

防御性特征明显，细分子行业机会

——建筑工程行业 2010 年四季度投资策略

要点：

- **建筑工程行业同政府宏观调控密切相关，防御特征显著。**在经济环境恶化时，行业表现显著优于大盘，如 2008 年金融危机爆发时，在 4 万亿投资刺激下，建筑工程全年表现在 32 个行业中位居第 4；当经济好转时，行业往往跑输大盘，2009 年国内市场普遍出现反弹的情况下，建筑业表现反而差强人意，在 32 个行业中排名倒数第 3 位。2010 年以来，全球经济走势尚不明朗，国内市场又面临中央政府严厉宏观调控，加上建筑行业产业链条各环节在建设周期上的滞后性，工程行业子板块走势出现严重分歧。
- **本报告从两个投资逻辑角度对行业投资机会进行分析：1）前期强势板块的上扬趋势在第四季度能否持续。2）中短期内，前期弱势板块是否存在反弹机会。**4 万亿刺激政策的落实已接近尾声，但目前国内外经济形势复杂，全球经济尚未从二次探底的阴影中走出，中央政府在短期内不会轻言退出刺激政策。建筑工程投资降幅从 5 月开始趋于平缓，同时，月度投资额仍然保持高位稳定增长，预计在未来的三个季度内增幅将继续维持现有水平。**建筑行业子板块由于行业特质的不同差别巨大，不能一概而论，**我们针对每个细分子行业进行了全面分析，试图发现亮点突出的子行业。
- **第四季度我们看好国际承包工程、水利、水电和装修装饰三大板块**
- **对外承包工程迎来向上拐点：**随着世界经济的逐步复苏，今年下半年以来国际工程承包业整体趋势开始向好，其中对外承包工程新签合同额同比增速止跌反弹。受此影响，对外承包工程完成营业额同比增速的下跌幅度也自 5 月开始得到缓解，并且从 7 月开始出现强力反弹。按以往经验，下半年是对外工程承包企业承接订单的旺季，基于对第三世界国家经济回暖趋势的良好预期，我们看好该板块的未来走势，现在已进入切入时点。
- **水利、水电板块：**旱涝灾害推动水利施工投资加速；能源需求增长以及节能减排责任将使水电施工复苏；西部开发加快西南地区水电建设步伐；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
- **装修装饰板块：**受益于房产投资的后周期效益，上半年建筑装饰业总产值继续回升，行业复苏势头强劲，整体表现非常抢眼，股价波动优于 A 股平均，同时远远好于建筑施工行业。进入第三季度后，行业总产值继续保持高位，随着地产调控政策的横向产业链传导，第四季度业绩将受影响回落，但幅度不大。长期来看，行业将受益于城镇化建设和居民消费观念升级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2010 年 9 月 20 日

分析师

但朝阳

☎0755-83516255 ✉ danzy@cgws.com

PCN: S1070200010015

联系人

李龙

☎0755-83516194 ✉ lil@cgws.com

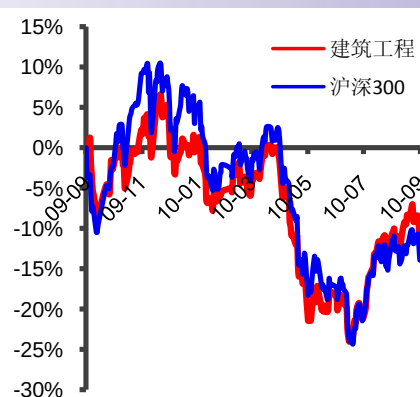
PCN: S1070110030004

投资评级：推荐（维持）

重点公司盈利预测及评级

名称	10EPS	11EPS	投资评级
中工国际	1.47	1.86	强烈推荐
中材国际	1.64	2.09	强烈推荐
葛洲坝	0.48	0.62	强烈推荐
粤水电	0.46	0.66	强烈推荐
金螳螂	1.05	1.47	强烈推荐
洪涛股份	0.85	1.22	强烈推荐
精工钢构	0.62	0.76	强烈推荐
亚夏股份	1.20	1.85	推荐
中国铁建	0.67	0.83	推荐
中国中铁	0.41	0.50	推荐

相对沪深 300 表现图



相关报告



目 录

1. 行业历史走势分析	4
1.1 行业板块框架图	4
1.2 一年来建筑工程板块的基本涨跌趋势	5
1.3 第三季度以来建筑工程板块的基本涨跌趋势	7
1.4 分析思路	8
2、建筑工程各板块基本面及投资机会分析	8
2.1 宏观层面	8
2.1.1 货币供应量	8
2.1.2 固定资产投资投资增速放缓	10
2.2 子板块分析	10
2.2.1 一级子板块分析	11
2.2.2 二级子板块特征、现状与预期变化	12
2.2.3 三级子板块分析	13
2.2.3.1 国际承包工程板块	14
2.2.3.2 装饰装修板块	15
2.2.3.3 传统土木工程行业	15
2.2.3.4 水利水电板块	16
2.2.3.5 路桥施工板块	18
2.2.3.6 房屋建筑板块	18
2.2.3.7 铁路施工板块	20
2.2.3.8 其它工程	21
冶金工程	21
钢结构工程	22
化工工程	23
水泥工程	23
2.2.3.9 园林工程板块	24
图 1: 建筑工程和沪深 300 指数走势对比	
图 2: 一级子板块和沪深 300 指数走势对比	
图 3: 二级子板块和沪深 300 指数走势对比	
图 4: 传统土木工程子板块和沪深 300 指数走势对比	
图 5: 其它工程子板块和沪深 300 指数走势对比	



- 图 6: 二级子板块和沪深 300 指数走势对比
- 图 7: M1 (货币) 和 M2 (准货币) 增速
- 图 8: CPI、PPI 走势
- 图 9: CPI 构成分解
- 图 10: 固定资产月度投资额及累计同比增速
- 图 11: 固定资产投资 中央 VS 地方
- 图 12: 建筑安装工程月度投资额及累计同比增速
- 图 13: 建筑业月度投资额及累计同比增速
- 图 14: 宏观经济和行业政策对子行业的影响
- 图 15: 对外承包工程月度新签合同额及累计同比增速
- 图 16: 对外承包工程月度营业额及累计同比增速
- 图 17: 水利管理业月度投资额及累计同比增速
- 图 18: 月度投资累计同比增速 内河 VS 沿海
- 图 19: 各地内河建设投资月度累计同比增速
- 图 20: 内河建设月度固定投资额
- 图 21: 公路建设月度投资额及同比累计增速
- 图 22: 各地公路建设月度固定投资额
- 图 23: 月度房屋施工面积及累计同比增速
- 图 24: 月度房屋新开工面积及累计同比增速
- 图 25: 月度土地购置面积及累计同比增速
- 图 26: 商品房月度竣工和销售面积及累计同比增速
- 图 27: 房地产月度投资额及累计同比增速
- 图 28: 铁路固定资产月度投资额及累计同比增速
- 图 29: 铁路基本建设月度投资额及累计同比增速
- 图 30: 城市公共交通月度投资额及累计增速
- 图 31: 黑色金属冶炼及压延加工业月度投资额及累计同比增速
- 图 32: 有色金属冶炼及压延加工业月度投资额及累计同比增速
- 图 33: 石油加工、冶炼及核燃料加工月度投资额及累计同比增速
- 图 34: 钢材月度产量及累计同比增速
- 图 35: 水泥月度产量及累计同比增速
- 表 1: 行业板块框架图
- 表 2: 三级子板块各行业排名亦出现变动
- 表 3: 二级子板块特征、现状与预期变化
- 表 4: 重点公司盈利预测及投资评级



1、 行业历史走势分析

1.1 行业板块框架图

表 1： 行业板块框架图

行业	一级板块	二级板块	三级板块	公司	涨幅	2010PE	2011PE	PB	总市值
建筑工程	建筑施工	传统土木工程	房屋建筑	上海建工	-12.1	20.6	15.8	2.0	140.2
				龙元建设	-40.1	18.9	11.0	2.1	49.6
				中国建设	-26.7	13.5	10.7	1.4	1029.0
			路桥施工	北新路桥	-1.8	61.3	41.8	7.1	50.9
				四川路桥	-1.2	45.3	30.5	2.9	26.8
				路桥建设	9.3	21.0	17.2	2.5	48.8
				浦东建设	-3.9	16.7	13.6	1.9	45.7
				西藏天路	0.4	47.7	33.0	6.6	66.6
				腾达建设	39.2	53.4	45.1	3.1	34.0
				新疆城建	51.7	40.7	32.4	5.5	85.1
				龙建股份	-18.6	48.6	24.7	3.2	24.4
				科达股份	-4.8			3.8	25.1
			地铁施工	宏润建设	6.4	17.3	13.3	4.0	63.3
				隧道股份	-27.4	15.5	12.8	1.8	72.6
			铁路施工	中铁二局	-31.6	12.1	9.7	2.9	128.8
				中国铁建	-18.0	11.0	8.9	1.7	904.3
				中国中铁	-32.7	10.3	8.3	1.4	890.3
			水利、水电	*ST 汇通	12.1			12.5	30.0
				粤水电	-6.9	18.2	12.8	2.0	27.9
				葛洲坝	15.0	18.6	14.3	3.3	310.4
				安徽水利	-19.7	12.8	11.1	3.2	22.9
			智能建筑	延华智能	48.1		91.5	6.3	18.5
		其它工程	钢结构工程	东南网架	-1.9	34.2	26.3	2.6	25.1
				雅致股份	-33.9	27.5	21.8	2.8	51.2
				杭萧钢构	-9.0	24.9	21.0	3.7	28.3
				精工钢构	-5.9	18.0	14.6	3.0	43.0
			冶金工程	中国中冶	-28.6	13.5	11.1	1.8	739.6
			石油勘探	海默科技	-27.8	48.1	30.0	2.8	17.2
				延长化建	-14.6	37.0	32.5	5.2	34.1
				海油工程	-27.0	25.0	19.1	2.9	269.5
				中海油服	-14.1	15.4	13.5	2.6	620.4
			化工工程	东华科技	16.5	35.3	25.4	9.1	67.7
				三维工程	-22.9	59.5	43.6	4.7	31.3
				中国化学	-26.4	16.2	13.1	1.8	208.7
			水泥工程	中材国际	63.6	20.4	16.0	9.4	254.3
			轻工业制造	中国海诚	-6.1		23.5	4.9	22.0
		国际承包工程		北方国际	-20.3	43.6	31.1	8.4	36.4
				中工国际	86.4	34.3	27.0	7.6	95.6
				中材国际	63.6	20.4	16.0	9.4	254.3



