性变量 .....7
- 3、建筑工程各子行业回顾与 2010 年展望 .....8
  - (1) 铁路工程子行业：铁路固定资产投资维持高位，上市公司盈利仍有隐忧 .....8
  - (2) 交运工程子行业 .....10
  - (3) 水利工程子行业： 10 年固定资产投资有望高达 2100 亿 .....11
  - (4) 城市轨道交通工程子行业：将迎来发展的黄金十年.....12
  - (5) 房屋建筑工程子行业： 房地产中长期趋势向好为发展提供支持 .....12
  - (6) 对外工程承包子行业： 从出口复苏中受益.....16

### 二、行业投资策略 ..... 17

- 1、行业及各子行业评级 .....17
  - (1) 行业评级：增持 .....17
  - (2) 各细分子行业评级.....18
- 2、2010 年建筑工程投资：以业绩为主线 .....18
  - (1) 从防御的角度出发：挖掘确定增长的公司.....18
  - (2) 从进攻角度出发：挖掘具有高增长潜力的公司 .....18
  - (3) 建筑工程类上市公司多元化分析 .....19
- 3、重点关注公司介绍及重点覆盖公司盈利预测 .....21
  - (1) 重点上市公司介绍.....21
  - (2) 重点覆盖上市公司盈利预测.....23
- 4、风险提示 .....24

## 图目录

- 图 1M2 增速及预测 .....4
- 图 209 年 9 月 M1、M2 增速首现剪刀叉.....4
- 图 310 年新增信贷为 7-7.5 万亿 .....5
- 图 410 年城镇固定资产投资增长 30%.....5
- 图 510 年房地产开发投资同比增长 20-25%.....5
- 图 610 年房地产土地购置面积同增 0-10%.....6
- 图 710 年房地产新开工面积同比增速 5-10%.....6
- 图 810 年房地产施工面积同比增速 15%-20%.....7
- 图 9 固定资产影响建筑行业链条 .....7

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 10 固定资产投资相对行业指数具有先导性 .....                 | 8  |
| 图 11 铁路运营里程规划及对铁路基建投资的拉动系数 .....             | 8  |
| 图 1209、10 年铁路固定资产投资增速分别为 44.77%、16.67% ..... | 9  |
| 图 1309、10 年铁路基本建设投资增速分别为 60.16%、11.11% ..... | 9  |
| 图 14 铁路工程企业收入增速滞后基本建设投资 1 年 .....            | 9  |
| 图 1509、10 年公路建设固定资产投资增速达 40%、12% .....       | 10 |
| 图 1610 年水运建设投资 1100 亿，同比增长 6.8% .....        | 10 |
| 图 1710 年水利固定资产投资有望高达 2100 亿 .....            | 11 |
| 图 1810 年预计完成水利建设投资额 1472 亿 .....             | 11 |
| 图 1910 年水利建筑安装工程完成额 1152 亿 .....             | 11 |
| 图 2010 年房屋施工面积预计为 667200 万平米，增速 16.5% .....  | 13 |
| 图 21 地方投资接力中央投资 .....                        | 13 |
| 图 22 建筑工程各子行业产值同比增速 .....                    | 14 |
| 图 23 现房销售累计同比增速 .....                        | 14 |
| 图 24 期房销售累计同比增速 .....                        | 14 |
| 图 25 钢材价格指数及预测 .....                         | 15 |
| 图 26 粗钢产量及预测 .....                           | 15 |
| 图 27 钢结构产量及占粗钢比例 .....                       | 15 |
| 图 2810 年对外工程承包完成额 5362 亿，增速 16% .....        | 17 |
| 图 2910 年对外承包工程新签合同额 1464 亿，同增 20% .....      | 17 |
| 图 30 建筑工程行业 09 年落后于沪深 300 .....              | 18 |

## 表目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 115 个城市轨道交通发展规划 .....    | 12 |
| 表 2 钢结构住宅与钢筋混凝土比较 .....    | 16 |
| 表 3 建筑工程子行业投资评级一览表 .....   | 18 |
| 表 4 多元化比较分析 .....          | 19 |
| 表 5 跨行业多元化比较分析 .....       | 19 |
| 表 6 建筑工程类上市公司多元化发展概要 ..... | 19 |
| 表 7 重点覆盖上市公司盈利预测 .....     | 24 |

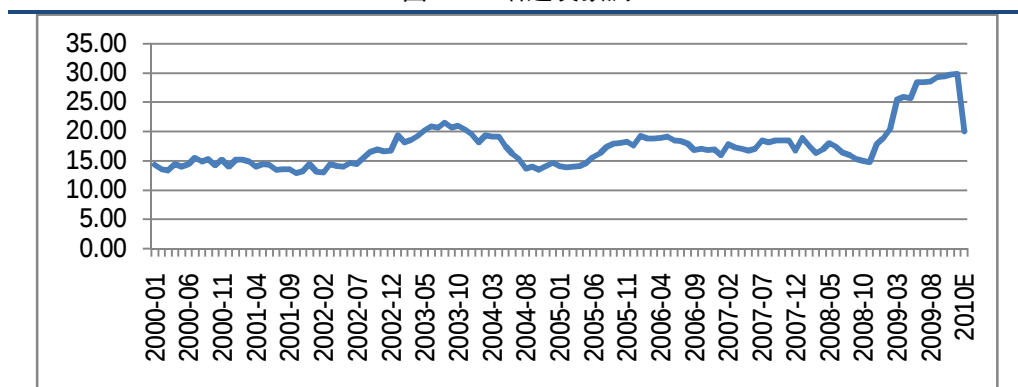
## 一、建筑工程行业回顾与 2010 年展望

### 1、宏观经济回顾与 2010 年展望

#### (1) 10 年新增信贷 7-7.5 万亿，M2 增速预计为 20%

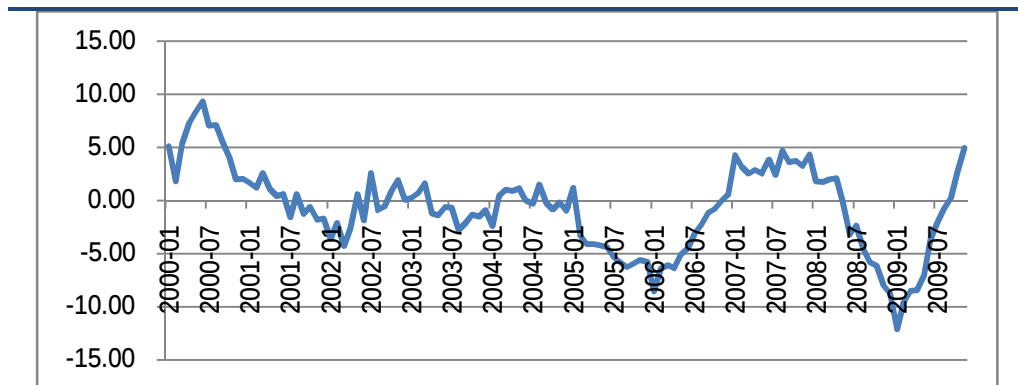
根据宏观部的预测，2010 年 M2 增速为 20%，继续保持高增长。此外我们注意到，作为宏观经济的领先指标，M1 增速在 09 年 1 月见底回升；9 月 M1 与 M2 增速之差首次由负转正。

图 1M2 增速及预测



资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

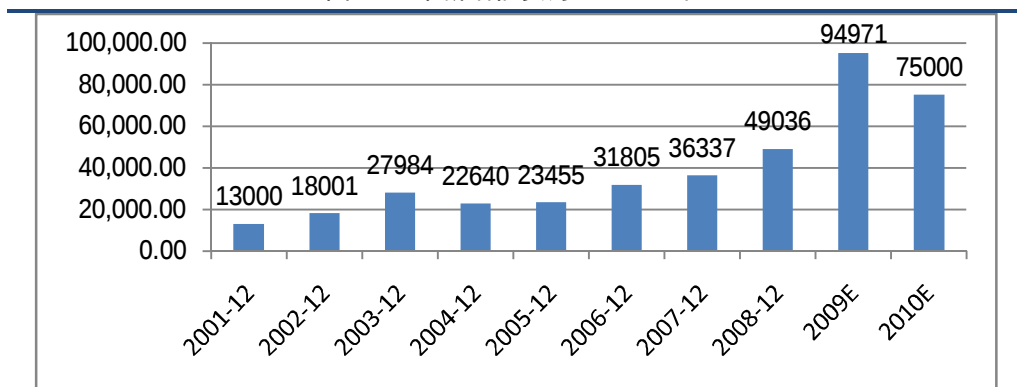
图 209 年 9 月 M1、M2 增速首现剪刀叉



资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

在货币绝对额方面，我们预计 09 年全年新增信贷 9.5 万亿，10 年新增信贷总额为 7-7.5 万亿。

图 310 年新增信贷为 7-7.5 万亿



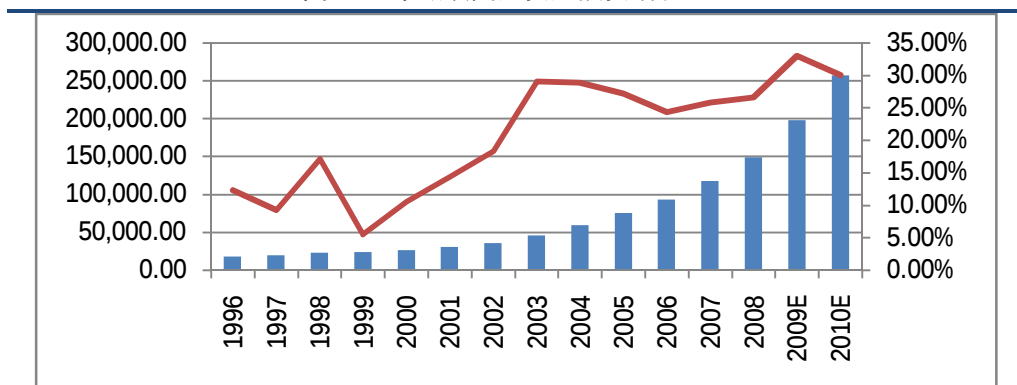
资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

