



建筑工程业

2010.12.06

掘金“十二五”成长股

——2011 年建筑行业投资策略报告

	韩其成	白晓兰	张琨
	021-38676162	021-38674660	021-38674754
	hanqicheng@gjtjas.com	baixiaolan008216@gjtjas.com	zhangkun008742@gjtjas.com
	S0880208070351	S0880110030026	S0880110090085

本报告导读：

把握政策方向，以“十二五”规划为指导主线，从 5 大主题挖掘成长股：节能减排、产业转型、保障民生、消费升级、资产重组。

摘要：

- **识别“十一五”成长动因、掘金“十二五”投资机会：**根据十一五期间公司增长规律，我们认为以下三点是公司收入高增长的动因：政策规划重点发展领域、资产重组、建筑公司业绩爆发主要来自相关政策的扶持。
- 我们认为“十二五规划”的主题词有：**节能减排、产业转型、保障民生、消费升级**。节能减排将主要体现在使用新型能源（水电）与采用低碳出行方式（地铁）；产业转型体现在产业转移造成的厂房建设与培育有国际竞争力的高端装备制造业；保障民生在建筑领域主要体现在保障房的大量建设和水利设施的完善；消费升级将主要体现在人民收入水平上升以后消费能力与消费需求的上升。
- **主题 1：节能减排——十二五期间水电、地铁建设高峰：**十二五期间，可再生能源产业发展将重点围绕十大工程展开，而水电是目前技术最成熟、最具市场竞争力且可以大规模开发的可再生能源。预计水电建设量会在 1 亿千瓦，如果每千瓦造价为 8000 元，则十二五期间的市场规模约为 8000 亿元，其中与建筑相关投资占比约 65%；地铁 2011~2015 年总投资额约为 10581 亿元，是 2010 年的 6.3 倍，各大城市规划明确。推荐：**葛洲坝、粤水电**。
- **主题 2：产业转型——厂房兴建与装备制造升级：**产业转型是十二五规划中的重点，中西部将承接国内外产业转移，刺激各地区厂房的建设与维护，钢结构行业迎高速发展期；城市垃圾处置项目将进入水泥规划，煤化工产业建设十二五空间巨大，政策支持打造国际竞争力的大企业集团。推荐：**精工钢构、中材国际、中国化学**。
- **主题 3：保障民生——保障房建设与水利工程：**保障房建设进入加速期，预计未来 2 年建设全国将新建各类保障房 1300 万套，同时各省市规划明确，中央带动地方，执行力度空前；国家基本战略连续关注我国农业发展，水利设施需待建设完善，基建投资计划明确，共促民生发展。推荐：**上海建工、安徽水利**。
- **主题 4：消费升级——装饰园林展望持续高成长：**消费被提为经济增长第一大驱动力，消费升级持续推动装饰园林需求。公共装饰行业景气程度高，住宅精装修与园林正处于高成长阶段，地产调控提高房屋附加值需求，利好装饰园林。推荐：**金螳螂、亚夏股份、棕榈园林**。
- **主题 5：资产重组——政策支持下的趋势：**国务院鼓励整体上市、上海国资委促进资产证券化，多方支持国有企业资产重组，预计“十二五”期间，央企数量将减少至 30-50 家。推荐：**隧道股份**。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	增持

相关报告

水利水电工程施工：《水利水电将是十二五发展重点》	2010.11.30
水利水电工程施工：《水电建设高峰至，央企整合预期大》	2010.11.11
钢结构：《钢结构行业趋势向好，龙头企业期待向上》	2010.11.10
土木工程建筑业：《聚焦迪斯尼：基建开展，建筑受益》	2010.11.07
建筑工程业：《世博会后国资证券化加速，迪斯尼动工可期》	2010.11.01

目录

1. 识别“十一五”成长动因、掘金“十二五”投资机会.....	5
1.1.“十一五”规划与高成长公司的辩证逻辑.....	5
1.2.“十二五”规划预示的投资机会 8	
2. “十二五”建筑行业主题性投资机会.....	10
2.1.主题 1: 节能减排——十二五期间水电、地铁建设高峰.....	10
2.1.1. 水电建设: 十二五将达高峰.....	10
2.1.2. 地铁建设: 各地建设筹备如火如荼.....	15
2.2.主题 2: 产业转型——厂房兴建与装备制造升级.....	21
2.2.1. 产业转移与升级背景下的钢结构行业发展.....	21
2.2.2. 打造国际装备制造领军者 25	
2.2.3. 化工产业——新型产业发展规划带来的投资热潮.....	27
2.3.主题 3: 保障民生——保障房建设与水利工程.....	28
2.3.1. 保障房建设——民生的重要保障.....	28
2.3.2. 水利建设——保障农业健康发展的民生措施.....	31
2.4.主题 4: 消费升级——装饰园林展望持续高成长.....	34
2.4.1. 消费升级长期利好装饰园林服务业.....	34
2.4.2. 装饰行业: 根固而叶繁——公装高景气, 精装快发展.....	35
2.4.3. 园林——设计撬动施工逻辑带来高增长的延续.....	38
2.5.主题 5: 资产重组——政策支持下的趋势.....	39
2.5.1. 政策背景: 十二五将进一步减少央企数量.....	39
2.5.2. 资产重组历史: 集团资产注入是最大的形式.....	40
2.5.3. 资产重组预期: 根据政策与经验筛选.....	42
3. “十二五”开局投资策略.....	44

图表目录

表 1: 十一五期间分行业固定资产投资情况.....	5
表 2: 建筑公司十一五增长情况.....	7
表 3: 十二五规划主题性投资.....	9
表 4: 我国领导人对水利水电的支持发言.....	11
表 5: “十一五”时期重点开发流域及重点开工水电站项目.....	13
表 6: 2010 年以来获批的大型水电项目.....	13
表 7: 葛洲坝参与承建的主要水电工程.....	15
表 8: 水利水电公司业绩基本情况.....	15
表 9: 各种交通方式能源消耗比较.....	16
表 10: 2009 年末分城市轨道交通运营线路网长度.....	16
表 11: 分地区预测的地铁建设投资额 (亿元).....	18
表 12: 隧道、粤水电、中铁、宏润 09~10 地铁中标汇总 (亿元).....	19
表 13: 水利水电公司业绩基本情况.....	20
表 14: 我国产业转移政策.....	21
表 15: 中西部区域振兴规划提高产业转移承接能力.....	22
表 16: 我国大型产业转移案例.....	22
表 17: 精工钢构厂房类合同.....	24

表 18: 钢结构上市公司盈利预测.....	25
表 19: 水泥窑垃圾处理重要事件与政策推广.....	25
表 20: 装备制造企业盈利预测.....	26
表 21: “十二五”期间各大煤炭集团煤化工产业规划.....	27
表 22: 化工工程企业盈利预测.....	28
表 23: 我国陆续出台促进保障房建设的政策.....	28
表 24: 保障房开工面积测算.....	29
表 25: 我国部分省市保障房建设规划.....	30
表 26: 保障房企业盈利预测.....	31
表 27: 安徽水利重点项目工程.....	33
表 28: 粤水电重点水利项目工程.....	34
表 29: 葛洲坝重点水利项目工程.....	34
表 30: 水利企业盈利预测.....	34
表 31: 装饰上市公司管理模式以及长期人才培养体制.....	37
表 32: 装饰园林企业盈利预测.....	39
表 33: 央企数量目标.....	39
表 34: 国有资产兼并重组的相关规定.....	40
表 35: 上海国资证券化率.....	40
表 36: 央企重组与上海国资证券化信息.....	40
表 37: 资产重组的建筑公司与基本情况.....	41
表 38: 存在资产重组预期的上市公司.....	43
图 1: 建筑业总产值与增速.....	5
图 2: 2000-3Q10 年 GDP 增长率.....	5
图 3: 09 年中国能源消费结构.....	11
图 4: 我国水电装机容量及同比增速.....	11
图 5: 2007 年部分国家水电开发程度比较.....	12
图 6: 水电项目核准建设规模保持低位 (万千瓦).....	12
图 7: 中国水利水电与葛洲坝营业收入比较 (亿元).....	14
图 8: 水利水电建设市场份额.....	14
图 9: 线网密度国内外大城市对比 (km/km^2).....	16
图 10: 万人线网长度国内外大城市对比 ($\text{km}/\text{万人}$).....	16
图 11: 地铁建设投资总额预测.....	17
图 12: 2010 地铁投资额分地区占比.....	18
图 13: 2011~2015 年地铁投资额分地区占比.....	18
图 14: 我国各地区固定资产投资累计增速.....	21
图 15: 我国 2009 年各地区 GDP 构成.....	21
图 16: 我国钢结构需求空间巨大.....	23
图 17: 建筑钢结构应用类别.....	23
图 18: “十一五”前 2 年钢结构产量增速较高.....	23
图 19: 2010 年上半年钢结构企业收入结构.....	23
图 20: 美国 MBMA 会员在低层建筑的市场份额.....	24
图 21: 中国前 20 名钢构企业市场份额.....	24
图 22: 精工钢构单季度厂房合同签订 (亿元).....	24
图 23: 精工钢构分产品收入占比.....	24
图 24: 中材国际收入结构.....	26

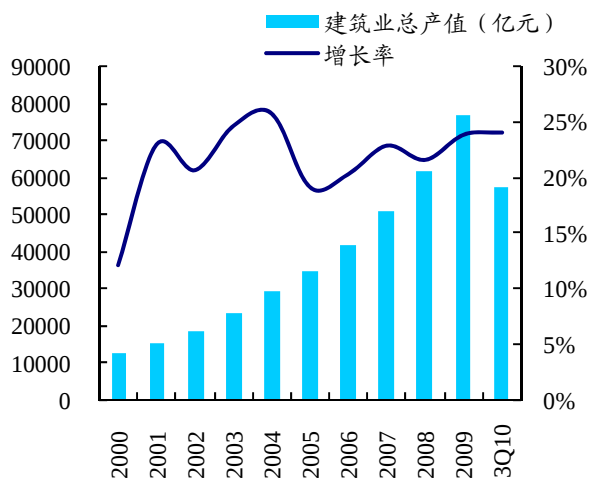
图 25: 中材国际国内外新签合同.....	26
图 26: 我国单月对外承包工程合同（百万美元）.....	26
图 27: 2010 年末对外承包累计同比恢复良好.....	26
图 28: 传统化工固投增速今年呈现低位.....	27
图 29: 新型煤化工产业受关注.....	27
图 30: 中国化学净利润及增速.....	28
图 31: 东华科技净利润及增速.....	28
图 32: 国家保障房建设长期规划.....	29
图 33: 2010 年各省市保障性住房建设目标责任.....	29
图 34: 2010 年部分省市保障房开工数量.....	29
图 35: 2010 年部分省市保障房开工率.....	29
图 36: 上海建工 1H10 分业务收入.....	31
图 37: 上海建工新签合同额.....	31
图 38: 中国建筑 1H10 分业务收入.....	31
图 39: 中国建筑国内新签合同额.....	31
图 40: 水利建设投资完成额及增速.....	32
图 41: 我国水利在建项目投资总规模.....	32
图 42: 水利投资增速落后于固定资产投资增速.....	33
图 43: 水利建设投资占 GDP 比例开始回升.....	33
图 44: 安徽水利水利工程收入占比 29%.....	33
图 45: 安徽水利净利润及增速.....	33
图 46: 我国城镇人均可支配收入及增速.....	35
图 47: 我国城市化进程进入加速阶段.....	35
图 48: 我国在建房间数超过 2008 年的历史峰值.....	35
图 49: 我国酒店在建项目数.....	35
图 50: 中国铁路固定资产投资（十亿元）.....	36
图 51: 2011~2015 年地铁新增长度复合增长率.....	36
图 52: 文化事业基建投资平均增速 12%.....	36
图 53: 文化中心的数量不断增长.....	36
图 54: 我国商品房销售面积及增速（万平米）.....	37
图 55: 09 年 Q3 我国住宅精装修与发达国家对比.....	37
图 56: 装饰上市公司项目经理团队规模.....	37
图 57: 全国优秀建筑装饰项目经理（09 年底）.....	37
图 58: 绿化固定资产投资及增长率.....	38
图 59: 全国园林绿地面积与增速.....	38
图 60: 东方园林净利润及增速.....	38
图 61: 棕榈园林净利润及增速.....	38
图 62: 园林企业设计收入.....	39
图 63: 设计收入占设计施工总收入比重.....	39
图 64: 葛洲坝资产注入前后股价走势.....	42
图 65: 上海建工资产注入前后股价走势.....	42
图 66: 葛洲坝营业收入及增速.....	42
图 67: 上海建工营业收入及增速.....	42

1. 识别“十一五”成长动因、掘金“十二五”投资机会

1.1. “十一五”规划与高成长公司的辩证逻辑

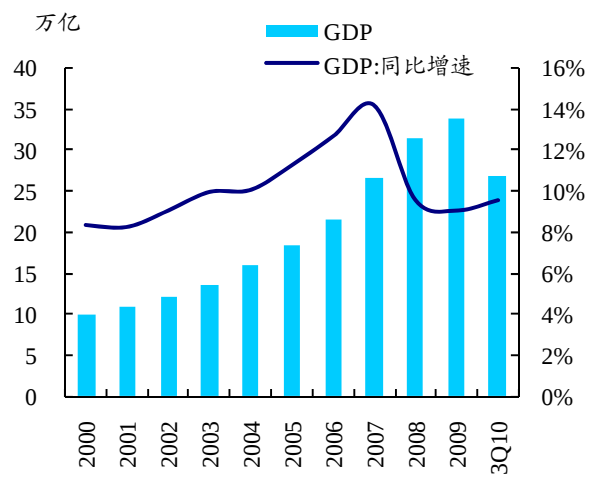
十一五期间，建筑业总产值的平均增长率为 22%，GDP 的平均增长率为 11%，建筑业总产值增长率高于 GDP 增长率。2010 年 3 季度，建筑业总产值 5.8 万亿，GDP26.8 万亿，建筑业总产值是 GDP 的 21%。

图 1: 建筑业总产值与增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 2: 2000-3Q10 年 GDP 增长率



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

选取与建筑行业相关的固定资产投资，可以发现这些行业的固定资产投资增速基本都高于 GDP 增速，商业化运作行业的投资增速最快的年份是 2007 年，而基建相关行业的固定资产投资增速最快的年份在 2009 年。分别对应国内经济过热时期与四万亿投资时期。

表 1: 十一五期间分行业固定资产投资情况

固定资产投资行业	十一五 CAGR	2006	2007	2008	2009	增长最快年份	十一五相关规划
造纸及纸制品业固定资产投资	22%	17%	26%	25%	21%	2007	调整造纸工业原料结构,淘汰落后草浆生产线,在有条件的地区实施林纸一体化工程。
化学原料及化学制品制造业	30%	21%	37%	37%	25%	07、08	加大石油天然气资源勘探力度。发展煤炭液化、醇醚类燃料等石油替代产品。
非金属矿物制品业	44%	33%	51%	47%	45%	2007	在有条件的地区发展日产 5000 吨及以上的新型干法水泥,逐步淘汰立窑等落后生产能力。
电力、热力的生产与供应业	14%	11%	9%	14%	22%	2009	在保护生态基础上有序开发水电。建设金沙江、雅砻江、澜沧江、黄河上游等水电基地和溪洛渡、向家坝等大型水电站。适当建设抽水蓄能电站。
建筑业	23%	20%	19%	10%	46%	2009	推进建筑业技术进步
交通运输、仓储和	28%	28%	15%	21%	50%	2009	优先发展交通运输业。

邮政业

-铁路运输	50%	65%	16%	70%	70%	08、09	建设铁路新线 1.7 万公里，其中客运专线 7000 公里
-道路运输	23%	16%	10%	6%	42%	2009	公路总里程达到 230 万公里，其中高速公路 6.5 万公里
-城市公共交通	33%	63%	26%	21%	56%	2006	加快轨道交通的规划建设，强化轨道交通在城市交通中的地位和作用，在大城市逐步实现以地面常规公交为主体向以轨道交通为骨干的城市交通体系的过渡
-水上运输	47%	27%	12%	6%	40%	2009	积极发展水路运输：完善沿海沿江港口布局，改善出海口航道，提高内河通航条件。
-航空运输	11%	54%	28%	-2%	4%	2006	优化民用机场布局，扩充大型机场，完善中型机场，增加小型机场，提高中西部地区和东北地区机场密度。
房地产业	25%	22%	33%	23%	22%	2007	发展房地产业，调整住房供应结构，重点发展普通商品住房和经济适用住房，严格控制大户型高档商品房。
水利管理业	27%	16%	15%	30%	52%	2009	中央政府投资支持的重点领域：南水北调、大江大河治理等重大水利工程。加强以小型水利设施为重点的农田基本建设
文化、体育和娱乐业	33%	25%	32%	27%	49%	2009	加强图书馆、博物馆、文化馆、美术馆、电台、电视台、广播电视发射转播台（站）、互联网公共信息服务点等公共文化基础设施建设。完善大中城市公共文化设施，加强图书馆、博物馆和文化馆（中心）建设。

数据来源：国泰君安证券研究

十一五股价涨幅最大的 5 个公司是：西藏天路（1583%）、葛洲坝（1265%）、新疆城建（991%）、中材国际（941%）、中工国际（798%）。
原因分析：西藏天路在 07 年公布了公司进行风险探矿，合作开发冲江和冲江西铜矿。葛洲坝在 07 年完成了集团资产注入。新疆城建股价主要在 09 年以后大涨，原因在于 09 年后国家对新建板块的重视。中材国际与中工国际得益于十一五期间国家对高端装备制造业与“走出去”战略的重视。

十一五收入增速及动因分析：十一五期间，建筑公司收入增速最快的是延长化建和葛洲坝，复合增长率 100%以上，主要得益于两个公司在该期间进行了资产重组，收入大幅增长。复合增速在 35%以上的主要板块有国际工程（中工国际 49%、中材国际 45%），装修园林（广田股份 48%、亚厦股份 42%、东方园林 40%），化工工程（东华科技 43%）。

- “十一五规划”鼓励企业参与境外基础设施建设，提高工程承包水平，稳步发展劳务合作，有力保障国际工程企业收入高增长；
- 装修园林公司上市晚，复合增长率大部分是 07~09 年的，恰逢国内注重提高人民生活水平的开端；
- “十一五规划”注重发展高端装备制造业：大型煤化工成套设备、

大型乙烯成套设备，东华科技具有对口技术与业务结构，在十一五前几年有高速增长，但是煤化工行业属于高污染行业，有所限制。

➤ 基建类公司均在4万亿投资后出现高增长。

十一五收入爆发年份分析：2006年，国际工程增速最快，该板块公司在政策扶持下最先取得效益，政策效应立竿见影。2007年装修板块的业绩爆发得益于国内经济繁荣酒店建设高峰。2007、2008年，轨道交通建设公司得益于上海地区轨道交通建设与基建高峰，房地产繁荣高速增长。2009年，铁路建设板块的平均收入增长达58%，得益于全球经济危机后我国四万亿投资拉动国内基建。2010年前3季度装修原来板块收入平均增速达80%，国内城市化进程推进、消费升级促使提高城市与人民生活质量的装修园林开始高速增长。

总结：根据十一五期间公司增长规律，我们认为以下三点是公司收入高增长的动因：

- 政策规划重点发展领域
- 资产重组
- 建筑公司业绩爆发主要来自相关政策的扶持

表 2：建筑公司十一五增长情况

行业	公司	十一五 股价涨 跌幅	06-09 年 CAGR	增速最 快年份	原因	十一五规划相关政策
国际工程	北方国际	311%	11%	2009	国际市场开拓成功	积极开展国际经济合作、实施“走出去”战略
	中工国际	798%	49%	2006	我国走出去战略扶持，亚非拉国家经济情况好	
	中材国际	941%	45%	2006	我国低廉成本优势与扶持有国际竞争力高端装备制造业政策	
装修园林	东方园林*	92%	40%	2010	城镇化进程不断提高，地方政府日益重视城市形象，市政园林建设提速	提高人民生活水平； 丰富消费性服务业
	棕榈园林*	99%	30%	2010	随地产调控政策与人民消费意识提高，地产商需提高楼盘附加值，居民需更好的居住环境	
	洪涛股份*	68%	20%	2007	07年国内经济繁荣，酒店建设高峰	
	金螳螂	428%	33%	2007	07年国内经济繁荣，酒店建设高峰；会计方法变更	
	亚厦股份*	185%	42%	2010	住宅精装化市场启动，08年出台《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	
	广田股份*	72%	48%	2010		
地铁施工	宏润建设	58%	27%	2007、2008	上海轨道交通与基建高峰，07年上海房地产市场过热	促进城镇化健康发展，重点建设城际轨道交通
	隧道股份	387%	24%	2008	上海轨道交通与基建高峰	
水利工程	粤水电	93%	17%	2009	4万亿基建	南水北调、大江大河
	安徽水利	549%	12%	2006	基建向省外拓展，房地产业务大幅增长	治理等重大水利工程。
	葛洲坝	1265%	101%	2006	集团资产注入	有序开发水电。
钢结构	东南网架	61%	30%	2006	十一五规划公布，宏观经济向好，空间钢、重钢增长率快	坚持实施推进西部大开发，振兴东北地区

