

中性 维持

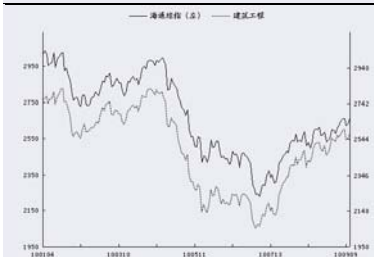
关注有估值吸引力的中大市值公司

2010 年 9 月 14 日

重点公司评级（增持以上）

600284	浦东建设	买入
600528	中铁二局	买入
600820	隧道股份	买入
601186	中国铁建	买入
601390	中国中铁	买入
601668	中国建筑	买入
002140	东华科技	买入
600970	中材国际	增持
600491	龙元建设	增持
600583	海油工程	增持
000758	中色股份	增持
002081	金螳螂	增持
002116	中国海诚	增持
002325	洪涛股份	增持
002375	亚厦股份	增持

市场表现



相关研究

子行业估值差距大、未来或将缩小——建筑行业 2010 年中期投资策略 2010.6

建筑业——收入增长、子行业分化——关注行业相对估值吸引力 2009.11

建筑业首席分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047
电话：021-23219422
Email: klijang@htsec.com

维持对建筑行业“中性”评级，对于估值高企的子行业保持谨慎，重点关注具有估值优势的中市值股票；以一年的或以上的时间跨度来看，估值低的大市值股票一定会有估值修复的机会，这个时间或许不会太久

● **投资驱动建筑行业增长。**FAI 的增速 2009 年高达 30.50%，2010 年上半年仍保持在 25% 的增速。我们认为，从 2-3 年的时间周期来看，即使在“调结构”的经济模式下，对投资的依赖特性仍然很明显；未来几年仍维持“投资驱动型经济增长模式”。

● **挑选优秀建筑企业——寻找产业链中具有优势的公司、寻找“微笑曲线”的上扬线段，规避周期波动的风险。**

(1) 在建筑业的产业链中，上游和下游的业态有较好的附加价值。这主要体现在设计、规划、融资及材料采购部门，容易获得较高的毛利率；而单纯的建筑施工部门，其毛利率水平要低得多；对于产业链的下游，承包企业能够通过延伸产业链，参与业主的项目运营维护等环节，获得更高的盈利提升。

(2) 关注新开工后续时滞的潜在影响。新开工项目对房屋建筑承包商的时滞最小，对钢结构公司有半年到一年的时滞，而对装饰承包上有一年左右的时滞。对于房地产项目，园林承包也有一年的时滞。因此，虽然现在的新开工项目情况很好，我们也要注意未来新开工项目的波动对装饰、园林子行业的后续时滞影响。

● **部分公司已经进入估值的较高水平。**子行业估值水平差异大，不同子行业的（PE-TTM）差距在前八个月进一步拉大，部分子行业——园林子行业在 8 月底相比沪深 300 的估值溢价率达到 8.17 倍，比创业板的估值溢价率也达到 1.23 倍；装饰子行业在 8 月底对比沪深 300 的溢价率也已经达到创业板的水平。

● **投资观点：**维持对建筑行业“中性”评级，对于估值高企的子行业保持谨慎，重点关注具有估值优势的中市值股票。未来重点关注的组合：大市值组合：中国建筑、中国铁建、中国中铁；中市值组合：中材国际、隧道股份、东华科技、浦东建设、中铁二局。

● **对 10 半年报（43 个样本）的行业分析。**

(1) 43 家建筑企业 2010 年营业收入达到 7818.69 亿元，同比增长达到 30.73%；归属母公司净利润达到 210.02 亿元，同比增长 41.69%，显著高于营业收入 30.73% 的增速。

(2) 毛利率季度呈现上升趋势、费用率控制较好。2010 年上半年毛利率为 11.03%，与 2009 年中期的 11.06% 相差无几，比 2009 年毛利率 10.83% 高了 0.20 个百分点。第一、第二季度的毛利率分别为 10.94% 和 11.37%，显示上升的趋势。

(3) 我们还分析了房屋建筑、钢结构、铁路建设、路桥建设、专业承包、园林、装饰、水利建设等八个子行业的相关盈利能力。

● **对 10 半年报的公司分析。**我们还对重点建筑类公司的收入、净利润、经常性净利润、毛利率、利润率、管理和销售费用比例及变化趋势等做了比较和点评。

1. 建筑行业受投资驱动未来两三年仍保持较好增长，长期调结构情况下投资驱动的模式难以为继

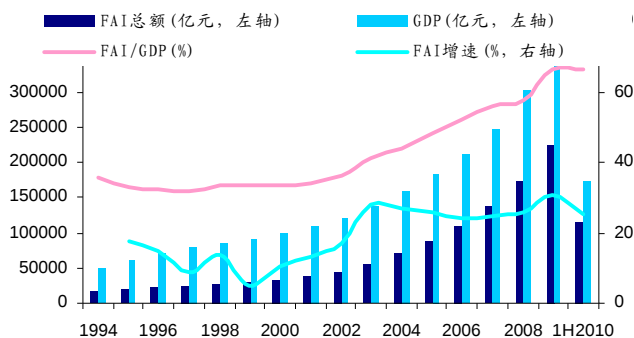
- 固定资产投资对 GDP 的增长仍旧保持很高的比例，有力的拉动 GDP 的高速成长。2003 年以来，FAI/GDP 的比值在突破 40%以后逐年上升，2003 年该比值为 40.91%，2009 年已经到底 66.03%，2010 年上半年也同样维持在 66.07%的高位。FAI 的增速 2009 年高达 30.50%，2010 年上半年仍保持在 25%的增速。
- 我们认为，从 2-3 年的时间周期来看，即使在“调结构”的经济模式下，对投资的依赖特性仍然很明显；未来几年仍可能维持“投资驱动型经济增长模式”。更长的时间周期下，投资驱动的模式将弱化，但前提是经济转型的成功，包括消费增长模式的更大贡献和新经济结构对 GDP 的更大贡献。
- 一直以来，建筑业总产值与全社会固定资产投资的增速保持高度的一致。2010 年上半年建筑业总产值达到 34193 亿元，同比增长 25%；我们预计 2010 年建筑总产值将增长 20%左右。
- 建筑行业子行业成长差异大。房屋建筑子行业—受益于上半年房地产新开工的增长；铁路投资—投资规模急剧增大，未来增速将明显放缓；公路投资—仍保持较高的投资增速；水利水电投资—洪水灾害刺激投资进一步增长；城市地铁投资—有望成为增速最快的市场。其它的装饰子行业和园林子行业，由于其具备类消费的行业属性，因此未来的增长情景良好。
- 未来区域投资增长潜力来看，中部、西部的增速有望高于东部地区。2009 年西部固定资产投资增速为 38.15%，中部为 35.02%，东部仅为 20.00%。在国家的区域振兴规划中，新疆自治区是未来投资的热点地区，未来有望在国家的政策支持下保持高速增长。

1.1 高投资拉动 GDP 的模式短期内不容易发生重大改变，但调结构的背景下长期将逐步弱化

固定资产投资对 GDP 的增长仍旧保持很高的比例，有力的拉动 GDP 的高速成长。2003 年以来，FAI/GDP 的比值在突破 40%以后逐年上升，2003 年该比值为 40.91%，2009 年已经到底 66.03%，2010 年上半年也同样维持在 66.07%的高位。

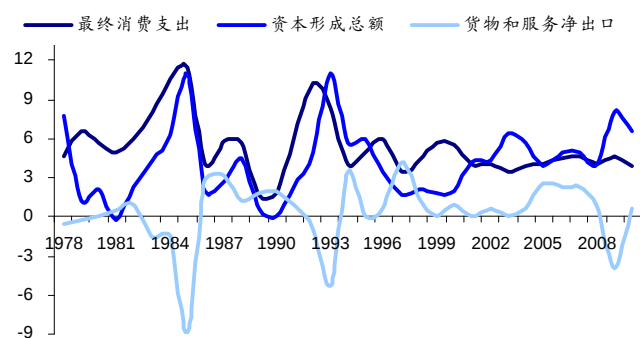
FAI 的增速 2009 年高达 30.50%，2010 年上半年仍保持在 25%的增速。

图 1 全社会 FAI、GDP 对比



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 2 1978-1H2010 消费、投资、进出口对 GDP 贡献 (%)



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

我们统计了 1978 年以来消费、资本形成、进出口对 GDP 的贡献率。自 2001 年以来,资本形成对 GDP 的贡献率在 37.7-92.3%之间波动,近十年的大部分年份在 40-50%,少数极端的年份如 2009 年投资对 GDP 的贡献率在 92.3%。2010 上半年外需对 GDP 增长贡献率仅为 5.8%,投资贡献率继续上升到 59.1%,消费贡献率下滑至 35.1%。

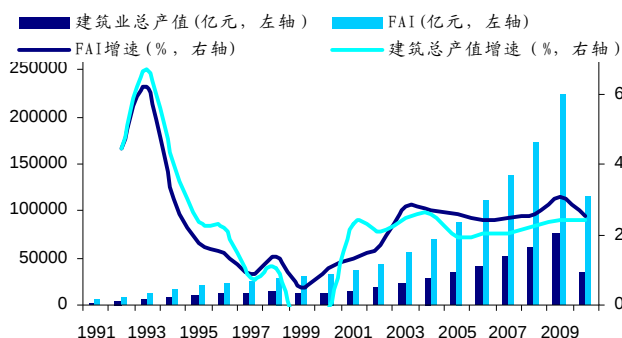
我们认为,从 2-3 年的时间周期来看,即使在“调结构”的经济模式下,对投资的依赖特性仍然很明显;未来几年仍维持“投资驱动型”的经济增长模式。更长的时间周期下,投资驱动的模式将弱化,但前提是经济转型的成功,包括消费增长模式的更大贡献和新经济结构对 GDP 的更大贡献。

1.2 投资驱动建筑行业成长、子行业增长前景不一、区域投资增长不一

建筑业是组织人力、设备、原材料等,通过施工活动建成特定施工产品的产业部门。其是连接投资到最终完成预期固定资产的主要中介部门。因此,建筑行业整体上受到投资活动的驱动。

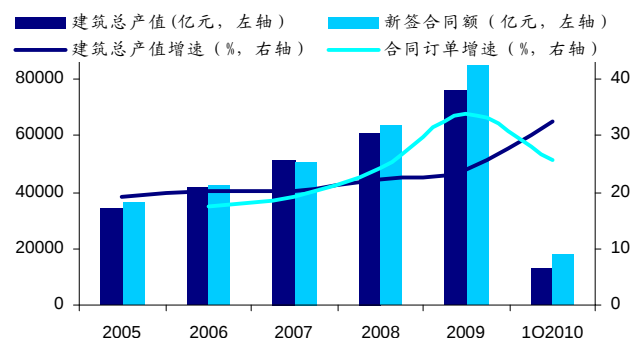
一直以来,建筑业总产值与全社会固定资产投资的增速保持高度的一致,见下图。2010 年上半年建筑业总产值达到 34193 亿元,同比增长 25%;占了同期全社会固定资产投资 114187 亿元的 30%,比 2009 年 33.74%的比例有所降低。

图 3 1991-1H2010 全社会 FAI、建筑业总产值及增长



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 4 2005-1Q2010 建筑业总产值及当年新增订单对比



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

从建筑业总产值和新增订单的对比情况来看,两者总量和增速均较为吻合,见上图 4。2009 年建筑业总产值为 75864 亿元,当年新增订单为 84898 亿元,两者增速分别为 24.07%和 33.86%;2010 年第一季度,建筑业总产值的增速为 32.5%,而当季新增订单为 25.6%。

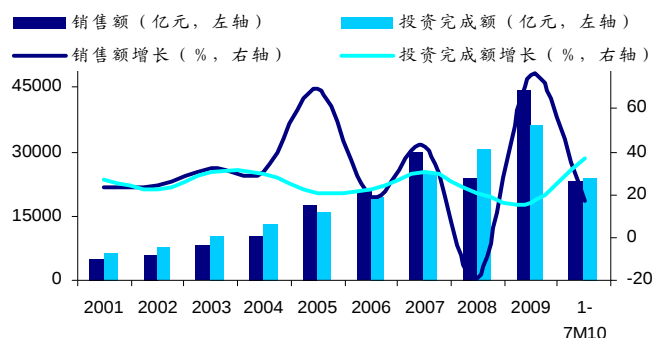
1.2.1 建筑子行业的增长情况差异明显

(1) 房屋建筑子行业——受益于上半年房地产新开工的增长

2010 年 1-7 月,全国完成房地产开发投资 23865 亿元,同比增长 37.2%,增速较 1-6 月回落 0.9 个百分点;房屋新开工面积 9.22 亿平方米,同比增长 67.7%,较上半年回落 0.2 个百分点。2010 年 7 月份完成投资为 4117.65 亿元,环比下跌 29.37%,同比上涨 32.96%;2010 年 7 月份完成新开工面积 11749.06 万平方米,环比下跌 38.12%,同比上涨 66.46%。我们预计,房地产投资下半年可能有所回落。

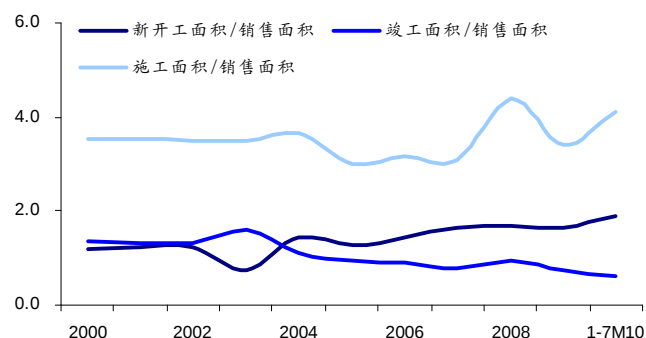
从全国竣工面积与销售面积的对比来看,2008 年以来持续走低,表明房地产存量的去化还是比较快;但宏观调控及销售的放缓会对未来的新开工房屋造成一定影响,而这影响将可能在未来半年内体现出来。

图 5 2001-1-7M2010 房地产投资额、销售额及增长



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 6 2000-1-7M2010 新开工、竣工、施工面积与销售对比



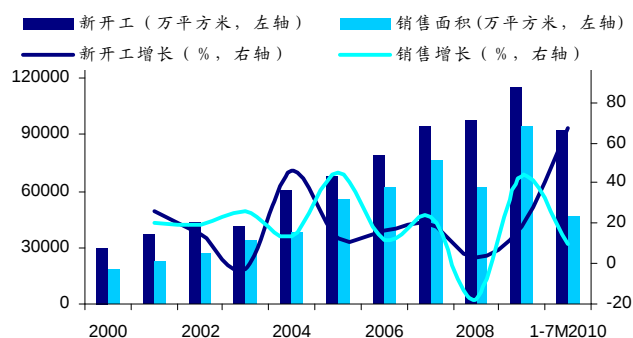
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