### (2) 10 年城镇固定资产投资增速将达 30%

城镇固定资产投资09年1-5月增速逐月提升，6-11月维持在32-33%之间。

根据湘财证券宏观部的预测，09、10年城镇固定资产投资增速分别为33%、30%，仍将维持在高位。

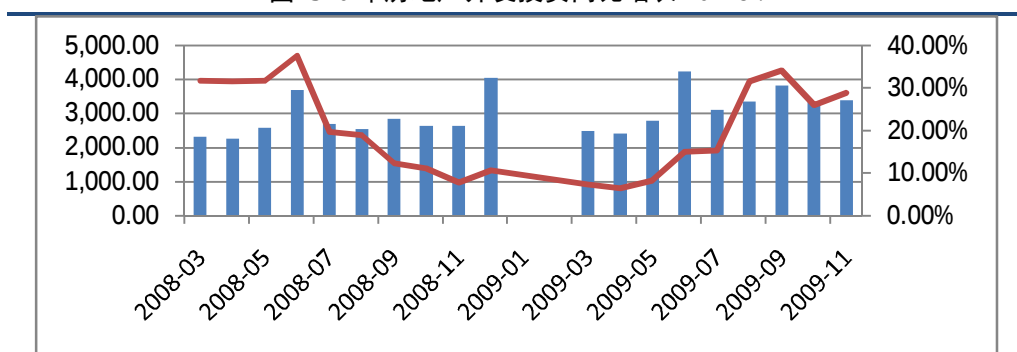
图 410 年城镇固定资产投资增长 30%



资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

### (3) 10 年房地产开发投资同比增速预计在 20-25%

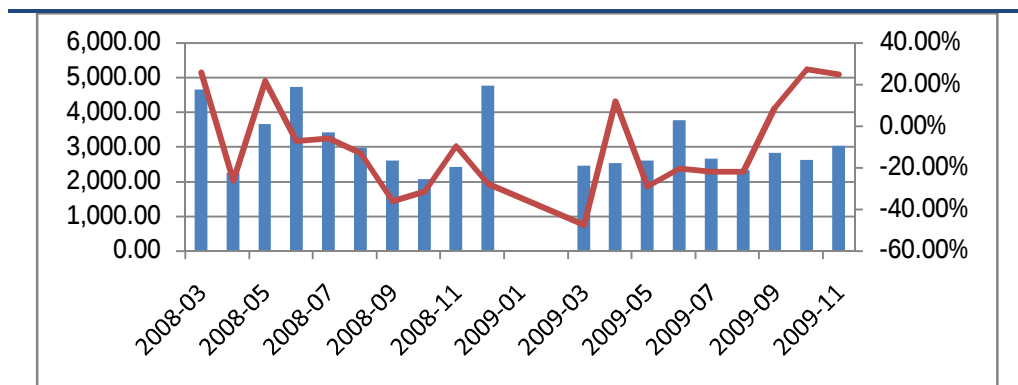
图 510 年房地产开发投资同比增长 20-25%



资料来源：WIND、湘财证券研究所

根据湘财证券房地产行业的预测，10 年房地产开发投资增速在 20-25%。主要从土地购置面积同比增速、房地产新开工面积同比增速、房地产施工面积同比增速三个方面综合分析得出上述结论。

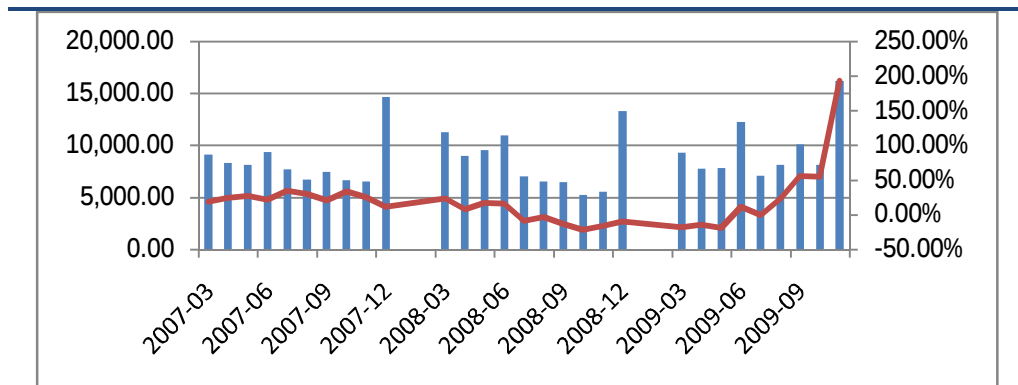
图 610 年房地产土地购置面积同增 0-10%



资料来源：WIND、湘财证券研究所

11 月全国完成购置土地面积 3019.35 万平方米，环比上升 15.22%，同比涨幅达到 24.75%。单月购置面积创下今年第二高，仅仅低于 6 月单月数据。我们认为，未来 2-3 个月土地购置面积集中释放的可能性很小，未来环比增速将出现反复，但无法改变同比向好的趋势。我们预测 2010 年的土地购置面积增速大约在 0-10%，主要理由是明年国家必然会加大土地供应的力度，但是由于明年房地产市场受到宏观调控的影响，开发商的购买欲望将会下降。

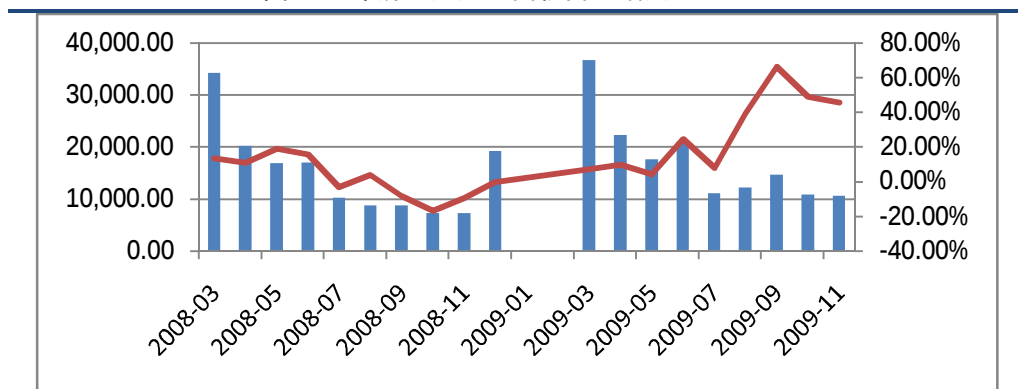
图 710 年房地产新开工面积同比增速 5-10%



资料来源：WIND、湘财证券研究所

11 月份完成 16225.39 万平方米，环比上涨 99.06%，同比上涨 194.09%。随着热销的持续和土地购置面积的加大，新开工面积将会加大。根据土地购置面积下半年的放大，我们预计明年上半年的新开工面积将会维持正增长，而下半年的新开工面积可能会出现负增长，新开工面积 2010 年全年增速在 5-10%。

图 810 年房地产施工面积同比增速 15%-20%



资料来源: WIND、湘财证券研究所

11 月份完成 10537.17 万平方米, 环比上涨 44.33%。1-11 月施工面积达到 298800 万平方米, 同比增速达到 17.2%。由于施工面积的周期较长, 我们预测 2010 年的施工面积的增速将达到 15-20%。

## 2、固定资产投资是建筑工程行业的决定性、先导性变量

固定资产投资通过以下链条影响建筑工程行业。当固定资产增速较快时, 首先带动对建材需求, 在经过建筑工程施工变成基础设施和房屋建筑, 固定资产决定了对建筑工程的需求。