	精工钢构	373%	30%	2008	得益于经济总体提升，公司业绩 05~08 逐年提高，09 年受金融危机影响而下降	等老工业基地，促进中部地区崛起，
	杭萧钢构	337%	17%	2007	十一五规划第二年，宏观经济向好，办公楼等高层建设多，重钢增长率快	
房屋建筑	上海建工	354%	22%	2009	世博配套工程多	发展房地产业
	龙元建设	268%	0%	2010	上海房地产市场火热	
	中国建筑	-17%	26%	2010	房地产市场热，10 年有大量交房确认收入	
铁路建设	中铁二局	509%	48%	2009	4 万亿基建，公司还具有房地产业务	基础设施不断改善。重点建设客运专线。建设铁路新线 1.7 万公里，其中客运专线 7000 公里。
	中国铁建	-24%	33%	2009	4 万亿基建，铁路投资大	
	中国中铁	-9%	32%	2009		
路桥施工	北新路桥*	167%	46%	2006	低基数效应	进一步完善公路网络。公路总里程达到 230 万公里，其中高速公路 6.5 万公里。
	四川路桥	451%	10%	2010	4 万亿基建	
	路桥建设	292%	28%	2009	4 万亿基建	
	浦东建设	383%	22%	2009	4 万亿基建	
	腾达建设	561%	9%	2009	4 万亿基建	
	新疆城建	991%	36%	2007	新疆房地产业务得到发展	
	科达股份	620%	7%	2010	4 万亿基建	
	龙建股份	243%	17%	2009	4 万亿基建	
	西藏天路	1583%	28%	2009	4 万亿基建	
石油勘探	海默科技	8%	17%	2009	国际市场开拓成功，多相流量计增长快	加大石油天然气资源勘探力度
	延长化建	711%	130%	2008	重大资产重组	
	海油工程	219%	35%	2008	渤海地区项目增多	
	中海油服	61%	39%	2009	开展并购 CDE 的后期整合工作	
冶金化工	东华科技	111%	43%	2007	大型煤化工项目多，签订 7 个	发展煤炭液化、醇醚类燃料等石油替代产品。发展高端装备制造业：大型煤化工成套设备、大型乙烯成套设备、大型冶金设备
	中国化学*	6%	28%	2008	亚非拉地区经济的快速发展大幅增加了基础原材料的需求	
	中国中冶*	-26%	22%	2007	国内经济火热，各行业固定资产投资大	
智能建筑	延华智能	139%	15%	2009	4 万亿基建	
轻工业制造	中国海诚	265%	36%	2007	国内经济火热，公司发行股票募集的资金中有一部分用于扩大工程总承包业务	振兴装备制造业，提升轻纺工业水平

数据来源：国泰君安证券研究

注：*表示数据有限，复合增长率为 07~09 年公司有：东方园林、洪涛股份、亚厦股份、北新路桥、中国化学、中国中冶。复合增长率为 06~09 年公司有：棕榈园林、广田股份、海默科技。

1.2. “十二五”规划预示的投资机会

十二五规划纲要意见稿已经公布，具体纲要文件将在明年两会讨论通过以后公布。根据目前的资料以及各部委、领导等相关发言与公布资料，我们认为“十二五规划”的主题词有：节能减排、产业转型、保障民生、消费升级。

下表将“十二五规划”中与建筑行业相关的内容做了整理汇总。**节能减排**将主要体现在使用新型能源（水电）与采用低碳出行方式（地铁）；**产业转型**体现在产业转移造成的厂房建设与培育有国际竞争力的高端装备制造业；**保障民生**在建筑领域主要体现为保障房的大量建设和水利设施的完善；**消费升级**将主要体现在人民收入水平上升以后消费能力与消费需求的上升（装修园林）。

我们对 2011 年的策略将从十二五规划的相关主题词来分析明年的投资机会。

表 3：十二五规划主题性投资

主题	建筑板块相关主题	十一五规划内容	十二五规划内容	建筑公司相关领域	相关公司
节能减排	水电建设	在保护生态基础上有序开发水电。建设金沙江、雅砻江、澜沧江、黄河上游等水电基地和溪洛渡、向家坝等大型水电站。	争取 2020 年水电装机达到 3 亿千瓦以上。按照我国目前水电装机容量 2.1 亿千瓦来计算，为了完成 2020 年的碳减排目标，2010 年到 2015 年间，需要开工的水电至少要在 1 亿千瓦以上。	水利工程	葛洲坝、安徽水利、粤水电
	地铁建设	加快轨道交通的规划建设，强化轨道交通在城市交通中的地位和作用，在大城市逐步实现以地面常规公交为主体向以轨道交通为骨干的城市交通体系的过渡。	把发展城市和城际轨道交通作为发展重点之一。	地铁建设	中国中铁、隧道股份、粤水电、宏润建设
产业转型	产业转移	健全市场机制，打破行政区划的局限，促进生产要素在区域间自由流动，引导产业转移。健全合作机制，鼓励和支持各地区开展多种形式的区域经济协作和技术。	加强和完善跨区域合作机制，消除市场壁垒，促进要素流动，引导产业有序转移。	钢结构	精工钢构
	国际工程	积极开展国际经济合作、实施“走出去”战略。加强对高技术产业和装备制造业薄弱环节的扶持，重点支持研究开发，培育核心竞争力。	传统装备制造业素质进一步提高，战略性新兴产业形成局部优势，现代制造业服务业快速发展，形成一批具有国际竞争力的大企业集团和国际知名品牌，发展一批具有全球影响力的装备制造集聚区。	国际工程	中工国际、中材国际、葛洲坝
	化工产业	发展煤炭液化、醇醚类燃料等石油替代产品。发展高端装备制造业：大型煤化工成套设备、大型乙烯成套设备、大型冶金设备。	山西煤化工企业煤制烯烃规划产能将达 800 万吨/年，投资规模在 2500 亿元以上，在国内的市场占有率将达 26.67%。	化工工程	东华科技、中国化学
改善民生	保障性住房	重点发展普通商品住房和经济适用房	根据规划，2011 年和 2012 年两年内，全国保障性住房建成量将达到 1300 万套。2010 年 580 万套、2011 年 680 万套、2012 年 620 万套。“十二五”期间必须要将约 3000 万套保障性住房的欠账还清。	房屋建筑	上海建工
	水利建设	南水北调、大江大河治理等重大水利工程。	水利发展相对滞后是当前和今后一个时期经济社会发展的突出瓶颈，水利建设需	水利工程	葛洲坝、安徽水利、粤

			要全面提速。“十二五”时期水利投资规模继续保持在较高的水平，同时，要进一步优化投资结构，力争在薄弱环节和关键领域取得重大突破。	水电
消费升级	装饰 园林	提高人民生活水平；丰富消费性服务业	建立扩大消费需求的长效机制。把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。	亚厦股份、金螳螂、广田股份、洪涛股份 棕榈园林、东方园林
资产重组		2006 年，国资委颁布了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，明确提出到 2010 年央企数量要降到 80~100 家	国务院国资委研究中心主任李保民在“十二五经济形势展望高峰论坛”上透露：“十二五”期间，央企的数量将减少至 30-50 家。	

数据来源：国泰君安证券研究

2. “十二五”建筑行业主题性投资机会

2.1. 主题 1：节能减排——十二五期间水电、地铁建设高峰

2.1.1. 水电建设：十二五将达高峰

● 十二五：水电入选十大可再生能源重点工程

据报道，从能源局处获悉，我国可再生能源“十二五”规划已形成初稿，并初步与科技部、海洋局等部门交换了意见。规划将提出“十大可再生能源重点工程”，“十二五”期间的可再生能源产业发展将重点围绕十大工程展开。入选十大可再生能源重点工程的包括重大水电基地工程、千万千瓦级风电工程、可再生能源示范城市等。其中，重大水电基地工程将推动金沙江、怒江、大渡河、澜沧江流域的水电开发。

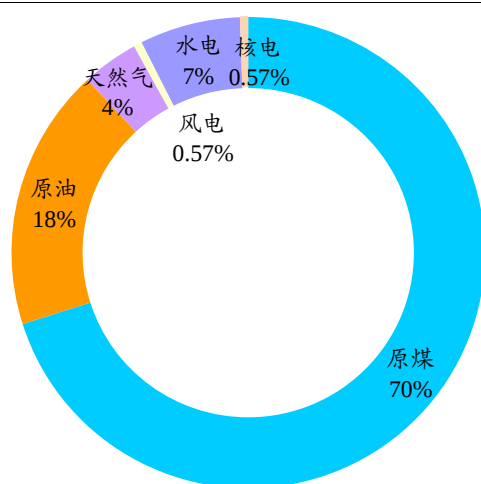
根据国际能源署（IEA）最新数据，2009 年中国超过美国，成为全球最大的能源消费国。2000-2008 年，中国能源消费的年均复合增长率达到了 8.5%，能源消费增速全球之最。在能源消费结构中，煤炭消费量占能源总消费量的 70% 左右，这使得中国面临资源和环境问题的压力不断加大。另外，中国原油需求对外依存度的提高，也给中国石油安全带来了很大压力。

水电是目前技术最成熟、最具市场竞争力且可以大规模开发的可再生能源，发展水电是我国实现节能减排目标和非化石能源发展目标的重要措施。与煤电相比较，每 1 千瓦时的水电电量大约可以减少原煤用量 500 克和二氧化碳排放量 1100 克。调整中国能源结构要减少对石化能源资源的需求与消费，降低对国际石油的依赖，降低煤电的比重，大力发展新能源和可再生能源，需要把水电开发放到重要的战略地位。

两个承诺：

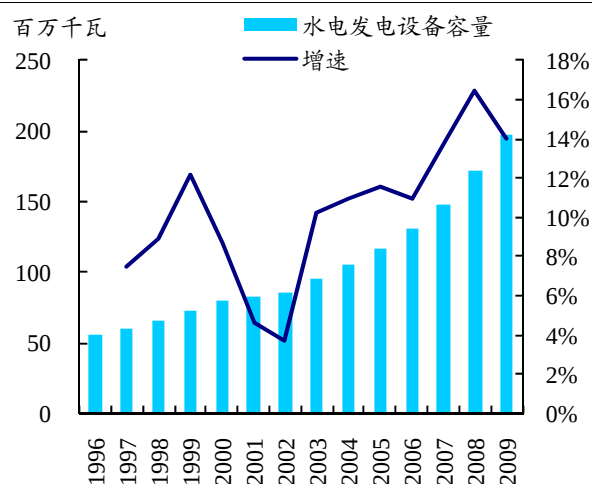
- 1) 2020 年我国单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40% 至 45%。
- 2) 在 2009 年的哥本哈根会议上，我国向国际社会作出了“到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年有显著下降、非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右”的承诺。

图 3：09 年中国能源消费结构



数据来源：中电联、国泰君安证券研究

图 4：我国水电装机容量及同比增速



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

目前，我国的非化石能源占一次能源消费的比重只有 8% 左右，离目标还有一半。风能、太阳能、生物质能、地热能等非化石能源在我国能源消费中占比很小，达到目标主要靠发展水能和核能。因此，要实现上述目标，必须大力发展水电。

中国水电工程顾问集团公司规划处主任魏小婉表示：我国水电“十二五规划”初步确定了到 2015 年新增 6300 万千瓦的常规水电装机，新增 1200 万千瓦的抽水蓄能装机。预计到 2015 年，我国常规水电装机将从 2010 年的 2.07 亿千瓦提升到 2.7 亿千瓦，抽水蓄能装机将从 1800 万千瓦提升到 3000 万千瓦。

为了完成 2020 年的碳减排目标，2010 年到 2015 年间，需要开工的水电至少要在 1 亿千瓦以上。

● 其他政策支持：

根据不完全统计，我们汇集了如下支持水电开发的政策规定。从政策来看，我国政府对水电的开发持正面支持态度。我国发改委副主任、能源局局长张国宝曾多次指出为了要完成我国向国际社会作出的减排承诺，我国必须加快水电建设。

表 4：我国领导人对水利水电的支持发言

时间	职务	发言人	事件	发言内容
2010-5-31	国家发改委副主任、能源局局长	张国宝		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。
2010-6-29	能源局副局长	吴吟		水电是 2030 年前可再生能源发展的第一重点，要积极加快有序发展水电，大力发展非水可再生能源，使可再生能源战略地位逐步提升，成为我国新的绿色能源支柱。
2010-6-19	能源局副局长	吴吟	在中国能源与“十二五”能源发展论坛上	。“十二五”时期，必须做好煤炭这篇文章，加快天然气开发，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。

的讲话

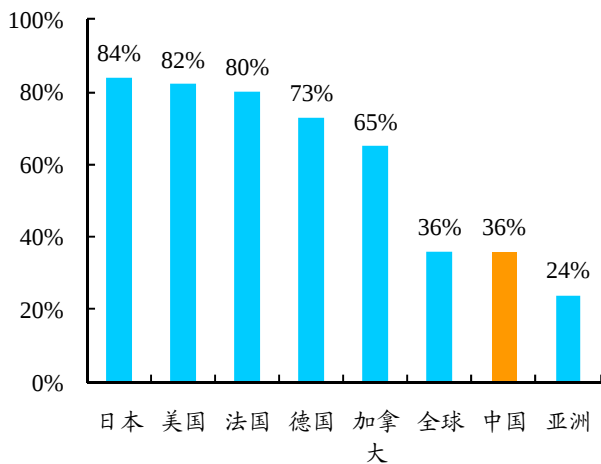
2010-6-29	中国能源研究会 常务副理事长	周大地		水电投资加快势在必行。因为，“大型水电项目建设周期少则五年，多则需要七八年，如果投资慢了，必将对低碳目标的完成产生重大影响。”
2010-6-29	中国水力发电工程学会副秘书长	张博庭		“十一五”期间，本来预计核准 7000 万千瓦水电，实际只核准了 2000 万千瓦的水电项目。“十一五”未核准的很多项目需要到“十二五”来核准，再加上“十二五”需要核准的项目，预计 2011-2015 新核准 1 亿千瓦的水电项目，才能保证 2020 年的碳目标实现。
2010-7-3	国家发改委副主任、能源局局长	张国宝	上海世博会南京论坛	大力发展天然气、水电和核电等绿色支柱能源，积极发展风能、太阳能、生物质能等非水可再生能源，推进传统化石能源的高效清洁利用，不断优化能源结构。
2010-10-12	国务院副总理	李克强	南水北调工程工作座谈会	强调又好又快全面地全面推进南水北调工程
2010-8-30	国家发改委副主任、能源局局长	张国宝	中国水电 100 周年纪念大会	根据最新规划，为实现 2020 年节能减排目标，届时我国水电装机容量须达到 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.3 亿千瓦，抽水蓄能 5000 万千瓦。
2010-10-30	中国水利发电工程学会副秘书长	张博庭	2010 中国能源企业高层论坛	不要把水电妖魔化，要正确认识水电
2010-11-24	国家能源局副局长	刘琦	四川水电开发座谈会	目前能源“十二五”初步规划，在考虑风电、核电、太阳能等充分发展的基础上，2020 年常规水电装机容量应该达到 3.5 亿千瓦以上，发电量 1.2 万亿千瓦时以上。考虑水电开发周期长的因素，“十二五”期间需新开工 1 亿千瓦以上的水电

数据来源：国泰君安证券研究

● 我国水资源丰富，开发程度只有 36%

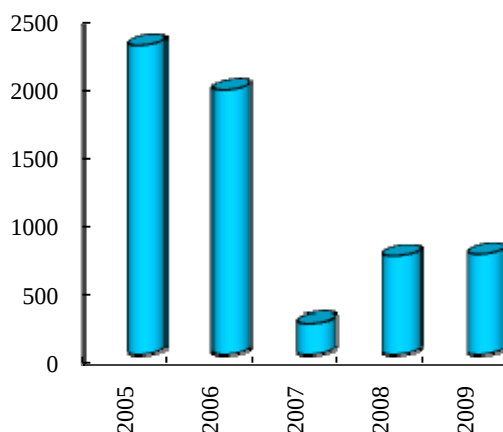
2007 年最新普查数据显示，世界水电平均开发度约为 36%。其中：亚洲是 24%、欧洲为 72%、中北美洲约 70%。发达国家的水电开发度一般达到 60%~70%。2009 年水利部部长陈雷发表讲话称，全球 55 个国家 50% 以上的电力由水电提供，其中 24 个国家这一比重超过 90%。

图 5：2007 年部分国家水电开发程度比较



数据来源：国泰君安证券研究注：中国为 2009 年数据

图 6：水电项目核准建设规模保持低位（万千瓦）



数据来源：国泰君安证券研究 注：未包括抽水蓄能电站

截至 2009 年年底，我国水电总装机容量达到 1.97 亿千瓦，按装机容量计算，目前水电开发程度只达到 36%，未来水电建设的空间仍然巨大。

● 水电建设历史欠账多，十二五将集中开启大项目

07、08、09 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，几近停滞，十一五期间水电开工量只有 2000 多万千瓦，远低于原定的 7000 万千瓦的开工量规划，水电的在建规模连续两年下降，09 年的在建规模为 6798 万千瓦。目前等待核准的水电项目总装机量已经超过 5000 万千瓦。

这意味着：十二五、十三五期间的水电项目的核准开工量将大幅提升，投资规模必然加大。十二五”期间水电的新开工量预计将接近 1 亿千瓦。

“十一五规划”中列明了大量重点开发的大型水电项目，其中获批的项目大约为全部的 1/3。十一五对大型水电项目历史欠账问题突出。

表 5: “十一五”时期重点开发流域及重点开工水电站项目

重点流域	重点项目	已批项目
金沙江	向家坝、白鹤滩、观音岩、鲁地拉、龙盘、梨园、阿海等水电站	向家坝、鲁地拉
澜沧江	景洪、糯扎渡、功果桥、里底、黄登等水电站	功果桥
大渡河	大岗山、长河坝、泸定、双江口、猴子岩等水电站	泸定
雅砻江	锦屏二级、官地、两河口、牙根等水电站	官地
黄河上游	积石峡、羊曲、班多、茨哈、玛尔挡等水电站	积石峡
乌江	思林、沙沱、银盘等水电站	银盘
怒江中下游	六库水电站	
红水河	光照、董箐、马马崖等水电站	董箐

数据来源：十一五规划、国泰君安证券研究

去年我国水电发电量 5716.9 亿千瓦，占全部发电量的 15.53%。怒江、雅鲁藏布江尚未开发，金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江总体开发程度不足 10%（这几条江仍将是开发重点），规模化水电开发的潜力巨大。正在建设中的溪洛渡、向家坝两座水电站共有 70 万千瓦及以上的机组 36 台。水电投资业务集中在西部。

由于水电项目的工期为 5~10 年，未来 5 年至少需要开工的水电项目为 1 亿千瓦。我国水电开发将向超大容量方向发展。

表 6: 2010 年以来获批的大型水电项目

地区	水电站	江流	投资额 (亿元)	装机容量 (万千瓦)	竣工时间
西藏	藏木水电站	雅鲁藏布江	79	51	2014
四川	官地水电站	雅砻江	160	240	2013
四川	桐子林水电站	雅砻江	63	60	2016
云南	金安桥水电站	金沙江	147	240	2010
云南	鲁地拉水电站	金沙江	178	216	
云南	龙开口水电站	金沙江	89	180	2016
四川	长河坝水电站	大渡河	219	260	2013

江西	洪屏抽水蓄能电站	52	240	2015
浙江	仙居抽水蓄能电站	53	150	2010年1月获批
总计		1,040	1,637	

数据来源：国泰君安证券研究

注：不完全统计

● 水电建设空间巨大：十二五投资额约为 8000 亿元

目前，水电装机容量约为 2.07 亿千瓦。根据上文论述，基于

- 十二五对水电高度重视，入选十大可再生能源重点工程，预计 2020 年装机在 3.2~3.5 亿千瓦，且将重点建设大项目。
- 我国尚有大量水资源未开发，开发程度仅 36%；
- 我国石油能源有限，两个承诺提出对碳排放与非化石能源占比的具体指标要求；
- 十一五期间，水电获批与建设项目远未达到规划要求，欠账多；
- 水电建设周期为 5-10 年。

