

建筑业 (0105)

主题性投资再掀波澜

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

一周回顾: 主题性投资掀波澜, 个股走势分化

在过往一个多月的连续三地路演中, 我们深入阐述了关于行业投资“海外视角和经营转型”的两重逻辑, 基本得到了大家的认可, 同时提示了由于“节能减排、西部开发和洪涝灾害等综合背景下”新一轮大规模水电建设有望重启所带来的主题性投资机会。从上周建筑个股的表现来看基本印证了我们关于行业的基本判断, 葛洲坝、粤水电和中材国际分别上涨 19.02%、13.99%和 13.32%, 位居传统建筑股涨幅前三位。即使仍有炒作因素影响, 但我们认为市场关于公司未来成长差异性的判断趋于有效。

未来行业投资展望: 关注新一波主题性投资机会到来——央企整合与重组

国资委主任李荣融曾多次表示要以组建国新资产管理公司为契机, 加快中央企业重组和调整步伐, 今年要把中央企业调整到 100 家以内, 我们有充分理由相信关于央企重组调整的步伐一直再加快, 而这极有可能衍生出新一波主题性投资机会。对于央企整合与重组概念及其衍生的主题性投资机会, 投射到建筑工程行业进行投资标的的选择, 我们的观点是这样的: 从广泛意义上看, 葛洲坝、中工国际和路桥建设皆具备央企重组概念, 但后者更多来自集团内部资源整合所带来的投资机会, 在时间点上取决于集团的自主性把控而较难掌握; 葛洲坝则较为贴切的符合外生性的兼并重组机会因而是我们的首选投资标的。

行业策略: 首推低估值高成长性中型蓝筹, 关注央企重组加快衍生的主题性投资机会

坚持我们此前的推荐思路是, 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。

关于水利水电投资加速所带来的主题性投资, 我们预计本周将趋于减弱, 从估值来看仅以此不足以支撑更高的估值提升, 且相关受益个股已经处于行业估值的高端水平。

我们提示关注有关央企重组加快所带来的新一波主题性投资机会, 关于此葛洲坝仍是我们对比分析后的首选。

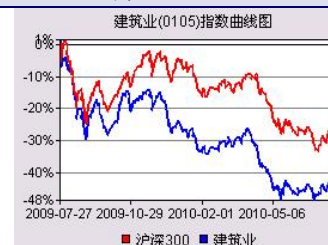
行业评级

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	4.56%	-6.90%	-41.56%
沪深 300	2.08%	-12.44%	-23.84%

一周回顾：主题性投资掀波澜，个股走势分化

一周走势印证我们此前关于行业的基本判断

我们在上一篇行业跟踪报告《成长性投资与主题性投资机会并存》写到：在此前的京沪深三地行业路演中我们较为明显的感受到传统建筑股备受市场冷落，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，但我们关于行业投资海外视角和经营转型两重逻辑的阐述基本得到大家的认可。

同时，在过往一个多月连续的三地路演中，我们提示了由于“节能减排、西部开发和洪涝灾害等综合背景下”新一轮大规模水电建设有望重启所带来的主题性投资机会。

从上周建筑个股的表现来看基本印证了我们关于行业的基本判断。葛洲坝、粤水电和中材国际分别上涨19.02%、13.99%和13.32%，位居传统建筑股涨幅前三位。

表1：建筑股上一周涨幅及估值水平比较

公司	周涨幅	2010年EPS	2011年EPS	2010年PE	2011年PE
葛洲坝	19.02%	0.51	0.70	17.06	12.43
粤水电	13.99%	0.34	0.46	24.68	18.24
精工钢构	13.38%	0.58	0.78	17.53	13.04
中材国际	13.32%	1.36	1.72	15.83	12.52
中铁二局	10.63%	0.73	0.91	13.26	10.64
中工国际	9.31%	1.53	1.90	23.33	18.79
隧道股份	7.48%	0.65	0.80	14.37	11.67
上海建工	7.26%	0.75	0.88	14.19	12.09
宏润建设	4.14%	0.80	1.03	17.31	13.45
中国中铁	4.23%	0.41	0.50	10.83	8.88
中国铁建	0.94%	0.66	0.83	11.42	9.08

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

注：PE计算选取2010年7月23日收盘价

估值分化逐步体现公司未来成长性差异

我们在上一篇行业跟踪报告同样写到：正是由于大家普遍的兴趣不足，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，主要表现为近似的估值水平未能有效反应公司之间的成长差异性。