（2）铁路投资：投资规模急剧增大，未来增速将明显放缓

铁路建设经过 2008-2009 年的高强度投资，2010-2012 年的投资增速将会逐步放缓，我们预计铁路投资增速将回落到 10-15% 的水平。

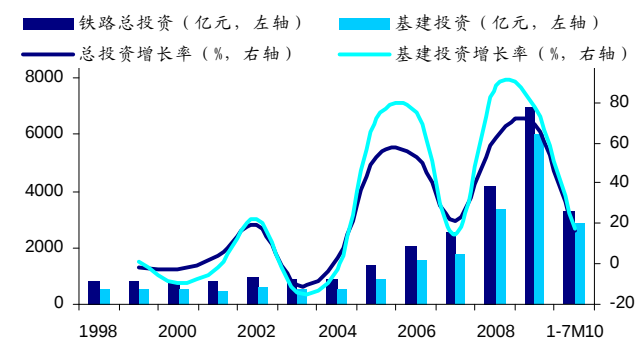
2010 年前 7 个月，铁路总投资达到 3281.09 亿元，同比增长 16.5%，基建投资为 2906.55 亿元，同比增长 17.4%，2010 年全年铁路基建的投资水平大约在 7000 亿元，同比增长 16.7% 左右。

图 7 2000-1-7M2010 全国房地产新开工、销售面积及增长



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 8 1998-1-7M2010 铁路投资及增长



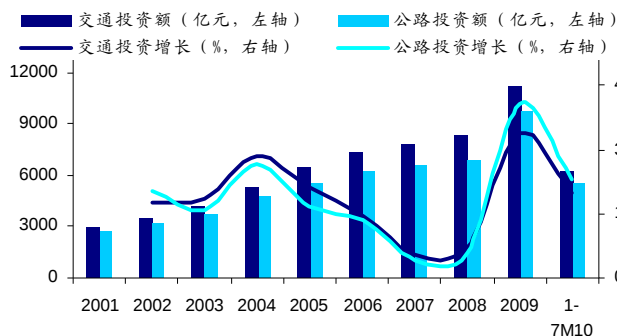
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

（3）公路投资：仍保持较高的投资增速

2010 年前 7 个月，全国交通投资完成额为 6238 亿元，同比增长 19.9%；公路投资占了交通投资的 90% 左右。在 2008 年四万亿投资的驱动下，交通基础设施自 2009 年开始又进入了投资高峰，由于公路投资有一定的投资刚性，因而我们预计未来两三年仍将保持 10-15% 的增速。

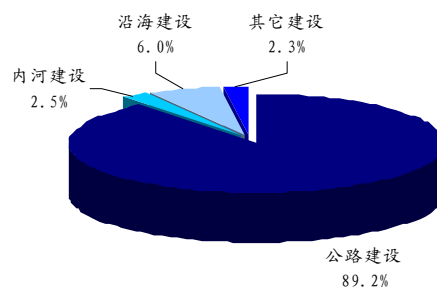
2010 年前 7 个月的投资构成中，除了占 90% 的公路投资外，沿海建设占了 6%，内河建设占 2.5%，其它占了 2.3%。

图 9 2001-1-7M2010 交通投资、公路投资及增长



资料来源：中国交通部，海通证券研究所

图 10 1-7M2010 交通投资中分项构成



资料来源：中国交通部，海通证券研究所

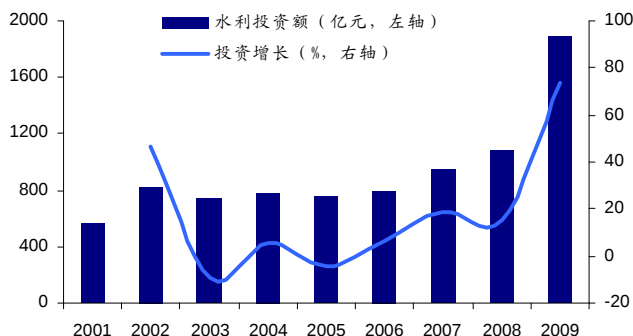
（4）水利水电投资：洪水灾害刺激投资进一步增长

2009 年水利建设完成投资 1894.0 亿元，较上年增加 805.8 亿元，增幅达 74.0%。其中，建筑工程完成投资 1297.2 亿元，较上年增加 66.0%；各类安装工程完成投资 113.4 亿元，较上年增加 68.2%。

2009 年正式施工的水利建设项目 10715 个，在建项目投资总规模 7821 亿元，较上年增加 17.1%。当年中央投资的水利建设项目 4593 个，较上年增加 26.1%，在建投资规模 3340.6 亿元，较上年增加 2.2%。当年新开工项目 5992 个，比上年增长 35.6%，新增投资规模 2048.5 亿元，比上年增长了一倍。

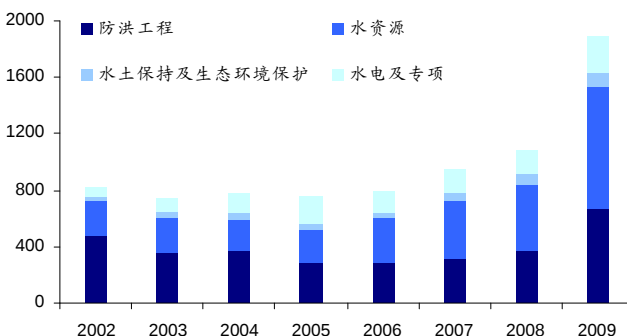
在 2009 年的完成投资中，防洪工程建设完成投资 674.8 亿元，水资源工程建设完成投资 866.0 亿元，水土保持及生态工程完成投资 86.7 亿元，水电、机构能力建设等专项工程完成投资 266.5 亿元；七大江河流域完成投资 1612.9 亿元，东南诸河、西北诸河以及西南诸河等其他流域完成投资 281.1 亿元。

图 11 2001-2009 年水利投资及增长



资料来源：中国水利部，海通证券研究所

图 12 2002-2009 年水利投资分项构成（亿元）



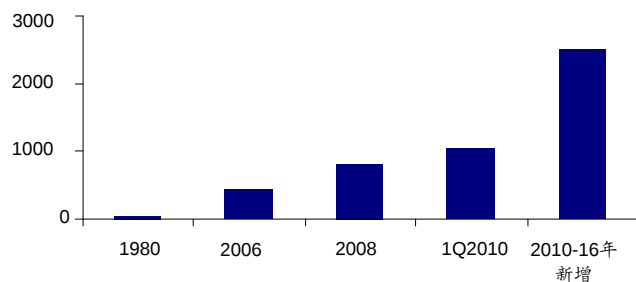
资料来源：中国水利部，海通证券研究所

（5）城市地铁投资：有望成为增速最快的市场

1995 - 2008 年，建设地铁城市从 2 个增加到 10 个，年均投资约 100 多亿元，2009 年全国城轨投资超过 500 亿元。目前已有 10 个城市开通了 31 条城市轨道交通线，预计运营里程超过 1200 公里。

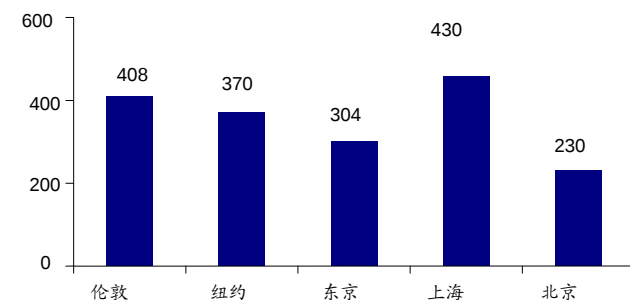
据相关媒体报道，至 2016 年我国将新建轨道交通线路 89 条，总建设里程为 2500 公里，投资规模达 9937.3 亿元。预计年投资将达到 1000 - 1200 亿元，增长 100% 以上。其中：已批复的 22 个城市地铁建设规划，总投资达 8820.03 亿元。

图 13 国内已有轨道交通运营里程及新建（公里）



资料来源：人民网，海通证券研究所

图 14 国际前三大城轨城市与国内对比（公里）



资料来源：海通证券研究所

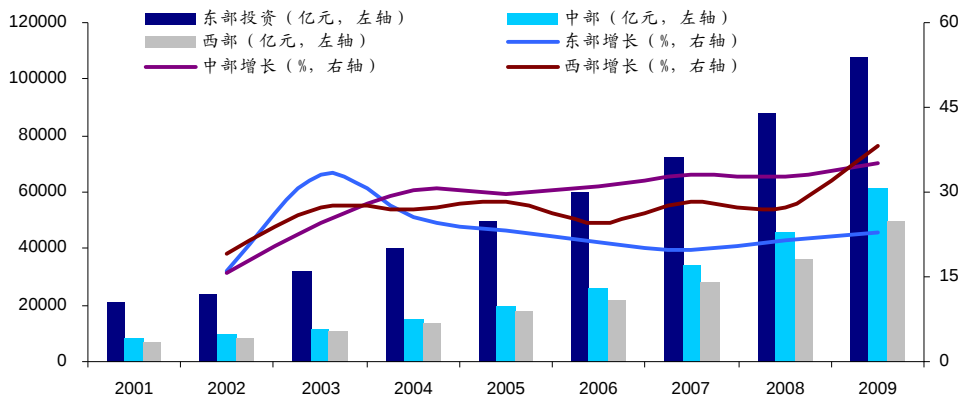
1.2.2 地区的增长前景——深化西部大开发、西部未来有较快的增长潜力

2009 年全社会固定资产投资数据来看，中部、西部地区的投资增速远高于东部地区。西部增速为 38.15%，中部为 35.02%，东部仅为 20.00%。

城镇投资固定资产投资中，东部地区投资 89282 亿元，比上年增长 23.9%，增幅比上年提高 2 个百分点；中部地区投资 54630 亿元，增长 36%，增幅提高 2.5 个百分点；西部地区投资 44276 亿元，增长 35%，增幅提高 7.8 个百分点；2009 年，东部地区投资占全国城镇投资的比重为 46.0%，比上年下降 2.4 个百分点；中部地区比重为 28.1%，比上年提高 1.1 个百分点；西部地区比重为 22.8%，比上年提高 0.8 个百分点。

在国家的区域振兴规划中，新疆自治区是未来投资的热点地区，未来有望在国家的政策支持下保持高速增长。

图 15 2001-2009 年全社会 FAI 分地区数额及增长



资料来源：聚源数据、国家统计局，海通证券研究所

1.3 建筑行业稳定持续增长

2001 年以来，我国建筑行业主要指标均平稳增长。在建筑企业个数、建筑业从业人数小幅增长的情况下，建筑业总产值、建筑业增加值、利润总额和税金总额均有明显的增长。表现了建筑企业的整体效率和集中度均有提高，见表 1。

表 1 2001 - 1Q2010 我国建筑业主要经济指标

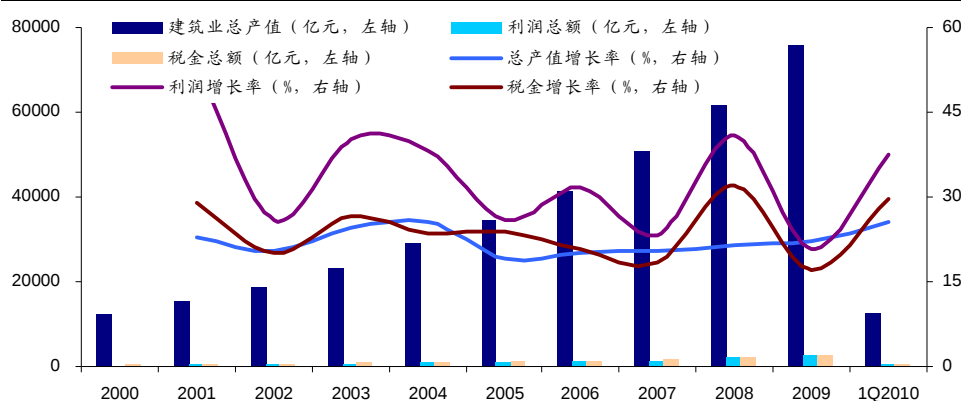
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1Q10	年简单平均 增长率 (%)
建筑业企业个数 (个)	45893	47820	48688	59018	58750	60166	62074	71095	68283	55757	6.20
建筑从业平均人数 (万人)	2111	2245	2414	2500	2700	2878	3134	3315	4154	2579	8.28
建筑业总产值 (亿元)	15362	18527	23084	29021	34552	41557	51044	62037	75864	12707	49.55
建筑业增加值 (亿元)	4024	3822	4655	5616	6900	8116	9944	11912			32.06
利润总额 (亿元)	294	370	520	719	907	1193	1561	2202	2663	308	130.80
税金总额 (亿元)	499	599	759	936	1160	1401	1714	2265	2654	448	60.63
劳动生产率 (元/人)	17621	15715	17476	20887	23427	25741	28853	32444			12.96
技术装备率 (元/人)	7136	9675	9957	9297	9273	9109	9208	9915			7.16
动力装备率 (KW/人)	4.9	4.9	4.9	5.8	5.1	4.9	5	5.5			2.45
产值利润率 (%)	1.9	2.0	2.3	2.5	2.6	2.9	3.1	3.5			15.97
产值利税率 (%)	5.2	5.2	5.5	5.7	6.0	6.2	6.4	7.2			6.92

备注: 劳动生产率按建筑业增加值计算。

资料来源: 中国统计年鉴 (2008)、中国经济景气月报 (2010.7)、海通证券研究所。

2009 年, 中国建筑业企业 (建筑企业指具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业, 不含劳务分包建筑业企业) 实现利润 5317 亿元, 同比增长 19.03%; 完成建筑业总产值 75864 亿元, 同比增长 22.49%。全国建筑业企业房屋建筑施工面积 58.73 亿平方米, 同比增长 10.7%。

图 16 2000-1Q2010 建筑业总产值、利润、税金及增长



资料来源: 聚源数据、国家统计局、海通证券研究所

2. 挑选优秀建筑企业的视角——寻找产业链中具有优势的公司、规避周期波动的风险

2.1 建筑业上市公司的多元化路径

我国的建筑工程承包企业传统上脱胎于行业经济部门, 最初的业务模式是专业化施工企业或者设计企业; 随着业务规模的扩展和跨行业工程承包的增加, 越来越多企业的战略定位于多元化公司。多元化的路径主要有几种:

(1) 从原来的单纯的施工企业或者设计院向提供全面服务的工程总承包商发展, 通过收购增强公司设计、施工、安装, 甚至专业设备制造的能力, 打造成 EPC 综合服务商。国内的上市公司包括: 中材国际、中色股份。如, 中材国际通过收购天津水泥设计院, 整合国内水泥工程承包资源, 把自己打造成出色的国际水泥工程承包商。