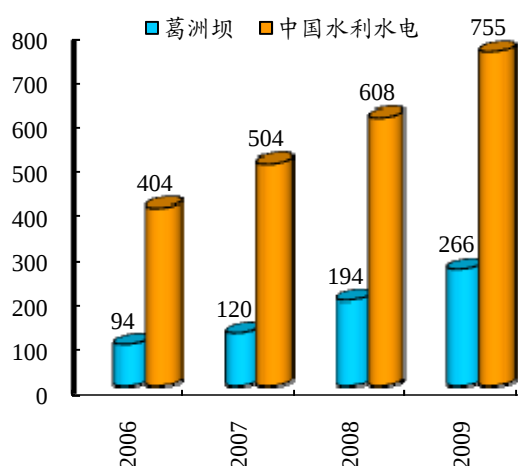
我们认为，十二五期间，水电建设量会在 1 亿千瓦，如果每千瓦造价为 8000 元，则十二五期间的市场规模约为 8000 亿元。水电建设中与建筑相关的土木工程与金属结构占比约 65%，即投资额约为 5200 亿元。

● 水电建设主要受益公司：葛洲坝、粤水电、安徽水利

上市公司中有 3 个公司与水电水利建设工程相关，分别为葛洲坝、粤水电、安徽水利，其中，我们首推葛洲坝，主要原因在于葛洲坝在大型水电工程方面具有显著竞争优势。

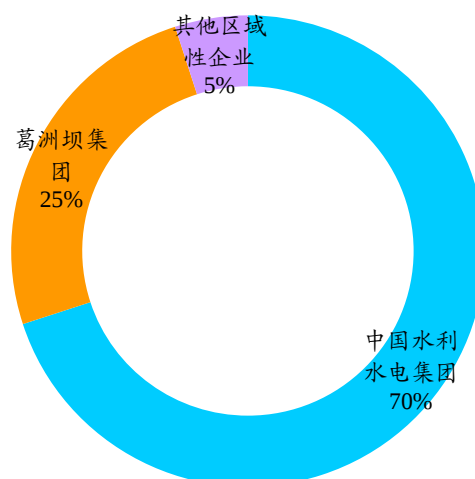
葛洲坝是国内仅次于中国水利水电集团的水利水电施工企业，市场份额约 25%。

图 7：中国水利水电与葛洲坝营业收入比较（亿元）



数据来源：国泰君安证券研究

图 8：水利水电建设市场份额



数据来源：国泰君安证券研究

葛洲坝集团则先后整体或部分承建长江葛洲坝和三峡沙溪溪洛渡、向家坝、黄河公伯峡和拉西瓦等 100 余座大型水电站，完成装机总容量超过 2500 万千瓦，占我国建国以来水电装机总容量的 1/4 以上。

表 7：葛洲坝参与承建的主要水电工程

工程	地点	工期	工程	地点	工期
小湾水电站	云南	2002-2011	长江葛洲坝水利枢纽	湖北	1970-1988
大朝山水电站	云南	1997-2003	隔河岩水利枢纽	湖北	1987-1994
漫湾水电站	云南	1985-1993	水布垭水利枢纽	湖北	2002-2009
向家坝水电站	四川、云南	2006-2012	丹江口大坝加高	湖北	2005-2010
溪洛渡水电站	四川、云南	2005-2015	高坝洲水电站	湖北	1996-2008
南桠河冶勒水电站	四川	2001-2006	洪家渡水电站	贵州	2000-2004
瀑布沟水电站	四川	2004-2011	龙滩水电站	广西	2001-2009
二滩水电站	四川	1991-1999	天生桥 I 级水电站	广西	2005-2007
公伯峡水电站	青海	2001-2006	岩滩水电站	广西	1985-1995
长江三峡水利枢纽	湖北	1994-2009			

数据来源：公司资料、国泰君安证券研究

从公司基本情况看，葛洲坝的各项指标高于其他两年水利水电工程公司，10 年 3 季度的年化 ROE 为 14.6%，为其他两家的 2 倍，公司水利水电占收入占比约 50%，实力强。

表 8：水利水电公司业绩基本情况

公司	06-09 CAGR	09 年 增速	3Q10 增速	最新 年化 ROE	10 EPS	11 EPS	09 新 签合同 额	1H10 新 签合同 额	区域优势	收入构成
葛洲坝	101%	37%	34%	14.6%	0.48	0.64	422	356	国内占比 86%	水利水电占比 50%
粤水电	17%	37%	28%	6.2%	0.45	0.56	90	N.A.	集中在华南，广东收入占比 75%	业绩基本全部为土木
安徽水利	12%	11%	12%	6.0%	0.36	0.6	31	17	国内占比 99.6%	水利水电占比 30%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2.1.2. 地铁建设：各地建设筹备如火如荼

● 十二五重视节能减排，地铁是低碳出行方式

“十一五”期间，城市轨道交通的发展重点是：加快轨道交通的规划建设，强化轨道交通在城市交通中的地位和作用，注重轨道交通新技术的应用，在大城市逐步实现以地面常规公交为主体向以轨道交通为骨干的城市交通体系的过渡。“十二五”规划正在编制的交通“十二五”规划将把发展城市和城际轨道交通作为发展重点之一。

“十二五”期间，中国将把大幅度降低能源消耗强度、二氧化碳排放强度和主要污染物的排放总量作为重要的约束性指标，并将采取各种措施力促节能减排。在“十二五”期间，政府将建立节能减排的长效机制，更多地采用市场机制和经济手段实现碳排放强度降低的目标。

据统计，每百公里人均能耗，公交是小汽车的 8.4%，轨道交通是小汽车的 5%，轨道交通单位能耗比公交车节约 30 千焦，比小汽车节约 2131 千焦。轨道交通的人均 CO₂ 排放量是小汽车的 21.7%。因此，轨道交通对能源是一种更有效的利用。

表 9: 各种交通方式能源消耗比较

项目	城郊铁路	航空	城市道路	轨道交通
能源消耗	1.0	5.3	4.6	0.8
人均 CO ₂	1.0	6.3	4.6	1.0
人均噪声污染	1.0	1.5	0.7	0.4

注：以城郊铁路为基准（作为 1.0）。

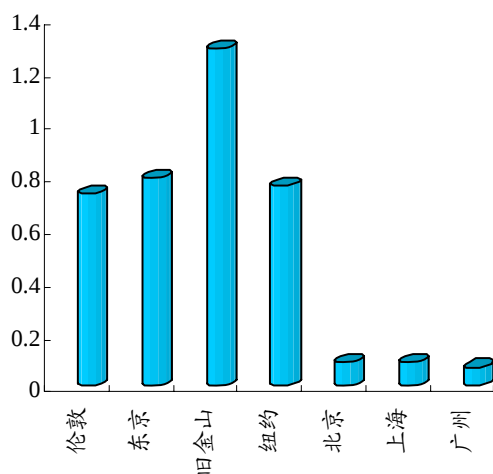
数据来源：《我国城市轨道交通发展现状探讨》，国泰君安证券研究

● 国内外对比：国外地铁运载量占比和线网密度巨大

世界主要大城市大多有比较成熟与完善的轨道交通系统。有些城市轨道交通运量占城市公交运量的 50% 以上，有的甚至达 70% 以上。巴黎 1000 万人口，轨道交通承担 70% 的公交运量，这一比例在东京是 86%，在莫斯科和香港是 55%。我国城市轨道交通占城市公交运量比例最高的是上海，2007 年底的比例仅为 23%。

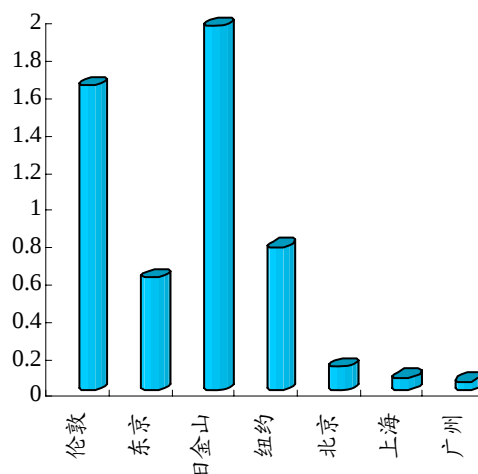
国内外线网密度与国内外大城市每万人的线网长度来看，中国目前的地位还很低，发展空间很大。

图 9: 线网密度国内外大城市对比 (km/km²)



数据来源：《城市轨道交通智能化系统细分市场深度调研报告》，国泰君安证券研究

图 10: 万人线网长度国内外大城市对比 (km/万人)



数据来源：《城市轨道交通智能化系统细分市场深度调研报告》，国泰君安证券研究

● 国内现状：只有 11 座城市已建地铁

从 03~09 年底轨道交通营运网长度来看，轨道交通建设保持着一个较高的增长率，2009 年的增长率达到了 21%。建成地铁的 11 个城市中除了北京、上海、广州，其他城市的地铁线路很少，天津的长度是上海的 19%，深圳只有上海的 7%，目前国内城市的地铁建设水平非常低。

表 10: 2009 年末分城市轨道交通运营线路网长度

地区	城市	2009 年末轨道交通运营 线路网长度(公里)	车站数 (座)
长三角	上海 (含磁悬浮)	367.69	221

	南京	21.72	16
珠三角	深圳	25.26	22
	广州	154.81	88
	北京	227.57	147
环渤海	天津	71.60	36
	大连	63.45	20
西部	重庆	19.15	18
中部	武汉	10.23	23
东北	长春	40.30	37
	沈阳	12.00	12

数据来源：国泰君安证券研究

目前除了北京、上海的地铁建成长度较长外，其他城市的地铁建设都刚刚起步，11个城市中3个城市的地铁长度低于20公里，2个城市介于20~30公里，他们的地铁建设只能说处于萌芽阶段。

● 国内规划：28个城市获批

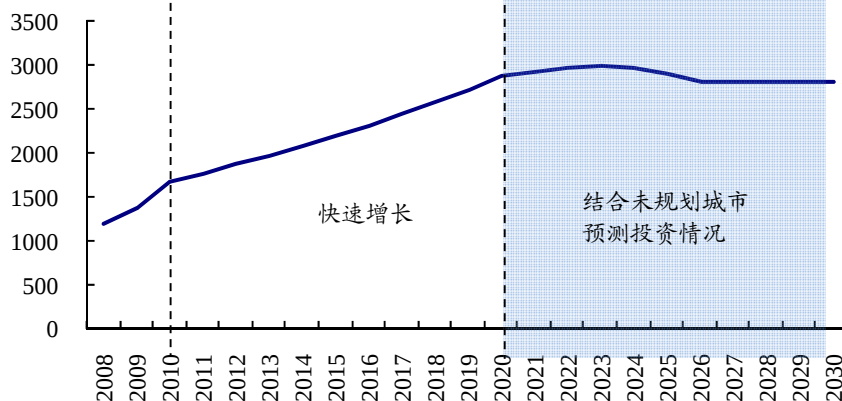
今年3月27日，国家发改委基础产业司正局级巡视员李国勇透露，到27日已经获得批复的城市有28个。到2011年，我国轨道交通数量将达55条，2020年，我国28个城市建成运营的线路将达177条。根据我们整理的资料，目前全国接近40个城市正规划建设地铁（在2月深度报告的基础上我们增加了3个城市：石家庄、太原、扬州）。

● 地铁建设规划投资额预测

目前我国轨道交通建设，以地下线路为主的地铁工程，平均每公里造价在5亿元左右，高架线路工程平均每公里造价在1.5-2.5亿元左右。通过各个城市的平均造价结合各城市的规划，得出各城市将投入地铁建设的投资额。

2008年，地铁建设的投资额达到1189.8亿元。其中：北京投资额最高达到370亿元，然后依次为上海260亿元、深圳119亿元、广州86亿元，投资额最少的苏州也超过了10亿元，其他各城市投资额也在逐步增多。

图 11：地铁建设投资总额预测

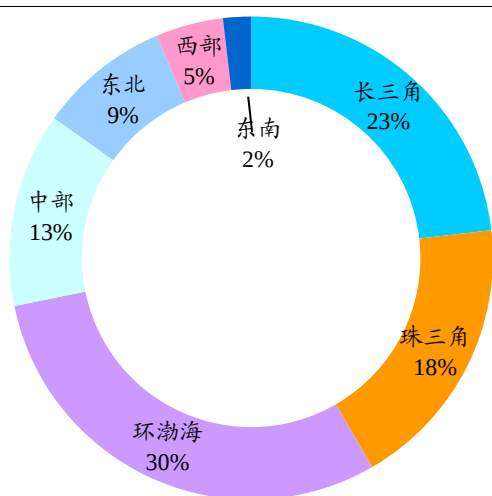


数据来源：国泰君安证券研究

目前，2010 年预计的投资额为 1600 多亿元，2011~2015 年的预计投资额是 2010 年的 6.3 倍，2010 到 2015 年轨道交通建设处于快速增长阶段，2010 年投资额约为 1669 亿元，2011~2015 年总投资额约为 10581 亿元。

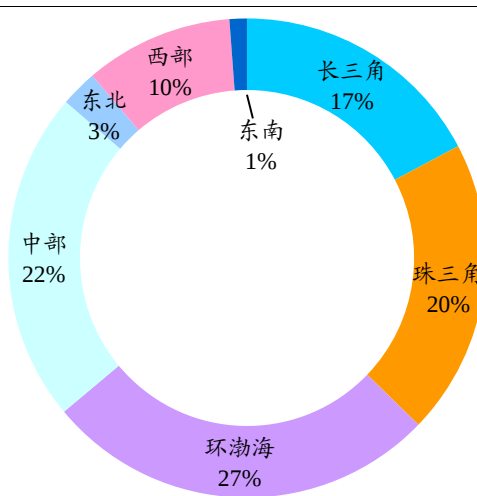
2010 年地铁建设投资额最大的为环渤海地区，其次为长三角（23%）、珠三角（18%）。2011 年~2015 年投资额最高的地区为仍为环渤海地区（27%），其次为珠三角，投资占比为 20%，投资额为 2120 亿元，长三角的占比为 17%。环渤海投资额高的主要原因单位造价较高，中部地区的建设长度比长三角地区短，但是投资额大于长三角也是这个道理。总体来说，环渤海、珠三角、长三角的地铁建设总体投资额最高，2010~2015 的总投资约为 6759 亿元。

图 12：2010 地铁投资额分地区占比



数据来源：国泰君安证券研究

图 13：2011~2015 年地铁投资额分地区占比



数据来源：国泰君安证券研究

表 11：分地区预测的地铁建设投资额（亿元）

地区	2010 年	2011~2015 年	2016~2020 年	2021~2050 年
长三角	386.49	1,824.33	4,973.00	2,237.15
珠三角	308.56	2,120.17	1,749.94	2,623.36
环渤海	503.17	2,814.70	2,670.73	3,554.84
中部	217.25	2,374.52	1,806.31	5,776.26
东北	146.60	262.62	881.40	1,487.74
西部	75.42	1,059.94	1,684.02	1,927.31
东南	31.16	124.62	143.34	1,357.49

数据来源：国泰君安证券研究

● 地铁建设主要受益公司：中铁、隧道、粤水电、宏润

隧道股份：优势一：经验丰富。隧道股份建设过的地铁项目达 31 个之多，公司建成的上海轨道交通长度为 91.7 公里，在上海的轨道交通建设的市场份额达 39%。**优势二：**盾构法建设技术领先。公司在 6.34 米直径盾构机上有自主知识产权。

中国中铁：公司规模大，下属局众多，往往一个地铁建设项目，会有中

国中铁几个下属子公司分别中标不同标段。公司 2008 年报披露新签订市政和其他建设合同 1062 亿元、占当年新签订合同 25%，其中城市轨道交通项目已经占全国市场份额 53%，是全国最大的地铁承建商。

粤水电：公司于 2008 年 7 月向住建部报送了“城市轨道交通工程专业承包资质”申请，于 2009 年 1 月获批核准。

宏润建设：公司在地铁建设方面的经验比较丰富，参与了多个上海轨道交通的建设，目前占据上海轨道交通市场 10% 左右的市场份额。公司积极在全国发展业务，已经中标了多个杭州、苏州、大连、西安、武汉的地铁建设项目。

表 12：隧道、粤水电、中铁、宏润 09~10 地铁中标汇总（亿元）

日期	城市	地铁号线	中标内容	中标金额	工期
隧道股份					
2010-10-22	南京	3 号线	南京地铁三号线土建工程 D3-TA04 标（浦珠路站、浦珠路站~滨江路站区间）	7.70	1080
2010-07-08	杭州	2 号线	杭州地铁 2 号线一期工程（SG2-8 标段）	7.52	881
2010-07-08	无锡	1 号线、2 号线	无锡市轨道交通一、二号线工程三阳广场站车站主体及附属工程	6.36	1167
2010-06-22	昆明	-	昆明轨道交通首期工程土建工程昆明火车站、环城南路项目(标段 9)	4.14	12-9-30; 12-3-31
2010-06-22	上海	11 号线	上海轨道交通 11 号线南段土建工程 6 标段车站、工作井、风井及盾构、明挖区间土建工程、	6.82	11-12-30 完工
2009-12-18	上海	虹桥枢纽站	虹桥综合交通枢纽迎宾三路隧道新建工程。	9.60	468
2009-07-22	郑州	1 号线	郑州市轨道交通 1 号线一期工程土建施工 04 标段工程：由紫荆山站、东明路站、联络线明挖区间和黑庄路站、紫荆山站~东明路站、东明路站~黑庄路站盾构区间站组成，共三车站、两区间及联络线明挖区间。该工程采用两台盾构以同向推进。	8.00	899
2009-07-22	宁波	1 号线	宁波市轨道交通 1 号线一期工程地下工程 IV 标段施工工程	3.56	900
2009-03-18	无锡	1 号线、2 号线	无锡市轨道交通一、二号线工程无锡火车站站和胜利门站（GD01TJSG-01 标）工程	4.49	727
粤水电					
2009-11-09	佛山		广州地铁佛山市南海区地铁金融城裙楼和地下室工程施工项目	2.99	305
2009-09-23	佛山	穗莞深城际轨道	穗莞深城际轨道交通项目工程施工总承包国内公开招标 SZH-2	12.08	575
2009-04-05	广州	6 号线	广州市轨道交通六号线[水荫路站~天平架站盾构区间]土建工程承包合同	1.59	608
宏润建设					
2010-08-13	青岛	3 号线	青岛市地铁一期工程（3 号线）土建施工 16 标段由公司与青岛第一市政工程有限公司联合体中标承建	2.57	603
2010-08-10	武汉	4 号线	武汉市轨道交通四号线二期工程区间及车站土建施工第八标段工程	3.42	807

2010-03-27	杭州	2 号线	杭州市地铁 2 号线一期工程的施工项目 SG2-2: 潘水路站/人民路站/潘水路站——人民路站/人民路站——杭发厂站(3、4 号盾构)由公司中标承建。	3.23	822
2009-12-17	西安	1 号线	西安市地铁一号线后卫寨至汉城路段土建施工 D1TJSG—4 标段	2.35	711
2009-10-30	大连	1 号线	大连市地铁一期工程 104 标段工程施工项目”经评审, 由公司与大连国合建设有限公司联合体中标承建。大连市功成街、会展中心、星海广场三站及成功街---会展中心---星海广场两区间, 区间长 1.5 公里。	3.40	730
2009-07-03	武汉	4 号线	武汉市轨道交通四号线一期工程区间及车站土建施工第一标段工程	3.40	916
2009-03-25	杭州	2 号线	杭州地铁 2 号线一期工程 SG2-9 标段(钱江路站)	2.68	730
2009-01-01	上海	2 号线	上海轨道交通 2 号线东延伸工程 17A 标——川沙停车场房建工程	1.06	
中国中铁					
2010-08-20	珠三角	城 际 轨 道	新建广州至珠海城际轨道交通珠海站房及配套工程	7.03	
2010-08-20	北京	7 号线	北京地铁 7 号线工程土建施工 02 合同段	7.85	
2010-05-18	北京	7 号线	北京地铁 7 号线工程土建施工 05 合同段、03 合同段	13.85	
2010-05-18	珠三角	城 际 轨 道	珠三角城际轨道交通佛山至肇庆项目 GZZH-4 标段、GZZH-9 标段	16.36	
2010-04-10	重庆	6 号线	重庆轨道交通六号线二期复合式 TBM 试验段工程	15.37	
2010-03-16	武汉	4 号线	武汉市轨道交通四号线二期工程土建施工第二标段工程	6.28	
2009-11-12	广州	广 佛 地 铁	中铁三局集团有限公司中标朔黄铁路扩能改造工程及车辆基地等房屋工程项目 SHTLGC09001 标段和莞惠城际轨道交通项目工程施工总承包[GZH-7]两项重大工程	15.64	
2009-09-29	广州	广 佛 地 铁	中铁大桥局股份有限公司中标新建贵广(南广)铁路广州枢纽及相关工程站前工程 GTGG-2 标段工程和穗莞深城际轨道交通项目工程施工总承包 SZH-1 标段两项重大工程	32.90	
2009-09-01	合肥	1 号线	合肥市南北一号线(中段)施工项目一标段	7.11	450
2009-07-09	郑州	1 号线	郑州市轨道交通 1 号线一期工程土建施工 02 标段和 03 标段	10.55	
2009-06-04	重庆	6 号线	重庆市轨道交通六号线一期工程(上礼街至礼嘉段)花卉园车站、龙山车站、冉家坝车站及区间隧道工程	6.90	720
2009-06-04	北京	9 号线	北京地铁 9 号线工程土建施工 09 合同段	5.90	636
2009-05-23	北京	15 号线	北京地铁 15 号线工程设备系统总承包工程	13.60	849
2009-05-23	北京	10 号线	北京地铁 10 号线二期工程土建施工 14 合同段	9.39	730
2009-04-25	北京	6 号线	北京地铁 6 号线一期工程土建施工 03 合同段	11.56	1278
2009-04-25	北京	10 号线	北京地铁 10 号线二期工程土建施工 13 合同段	9.40	306
2009-04-02	北京	15 号线	北京地铁 15 号线工程土建施工 05 合同段和 07 合同段	11.04	
2009-02-13	西安	1 号线	西安地铁一号线工程第 6、7、8、9、14、16 标段	18.28	