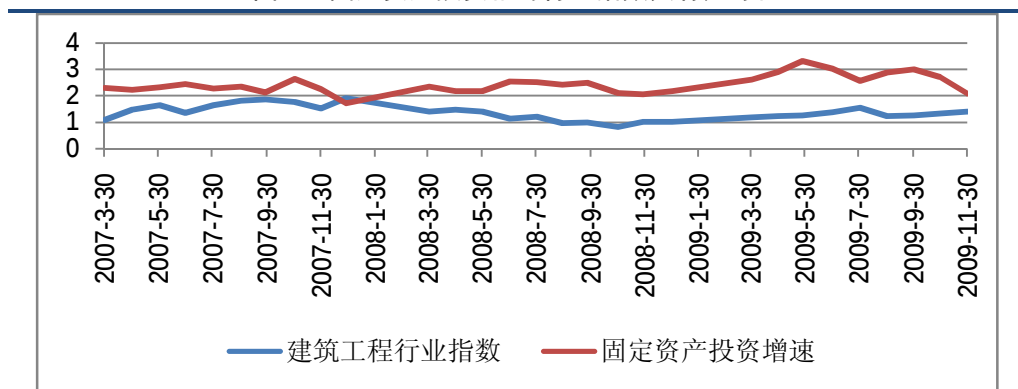
图 9 固定资产影响建筑行业链条



资料来源: 湘财证券研究所

固定资产投资相对建筑工程股价表现具有先导性。

图 10 固定资产投资相对行业指数具有先导性



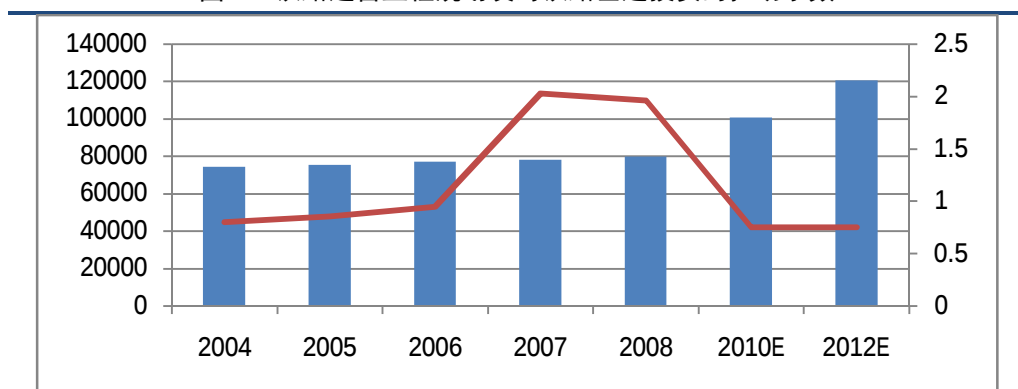
资料来源：WIND、湘财证券研究所

### 3、建筑工程各子行业回顾与 2010 年展望

#### (1) 铁路工程子行业：铁路固定资产投资维持高位，上市公司盈利仍有隐忧

根据铁路营运规划，09 年下半年及 10 年铁路运营里程将新增 2 万公里，至 2012 年将新增 4 万公里。

图 11 铁路运营里程规划及对铁路基建投资的拉动系数



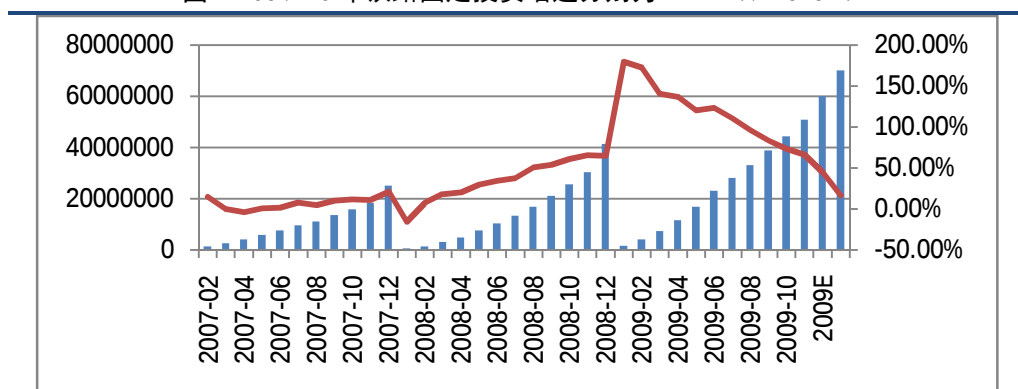
资料来源：铁道部、湘财证券研究所

新增里程数（万公里）对铁路基建投资的拉动系数（亿）在 0.6-2 之间波动，其大小主要取决于新建线路、复线及电气化等更新改造之间的比例。由于未来 3 年铁路运营里程数将出现激增，虽然新建线路绝对数额较大，但占比却处于历史地位水平，我们预计 10-12 年该系数在 0.65 左右。据此测算 09-10 年年均铁路基建固定资产投资为 6760 亿，11-12 年年均铁路基本建设投资为 6500 亿。

由于国家从去年底开始实施四万亿经济刺激计划，而去年上半年基数较小，前 5 月铁路基本建设投资同比均超过 150%；6-11 月单月铁路基建投资同比增速有所回落，但从全年来看，增速仍然巨大。根据铁路投资规划，09-10 年铁路基本建设投资年均将达 6000 亿以上，10-12 年铁路固定资产投资年均将达 7000 亿以上。

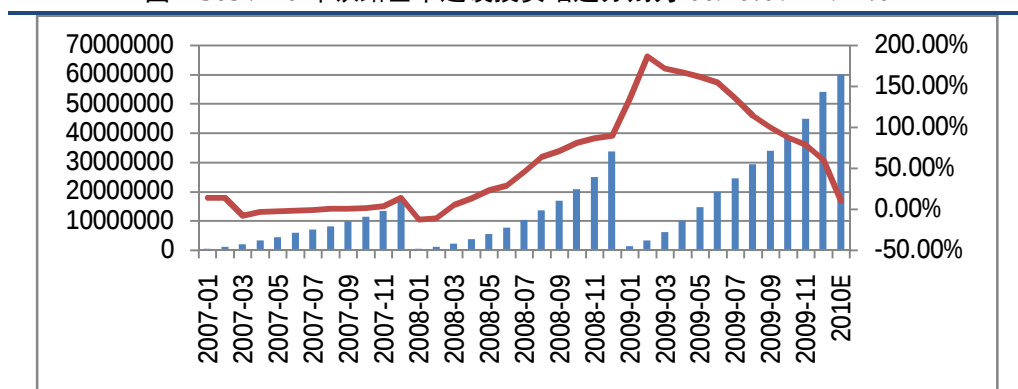
综合以上分析及 09 年铁路投资完成情况，我们预计 10 年铁路基建固定资产投资为 6500 亿，固定资产投资为 7600 亿。

图 1209、10 年铁路固定资产投资增速分别为 44.77%、16.67%



资料来源：铁道部、湘财证券研究所

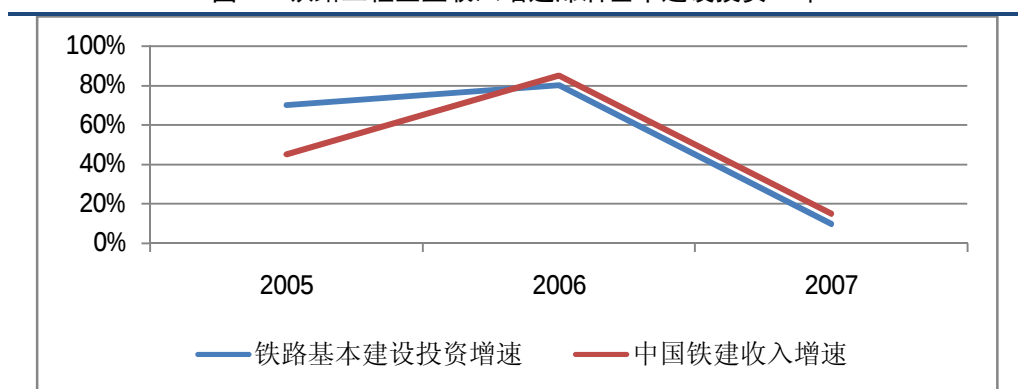
图 1309、10 年铁路基本建设投资增速分别为 60.16%、11.11%



资料来源：铁道部、湘财证券研究所

铁路工程企业收入相对于铁路固定资产投资有一定的滞后期，主要是铁路工程企业基本不参与铁路建设前期准备，所以其收入相对铁路固定资产投资有一定的滞后期，滞后期大约为 1 年。

图 14 铁路工程企业收入增速滞后基本建设投资 1 年



资料来源：铁道部、上市公司公告、湘财证券研究所

因此我们预计铁路工程企业收入增速将进一步提高，但铁路双雄 09 年前 3 季度毛利率持续下滑，从目前时点来看，制约上市公司盈利能力的因素（产能瓶颈、成

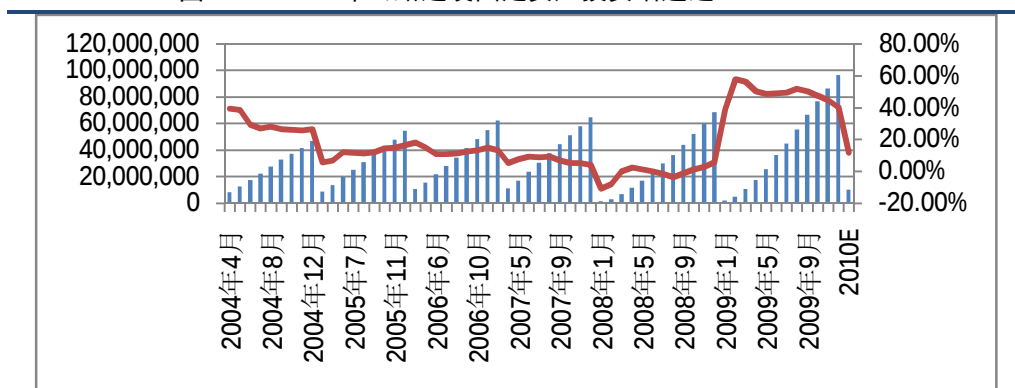
本转嫁) 仍未消除。

## (2) 交运工程子行业

### 1) 2010 年公路建设固定资产投资 10800 亿，同增 12%，恢复至历史较好水平

09 年 1-11 月，交通部门完成公路建设固定资产投资 8658 亿，同比增长 44.41%。根据交通部规划及国家“四万亿”计划，我们预计 09-10 年公路建设固定资产投资将分别达到 9650 亿、10800 亿，增速分别为 40%、12%。