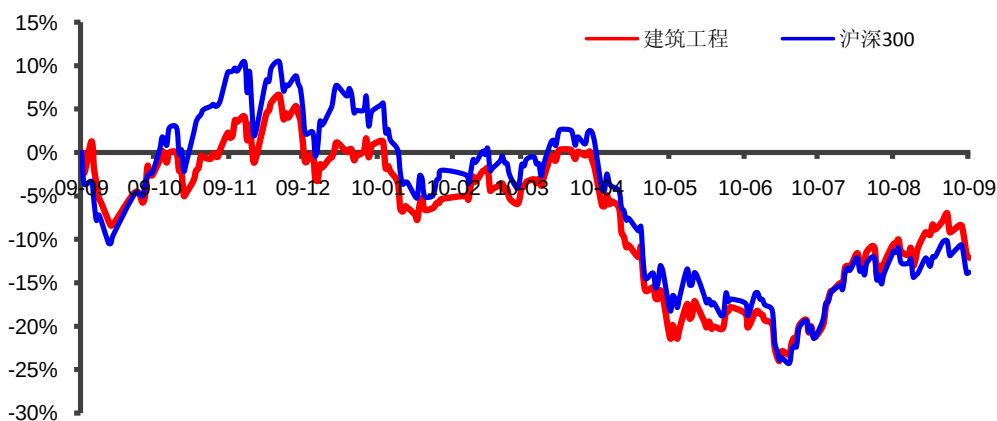
	装饰装修 和 园林	装饰装修	金螳螂	125.2	43.9	31.2	15.7	146.8
			洪涛股份	21.3	43.1	29.7	4.6	48.2
			亚厦股份	72.8	57.6	36.8	6.4	143.5
		园林建设	东方园林	197.4	73.6	41.1	14.6	164.7
			棕榈园林	48.0	84.0	53.3	7.4	119.3

数据来源：WIND 长城证券金融研究所

1.2 一年来建筑工程板块的基本涨跌趋势（2009-09-17至2010-09-17）

从最近一年内的行情表现上看，建筑工程板块整体变化趋势与沪深300基本一致。

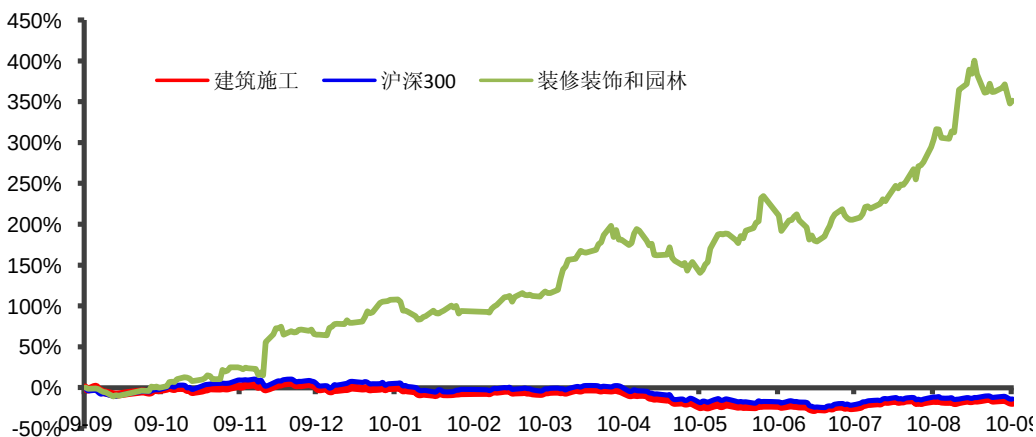
图 1：建筑工程和沪深 300 指数走势对比（2009/09/17-2010/09/17）



数据来源：WIND 长城证券金融研究所

在一级子版块的表现方面，装饰装修和园林>沪深300指数>建筑施工

图 2：一级子板块和沪深 300 指数走势对比（2009/09/17-2010/09/17）



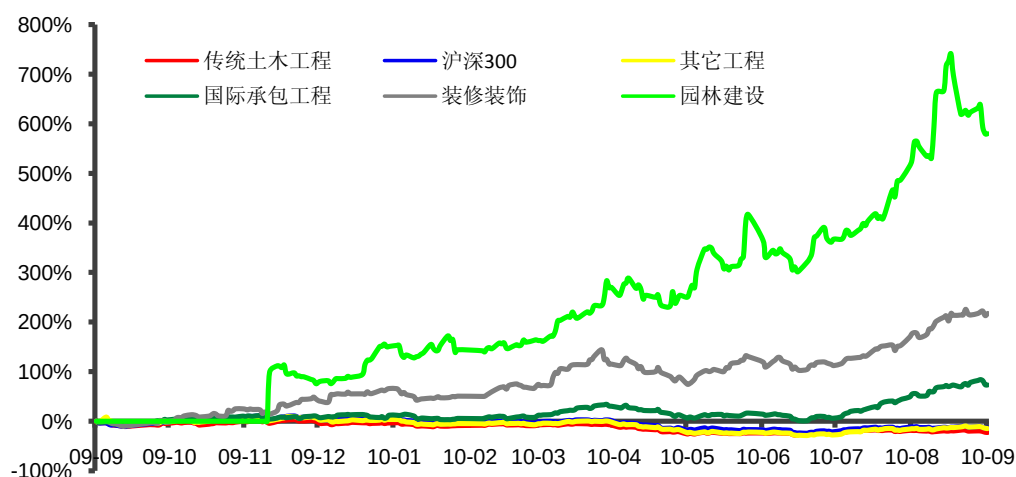
数据来源：WIND 长城证券金融研究所

二级板块的 5 个子行业中：园林建设>装饰装修>国际承包工程>沪深300指数>其它工程>传统土木工程



图 3: 二级子板块和沪深 300 指数走势对比

(2009/09/17- 2010/09/17)

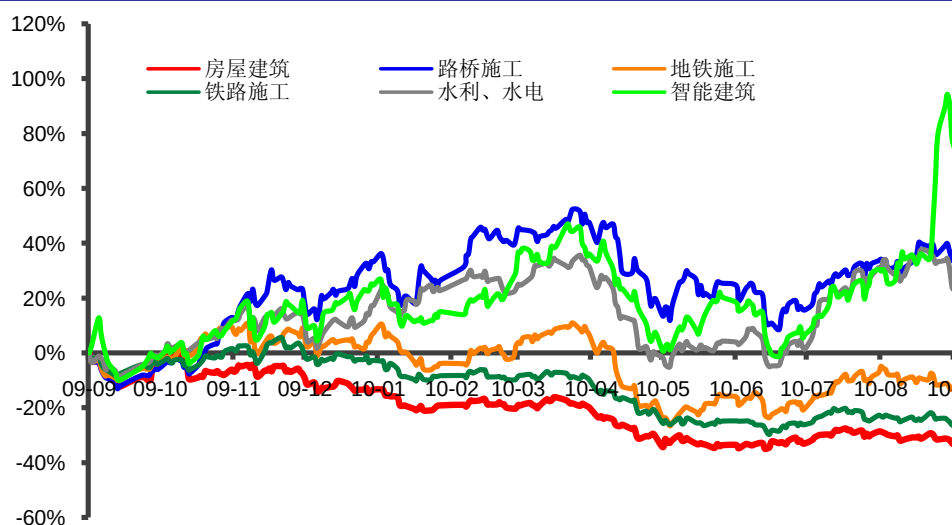


数据来源: WIND 长城证券金融研究所

传统土木工程(三级子板块)中,路桥施工>智能建筑>水利、水电>地铁施工>铁路施工>房屋建筑

图 4: 传统土木工程子板块和沪深 300 指数走势对比

(2009/09/17- 2010/09/17)



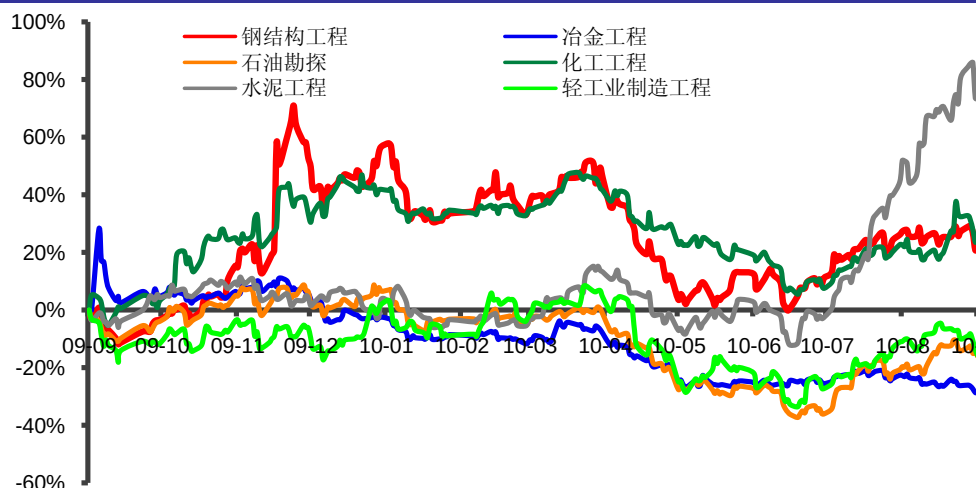
数据来源: WIND 长城证券金融研究所

其它工程(三级子板块)中,水泥工程>化工工程>钢结构工程>轻工业制造>石油勘探>冶金工程



图 5: 其它工程子板块和沪深 300 指数走势对比

(2009/09/17-2010/09/17)



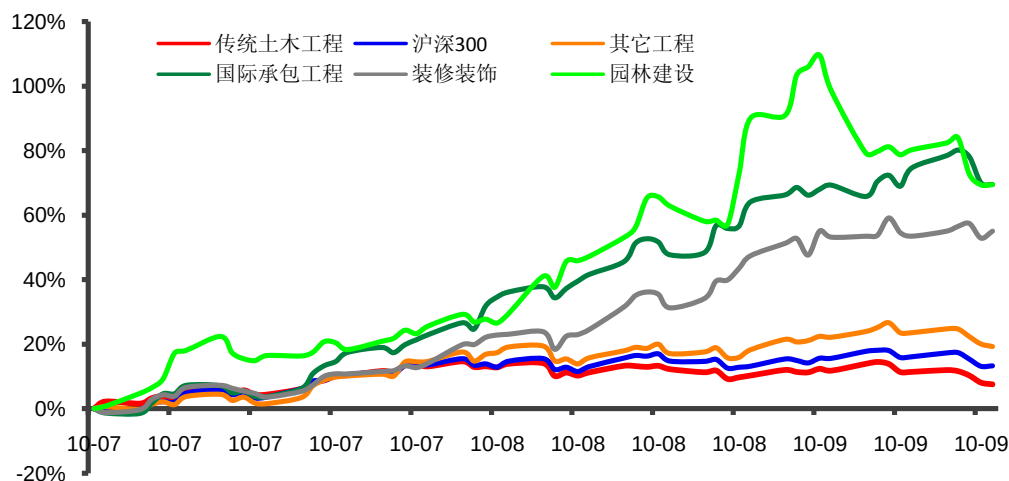
数据来源: WIND 长城证券金融研究所

1.3 第三季度以来建筑工程板块的基本涨跌趋势

二级子板块的 5 个行业中, 园林建设 > 国际承包工程 > 装修装饰 > 其它工程 > 沪深 300 > 传统土木工程。同一年期涨跌趋势相比, 第三季度以来国际承包工程板块表现强劲, 累计涨幅超过装修装饰业, 并且出现超越园林建设板块的趋势。

