

建筑与工程

——建筑业 5 大央企迎来战略性投资机会

投资评级 推荐

投资要点:

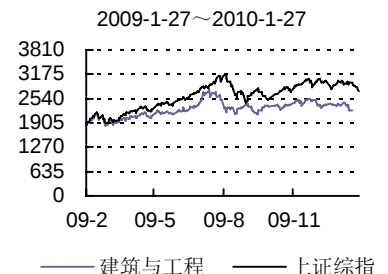
- 营业收入及净利润快速增长: 5 家建筑业央企 (不包括葛洲坝) 除中冶外, 其余都显著受益于固定资产投资快速增加及房地产行业的复苏, 预计 2009 年的营业收入及净利润大都实现快速增长。
- 未完工定单充足: 除中冶外其余 4 家公司目前都手持充足未完工定单, 为其未来两年收入快速增长提供较好保障, 中冶因所在冶金行业产能过剩及下游需求不足, 导致其未完工定单相对较少。
- 毛利率变化各异: 中铁及铁建因铁道部控制铁路投资项目的主导权, 加上 2009 年施工任务饱满, 管理粗放等因素, 导致其毛利率同比小幅度下跌; 中建受益于房地产业务复速, 房地产业务毛利率大幅度上升且结算收入占比增加致使公司毛利率上升; 中冶的矿业投资业务毛利率提升较高致使毛利率提升; 中国化学毛利率下降。
- 股价大幅度下跌甚至跌破发行价: 除中铁股价较发行价高约 25% 外, 中建股价接近于发行价, 其余三家都已跌破发行价; 特别是 2009 年下半年 IPO 的三家公司股价都已远低于上市首日收盘价, 中冶港股更是跌破发行价 35%。
- 股指期货的配置标的: 股指期货以沪深 300 为标的, 以目前 5 家公司的流通市值, 都在沪深 300 成分股内 (新上市的公司还未进入), 根据 09 年 4 季度基金重仓股持股统计, 目前 5 家公司的基金重仓股持股比例为中铁及中建高于基金重仓股平均持股比例, 其余 3 家均低于基金重仓股的平均持股比例。
- 风险提示: 房地产调控风险、未来固定资产投资增速下降风险、工程进度及安全防范风险。
- 盈利预测与估值: 5 家公司的 2009 年市盈率除中国化学在 29 倍外, 其余 4 家均低于 25 倍, 且 PB 均低于 2.5 倍; 两项指标皆低于沪深 300 的平均水平; 预计 2010 年的平均动态 PE 可降低至 16 倍。给予 5 家公司 “推荐” 的投资评级。

2010 年 1 月 27 日

主要数据

行业指数	2227.78
上证指数/深圳成指	2986.61/12046.78
公司家数	41
总市值(百万元)	724074.33
流通市值(百万元)	348045.19

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-金螳螂 002081 公司点评:一建筑装饰龙头, 盈利能力突出》,
《国元证券公司研究-隧道股份 600820 公司点评:一收入快速增长, 盈利能力逐步提
《国元证券行业研究-建筑与工程行业研究报告:一建筑与工程行业重点跟踪上市公司

联系方式

研究员: 包社
电 话: 021-51097188-1923
电 邮: baoshe@gyzq.com.cn
联系人: 赵喜娟
电 话: (86-21) 51097188-1952
电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址: 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F (200120)

引言

本报告主要分析我国建筑业的 5 大央企上市公司（葛洲坝除外），5 家公司中中铁及铁建在 2008 年初上市，其余 3 家在 2009 年下半年上市；5 家公司除中冶外均受益于我国固定资产投资快速增加及房地产行业的复苏，预计其 2009 年营业收入及净利润均实现快速增长；同时大都手持充足的未完工定单，为其未来两年收入快速增长提供较好保障。