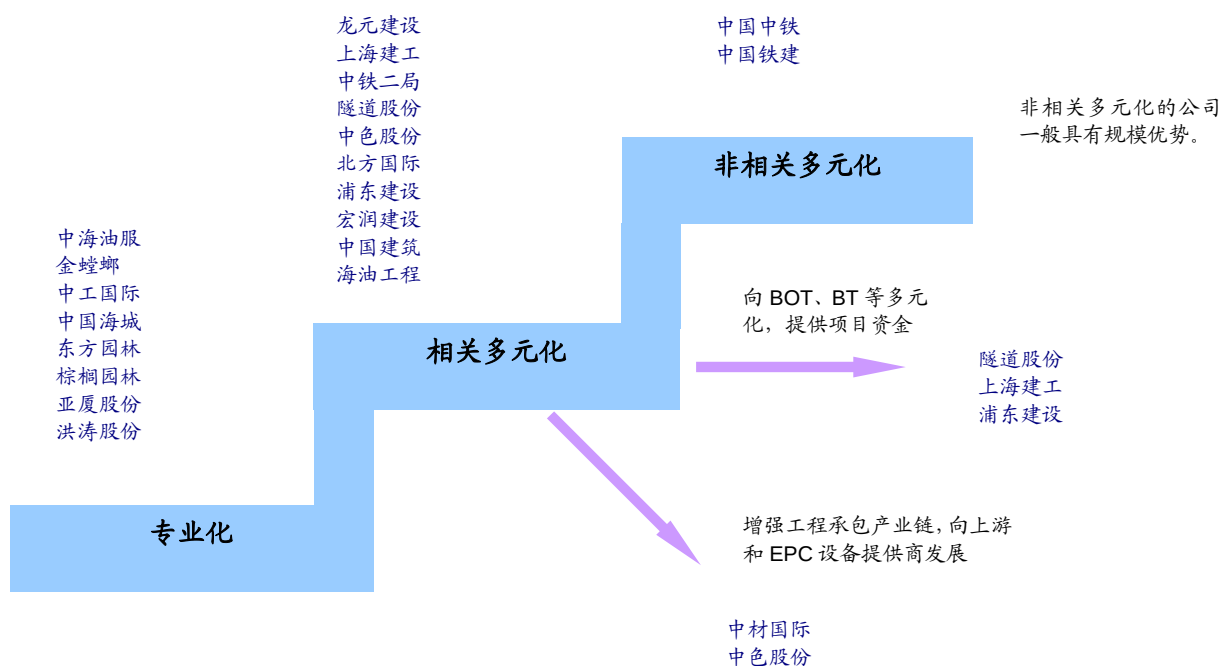
(2) 施工企业通过工程承包向上下游渗透, 提升自身的综合盈利能力。典型的包括: 成为建设项目的融资方以 BOT 方式介入项目运营; 工程承包企业收购或者自建工

程承包中需要的建材。

(3) 对于很多综合实力强劲的大型承包商，在相关行业多元化的同时也向非相关行业渗透。如：中国中铁在境外工程承包中介入有色资源项目。

实际上，很多公司其业务发展并没有严格的专业化或者多元化，往往多种业务模式相互渗透、相互交叉。下图是我们以各类发展战略对目前 A 股的主要建筑承包商进行划分，有利于大家理解企业的发展阶段和未来面临的战略选择。

图 17 国内主要上市公司的多元化路径



资料来源：海通证券研究所

2.2 寻找“微笑曲线”中的上扬曲线段

建筑企业子行业众多，各个子行业的上下游状况、子行业的竞争状况差异很大，因此导致子行业的企业盈利能力有较大的差距。我们通过引入“微笑曲线”来对子行业的企业进行一个梳理，以便更好的理解个行业的差异性。

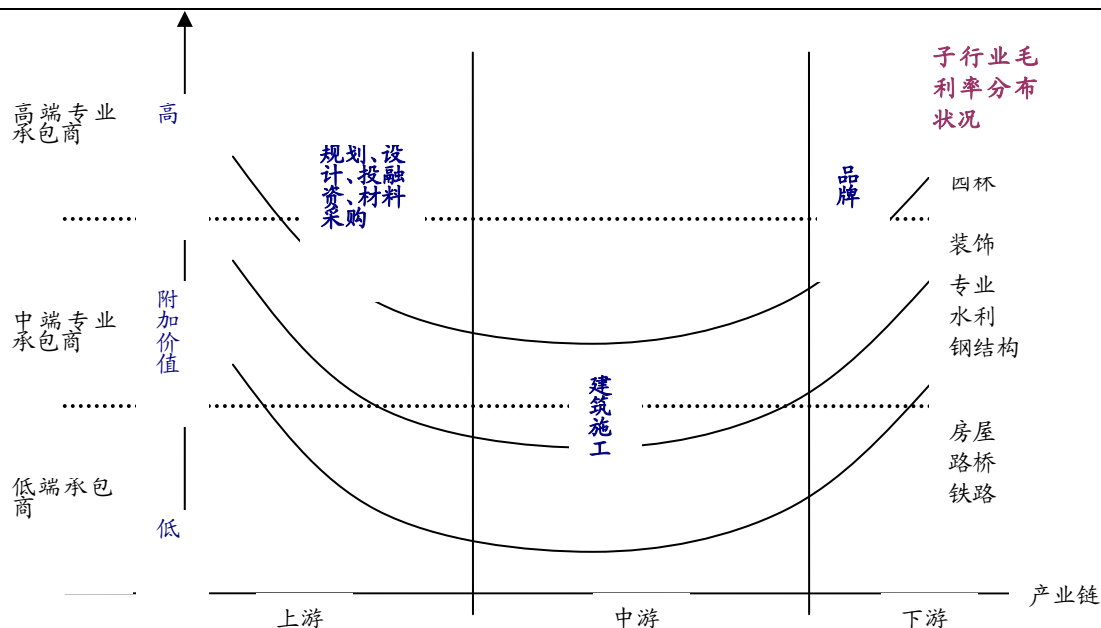
在建筑业的产业链中，上游和下游的业态有较好的附加价值。这主要体现在设计、规划、融资及材料采购部门，容易获得较高的毛利率（典型的例子：在总承包的园林或者装饰工程承包中，园林或者装饰的设计部门能够通过设计方案的优化和选择，能够设计出有利于提升盈利能力的材料采购方案和技术方案）；而单纯的建筑施工部门，其毛利率水平要低得多；对于产业链的下游，承包企业能够通过延伸产业链，参与业主的项目运营维护等环节，获得更高的盈利提升。

另一方面，在行业内拥有强大的品牌优势、资金优势和竞争优势的公司，往往能够获得较高的毛利率。而处于竞争比较激烈的传统行业的企业，就不太容易获得高毛利率。

从现有国内建筑子行业的企业毛利率分布情况来看，园林子行业的毛利率最高，装饰子行业其次。我们认为，这主要来自于子行业企业优良的品牌优势，而由于这两个子行业市场容量比较大，企业在获得订单时还是有一定的选择性。而传统的房屋建筑、

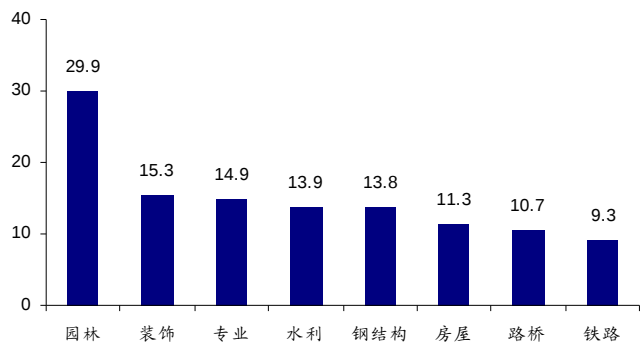
路桥建设子行业，由于行业竞争比较充分，导致毛利率较低；铁路子行业虽然竞争不是很激烈，但由于与下游的需求方铁道部相比还是处于弱势。

图 18 建筑业的微笑曲线及子行业的分布状况



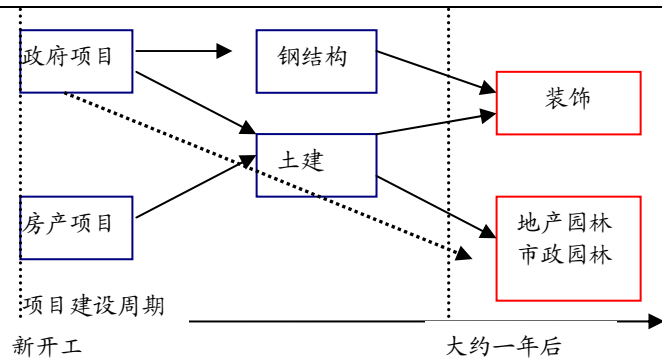
资料来源：《基于产业链的建筑业上游项目研究》、海通证券研究所

图 19 1H2010 建筑业子行业的毛利率分布状况



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

图 20 建筑周期对子行业的需求拉动



资料来源：海通证券研究所

2.3 建筑周期中对子行业的需求拉动

建设项目在不同的建筑阶段有不同的建设需求，需要相应的建筑子行业公司提供服务。

我们简单的划分政府项目和房地产项目两类，在其建设的周期中需要房屋建筑承包商、钢结构承包商、装饰承包商等参与，见上图 20。因此，从这个逻辑来看，目前大量的新开工项目对房屋建筑承包商的时滞最小，对钢结构公司有半年到一年的时滞，而对装饰承包上有一年左右的时滞。对于房地产项目，园林承包也有一年的时滞。因此，虽然现在的新开工项目情况很好，我们也有主要未来新开工项目的波动对装饰、园林子行业的后续时滞影响。

3. 建筑板块的市场表现、估值水平及我们的观点

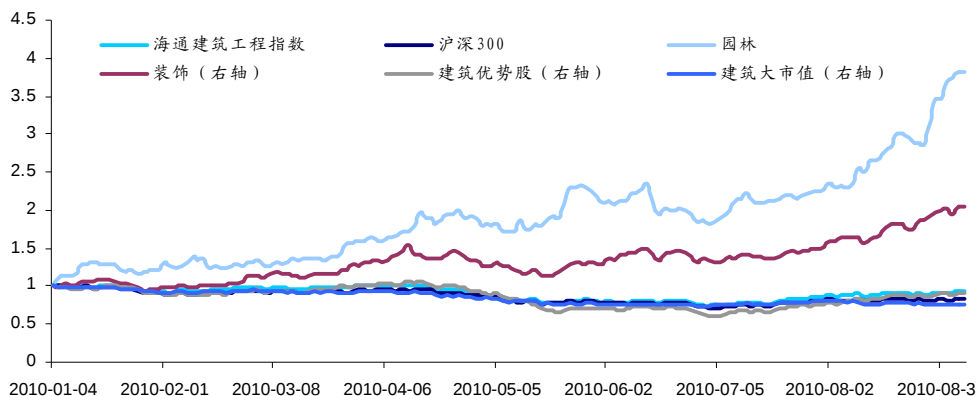
- 2010 年 1-8 月份，海通建筑工程指数累计期间收益率为-17.363%，收益处于中间偏后，相对沪深 300 的超额收益为 10.14%。前 8 个月建筑子行业表现差异非常大，园林、装饰类上市公司表现了非常高的超额收益，大市值股票普遍输于大盘，我们重点推荐的建筑工程重点股票与指数相当，个别个股获得很高的超额收益。
- 估值水平：子行业估值水平差异大，不同子行业的（PE-TTM）差距在前八个月进一步拉大，部分子行业——园林子行业在 8 月底相比沪深 300 的估值溢价率达到 8.17 倍，比创业板的估值溢价率也达到 1.23 倍；装饰子行业在 8 月底对比沪深 300 的溢价率也已经达到创业板的水平。
- 投资观点：维持对建筑行业“中性”评级，对于估值高企的子行业保持谨慎，重点关注具有估值优势的中市值股票；以一年的或以上的时间跨度来看，估值低的大市值股票一定会有估值修复的机会，这个时间或许不会太久。

3.1 2010 年 1-8 月份，海通建筑工程指数累计期间收益率为-17.363%，收益处于中间偏后，相对沪深 300 的超额收益为 10.14%。前 8 个月建筑子行业表现差异非常大，园林、装饰类上市公司表现了非常高的超额收益，大市值股票普遍输于大盘，我们重点推荐的建筑工程重点股票与指数相当，个别个股获得很高的超额收益

下图 21 是 2010 年 1-8 月海通建筑工程指数以及园林、装饰、建筑优势股、建筑大盘股指数与沪深 300 走势对比图。年初以来，建筑工程板块累计期间收益率为-8.15%，相对于同期沪深 300 指数-17.88%的收益来说，建筑工程板块有 9.734%的相对收益。

但是建筑工程板块内，子行业收益情况差距很大，大市值股票普遍收益差，小股票及成长性好的专业承包板块相对和绝对收益明显。前八个月，园林子行业表现最突出，有 270%的绝对收益，有 287.88%的相对收益（与沪深 300 指数相比）、有 278.15%的相对收益（与海通建筑工程指数对比）；装饰类指数表现其次，有 101.6%的绝对收益，有 119.48%的相对收益（与沪深 300 指数对比）、有 109.75%的相对收益（与海通建筑工程指数对比）。我们一直推荐的金螳螂前 8 个月有 123.40%的绝对收益，表现突出。此外，前 8 个月，我们重点跟踪的其它建筑优势股（东华科技、浦东建设、中铁二局、隧道股份、中材国际等五家公司）的绝对收益是-9.25%，与沪深 300 指数相比有 8.63%的相对收益，与海通建筑工程指数基本相当（跑输 1.1%）

图 21 2010 年 1-8 月海通建筑指数、子行业指数 VS 沪深 300 (20100104-20100831)



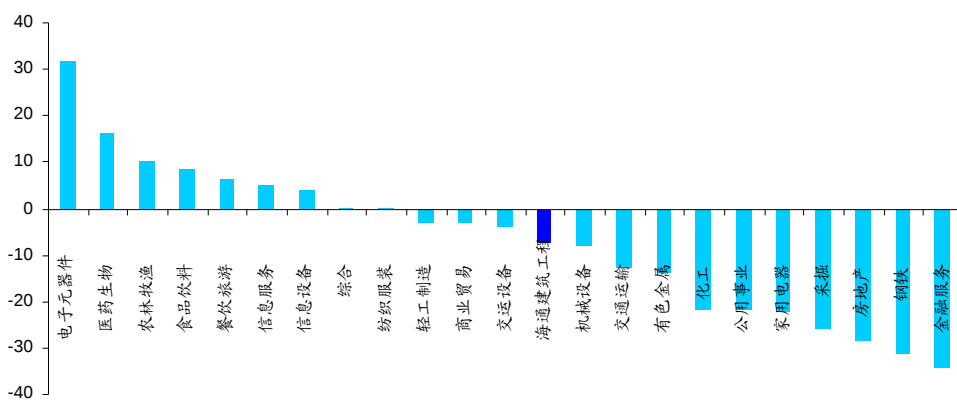
资料来源：wind，海通证券研究所

前八个月，大市值建筑股票（中国建筑、中国铁建、中国中铁）的表现强差人意，绝对收益是-23.84%，-5.96%的相对收益（与沪深 300 指数相比）、-15.70%的相对收益（与海通建筑工程指数相比）。