图 6: 二级子板块和沪深 300 指数走势对比

(2010/07/01-2010/09/17)



数据来源: WIND 长城证券金融研究所



表 2：三级子板块各行业排名亦出现变动

(2009/09/17- 2010/09/17)

园林建设	579.86%	水泥工程	94.38%
装饰装修	217.34%	智能建筑	72.31%
智能建筑	74.67%	国际承包工程	69.47%
水泥工程	73.26%	园林建设	69.40%
国际承包工程	73.02%	装饰装修	55.01%
路桥施工	33.17%	石油勘探	29.87%
化工工程	24.40%	水利、水电	29.26%
水利、水电	22.79%	轻工业制造	22.14%
钢结构工程	20.67%	钢结构工程	20.94%
地铁施工	-11.27%	路桥施工	20.60%
沪深 300	-13.82%	化工工程	16.60%
轻工业制造	-15.86%	地铁施工	16.14%
石油勘探	-16.11%	沪深 300	13.27%
铁路施工	-26.62%	铁路施工	4.42%
冶金工程	-28.60%	房屋建筑	1.54%
房屋建筑	-33.34%	冶金工程	-3.25%

过去一年建筑工程行业
三级子板块涨跌幅排名

今年三季度以来建筑工程行业
三级子板块涨跌幅排名

数据来源：WIND 长城证券金融研究所

1.4 分析思路

建筑工程行业同政府宏观调控密切相关，防御特征显著。在经济环境恶化时，行业表现显著优于大盘，如 2008 年金融危机爆发时，在 4 万亿投资刺激下，建筑工程全年表现在 32 个行业中位居第 4；当经济好转时，行业往往跑输大盘，2009 年国内市场普遍出现反弹的情况下，建筑业表现反而差强人意，在 32 个行业中排名倒数第 3 位。2010 年以来，全球经济走势尚不明朗，国内市场又面临中央政府严厉宏观调控，加上建筑行业产业链条各环节在建设周期上的滞后性，工程行业子板块走势出现严重分歧。通过以上 1.1 和 1.2 的分析我们发现近一年的强势板块：园林建设、装饰装修业和国际承包工程；弱势板块：传统土木工程和其它工程。

基于以上分析，我们第四季度行业投资策略分析的逻辑线索是：

- 1) 前期强势板块的上扬趋势在第四季度能否持续？
- 2) 中短期内，前期弱势板块是否存在反弹机会？

2、建筑工程各板块基本面及投资机会分析

2.1 宏观层面

2.1.1 货币供应量

货币供应量增速自年初以来出现持续回落，但速度开始趋缓。8 月末，广义货币

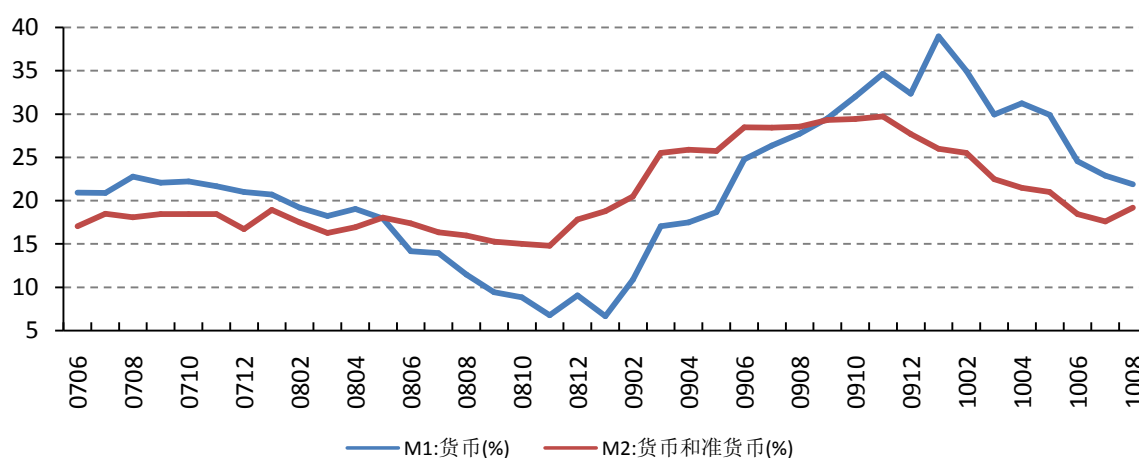


(M2) 余额 68.75 万亿元, 同比增长 19.2%, 增幅比上月高 1.6 个百分点, 比去年同期低 9.3 个百分点; 狭义货币 (M1) 余额 24.43 万亿元, 同比增长 21.9%, 增幅比上月和去年同期分别低 1.0 和 5.8 个百分点。

同时, 通胀压力继续攀升, 但尚在经济发展容忍范围之内。8 月份 CPI 同比上涨 3.5%, 创出 22 个月来的新高, 涨幅比上月扩大了 0.2 个百分点, 其中城市上涨 3.4%, 农村上涨 3.7%。不过, 从构成上看, CPI 的上涨主要是源于食品价格的走高, 受全球气候反常影响, 我国以及世界几大主要粮食产区自今年年初以来频频遭受极端气候袭击, 旱涝灾害频发, 导致农产品价格迅速飙升。另一方面, PPI 继续回落, 8 月份 PPI 同比增长 4.3%, 涨幅比上月回落 0.5 个百分点, 考虑到 PPI 对 CPI 一定程度上的先导作用, 若未来粮食价格能够稳定, CPI 将得到有效控制。