图 1509、10 年公路建设固定资产投资增速达 40%、12%



资料来源：交通部、湘财证券研究所

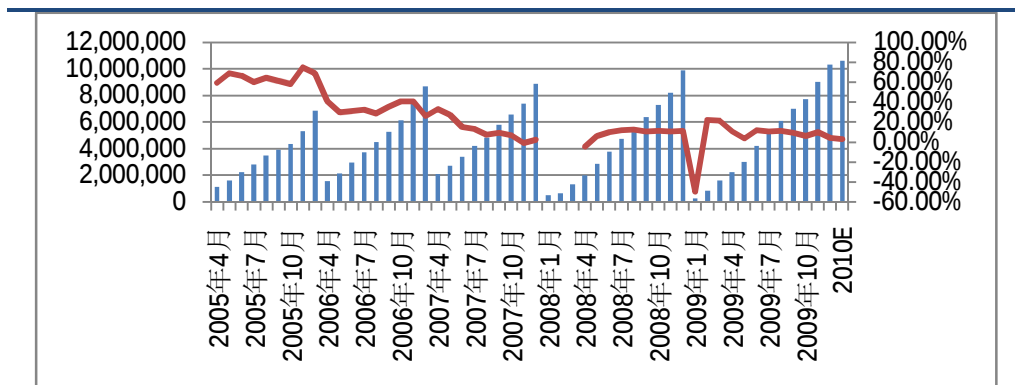
分区域来看，西部地区由于受到政策支持，公路固定资产投资增速显著快于中、东部地区；另外农村公路固定资产投资增速明显。

根据交通部的规划，2010 年后至 2020 年前，虽然公路建设投资将维持在较高水平，但整体将呈现缓慢下滑的趋势。

### 2) 2010 年水运建设固定资产投资将达 1100 亿，同比增 6.8%

09 年 1-11 月，交通部门完成水运建设投资 903 亿，同比增长 10.10%。按照交通部的投资计划，我们预计 09-10 年我国沿海及内河建设将分别完成投资 1030 亿、1100 亿，同比增速分别为 4.3%、6.8%，受益出口复苏，但弹性相对较小。

图 1610 年水运建设投资 1100 亿，同比增长 6.8%

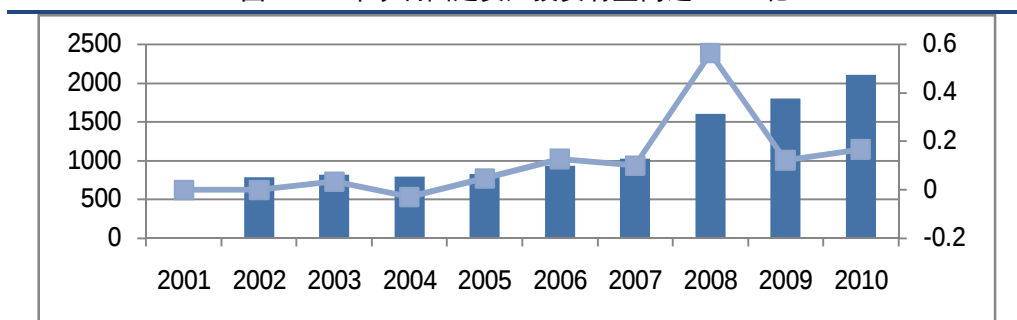


资料来源：交通部、湘财证券研究所

### (3) 水利工程子行业： 10 年固定资产投资有望高达 2100 亿

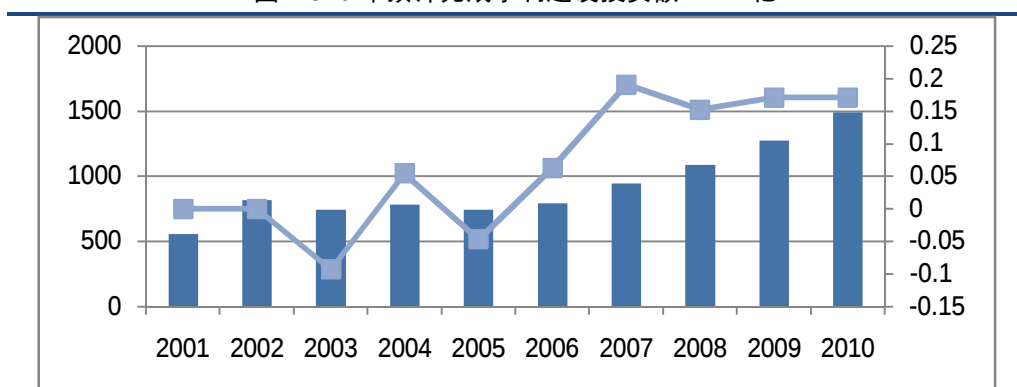
根据水利部的投资计划，我们预计09、10年新增水利投资分别为200亿、300亿，据此预计相应的固定资产投资为1800亿，2100亿。按照07、08两年的平均建设完成投资额占当年固定资产投资比例（77.22%）估算，09、10年建设完成投资额为1274亿、1492亿，其中建筑安装工程完成投资额为984亿、1152亿。

图 1710 年水利固定资产投资有望高达 2100 亿



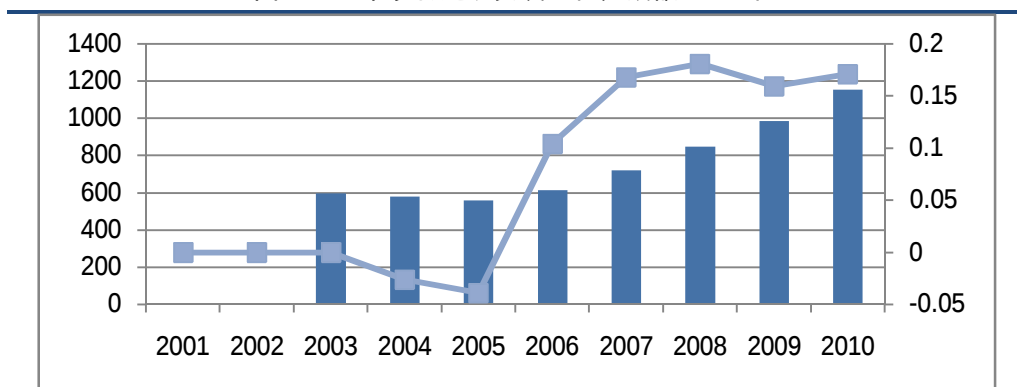
资料来源：水利部，湘财证券研究所

图 1810 年预计完成水利建设投资额 1472 亿



资料来源：水利部，湘财证券研究所

图 1910 年水利建筑安装工程完成额 1152 亿



资料来源：水利部，湘财证券研究所

由于水利资源有限，水利建设投资中，水土保持等资源保护性投资占比将越来越大，

施工安装占比 将越来越小，我们预计10年后的头几年建筑安装完成额增速将低于10年，但总体仍处于历史较好水平，但后来增速会逐步下滑。

#### **(4) 城市轨道交通工程子行业：将迎来发展的黄金十年**

根据“十一五”规划，我国规划建设城市轨道交通总投资约 1,700 亿，平均每年投资 340 亿。据统计，目前全国共有 14 个城市的 46 条城市轨道交通线路正在建设，总建设里程达 2300 公里。城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿、地方财政预算收入超 100 亿成为国务院批准地铁建设的 3 项重要指标，而轻轨的标准则只要达到上述条件的 60%。目前，全国满足这样标准的城市约有 50 个，未来 5-10 年将成为我国大中城市轨道交通建设发展的黄金十年。

截至 09 年上半年，我国城市轨道交通总运营里程数约 780 万公里，自 2003 年以来内地共有 19 个城市轨道交通建设规划得到了国家批准，到 2015 年将规划建设 70 条轨道交通线路，总长度约 2100 公里，2020 年我国轨道交通运营里程数将达 3000-3500 公里。

表 115 个城市轨道交通发展规划

| 城市  | 建设周期      | 线路条数 | 建设长度（公里） | 总投资（亿元） |
|-----|-----------|------|----------|---------|
| 北京  | 2006-2015 | 15   | 447.4    | 1636    |
| 上海  | 2005-2012 | 10   | 389      | 1439    |
| 广州  | 2005-2010 | 7    | 127.66   | 487.01  |
| 深圳  | 2003-2010 | 5    | 120.7    | 364.3   |
| 南京  | 2004-2015 | 3    | 97.6     | 368.3   |
| 杭州  | 2004-2010 | 2    | 82.2     | 355.7   |
| 重庆  | 2004-2012 | 3    | 82       | 242     |
| 武汉  | 2004-2010 | 3    | 59.74    | 237.22  |
| 成都  | 2004-2013 | 2    | 54.18    | 197.18  |
| 天津  | 2003-2010 | 2    | 51.1     | 209.7   |
| 西安  | 2006-2015 | 2    | 50.3     | 179.5   |
| 苏州  | 2003-2010 | 2    | 47.4     | 165     |
| 哈尔滨 | 2004-2013 | 2    | 45.53    | 163     |
| 沈阳  | 2004-2010 | 2    | 40.85    | 171.8   |
| 长春  | 2003-2010 | 2    | 37.5     | 38.98   |
| 合计  |           | 62   | 1733.16  | 6234.59 |