我们认为，未来六个月，虽然个别类消费属性的子行业（园林和装饰类子行业）由于成长性良好会有更高的估值水平，但估值差距的急剧扩大长期来看应当不可持续。因此，我们认为，短期内应该回避小盘股估值过高的风险；适当增加配置中等市值和估值优势显著的大市值建筑工程承包公司。

在 2010 年的前八个月区间内，海通建筑工程板块在在同期各板块中排第十三位，假如以大市值股票的表现来参与排名的话，基本上已化工、公用事业和家用电器行业基本相当，处于表现较差的行列。

图 22 2010 年 1-8 月海通建筑工程指数 VS 其他行业（20100104-20100831）



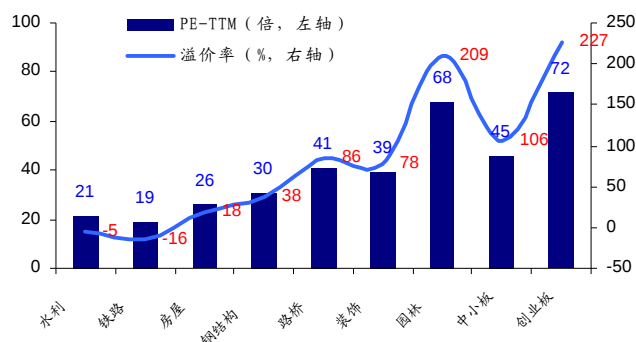
资料来源：wind，海通证券研究所

3.2 估值水平：子行业估值水平差异大，不同子行业的（PE-TTM）差距在前八个月进一步拉大，部分子行业——园林子行业在 8 月底相比沪深 300 的估值溢价率达到 8.17 倍，比创业板的估值溢价率也达到 1.23 倍；装饰子行业在 8 月底对比沪深 300 的溢价率也已经达到创业板的水平

从 PE 估值来看，2010 年 1-8 月份，不同子行业的 PE-TTM 估值变化差别很大，部分子行业估值跟随大盘一起回落，部分子行业由于行业的增长前景，估值快速提升；但是部分子行业的估值提升到已经远超过创业板估值的提升水平。因此，在高估值的前提下，假如这些子行业的成长前景出现一定的不确定性，则可能面临较大估值压力风险。

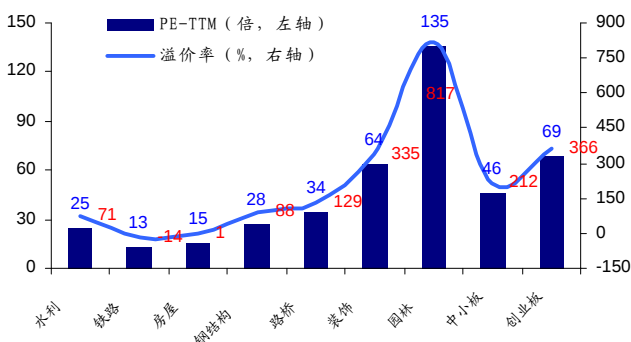
2010 年初，我们划分的子行业水利、铁路、房屋建筑、钢结构、路桥、装饰、园林的 PE-TTM 分别为 21.0 倍、18.6 倍、26.0 倍、30.4 倍、40.9 倍、39.2 倍和 68.0 倍；而 2010 年 8 月 31 日，这些行业的 PE-TTM 分别为 25.2 倍、12.6 倍、14.9 倍、27.8 倍、33.7 倍、64.1 倍和 135.3 倍；铁路承包、房屋承包、钢结构和路桥四个子行业估值有所下降，而水利估值在 8 月底比年初有小幅提升，装饰子行业从年初的 39.2 倍提升到 64.1 倍，园林从年初的 68.1 倍快速提升到 135.3 倍。见下图。

图 23 2010 年初子行业 PE 比沪深 300 的溢价率



资料来源：WIND，海通证券研究所

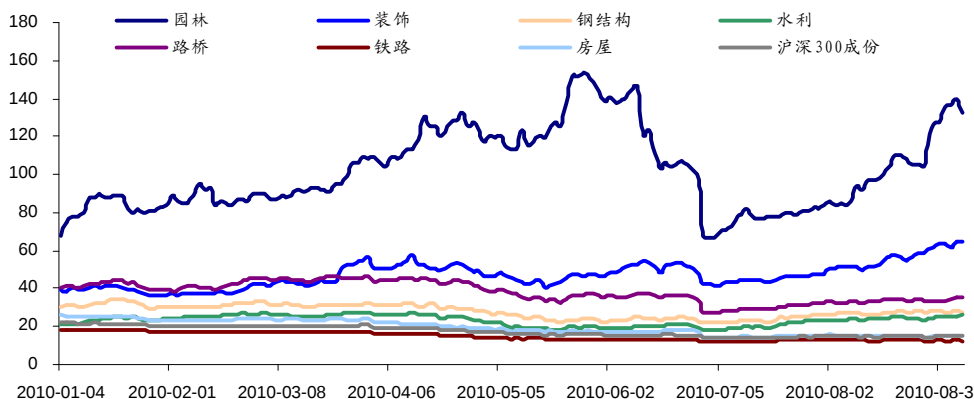
图 24 2010-8-31 子行业 PE 比沪深 300 的溢价率



资料来源：WIND，海通证券研究所

从子行业与沪深 300 成份股的估值溢价率对比来看，除了铁路建设子行业估值一直低于沪深 300、房屋建筑从 18% 的溢价恢复到估值相当以外，其它子行业均出现估值溢价率上升的情况。特别是园林子行业从年初的估值溢价率 2.09 倍上升到 2010 年 8 月底的估值溢价率 8.17 倍，并远高于中小板、创业板对沪深 300 的估值溢价率。

图 25 1-8M2010 建筑子行业、沪深 300 成份估值对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们也考察了 43 家建筑公司的市值以及静态相对估值指标情况（参见下表 2），我们使用的是 2010 年 9 月 10 日的个股收盘价，和 2010 年 6 月 30 日的股东权益，以及 2009 年的营业收入和归属于母公司的净利润。下表上市公司自上而下的排序是根据市值大小排列的。

表 2 43 家建筑 A 股公司市值和主要静态相对估值指标 (20100910)

股票代码	股票名称	总股本 (万股 20100910)	收盘价 (元 20100910)	总市值 (亿元 20100910)	所有者权益 (亿元 20100630)	营业收入 (万 元 2009)	归属于母公司 所有者的净利 润(万元 2009)	静态相对估值指标 (倍)		
								市净率	市销率	市盈率
601668	中国建筑	3000000	3.54	1053.00	962.98	2603.80	57.30	1.1	0.4	18.4
601186	中国铁建	1233754	7.60	940.12	550.45	3555.21	65.99	1.7	0.3	14.2
601390	中国中铁	2129990	4.32	922.29	686.61	3463.68	68.87	1.3	0.3	13.4
601618	中国中冶	1911000	4.01	764.40	499.23	1652.95	42.32	1.5	0.5	18.1
601808	中海油服	449532	14.31	631.59	238.14	183.45	31.35	2.7	3.4	20.1
600068	葛洲坝	348746	9.70	340.03	107.65	266.01	13.23	3.2	1.3	25.7
600583	海油工程	388944	7.09	277.71	92.21	139.61	9.83	3.0	2.0	28.3
600970	中材国际	75923	33.42	267.17	28.48	180.05	7.44	9.4	1.5	35.9
601117	中国化学	493300	4.39	219.52	121.61	280.55	9.79	1.8	0.8	22.4
002310	东方园林	15024	116.50	175.48	11.39	5.84	0.84	15.4	30.0	209.6
600170	上海建工	104206	13.82	146.72	79.02	401.88	3.59	1.9	0.4	40.8
002375	亚厦股份	21100	67.80	141.98	22.49	24.87	1.32	6.3	5.7	107.3
002081	金螳螂	31919	43.80	140.00	9.60	41.07	2.01	14.6	3.4	69.8
600528	中铁二局	145920	9.04	131.91	48.90	406.19	6.84	2.7	0.3	19.3
002431	棕榈园林	12000	103.70	126.60	16.07	6.59	0.78	7.9	19.2	163.2
000758	中色股份	63888	20.50	125.86	38.61	46.25	0.85	3.3	2.7	148.6
000961	中南建设	116784	9.30	109.54	43.48	56.84	5.60	2.5	1.9	19.6
002051	中工国际	19000	49.45	94.53	12.58	31.39	2.10	7.5	3.0	45.0
600545	新疆城建	67579	12.82	87.11	15.83	16.11	1.55	5.5	5.4	56.1
600820	隧道股份	73352	10.38	75.55	41.21	150.83	3.61	1.8	0.5	20.9
002140	东华科技	27877	27.18	73.57	7.53	17.70	1.30	9.8	4.2	56.6
600326	西藏天路	54720	12.55	67.91	12.11	10.41	0.78	5.6	6.5	87.5
002163	中航三鑫	40178	16.13	65.41	15.08	16.85	0.38	4.3	3.9	173.9
002062	宏润建设	45000	13.26	59.72	17.81	59.91	3.09	3.4	1.0	19.3
002325	洪涛股份	15000	36.31	53.03	10.51	13.10	0.69	5.0	4.0	76.8
000090	深天健	45664	11.99	52.70	28.44	26.66	0.58	1.9	2.0	91.3
600491	龙元建设	47380	11.10	52.50	25.10	65.74	1.82	2.1	0.8	28.9
002307	北新路桥	18945	27.14	51.95	7.20	23.21	0.59	7.2	2.2	88.7
600263	路桥建设	40813	11.49	48.81	28.49	95.76	1.21	1.7	0.5	40.2
600284	浦东建设	34600	14.03	47.09	40.18	17.60	1.59	1.2	2.7	29.5
600496	精工钢构	38700	11.10	43.89	14.63	45.10	1.92	3.0	1.0	22.8
000065	北方国际	16244	24.13	38.17	5.20	18.74	0.57	7.3	2.0	67.4
600512	腾达建设	73694	4.87	36.18	11.15	19.35	0.41	3.2	1.9	87.8
000415	*ST 汇通	30034	10.80	32.38	2.81	2.54	-0.86	11.5	12.7	-37.7
600477	杭萧钢构	38622	7.68	29.97	10.79	28.46	1.00	2.8	1.1	29.9
002060	粤水电	33240	9.00	29.85	14.34	32.33	0.85	2.1	0.9	34.9
600039	四川路桥	30400	9.15	27.72	13.81	31.60	0.26	2.0	0.9	105.4
000797	中国武夷	38945	7.13	27.42	13.66	27.29	0.66	2.0	1.0	41.3
002135	东南网架	20000	12.73	26.00	10.13	29.28	0.42	2.6	0.9	62.0
600986	科达股份	33527	7.44	25.18	6.98	7.17	0.58	3.6	3.5	43.4
600853	龙建股份	53681	4.60	24.91	7.63	50.34	0.26	3.3	0.5	94.3
002116	中国海诚	11400	21.30	23.53	4.93	20.97	0.62	4.8	1.1	38.1
600502	安徽水利	22308	9.95	22.51	7.33	20.43	0.44	3.1	1.1	51.6
合计				7731.49	3942.37	14193.73	354.38			

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

目前 43 家建筑 A 股公司的加权平均 PB 为 1.96 倍 (简单平均 PB 为 4.38 倍)，传统房屋建筑施工子行业、水利、路桥建筑、铁路建筑子行业 PB 较低，而接近消费类的园林、装饰子行业，从设计院转型的工程承包公司均较高。

目前 43 家建筑 A 股公司的加权平均 PS 为 0.545 倍，一方面营业收入规模比较大的公司 PS 一般在 0.5 左右，另一方面传统的工程承包子行业路桥、房屋建筑的 PS 也在一倍左右。PS 大于 10 倍的公司主要是东方园林和棕榈园林，装饰公司金螳螂、亚厦、洪涛股份的 PS 均在 5 倍左右。

43 家建筑 A 股公司的加权平均 PE 为 21.82 倍 (简单平均 PE 为 56.53 倍)。

3.3 投资观点：维持对建筑行业“中性”评级，对于估值高企的子行业保持谨慎，重点关注具有估值优势的中市值股票；以一年的或以上的时间跨度来看，估值低的大市值股票一定会有估值修复的机会，这个时间或许不会太久。

建筑行业作为投资驱动的行业，固定资产投资的增长波动对整体行业有一定的影响。由于中国高投资驱动的增长模式很难长期持续，因此，对于建筑行业未来面临的整体机会将越来越弱，我们给以整个行业“中性”的投资评级。但由于子行业众多，不同的子行业成长前景差异较大，我们从以下几方面挑选优质上市公司：

(1) 技术领先公司：中材国际、东华科技

(2) 资产注入预期：中色股份、隧道股份、浦东建设

(3) 类消费类公司，装饰和园林子行业：金螳螂、洪涛装饰、亚厦股份、棕榈园林。

此外，我们也关注长期来看增长空间不大，但未来两年利润增长带来盈利增长的公司，这类公司如：中国中铁、中国铁建、中国建筑

我们重点关注的公司主要包括表 3 列举的公司，由于部分公司虽然子行业成长前景很好，但目前的高估值已经包含了未来的较好预期，我们给予长期关注，但短期回避，这样的公司下表中给予中性评级。

基于估值优势及可能的增长潜能，我们推荐下述三类组合：大市值组合、中市值组合和有可能资产注入的组合。

表 3 海通建筑工程重点公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价（20100910 更新）

代码	简称	评级	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)	收盘价(元, 09月10 日)	目标价 (元)
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
600284	浦东建设	买入	47.09	0.46	0.86	0.95	30.50	16.31	14.77	2.68	1.17	14.03	16.34
600528	中铁二局	买入	131.91	0.47	0.72	0.87	19.23	12.56	10.39	0.32	2.70	9.04	11.10
600820	隧道股份	买入	75.55	0.49	0.65	0.83	21.18	15.97	12.51	0.50	1.83	10.38	15.00
601186	中国铁建	买入	940.12	0.53	0.71	0.86	14.34	10.70	8.84	0.26	1.71	7.60	10.32
601390	中国中铁	买入	922.29	0.32	0.41	0.52	13.50	10.54	8.31	0.27	1.34	4.32	6.15
601668	中国建筑	买入	1053.00	0.19	0.29	0.35	18.63	12.21	10.11	0.40	1.09	3.54	4.50
002140	东华科技	买入	73.57	0.47	0.66	0.97	57.83	41.18	28.02	4.16	9.77	27.18	29.10
600970	中材国际	增持	267.17	1.03	1.39	1.67	32.45	24.04	20.01	1.48	9.38	33.42	36.74
600491	龙元建设	增持	52.50	0.41	0.52	0.63	27.07	21.35	17.62	0.80	2.09	11.10	12.60
600583	海油工程	增持	277.71	0.25	0.22	0.32	28.36	32.23	22.16	1.99	3.01	7.09	8.00
000758	中色股份	增持	125.86	0.13	0.22	0.35	157.7	93.18	58.57	2.72	3.26	20.50	25.00
002081	金螳螂	增持	140.00	0.63	0.96	1.37	69.52	45.63	31.97	3.41	14.58	43.80	48.04
002116	中国海诚	增持	23.53	0.54	0.63	0.75	39.44	33.81	28.40	1.12	4.77	21.30	26.25
002325	洪涛股份	增持	53.03	0.46	0.72	0.97	78.93	50.43	37.43	4.05	5.04	36.31	34.10
002375	亚厦股份	增持	141.98	1.23	1.73	2.19	55.12	39.19	30.96	5.71	6.31	67.80	60.55
002431	棕榈园林	中性	126.60	0.65	1.23	2.09	159.5	84.31	49.62	19.20	7.88	103.70	
002310	东方园林	中性	175.48	0.76	1.45	2.35	153.3	80.34	49.57	30.04	15.40	116.50	

