

建筑工程行业跟踪报告

成长性投资与主题性投资机会并存

王飞 建筑工程 研究员
电话: 020-87555888-638
eMail: wf2@gf.com.cn

大多施工企业依赖国内建筑市场已无可期待成长空间, 政府投资逻辑失效, 以地铁建设市场作为分析样本, 我们认为行业广阔发展空间难以有效转化相关受益公司业绩并进而影响股价

一丝亮点: 十二五水电建设将迎来新一轮投资高峰, 有望形成主题性投资机会, 葛洲坝最大程度受益, 粤水电实际受益有限而存在概念性机会

节能减排、西部开发和洪涝灾害综合背景下, 十二五水电建设将迎来新一轮投资高峰, 未来5年形成约3000亿的合同规模。考虑到水电建设市场寡头垄断的竞争格局(葛洲坝和中国水利水电分别占据30%和65%的市场份额)和未来水电开发将转向西南地区大型基地建设这一特征, 葛洲坝和中国水利水电将最大程度受益, 而粤水电由于经营的区域性和中大型水电项目施工方面的竞争劣势实际受益程度有限, 但存在概念性机会。

基于海外市场和经营转型两重逻辑首推低估值高成长性中型蓝筹股: 葛洲坝、中材国际

我们目前的推荐思路是, 在市场反弹初期, 低估值高成长性中型蓝筹如葛洲坝、中材国际机会更大, 如果市场行情能够深入演绎, 低估值大市值个股如中国中铁、中国铁建和中国建筑等将迎来较好投资机会。

传统建筑股备受冷落, 板块投资陷入混沌状态

市场较为一致的预期是在国内政府投资逻辑失效的背景下对建筑股未来的增长表示不同程度的担忧, 从而对传统建筑股投资兴趣不足, 我们一个直观的感受是市场关于整个板块的投资陷入一种混沌状态, 主要表现为: 以新签合同增速、合同收入比作为具体的先行量化指标来衡量由承接合同驱动公司增长预期的不同, 近似的估值水平未能有效反应公司之间的成长差异性。

行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	2.83%	-9.74%	-42.54%
沪深300	-0.51%	-15.47%	-25.30%

目录索引

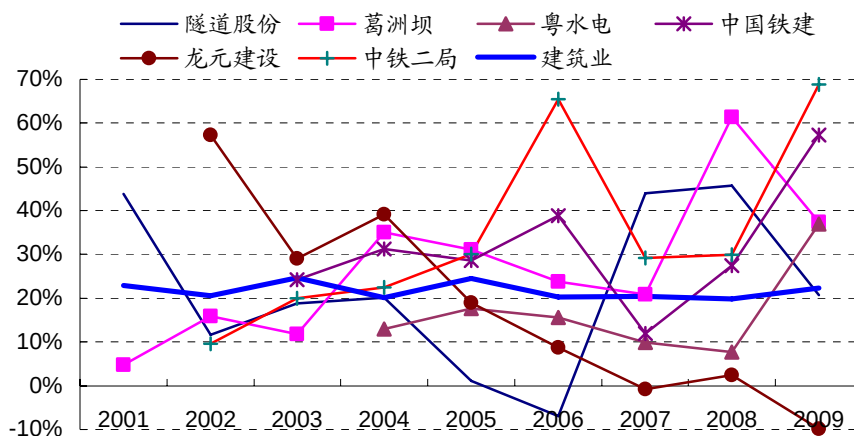
基本观点：大多施工企业依赖国内建筑市场已无可期待成长空间，政府投资逻辑失效.....	4
地铁样本：行业广阔发展空间难以有效转化相关受益公司业绩.....	4
规划实施的长周期性使得年均土建投资增量并不显著.....	4
收入角度分析：基于地方保护的区域分割性、充分竞争的市政建设市场使得区域性施工企业市场开发面临较大难度.....	4
盈利角度分析：更严格的投资控制和盾构施工设备的购置稀释施工收益.....	5
一丝亮点：十二五水电建设将迎来新一轮投资高峰，有望形成主题性投资机会.....	6
环保、移民问题压力之下，水电项目核准陷入停滞状态.....	6
节能减排、西部开发和洪涝灾害综合背景下，十二五水电建设将迎来新一轮投资高峰，有望形成主题性投资机会.....	6
受益主体分析：葛洲坝、中国水利水电最大程度受益，粤水电仅享受概念性机会.....	8
更深入的解析：水电工程施工收入与新增装机容量增长并非同步.....	12
海外逻辑与业务转型：重塑传统建筑股成长预期的核心线索...14	14
海外市场视角：重塑传统建筑新成长预期.....	14
经营转型：长期视角下的成长预期构建.....	14
相关公司评论：葛洲坝、中材国际、中工国际.....	14
量化指标选股与策略观点：首推低估值高成长性中型蓝筹.....	17
传统建筑股备受冷落，板块投资陷入混沌状态.....	17
我们相信市场终究作出成长性差异的细分.....	17
基于海外市场和经营转型两重逻辑首推低估值高成长性中型蓝筹股，强调水电投资加速的主题性投资机会.....	17