资料来源：《我国城市轨道交通行业发展现状与对策》，作者：孙宁

#### **(5) 房屋建筑工程子行业：房地产中长期趋势向好为发展提供支持**

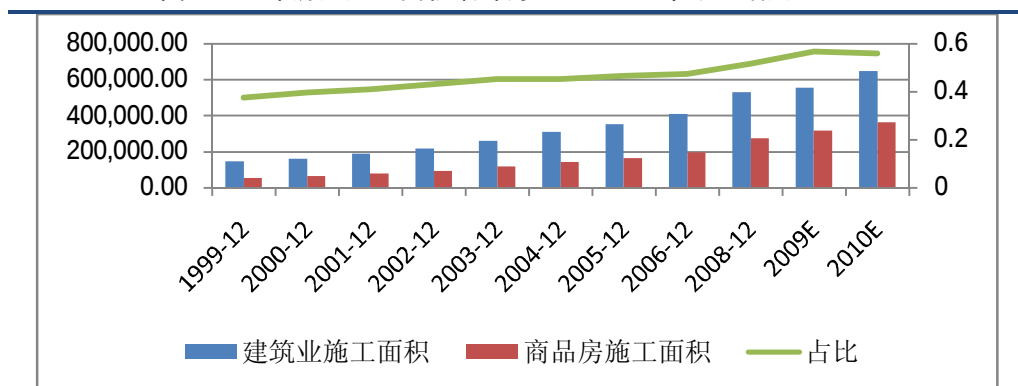
##### **1) 房屋建筑工程：中长期向好**

房地产短期可能会受到宏观调控的影响，但根据湘财证券研究所房地产行业的预测，2015 年之前行业中长期向好的趋势保持不变。由于商品房施工面积占房屋建筑施工面积约 56%，这为 房屋建筑工程的中长期发展提供了良好的支撑。

根据对商品房施工面积的预测及其与房屋建筑施工面积的大致关系我们预测 10 年

房屋施工面积为 647454 万平方米，增速为 16.5%。

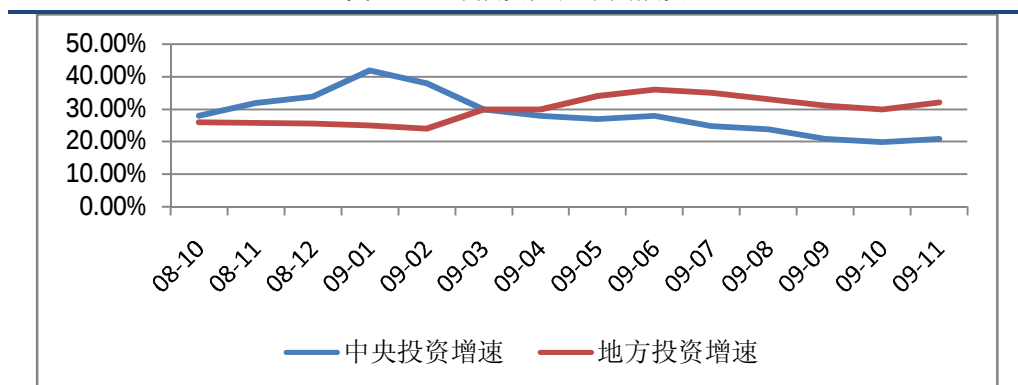
图 2010 年房屋施工面积预计为 667200 万平米，增速 16.5%



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

另一方面，从投资来源增速来看，中央项目投资增速已被地方项目投资增速超越，而投资一般领先建筑工程企业微观盈利 6-12 个月，因此我们预计明年二季度年开始，以商品房建筑为主导的房屋建筑工程企业微观盈利增速预期差将面超越基建类企业。

图 21 地方投资接力中央投资



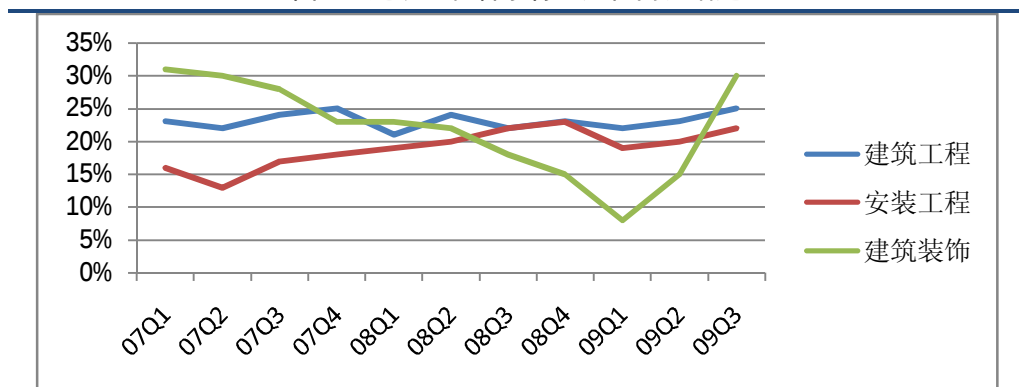
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

## 2) 建筑装饰：弹性最大，10 年将加速增长

从下述建筑工程细分子行业产值增速中可以看出，建筑装饰行业相对宏观经济弹性最大。

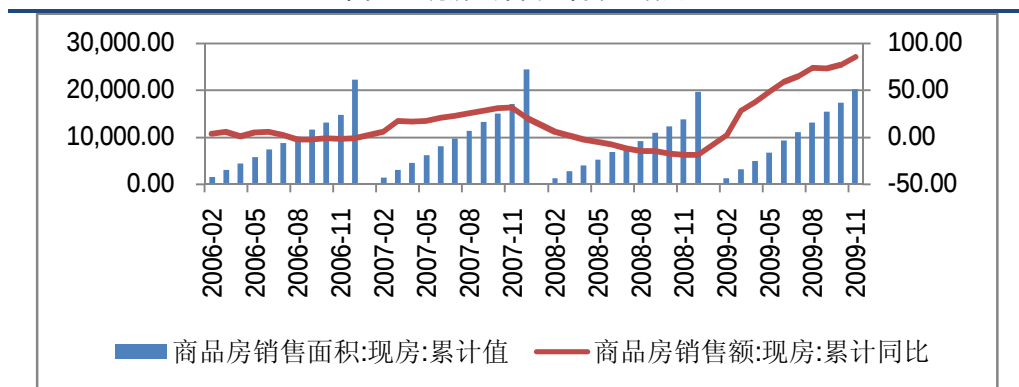
对现房而言建筑装饰滞后房地产销售约 3 个月；期房而言建筑装饰滞后房地产销售约 15 个月。明年整个建筑装饰行业将出现加速增长态势。

图 22 建筑工程各子行业产值同比增速



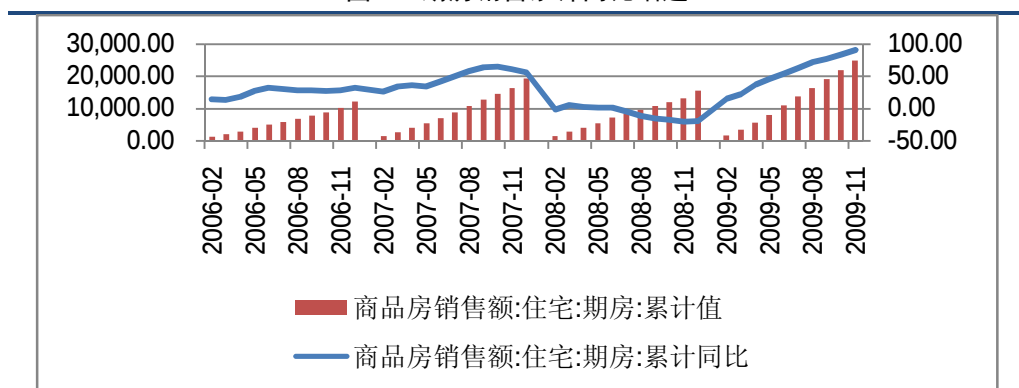
资料来源: WIND, 湘财证券研究所

图 23 现房销售累计同比增速



资料来源: WIND, 湘财证券研究所

图 24 期房销售累计同比增速

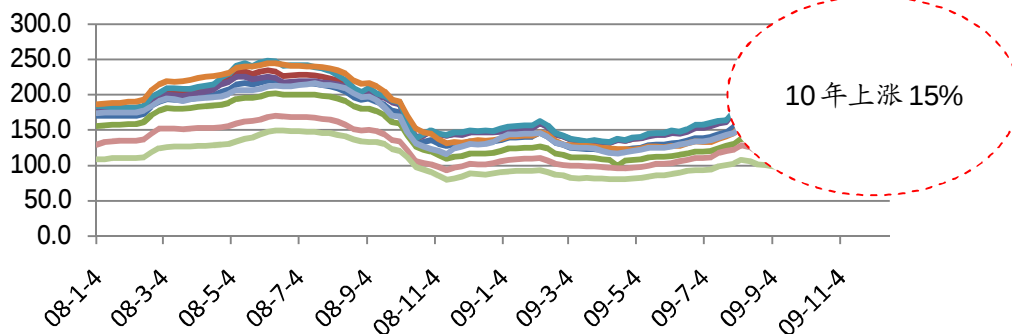


资料来源: WIND, 湘财证券研究所

### 3) 建筑钢结构: “十二五”期间符合增长率 13.42%

根据钢铁协会的统计数据, 09 年 1—10 月全国粗钢产量为 5.19 亿吨, 同比增长 12.6%。我们预计 09 年粗钢产量为 5.7 亿吨, 同比增速为 13.74%, 主要由于去年四季度基数较低导致同比增速较高。根据湘财证券钢铁行业的预测, 10 年粗钢产量 6.32 亿吨, 增速为 10.9%; 10 年钢材价格相对于 09 年涨幅为 15%。