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 13: 水利水电公司业务基本情况

公司	06-09 CAGR	09 年 增速	3Q10 增速	最新 年化 ROE	10 EPS	11 EPS	09 新 签合同 额	1H10 新 签合同 额	区域优势	收入构成
隧道股份	24%	21%	1%	12.0%	0.65	0.76	139	81	上海占比 61%	施工占比 90%
中国中铁	32%	48%	22%	11.5%	0.38	0.46	6,018	3,725	国内占比 95%	基建占比 86%

粤水电	17%	37%	28%	6.2%	0.30	0.38	90	集中在华南, 广东 收入占比约 75%	业绩基本全部为土 木工程
宏润建设	27%	24%	-1%	17.6%	0.78	1.08	60	30 华东地区占比 71%	施工占比 92%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.2. 主题 2: 产业转型——厂房兴建与装备制造升级

2.2.1. 产业转移与升级背景下的钢结构行业发展

● 产业转移政策与区域振兴规划

工信部“十二五”规划以工业转型升级为纲要, 包括有 16 项行业规划、27 项专题规划、3 项区域规划。产业转型升级将是我国下一阶段五年规划中的重中之重, 而专业转型必然带来区域经济体的重新定位。东部传统制造业将会出现向中西部地区的地域性转移, 厂房建设会带来新的需求; 东部地区产业升级将提升新的配套制造设施。

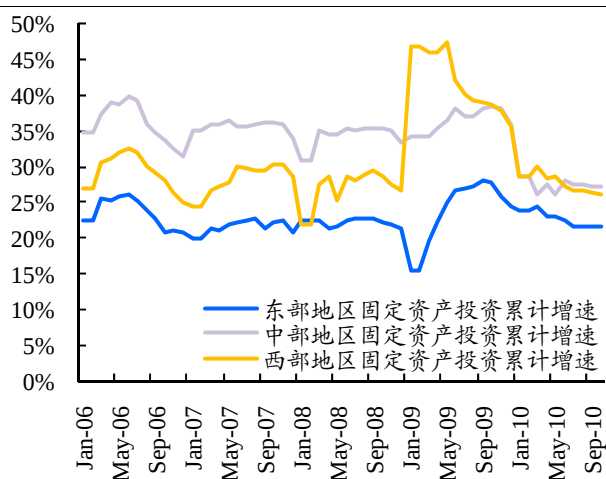
2010 年 8 月 31 日, 国务院出台《中西部地区承接产业转移的指导意见》, 明确指出要发挥中西部资源优势, 积极承接国内外产业转移。2010 年 7 月, 我国第一个以产业转移为主题的区域发展规划《皖江城市带承接产业转移示范区规划》形成, 中西部地区逐步规划承接产业转移。

表 14: 我国产业转移政策

时间	政策	内容
2010-8-31	《中西部地区承接产业转移的指导意见》	中西部地区发挥资源丰富、要素成本低、市场潜力大的优势, 积极承接国内外产业转移, 并就劳动密集型产业、能源矿产开发和加工业、农产品加工业、装备制造业、现代服务业、高技术产业、加工贸易 7 个行业提出具体产业转移要求。
2010-7-5	《关于推进纺织产业转移的指导意见》	因地制宜推进纺织产业转移, 加快资源优势向产业优势转化。
2010-1-12	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	迄今全国唯一以产业转移为主题的区域发展规划
2008-5-29	《珠三角关于推进产业转移和劳动力转移的决定》	力争到 2012 年, 珠三角地区功能水平显著提高、产业结构明显优化, 东西两翼和粤北山区在办好现有产业转移工业园

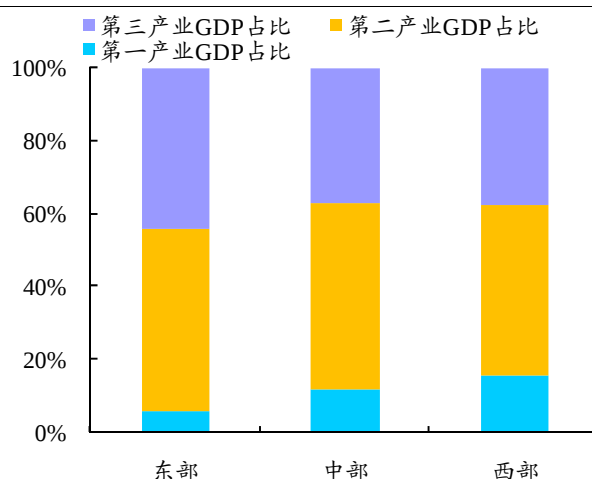
数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

图 14: 我国各地区固定资产投资累计增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 15: 我国 2009 年各地区 GDP 构成



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

产业升级与产业转移过程中，我国中西部固定资产投资增速高于东部地区的格局将继续保持，产业升级将提高东部地区第三产业比重，而中西部地区第二产业占比将提高。

多个区域振兴规划将增强中西部地区对于产业转移的承接能力，中西部内陆省份迫切盼望的“产业转移”中，沿海加工贸易向内陆的梯度转移是最为重要的部分。

表 15：中西部区域振兴规划提高产业转移承接能力

序号	批准时间	规划
1	2009-1-26	《推进 重庆市 统筹城乡改革和发展的若干意见》
2	2009-5-6	《支持 福建省 加快建设海峡西岸经济区建设的若干意见》
5	2009-7-1	《 辽宁沿海经济带 的发展规划》
6	2009-9-23	《促进 中部地区 崛起规划》
7	2009-10-28	《 横琴发展总体规划 》
8	2009-11-6	《 图们江区域 合作规划纲要》
9	2009-12-3	《 黄河三角洲 高效生态经济区规划》
10	2009-12-11	《国务院关于进一步促进 广西 经济社会发展的若干意见》
11	报批中	《 京津唐及环渤海 五省区发展规划》
12	报批中	《 皖江城市带 承接产业转移示范区规划》
13	报批中	《关于促进 内蒙古 自治区经济社会又好又快发展若干意见》

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

包括汽车、电子、软件等制造业已经开始实现产业转移，以富士康、惠普、沃尔沃等行业龙头的转移政策将带动各行业出现区域转移的趋势，这种趋势将提高以钢结构为基本的厂房建设需求。

表 16：我国大型产业转移案例

时间	企业	区域转移实例
2009-8-4	富士康集团	富士康（ 重庆 ）产业基地就开工建设，创下重大项目自签约到开工用时最短记录。在经过八个月调试运行后，2010 年 5 月 19 日，富士康（重庆）产品外销基地正式投产出货，运往欧洲。
2010-1-26	惠普	惠普中国第二座综合性电脑生产基地在 重庆 投产
2010-2-26	英业达	英业达中国第二生产基地在 重庆 开建，该公司在当天也携 70 余家核心供应商而来，给重庆牵线搭桥。
2010-10-29	联想集团	联想集团宣布将在 成都 设立联想(西部)产业基地。这一最高设计产能达到 1000 万台的集生产、研发、销售运营三个中心为一体的联想(西部)产业基地，预计有望于 2011 年底前投产运行。
2010-11-11	沃尔沃	沃尔沃新任董事会已经决定把中国作为沃尔沃在瑞典之外的“第二本土市场”，并计划在 成都 、上海和大庆三地建厂。
2010-9-29	东旭集团	东旭集团看好 成都 新能源在产、学、研一体化的先决条件，总规划将在 成都 建厂约 450 亩，一期投资 12 亿元，预计量产后可实现年销售收入 10.8 亿元。
2010-1-15	吉利	甘肃省兰州市人民政府与浙江吉利控股集团有限公司，在兰州正式签署合作建设吉利兰州生产基地年产 10 万辆自由舰、全球鹰(自由舰改进型)轿车扩能改造及新建年产 2 万辆帝豪轿车 SKD 生产线项目

百事可乐

未来两年，百事公司计划在昆明、郑州、泉州、兰州和南昌新建 5 个饮料生产厂。

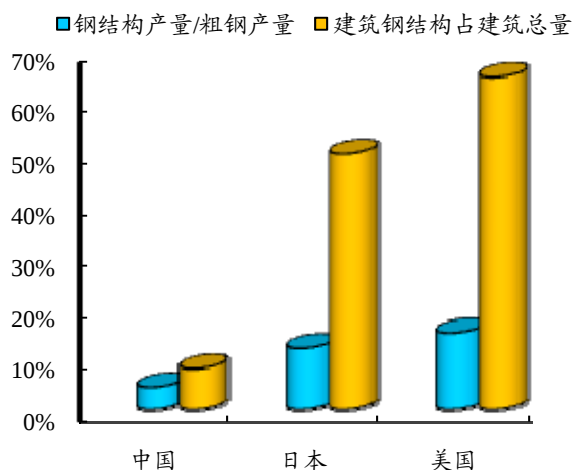
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

● 产业转移利好钢结构，行业发展空间巨大

轻钢结构建筑应用于各类工业建筑、仓储、超市、多层钢结构等建筑。大量的厂房修改选择使用钢结构，轻钢结构的发展将得益于产业升级与转移。

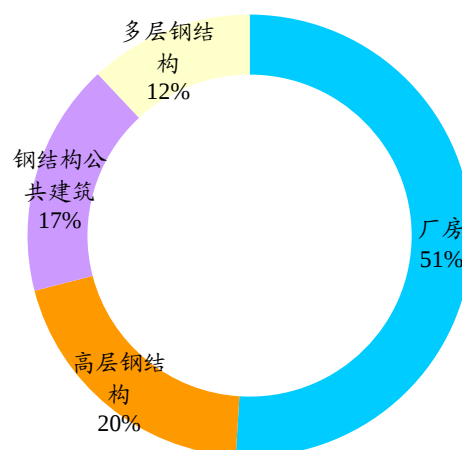
与发达国家相比，我国的钢结构使用量还很低。2008 年，我国钢结构产量为 2180 万吨，占粗钢产量的 4.38%。发达国家钢结构产量占粗钢的比例基本都在 10% 以上。

图 16：我国钢结构需求空间巨大



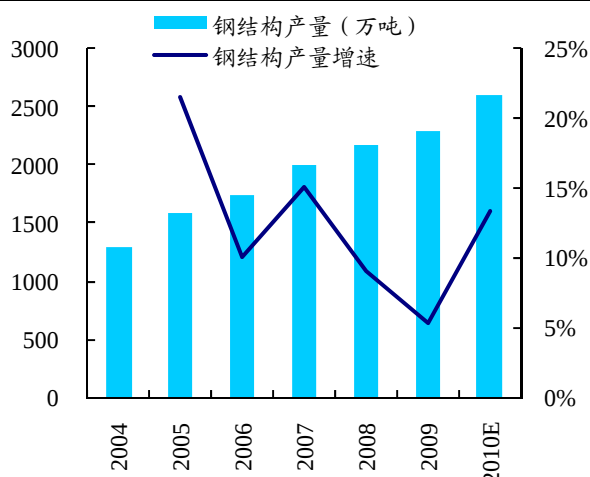
数据来源：国泰君安证券研究

图 17：建筑钢结构应用类别



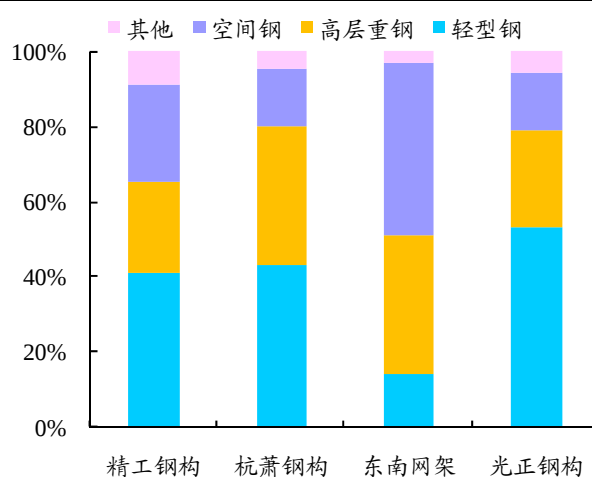
数据来源：国泰君安证券研究

图 18：“十一五”前 2 年钢结构产量增速较高



数据来源：国泰君安证券研究

图 19：2010 年上半年钢结构企业收入结构



数据来源：国泰君安证券研究

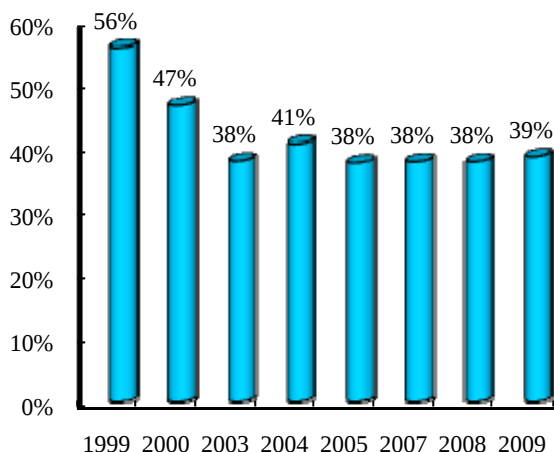
● 行业集中度将提高，龙头企业进入高速发展期

国内钢结构行业具备国际水平。2009 年，钢结构加工企业上升至 3000 多家，从分布地域上看，上海、浙江、江苏地区相对集中。目前，全国有 20 多家生产能力在 5 万吨以上的钢结构加工企业，其装备水平、生

产技术、经营能力都已接近国际水平。

行业集中度将进一步提高。2009 年采用我们估算的钢结构产量看，前 20 名钢结构企业的市场份额为 14%，前 40 名的市场份额必然小于 28%，2009 年，美国的 MBMA 会员（共 43 家）的市场份额为 39%。

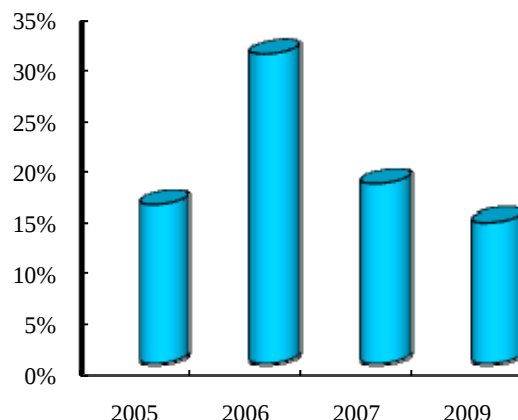
图 20：美国 MBMA 会员在低层建筑的市场份额



数据来源：MBMA、国泰君安证券研究

注：MBMA 一共有 43 个会员。

图 21：中国前 20 名钢构企业市场份额

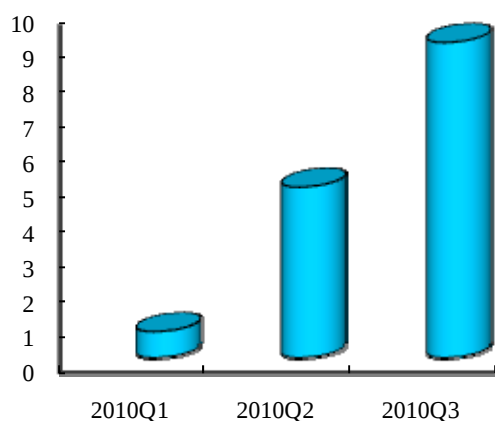


数据来源：中国金属结构协会、国泰君安证券研究

注：2009 年为估算数

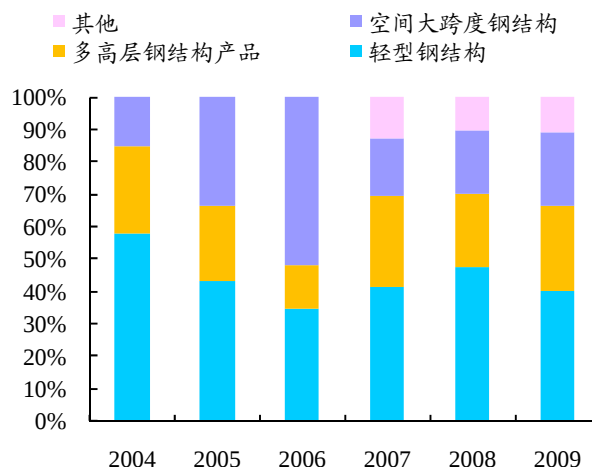
作为我国钢结构行业龙头，精工钢构轻钢收入比重占到 42%，同时具有（1）丰富兼并收购经验；（2）管理模式优势：设计-制造-安装一体化，项目经理责任与利益承包制；（3）品牌和技术及施工实力。十二五第一年将是钢结构龙头企业辉煌的一年。

图 22：精工钢构单季度厂房合同签订（亿元）



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

图 23：精工钢构分产品收入占比



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 17：精工钢构厂房类合同

时间	项目	金额
2010 一季度	鄂尔多斯羊绒工业园项目	0.72
2010 一季度	泰州中国医药城会展中心一期工程项目	0.90

2010 二季度	包头市晟新能源有限公司新建 2-6#车间、7#仓库钢结构工程	0.64	150 天
2010 二季度	江苏海伦石化有限公司年产 60 万吨 PTA 工程	0.53	10-7-28~10-10
2010 二季度	浙江卧龙变压器有限公司高压、超高压变压器建设钢结构工程	0.63	10-5~10-12-30
2010 二季度	芜湖美的精品电器 5#和 6#厂房钢结构工程	0.54	130 天
2010 二季度	芜湖美的精品电器生产基地	0.84	130 天
2010 二季度	内蒙古明华能源集团萨拉齐环保物流园区及金太阳发电工程	1.70	150 天
2010 三季度	常州瓦卢瑞克曼内斯曼钢管厂房扩建工程	0.80	
2010 三季度	龙工（福建）挖掘机有限公司挖掘机厂房钢结构分部 2 段工程	0.78	
2010 三季度	保定天威集团（江苏）五洲变压器有限公司高压输变电设备制造项目一期	0.57	
2010 三季度	湖北省烟草公司武汉市公司卷烟物流配送中心联合厂房钢结构工程	0.57	
2010 三季度	深圳华星光电技术有限公司第 8.5 代薄膜晶显示器件项目钢结构工程	1.47	
2010 三季度	哈大线新大连站甲供物资站房钢结构工程	1.20	
2010 三季度	广州兴业国际仓储项目科研主楼主体工程	0.90	

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 18：钢结构上市公司盈利预测

上市公司	06-09 CAGR	09 年收入增速	3Q10 收入增速	最新年化 ROE	10EPS	11EPS	09 新签合同 (亿元)
精工钢构	30%	-2%	14%	14.51%	0.63	0.82	49.0
杭萧钢构	17%	-22%	22%	9.17%	0.30	0.35	31.3
东南网架	30%	45%	21%	8.29%	0.37	0.48	35.2

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

2.2.2. 打造国际装备制造领军者

● “十二五”水泥装备产业新机遇

我国将在“十二五”规划传统装备制造业升级，扩大我国装备制造在国际上的影响力。传统装备制造业素质进一步提高，战略性新兴产业形成局部优势，现代制造服务业快速发展，形成一批具有国际竞争力的大企业集团和国际知名品牌，发展一批具有全球影响力的装备制造集聚区。

鼓励企业发展城市垃圾、污泥处置项目将写入水泥行业的‘十二五’规划。自 2009 年，水泥行业协会就建议开展利用水泥回转窑处置工业废物和城市垃圾，工信部复函给予支持。