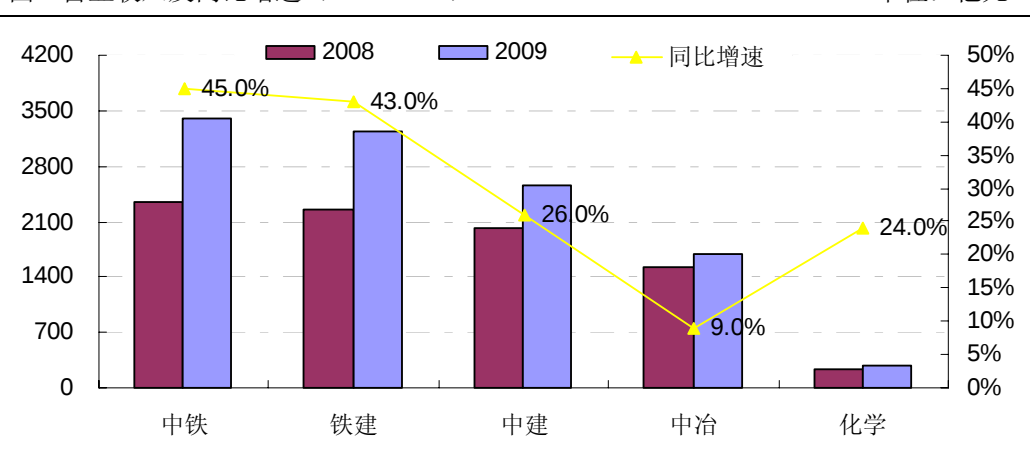
不过 5 家公司上市后，其股价表现远远低于其业绩增长的速度，更落后于沪深 300 指数的增速，甚至 3 家公司跌破发行价；5 家公司 2009 年的市盈率及市净率均低于沪深 300 指数水平；且各家公司均在其细分工程建设领域有较强的竞争优势，因此未来业绩增长较为确定。同时我们考虑到未来的股指期货推出，5 家公司（刚上市的公司过一段时间方可进入）将有望进入沪深 300 指数成分股，给予 5 家公司“推荐”的投资评级。

1 营业收入及净利润分析

5 家公司中中铁及铁建受益于基建投资增长迅猛，其 2009 年前 3 季度的营业收入均增长 50% 以上，预计 2009 年全年有望增长 45% 左右；中建因受益于房地产复苏其 2009 年前 3 季度营业收入同比增加 25%，预计全年有望增加 26% 左右；中冶因为行业产能过剩及下游需求不足，预计 2009 年营业收入增长 9% 左右；中国化学预计 2009 年营业收入增长 24% 左右。

图1:营业收入及同比增速（2008-2009）

单位：亿元

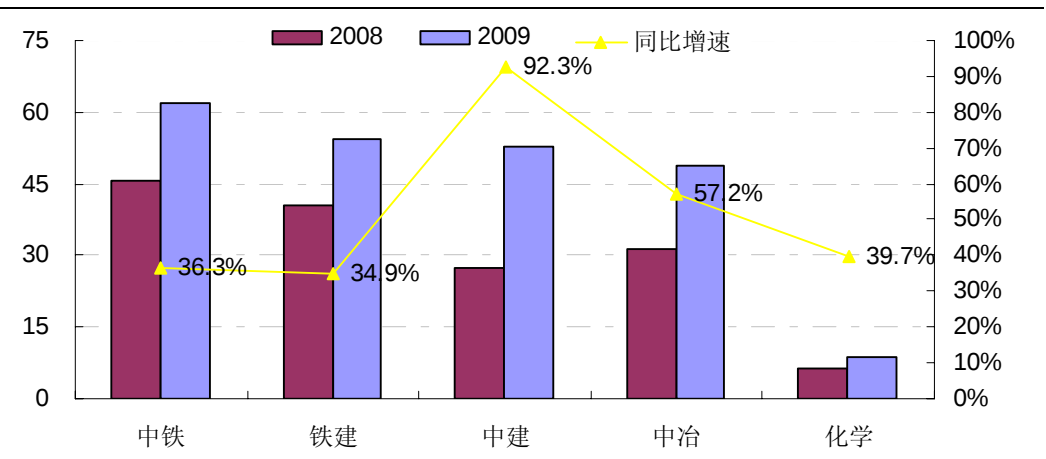


资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

中国中铁因2008年汇兑损失较大，导致2008年仅实现净利润11.5亿元（汇兑损失约40亿元），2009年净利润增速超过400%（其中2009年产生汇兑收益，预计在6亿元），预计增速在480%左右，若考虑汇兑损益因素，2009年净利润增速在36%左右；铁建2008年受到汇兑损失较少（约8亿元），扣除汇兑损益后，预计2009年净利润增速在35%左右；中建因2008年4季度净利润下降较大，同时2009年房地产价格大幅度上升，2009年实现净利润增速在80%以上，预计增速在90%左右；中国中冶因为2008年的矿业公司亏损而2009年盈利较好，致使2009年利润增速较大，其在收入小幅增长的情况下预计净利润增速在58%左右；中国化学受益于2009年下半年石油价格大幅度上涨，导致化学行业投资增速增加，预计净利润增速在40%左右。

图2:净利润及同比增速 (2008-2009)