基本观点: 大多施工企业依赖国内建筑市场已 无可期待成长空间, 政府投资逻辑失效

由行业自上而下至企业, 我们考察2001年来建筑业增长与企业增长的差异, 我们称之为两者增长的协调性分析。

统计结果显示, 2001年以来相对于20%以上的稳定的行业总产值增速(可近似等同于行业收入增速), 建筑业上市公司的营业收入增长则呈现出较大的波动态势: 或者保持了高于行业水平的增长速度, 如葛洲坝和中国铁建; 或者自高增长水平逐渐下降至行业水平以下的低点, 如龙元建设; 或者一直在行业平均水平以下徘徊, 如粤水电; 或者近年来来自行业水平以下逐步反弹至行业增长水平之上, 如隧道股份和宏润建设。

图1: 2001-2009年建筑业上市公司与行业增速比较



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

上述分析显示, 行业的增长与行业内上市公司的收入增长并无必然的一致性。寻找这种企业增长与行业稳定增长难以保持一致协调性的原因是较为简单的, 从企业经营的范围和区域角度即可找到答案, 我们可以将其归纳为: **经营范围的难以跨越、基于地域分割性的区域拓展障碍与过度化市场竞争态势。**

而正是这一因素的存在, 使得我们对大多传统施工企业未来的市场开发态势并不看好, 国内工程施工业务面临增长困境, 而市场对其低估值也早反映这一预期。

从目前的情况来看, 大多区域性施工企业的收入规模已经达到50亿左右, 相对于已经不小的营业规模, 为了支撑工程施工业务的增长每年的新签合同压力已经越来越大。也正因为这种压力的存在, 且压力的释放和缓解不能如预期顺利, 所以我们看到越来越多的传统施工企业已经选择改变或退出, 如龙元建设和腾达建设的房地产业务开展。

正是在政府主导投资未来趋弱的大背景下, 建筑股依赖国内市场增长的核心投资逻辑已经失效, 行业整体的投资评级似乎并无意义, 建筑股未

来走势必然分化,我们需要进一步寻找能够重塑传统建筑股新成长预期的核心线索。

地铁样本: 行业广阔发展空间难以有效转化相关受益公司业绩

我们认可中国城市轨道交通建设市场未来发展空间巨大这一事实,但这一事实并不是我们阐述的重点,我们所要重点分析的是: **巨大的行业发展空间能否有效转化为建筑上市公司的收益,并带来较大的边际贡献进而对股价产生明显作用?**

提醒注意,我们这里阐述的问题分为两个层面:一是景气行业能否转化为行业内公司业绩?二是如果转化业绩的过程没有障碍,那么这种业绩的边际贡献能否最终影响股价?

对于前者,毫无疑问我们的回答是肯定的,即使从量上难以把握,但这种转化将是必然的。但我们的分析结果使得我们对于问题的后者并不乐观,也就是说在我们看来,行业的广阔发展空间演变为建筑业上市公司的业绩进而对股价产生作用的逻辑难以成立。

为收紧报告篇幅,我们在此仅罗略出我们最终量化分析的结论,更多详尽分析请参考我们的行业深度报告。

(一)规划实施的长周期性使得年均土建投资增量并不显著

遵循2010-2015年中国城市轨道交通建设总投资超过9000亿元的目标,按照30%-40%的土建工程投资占比,地铁总投资中大约有2700亿—3600亿元将转化为工程施工收入,年均540亿-720亿,相对目前建筑行业整体已经超过7万亿美元的总产值只不过杯水车薪。