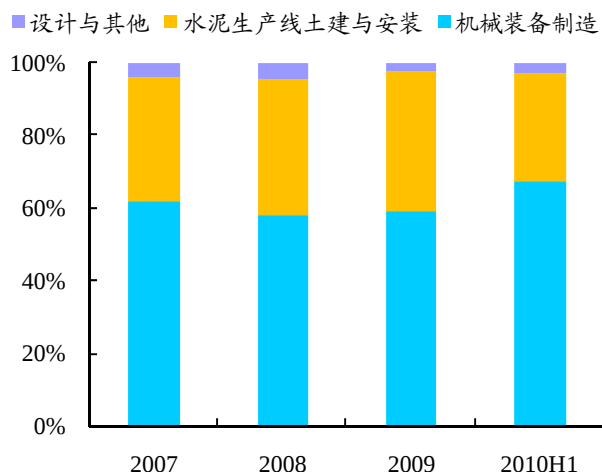
表 19：水泥窑垃圾处理重要事件与政策推广

时间	参与者	内容
2010-1-23	华新水泥	武穴生活垃圾水泥窑协同处理项目已立项开工，并将于今年年底投产，每年可处理生活垃圾 10 万吨，节约标煤 2 万多吨，是目前国内规模最大的水泥窑协同处理生活垃圾项目。
2010-5-4	住房和城乡建设部	生活垃圾水泥窑协同处理技术被列入《生活垃圾处理技术指南》
2010-11-20	海螺水泥	世界首创的利用水泥窑焚烧城市生活垃圾技术（CKK 系统），在铜陵海螺水泥有限公司正式运行超过 200 天，经过国家权威机构实地取样德国 Eurofins Gfa GmbH 实验室检测，各项环保指标优于国家规定水泥窑排放控制标准，彻底解决了铜陵市垃圾填埋，大量占用工地，污染环境等难题。

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

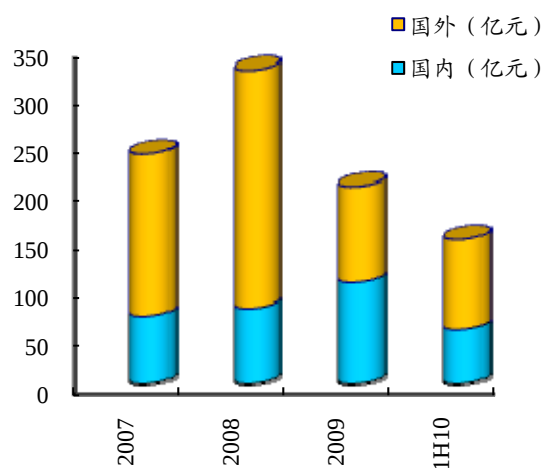
中材国际将受益于水泥回转窑处置工业的升级与发展，同时继续扩大再国外的市场份额。中材国际设立了国际资源与环境工程公司拓展固废处理行业，同时设立印度分支机构拓展印度市场，设立光伏技术工程公司进入光伏电站建设领域，是未来潜在增长领域。

图 24：中材国际收入结构



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

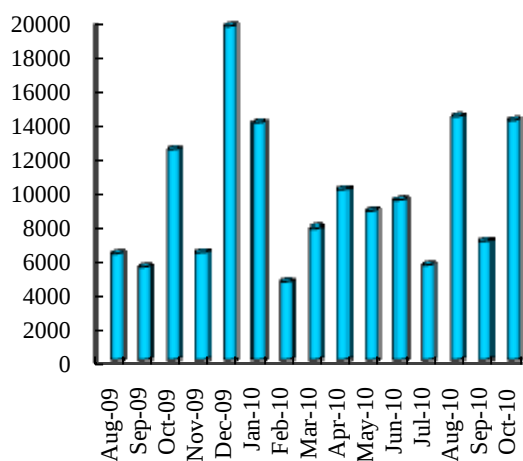
图 25：中材国际国内外新签合同



数据来源：公开资料国泰君安证券研究

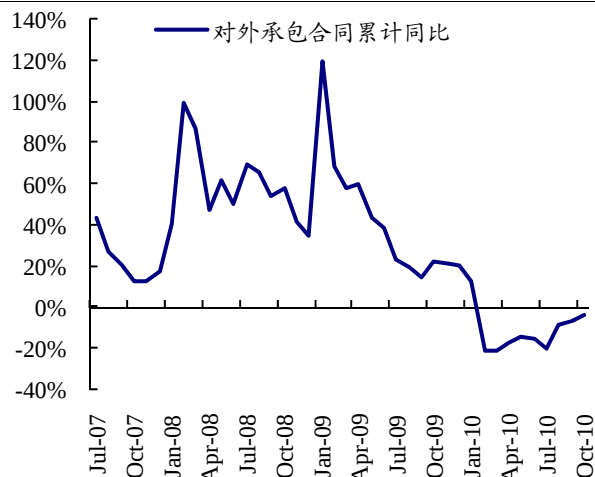
我国水泥装备制造企业具有较高的海外依存度，中材国际 57%收入来源于国外。2010 年下半年，我国海外承包工程已经出现触底反弹，今年年底同比增速有望转正。随着海外经济复苏，明年海外景气程度有望大幅改善。

图 26：我国单月对外承包工程合同（百万美元）



数据来源：商务部，国泰君安证券研究

图 27：2010 年末对外承包累计同比恢复良好



数据来源：商务部，国泰君安证券研究

表 20：装备制造企业盈利预测

上市公司	06-09 年 CAGR	09 年净利润增速	10 年前 3 季度净利润增速	最新年化 ROE	10EPS	11EPS	海外业务占比
中材国际	45%	143.34%	84.53%	51.07%	1.75	2.41	57%
中工国际	49%	45.39%	45.13%	18.33%	1.65	2.14	100%

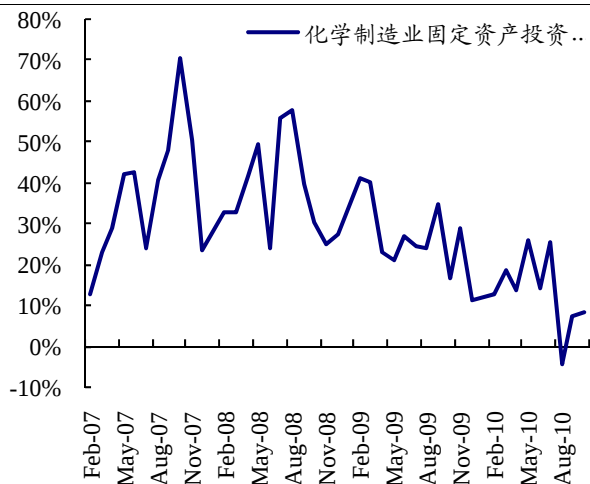
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

2.2.3. 化工产业——新型产业发展规划带来的投资热潮

中国已是仅次于美国的世界第二大化学品消费国，但相对消费规模而言，我国化学工业尚有较大增长空间。由于处于产业链上端，今年传统化学固定资产投资增速呈现出放缓的趋势，但是随着下游经济复苏以及环境的转暖，化工行业工程投资增速有望加快。

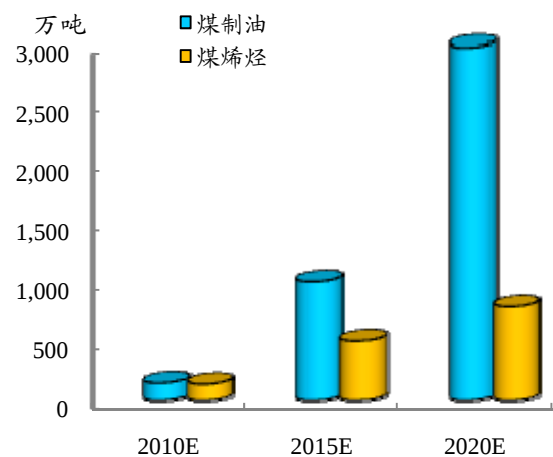
我国是一个多煤少油的国家，已探明的煤炭储量占世界煤炭储量的33.8%，因此煤化工长期来看将是我国能源战略重点发展方向之一。特别是在煤制烯烃等领域，具有较大的市场发展空间。

图 28：传统化工固投增速今年呈现低位



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 29：新型煤化工产业受关注



数据来源：国泰君安证券研究

《煤化工产业中长期发展规划征求意见稿》主要提到自 2006 年至 2020 年，中国煤化工总计投资 1 万多亿元，其中装备费用将占 50%，技术费用占 10%。“十二五”期间，山西煤化工企业煤制烯烃规划产能将达 800 万吨/年，投资规模在 2500 亿元以上，若能按期全部投产，在国内的市场占有率将达 26.67%。

表 21：“十二五”期间各大煤炭集团煤化工产业规划

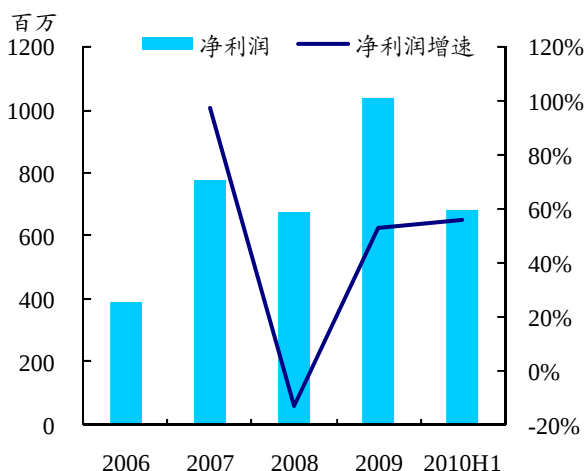
投资主体	十二五规划内容
神华集团	神华集团计划在“十二五”期间投资 800 亿元，增幅达到 60%。按照神华煤制油化工的产业布局，到 2015 年，神华计划实现油品产量 300 万吨，化学品产量 500 万吨，天然气产量 18 亿标准立方米；到 2020 年，油品、化学品及天然气产量则将分别达到 1100 万吨、1000 万吨、183 亿立方米。
阳煤集团	180 万吨/年甲醇、60 万吨/年烯烃项目将在 5 年内建成投产，年实现销售收入 77.4 亿元
晋煤集团	计划到 2015 年形成 60 万吨/年煤制烯烃规模
潞安集团	将建设年销售收入 340 亿元的烯烃类现代煤化工循环经济园区
天泽集团	“十二五”将重点抓好甲醇转化 60 万吨/年烯烃建设
天脊集团	将建 60 万吨/年烯烃项目
南耀集团、霍家工业总公司	把煤制烯烃作为“十二五”发展重点

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

中国化学与东华科技在我国化工工程、煤化工、石油化工领域处于行业

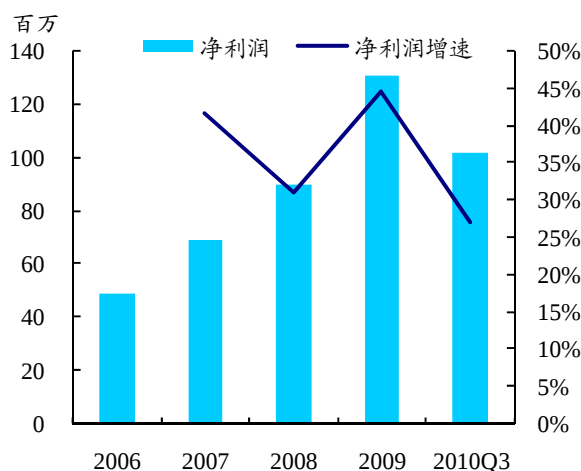
技术领先地位,将在“十二五”期间受益于煤化工大发展下的市场空间,同时海外市场也是化工工程企业的成长空间。

图 30: 中国化学净利润及增速



数据来源: 水利部, 国泰君安证券研究

图 31: 东华科技净利润及增速



数据来源: 水利部, 国泰君安证券研究

表 22: 化工工程企业盈利预测

上市公司	06-09 年 CAGR	09 年净利润增速	10 年前 3 季度净利润增速	最新年化 ROE	10EPS	11EPS	海外业务占比
中国化学	28%	54.36%	58.61%	11.31%	0.25	0.3	20.58%
东华科技	43%	44.19%	27.50%	18.53%	0.72	1.02	0.05%

数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

2.3. 主题 3: 保障民生——保障房建设与水利工程

2.3.1. 保障房建设——民生的重要保障

● 保障房规划建设规模巨大、问责制度保证建设力度

加大保障房建设力度,是此轮房地产调控伊始就确定的一个重要方向,保障房建设自此担负上既是调控手段也是调控目标的双重角色,这也就注定了,保障房建设在此轮房地产调控中必须要承担更重的担子。

表 23: 我国陆续出台促进保障房建设的政策

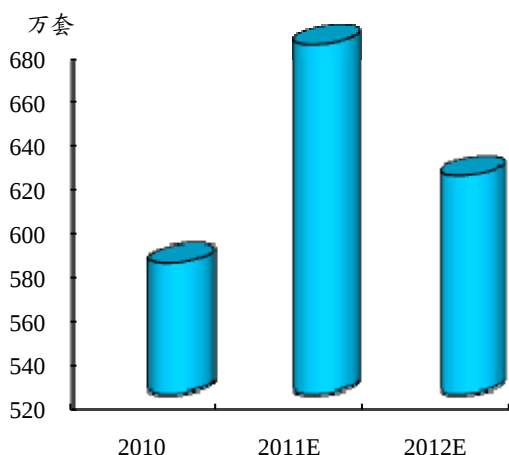
时间	政策	加强保障房建设的内容
2009-12	“国四条”	加大保障房建设这一思路就已确定:继续大规模推进保障性安居工程建设,力争到 2012 年末,基本解决 1540 万户低收入住房困难家庭的住房问题。
2010-01	“国十一条”	增加保障性住房和普通商品住房有效供给在这份文件的第一条就被提及:加快中低价位、中小套型普通商品住房建设,要适当加大经济适用住房建设力度,扩大经济适用住房供应范围。
2010-04	国务院会议和“新国十条”	再次明确提出加快保障性安居工程建设:建立考核问责机制,明确保障性住房、中小套型普通商品住房的建设数量和比例。确保完成 2010 年建设保障性住房 300 万套、各类棚户区改造住房 280 万套的工作任务。
	国务院副总理李克强	8 天内对加强保障房建设的两次强调,把保障房建设从幕后推到了调控的“前台”。

数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

房地产行业“十二五”发展规划有望在 11 月底形成初稿。根据规划，2011 年和 2012 年两年内，全国保障性住房建成量将达到 1300 万套。2010 年 580 万套、2011 年 680 万套、2012 年 620 万套，保障房建设要求达到新房建设面的 60%。

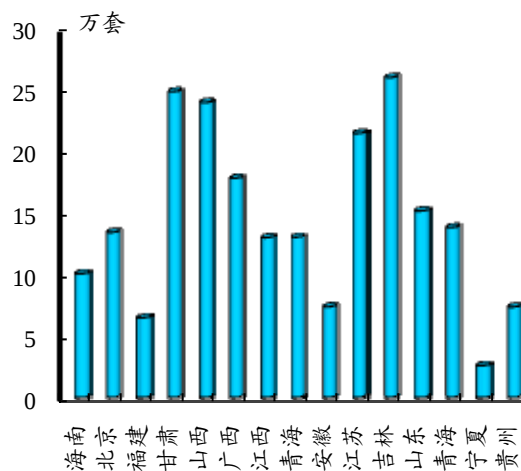
目前 2010 年中央财政投向保障性住房的资金已全部下达，共计 792 亿元，包括年初安排的 692 亿元，以及追加安排的 100 亿元。根据住建部此前的要求，各地保障性安居工程 9 月底必须全部开工，年末建成或基本建成的必须达到 60% 以上，尚未开工省区市将面临问责。中央对于保障房建设呈现出巨大的决心。

图 32：国家保障房建设长期规划



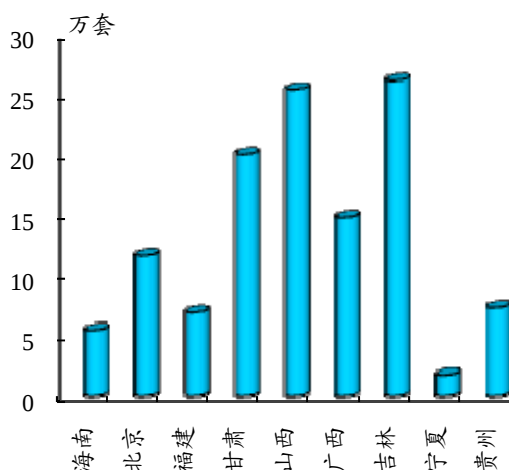
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

图 33：2010 年各省市保障性住房建设目标责任



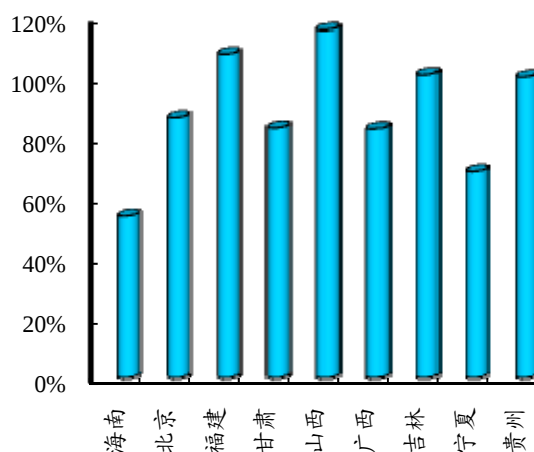
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

图 34：2010 年部分省市保障房开工数量



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

图 35：2010 年部分省市保障房开工率



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究，截止 9 月底

按照 2011 年 620 万套保障房建设投入，平均每套 60 平米，2011 年的住宅开工面积将形成 40% 的增量。这将弥补商品房开发受房地产调控政策影响而带来的损失。

表 24：保障房开工面积测算

保障房平均面积（平方米）

	保障房（万套）	40	50	60	70	80	90
2010 年	580	2.32	2.9	3.48	4.06	4.64	5.22
2011 年	620	2.48	3.1	3.72	4.34	4.96	5.58
占 09 年住宅开工面积的比例							
2010 年		25%	32%	38%	44%	50%	57%
2011 年		27%	34%	40%	47%	54%	61%

数据来源：国泰君安证券研究

表 25：我国部分省市保障房建设规划

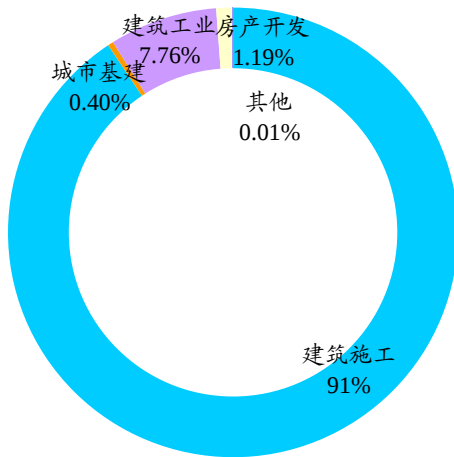
地区	规划文件	规划
上海		上海市市委书记俞正声为上海未来三年的保障新住房做了一个计划，到 2012 年要完工的 70 万套保障性住房配套
海南	《海南省人民政府关于加快发展保障性住房的意见》	2012 年，海南将加大保障性安居工程投入力度，解决 30 万户城镇住房困难家庭住房问题，其中建设保障性住房 15 万套，完成危旧房改造 15 万套
甘肃	《关于新建商品房开发项目配建保障性住房的意见》	今后在兰州新建的商品房，必须按要求配建保障性住房，比例为 5%
云南	《云南省 2010~2012 保障性住房建设规划》	从今年起至 2012 年，全省将建设城镇保障性住房 59.65 万套
陕西	2009-10-28	2009-2011 年三年共计 26 万套、1300 万平方米，总投资达 156 亿元
深圳	《深圳市住房建设规划（2011—2015）》（草案）	未来 5 年间将建保障房 26.2 万套，比“十一五”期间多建 10 万套；保障房与商品房建设比例从“十一五”的 2:8 大幅提高到 4:6。
成都	《成都市 2010-2012 年保障性住房建设规划》	规划期内我市计划供应保障性住房 34229 套，总建筑面积 195 万平方米，另外 2011、2012 年公共租赁住房实行按需建设。
太原	《太原市 2010—2012 年保障性住房建设规划》	2010 年至 2012 年，我市保障性住房的建设量将提升至总建设量的 48%
南宁	《南宁市 2010—2012 年保障性住房建设规划》	从 2010 年至 2012 年，南宁市将建保障性住房 3.38 万套，改造城市和国有工矿棚户区 0.81 万户，整治旧住宅小区 6000 套，共计约 4.79 万套。
青岛	《青岛市住房保障发展规划（2011 年~2013 年）》	未来 3 年青岛市七区计划再建设保障性住房 3 万套，限价商品住房 3 万套，积极发展公共租赁住房，使至少 10 万户中低收入家庭住房困难得到解决、住房条件得到改善。
唐山	《唐山市住房建设规划（2008—2012 年）》	规划期内，建设保障性住房 6.43 万套，建筑面积 399.28 万平方米，其中，建设经济适用住房 5.59 万套，建筑面积 357.5 万平方米；建设廉租住房 0.84 万套，建设面积 41.78 万平方米。