单位: 亿元



资料来源: 公司定期报告, 国元证券研究中心

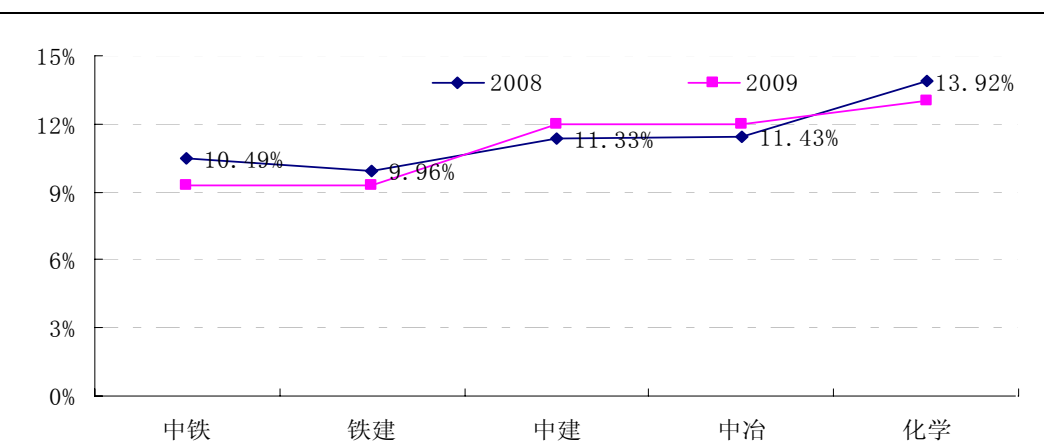
注: 净利润为归属于母公司所有者的净利润, 中铁及铁建的净利润及同比增速已扣除 2008、2009 年的汇兑损益因素。

2 毛利率分析

5 家公司中中国化学毛利率相对较高, 预计 2009 年维持在 13.0%的水平; 两铁的毛利率相对较低, 预计 2009 年维持在 9.3%的水平。

中铁及铁建 2009 年的毛利率因铁道部控制主要原材料采购权及高铁调概延期等因素, 加之两公司施工任务饱满, 导致管理粗放, 毛利率出现下降, 中铁预计下降 1.2%, 铁建预计下降 0.7%, 预计在 2010 年会出现小幅度上升; 中建因房地产价格大涨导致房地产业务的毛利率上升明显, 同时房地产业务结算收入增速远高于建筑业务, 预计其毛利率出现 0.8%左右的上升; 中冶因矿业公司 2009 年实现盈利, 而 2008 年产生亏损, 预计 2009 年公司毛利率提升 0.5%左右。中国化学 2008 年毛利率较高, 预计 2009 年毛利率下降 1%左右。

图3:毛利率同比变化 (2008-2009)



资料来源: 公司定期报告, 国元证券研究中心

3 未完工定单分析

中铁及铁建受益于基建投资的迅猛增长, 2008-2009 年新签定单呈现爆发式增长, 估计 2009 年两家公司的新签定单分别为 5500 及 5300 亿元, 截止到 2009 年两公司未完工定单有望达到 6200 亿元, 6500 亿元, 分别是其 2009 年预计营业收入的 1.8 倍、2 倍。

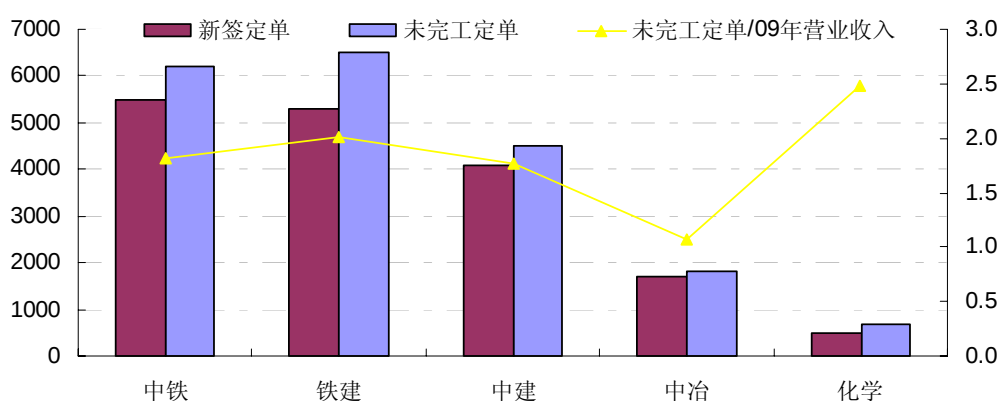
中建受益于房地产行业的强劲复苏，2009 年下半年新接定单同比增速明显提高，全年新签定单 4100 亿元，预计 2009 年底未完工定单在 4500 亿元，是其 2009 年房建业务收入的 2 倍。