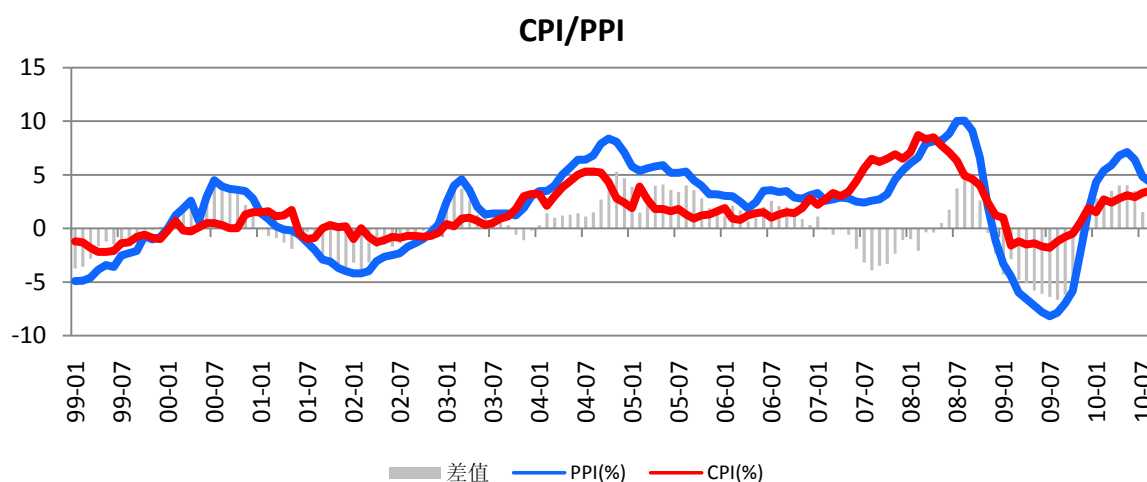
综合考虑上述因素, 我们认为第四季度的货币供应量增速将继续保持缓慢回落。

图 7: M1 (货币) 和 M2 (准货币) 增速



数据来源: 中国人民银行 长城证券金融研究所

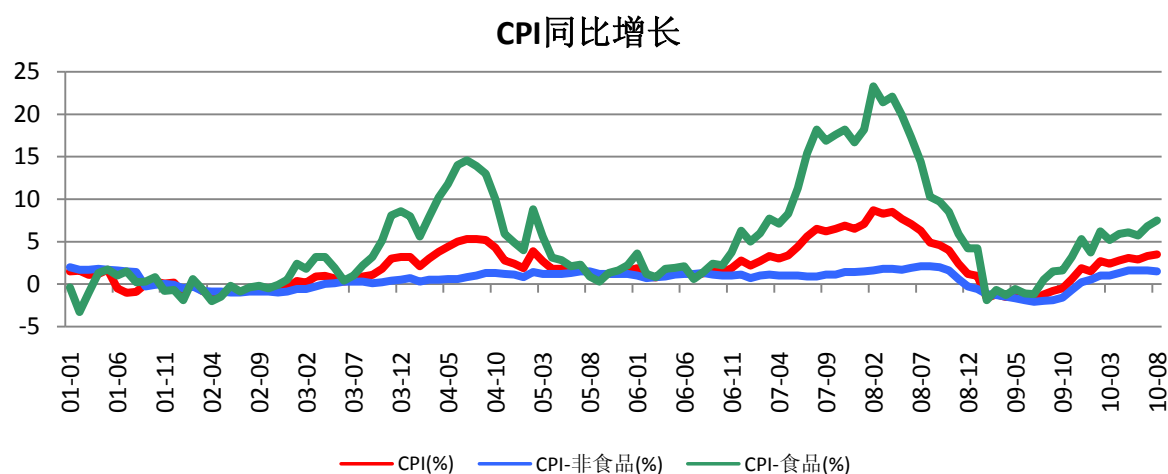
图 8: CPI、PPI 走势



数据来源: WIND 长城证券金融研究所



图 9: CPI 构成分解

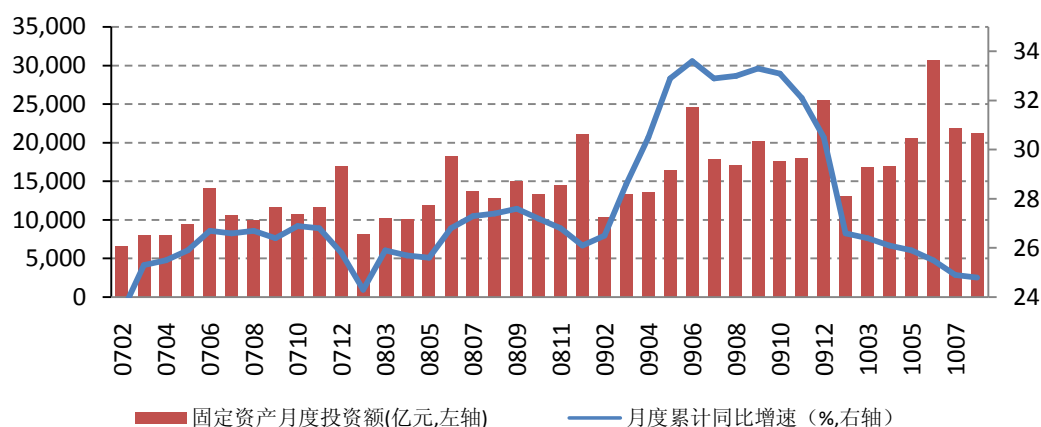


数据来源: WIND 长城证券金融研究所

2.1.2 固定资产投资增速放缓

FAI 增速继续回落, 1-8 月份城镇固定资产投资 140998 亿元, 同比增长 24.8%, 比 1-7 月回落 0.1 个百分点, 回落速度明显趋缓, 考虑到 09 年同期高基数的影响, 固定资产月度投资额依然维持高位。中央项目投资增速在经历一年多的大幅下降后开始趋于稳定, 地方项目增速亦高位回稳。FAI 数据进一步表明, 虽然 4 万亿刺激政策的落实已接近尾声, 但目前国内外经济形势复杂, 全球经济尚未从二次探底的阴影中走出, 中央政府在短期内不会轻言退出刺激政策。

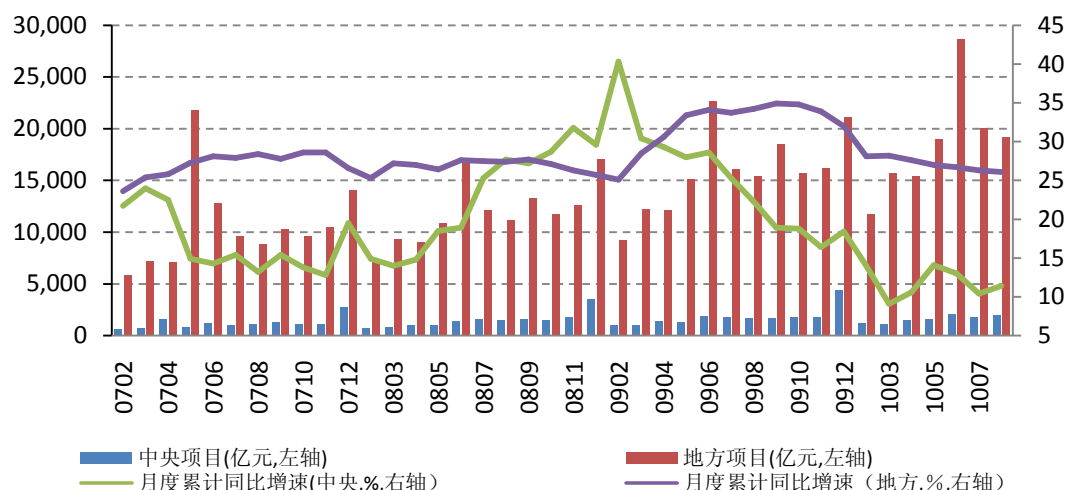
图 10: 固定资产月度投资额及累计同比增速



数据来源: 国家统计局 长城证券金融研究所



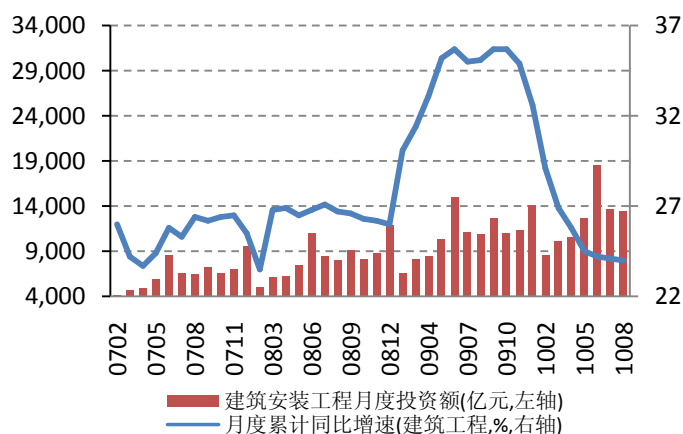
图 11: 固定资产投资 中央 VS 地方



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

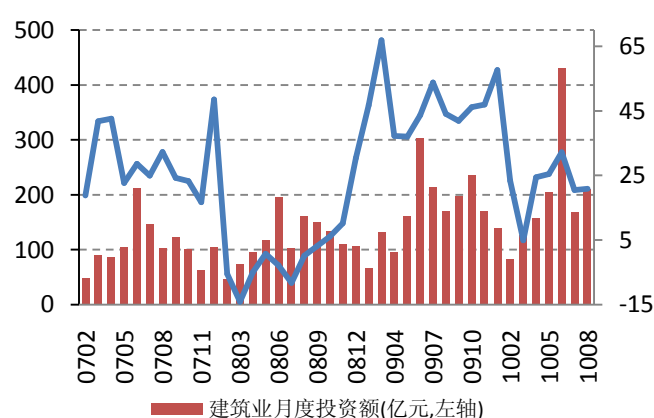
受固定投资增速放缓的影响，建筑安装工程投资增速自 09 年年底开始出现高位回落，从去年 10 月的峰值到今年 6 月末，已连续下降 11.5 个百分点。不过降幅从 5 月开始趋于平缓，同时，月度投资额仍然保持高位稳定增长。预计在未来的三个季度内建筑工程投资增幅将继续维持现有水平，投资额度保持。

图 12: 建筑安装工程月度投资额及累计同比增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

图 13: 建筑业月度投资额及累计同比增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

综上分析,各项重点宏观指标均已逐渐走出 4 万亿刺激的影响,回归正常区间。我们认为影响建筑工程行业的货币和财政政策在中短期内不会发生重大改变。下面,我们将重点关注影响子板块的宏观调控以及市场层面因素。

2.2 子板块分析

2.2.1 一级子板块分析

同装修装饰和园林板块相比,建筑施工板块的毛利润率普遍较低。以土木施工



为例，毛利率水平为 5%—12%，即使算上某些版内公司的地产化倾向，也难以超过 17%，远低于装修装饰板块 20%以上的毛利润率。同时，装修装饰和园林企业的固定资产比重低于建筑施工企业，盈利模式上更优。

产业链上，装修装饰和园林板块处于建筑施工板块的下游，受宏观调控影响较后者弱。

综上 3 点分析，在经济形势复杂、固定资产投速回落、政府宏观调控调控力度加大的大背景下，装修装饰板块在基本面上的优势愈加明显。历史走势已经很好地证明了这点。

2.2.2 二级子板块特征、现状与预期变化

表 3：二级子板块特征、现状与预期变化

二级子板块名称	板块特征	板块现状	板块预期	预期变化
传统土木工程	国家宏观调控影响最大二级板块之一；以施工为主，毛利润率较低；部分企业存在地产化趋势；	固定资产投资速度下降和地产调控两大负面因素导致市场普遍看淡；估值持续偏低；	十一五规划最后阶段冲刺或带来第四季度密集投资；十二五规划的陆续出台将一定程度修复市场信心；超跌反弹概率进一步加大	向好
其它工程	国家宏观调控影响最大二级板块之一；同其它行业(如能源开采、建材、有色、化工、制造业等)相关程度最高；无明显共同特征：主要受制于三级子板块对应行业发展态势，走势相关程度低；	三高行业整治导致生产线建设速度下降	节能减排和工艺创新带来未来发展机会	情况复杂，子板块分歧严重，需进一步具体分析
国际承包工程	三大影响因素： 1、国外市场回暖程度 2、公司规模、资质 3、海外业务开发力度	发展中国家市场率先走出金融危机阴霾，正逐步回暖	各经济体积极救市，欧元区爆发大规模危机可能性减小，世界经济二次探底风险降低，回暖趋势将得到进一步稳定	向好
装修装饰	房屋建筑的后周期行业；大行业小公司特征明显，市场容量大；	作为产业链条下游行业，受益于 09 年建筑投资的井喷效益，正处于合同爆发期。	短期内，地产调控将对住宅精装修造成负面影响；得益于巨大的市场容量，业务的进一步拓展将一定程度抵消房产调控的不利影响；	维持 (短期内业务增长速度将有所放缓)



园林建设	房屋建筑后周期行业； 资金门槛高； 分为市政园林和地产园林两大块，其中市政园林的资质要求和毛利润率高于后者；	业绩增长态势强劲， 受益于城镇化建设步伐加快，市政园林大单迅速增加； 估值偏高； 存在炒作现象；	行业发展前景乐观， 但跟风炒作带来的估值过高使板块面临较大的理性回调风险	维持 (短期内回调风险过高)
------	--	---	---	-------------------