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

● 保障房承建单位受益大规模民生建设的加速

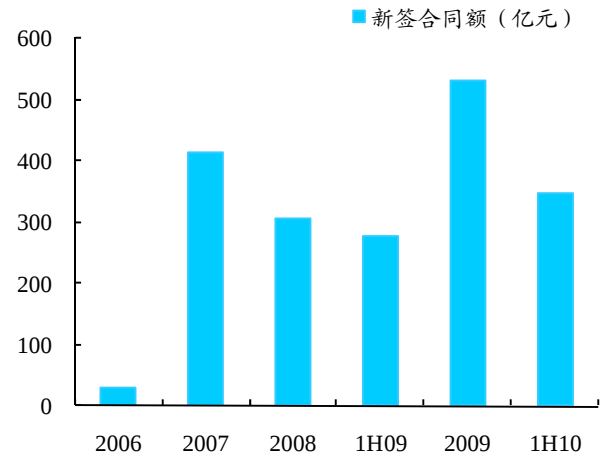
上海建工：作为房价最受关注的上海地区，上海市市委书记俞正声为上海未来三年的保障新住房做了一个计划，到 2012 年要完工的 70 万套保障性住房配套。在保障房建设中，**上海建工**收益巨大，目前负责了总投资 60 亿元的南汇周康航 3000 亩地的保障房基地建设（建面 130 万 m²，预计今年交 30 万 m²）。

图 36: 上海建工 1H10 分业务收入



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

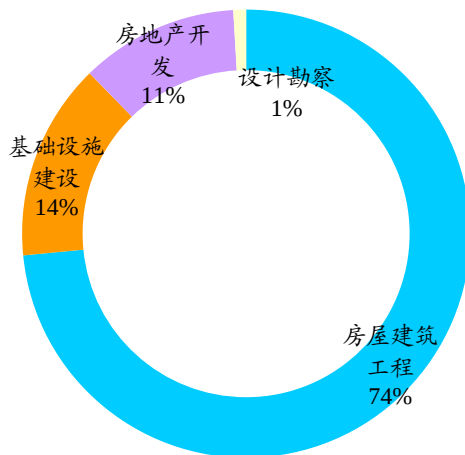
图 37: 上海建工新签合同额



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

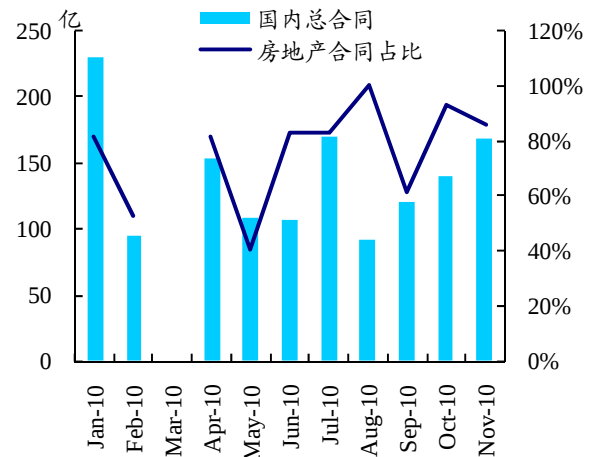
中国建筑: 保障房建设使公司将获得更多优质土地及相关税收优惠等多种资源, 将助力中国建筑的长期发展。过去 20 多年来, 中国建筑在海外承建了大量的保障性住房。目前中国建筑将希望把海外的经验推广到国内。进而对公司的房地产业务做出清晰的划分, 其中子公司中海地产专注于做中高端住宅, 中建地产和工程承建业务线将着力于扮演境内保障房供应商的角色。

图 38: 中国建筑 1H10 分业务收入



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

图 39: 中国建筑国内新签合同额



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

表 26: 保障房企业盈利预测

上市公司	06-09 年 CAGR	09 年净利润增速	10 年前 3 季度净利润增速	ROE	10EPS	11EPS	1H10 新签合同 (亿元)
上海建工	22%	18.92%	33.21%	16.54%	0.9	1.08	346
中国建筑	26%	108.66%	82.67%	12.20%	0.3	0.37	3046

数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

2.3.2. 水利建设——保障农业健康发展的民生措施

● 加强农村水利建设是国家重要战略

水利发展相对滞后是当前和今后一个时期经济社会发展的突出瓶颈, 水

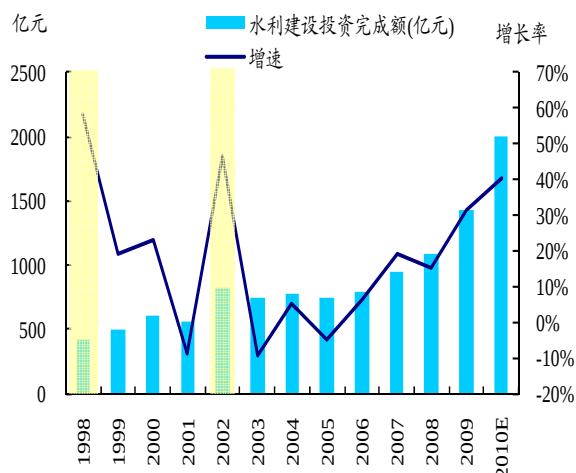
利建设需要全面提速。“十二五”时期水利投资规模继续保持在较高的水平，同时，进一步优化投资结构，在薄弱环节和关键领域取得突破。

2009 年，洪涝受灾面积 8748 千公顷，直接经济损失 846 亿元；农田旱灾受灾面积 2926 万公顷，直接经济损失 1207 亿元，**09 年旱涝灾害造成的总经济损失为 2053 亿元。**

2009 年，我国水利建设投资额为 1894 亿元，水利建设的投资额小于旱涝灾害造成的直接经济损失。巨大的经济损失与生命安全威胁，昭示建设水利的必要性与经济价值。

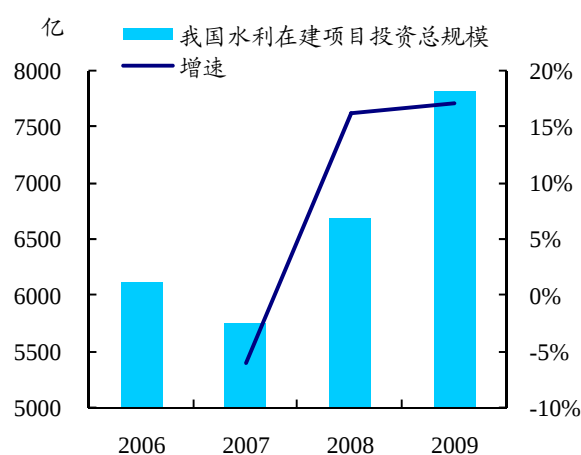
我国连续七年 **1 号文件** 为关注农业发展，其中加强农村水利等基础设施建设为国家重要战略。从已经公布信息的省份来看，贵州地区“十二五”期间将构建五大水利保障体系，预计全省水利总投资 222.55 亿元；陕西将投资 104 亿用于大江大河防洪工程建设。

图 40：水利建设投资完成额及增速



数据来源：水利部，国泰君安证券研究

图 41：我国水利在建项目投资总规模

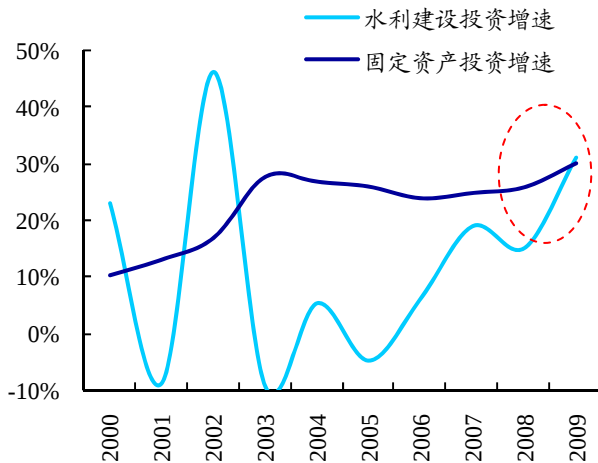


数据来源：水利部，国泰君安证券研究

1998 年以来水利投资有两个高峰期，一是 1998 年水利投资当年增速 58%，当年发生特大水灾；二是 2002 年水利投资高达 46%，2001 年发生水灾和旱灾损失巨大。分析可知，当年若发生较大水涝干旱灾难，则当年至下年水利投资有加大动因和趋势。

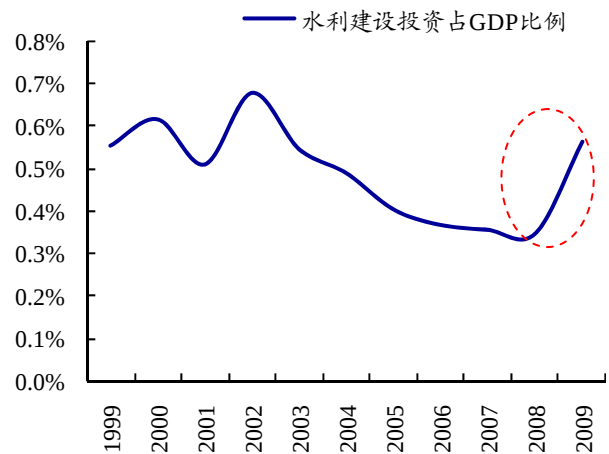
近年来的水利投资增速明显低于全国固定资产投资增速。07 开始增速明显上升达到 19%，09 年首次超越了固定资产投资增速达到 74%。09 年水利建设投资水利建设投资占 GDP 的 0.56%，处于一个较低的水平，并且这一比例从 02 年开始下降，直到 09 年才有所回升，上升空间还很大。

图 42: 水利投资增速落后于固定资产投资增速



数据来源: 水利部, 国泰君安证券研究

图 43: 水利建设投资占 GDP 比例开始回升

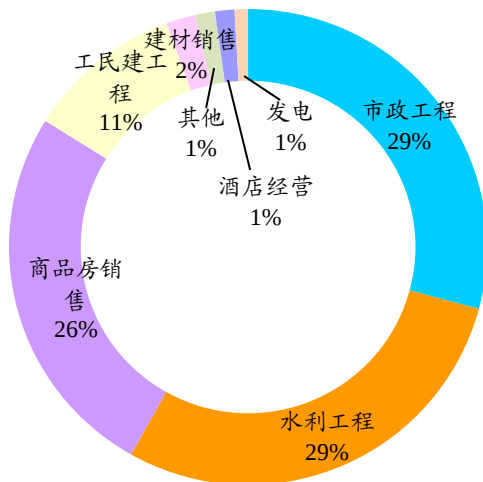


数据来源: 水利部, 国泰君安证券研究

● 水利建设开闸将促进相关建设企业发展

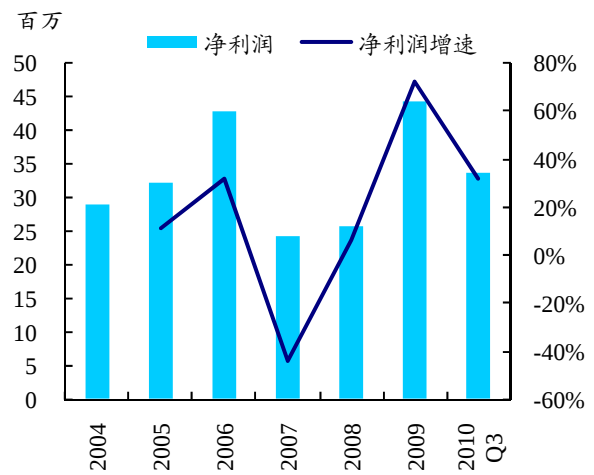
安徽水利水利工程收入占比达到 30%左右, 公司将显著受益于《皖江城市带承接产业转移示范区规划》, 随着 6 大支柱产业的转移, 必然带动基建, 房地产的需要, 而这两方面都是安徽水利的主要业务, 并且安徽水利在基建行业中, 在安徽省内具有突出优势。业绩释放取决于增发进程, 受地产调控影响。

图 44: 安徽水利水利工程收入占比 29%



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

图 45: 安徽水利净利润及增速



数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

表 27: 安徽水利重点项目工程

项目工厂	介绍
白莲崖水库	安徽水利股份取得项目法人资格的白莲崖水库是国家治淮 19 项重点骨干工程之一、省 861 工程, 投资额为 8.6 亿元, 水库流域面积 745km ² , 总库容 4.6 亿 m ³ , 水库建成后不仅使下游佛子岭水库现在 400 年一遇的防洪能力提高到 5000 年一遇防洪标准, 而且使淠河灌区在 2015 年达到设计灌溉面积 660 万亩, 灌溉保证率达 80%, 并满足下游城镇特别是合肥市供水需求。
流波电站	投资总额为 1.25 亿的流波电站, 水库总库容 5372 万 m ³ , 水电站总装机容量 2.5 万 KW, 多年平均发电量 7493 万 KWH, 有效电量 7418 万 KWH, 年上网电量 7307 万 KWH, 目前已经并网发电, 电站具有较强的调峰能力, 建成后, 对于缓解当地的供电紧张状况, 促进当地经济的快

	速发展有着极其重要的意义。
蚌埠龙子湖及周边综合治理和生态开发项目	总投资在 10 亿元以上。项目建设包括龙湖大桥、龙子湖桥头公园、龙子湖水资源治理及湖底清淤、周边污水截流与排水管网、防洪设施以及龙子湖生态开发等。其中，龙子湖大桥已经建成通车。改建后的龙子湖风景区将成为国家级城市生态示范区，成为蚌埠的东大门。
涂山蓄能电站	总投资 38 亿元，电站面积 34 万 m ² ，库容 850 万 m ³ ，装机容量为 1000KW，年发电量 14.60 亿 KWH，是目前国内抽水蓄能电站中较为优秀的站址之一，该项目建成后不仅对提高安徽省乃至华东区电力单位安全运行水平和效率发挥着重要作用，而且还将对蚌埠经济快速增长提供强有力的支撑。目前正在进行选点规划中。

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 28：粤水电重点水利项目工程

地点	项目工程
贵州省贵阳市	贵阳市息烽县鱼简河水利工程大坝
贵州省贵阳市	贵阳市北郊水厂水源工程三江河水库工程
贵州省贵阳市	贵阳市北郊水厂水源工程沙老河水库工程
四川省	四川省通济堰灌区渠首取水改造工程土建
四川省	四川省遂宁市过军渡水利枢纽(电站)工程

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 29：葛洲坝重点水利项目工程

地点	项目工程
湖北	长江三峡水利枢纽
湖北	长江葛洲坝水利枢纽
湖北	隔河岩水利枢纽
湖北	水布垭水利枢纽
湖北	丹江口大坝加高

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 30：水利企业盈利预测

上市公司	06-09 年 CAGR	09 年净利润增速	10 年前 3 季度净利润增速	ROE	10EPS	11EPS	水利工程收入占比
安徽水利	12%	275.86%	22.44%	6.01%	0.36	0.59	29%

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

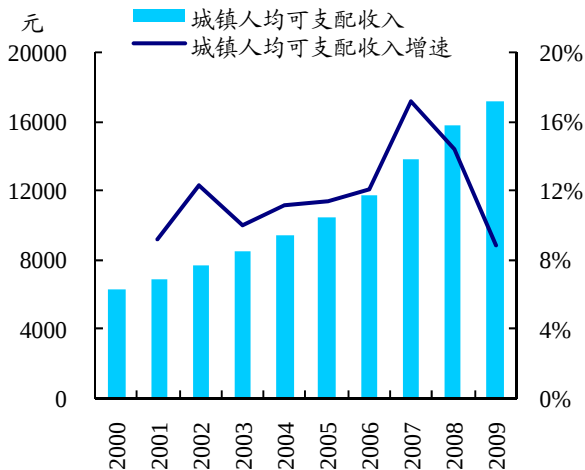
2.4. 主题 4：消费升级——装饰园林展望持续高成长

2.4.1. 消费升级长期利好装饰园林服务业

“十二五”规划中，消费将被提为中国经济增长的第一大驱动力。拟定中的规划中，考虑首次把居民消费率纳入指标体系中，把居民消费率设置为未来五年经济工作的预期性指标，作为促进结构调整的重要抓手。

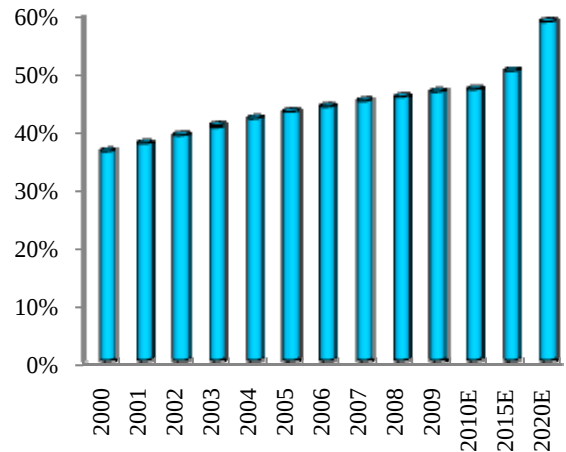
2009 年，我国的城镇人均可支配收入为 17174 元，从 2000 年到 2009 年，城镇人均可支配收入保持了 11.8% 的复合增速。消费结构的升级首先需求消费能力的提升，而我国的人均可支配收入在未来相当长的时期，将保持稳定增速。

图 46: 我国城镇人均可支配收入及增速



数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

图 47: 我国城市化进程进入加速阶段



数据来源: 国泰君安证券研究

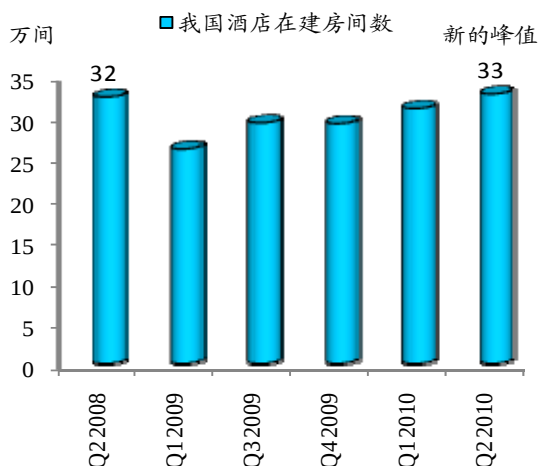
2.4.2. 装饰行业: 根固而叶繁——公装高景气, 精装快发展

● 公共建筑装饰明年维持高景气, 住宅精装修依旧空间无限

公共装修是根, 住宅精装是叶。现代装修装饰公司在走向行业排名前列的过程中, 都是以优良的公装品质以及标致性项目的成功获得行业的认可, 而在住宅精装修巨大的成长市场空间面前, 敢于并且善于转型的装饰企业将率先战略市场, 从而实现枝繁叶茂的高增长。

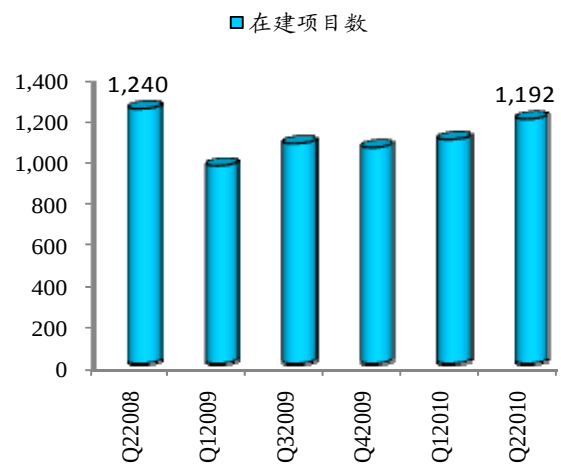
受旅游业良好发展的刺激以及对未来酒店业乐观的预期, 我国酒店景气程度与建设力度从危机中完全恢复。2010 年二季度, 我国拥有 1192 个酒店项目和 327459 间在建或拟建客房, 分别占亚太地区总项目和总客房数的 61.3% 和 69.1%。今年土建项目将在明年进行装饰装修, 市场总量有望延续今年的高景气状态。

图 48: 我国在建房间数超过 2008 年的历史峰值



数据来源: LE, 国泰君安证券研究

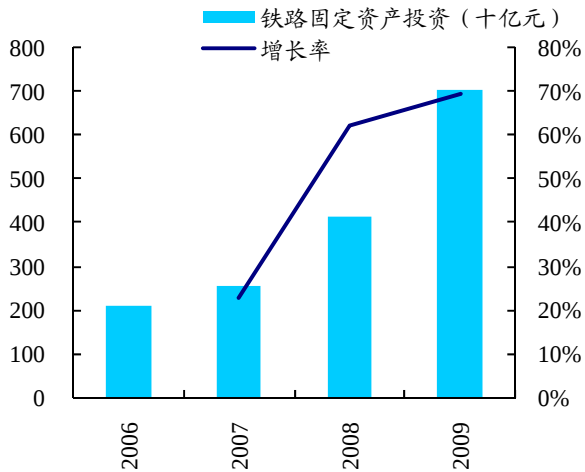
图 49: 我国酒店在建项目数



数据来源: LE, 国泰君安证券研究

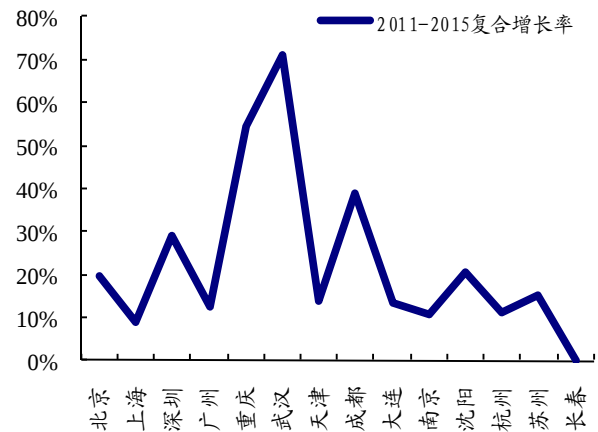
同时, 高铁与地铁等基建项目已经进入政府投资高峰期, 而后期的装饰需求将在未来几年爆发, 目前行业已经感觉到相关业务具备规模提升的迹象。