中冶则受到行业投资增速下降及下游行业需求的拖累，2008 年以来新签定单即增长乏力，2009 年上半年更是同比下降明显，随着公司积极介入基建等相关领域的建设，预计全年新接定单在 1600 亿元，截止到 2009 年底公司未完工定单约是 1800 亿，是其 2009 年预计营业收入的 1.1 倍左右。

中国化学受益于前几年石油价格大幅度上升，在 2007-2008 年在国内外新签大型定单较多，在 2009 年石油价格重新上升后，公司新签定单重新维持较高的增长态势，估计 2009 年公司新签定单在 500 亿元左右，2009 年底公司未完工定单约 700 亿元，是其 2009 年公司预计营业收入的 2.4 倍，公司未来的营业收入有望继续强劲增长。

图4:09年新接定单及未完工定单/09年营业收入比

单位：亿元

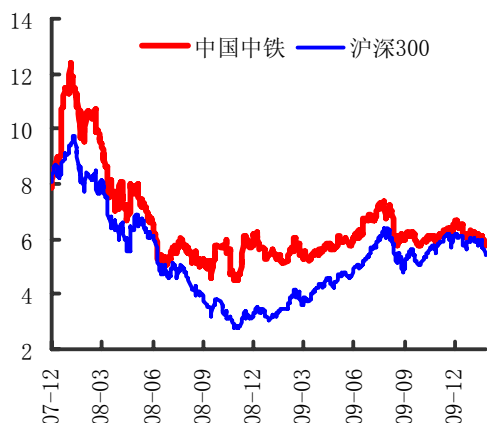


资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

4 股价走势分析

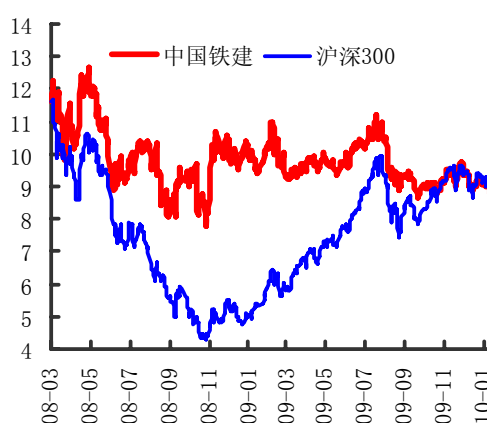
5 家公司截止 2010 年 1 月 27 日收盘，除中铁股价 5.76 元，高于其发行价 4.56 元较多外；中建目前股价 4.25 元接近其发行价格 4.18 元；中冶、中化及铁建目前的股价都低于其发行价 5%以上；低于发行价最多的是中冶，已跌破发行价 11%，而其香港同步上市的港股价格更是跌破发行价 35%。

图 5 中铁股价走势及沪深 300 指数对比



资料来源：WIND、国元证券研究中心

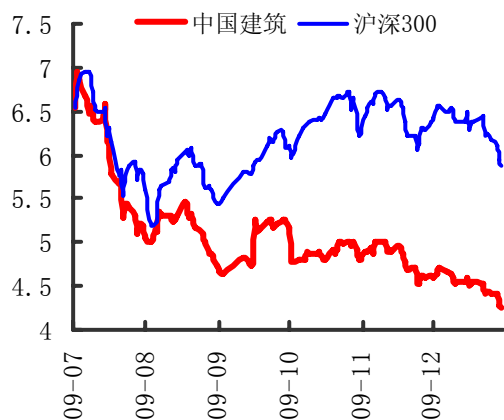
图 6 铁建股价走势及沪深 300 指数对比



资料来源：WIND、国元证券研究中心

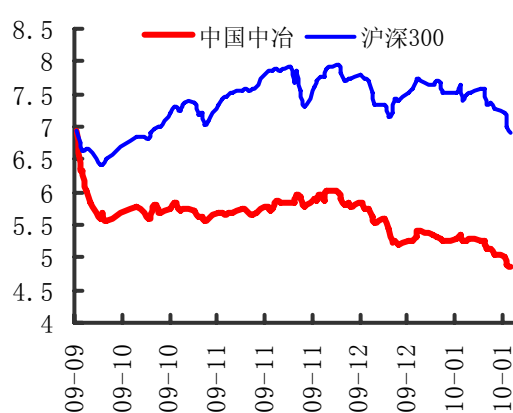
中建及中冶在 2009 年下半年上市后，在上市当日高开后，股价即开始了逐级下跌，从下图可以看出上市以来股价走势与沪深 300 指数走势呈持续扩大走势。