长城证券金融研究所编制

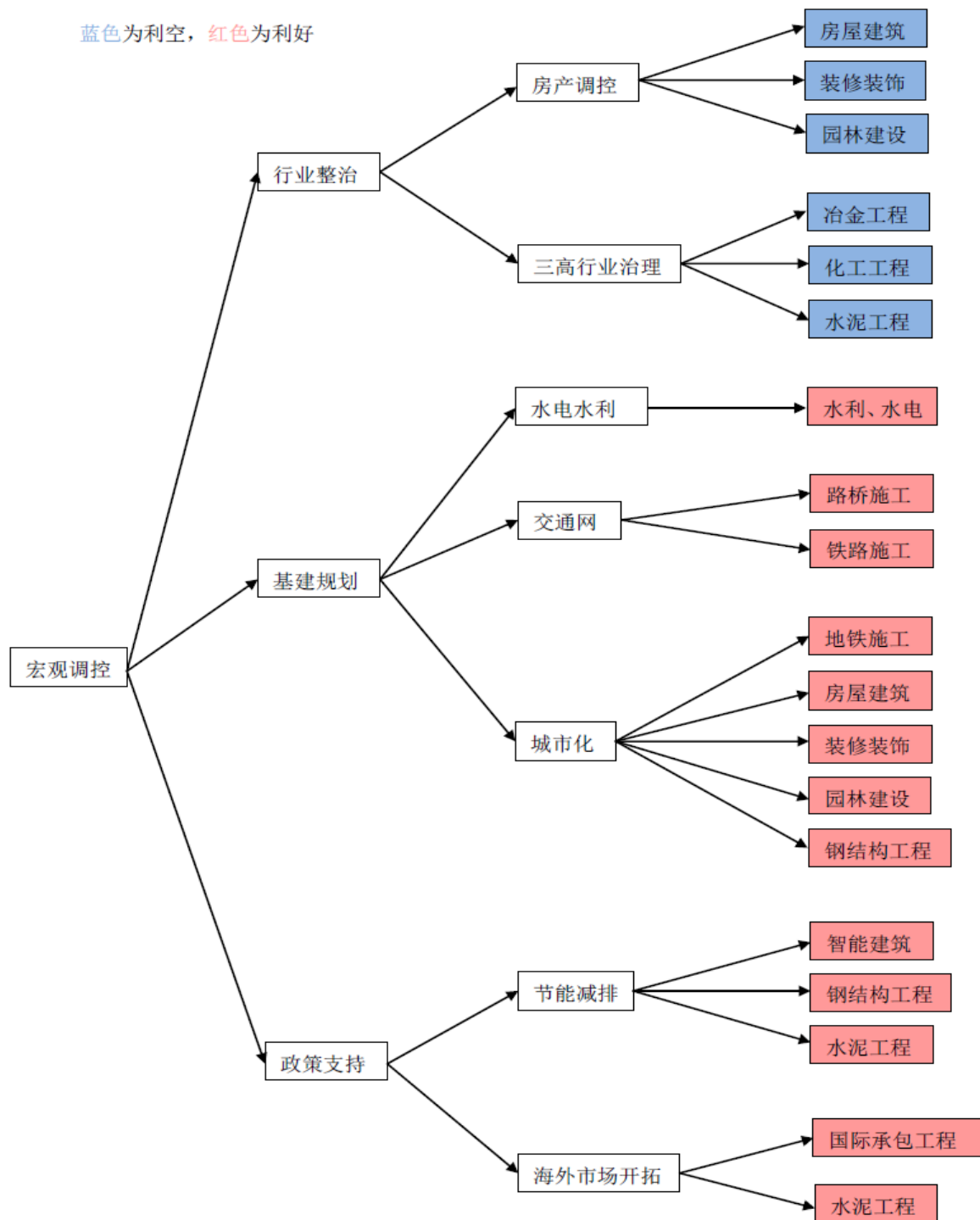
综上所述我们认为，中短期的二级子版投资排序为 国际承包工程>装饰装修>传统土木工程>园林建设。其它工程板块由于情况复杂，需在三级子板块中进一步具体分析。

2.2.3 三级子板块分析

三级子版的分析顺序是建立在二级板块的基础上的，即国际承包工程、装饰装修、传统土木工程、园林建设，最后特别分析其他工程板块。首先，我们大致了解一下宏观调控对三级子板块的影响。



图 14: 宏观经济和行业政策对子行业的影响



长城证券金融研究所编制

2.2.3.1 国际承包工程板块

对外承包工程市场的进一步回暖带来合同复苏。

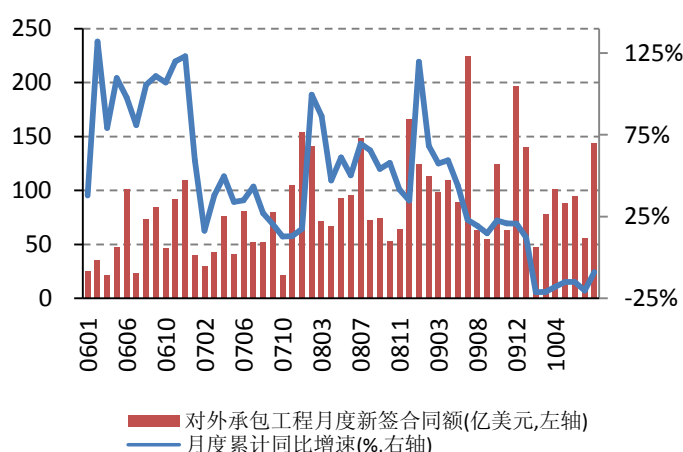
今年上半年,我国对外承包工程业务完成营业额 373.4 亿美元,同比增长 16%;新签合同额 549.4 亿美元,同比下降 15%。合同额的下降主要还是受累于金融危机所导致的全球经济低迷,实际上,自 09 年年初开始,我国对外工程新签合同额同



比增速出现连续大幅下滑，从119.7%的峰值跌至今年2月的-21.3%。但受益于世界经济的逐步复苏，今年下半年以来国际工程承包业整体趋势开始向好，其中对外承包工程新签合同额同比增速止跌反弹。受此影响，对外承包工程完成营业额同比增速的下跌幅度也自5月开始得到缓解，并且从7月开始出现强力反弹。按以往经验，下半年是对外工程承包企业承接订单的旺季，基于对第三世界国家经济回暖趋势的良好预期，加上国家对“走出去”政策的大力支持，海外合同仍将继续复苏，我们看好该板块的未来走势，现在已进入切入时点。

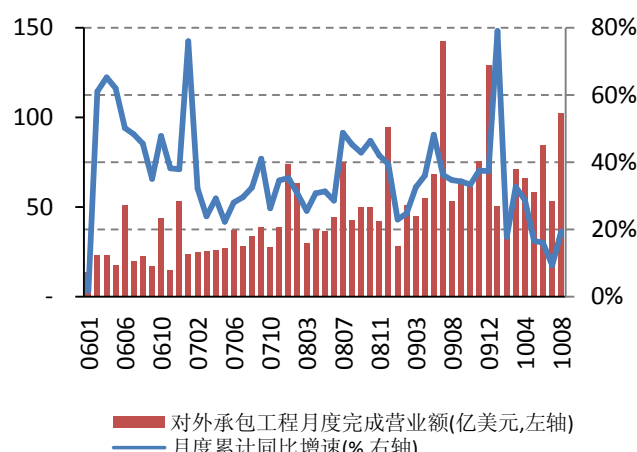
重点推荐企业：1、中工国际 营业状况良好、拥有突出的项目管理能力、融资能力、产业链整合能力、政府资源优势以及在主要业务区域亚非拉等地拥有较强的渠道优势；2、葛洲坝 水电领域寡头垄断企业之一，海外业务拓展迅速，上半年新签订海外合同同比增长328%；3、中材国际 国内外大型新型干法水泥工程建设的领军企业，海外市场竞争力强，国际上的市场份额已超越FLSmidth、德国海德堡、Polysius等国际同行，高居榜首，在第三世界国家网络覆盖广。

图 15：对外承包工程月度新签合同额及累计同比增速



数据来源：商务部 长城证券金融研究所

图 16：对外承包工程月度营业额及累计同比增速



数据来源：商务部 长城证券金融研究所

2.2.3.2 装修装饰板块

受益于房产投资的后周期效益，上半年建筑装饰业总产值继续回升，行业复苏势头强劲，整体表现非常抢眼，股价波动优于A股平均，同时远远好于建筑施工行业。进入第三季度后，行业总产值继续保持高位，随着地产调控政策的横向产业链传导，第四季度业绩将受影响回落，但幅度不大。长期来看，行业将受益于城镇化建设和居民消费观念升级。统计数据表明，2001年至2009年国内建筑装饰行业复合增长率达16.4%。2009年行业总产值达18500亿元，其中家庭住宅装饰装修约9000亿元；公共建筑装饰装修约8400亿元；幕墙1100亿元。目前国内装饰市场年需求超过2万亿元，预计未来几年建筑装饰市场容量将以20%以上的速度增长，而其中的高端市场容量受益消费升级将有更快的增长。同时，设计杠杆化效应有利于提升行业利润率。资金充沛度是影响业内公司增长潜力的主要因素。

推荐企业：装修行业龙头金螳螂以及成长性良好、业务模式多样化的亚厦股份。

2.2.3.3 传统土木工程行业

受固定资产投资增速减缓和地产调控影响，复苏阻力重重。但子板块中的水利水电、路



桥施工和地铁施工中长期内存在可以预见的投资机会。

2.2.3.4 水利水电板块

旱涝灾害推动水利施工投资加速。

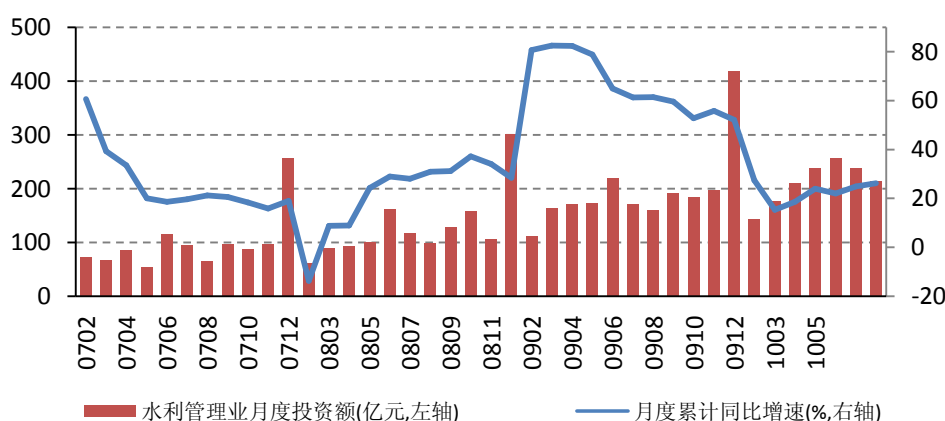
去年至今，国各地旱涝频发，从西南大旱到长江流域和东北地区的涝灾害，大批水利设施被毁坏。根据旱涝后必加大水利建设投资的规律，可以预期未来两年内，水利投资必然大增。另外，我国近十多年来中小型水利工程和设施投资不足。据报道，建国以来共修建 8 万余座水库，由于年久失修，多处老化严重，维修新建需求大。最后，2010 年计划安排投资 480 亿元于南水北调重要的水利工程，是前 7 年工程投资的总和，预计 2010 年水利建设的投资将达 2000 亿元，增速达 40%。

能源需求增长以及节能减排责任将使水电施工复苏

我国对国际社会承诺到 2020 年非化石能源消费将占能源消费 15%。节能减排必然会促使国家加大对新能源，尤其是水电的投入。我国水资源丰富，但开发程度却只有 36%，远远低于水电发达国家 60%以上开发程度。进入三季度以来发改委再度着手对大型水电项目的审核，近几年来停止审核的百万千瓦级大型水电项目审批已于近月解冻。据悉，2010 年以来发改委已经批准了 30 个水电项目的建设。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。

同时，在节能减排、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，未来 5 年有望形成约 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）和中国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。