图 50: 中国铁路固定资产投资 (十亿元)



数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

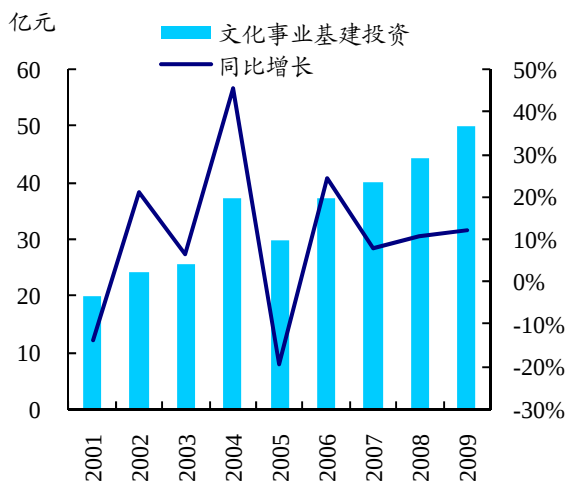
图 51: 2011 ~ 2015 年地铁新增长度复合增长率



数据来源: 国泰君安证券研究

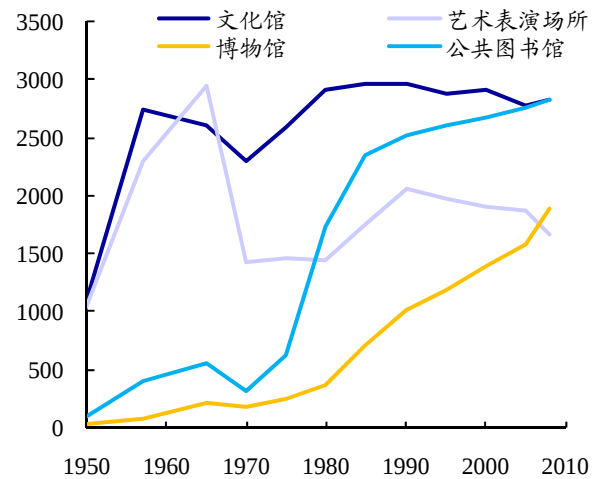
文体中心分为文化中心与体育中心。文体中心建筑竣工面积占全国建筑总竣工面积的 1% 左右, 占比虽小, 但是总量大, 2009 年竣工的建筑面积为 0.23 亿平方米, 投资额为 2117 亿元。随着文化中心对于城市的重要性逐渐被人们所认识到, 2001 年以来, 文化基建投资一直保持了较高速增长, 平均增长速度为 12%。体育中心从 1996 年到 2003 年, 总共投入资金 1542.5 亿元, 平均每年投入 192.8 亿元。假设 12% 的增长率, 2010 年投资额为 570 亿元。

图 52: 文化事业基建投资平均增速 12%



数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

图 53: 文化中心的数量不断增长

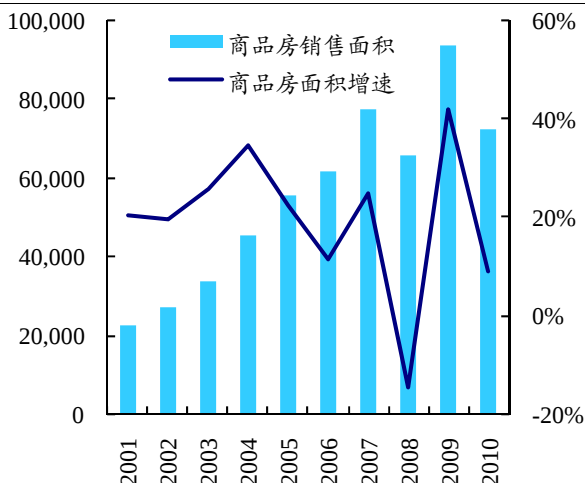


数据来源: 国泰君安证券研究

住宅精装修明确成为我们房屋销售环节中的重要章节, 无论是在房地产顺市还是逆市环境中, 越来越多的地产开发商会选择住宅精装修对房屋进行包装升级, 同时这也符合我们对于取消“毛坯房”的长期政策。

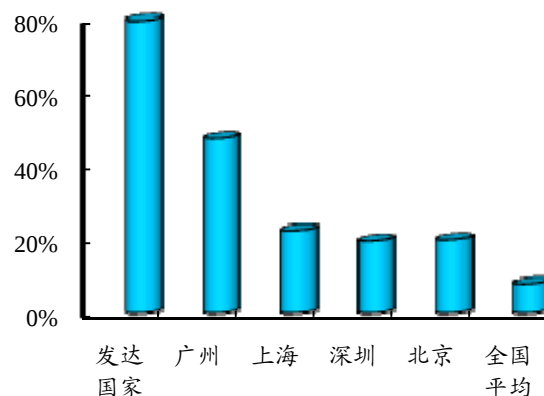
住宅精装修设计与施工相对于公共建筑装饰在施工难度上更为容易, 但是单个项目经理负责的业务额较大。所谓根深而叶繁, 在公共建筑装饰具有造诣的企业, 凭借优秀的施工技艺和良好的口碑, 可以在短时间内通过业务转型实现住宅精装修市场的进入。

图 54: 我国商品房销售面积及增速 (万平方米)



数据来源: CEI, 国泰君安证券研究, 2010 年为前 10 月数据

图 55: 09 年 Q3 我国住宅精装修与发达国家对比



数据来源: 国泰君安证券研究

● 2011 年: 团队规模建设与管理水平决定发展速度, 和谐共赢仍是行业环境

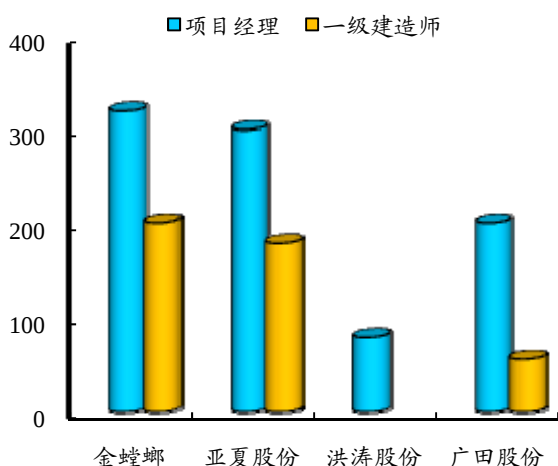
装饰行业市场空间巨大, 属于“大行业、小公司”状态, 未来发展取决于团队规模建设与管理体制跟进。目前金螳螂与亚夏股份项目经理人数已经超过 300 人, 具备超过 100 亿的接单能力, 未来两家公司将依靠苏州大学培养体制、亚夏学院培养体系去形成自己的长期人才供应体系。

表 31: 装饰上市公司管理模式以及长期人才培养体制

	管理模式	人才培养机制
金螳螂	“50/80 模式”, 标准化管理以及 ERP 系统	苏州大学联合培养, 成立金螳螂建筑与城市环境学院, 第一批学员今年出国学习, 有望在 2 年后成为公司新生代力量
亚夏股份	探索可复制的管理模式	“亚夏学院”实践与学习融合
洪涛股份	远程监控管理系统, “三合一”管理体系	国内高校合作建立洪涛装饰设计学院
广田股份	精装修总包现场智能化管理系统	自设管理学院

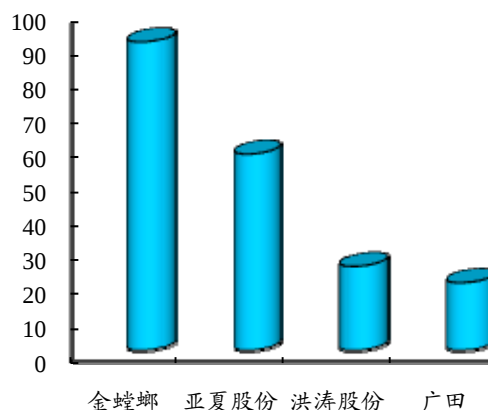
数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

图 56: 装饰上市公司项目经理团队规模



数据来源: 国泰君安证券研究

图 57: 全国优秀建筑装饰项目经理 (09 年底)

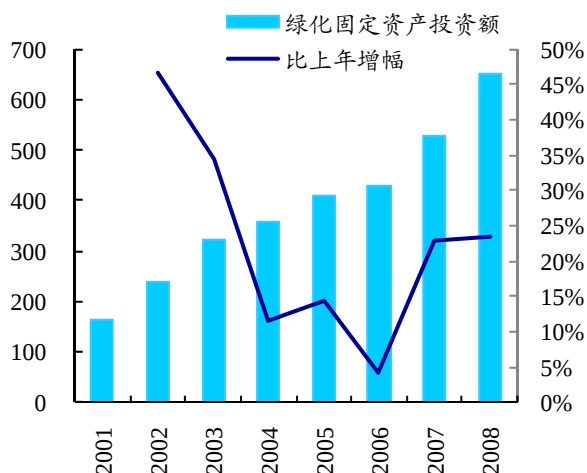


数据来源: 国泰君安证券研究

2.4.3. 园林——设计撬动施工逻辑带来高增长的延续

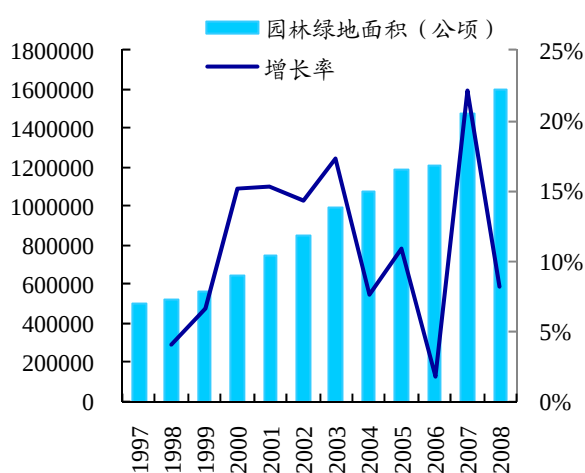
市政园林需求随着消费升级以及城市化建设而增强，房地产开发成熟度的提升也直接刺激了未来房地产在装饰园林方面的需求。随着我国城市环境改善以及房地产住宅质量提高趋势越来越明显，园林行业将有望实现高增长的延续。

图 58：绿化固定资产投资及增长率



数据来源：国泰君安证券研究

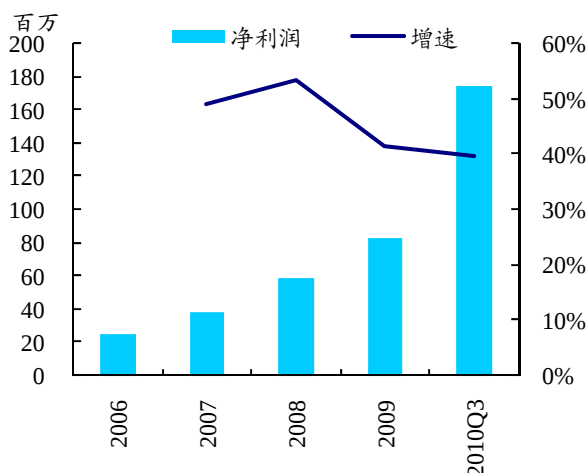
图 59：全国园林绿地面积与增速



数据来源：国泰君安证券研究

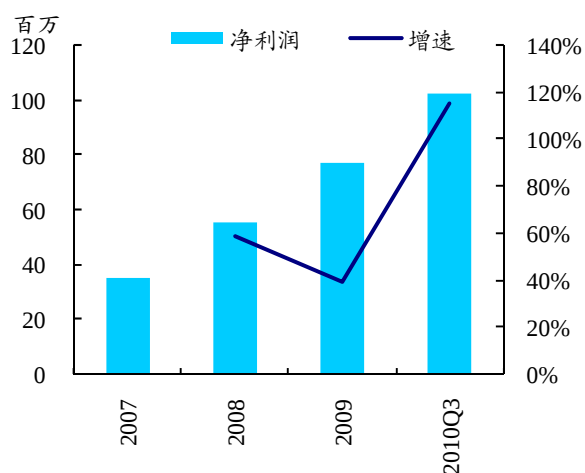
目前东方园林主攻市政园林业务，设计收入占比较低。目前我国市政园林发展速度较快，单个项目金额巨大，经济发达地区项目收款风险小。而棕榈园林主攻房地产园林业务，相对设计收入占比较高，住房品质提升以及房屋销售多元化使房地产园林长期看好。

图 60：东方园林净利润及增速



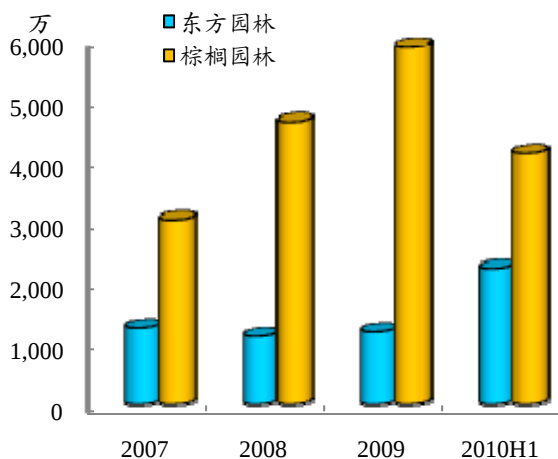
数据来源：国泰君安证券研究

图 61：棕榈园林净利润及增速



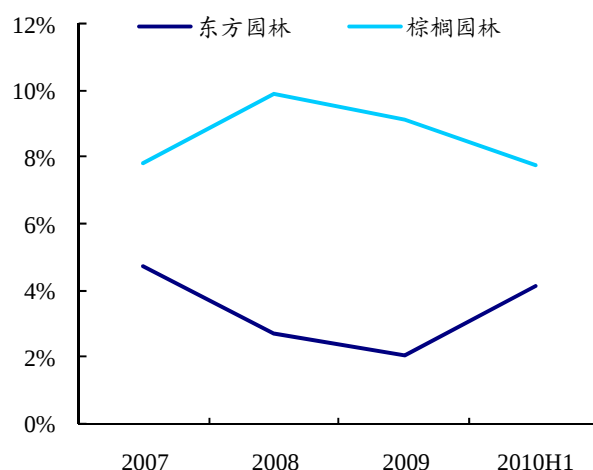
数据来源：国泰君安证券研究

图 62: 园林企业设计收入



数据来源: 国泰君安证券研究

图 63: 设计收入占设计施工总收入比重



数据来源: 国泰君安证券研究

表 32: 装饰园林企业盈利预测

上市公司	06-09 年 CAGR	09 年净利润增速	10 年前 3 季度净利润增速	ROE	10EPS	11EPS
金螳螂	33%	45.41%	78.75%	31.14%	1.16	2.01
亚厦股份	42%	54.69%	86.59%	15.59%	1.25	2.5
广田股份	48%	85.09%	140.77%	14.71%	1.3	2.2
洪涛股份	20%	37.73%	51.14%	8.26%	0.75	1
东方园林	40%	41.44%	173.51%	20.51%	1.16	2.01
棕榈园林	30%	39.21%	115.43%	14.41%	1.60	2.82

数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

2.5. 主题 5: 资产重组——政策支持下的趋势

2.5.1. 政策背景: 十二五将进一步减少央企数量

2006 年, 国资委颁布了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》, 明确提出到 2010 年央企数量要降到 80~100 家, 截至目前, 随着中国出国人员服务总公司整体并入中国医药集团总公司, 央企尚有 122 家。该意见还指出“积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市, 鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式, 把主营业务资产全部注入上市公司。”

国资委研究中心主任李保民在“十二五经济形势展望高峰论坛”上透露: “十二五”期间, 央企的数量将减少至 30-50 家。2006 年到 2010 年央企数量减少量约 100%, 2015 年将在 10 年目标值的基础上再减少 100%。

表 33: 央企数量目标

时间	2006	2010 年 11 月 30 日	2010 年目标值	2015 年目标值
央企数量	196 家	122 家	80-100 家	30-50 家

数据来源: 国资委、国泰君安证券研究

2010 年 9 月 7 日, 国务院公布了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》, 该意见提出了消除企业兼并重组的各种障碍, 并将工作任务细化, 分配

到具体的部门来负责，将有力保障企业兼并重组的执行，具有重大意义。

表 34：国有资产兼并重组的相关规定

时间	部门	规定	主要内容
2006-12-5	国资委	关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见	进一步推进国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域（以下简称重要行业和关键领域）集中，加快形成一批拥有自主知识产权和知名品牌、国际竞争力较强的优势企业。 到 2010 年，国资委履行出资人职责的企业（以下简称中央企业）调整和重组至 80—100 家。 积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市，鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司。
2009-7-3	国资委	关于规范国有股东与上市公司进行资产重组有关事项的通知	如上市公司证券及其衍生品价格明显异动，对本次资产重组产生重大影响的，国有股东应当调整资产重组方案，必要时应当中止本次重组事项，且国有股东在 3 个月内不得重新启动。
2010-9-7	国务院	国务院关于促进企业兼并重组的意见	该规定主要提出了消除企业兼并重组的各种障碍，并将工作任务细化，分配到具体的部门来负责（包括牵头部门和参加单位），有力地保障了企业兼并重组的开展。

数据来源：国资委、国泰君安证券研究。

地方来说，上海有明确的资产证券化要求。2008 年 9 月，上海市国资委下发《关于进一步推进上海国资发展的若干意见》，提出计划用 3-5 年基本完成产业类企业集团整体上市或核心业务资产上市，市属国资资产证券化率从 18%提高到 40%，10 年底要完成 30%的证券化率。相关上海国资企业存在集团注入上市公司的预期。

表 35：上海国资证券化率

	2008	2009	2010
上海国资证券化率	17.96%	25.40%	30%

数据来源：国泰君安证券研究

表 36：央企重组与上海国资证券化信息

主题	相关信息
央企重组	目前已经确定 15 家首批进入国资委重组平台的央企公司。这是 15 家公司属于国资委直接管理，普遍资产总量较小，经营状况一般，并是股权多元化的央企。该人士表示，首批名单中包括乐凯胶片、华录集团和上海贝尔，另外一些从事半导体经营的央企也将被装进去。 “十二五”期间，央企的数量将减少至 30-50 家。这些央企要具备三个要素：具有自主知识产权、成为国际知名品牌、具有较强的国际竞争力。
上海国资证券化	10 年底完成 30%证券化率。上海计划用 3-5 年基本完成产业类企业集团整体上市或核心业务资产上市，市属国资资产证券化率从 18%提高到 40%。上海将继续大力推动有条件企业集团整体上市或核心资产上市，将在未来 1-2 年内完成目标。

数据来源：国资委、国泰君安证券研究。

2.5.2. 资产重组历史：集团资产注入是最大的形式

选择部分进行过资产重组的建筑企业，其资产注入标的全部都是集团资产，其中葛洲坝与上海建工注入的是集团的绝大部分资产，中工国际与

宏润建设注入的是集团的部分资产。

资产重组的背景原因主要是：

- 1) 解决同业竞争；
- 2) 符合政策规定：上海国资证券化、支持国有公司整体上市等；
- 3) 实现整体战略，整合资源，提高公司竞争力。

表 37：资产重组的建筑公司与基本情况

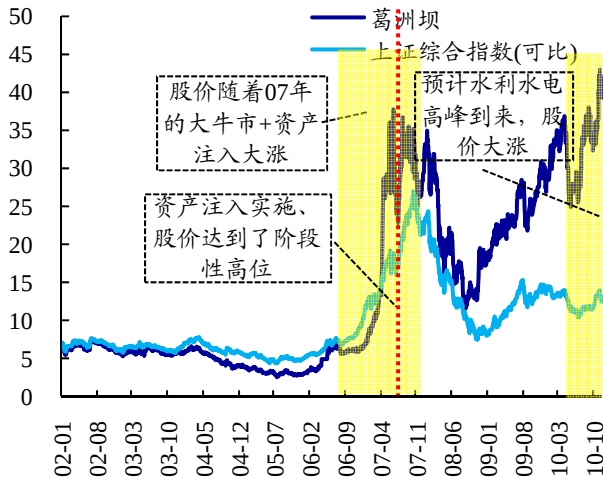
公司	注入方式	时间	资产注入	阶段股价最高涨幅	重组原因与背景
葛洲坝	集团绝大部分资产注入	2007-9	葛洲坝吸收合并中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司	440%	1) 从根本上消除双方潜在的同业竞争。 2) 集团公司的主业资产进入上市公司，将会使上市公司的核心业务得到明确和加强，提升上市公司的核心竞争力。
上海建工	集团绝大部分资产注入	2010-5	上海建工向建工集团发行股份购买资产	60%	1) 上海国资委提出“国资证券化” 2) 完善企业产业链，提升企业核心竞争力
中工国际	集团其他资产注入	2010-11	中工国际向国机集团发行股份购买资产(中农机)	200%	1) 实现国机集团整体战略，提升公司可持续发展能力；2) 适度资本扩张，实现规模经济效益，提升公司综合竞争实力
宏润建设	集团其他资产注入	2008-10	宏润建设向宏润控股发行股份购买资产(宏润地产)	88%	1) 解决同业竞争问题；2) 加大产业协同效应；3) 提高公司盈利水平
中材国际	收购少数股东权益	2009-4	对中天发展定向增发收购 14 家控股子公司的少数股权	70%	提高公司竞争力，增强上市公司盈利水平