经过上一周个股不同程度的上涨，估值逐步呈现分化趋势，我们认为市场关于公司未来成长差异性的判断趋于有效，即使仍有炒作因素影响，但基本符合我们前述的关于建筑股的投资逻辑。

未来行业投资展望：关注新一波主题性投资机会到来——央企整合与重组

央企重组调整步伐加快预期进一步增强

7月23日下午，国资委在北京会议中心召开年中工作会——中央企业负责人会议，各央企一把手、国有重点大型企业监事会主席近300人参会。李荣融在发言中表示“要以组建国新资产管理公司为契机，加快中央企业重组和调整步伐，今年要把中央企业调整到100家以内”。

这已不是李荣融针对该问题的第一次表态，在2010年6月24日召开的2010年中央企业科技工作会议上，他曾坚定表示“央企将在年内整合至100家以内”。2010年3月10日，李荣融也曾表示，央企重组正按照原定规划进行，到2010年底减少到80到100家不会动摇。

如果再联想到此前国务院总理温家宝6月30日主持召开国务院常务会议，研究部署促进企业兼并重组，中央将设立专项资金支持中央企业兼并重组。我们有充分理由相信关于央企重组调整的步伐一直再加快，而这极有可能衍生出新一波主题性投资机会。

投资标的筛选：葛洲坝——电网主辅分离改革有望重启，公司或最大程度受益

对于央企整合与重组概念及其衍生的主题性投资机会，投射到建筑工程行业进行投资标的选择，我们的观点是这样的：从广泛意义上看，葛洲坝、中工国际和路桥建设皆具备央企重组概念，但后两者更多来自集团内部资源整合所带来的投资机会，在时间点上取决于集团的自主性把控而较难掌握，葛洲坝则较为贴切的符合外生性的兼并重组机会，下面我们就此作一阐述。

理解葛洲坝受益于央企重组加快的核心在于了解中国电力体制改革与电网主辅分离进程，而这一切又不过是国资委加快央企兼并重组和央企主辅业分离大框架下的必然产物。而种种迹象已经表明，电网主辅分离改革有望重启，且在年内完成的可能性较大。

1、电网主辅分离改革一波三折，再度重启表明实施确定性增强

我们在下表中就整个电力体制改革的历史背景做了梳理，基本能够给出一个清晰的脉络和轮廓。需要说明的是，我们的分析资料全部来自于公开的新闻报道，这在表3的附注中有所说明和列举。其实，电网主辅分离改革本身就是一个公开的新闻事件，只不过在实施的过程中一波三折、几经变故使其无法演变形成为具体的投资机会。

我们分析认为，电网主辅分离改革的再启动是在国资委加快央企并购重组和央企主辅业分离大框架下的必然选择，重启表明了决策层的决心和力度，从而使得最终实施的确定性大大增强。

表2: 电力体制改革进程表

时间	重大事项	主要内容
2002-4-1	国务院关于印发电力体制改革方案的通知	确定“厂网分开”、“主辅分离”、“主多分离”、“输配分开”的改革方向
2002-12-1	实施厂网分开	组建了五大发电集团、两大电网公司和四大电力辅业集团（两个施工类央企：葛洲坝和中国水利水电，两个设计类央企：中国水电工程顾问集团和中国电力工程顾问集团）
2004-12-17	“主辅分离”改革方案上报决策层	因“电荒”，在“保大局”的背景之下，“主辅分离”方案最终“流产”
2007-8-1	国务院办公厅转发电力体制改革工作小组关于“十一五”深化电力体制改革实施意见的通知	“十一五”期间前两年，集中精力处理厂网分开遗留问题，巩固厂网分开成果，稳步实施主辅分离改革，推进区域电力市场平台建设和大用户与发电企业直接交易，推进电价改革，对输配电业务实行内部财务独立核算，开展输配分开和农村电力体制改革研究。“十一五”期间后三年，进一步完善区域电力市场，落实电价改革方案，适时开展输配分开改革试点和深化农村电力体制改革试点等工作。
2007-12-1	“主辅分离”方案在各大部委之间达成一致	2008年初雪灾让方案再度搁浅，国家电网公司认为“送变电企业和设计院都不应作为辅业分离出去
2008-10-1	国资委企业改革局出台《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》	清理电力企业中层以上干部和关键岗位人员持有的多经企业股权问题，以禁止关联交易行为的发生，从而防止国有资产流失，为电力改革进一步扫清障碍
2010年初	主辅分离的方案再度被主管部门提上讨论的议程	有望破冰