图 17： 水利管理业月度投资额及累计同比增速

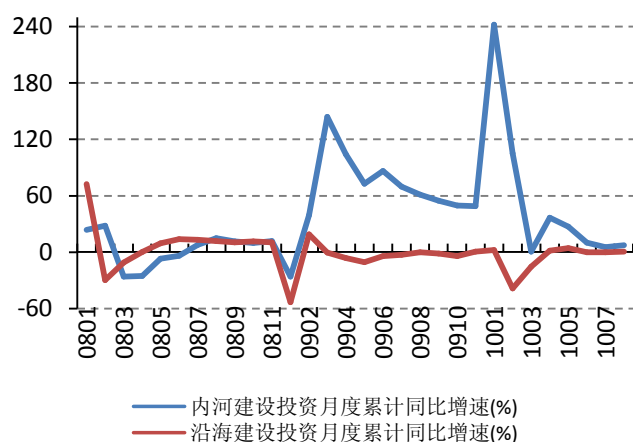


数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

水运建设投资方面，长期而言，随着欧元区危机缓解，世界经济有望继续良好反弹趋势，沿海港口投资需求将随着我国外贸数据改善而复苏。同时，经济增长模式转型以及区域振兴规划将继续有力支持内河建设投资，数据显示自今年年初以来西部地区的内河建设投资明显加快，增速居三地区之首。

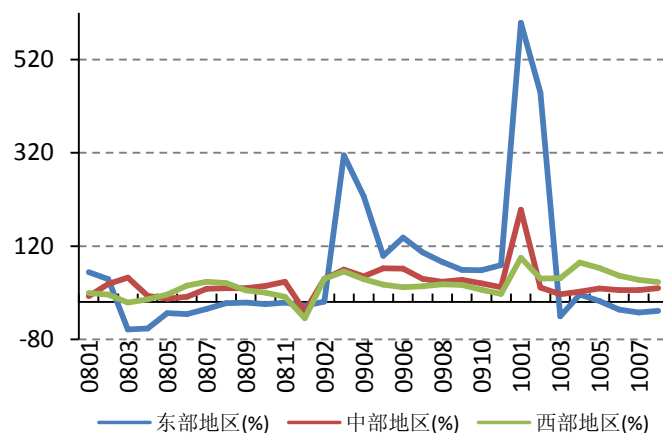


图 18: 月度投资累计同比增速 内河 VS 沿海



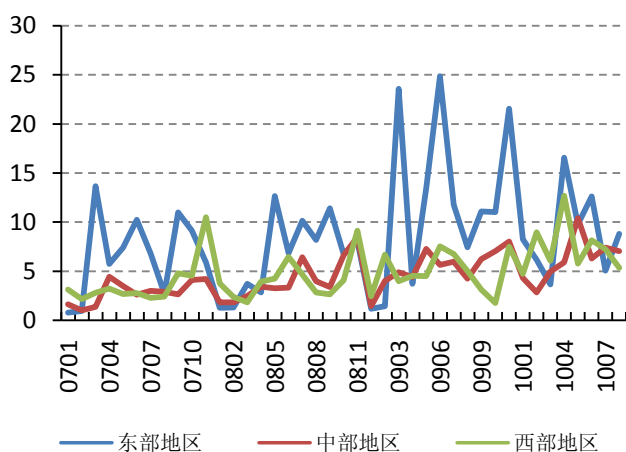
数据来源: 水利部 长城证券金融研究所

图 19: 各地内河建设投资月度累计同比增速



数据来源: 水利部 长城证券金融研究所

图 20: 内河建设月度固定资产投资额 单位: 亿元



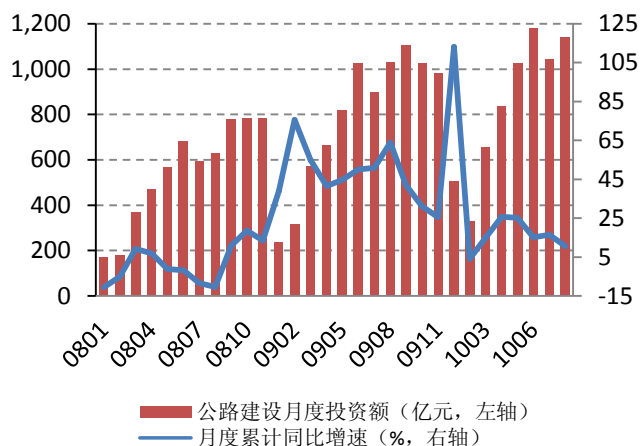
数据来源: 水利部 长城证券金融研究所



2.2.3.5 路桥施工板块

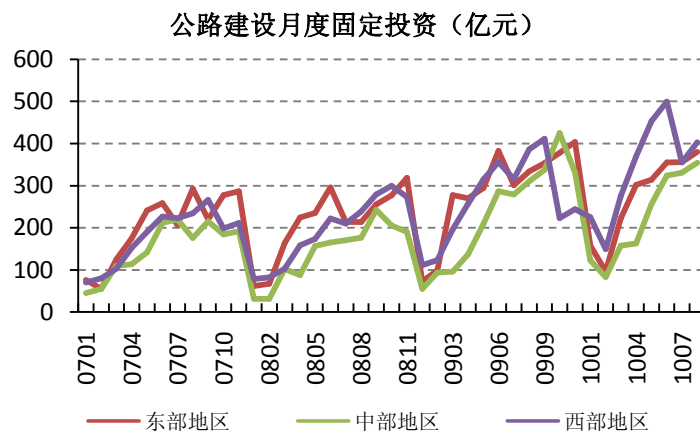
投资增速继续下滑，但速度趋缓，受益于区域振兴规划，中短期内存在区域投资机会，看好路桥基建尚未完善，发展潜力大的西部路桥企业以及资质好、地方政府关系良好的大型路桥公司，如路桥建设、北新路桥、四川路桥和西藏天路。

图 21: 公路建设月度投资额及同比累计增速



数据来源：交通运输部 长城证券金融研究所

图 22: 各地公路建设月度固定资产投资额 单位：亿元



数据来源：交通运输部 长城证券金融研究所

2.2.3.6 房屋建筑板块

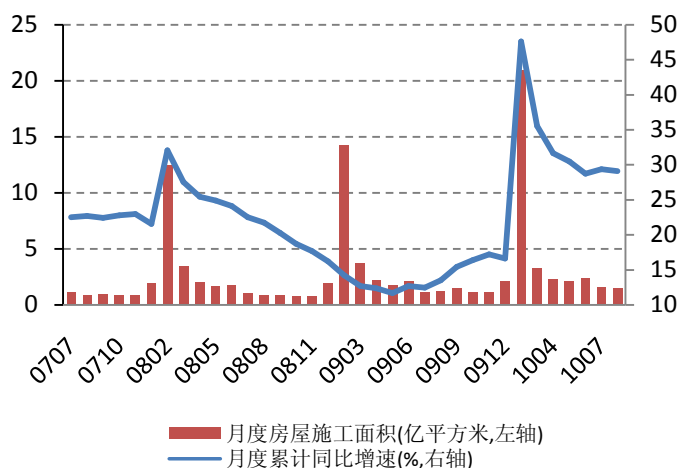
房产调控的影响已经在前期股价得到充分反映。

经济适用房和保障房建设的加速在一定程度上抵消了房产调控对行业带来的消极影响。

据住房和城乡建设部公告，今年国家确定建设保障性住房和各类棚户区改造住房 580 万套、改造农村危房 120 万户，是历年来力度最大的一年。各地区、各有关部门加大投入力度，加快建设进度，保障性安居工程建设取得积极进展，截止 8 月末，保障性住房已开工 220 万套，占全年计划的 75%；各类棚户区改造开工 190 万套，占全年计划的 65%。其中，廉租住房开工率 75%、公共租赁住房开工率 85%、城市棚户区改造开工率 70%。今年以来，保障性安居工程已完成投资 4700 亿元。

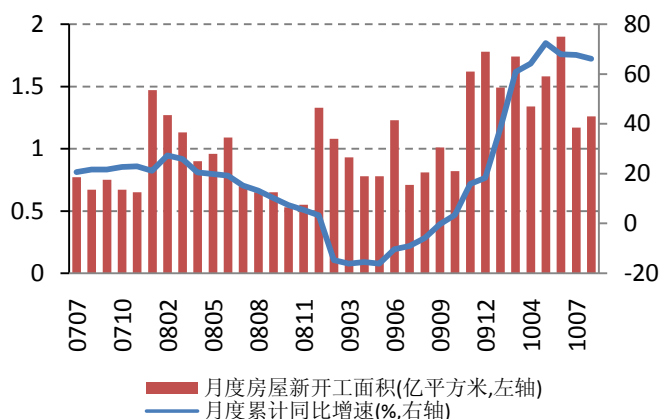
从数据上看，房屋施工面积增速已经出现止跌回升，土地购置面积继续高位攀升，房屋建筑板块长期发展形势不但不差，甚至可以说是光明在望。但这一切的到来在一定程度上取决于房产调控的结果，政府官员认为房价过快上涨得到有效遏制的日子将是该板块复苏，强力反弹的时点，同时，十二五规划的出台势必带来投资机会。我们目前要做的就是静观其变，等待机会。

图 23: 月度房屋施工面积及累计同比增速



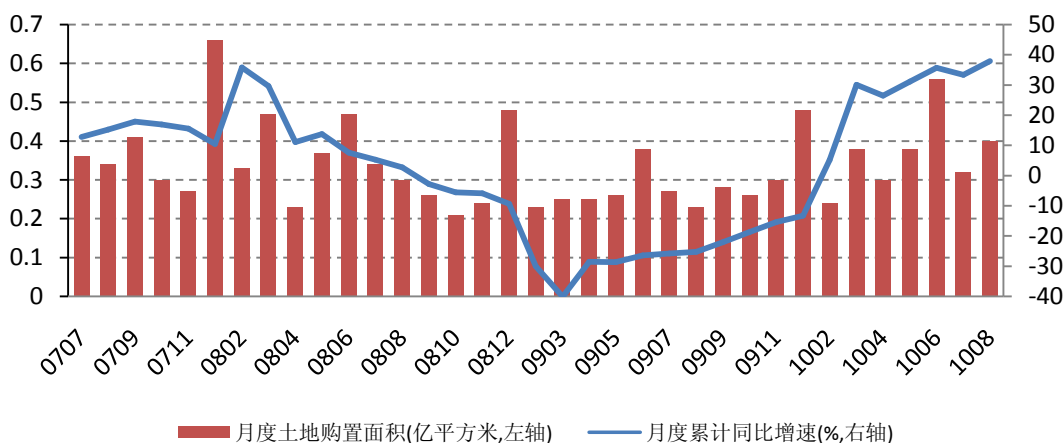
数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