数据来源：国泰君安证券研究。

以葛洲坝为例，葛洲坝在资产注入筹划开始恰逢牛市行情，股价表现突出。2007 年 1 月 1 日到 2007 年 6 月 18 日（股东大会通过换股吸收合并控股股东中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司的议案）股价涨幅达 440%。预期兑现以后，股价逐步下行。

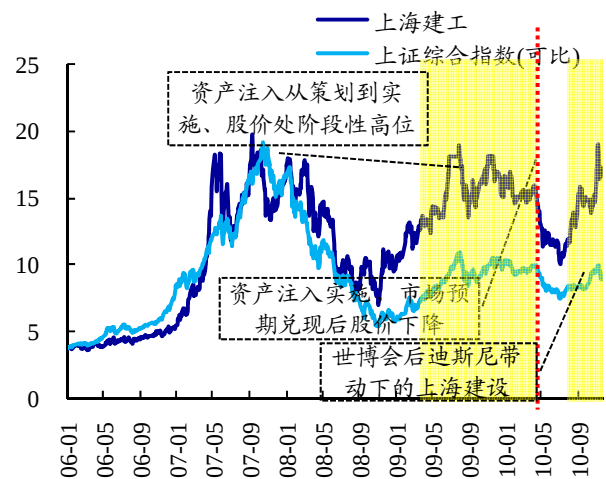
上海建工的资产重组与葛洲坝类似，集团绝大部分资产（出海外业务与其他业务）注入上市公司（但是 10 年 9 月上海市政府将上海市政设计院划转给了建工集团）。上海建工的 08 年的收入是建工集团的 66%。上海建工从 09 年 5 月开始筹划重组事宜。公司股价从 09 年 4 月底到 09 年 10 月 28 日（股东大会通过），股价涨幅为 32%。

图 64: 葛洲坝资产注入前后股价走势



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

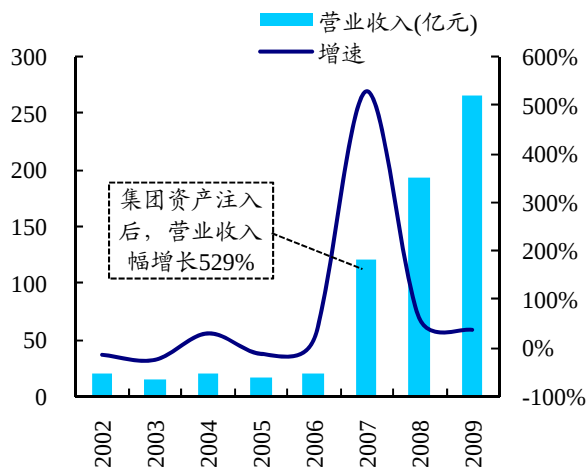
图 65: 上海建工资产注入前后股价走势



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

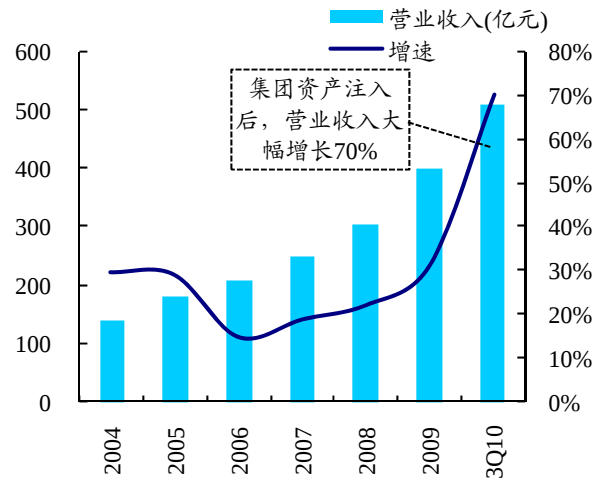
资产注入后，2007 年葛洲坝的营业收入大幅增长 529%，净利润增长 773%。上海建工 10 年 3 季报收入同增 70%，净利润同增 149%。

图 66: 葛洲坝营业收入及增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 67: 上海建工营业收入及增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

2.5.3. 资产重组预期: 根据政策与经验筛选

根据上述政策支持以及资产重组的历史经验，我们汇总了建筑板块存在资产重组预期的相关上市公司。筛选逻辑是：

- 《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中积极推进资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市。此类有中国海诚、路桥建设、中工国际（集团可能通过多个上市公司的方式实现证券化）等。
- 减少央企数量：葛洲坝。
- 解决同业竞争：中国化学与东华科技、中国中铁与中铁二局、粤水电、四川路桥等
- 上海国资证券化：隧道股份、上海建工、浦东建设。
- 提高上市公司竞争力：北方国际、中材国际、安徽水利

表 38: 存在资产重组预期的上市公司

预期类别	相关公司	相关预期	大股东资产/相关公司资产
央企重组:			
大集团注入	中国海诚	中国轻工集团下属唯一上市公司。09 年 7 月, 通过国有股划转, 公司由集团的三级公司提升为二级公司, 有望成为集团整合资源的平台。	轻钢集团下属有: 中国海诚、制浆造纸研究院、食品发酵工业研究院、日用化工研究院、皮革和制鞋研究院、造纸装备公司、长泰机械公司、轻工业对外经济技术合作公司、中轻物产公司、食品工业集团、中国海诚国际工程投资总院。
大集团注入	路桥建设	大股东中交建在香港上市, 市场预期中交建有回归 A 股的计划, 因此私有化路桥建设是便捷方式。	中交建下属有 8 大块业务: 1) 海外; 2) 基础设施建设; 3) 疏浚; 4) 基础设施设计; 5) 投资; 6) 装备制造; 7) 其他; 8) 分公司及驻外机构。09 年公司收入 2269 亿元, 净利润 564 亿元。路桥建设 09 年收入 96 亿元, 净利润 1 亿元。
部分资产注入	北方国际	实际控制人中国兵器工业集团公司和控股股东中国万宝工程。存在军工资产注入预期。	万宝工程主要从事承包境外及境内国际招标工程, 上述境外工程所需的设备、材料出口; 开展对外劳务合作业务; 各类型工业、能源、交通等建设项目的施工总承包等业务
部分资产注入	中材国际	中材集团下属中材股份的控股公司, 中材股份有其他水泥技术装备与工程服务公司。	中材股份中属于水泥术装备与工程服务公司的: 中材国际、中材矿山、河南中材环保、上饶中材。上饶中材是水泥熟料输送设备的专业制造厂, 注册资金 1245.67 万元。
部分资产注入	中工国际	目前国机集团下属有 6 家上市公司, 公司打算采用分业务上市的方式达到集团资产证券化的目标。	集团有工业机械装备研发与制造、工程承包、贸易与服务等领域的核心骨干企业。拥有 50 家全资及控股子公司, 6 家上市公司, 70 多家海外服务机构。
同业竞争	中国化学 东华科技	东华科技是中国化学下属设计三院。集团公司承诺, 股份公司上市后, 视情况利用实际控制人地位促使股份公司采取换股或其他方式对东华科技进行整合。	
同业竞争	中国中铁 中铁二局	中铁二局是中国中铁的三级子公司, 存在同业竞争情况。	
央企重组	葛洲坝	水利水电工程类央企多, 市场普遍预期会将电力顾问或有可能与葛洲坝重组	非上市的中国电力工程顾问公司 08 年收入 99 亿元, 利润总额 10 亿元, 与葛洲坝相当。中国水电顾问集团 09 年收入规模 88 亿元、利润总额 12 亿元, 是葛洲坝当年的 70%。
地方国企:			
集团其他资产注入	粤水电	集团还具有水电开发相关资产, 有同业竞争情况	广东水电集团下属资产有: 粤水电、红河广源水电开发有限公司、红河广源马堵山水电开发公司、广州市翠岛水电度假村、省水电医院。
集团其他资产注入	四川路桥	集团其他资产有同业竞争情况	四川省铁路产业投资集团下属有 3 个核心公司: 四川公路桥梁建设集团 (国家工程总承包特级资质企业, 是集团的产值与利润中心, 收入约 200 亿元)、四川省铁路集团 (实施省内地方铁路的建设和管理)、四川路桥。
集团其他资产注入	安徽水利	安徽省水利建筑工程总公司有其他业务	截止 2007 年年底, 大股东资产总额约 24 亿元, 总营业收入 18 亿元, 净利润 2130 万元, 同年安徽水利总营业收入 16.4 亿元、净利润 2400 万元。集团下属单位有安徽瑞特新型材料有限公司、合肥瑞特新型建材有限公司、蚌埠瑞康新型材料有限公司、水建宾馆等。
上海国资委资产证券化:			
完成大集团注入	上海建工	集团的市政设计院与海外业务注入预期强烈	9 月, 上海市市政设计院划入建工集团, 资产质量好。同时, 集团承诺 2 年内将海外业务注入上市公司。
大集团注入	隧道股份	大股东浦东发展集团注入预期强烈	隧道股份大股东上海城建集团 2009 年总资产 355 亿、收入 193 亿、净利润 6.4 亿, 隧道股份总资产 178 亿、收入 150 亿、净利润 3.6 亿, 城建集团利润是隧道股份 1.7 倍。上海城建收入

				构成施工、房地产开发、基础设施投资、设备制造。					
大集团注入	浦东建设	大股东城建集团注入预期强烈		浦东发展集团 09 年总资产 659 亿、收入 80 亿、净利润 5.2 亿元，浦东建设总资产 114 亿、收入 18 亿、净利润 1.6 亿，浦东发展集团/浦东建设利润 2009 年为 3.2、1.2 倍。集团业务主要有基础设施建设、房地产开发、贸易。					

数据来源：国泰君安证券研究

表 1：有资产重组预期的上市公司与大股东的收入比例

类别	行业	相关公司	大股东	大股东持股比例	上市公司收入	大股东收入时间	大股东收入金额 (亿元)	大股东资产 (亿元)	大股东收入/相关公司收入
央企重组：									
大集团注入	轻工制造	中国海诚	中国轻工集团	54.32%	18.11	2008	29.4	53.6	1.6
	路桥施工	路桥建设	中交建	61.06%	95.76	2009	2269.2	2640.58	23.7
部分资产注入	国际工程	北方国际	中国万宝工程集团	54.77%					
	国际工程	中材国际	中国中材股份有限公司	42.46%	180.05	2009	303.67	243.06	1.7
	国际工程	中工国际	中国机械工业集团公司	68.09%	31.39	2009	1035	980.21	33.0
同业竞争	化工工程	中国化学	中国化学工程集团	66.71%	227.76	2008	280	260	1.2
	化工工程	东华科技	化学工业第三设计院，实际控制人为中国化学	60.01%	17.7	2009	280.55	316.01	15.9
同业竞争	铁路建设	中国中铁	中国铁路工程总公司	51.60%	3463.68	-	-	-	-
	铁路建设	中铁二局	中铁二局集团有限公司	49.74%	406.19	2009	3463.68	3117.81	8.5
央企重组	水利工程	葛洲坝	葛洲坝集团	40.54%	193.7	2008	99	-	0.5
地方国企：									
集团其他资产注入	水利工程	粤水电	广东水电集团	39.18%	32.33				-
	路桥施工	四川路桥	四川省铁路产业投资	35.79%	31.6		200		6.3
	水利工程	安徽水利	安徽省水利建筑工程公司	17.03%	16.44	2007	18	24	1.1
上海国资委资产证券化：									
完成集团注入	房屋建筑	上海建工	上海建工(集团)总公司	69.91%	401.88	2009			-
大集团注入	地铁施工	隧道股份	上海城建(集团)公司	36.85%	150.83	2009	192.08	355.34	1.3
	路桥施工	浦东建设	上海浦东发展集团	22.64%	17.6	2009	80.82	659.32	4.6

数据来源：国泰君安证券研究

3. “十二五”开局投资策略

根据我们构建的“十二五”主题性投资机会，其中确定性最大的是水电水利建设，标的公司是**葛洲坝**。地铁建设的市场大，从 10 年~15 年均处于高峰期，珠三角地区的投资额大，选择有地域优势的**粤水电**。产业转移对应轻钢结构为主的厂房建设高峰，推荐钢结构龙头企业**精工钢构**，装备制造与垃圾处理新技术大发展、国际业务复苏，推荐**中材国际**；煤化工产业战略布局，行业景气向上，推荐**中国化学**；保障房大规模建设利好**上海建工**，国家战略提升水利建设重视程度，农田水利建设加速，推荐**安徽水利**。消费升级提高装饰园林需求，享受公装高景气与住宅大空间，推荐**金螳螂**、**亚夏股份**，看好地产园林在房地产调控中房屋销售附加值提升带来的发展机遇，推荐**棕榈园林**；资产重组的不确定性最大，从中选择政策明确，预期注入资产较优，并具有地铁建设和迪斯尼概念

的隧道股份。

表 2: 十二五主题下相关投资标的与公司看点

主要概念		上市公司	公司看点
十二五主题	具体板块		
节能减排	水电建设	葛洲坝	1) 灾后水利项目必然大规模开展; 2) 水电项目触底回升, 十二五以大型工程为主; 3) 央企重组预期; 4) 海外业务快速增长, 上半年订单量为 09 年的 83%。
节能减排	地铁建设	粤水电	1) 水利将成为明年中央经济工作会议和 1 号文件的重点, 投入将加大; 2) 珠三角城轨与城际轨道交通建设投资大; 3) 存在集团部分资产注入的预期。
产业升级	产业转移	精工钢构	1) “十二五”产业转移带动厂房建设, 促使钢结构需求爆发式增长; 2) 股权激励实行, 明年开始进入充分释放业绩阶段。
产业升级	高端装备制造	中材国际	1) “十二五”扶持高端装备制造, 2) 公司在海外市场具有成本技术优势, 印度、俄罗斯等发展中国家对水泥生产线需求大。
产业升级	高端装备制造	中国化学	1) 富煤贫油少气保证了煤化工的发展空间。2) 我国综合实力最强的化工工程企业, FMTP 具有自主知识产权。3) 承诺解决与东华科技的同业竞争问题。
保障民生	保障房	上海建工	1) 迪斯尼建设收益公司; 2) 上海 5 大保障房建设企业之一, 保障房净利率高于公司综合净利率; 3) 海外业务承诺 2 年内注入, 资产状况良好的市政设计院有注入预期。
保障民生	水利建设	安徽水利	1) 水利将成为明年中央经济工作会议和 1 号文件的重点, 投入将加大; 2) 《皖江城市带承接产业转移示范区规划》带动基建与房地产需求。
消费升级	装饰	金螳螂	1) 酒店业务维持高景气; 2) 住宅精装市场逐步打开, 已获得恒大 11 年 30 亿战略协议。
消费升级	装饰	亚厦股份	1) 酒店业务维持高景气; 2) 住宅精装市场逐步打开, 公司住宅精装进入相对早, 已获得恒大 11 年 30 亿战略协议。
消费升级	园林	棕榈园林	1) 地产调控促发地产商增加附加值; 2) 消费升级与城市化进程促发追求高品质园林。
资产重组	上海国资证券化	隧道股份	1) 地铁建设优势企业, 2) 迪斯尼地下结构建设受益方; 3) 上海国资证券化条件下, 存在城建集团注入预期。

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 相关概念公司盈利预测与估值评级

主要概念		行业	上市公司	股价	EPS			PE			市值 亿元	评级
十二五主题	具体板块				10	11	12	10	11	12		
节能减排	水电建设	水利工程	葛洲坝	11.40	0.49	0.64	0.80	23	18	14	398	增持
节能减排	地铁建设	地铁施工	隧道股份	12.17	0.65	0.76	0.94	19	16	13	89	谨慎增持
节能减排	地铁建设	水利工程	粤水电	9.80	0.30	0.38	0.46	33	26	21	33	谨慎增持
节能减排	地铁建设	铁路建设	中国中铁	4.35	0.38	0.46	0.60	11	9	7	927	谨慎增持
节能减排	地铁建设	地铁施工	宏润建设	14.49	0.76	0.95	1.24	19	15	12	65	增持
产业升级	产业转移	钢结构	精工钢构	13.92	0.63	0.85	1.15	22	16	12	54	增持
产业升级	高端装备制造	国际工程	中材国际	33.39	1.75	2.41	2.81	19	14	12	254	增持
产业升级	高端装备制造	冶金化工	东华科技	42.20	0.72	1.02	1.38	58	41	30	118	-
产业升级	高端装备制造	冶金化工	中国化学	5.73	0.30	0.37	0.41	19	16	14	283	谨慎增持
保障民生	保障房	房屋建筑	上海建工	15.40	0.90	1.08	1.24	17	14	12	160	谨慎增持
保障民生	水利建设	水利工程	粤水电	9.80	0.30	0.38	0.46	33	26	21	33	谨慎增持
保障民生	水利建设	水利工程	安徽水利	11.69	0.36	0.60	0.78	33	20	15	26	-

消费升级	装饰	装饰园林	金螳螂	13.80	1.16	2.01	3.01	12	7	5	33	谨慎增持
消费升级	装饰	装饰园林	亚厦股份	90.70	1.25	2.50	3.65	73	36	25	191	谨慎增持
消费升级	装饰	装饰园林	广田股份	89.50	1.30	2.20	3.00	69	41	30	143	谨慎增持
消费升级	装饰	装饰园林	洪涛股份	39.00	0.75	1.00	1.30	52	39	30	70	谨慎增持
消费升级	园林	装饰园林	棕榈园林	89.35	0.80	1.25	1.75	112	71	51	172	谨慎增持
消费升级	园林	装饰园林	东方园林	112.40	1.60	2.84	3.95	70	40	28	169	-
资产重组	央企重组	水利工程	葛洲坝	11.40	0.49	0.64	0.80	23	18	14	398	增持
资产重组	地方国企	水利工程	粤水电	9.80	0.30	0.38	0.46	33	26	21	33	谨慎增持
资产重组	央企重组	国际工程	中材国际	33.39	1.75	2.41	2.81	19	14	12	254	增持
资产重组	央企重组	铁路建设	中国中铁	4.35	0.38	0.46	0.60	11	9	7	927	谨慎增持
资产重组	上海国资 证券化	地铁施工	隧道股份	12.17	0.65	0.76	0.94	19	16	13	89	谨慎增持
资产重组	央企重组	国际工程	中工国际	64.99	1.65	2.14	2.78	39	30	23	150	增持
资产重组	央企重组	冶金化工	中国化学	5.73	0.30	0.37	0.41	19	16	14	283	谨慎增持
资产重组	央企重组	冶金化工	东华科技	42.20	0.72	1.02	1.38	58	41	30	118	-
资产重组	地方国企	水利工程	安徽水利	11.69	0.36	0.60	0.78	33	20	15	26	-
资产重组	上海国资 证券化	房屋建筑	上海建工	15.40	0.90	1.08	1.24	17	14	12	160	谨慎增持
资产重组	央企重组	轻工制造	中国海诚	25.14	-	0.82	-		31		29	-
资产重组	央企重组	路桥施工	路桥建设	11.96	-	0.70	0.82		17	15	49	-
资产重组	央企重组	国际工程	北方国际	22.00	-	0.72	-		31		36	-
资产重组	央企重组	铁路建设	中铁二局	9.20	0.71	0.88	1.09	13	10	8	134	-
资产重组	地方国企	路桥施工	四川路桥	8.54	-	0.29	-		29		26	-
资产重组	上海国资 证券化	路桥施工	浦东建设	18.55	0.72	1.00	0.85	26	19	22	64	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

注：未覆盖公司采用 wind 一致性预期

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

白晓兰:

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年 11 月加入国泰君安证券。

张琨:

建材、建筑行业助理研究员，上海财经大学数量经济专业硕士，2010 年加入国泰君安证券。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		