图 25 钢材价格指数及预测

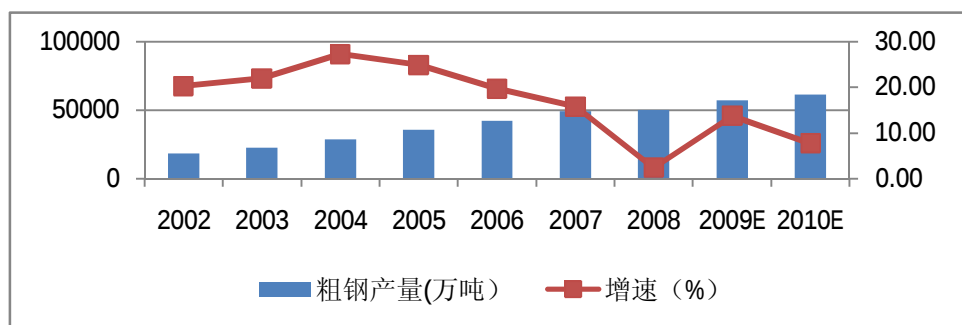


数据来源：Myspic 钢材价格指数、湘财证券研究所

根据钢结构协会的有关规划，我们预计 2009、2010 年钢结构产量分别为 2307 万吨、2686 万吨，占粗钢总产量比例分别为 4.05%、4.25%。

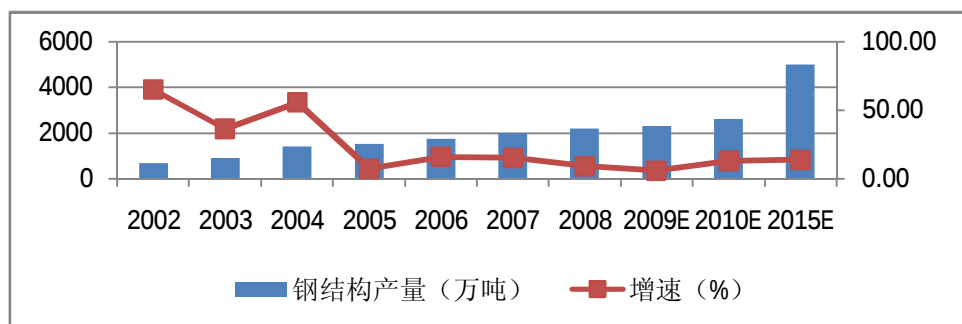
目前看来，要达到国家“十一五”规划中钢结构产量占粗钢产量 10% 的目标较为困难，我们预计将在“十二五”期末达到该目标。在国家淘汰落后产能及限制产能政策落实到位的情况下，我们预计 2015 年粗钢产量为 5 亿吨。照此测算，2010—2015 年钢结构行业产量年均复合增长率高达 13.42%。

图 26 粗钢产量及预测



数据来源：钢铁业协会，湘财证券研究所

图 27 钢结构产量及占粗钢比例



数据来源：钢结构协会，湘财证券研究所

#### 4) 钢结构住宅：长期来看发展空间巨大，但短期难有作为

表 2 钢结构住宅与钢筋混凝土比较

| 优点              | 缺点              |
|-----------------|-----------------|
| 基础造价可节约 30%     | 土建造价比钢筋混凝土高 10% |
| 隔热、保温、防震效果好     | 隔音、防火性能差        |
| 可提高建筑面积 5%-8%   |                 |
| 工业化、定型化、批量生产    | 开发商、监理等技术人员缺乏   |
| 缩短建筑周期约 1/3     |                 |
| 循环使用，节能指标可达 50% |                 |

资料来源：公开资料整理

目前，国内钢结构住宅仅占整个住宅的 1%，而在发达国家这一比例高达 40%，是钢结构领域发展空间最为广阔的子行业。我国每年商品房竣工面积约 6 亿平米，若按照发达国家水平，按 60kg/m<sup>2</sup> 计算，每年会产生 1440 万吨高附加值的钢结构需求，而目前整个钢结构市场容量仅有 2180 万吨。

制约钢结构住宅发展的主要因素之一是成本。如果仅是某一部分采用钢结构，其他部分仍采用传统的混凝土与砖瓦结构的话，不但住宅性能不能最优化，而且工程造价也不低。

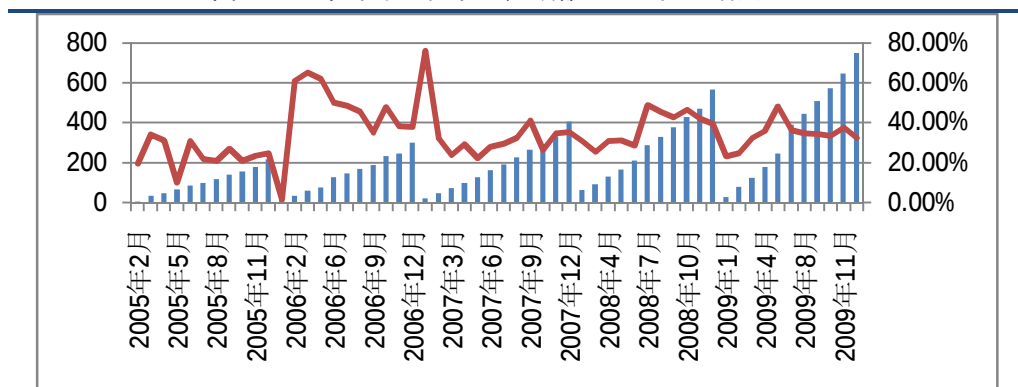
但是短期来看，钢结构住宅难以快速发展。除成本因素外，开发商的开发习惯、设计监理等有关方面利益等也是阻碍钢结构住宅发展的重要因素。推动钢结构住宅大力发展必须要有强有力的政策，而目前国家对钢结构住宅仅限于鼓励，尚未有推出强有力的政策。

#### (6) 对外工程承包子行业：从出口复苏中受益

今年 11 月份，我国对外承包工程完成营业额 647.7 亿美元，同比增长 37.5%；新签合同额 1065 亿美元，同比增长 20.9%。

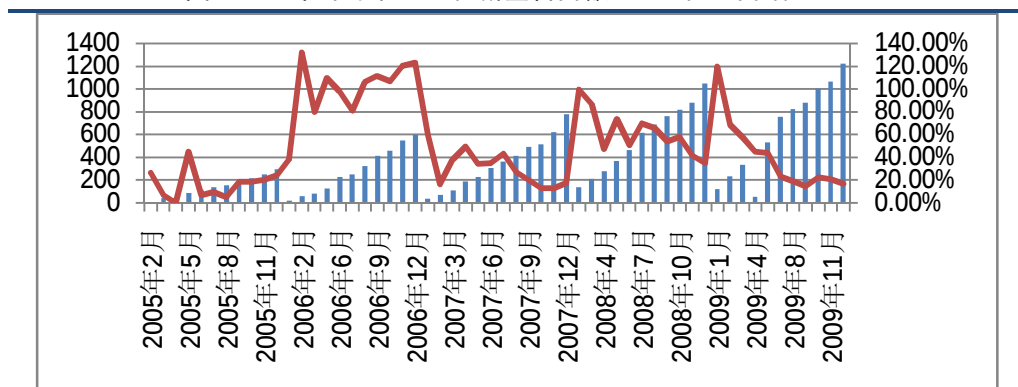
虽然受金融危机的影响，新签合同额同比、环比增速均有所下滑，但随着国际经济的企稳复苏，对外工程承包有望迅速从中受益。我们预计 09-10 年对外工程完成额分别为 3972 亿、5362 亿，同比增速分别为 32.5%、35%；新签合同额分别为 1220 亿美元、1464 美元，同比增速分别为 16.63%、20%。