注：(1) PS 的计算以 2009 年销售收入为计算基准；(2) PB 的计算以 2010 年一季度归属母公司权益为计算基准；

资料来源：公司公告，wind，海通证券研究所

● 大市值组合：中国建筑、中国铁建、中国中铁

中国建筑——订单快速增长

(1) 收入仍保持较快速增长，基础设施业务改善公司的利润结构。上半年公司实现营业收入 1582 亿元，增长 42.1%。其中：上半年基础设施建设业务收入为 220.9 亿元，同比增长达到 67.9%。

(2) 新增订单增长较快, 未来收入保障良好。受益于房地产新开工的持续增长, 上半年公司房屋建筑业务新签合同额 2270 亿元, 公司前七个月的订单达到 3190 亿元, 同比增长达到 68.8%, 而且远高于全国房地产投资的增长速度 37.2%, 显示了公司的强大的综合服务能力。

(3) 毛利率小幅下降, 三项费用率控制好, 但销售净利率仍提升。

(4) 盈利预测及投资建议。2010-2012 年的每股收益分别为 0.29 元、0.35 元和 0.44 元。目前估值水平维持“买入”投资评级, 以 2011 年动态市盈率 13 倍计算, 6 个月目标价 4.55 元。

(5) 主要不确定因素。房地产调控持续造成新开工的下降, 以及调控影响公司房地产业务。

中国中铁

(1) 在手订单储备丰富, 未来收入有保障。2010 年上半年公司新签合同总额为 3725 亿元, 同比增长 44.9%, 其中基建建设新签合同 3145.5 亿元, 同比增长 34.3%。截至 2010 年中期, 公司未完工合同额合计达 8565 亿元, 较 2009 年底增长 26.1%。2010 年上半年, 公司实现营业收入 1924.62 亿元, 比上年同期增长 30.11%。

(2) 毛利率略有上升, 未来仍有小幅提升空间。2010 年上半年毛利率有所上升。2010 年上半年毛利率为 9.41%, 同比上升 0.06 个百分点; 未来毛利率仍有小幅上升的可能。我们认为从长期来看, 公司未来的毛利率有潜在上升的趋势。主要理由有: 一方面是高铁概预算的调整、变更收入的确认有望使得基建建设毛利率有所上升; 另一方面, 随着公司业务结构的更加优化, 高毛利率的房地产、BOT、资源等业务比例的上升, 公司的毛利率也能够有缓步提升。

(3) 盈利预测及估值。预计 2010-2012 年的每股收益分别为 0.41 元、0.52 元和 0.62 元。以 2010 年动态市盈率 15 倍来估值, 公司的合理价值为 6.15 元, 维持“买入”投资评级。

(4) 主要不确定因素。原材料价格波动导致工程毛利率下降风险, 新接订单下滑风险, 以及潜在的应收账款风险。

中国铁建

(1) 订单增速较快、新接订单主要来自铁路城轨领域。2010 年上半年公司累计新签合同总额达 3134.255 亿元, 比上年同期增长 21.79%。其中, 国内新签合同额为 2987.418 亿元, 创历史同期新高; 海外新签合同额为 146.837 亿元, 公司境内新签订单占比进一步提高。

(2) 收入较快增长, 毛利率趋势向好, 费用率保持稳定。2010 年上半年, 公司实现营业收入 1973.20 亿元, 比上年同期增长 37.71%。季度毛利率稳中有升。2010 年上半年公司的综合毛利率为 9.52%, 与上年同期持平, 但高于去年全年的 9.31%。三项费用率控制较好。2010 年中期三项费用率为 4.22%, 与去年同期相比, 销售费用率从 0.35% 下降到 0.31%, 但同期财务费用率从 0.11% 提升至 0.15%, 管理费用没有变化, 为 3.77%, 总体来看, 三费率与去年同期持平, 略高于去年全年的 4.16%。

(3) 盈利预测及估值。预计 2010-2012 年的每股收益分别为 0.71 元、0.86 元和 1.01 元 (暂不考虑增发因素)。以 2010 年 15 倍和 2011 年 12 倍的动态市盈率来估值, 公司的合理价值区间为 10.32-10.65 元, 目前的估值计算公司 2010 年和 2011 年的动态市盈率分别为 10.6 倍和 8.77 倍, 维持“买入”投资评级。

(4) 主要不确定因素。原材料价格波动导致工程毛利率下降风险，新接订单下滑风险，以及潜在的应收账款风险。

● 中市值组合：中材国际、隧道股份、东华科技、浦东建设、中铁二局

中材国际——国际一流水泥工程承包商

(1) 订单储备丰富，收入快速增长。上半年共新签合同 149.2 亿元（包括意向性总承包协议 53.24 亿元），其中国内市场合同额 56.1 亿元，预计全年完成新签合同额计划十分乐观。从在手订单的收入覆盖率来看，我们预计 2010 年中期公司的未完工程订单大约在 530 亿元左右，按照我们预计的公司 2010 年和 2011 年合计的 547 亿元的营业收入水平，未来两年的收入增长仍有保证。2009 年年报对与 2010 年新签合同额的目标是力争增长 20%，目前来看超额完成的可能性很大。公司上半年实现主营业务收入合计 103.30 亿元，同比上年同期增长 42.85%。其中水泥生产线土建与安装收入 30.88 亿元，同比增长 18.02%，机械装备制造与销售收入 70 亿元，同比增长 60.44%。

(2) 毛利率未来仍有提升的潜力。本期毛利率达到 13.89%，比 2009 年增加 1.62 个百分点，比 2009 年中期增加 1.53 个百分点。毛利率提升的主要原因是机械设备与制造毛利率的提升，机械毛利率从 2009 年中期的 15.17% 增加到本期的 16.99%；但还是稍低于 2009 年的 18.37%。

(3) 公司有大量的储备技术，为后续增长提供动力。公司完成了科研项目近百项，其中重点项目近 20 项。“水泥回转窑多介质多通道离散式低 NOx 煤粉燃烧器”等 9 项技术获得国家专利授权。针对国家科技支撑计划课题“城市生活垃圾在水泥窑中的处置技术及装备研究”，公司完成了“替代燃料中转储仓、输送样机试验平台”的建设和调试，以及替代燃料燃烧器的开发和设计、样机制造等。我们认为，在未来两三年的时间内，这些技术的产业化可望给公司业务带来新利润增长点。

(4) 盈利预测及估值。2010-2012 年的每股收益分别为 1.647 元、2.08 元和 2.40 元；由于公司未来两年的净利润仍保持 20% 以上的复合增长，因此给予公司 2010 年 18-20 倍的动态市盈率计算，公司的合理价值为 29.65-32.95 元，目前的股价给予“增持”投资评级。

东华科技——FMTP 技术突破可望给公司带来新一轮增长

(1) FMTP 项目取得实质性进展，公司的技术能力有望长期获益。2010 年 8 月 5 日公司公告，2010 年 8 月 2 日，本公司与内蒙古远兴能源股份有限公司（以下简称“远兴能源”）在内蒙古鄂尔多斯市正式签订了 100 万吨/年甲醇制烯烃项目工程设计合同，公司承担甲醇制烯烃装置、液化烃罐区、油罐区等工程设施以及公用工程、辅助装置等初步设计和施工图设计工作；合同总价 5000 万元人民币。我们认为此项合同的签定标志着公司 FMTP 项目在产业化道路上已经迈出了实质性一步，虽然只是设计合同，但考虑到公司具有 FMTP 工业化技术开发所需的工业试验装置的总承包经验，我们认为公司还是有机会从该项目的后续施工合同中获得利益。

(2) 盈利预测及投资建议。根据最新情况我们调整了公司盈利预测，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.66 元、0.97 元和 1.30 元，在公司正式获得 FMTP 项目的第一个设计订单以后，我们对于公司由于“技术领先”从而在未来继续获得 FMTP 订单（包括总承包订单）抱有信心，基于 FMTP 的长期成长性，我们给予公司 2011 年 30 倍的动态市盈率预期，给予公司 29.1 元的合理价值，给予“买入”投资评级。

(3) 主要不确定因素。收入确认过程中由于不同工作量的因素导致毛利率出现较大波动的风险；FMTP 项目未来是否大规模工业化的风险；原材料采购价格波动风险等。

隧道股份——城市地铁、越江隧道优势承包商

(1) 公司在地铁承包及越江隧道的技术优势突出, 未来基础设施投资的 BT 项目给公司带来较大的盈利增长。

(2) 长远来看, “十二五”期间上海的轨道交通投资和越江隧道投资仍能保持较高的水平, 对公司的收入仍然能够正面推动; 而上海区域外, 包括长三角城市、昆明等城市的地铁建设将带动公司业务快速增长。我们维持公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.65 元、0.83 元、0.92 元的预计, 公司在上海国资整合的大背景下具有重组的预期, 维持“买入”投资评级, 六个月目标价 15 元。

(3) 潜在风险。上海区域外订单增长低于预期, 原材料成本上涨过快。

浦东建设——城市基础设施投资商

公司定位于城市基础设施投资商, 对 BT、BOT 项目有很强的运作能力。未来超过预期的事项我们判断可能有: 因为 2010 年世博会召开对公司有一些影响, 所以公司在上海地区之外的市场加大拓展业务, 增加 BT 项目投资的可能性很大, 以抵消上海世博期的一些负面影响, 加大 BT 项目的投资也能够进一步强化公司“城市基础设施投资商”的战略定位。在此判断的基础上, 公司未来签订一些比较大的 BT 项目订单是可以期待的。

预计 2010-2012 年每股收益 0.86 元、0.95 元和 1.02 元。公司目前的 PB 仅 1.97 倍, 安全边际高, 维持“买入”投资评级, 给予公司 2010 年 19-21 倍动态市盈率估值, 六个月目标价 16.34 元。

中铁二局——订单饱满、增长可期

(1) 订单保持快速增长, 全年超额完成年初预计订单目标。目前的订单金额 367.44 亿元, 为年度目标 391.80 亿元的 93.78%。基本达到 2009 年全年新签施工合同金额 371.44 亿元的水平 (其中铁路合同金额 216.29 亿元, 非铁路项目合同金额 155.15 亿元)。今年的订单构成中铁路增长较快, 今年新签订单为去年全年的 125%; 目前今年新签公路订单为去年全年的 62.6%, 我们认为这是公司有意识的调整订单结构。

(2) 盈利预测及投资建议。我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.72 元和 0.87 元 (暂不考虑配股摊薄)。维持公司“买入”评级, 6 个月目标价 11.10 元。

4. 建筑行业 2010 年上半年分析

建筑行业经过这两年的大公司密集上市, 建筑上市公司的资产总量和市值总量大大增加, 国内建筑承包企业前几强除了中国交通建设集团和中国水利水电建设集团外, 其它大的建设集团均在 A 股上市。

- 41 家建筑企业 2010 年营业收入达到 7818.69 亿元, 同比增长达到 30.73%; 高于同期全国建筑业总产值的增长率, 而且 A 股上市公司的营业收入规模占了全国建筑业总产值的 22.87%。
- 2010 年上半年 A 股建筑企业归属母公司净利润达到 210.02 亿元, 同比增长 41.69%, 显著高于营业收入 30.73% 的增速; 与营业收入的增长趋势一样, 2010 年中期净利润的增速也小于 2009 年中期的 51.62% 的增速。
- 建筑行业公司 2010 年上半年毛利率为 11.03%, 与 2009 年中期的 11.06% 相差无几, 比 2009 年毛利率 10.83% 高了 0.20 个百分点。2010 年第一、第二季度的毛利率分别为 10.94% 和 11.37%, 显示上升的趋势; 对于全年的毛利率情况, 我们认为与去年同期相比可能有 0.1-0.2% 的增加, 主要原因是我们认为中国中铁和中国铁建的毛利率会有所上升。

- 三项费用率 2010 年中期与去年同期、去年全年相比均出现下降，显示了费用率控制较好。2010 年中期三项费用率为 4.16%，比 2009 年中期的 4.34% 下降了 0.18 个百分点，也比 2009 年全年的 4.22% 下降了 0.06 个百分点。2010 年中期的三项费用率分别是：销售费用率 0.378%、管理费用率 3.207%、财务费用率为 0.577%。分别比 2009 年中期下降了 0.014%、0.087% 和 0.078%。

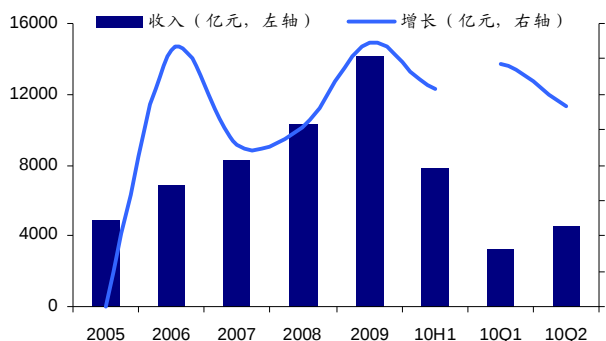
4.1 利润增长好于收入增长，但全年增收比 2009 年同比增长有所下降

43 家建筑企业 2010 年营业收入达到 7818.69 亿元，同比增长达到 30.73%；高于同期全国建筑业总产值的增长率，而且 A 股上市公司的营业收入规模占了全国建筑业总产值的 22.87%。（2010 年上半年全国建筑业总产值达 34193 亿元，同比增长 24.3%）。比 2009 年中期的 35.48% 的增收下降了近 5 个百分点，也比 2009 年的营收增长 37.15% 低；主要原因是中国铁建、中国中铁等大公司的营业收入增速有所下降，虽然中国建筑的收入增长 2010 年中期比 2009 年中期的增速有显著的提升。2010 年中期，中国中铁、中国铁建、中国建筑的营业收入增速分别为 30.11%、37.71% 和 42.12%；而这三家公司 2009 年中期的营收同比增速分别为 52.80%、58.35% 和 16.90%。