(二)收入角度分析: 基于地方保护的区域分割性、充分竞争的市政建设市场使得区域性施工企业市场开发面临较大难度

1、三类主体参与, 市政建设市场竞争激烈

以中国中铁和中国铁建为代表的建筑央企,以地方城建集团、市政公司和基础公司为代表的国有企业(如北京城建、广东基础工程公司、广州市政等),和其他外来施工企业(以隧道股份、粤水电和宏润建设为代表)构成目前城市轨道交通建设的三大主体,他们的市场份额分别是80%以上、10%-15%和小于10%。

表1: 三类竞争主体及市场占有率情况

竞争主体	市场份额
中国中铁、中国铁建等建筑央企	> 80%
地方性的国有城建集团、建筑集团、市政公司和基础工程公司	10%—15%
隧道股份、粤水电和宏润建设	< 10%

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们认为这种竞争格局仍将在较长的时间段里维持，主要原因如下：

- ✓ 随着铁路建设高峰的回落，中国中铁和中国铁建将以更大的力度参与轨道交通市场的竞争，根据我们的了解目前两铁下属的工程局存在较为明显的盾构闲置现象，业务量不足仍是最大问题；
- ✓ 包括城市轨道交通在内的市政建设的进入壁垒在逐步降低，经过多年来的培育，具备地铁施工的建筑企业越来越多，除地方性的国有大型建筑集团广泛参与市场竞争，很多民营企业也已掌握地铁施工技术；
- ✓ 在业务量尚不能充分供应的市政建设市场，地方保护主义仍将盛行，这是区域性施工企业市场开发面临的最大的无形障碍。

2、两铁最大程度受益，但边际贡献并不显著；

不可回避的一个现实是，中国中铁和中国铁建的收入规模已经非常庞大，其每年的合同规模也分别达到6000亿，每年几百亿的城轨基建工程对于收入的边际贡献实在太小。这仅是停留在收入层面上的分析，即使获得施工合同，从我们了解的情况来看转化为盈利也可能并不顺利。

3、基于地方保护的区域分割性、充分竞争的市政建设市场使得区域性施工企业（粤水电、隧道股份和宏润建设等）市场开发面临较大难度，实质业绩贡献并不显著；

假设一个区域性施工企业拥有16台盾构，施工任务完全饱和也只能同时担负8个工程项目（地铁建设一般为双线施工），假设每个项目合同金额为3亿（参考各公司公告项目）即为24亿，按照2年施工期计算平均每年贡献12亿，这相对于大多施工企业已经超过50亿的收入规模来看贡献也并不显著。而如果购买设备扩充产能又必然股权融资扩大股权而稀释收益，而且区域拓展障碍又将带来新签合同的巨大压力。

（三）盈利角度分析：更严格的投资控制和盾构施工设备的购置稀释施工收益

目前中国的城市轨道交通建设在经历了诸如北京、广州和深圳等一线城市率先启动之后，已经向二线城市蔓延，相对来看，后面启动建设的二三线城市的财政实力相对薄弱，这很可能带来的一个问题就是这些二线城市的地铁投资控制将更加严格，同时在竞争加剧的态势下，作为盈利重要来源的变更索赔将更加困难。

此外由于跨区域市场开拓存在较大障碍，同时面对谈判能力强势的地方政府，合同承接必然伴随较大的公关成本，由此导致“合同—收入—利润”的转化过程中并没有预想的乐观。

作为少数的伴随着较大资本支出的施工类型——地铁施工，拥有一定数量的盾构是参与盾构施工竞标的前提条件，资本支出较大的盾构设备购买可能依赖股权融资，潜在稀释施工收益。