数据来源：《财经》、广发证券发展研究中心

注：本表的内容整理重点参考了《财经》文章之“电力主辅分离倒计时”（2005年2月2日）和“电力‘主辅分离’可能从头再来”、《财经国家周刊》文章“电网公司‘主辅分离’八年争议”（2010年1月25日）、上海证券报文章“电网主辅分离改革今年有望重启”（2010年2月4日）

2、葛洲坝或最大程度受益

市场似乎很难想象电网主辅分离改革与葛洲坝的关系，其实追溯葛洲坝自成立以来的历史沿革，我们便可轻易得以了解：在2002年电力体制改革实施之前，葛洲坝的一直都隶属电力部门主管，其本身就是一个电力系统企业，是在2002年的电力体制改革作为四家辅业集团之一与五大发电集团和两大电网公司从国家电力公司分出。

在关于公司的价值分析时，很少有人注意到这一点。

根据公开信息显示，国资委于2007年底制定了《电网主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案》，并与发改委、电监会、财政部等部门达成了一致意见。所谓2007年达成的“主辅分离”方案的核心思想是：剥离电网公司下属的辅业资产，将其与两大设计类央企、920万千瓦变现资金187亿（包括三部分内容）注入到以葛洲坝和中国水利水电为平台组建的两大实力相均的综合性电力建设公司。

我们尚未掌握电网下属辅业资产的收入、盈利情况，这里仅列出我们

搜集到关于两个设计类的央企——中国水电工程顾问集团和中国电力工程顾问集团——2008年的收入及盈利情况。两家设计企业都在所属领域处于绝对垄断地位，以数据更为翔实的水电工程顾问集团为例，截止2007年底在勘察设计和咨询方面集团公司承担了我国已投产水电项目的65%、正在建设水电项目的85%和正在开展前期工作水电项目的90%；我国已投产风电项目装机约602万KW、正在建设的风电项目装机约425万KW、正在开展前期工作的风电项目装机281万KW，其中有集团公司承担规划勘测设计的分别占40%、35.3和46.3%。

对设计公司的整合将有助于葛洲坝和中国水利水电建设集团构建起完善的设计——施工产业链，协同效应将创造“1+1>2”的效果。如果按照2007年的重组方案，葛洲坝无疑将成为最大的受益者之一，重新启动的电网主辅分离改革在具体方案方面可能在2007年的基础上有所完善和调整，虽然实施方案尚不明确，公司都将是重要的受益者。

表3：两个设计类央企2008年经营数据情况

公司	收入	利润及增速	净利润及增速	利润率	新签合同	合同收入比
中国水电工程顾问集团	77.4	8 (48%)	6.7 (60%)	10.3%	164.1 (74%)	2.12
中国电力工程顾问集团	87.7	9.6	-	10.9%	-	-

数据资料：广发证券发展研究中心

策略观点：首推低估值高成长性中型蓝筹，关注央企重组加快衍生的主题性投资机会

坚持我们此前的推荐思路是，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。

关于水利水电投资加速所带来的主题性投资，我们预计本周将趋于减弱，从估值来看仅以此不足以支撑更高的估值提升，且相关受益个股已经处于行业估值的高端水平。

我们提示关注有关央企重组加快所带来的新一波主题性投资机会，从广泛意义上看，葛洲坝、中工国际和路桥建设皆具备央企重组概念，但后两者更多来自集团内部资源整合所带来的投资机会，在时间点上取决于集团的自主性把控而较难掌握；葛洲坝则较为贴切的符合外生性的兼并重组机会因而是我们的首选投资标的。从2010年估值水平来看，公司已经摆脱了同为央企的中国中铁和中国铁建的低估值困扰（我们已详细阐述过相比两铁公司应享受更高估值的理由和逻辑），处于相对高端水平，但考虑到公司今年以来新签合同的爆发性增长、海外市场巨大想象空间、水电新一轮大规模建设即将到来等多重利好叠加，我们倾向于认为公司相比其他传统建筑个股拥有更为明晰和确定的成长性预期；而后续的电网辅业剥离和资产注入预期有望为公司的估值提升打开新空间。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

建筑工程行业跟踪报告

王飞

2010-07-21

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。