在收入保持快速增长的同时，A 股建设企业的净利润也保持同样的增长趋势并好于营业收入的增长。2010 年上半年 A 股建筑企业归属母公司净利润达到 210.02 亿元，同比增长 41.69%，显著高于营业收入 30.73% 的增速；与营业收入的增长趋势一样，2010 年中期净利润的增速也小于 2009 年中期的 51.62% 的增速。

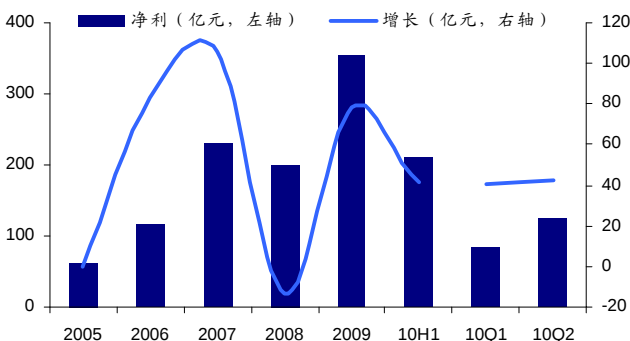
我们预计，2010 年全年建筑 A 股的整体收入增速在 25-30%，我们认为最终的收入增速可能会处于 28-29% 的中枢偏上是水平，主要是因为占 A 股上市公司总收入一半左右的中国中铁和中国铁建在今年仍然保持较高的收入增长水平，在加上中国建筑的同比增速上升。

图 26 建筑 A 股营业收入及增长 (05-1H10)



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

图 27 建筑 A 股所有者净利润及增长 (05-1H10)



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

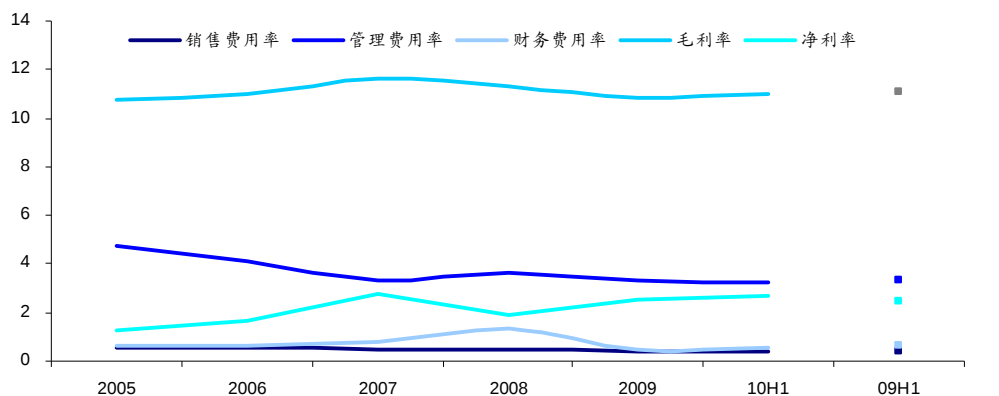
4.2 2010 年中期毛利率基本持平，净利润率有所提升，主要来自于三项费用率的下降。

建筑行业公司毛利率维持较为稳定，2010 年上半年毛利率为 11.03%，与 2009 年中期的 11.06% 相差无几，比 2009 年毛利率 10.83% 高了 0.20 个百分点。2010 年第一、第二季度的毛利率分别为 10.94% 和 11.37%，显示上升的趋势；与 2009 年的第一、第二季度的波动趋势刚好相反，2009 年第一、第二季度的毛利率分别为 11.07% 和 10.86%。因此，我们认为毛利率的季度波动特征很难对 2010 年后两个季度的毛利率波动趋势进行判断。对于全年的毛利率情况，我们认为与去年同期相比会有小幅的上升。

三项费用率 2010 年中期与去年同期、去年全年相比均出现下降，显示了费用率控制较好的例证。2010 年中期三项费用率为 4.16%，比 2009 年中期的 4.34% 下降了 0.18

个百分点，也比 2009 年全年的 4.22%下降了 0.06 个百分点。2010 年中期的三项费用率分别是：销售费用率 0.378%、管理费用率 3.207%、财务费用率为 0.577%。分别比 2009 年中期下降了 0.014%、0.087%和 0.078%。

图 28 建筑 A 股盈利能力指标 (06-1H10)



资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 子行业差距大

建筑行业公司子行业众多，子行业的行业属性和竞争状况差异很大，导致子行业的增长状况和盈利能力也有很大的差异。我们对目前的A股 43 家建筑上市公司按照行业属性划分为八个子行业，分别是：房屋建筑（中国武夷、中南建设、上海建工、龙元建设、中国建筑等五家公司）、钢结构（东南网架、杭萧钢构、精工钢构等三家公司）、铁路建设（中铁二局、中国铁建、中国中铁等三家公司）、路桥建设（宏润建设、北新路桥、四川路桥、路桥建设、浦东建设、西藏天路、腾达建设、新疆城建、龙建股份、科达股份、深天健、隧道股份等十二家公司）、专业承包（北方国际、中色股份、中工国际、中国海诚、东华科技、海油工程、中材国际、中国化学、中国中冶、中海油服、中航三鑫等十一家公司）、园林（东方园林、棕榈园林）、装饰（金螳螂、洪涛股份、亚厦股份等三家公司）、水利建设（*ST 汇通、粤水电、葛洲坝、安徽水利等四家公司）等。下文我们对子行业的收入、利润增长状况，盈利能力指标（毛利率、费用率）及应收账款/收入、存货/收入两个重要的指标进行分析。

在八个子行业中，2010 年上半年营业收入同比增长从最快到最慢的子行业排序分别是：第一，园林增长 91.62%，比 2009 年 37.93%的营收增速高了 53.69%；2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 66.65%和 102.11%；

第二，装饰增长 54.53%，比 2009 年 31.59%的营收增速高了 22.94%；2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 50.6%和 57.88%；

第三，房屋增长 38.94%，比 2009 年 28.17%的营收增速高了 10.76%；2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 44.43%和 35.53%；

第四，水利增长 35.62%，与 2009 年 34.95%的营收增速基本相当；2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 32.88%和 38.08%；

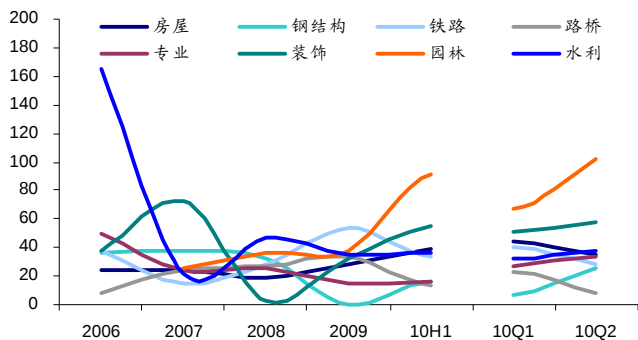
第五，铁路增长 33.18%，比 2009 年的 53.20%的营收增速下降了 20.02%；2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 40.02%和 28.66%；

第六，钢结构增长 16.52%，比 2009 年的 0.42%的营收增速高了 16.10%；2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 7.09%和 25.46%；

第七，专业承包增长 16.07%，与 2009 年的 15.09% 的营收增长基本相当；2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 11.52% 和 19.51%；

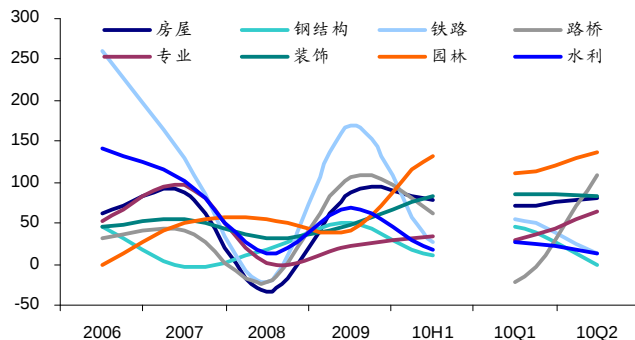
第八，路桥增长 13.25%，比 2009 年的 33.50% 营收增速下降了 20.25%。2010 年 1、2 季度的营收同比增长分别为 22.46% 和 7.41%；

图 29 2006-1H2010 子行业收入增速对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 30 2006-1H10 行业归属母公司净利润增速对比 (%)



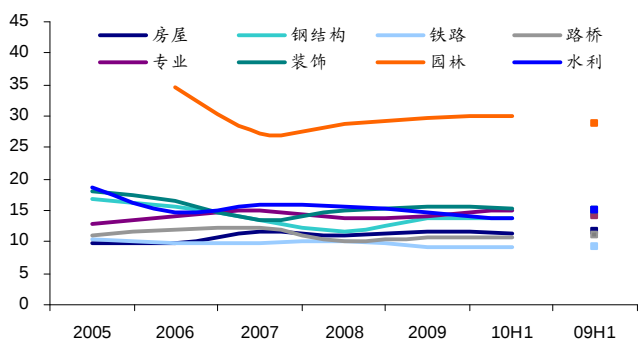
资料来源：Wind，海通证券研究所

2010 年中期归属母公司所有者净利润增长靠前的是：园林类公司，同比增长 131.67%，一、二季度分别同比增长 111.19% 和 136.20%；装饰类公司，2010 年中期同比增长 84%，一、二季度分别同比增长 84.73% 和 83.41%；以及房屋建设类上市公司，2010 年中期同比增长 77.39%，一、二季度分别同比增长 71.56% 和 80.13%。建筑类公司净利润同比大幅增长的原因是中国建筑上半年同比增长 94.76%。

钢结构类公司和路桥类公司一、二季度增长波动较大，钢结构类公司上半年同比增长 11.43%，而一、二季度净利润分别同比增长 46.27% 和 -0.48%；路桥类公司上半年同比增长 61.03%，一、二季度分别同比增长 -22.15% 和 109.70%。

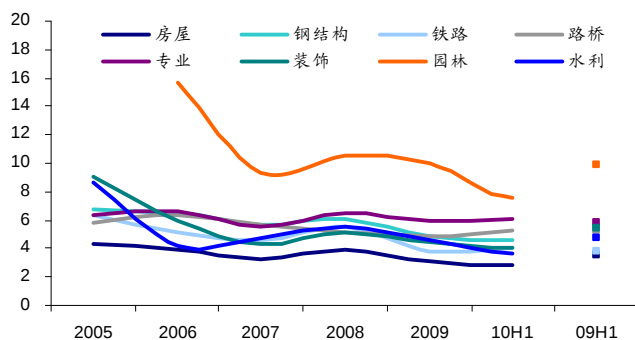
水利类公司、铁路承包利润增长较为平稳。

图 31 2006-1H2010 子行业毛利率对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 32 2006-1H2010 子行业三项费用率对比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2010 年中期的毛利率来看，园林类最高为 29.89%，一、二季度分别为 29.28% 和 30.10%，季度有所走高；其次为装饰类公司，毛利率为 15.32%。房屋建筑子行业、铁路建设、路桥建设等传统行业的毛利率较低。

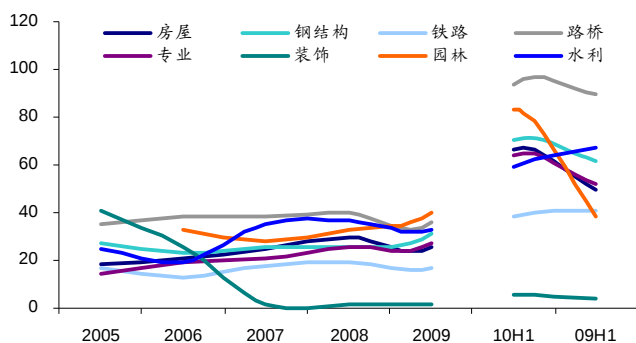
2010 年中期毛利率季度大部分二季度比一季度高，主要原因是一季度是中国传统的施工淡季；二季度比一季度的子行业有专业承包子行业，一季度毛利率为 15.49%，二季度为 14.43%；装饰子行业的一、二季度的毛利率分别为 15.50% 和 15.16%；水利承包

子行业一二季度的毛利率分别为 14.38%和 13.39%。

三项费率的高低基本上与毛利率的高低相一致，园林类公司的三项费用率较高，2010 年中期为 7.53%；房屋、铁路、水利的三项费用率较低，2010 年中期分别为 2.79%、3.99%和 3.62%。

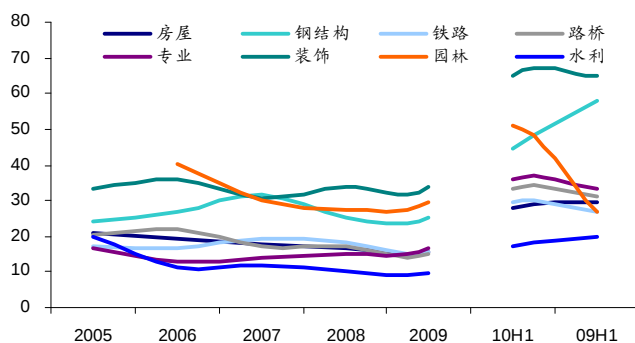
从三项费用率与 2009 年中期同比来看，除铁路子行业和专业承包公司类以外，其它子行业的三项费用率均出现同比的下降。费用率降幅最大的子行业是园林类公司，下降了 2.29 个百分点，2010 年中期的三项费用率为 7.73%，而 2009 年中期的三项费用率为 9.82%。其次是装饰子行业，从 2009 年中期的 5.36%下降到 2010 年中期的 4.03%。我们认为，这两个子行业费用率下降较快的原因，一方面是管理费用的增长幅度低于收入的增幅，另一方面是由于上市融资后财务费用快速下降。

图 33 2006-1H2010 子行业存货/收入对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 34 2006-1H2010 子行业应收账款/收入对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

“存货/收入”这个指标我们用于衡量工程施工项目的波动变化，其表明公司在建项目的规模，从“存货/收入”的跨期对比，可以判断公司未来业务潜在的变化方向。该指标不同的行业差距很大，主要原因是公司子行业的项目周期差别很大，项目周期短的子行业，该指标一般较小；周期长的子行业该指标一般较大。但有园林子行业中，存货主要是苗木储备，虽然该行业的建设周期也不是很长，到其“存货/收入”还是很高。

对比 2010 年中期和 2009 年中期的“存货/收入”指标，园林子行业的增速最快，2009 年中期为 38.08%，2010 年中期上升到 82.91%；其次增幅最大的是房屋建筑子行业，从 2009 年中期的 49.52%上升到 66.48%；装饰行业虽然该值较小，但增幅也较大，2009 年中期为 4.06%，2010 年中期为 5.69%。

“应收账款/收入”主要衡量公司未来发生应收账款潜在损失风险指标。从纵向的对比趋势可以大体预判潜在的风险要素，指标过于异常时要警惕风险。子行业从横向比较该指标，显示装饰行业、园林行业、钢结构行业的应收账款比例较高；当然，该指标的高低不能说明应收账款风险大，它可能跟子行业的结算周期、应收账款管理政策有关。