图 24: 月度房屋新开工面积及累计同比增速



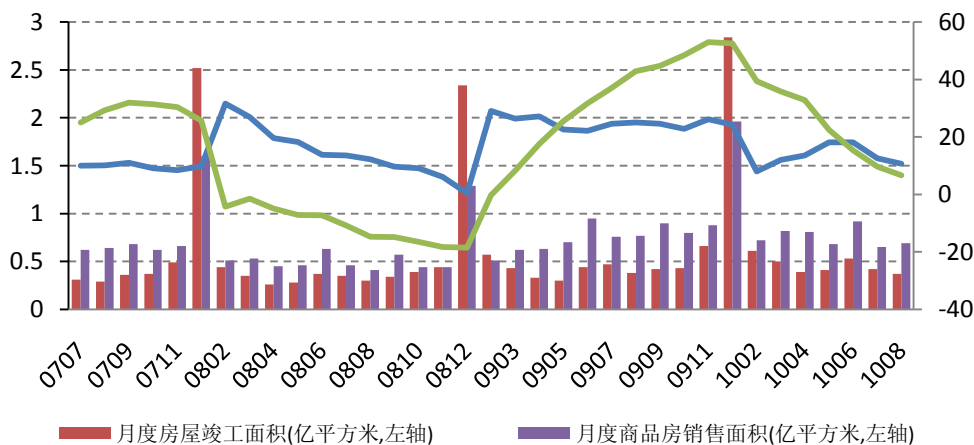
数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

图 25: 月度土地购置面积及累计同比增速



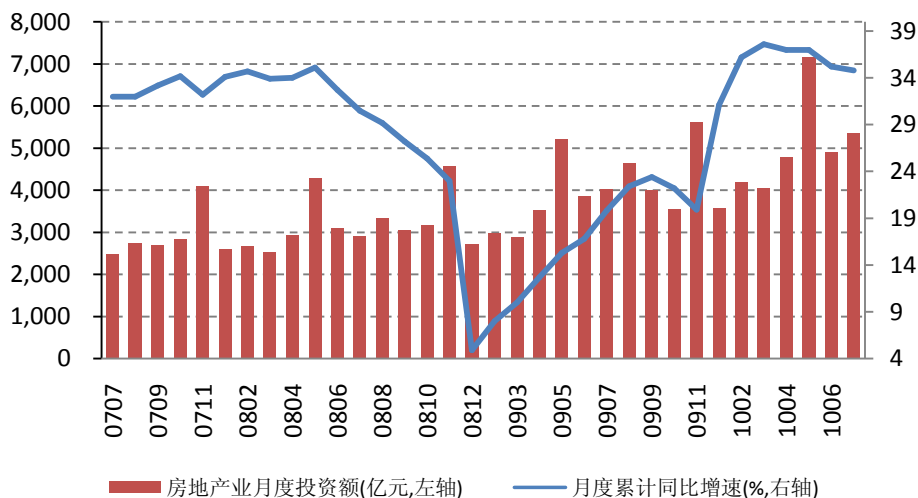
数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

图 26: 商品房月度竣工和销售面积及累计同比增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

图 27: 房地产月度投资额及累计同比增速

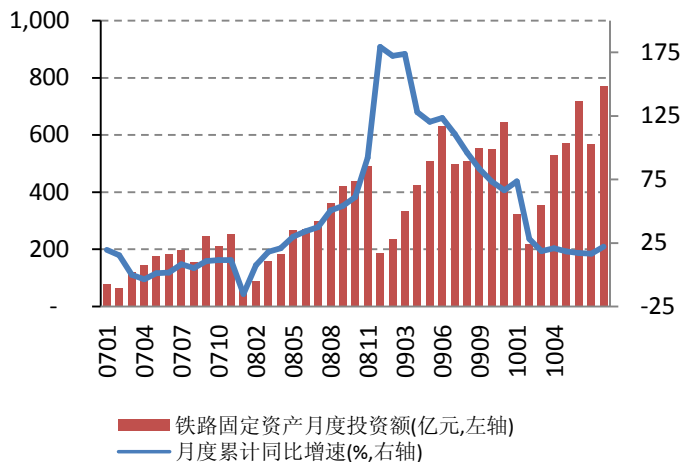


数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

2.2.3.7 铁路地铁施工板块

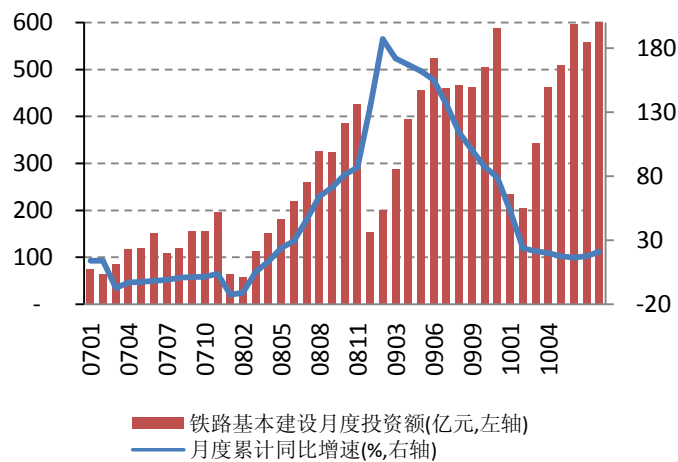
前三季度铁路基建投资符合预期，随着已开工项目进入资金投入密集期，下半年铁路投资出现加速，预计全年铁路固定资产投资将达 8250 亿元，铁路基建投资将达 7000 亿元。“十二五”期间铁路基建投资有望年均 7000 亿元，远超市场预期，预计到 2020 年，中国高铁网会超过 1.6 万公里。数据显示，目前该板块固定资产投资额高位回稳，月度累计同比增速出现抬头趋势，考虑到板内大盘股普遍超跌，一旦十二五规划推出，该板块势必强势反弹，现在是良好的切入时点。

图 28: 铁路固定资产月度投资额及累计同比增速



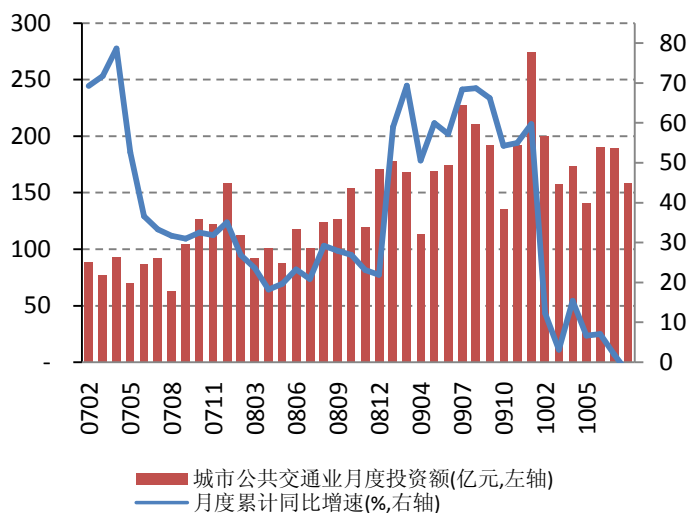
数据来源：铁道部 长城证券金融研究所

图 29: 铁路基本建设月度投资额及累计同比增速



数据来源：铁道部 长城证券金融研究所

图 30: 城市公共交通月度投资额及累计增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

2.2.3.8 其它工程

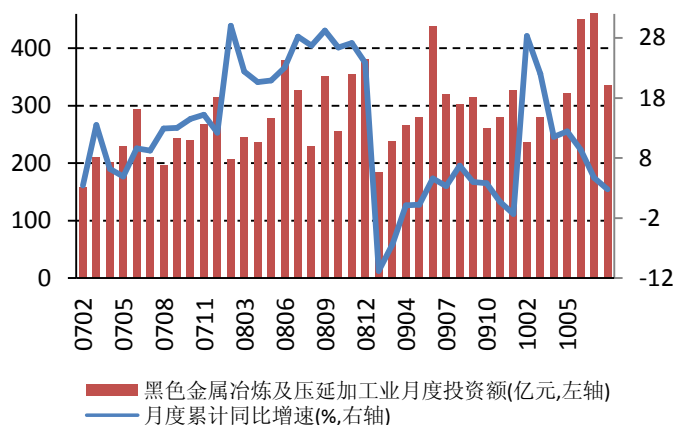
冶金工程

受国家宏观调控政策影响，上半年高耗能行业投资呈现回落，有色金属冶炼及压延业、黑色金属冶炼及压延工业同比分别增长 34.2% 和 9.4%，比一季度放缓 7.8 和 12.6 个百分点。

黑色金属冶炼及压延行业中的钢铁行业面临严格的宏观调控，今年 6 月国务院再次发文加大钢铁行业节能减排力度。《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》称，抑制钢铁产能过快增长是落实节能减排工作的重中之重，除国家已批准开展前期工作的项目外，2011 年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目；对所有新建和改造项目，严格依法依规进行审批，坚决制止以淘汰落后产能等名义擅自建设钢铁项目。这意味着在钢铁行业节能减排、并购重组完成前，黑色金属冶炼总产能增长将持续低位。

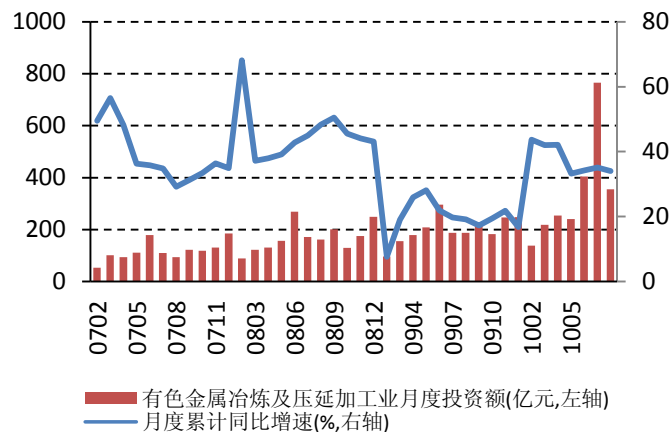
7 月底，中国有色金属工业协会副会长尚福山在“2010 中国铜钴资源高峰论坛”上首次披露了有色金属行业“十二五”规划草案。按照规划，到 2015 年，十种有色金属（铜、铝、铅、锌、镍、锡、锑、镁、海绵钛、汞）产量控制在 4100 万 t 以内。根据草案，未来五年，有色金属行业将根据国内外能源、资源、环境等条件，以满足国内市场需求为主，充分利用境内外两种矿产资源，大力发展循环经济，严格控制冶炼产能盲目扩张，淘汰落后产能。计划到 2015 年，粗铜冶炼控制在 500 万 t 以内，电解铜控制在 650 万-700 万 t 之间，氧化铝控制在 4100 万 t 以内，电解铝控制在 2000 万 t 以内，铅冶炼控制在 550 万 t 以内，锌冶炼控制在 670 万 t 以内。业内人士称，从数字看，未来有色金属冶炼总产能扩张的空间将相当有限。