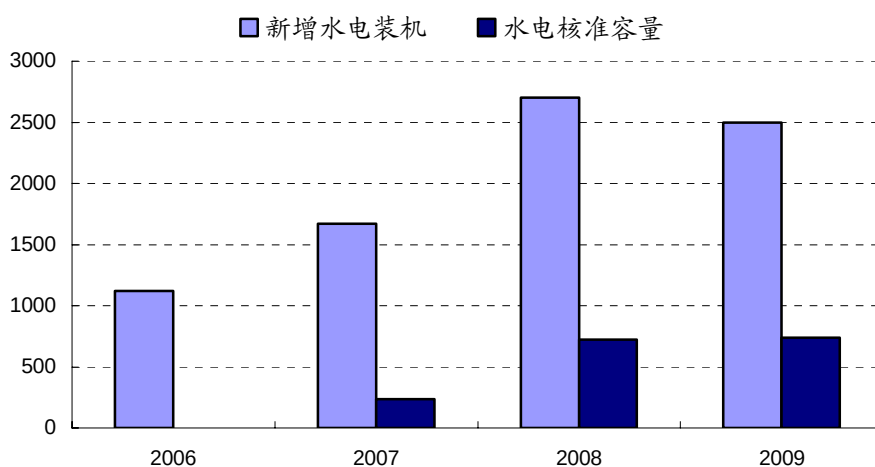
一丝亮点：十二五水电建设将迎来新一轮投资高峰，有望形成主题性投资机会

我们之前提出：大多数传统施工企业依赖国内建筑市场已无可期待成长空间，我们以政策支持且发展空间较大的地铁建设市场作为样本分析来阐述论证“即使行业面临机遇但仍旧难以最终反映为受益公司业绩”这一结论。但似乎，我们还可以寻到一些亮点——各种迹象表明水电有无在“十二五”启动新一轮大规模投资建设，从而制造出新的主题性投资机会，

（一）环保、移民问题压力之下，水电项目核准陷入停滞状态

由于受到生态环境和移民等问题的制约，近年来水电发展几乎陷入停滞，2007、2008、2009年全国核准的水电容量分别仅有234万千瓦、724万千瓦和737万千瓦，共计1695万千瓦，远小于这几年的投产规模，导致水电在建施工规模逐年迅速缩小。2007年以来没有审核通过一个百万千瓦以上装机容量的水电站，2009年6月金沙江中游华能和华电两水电站因为环评因素而遭暂停，种种迹象表明过去国家关于水电这一清洁能源发展在政策方面是压制的。

图2：水电新增装机容量持续高企，新建项目核准陷入停滞（单位：万千瓦）



数据来源：中电联、广发证券发展研究中心

（二）节能减排、西部开发和洪涝灾害综合背景下，十二五水电建设将迎来新一轮投资高峰，有望形成主题性投资机会

1、大型水电项目审批已经解冻，政策基调发生积极变化

我们注意到进入2010年以来关于水电发展的众多积极声音此起彼伏，而诸多动作迹象也在说明水电发展的形式动态在悄然变化：

——有报道2009年6月被环保部叫停的金沙江上的鲁地拉和龙开口两座水电站正在做复工的准备工作，传百万千瓦级水电审批解冻；

——发改委10年7月5日公布西部大开发新开工23项重点工程，其中包括了四川大渡河猴子岩（170万千瓦）和雅砻江桐子林水电站（60万千瓦）；

——报国务院审议同意，日前，发改委核准金沙江中游金安桥水电站建设项目，设计装机容量240万千瓦，标志着大型水电项目审批解冻；

——中国水电工程顾问集团公司副总经理王民浩在日前召开“十二五”能源发展论坛电力分论坛上透露，我国“十二五”水电发展的目标是到2015年，水电装机容量将达到3.1亿千瓦，2020年将达到3.8亿千瓦；

——国家能源局副局长吴吟在6月19日举行的中国能源战略与“十二五”能源发展论坛上表示“十二五”时期必须加大水电核电建设，大力发展可再生能源，为实现2020年能源结构调整和温室气体减排目标打下坚实基础；

——国家能源局局长张国宝日前表示，如不抓紧开工一批新的水电项目，将难以实现中国向国际社会承诺的2020年节能减排目标。他透露，根据初步规划，2020年时水电装机能力应达3.8亿千瓦，其中常规水电3.3亿千瓦以上，他进一步表示，考虑水电建设周期，初步推算2010-2015年期间需核准开工水电项目1.2亿千瓦左右；

——2010年7月14日中电联发布“2009年全国电力工业统计年报数据”，其中表述：2009年，我国政府向世界承诺到2020年我国非化石能源占一次能源消费的比重达到15%左右，这一承诺对电力行业清洁发展提出了更高的要求，初步分析，要实现这一目标，除了大力发展核电外，还必须加大水电尤其是大型水电站的开发力度。