图 7 中建股价走势及沪深 300 指数对比



资料来源：WIND、国元证券研究中心

图 8 中冶股价走势及沪深 300 指数对比



资料来源：WIND、国元证券研究中心

注：中国化学因 2010 年 1 月刚上市，未进行对比分析。

5 基金重仓股持股分析

根据证券时报对基金在 2009 年 12 月 31 日各基金前 10 大重仓股的持仓统计结果，基金前 10 大重仓股持股数占 A 股流通股的 3.0%；由于截止到 2009 年 4 季度，A 股流通市值中已包含如工行、宝钢等大型央企及地方国有企业具有控股权的股份已上市流通，粗略估计这部分已进入流通状态而大股东不会出售的股份总数应占 A 股流通市值的 50% 左右，以此估计基金前 10 大重仓股持股数占真正的 A 股流通市值大概 6%。

各基金的前 10 大重仓股中包含 5 家央企的基金个数及持股数量如下表；从中可以看出中铁及中建被基金重仓的比例相对较高，均在 6% 以上；而其余 3 家都保持 2% 以下的比例，低于基金的平均重仓持股比例。

从 2009 年 3 季度与 4 季度的持仓对比情况来看，中建被集中增持，不过基金个数大幅度减少；中铁被减持，基金个数大幅度减少；铁建及中冶持股比例基本未变；而化学因为 2010 年 1 月份刚上市，不具可比性。

表 1:5 家公司的基金重仓持股

	基金家数	持股数量	基金占流	基金家数	持股数量	占流通
	2009.09	(亿股)	流通股比例	2009.12	(亿股)	股比例
中铁	10	3.74	8.00%	4	3.17	6.77%
铁建	3	0.41	1.67%	3	0.39	1.61%
中建	68	7.00	11.67%	40	9.65	8.05%
中冶	36	0.56	2.45%	17	0.50	1.42%
化学	-	--	-	24	0.18	2.00%

资料来源：证券时报，国元证券研究中心

注：中建在 2009 年 9 月份有 50% 的限售股未流通。

6 公司优劣势分析

5 家公司均作为我国建筑业各细分领域的龙头，在各自领域内均具有较强的竞争优势，不过由于各细分行业的现状及未来发展趋势不同，导致各公司未来的业绩具有较大的差异性。

表 2 5 家公司优劣势分析

公司名称	优势	劣势
中铁	铁路双寡头之一，行业成长性好，未完工定单充足，积极进入矿业开发、地产及项目投资业务	定单定价权在铁道部，汇兑及施工安全风险
铁建	铁路双寡头之一，行业成长性好，未完工定单充足，海外定单充足，经营稳健	定单定价权在铁道部，海外项目的政策风险，管理费用相对较多
中建	房建业务龙头，地产业务的领先者；管理卓有成效，市场化优势明显	土地储备规模超过 5000 万平方米，2009 年下半年拿地较为激进
中冶	冶金工程的领导者，毛利率相对较高；已积极介入海外业务及矿业资源开发业务	行业成长性较差，在手未完工定单较低，未来收入增长不确定性大
化学	化学工程领域的领导者，积极采用 EPC 等承包模式，在手未完工定单充足，海外业务拓展较好	煤化工未来发展具有一定不确定性，较高的毛利率水平能否维持

资料来源：证券时报，国元证券研究中心

7 盈利能力预测及估值

根据 5 家公司在行业内的优势、前几年的经营情况及未完工定单情况，并结合各公司的竞争优势及行业未来发展趋势，对各公司 2009-2010 年进行盈利预测，并给出投资建议。

表 3 5 家公司盈利及估值指标

单位：元	股价	2008 EPS	2009 EPS(E)	2010 EPS(E)	2008 PE	2009 PE(E)	2010 PE(E)	PB	投资 评级
中铁	5.76	0.05	0.31	0.40	110	19	14	2	推荐+
铁建	8.47	0.30	0.46	0.61	29	18	14	2.1	推荐+
中建	4.26	0.09	0.18	0.23	47	24	18	1.9	推荐
中冶	4.87	0.16	0.26	0.30	30	19	16	2.5	推荐-
化学	5.19	0.13	0.18	0.24	39	29	22	2.4	推荐
单位：亿元		2008 收入	2009 收入(E)	2010 收入(E)	2008 净利润	2009 净利润(E)	2010 净利润(E)	总市值	
中铁		2346	3402	4150	12	66	82	1227	
铁建		2261	3234	4042	36	57	75	1045	
中建		2021	2546	3234	27	53	69	1278	
中冶		1536	1689	1858	31	49	57	931	
		228	283	362	6	9	12	256	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：2009-2010 年各公司数据为预测值，净利润为归属于母公司所有者的净利润。

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
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