从 2009 年中期和 2010 年中期的跨期对比来看，园林行业的应收账款上升较快，装饰、专业承包、铁路、路桥子行业均有所上升；钢结构、水利、房屋建筑等子行业是下降的。

5. 对 2010 年一、二季报的公司分析

- 2010 上半年营业收入的简单平均增长率达到 25.79%，增长超过平均增速的公司有 18 家。其中：类消费子行业园林类公司和装饰类公司的增速普遍较高，部分专业承包公司，包括中材国际等增长表现较为突出。尤其引人注目的是收入规模很大的中国建筑、中国铁建、中国中铁、葛洲坝等公司今年上半年的增速都超过平均增速，

增速分别达到 42.12%、37.71%、30.09%和 38.81%。一方面表明了子行业的投资驱动仍保持旺盛以外,公司的品牌优势和综合服务优势给公司带来的较高的增长溢价。

- 2010 年上半年简单平均的毛利率为 15.18%(有 14 家公司超过平均增长),比 2009 年上半年的 15.04%有一定的增长;净利润率 2010 年上半年简单平均为 4.75%(在计算净利润率时剔除了较大亏损的 ST 汇通和同比波动较大的浦东建设两家公司,浦东建设净利润率较大的原因是 BT 项目今年上半年开始回购,贡献了很大的净利润),比 2009 年中期的 4.36%有一定的增长。有 16 家公司的净利润率超过了平均水平。
- 从三项费用率角度,43 家建筑企业 2010 年上半年三项费用率普遍出现下降,费用控制情况较好。2010 年上半年三项费率简单平均 6.09%,比 2009 年中期的 6.65%有 0.56 个百分点的下降。(统计简单平均是剔除了异常的公司浦东建设和 ST 汇通两家公司,这两家公司浦东建设 2010 年上半年的财务费用率为 31.95%,主要原因是 BT 项目财务费用的快速增长;ST 汇通 2010 年中期管理费用率的高企,为 22.51%)具体到销售费用率、管理费用率和财务费用率;2010 年中期分别为 0.81%、3.99%和 1.29%,2009 年中期分别为 0.89%、4.22%和 1.54%;三个指标均有所下降,下降的数值分别为销售费用率下降 0.08%,管理费用率下降 0.23%和财务费用率下降 0.25%。三费用率中,管理费用率占了大头。

5.1 类消费、铁路投资驱动的子行业表现了很高的增速水平

我们统计了 43 家建筑企业的营业收入增速,全体公司 2010 年上半年营业收入的简单平均增长率达到 25.79%,增长超过平均增速的公司有 18 家。其中:类消费子行业园林类公司和装饰类公司的增速普遍较高,部分专业承包公司,包括中材国际等增长表现较为突出。尤其引人注目的是收入规模很大的中国建筑、中国铁建、中国中铁、葛洲坝等公司今年上半年的增速都超过平均增速,增速分别达到 42.12%、37.71%、30.09%和 38.81%。一方面表明了子行业的投资驱动仍保持旺盛以外,公司的品牌优势和综合服务优势给公司带来的较高的增长溢价。

极个别专业承包服务公司 2010 年上半年收入出现了较大的负增长,如海油工程上半年的增速为-47.29%。浦东建设虽然增速也急剧下降,2010 年上半年收入同比增长-35.30%,但公司的盈利模式已经转化为靠 BT 收益,因此营收的增长并没有表现公司的核心竞争能力和盈利能力的下降。

表 4 建筑工程行业上市公司营业收入及增长概况 (06-1H10)

序号	代码	简称	营业收入（万元）					同比增长（%）							
			2006	2007	2008	2009	1H10	1Q10	2Q10	2007	2008	2009	1H10	1Q10	2Q10
1	002310	东方园林	215	270	416	584	549	92	457	25.52	53.91	40.48	111.03	16.34	152.23
2	002375	亚厦股份	872	1344	1618	2487	1865	780	1085	54.01	20.45	53.68	82.89	94.10	75.60
3	000961	中南建设	2783	3475	4629	5684	3981	1448	2533	24.88	33.20	22.79	81.52	124.93	63.48
4	600853	龙建股份	2396	2175	2325	5034	2023	307	1716	-9.22	6.89	116.52	76.19	114.12	70.78
5	002431	棕榈园林		392	486	659	536	187	349		24.03	35.75	75.16	111.45	60.40
6	600039	四川路桥	2366	1800	2191	3160	1924	760	1164	-23.92	21.74	44.18	54.10	42.29	62.93
7	000758	中色股份	2772	5435	4938	4625	2716	1274	1442	96.06	-9.14	-6.33	52.82	49.70	55.68
8	000415	*ST 汇通	313	345	237	254	60	10	50	10.32	-31.33	7.32	48.95	-12.51	74.38
9	002081	金螳螂	1775	3463	3338	4107	2448	1121	1327	95.08	-3.63	23.04	46.00	33.95	58.01
10	600970	中材国际	9361	12371	14092	18005	10352	3834	6518	32.15	13.92	27.76	42.39	31.78	49.47
11	601668	中国建筑	133206	168306	202105	260380	158242	62367	95875	26.35	20.08	28.83	42.12	42.64	41.79
12	600986	科达股份	498	657	477	717	412	65	347	32.02	-27.45	50.28	41.61	-11.73	59.74
13	002135	东南网架	1592	1794	2020	2928	1564	600	963	12.69	12.64	44.93	39.73	-0.58	86.97

14	600068	葛洲坝	9361	12005	19370	26601	16327	7395	8932	28.25	61.34	37.34	38.81	34.80	42.31
15	601186	中国铁建	158488	177487	226141	355521	179320	70290	109030	11.99	27.41	57.21	37.71	36.94	38.21
16	600491	龙元建设	7169	7116	7287	6574	4721	2127	2594	-0.74	2.40	-9.79	33.05	16.04	51.24
17	002060	粤水电	2003	2194	2361	3233	1981	1080	902	9.52	7.60	36.95	30.78	38.93	22.20
18	601390	中国中铁	159518	184154	234199	345974	192462	84933	107529	15.44	27.18	47.73	30.09	41.47	22.32
		简单平均								28.83	20.54	34.43	25.79	29.61	24.31
19	002325	洪涛股份	751	1046	1051	1310	637	320	317	39.17	0.49	24.70	25.67	35.57	17.04
20	600170	上海建工	21022	25221	30573	40188	34619	14101	20518	19.98	21.22	31.45	25.63	54.96	11.17
21	600528	中铁二局	13990	18069	24068	40619	21112	9142	11970	29.16	33.20	68.77	25.31	51.87	10.55
22	002307	北新路桥	747	1251	1647	2321	1112	409	703	67.34	31.67	40.96	21.85	28.57	18.26
23	002163	中航三鑫	803	1050	1397	1685	828	362	466	30.76	33.02	20.65	20.51	19.60	21.22
24	000065	北方国际	1507	1046	1105	1874	741	436	304	-30.54	5.60	69.60	19.93	104.04	-24.62
25	002116	中国海诚	799	1365	1811	2097	1145	535	610	70.80	32.71	15.77	19.56	22.94	16.75
26	601618	中国中冶	102530	123553	153427	165201	89030	36667	52363	20.50	24.18	7.67	18.34	12.83	22.54
27	601117	中国化学	13349	16980	22776	28055	14571	6549	8023	27.20	34.14	23.17	16.29	17.59	15.25
28	600477	杭萧钢构	1905	2835	3632	2846	1442	629	813	48.85	28.13	-21.65	13.78	19.80	9.52
29	601808	中海油服	6524	9242	12430	18345	8994	3931	5063	41.66	34.50	47.59	12.45	0.05	24.42
30	600820	隧道股份	5955	8577	12501	15083	7153	3663	3491	44.03	45.76	20.65	9.77	13.39	6.21
31	002051	中工国际	1123	1141	1872	3139	1419	789	630	1.62	64.12	67.68	9.27	32.67	-10.51
32	000090	深天健	1976	2791	2847	2666	1294	642	653	41.24	2.00	-6.34	6.76	12.70	1.50
33	002062	宏润建设	2745	3719	4817	5991	2612	1316	1296	35.47	29.53	24.39	6.34	26.26	-8.35
34	600545	新疆城建	584	1027	975	1611	588	85	503	75.85	-5.03	65.17	5.86	-3.11	7.53
35	600496	精工钢构	2156	3130	4588	4510	2054	1035	1019	45.18	46.55	-1.70	5.02	5.04	5.01
36	600263	路桥建设	4219	5087	6762	9576	4045	1583	2463	20.58	32.94	41.61	4.20	54.49	-13.83
37	600502	安徽水利	1577	1644	1844	2043	960	482	478	4.26	12.16	10.82	2.75	1.85	3.67
38	600326	西藏天路	616	681	620	1041	381	86	295	10.54	-8.98	67.94	-0.13	-25.87	11.14
39	002140	东华科技	545	916	1382	1770	646	214	433	68.28	50.81	28.12	-8.09	39.24	-21.32
40	600512	腾达建设	1410	1575	1814	1935	586	347	239	11.69	15.17	6.68	-15.80	3.24	-33.59
41	000797	中国武夷	1404	2050	1610	2729	858	478	380	46.03	-21.44	69.45	-18.74	6.02	-37.20
42	600284	浦东建设	882	869	1149	1760	365	168	197	-1.48	32.25	53.17	-35.30	-25.34	-41.89
43	600583	海油工程	4969	6518	9595	13961	3198	1554	1643	31.18	47.20	45.50	-47.29	-39.90	-52.78

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.2 毛利率和利润率

我们统计了 43 家建筑企业的毛利率和归属母公司所有者净利润率的情况, 2010 年上半年简单平均的毛利率为 15.18% (有 14 家公司超过平均增长), 比 2009 年上半年的 15.04% 有一定的增长; 净利润率 2010 年上半年简单平均为 4.75% (在计算净利率时剔除了较大亏损的 ST 汇通和同比波动较大的浦东建设两家公司, 浦东建设净利润率较大的原因是 BT 项目今年上半年开始回购, 贡献了很大的净利润), 比 2009 年中期的 4.36% 有一定的增长。有 16 家公司的净利率超过了平均水平。

从毛利率和净利润率来看, 部分子行业公司毛利率高, 销售净利率也高, 而且营业收入增速也高, 这些公司主要包括: 东方园林、棕榈园林和金螳螂等。部分专业承包公司虽然毛利率和净利率均较高, 但收入增长并没有表现同样强劲, 如中海油服和东华科技, 其 2010 年上半年的收入增长分别为 12.04% 和 -8.09%。

对于上半年收入表现较好的部分公司, 由于其处于传统的施工行业, 因而毛利率的表现仍处于较低水平。如: 中国建筑、中国铁建、中国中铁、葛洲坝, 上半年毛利率分别为 11.96%、9.52%、9.29% 和 14.04%; 净利率分别为 2.93%、1.88%、1.71% 和 4.24%。