综合来看，水电有望在未来的电力“十二五”规划中定位上调，由过去的“限制开发”变为“大力开发”。

2、水电开发重新提速的逻辑：节能减排、西部开发和洪涝灾害综合背景

我们认为再提推进水电发展的原因是多方面，但首要因素应该是新能源(包括风电，太阳能，核电)发展面临暂时的瓶颈因素。风电短期瓶颈在电网建设速度落后于风电扩张的速度，这造成电网对风电消纳能力不足；核电方面考虑到AP1000 国产化率，铀矿储备和安全性保障问题，发展以稳健性为准则，暂时不会把2020 年装机容量目标提得过高；太阳能仍然需要在降低成本、改善经济性上努力。新能源无法如期大规模化量产，难以担负起实现我国承诺的2020年节能减排目标的重任，而水电仍旧是目前我国唯一成熟的可大规模量产清洁能源，且中国拥有水能资源蕴藏量丰富的资源禀赋，所以减排的重任自然落在水电身上。

而从国家加快西部大开发和现阶段旱灾和洪灾交替出现的极端气候影响下，加快水电建设既有利于四川、云南和西藏等西部省份的经济发展，也有利于洪灾等极端天气的防治。

即使水电建设仍旧面临环保、移民问题等压力，但显然政策已在利弊之间做出权衡。

3、水电建设空间展望：未来5年有望形成约3000亿的合同规模

为便于测算水电建设空间，我们做如下假设：

1) 考虑到水电建设的长周期性，若要保证2015年以后投产运行，则在2010-2015年间须核准开工，假设2011—2015年新建项目核准1亿千瓦装机容量；

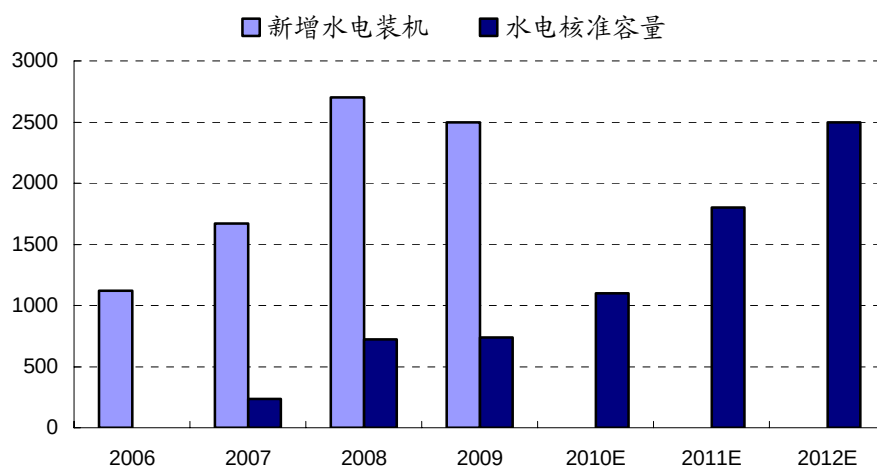
2) 假设每万千瓦总投资8000万，土建、金属结构安装占总投资的35%，即总投资的35%转化为土建工程；

在上述假设的基础上，可计算得到年均核准水电约2000万千瓦，对比2007-2009年三年时间共核准1695万千瓦，这样的比较可以更清晰看到未来水电建设发展的力度。

由此计算2011—2015年总核准投资额为8000亿，按照土建投资35%（经验值）的占比计算则有2800亿的合同规模，则年均核准水电装机2000万千瓦，年均合同规模560亿。

虽然相比铁路投资总量要小很多，但对比受益公司的收入规模，这仍是国内建筑市场的一丝亮点。

图3：新建项目核准预期将从2010年开始快速回升（单位：万千瓦）



数据来源：中电联、广发证券发展研究中心

（三）受益主体分析：葛洲坝、中国水利水电最大程度受益，粤水电享受概念性机会

关于地铁样本的分析显示：行业的广阔发展空间演变为建筑业上市公司的业绩进而对股价产生作用的逻辑难以成立。那么水电建设市场是否存在相似的情形，这首要的涉及到对市场竞争态势的分析。