图 31: 黑色金属冶炼及压延加工业月度投资额及累计同比增速



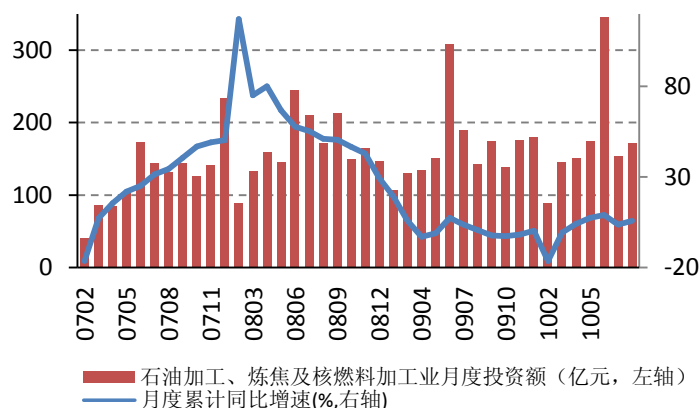
数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

图 32: 有色金属冶炼及压延加工业月度投资额及累计同比增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

图 33: 石油加工、冶炼及核燃料加工月度投资额及累计同比增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

钢结构工程

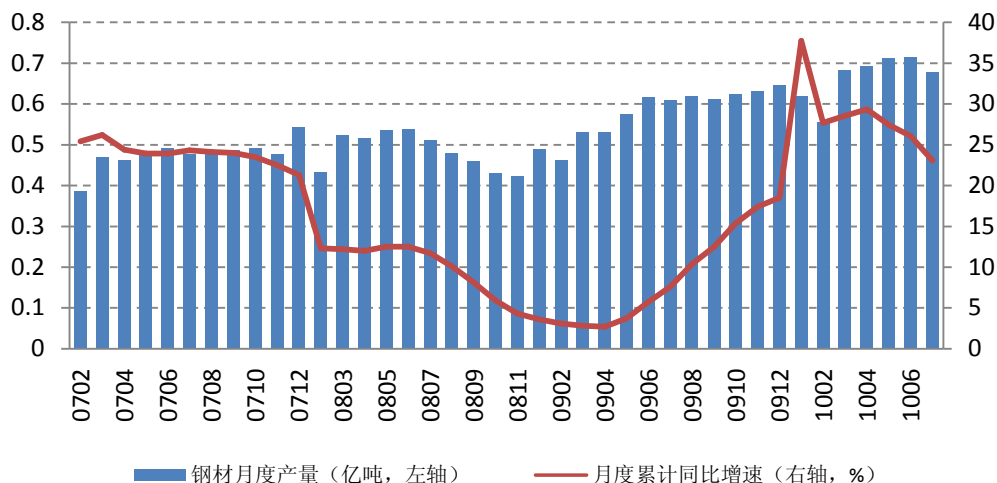
随着经济的发展和钢铁工业技术以及产能的提升，钢结构使用比例高的体育场馆、歌剧院、机场航站楼等建筑物逐渐增多。自上世纪 80 年代末开始在建设领域取得广泛应用后，钢结构工程于 90 年代中后期进入了快速发展阶段。

同传统的建筑方式相比，钢结构建筑具有强度高、自重轻、抗震性能好、施工周期短、工业化程度高、环境污染少等诸多优点。目前发达国家钢结构占建筑总用钢量的比例一般都在 40% 以上，就美国而言，钢结构占据了工程建设的 51%，大约 70% 的非民居和 2 层及以下的建筑采用轻钢架体系。在欧美日韩以及我国台湾等地，钢结构用量业已占到建筑总用钢量的 40% 以上。

鉴于钢结构在基建和工业领域需求量大，商品房使用极少，短期内受房产调控影响较小。长期而言，由于行业需求来自厂房、机场、体育文化场馆等公共建筑，在加快城镇化建设的大背景下后者仍是中央和各地方政府所鼓励的，即将出台的“十二五规划”会给行业带来良好预期。同时，和美日等发达国家相比，我国钢结构在建筑结构中

的使用比例仍有 6 倍提升空间，据保守估计，未来 5 年钢结构产量复合增速将在 10%-15%。在成本方面，受地产调控以及钢铁产量供过于求的影响，当前国内钢材市场价格稳中有降，业内公司将受益于成本下降，可能提升毛利率。

图 34：钢材月度产量及累计同比增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

化工工程

受经济形势变化及国家对高耗能高污染行业宏观调控的影响，部分化工建设项目因资金及产品市场等因素建设速度放缓，化工行业投资观望气氛严重。上半年，石油加工炼焦及核燃料加工业增长 13.4%，化学原料及化学制品制造业增长 18.5%，比一季度分别回落 3.7 和 3.1 个百分点。

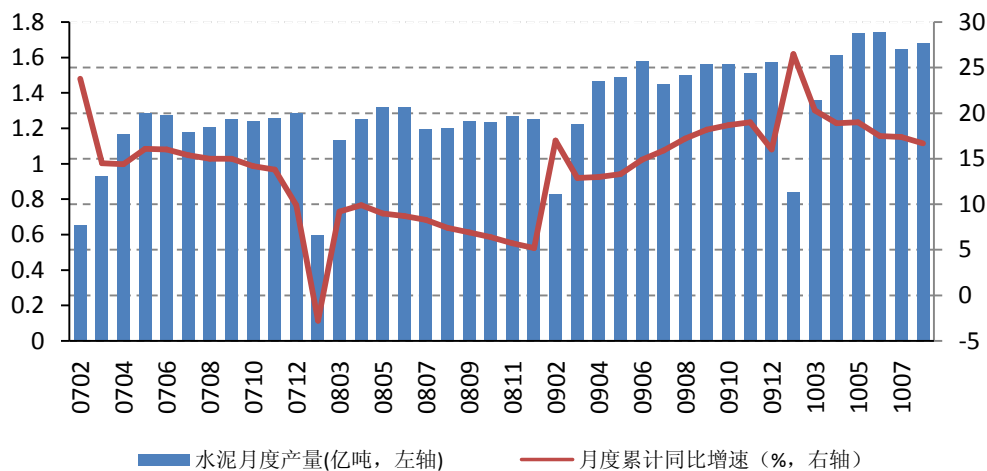
在国务院高度重视节能减排工作，坚决遏制高耗能行业产能过快释放势头的大背景下，各部门、地区在今年上半年加大了淘汰落后节能减排工作力度，预计中短期内，政策松动概率极小，化工行业固定资产投资增速将持续低位。受此影响，化工工程行业景气度降低。

水泥工程

我国水泥产业大而不强，存在严重的产能过剩问题，目前国内拥有四五千家水泥企业，前十家占有率仅在 20% 左右，而在国际上，十几家大型水泥公司基本上垄断全球的市场。因此，中国水泥业面临着一条联合重组的道路，只有将存量的水泥厂按照区域化组织起来，才能将企业做强做大。在这种情况下，工信部陆续出台相关政策助推水泥行业整合，增强水泥产业的集中度，对水泥业进行总量控制。2009 年 9 月初，工信部下发《水泥行业准入条件（征求意见稿）》，明确各地应“严格控制新建水泥项目”，其中对水泥年产能超过人均 1000 公斤的省份，一律停止核准新建水泥生产线项目。这意味着在水泥业整合完成前国内水泥生产线订单将急剧萎缩。但全球建筑市场在未来增

长转向新兴国家的大背景下已经见底回升，因此，海外业务占比大，合同增长稳定的水泥工程类公司仍有投资机会。

图 35：水泥月度产量及累计同比增速



数据来源：国家统计局 长城证券金融研究所

2.2.3.9 园林工程行业

作为房屋地产的后周期行业，第三季度园林行业业绩继续攀升，进而有效支撑股价。长期来看，在建设“生态文明”及城市化加速发展的大背景下，地方政府、房地产开发商以及企事业单位纷纷加大了在生态环境建设和园林绿化方面的投入，我国园林绿化行业未来几年将继续保持快速发展的趋势，预计未来5年政府及私人投资园林绿化市场年均需求超过2000亿元；同时，消费观念的升级和设计杠杆化将给该行业带来巨大的投资机会。商业房地产业务高的企业业绩受调控政策影响明显。和装饰装修行业一样，资金充沛度是影响业内公司增长潜力的主要因素。

但由于前期炒作因素影响，该板块估值水平过高，从第三季度走势来看，出现理性回调趋势，短期风险加大。

表 4: 重点公司盈利预测及投资评级

证券简称	收盘价 (2010-9-17)	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE	投资评级
中工国际	50.30	1.47	1.86	34	27	强烈推荐
粤水电	8.39	0.46	0.66	18	13	强烈推荐
北新路桥	26.86	0.44	0.64	61	42	推荐
东方园林	109.60	1.49	2.67	74	41	推荐
洪涛股份	32.10	0.85	1.22	38	26	强烈推荐
棕榈园林	99.40	1.18	1.86	84	53	推荐
四川路桥	8.83	0.19	0.29	45	31	推荐
葛洲坝	8.90	0.48	0.62	19	14	强烈推荐
路桥建设	11.96	0.57	0.70	21	17	中性
杭萧钢构	7.34	0.30	0.35	25	21	推荐
精工钢构	11.11	0.62	0.76	18	15	强烈推荐
安徽水利	10.25	0.80	0.92	13	11	推荐
中铁二局	8.83	0.73	0.91	12	10	中性
新疆城建	12.59	0.31	0.39	41	32	推荐
隧道股份	9.90	0.64	0.77	15	13	推荐
中材国际	33.49	1.64	2.09	20	16	强烈推荐
中国铁建	7.33	0.67	0.83	11	9	推荐
中国中铁	4.18	0.40	0.51	10	8	推荐
中国中冶	3.87	0.29	0.35	13	11	中性
中国建筑	3.43	0.25	0.32	13	11	推荐
中海油服	13.80	0.89	1.02	15	13	推荐
金螳螂	45.98	1.05	1.47	44	31	强烈推荐
亚厦股份	68.00	1.18	1.85	58	37	推荐
西藏天路	12.18	0.26	0.37	48	33	推荐

数据来源: WIND 长城证券金融研究所

研究员介绍:

但朝阳: 武汉大学管理学硕士, 2001年加入长城证券研究所。

李 龙: 建筑、建材行业研究员, 2009 年加入长城证券研究所。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>