表5 建筑工程行业上市公司毛利率和归属母公司净利率（08-1H10）

序号	代码	简称	毛利率 (%)								归属于母公司的净利润率 (%)							
			2008	2009	1H10	1Q10	2Q10	1Q09	2Q09	1H09	2008	2009	1H10	1Q10	2Q10	1Q09	2Q09	1H09
1	601808	中海油服	36.20	36.28	38.49	37.11	39.56	41.93	37.52	39.68	24.96	17.09	24.18	24.86	23.64	24.44	1.68	12.86
2	002310	东方园林	32.16	32.89	32.22	34.09	31.85	34.14	30.16	31.37	14.24	14.34	16.29	8.85	17.79	7.17	15.99	13.32
3	000797	中国武夷	23.84	27.63	31.81	33.44	29.76	35.21	35.11	35.16	2.24	2.43	3.75	3.11	4.54	2.55	2.97	2.79
4	002431	棕榈园林	26.13	26.61	27.51	26.92	27.82	27.30	26.46	26.70	11.47	11.76	13.08	9.75	14.87	7.72	12.60	11.18
5	002140	东华科技	17.97	17.23	24.29	19.41	26.70	20.94	17.20	18.02	6.52	7.34	11.48	4.03	15.16	3.79	9.24	8.05
6	000961	中南建设	28.71	25.35	23.72	31.24	19.42	30.50	34.08	33.02	10.52	9.85	8.51	12.54	6.20	8.06	15.72	13.47
7	600545	新疆城建	21.00	23.05	21.83	26.83	20.99	50.08	19.49	24.29	4.44	9.64	9.32	-6.09	11.91	17.05	8.48	9.83
8	000758	中色股份	22.53	19.63	20.85	22.25	19.61	17.15	23.51	20.46	2.15	1.83	-1.59	1.04	-3.91	1.30	1.07	1.18
9	600326	西藏天路	16.16	22.39	20.42	10.68	23.26	13.75	21.46	19.11	1.31	7.46	5.40	-5.30	8.52	1.11	6.97	5.19
10	600502	安徽水利	15.48	14.87	17.96	18.76	17.16	11.80	17.11	14.41	0.63	2.13	2.36	2.29	2.43	2.24	1.05	1.65
11	600986	科达股份	18.09	21.43	16.52	14.47	16.90	27.04	19.99	21.78	-3.06	8.09	6.59	1.30	7.58	0.27	4.93	3.75
12	600583	海油工程	19.41	12.48	15.85	14.55	17.08	9.32	12.98	11.42	12.42	7.04	6.78	5.65	7.85	4.79	8.91	7.15
13	002081	金螳螂	15.84	16.84	15.78	16.01	15.58	15.84	15.54	15.69	4.13	4.89	4.88	5.11	4.68	4.05	3.88	3.96
14	002163	中航三鑫	15.43	13.95	15.39	14.79	15.86	12.79	16.38	14.80	3.14	2.23	2.61	1.04	3.83	1.77	4.96	3.56
简单平均			14.93	14.72	15.18	15.01	15.51	15.34	15.17	15.04	3.84	4.51	4.75	3.19	5.42	3.64	4.49	4.36
15	002375	亚厦股份	15.13	14.83	14.93	15.06	14.83	14.95	15.10	15.04	5.28	5.32	5.64	5.37	5.83	4.56	5.38	5.06
16	600512	腾达建设	11.02	10.77	14.86	14.04	16.05	11.32	12.45	11.91	1.63	2.13	3.15	2.89	3.53	3.51	1.43	2.43
17	002325	洪涛股份	12.79	13.92	14.70	14.83	14.56	13.66	12.28	12.92	4.77	5.27	5.44	5.38	5.50	4.57	4.46	4.51
18	600068	葛洲坝	15.92	15.06	14.04	14.95	13.29	16.50	14.68	15.53	4.19	4.97	4.24	4.41	4.09	4.71	5.33	5.04
19	600477	杭萧钢构	9.81	14.63	14.01	13.82	14.15	12.67	14.18	13.56	1.87	3.53	2.63	1.83	3.25	1.22	3.98	2.83
20	600496	精工钢构	11.76	13.98	13.89	12.24	15.57	12.74	18.24	15.47	2.73	4.26	4.52	2.22	6.86	1.82	7.68	4.73
21	600970	中材国际	13.17	12.62	13.89	14.51	13.52	12.76	12.10	12.36	2.17	4.13	6.08	6.92	5.59	3.68	4.80	4.35
22	002062	宏润建设	13.98	13.43	13.53	12.32	14.76	12.75	13.13	12.97	5.14	5.16	4.80	4.05	5.56	4.56	5.28	4.97
23	601117	中国化学	13.92	12.51	13.49	13.64	13.37	12.82	12.82	12.82	2.79	3.49	4.48	4.70	4.31	3.29	3.29	3.29
24	002135	东南网架	14.92	13.08	13.42	13.78	13.20	12.29	13.80	12.98	1.40	1.43	2.34	3.58	1.57	2.30	1.53	1.94
25	601618	中国中冶	11.35	12.21	12.65	13.65	11.96	10.86	12.65	11.88	2.00	2.56	2.50	3.01	2.15	2.74	2.89	2.83
26	002116	中国海诚	13.47	12.88	12.29	12.61	12.01	14.17	12.63	13.33	3.13	2.95	2.68	2.56	2.79	3.20	3.00	3.09
27	002051	中工国际	11.92	10.30	12.20	10.49	14.35	13.05	11.04	11.96	7.69	6.69	8.28	7.05	9.82	7.86	6.41	7.08
28	601668	中国建筑	11.33	12.15	11.96	11.79	12.07	12.20	12.25	12.23	1.36	2.20	2.93	2.22	3.39	1.93	2.27	2.14
29	000065	北方国际	12.15	8.62	10.78	7.08	16.08	7.89	8.17	8.07	3.26	3.02	-0.67	-3.59	3.51	0.86	6.02	4.24
30	002307	北新路桥	12.06	10.10	10.56	11.01	10.30	11.93	12.87	12.54	2.50	2.52	2.54	2.27	2.69	1.66	3.33	2.75
31	000415	*ST 汇通	17.32	11.25	10.46	18.41	8.81	1.11	4.44	3.47	-36.50	-33.73	-21.39	-66.70	-11.99	-79.81	-33.79	-47.26
32	002060	粤水电	11.80	10.78	10.39	8.51	12.64	9.37	12.98	11.12	3.28	2.64	2.50	1.64	3.53	1.98	4.05	2.99
33	600820	隧道股份	8.18	9.45	10.01	9.32	10.73	8.77	11.30	10.04	1.86	2.39	3.78	2.33	5.30	1.85	3.11	2.49
34	600284	浦东建设	8.33	13.77	9.92	10.24	9.66	11.63	6.71	8.67	9.70	9.06	67.59	3.11	122.4	7.58	9.30	8.62
35	000090	深天健	9.72	9.47	9.73	5.98	13.42	9.79	10.44	10.13	-4.03	2.16	1.23	-1.34	3.75	8.71	-2.97	2.51
36	601186	中国铁建	9.96	9.31	9.52	9.50	9.54	9.84	9.31	9.52	1.61	1.86	1.88	1.98	1.82	1.84	1.62	1.71
37	600039	四川路桥	11.84	10.47	9.41	9.20	9.55	10.61	10.42	10.50	0.58	0.83	0.38	0.82	0.09	0.81	0.18	0.45
38	601390	中国中铁	10.34	9.08	9.29	8.97	9.54	10.35	8.49	9.24	0.48	1.99	1.71	1.95	1.52	1.64	2.39	2.08
39	600491	龙元建设	9.72	9.62	9.19	8.80	9.50	10.50	11.14	10.81	1.65	2.76	2.51	2.04	2.89	2.23	3.46	2.83
40	600263	路桥建设	8.30	8.88	8.80	9.37	8.43	11.11	7.02	8.10	1.37	1.27	1.88	1.59	2.07	1.17	1.62	1.50
41	600528	中铁二局	8.77	7.02	7.91	7.78	8.00	9.35	6.65	7.61	2.12	1.68	2.20	1.68	2.60	2.32	1.28	1.65
42	600853	龙建股份	8.79	6.93	7.56	8.13	7.46	1.94	9.92	8.92	0.55	0.52	0.34	-5.51	1.39	-12.51	2.09	0.26
43	600170	上海建工	5.35	5.11	6.71	4.71	8.08	5.08	8.08	7.09	0.99	0.89	1.21	0.61	1.61	0.57	1.45	1.16

资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 三项费用率情况

从三项费用率角度，43家建筑企业2010年上半年三项费用率普遍出现下降，费用控制情况较好。2010年上半年三项费率简单平均6.09%，比2009年中期的6.65%有0.56个百分点的下降。（统计简单平均是剔除了异常的公司浦东建设和ST汇通两家公司，这两家公司浦东建设2010年上半年的财务费用率为31.95%，主要原因是BT项目财务费用的快速增长；ST汇通2010年中期管理费用率的高企，为22.51%）

具体到销售费用率、管理费用率和财务费用率；2010年中期分别为0.81%、3.99%和1.29%，2009年中期分别为0.89%、4.22%和1.54%；三个指标均有所下降，下降的数值分别为销售费用率下降0.08%，管理费用率下降0.23%和财务费用率下降0.25%。三费用率中，管理费用率占了大头。

表6 建筑工程行业上市公司三费率（07-1H10）

序号	公司名称	销售费用率（%）					管理费用率（%）					财务费用率（%）					三费率（%）				
		2007	2008	2009	1H10	1H09	2007	2008	2009	1H10	1H09	2007	2008	2009	1H10	1H09	2007	2008	2009	1H10	1H09
1	浦东建设	0.11	0.06	0.17	0.11	0.13	3.90	4.31	3.94	7.51	3.77	1.49	2.34	1.36	31.95	2.18	5.50	6.71	5.46	39.57	6.08
2	*ST 汇通	1.45	0.77	0.15	1.04	0.40	8.92	13.57	15.78	22.51	38.33	7.64	8.36	7.54	6.20	17.69	18.00	22.70	23.46	29.75	56.42
3	中色股份	1.79	3.31	3.25	3.23	3.21	3.93	8.02	7.28	6.68	9.15	1.67	3.34	3.26	3.25	4.56	7.40	14.68	13.79	13.16	16.92
4	北方国际	3.05	2.60	1.59	2.23	2.06	4.58	3.77	2.42	2.98	3.87	2.81	-0.82	1.65	6.62	0.56	10.44	5.55	5.66	11.83	6.48
5	中航三鑫	3.75	3.54	2.75	3.09	3.30	3.92	4.50	5.31	6.12	5.04	0.98	1.02	0.90	1.04	1.11	8.66	9.06	8.97	10.26	9.45
6	中国武夷	1.85	2.20	1.30	0.87	2.18	4.03	5.24	3.69	4.63	3.58	4.12	4.84	3.46	4.68	3.29	10.00	12.29	8.44	10.18	9.05
7	安徽水利	1.03	1.18	0.68	0.90	1.25	5.14	4.47	4.65	5.66	4.65	3.13	4.02	3.08	3.28	3.07	9.29	9.66	8.40	9.84	8.97
8	新疆城建	2.34	1.86	1.45	1.22	1.33	7.28	5.66	4.07	4.86	4.30	2.54	3.25	2.22	2.97	3.11	12.16	10.77	7.75	9.05	8.74
9	腾达建设	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.19	3.16	3.16	5.33	3.96	3.29	2.10	1.81	3.50	2.77	6.48	5.26	4.96	8.83	6.72
10	杭萧钢构	1.87	1.42	1.72	1.90	1.92	3.61	2.98	3.89	4.18	4.73	2.48	2.35	2.17	2.61	2.51	7.96	6.75	7.79	8.69	9.16
11	东华科技	1.27	1.05	0.99	1.01	0.76	6.76	6.50	6.43	7.52	5.92	-0.13	-0.37	-0.19	-0.25	-0.25	7.90	7.18	7.23	8.28	6.43
12	西藏天路	0.64	0.68	0.57	0.58	0.64	6.13	7.50	5.06	5.76	5.15	2.08	3.13	1.69	1.78	2.91	8.85	11.31	7.32	8.13	8.71
13	东南网架	0.67	1.27	0.76	0.51	0.53	3.46	4.47	5.74	6.09	5.55	2.61	3.29	1.81	1.19	2.33	6.74	9.04	8.31	7.79	8.40
14	棕榈园林	0.77	1.90	1.05	1.19	1.08	5.83	7.14	7.58	6.47	7.44	0.15	0.22	0.16	0.00	0.17	6.74	9.27	8.79	7.66	8.69
15	精工钢构	2.42	2.65	1.95	2.09	2.06	3.94	4.09	3.97	4.62	4.88	1.43	1.60	1.36	0.89	1.80	7.78	8.34	7.28	7.60	8.74
16	东方园林						12.45	11.31	10.74	7.98	10.60	0.74	0.62	0.57	-0.58	0.56	13.19	11.93	11.32	7.40	11.15
17	葛洲坝	1.23	1.04	0.94	0.80	1.01	5.66	4.59	4.30	3.58	4.22	2.69	3.65	3.09	2.13	3.05	9.58	9.27	8.33	6.52	8.28
18	中南建设	1.42	1.78	1.23	0.76	1.64	1.30	3.90	4.61	4.07	4.71	3.01	1.51	1.07	1.36	1.56	5.73	7.20	6.91	6.19	7.92
19	北新路桥						5.53	5.32	4.83	4.94	5.04	1.45	1.64	0.68	1.22	1.52	6.98	6.96	5.51	6.16	6.56
20	科达股份	0.42	0.52	0.42	0.46	0.36	5.40	9.75	6.69	4.63	6.60	6.58	7.31	-1.51	1.03	6.34	12.40	17.58	5.60	6.12	13.31
	简单平均	0.98	1.01	0.79	0.81	0.89	4.05	4.33	4.08	3.99	4.22	1.30	1.63	1.05	1.29	1.54	6.33	6.96	5.92	6.09	6.65
21	中国中冶	0.57	0.58	0.63	0.67	0.51	3.77	3.90	3.90	3.62	3.55	1.13	1.88	1.48	1.80	1.50	5.47	6.35	6.01	6.08	5.56
22	中国海诚	0.42	0.33	0.25	0.20	0.32	7.08	6.56	6.45	5.64	6.41	-0.37	-0.27	-0.24	-0.33	-0.20	7.13	6.61	6.46	5.52	6.52
23	中国化学	0.63	0.57	0.41	0.43	0.40	4.51	5.02	5.10	4.74	4.38	1.64	1.62	0.02	0.29	0.73	6.78	7.21	5.53	5.45	5.51
24	金螳螂	2.43	3.07	2.82	2.51	3.22	2.41	3.26	3.00	2.93	3.48	-0.14	-0.06	-0.09	-0.07	-0.08	4.70	6.27	5.74	5.38	6.61
25	深天健	1.18	1.27	0.95	0.99	1.00	3.62	4.15	6.90	3.85	5.09	0.35	1.73	1.68	0.49	2.88	5.15	7.14	9.53	5.32	8.97
26	中材国际	1.15	0.91	0.66	0.66	0.70	4.00	4.36	5.45	4.45	4.86	0.01	0.95	-0.65	0.14	-1.11	5.17	6.22	5.45	5.25	4.44
27	中海油服	0.03	0.05	0.04	0.04	0.04	3.08	3.05	2.33	2.18	2.43	0.97	2.95	4.73	2.98	7.41	4.08	6.04	7.11	5.20	9.87
28	海油工程						1.92	1.72	1.20	2.33	1.12	0.21	1.59	0.77	2.79	0.67	2.13	3.31	1.96	5.12	1.79
29	隧道股份	0.36	0.28	0.29	0.33	0.34	3.27	2.72	4.66	3.42	3.56	2.49	1.79	1.23	1.18	1.39	6.12	4.79	6.18	4.93	5.29
30	四川路桥						4.50	4.13	2.97	2.60	3.91	1.65	3.01	2.28	2.32	2.58	6.15	7.14	5.25	4.92	6.49
31	中国铁建	0.39	0.38	0.29	0.31	0.35	3.00	3.86	3.77	3.77	3.77	0.48	0.47	0.10	0.15	0.11	3.88	4.70	4.16	4.22	4.22
32	粤水电						2.39	2.56	2.65	2.10	2.32	1.08	2.59	1.74	1.90	1.72	3.47	5.15	4.39	3.99	4.04
33	中国中铁	0.46	0.40	0.33	0.32	0.33	4.16	3.93	3.15	3.24	3.20	0.71	2.19	0.16	0.37	0.07	5.33	6.52	3.65	3.94	3.60
34	中工国际	3.75	3.08	2.52	2.71	2.26	2.91	3.16	2.03	2.24	1.97	-3.75	-2.37	-1.03	-1.02	-0.49	2.92	3.87	3.52	3.93	3.74
35	龙建股份	0.33	0.41	0.20	0.25	0.40	5.27	4.40	2.21	2.55	4.16	0.72	0.66	0.52	0.91	0.72	6.33	5.47	2.93	3.71	5.28

36 洪涛股份	1.16	0.89	0.77	0.99	1.01	2.06	2.30	2.36	3.02	2.66	0.17	0.26	0.24	-0.36	0.32	3.38	3.45	3.37	3.64	3.99
37 宏润建设	0.49	0.25	0.16	0.12	0.31	1.35	1.68	1.73	1.89	2.03	0.09	0.73	0.56	1.40	0.82	1.93	2.66	2.45	3.41	3.16
38 路桥建设	0.44	0.03	0.03	0.03	0.03	3.57	2.25	2.16	2.52	2.43	0.65	0.84	0.53	0.76	0.65	4.66	3.12	2.71	3.31	3.12
39 龙元建设	0.10	0.13	0.19	0.15	0.17	1.97	1.82	2.51	2.02	2.31	1.17	1.91	1.25	0.64	1.48	3.23	3.85	3.96	2.80	3.96
40 中国建筑	0.36	0.41	0.29	0.21	0.26	2.21	3.03	2.63	2.32	2.70	0.72	0.69	0.32	0.23	0.73	3.28	4.13	3.23	2.77	3.69
41 中铁二局	0.66	0.53	0.27	0.32	0.26	3.01	2.69	1.75	1.91	2.16	0.34	0.49	0.21	0.26	0.35	4.01	3.72	2.24	2.49	2.78
42 亚厦股份	0.60	0.86	0.72	0.86	0.92	2.02	2.60	2.27	1.96	2.98	1.26	0.36	0.07	-0.41	0.10	3.88	3.82	3.06	2.41	4.00
43 上海建工				0.17	0.13	1.87	1.89	1.66	2.26	2.31	0.01	-0.03	-0.12	-0.10	0.01	1.88	1.86	1.55	2.32	2.45

资料来源: Wind, 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、金螳螂、中铁二局、东华科技

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
副所长 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiuucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高 远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊 伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com