1、水电建设市寡头垄断，葛洲坝和中水电市场份额90%以上

综合来看，中国的水电建设市场呈现出寡头垄断的竞争格局。

我们通过中国水利水电建设集团和葛洲坝的历史累计装机容量占建国以来我国水电总装机容量之比推导出两家在水电建设市场各占70%和

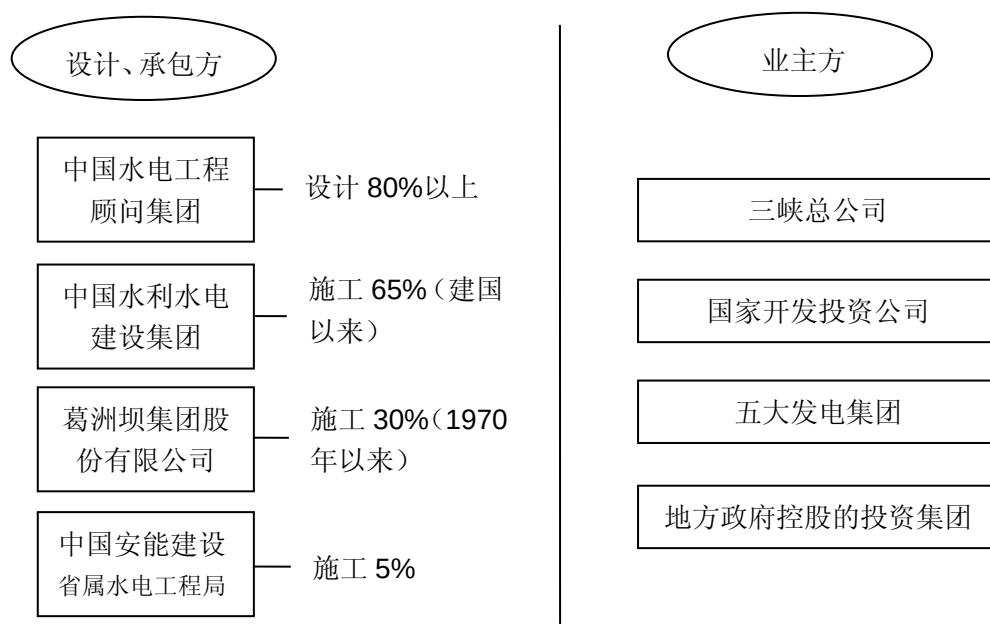
25%的市场份额，但实际上我们选择比较的时点并不一致，关于葛洲坝的统计数据是始自于1970年为兴建葛洲坝水利工程而成立的三三〇工程局，我们有理由相信从新增项目来看葛洲坝的市场份额应在30%以上，凭借承建三峡工程65%以上施工量更奠定了其在大中型水电项目的强势地位。

2006年，金沙江一期工程溪洛渡和向家坝的开工建设标志着我国最大的水电基地正式拉开建设的序幕，而从葛洲坝的工程承接情况来看，公司承揽了溪洛渡水电工程已开工项目的1/3施工份额、向家坝工程发包项目的60%施工份额。从已建大中型水电项目中的市场份额来看，葛洲坝经过激烈的竞争脱颖而出，在中国大中型水电建设市场的份额和地位得以不断提高，近年来已经逐步由过去的1/4提升到1/3，凸现出公司在大中型水电站建设方面无与伦比的技术优势。

其他包括中国安能建设和粤水电为代表的省属水电施工局大约占据着5%的市场份额，跨区域施工和获取份额能力较差。

正是由于水电建设行业的寡头垄断竞争格局，葛洲坝和中国水利水电建设集团在未来水电的大规模投资建设中可以最大程度受益，且因为相对较小的收入规模而边际贡献较为显著，这才是我们关于此行业深入分析的根本意义所在。

图4：国内水电建设市场竞争格局



数据来源：广发证券发展研究中心

2、未来水电开发将转向西南地区大型基地建设，寡头垄断格局有望加强

根据水电建设规划，到2010年东部、中部和西部的水电开发程度将分别达到90%、78.4%和24.9%。分省份来看，到2010年水电资源丰富的四川、云南和贵州的开发程度将分别达到26.6%、20.5%和78.6%，而到2020年将大幅提升为63.3%、61.6%和94%。值得我们关注的是，水电资源蕴藏量最为丰富的四川和云南其水电开发程度将在2020年相对于2010年翻一倍，因此，十一五之后的水电开发将集中在西南地区的金沙江、雅