图 2810 年对外工程承包完成额 5362 亿，增速 16%



资料来源：商务部、湘财证券研究所

图 2910 年对外承包工程新签合同额 1464 亿，同增 20%



资料来源：商务部、湘财证券研究所

## 二、行业投资策略

### 1、行业及各子行业评级

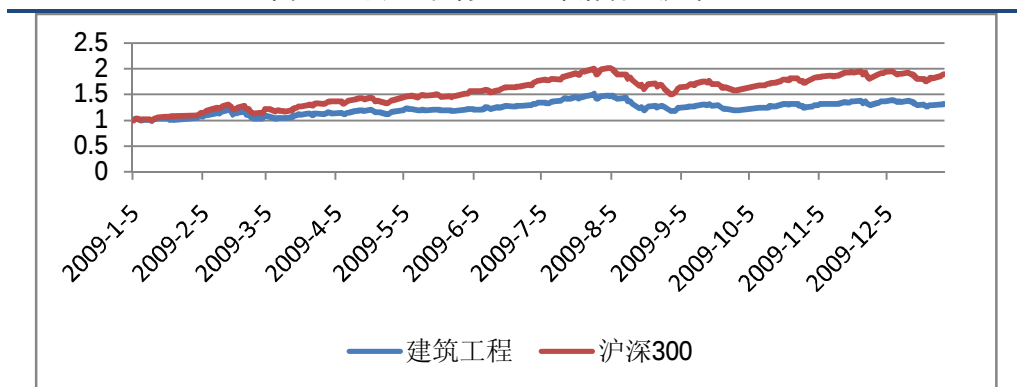
#### (1) 行业评级：增持

今年初以来，建筑工程类上市公司整体涨幅落后于大盘；目前估值水平为 09 年 PE TTM29.42 倍，高于沪深 300 整体估值水平 23.92 倍。在今年投资大幅增速的情况下，明年预期差较小，因此我们给予建筑工程行业整体增持评级。

一般而言，建筑业与宏观经济基本保持同步，其周期性介于防御性与强周期之间。08 年下半年以来，受全球金融危机影响，我国各项经济指标出现不同程度的下滑。在此背景下，国家相继出台“四万亿”投资计划等措施力保经济增长，并在四季度安排新增 1000 亿中央投资以带动全社会投资增长。

投资是拉动经济的重要手段，需要通过建筑业实施完成。在经济下滑背景下，由于需求的稳定增长使建筑业表现出较强防御性，这也逐渐成为行业的主要特征。因此我们认为建筑工程行业的超额收益来自于大市下跌，而在大市上涨时不能获得超额收益。

图 30 建筑工程行业 09 年落后于沪深 300



资料来源：WIND、湘财证券研究所

## (2) 各细分子行业评级

表 3 建筑工程子行业投资评级一览表

| 子行业   | 特征                            | 评级 |
|-------|-------------------------------|----|
| 铁路工程  | 10 年收入增速加快，值得期待，但目前仍然不是盈利能力拐点 | 增持 |
| 公路工程  | 10 年投资恢复历史较好水平，之后缓慢下滑         | 中性 |
| 水利工程  | 增速维持高位，但难以为继                  | 增持 |
| 轨道交通  | 将迎来发展的黄金十年                    | 买入 |
| 房屋建筑  | 地方投资接力，中长期向好，短期或受制于政策调控       | 增持 |
| 房建+地产 | 多元化提升业绩预期                     | 买入 |
| 建筑装饰  | 弹性最好，明年将加速增长                  | 买入 |
| 建筑钢结构 | 短期基建投资保增长，长期钢结构住前景广阔          | 增持 |
| 出口承包  | 10 年显著受益于出口回暖                 | 买入 |

资料来源：湘财证券研究所

## 2、2010 年建筑工程投资：以业绩为主线

### (1) 从防御的角度出发：挖掘确定增长的公司

在国家大投资背景下基建类公司增长最为确定，其景气程度依次是铁路工程、市政（路桥和轨道交通）、水利工程。在铁路大投资背景下，铁路建设企业订单饱满，未来增长无忧。因此，中国中铁、中国铁建是我们从防御角度出发的首要选择。

### (2) 从进攻角度出发：挖掘具有高增长潜力的公司

在 09 年修复性上涨之后，业绩将成为上涨的主要动力。建议重点关注业绩可能出现激增的东华科技，行业发展前景广阔的精工钢构、雅致股份，受益出口回升明显的中材国际，以及有望复制金螳螂高成长模式的洪涛股份。“房建+地产”受益于

房地产开发投资大幅增长，业绩预期良好，可积极关注龙元建设。同时注意把握世博会（浦东建设、上海建工）和融资融券（中国建筑、中国中铁、中国铁建）带来的阶段性投资机会。

### （3）建筑工程类上市公司多元化分析

建筑工程业务净利率低，且受到政策的影响特别大。为了更好地拓展业务规模，提高企业的抗风险能力和盈利能力，提升企业的竞争力，建筑工程类上市公司绝大多数都采取了多元化战略，尤其是大型建筑类企业，无一例外均采用了多元化战略。

大型建筑企业多元化发展的方式有：（1）凭借品技术、资金等方面优势，将承包工程范围由单一走向多个重点专业领域；（2）通过战略合作、收购、控股参股等手段，向上下游延伸；（3）涉足地产、矿产资源等盈利好的行业。

表 4 多元化比较分析

| 类型        | 特点                   |
|-----------|----------------------|
| 单一工程走向多工程 | 主业突出、盈利持续性一般、风险分散居中  |
| 上下游延伸     | 盈利持续性较好，风险分散较弱       |
| 涉足地产、矿产资源 | 盈利能力提升快，持续性一般，风险分散较好 |

资料来源：湘财证券研究所

在第三类中，我们比较如下：

表 5 跨行业多元化比较分析

| 类型       | 代表企业                     | 看好程度 |
|----------|--------------------------|------|
| 房建+地产    | 龙元建设、宏润建设、新疆城建、中国建筑、科达股份 | 最为看好 |
| 基建+地产    | 隧道股份、中国中铁、中铁二局、中国铁建      | 次之   |
| 承包+资源    | 中国中冶                     | 最后   |
| 建筑+非相关业务 | 华神集团、汇通集团                | -    |

资料来源：湘财证券研究所

表 6 建筑工程类上市公司多元化发展概要

| 上市公司 | 业务                            | 说明                       |
|------|-------------------------------|--------------------------|
| 中国建筑 | 房屋建筑工程、国际工程承包、房地产开发与投资、基础设施建设 | 主营建筑，盈利主要来自房地产，土地储备略超过万科 |
| 中国中冶 | 工程承包、资源开发、装备制造及房地产开发等业务       | 冶金承包为主，多板块协同发展           |
| 中国中铁 | 勘察设计与咨询服务、基建                  | 集勘察、设计、施工、安装、房地产开发、      |

|      |                                       |                                                                                                    |
|------|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 建设、工程设备和零部件制造、房地产开发、投融资运作、矿产开发        | 工业制造、科研咨询、工程监理、资本经营、金融信托和外经外贸于一体的企业，是中国和亚洲最大的多功能综合型建设集团。                                           |
| 中国铁建 | 勘察设计咨询、工程承包、工业制造、房地产开发、投资运营、矿产开发、物流运输 | 我国乃至全球特大型综合建设集团之一，业务涵盖基础建设的工程承包、勘察、设计、咨询等全部范围，此外还涉及大型养路机械和轨道系列化产品的生产制造、房地产开发、资本运营、物流贸易等多个领域。       |
| 葛洲坝  | 水泥生产、民用爆破、工程承包施工、房地产开发、高速公路运营、水电开发    | 以水利水电工程施工为核心业务，形成了工程施工、水泥生产、民用爆破、高速公路运营、房地产和水电开发六大业务板块共同发展的格局，实现了由单纯工程施工向工程承包开发一体化的升级。             |
| 隧道股份 | 设计、施工、运营、机械加工制造及养护                    | 在软土隧道施工行业中具有较高的技术优势，拥有中国第一台具有自主知识产权的地铁盾构掘进机，以隧道施工业务为平台推行“3+1”战略，即工程建设、投资业务、现代制造业务加上现代工程服务的多元化发展结构。 |
| 中铁二局 | 物流运输、基建施工、房地产开发                       | 西南地区的大型建筑企业，拥有铁路、公路、轨道交通等众多基建资质，逐渐形成了以基础设施建设、土地和房地产开发、物流运输为主要业务的多元化格局。                             |
| 中材国际 | 设计、监理、水泥生产线安装、机械装备制造及服务、技术转让          | 主要从事新型干法水泥生产线的建设业务，包括水泥生产线的研发与设计、装务采购及制造、设备安装和运营、后期备品备件服务等业务，在国际大中型新型干法水泥生产系统总承包市场占有率全球第一。         |
| 龙元建设 | 水泥生产、建筑施工、幕墙生产、建筑钢结构                  | 长三角建筑市场的大型民营施工企业，形成了以民用、工业、市政及各类工程的建筑施工和专业安装为主业，涉及及水泥、幕墙、钢结构的生产、销售等上游业务的发展格局。                      |
| 浦东建设 | 沥青摊铺及销售、路桥建设、投资运营                     | 以路桥施工和沥青摊铺为依托，通过大力发展 BT 项目打造基础设施投融资平台，使投资收益成为公司最主要利润。                                              |
| 科达股份 | 市政工程、房地产开发                            | 房地产开发贡献绝大部分利润                                                                                      |

宏润建设 房屋建筑、市政工程、房地 房地产业务为盈利能力增加的主要驱动  
产开发

资料来源：公司资料

### 3、重点关注公司介绍及重点覆盖公司盈利预测

#### (1) 重点上市公司介绍

##### 1) 东华科技

公司主要看点如下：

- q FMTP项目前景十分广阔。**10月26日公司公告FMTP项目试车成功。安徽淮化的大型 FMTP 生产装置将是公司的第一单，预计明年开始为公司带来部分收益；贵州、内蒙古、新疆等地丰富的煤炭资源也将为FMTP煤化工项目提供有利条件。根据约定，公司不仅将直接享有该项目有偿转让和使用许可18%的收益，还将从拟使用该技术的市场投资者获得相关工业化装置的设计与总承包合同。该项目的成功实施不仅有利于解决甲醇产能过剩问题，还可以降低我国对进口原油的依赖程度。由于该类项目一般超百亿，仅中标其中一部分将为公司营收带来爆发式增长。
- q 合同目前储备充足。**截至 09 年 3 季度末，公司合同储备超 40 亿元，超过公司 08 年总营收的 3 倍。工程合同期一般 1-2 年，仅现有合同足以支撑公司未来两年稳定增长。此外，公司 8 月 6 日公告中标山西云雾峪 4.95 亿风电厂建设项目，标志着公司开始涉足新能源领域。
- q 煤炭行业兼并重组以及行业有关政策将有利于扩大公司的竞争优势。**煤炭行业兼并重组已经展开，为公司 FMTP 项目提供了极为有利的条件。国家对煤化工行业的限制政策也将进一步拉开公司与竞争对手的差距。
- q 高科技企业的认定为公司获得税收及其他政策优惠提供了便利。**公司前身化工三设计院，目前主业是工程设计与 EPC 项目总包。目前在编人员 800 人中，400 余人是教授级工程师，技术实力极为雄厚，实质是高科技企业，同时也享受相应的税收优惠。
- q 中国化学上市给公司带来资产整合预期。**中化工程集团承诺在中国化学上市后利用实际控制人地位以中国化学为平台对东华科技进行整合，预计整合将在 2010 年下半年完成。

##### 2) 精工钢构

公司主要看点如下：

- q 绍兴基地精细化管理持续推进将不断提升公司的盈利能力。**首先从商务标上锁定利润，然后分解到各个部门，从实际效果加以比较；采购部门采用集团采购及签订长期合同来降低成本及钢价上涨带来的不利影响；生产上采用虚拟生产方式降低库存，销售部门严格执行公司的成本加成定价策略及回款策略；制度

上固化管理模式，对全体员工进行考核并推广到所有事业部，保证绍兴先进管理模式在整个公司得以有效执行。

- q 钢结构总承包资质乐观预期有望在明年获得。**目前公司主要通过挂靠集团公司土建总包资质承揽有关总包业务，公司目前正积极准备申请钢结构专业总承包资质，预计最快将于明年下半年获得该项资质，进一步提升公司的盈利能力。
- q 公司钢材加工量和毛利总额将保持平稳增长。**公司 07、08 年钢材加工量分别为 31 万吨、33.91 万吨，09 年加工量增长约 20%，预计 10、11 年钢材加工量增速在 10%；由于公司采用成本加成定价，吨毛利总体维持稳定，在 1400-1600 元之间。分业务来看：轻钢市场开始回暖；重钢业务随着商业地产、酒店等回暖业务有了一定上升；空间钢结构随着大量基建、文体设施的投资出现了较快的上升势头；彩铝业务进展顺利，明年将达产 50%，改项业务毛利预计在 11%。未来 2 年空间钢结构业务占比将逐步提升，公司综合毛利率将平稳上升。
- q 公司将加大海外业务拓展力度以使公司业务区域布局更加合理。**08 年公司海外业务占比近 6.5%，公司计划加大海外业务拓展力度，争取明年海外业务占比达到 20%-30%。随着公司海外业务的拓展，区域结构将更加合理，未来业务增长将获得更多的保障。

### 3) 中材国际

公司主要看点如下：

- q 规模优势。**08 年末公司占据除中国以外的国际市场份额 34%，位居全球第一，也是全球唯一一家具有完整水泥工程生产线的企业。
- q 在手订单饱满、海外订单 8 月开始稳步增加为 10-12 年增长提供保障。**公司目前在手订单约 550 亿，足以支撑公司未来 3 年稳定增长。从 8 月开始公司海外订单稳步增加，显示海外市场复苏明显，10 年仍然值得期待。
- q 08 年签署高价合同 09 年下半年开始进入密集结算提升公司 10 年业绩。**08 年签署高价合同在 09 年下半年至 10 年进入密集结算，在原材料价格下降时将大幅提升公司业绩。
- q 对外收购及集团资产注入预期强烈。**目前公司正在与北方重工协商收购事宜。收购成功后公司将有能力把 EPC（设计、采购和施工）业务模式拓展至其他工程设计业务领域（北方重工不仅是水泥设备供应商，而且也是独立发电商和其他类型企业的设备供货商，而且水泥设备收入仅占该公司收入总额的 15% 左右）。此外，集团公司旗下的中材环保（主导产品为电/袋收尘袋等，技术水平国内领先）、中材矿山建设等资产注入预期强烈。

### 4) 洪涛股份

公司主要看点如下：

- q **高端设计人才储备同行业第一。**“设计是装饰的灵魂”。公司一直坚持“不挂靠、不转包”的原则，施工业务中部分低端业务外包，但是项目经理必须由公司派驻，项目质量公司亲自把关。目前公司高端设计人才储备同行业第一，远远高于其他排名前列的公司。
- q **品牌与渠道优势明显。**依靠自身强大的设计能力，公司建立了良好的品牌，尤其在公装高端市场的优势无人可及。依靠来好的品牌，公司建立了覆盖全的营销网络，省内业务占比远低于省外业务，而同行业的金螳螂截至 08 年主要收入仍然来自江苏省内。
- q **上市后公司有望复制金螳螂的高成长模式。**一直以来建筑装饰行业都是“大容量、低集中度”，且行业弹性很大，公司竞争力来源主要是两个方面：品牌渠道、产能扩张。在上市后公司将向上游延伸实现上下游一体化，着力解决公司的恶产能瓶颈问题，在解决了产能限制之后公司有望复制金螳螂的高成长模式。

#### 5) 雅致股份

- q **公司营运网络覆盖全国。**租赁业务存在明显的运输半径，为 100-300km 不等。行业内绝大部分仅为区域性公司。公司已建立 4 个全功能生产基地、8 个租赁周转基地及多个初级营销网点，业务触角遍及除新疆、西藏、宁夏以外的中国大陆的全部省级区域。公司已在陕西西安、辽宁沈阳、湖北武汉设立子公司，近期内将在上述地区建设全功能性生产基地。
- q **公司在行业内的技术优势明显。**虽然公司是我国拆装式活动房屋行业标准的起草单位，但由于该标准没有强制执行，故对行业其他厂商没有约束力。一旦相关政策出台，公司将显著受益；公司的整体舱室系统开发技术填补了国内空白；公司已掌握船舶舱室系统施工设计技术，未来公司可拓展船舶舱室系统的总承包工程业务。
- q **对水泥挂板房、板式组合房的替代将进一步提升行业的发展空间。**水泥挂板房安全性差、拆装损耗率高、不美观且不环保，我国部分省市已明令禁止；板式组合房不抗强风、重复使用损耗率较高，不适合租赁。集成房屋具有环保节能、自重重量轻、组装简便快捷、标准化生产、可移动和重复使用、抗震性能好等优点，符合国家政策，而目前仅占 30%份额，存在巨大的替代空间。
- q **中高端市场存在广阔的发展空间。**目前，应用于建设工地临时建筑的产品占集成房屋总销量 90%左右。从国外发达国家的商业实践来看，一方面临时建筑逐步向永久建筑发展；另一方面临时集成房屋主要应用于市政、商业、商务、旅游等领域。我国集成房屋在上述领域还未大规模的应用，在上述领域的推广空间巨大。

#### (2) 重点覆盖上市公司盈利预测

**表 7 重点覆盖上市公司盈利预测**

| 公司   | 评级 | 目标价  | 09E  | 10E  | 11E  |
|------|----|------|------|------|------|
| 东华科技 | 买入 | 60.8 | 0.92 | 1.35 | 1.80 |
| 精工钢构 | 买入 | 19.0 | 0.50 | 0.76 | 0.90 |
| 中材国际 | 买入 | 60.0 | 1.80 | 2.40 | 3.00 |
| 洪涛股份 | 买入 | 50.0 | 0.66 | 1.05 | 1.61 |
| 雅致股份 | 买入 | 40.0 | 0.49 | 0.67 | 0.92 |
| 中国中铁 | 增持 | 8.2  | 0.32 | 0.41 | 0.52 |
| 中国铁建 | 增持 | 12.0 | 0.47 | 0.60 | 0.75 |
| 中国建筑 | 增持 | 5.05 | 0.18 | 0.21 | 0.25 |
| 中国中冶 | 中性 | -    | 0.23 | 0.30 | 0.35 |

数据来源：湘财证券研究所

#### 4、风险提示

##### （1）固定资产投资低于预期

固定资产投资是建筑工程行业的决定性变量，若固定资产投资低于预期，则行业平均增速将会低于预期，造成行业整体风险。

##### （2）宏观经济恢复低于预期

建筑工程与宏观经济联系非常密切，宏观经济恢复低于预期则行业整体会受到显著影响。

##### （3）原材料价格大幅波动

对于包工包料的建筑工程企业而言，由于价格合同提前签订，原材料价格大幅波动则会给公司的盈利能力造成显著的影响。

##### （4）人民币升值

人民币升值会给出口回暖带来不利的影响，对于以出口为主的企业而言，其业务会受到很大影响。

##### （5）国际政治经济形势大变

国际政治经济形势大变不仅会对出口型工程企业造成重大影响，而且还会对国内的宏观经济造成重大影响，进而影响到工程行业。

### 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

### 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。