

关注节能减排及建筑装饰相关个股——2011 年建筑业投资策略

建筑业

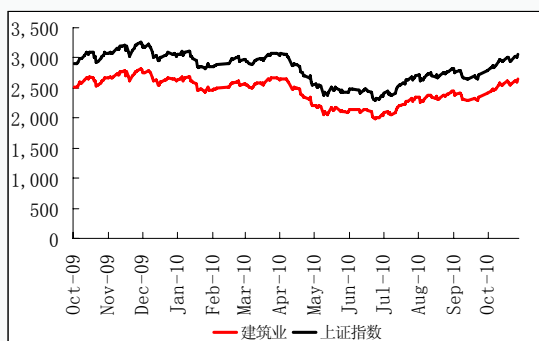
增持（维持）

报告日期：2010 年 12 月 8 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	涨幅（%）
天相行业指数	2669.76	-12.12
天相流通指数	3878.91	-11.17
上证指数	3277.14	-18.96

行业指数近一年走势图



相关报告：

《建筑业整体盈利小幅下降，排名下降——建筑业 2010 年三季度综述》——2010 年 11 月 4 日

《建筑业指数逐渐显现“正相关”——建筑业 2010 年中报综述》——2010 年 9 月 6 日

《建筑业年报及季报综述：收入增速逾 30%，毛利率下滑》——2010 年 5 月 6 日

《行业持续低配，大盘股备受冷落——2010Q1 建筑业基金重仓股分析》——2010 年 4 月 22 日

《减持意愿强烈，次新股面临解禁压力——09Q4 建筑业基金重仓股分析》——2010 年 1 月 22 日

联系人——天相建筑业组

010-66045748 zhaoy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 建筑业仍将保持较快增长，但新开工量同比下降，预计未来可开工量将出现萎缩；
- 节能减排或将带动新一轮投资机会；
- 装修装饰四家上市公司的发展领域、竞争优势的不同中发现未来发展机会及投资价值；

投资要点：

- **建筑业仍保持较快增长。**2010 年前三季度，建筑业企业完成总产值 5.76 万亿元，同比增长 23.88%；实现利润总额 1585.3 亿元，同比增长 31.41%。新开工项目 25.68 万个，同比下降 4.63%，去年同期为同比增长 41.21%；新开工项目计划总投资额 13.97 万亿元，同比增长 24.52%，增速同比下降 58.43 个百分点。
- **可关注细分各领域，总体投资机会较好。**预计 2010 年铁路基本建设投资基本上能够按计划完成；1-10 月份公路共完成投资 1.02 万亿元，同比增长了 33.07%，预计公路投资仍将维持较快增长；各地地铁项目通过审批，我国将进入地铁建设高峰期。
- **维持行业“增持”评级。**2010 年年初以来，建筑业指数逐渐改变“负相关”的形态，开始逐渐与大盘同步，仅在 9-10 月份两个月与大盘走势相反目前天相建筑业重点跟踪的上市公司 2010 年平均动态 PE 为 17.7 倍，处于中低水平。我们预计未来建筑业仍会取得一定的超额收益，维持行业的“增持”评级。
- **投资建议。**我们建议从以下几点寻找行业中颇有机会的个股：（1）迎合节能减排概念，业务涉及节能某个环节，业绩较好的企业；（2）主业为装修装饰，业务涉及范围较广，受益领域较多，业绩优良的企业。以上两点中，我们选取 金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份 作为 2010 年重点推荐的股票，建议投资者积极关注 嘉寓股份、三维工程、易世达。
- **风险提示。**（1）各细分领域 2010 年建设不能按计划完成致使子行业增长低于预期；（2）房地产调控的持续影响致使部分子行业业绩出现回落；（3）固定资产投资低于预期。

正文目录

1. 2011 年或将出现可供开工量萎缩	3
1.1 2010Q3 建筑业仍保持较快增长，新开工量同比下降.....	3
1.2 行业排名与增速排名基本吻合	4
2. 各细分领域仍将保持较快增长	5
2.1 铁路基本建设投资基本上能够按计划完成	5
2.2 公路投资仍维持高速增长.....	6
2.3 各地区地铁规划获批，未来将进入大规模建设期.....	7
3. 节能减排带动下的新一轮投资机会	9
4. 建筑装饰行业仍然具有较好投资机会	11
5. 行业投资策略.....	13
6. 风险提示.....	15

图表目录

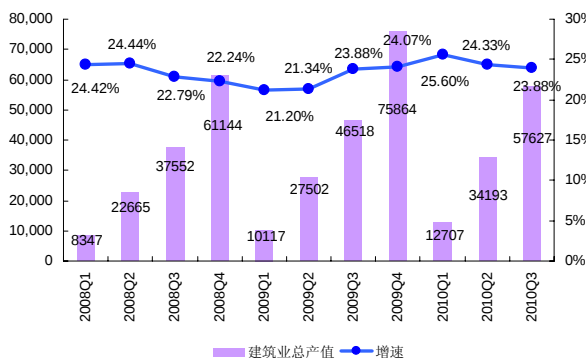
图表 1：建筑业总产值及其增速	3
图表 2：建筑业企业实现工程结算收入.....	3
图表 3：建筑业利润总额	3
图表 4：建筑业新签合同额.....	4
图表 5：建筑业施工项目数量	4
图表 6：建筑业施工项目计划投资额.....	4
图表 7：建筑业新开工项目数量	4
图表 8：建筑业新开工项目计划投资额.....	5
图表 9：天相行业 2010 年前三季度前十名基本面情况.....	5
图表 10：2010 年 1-10 月份铁路投资情况.....	6
图表 11：“十一五”规划及其完成情况.....	7
图表 12：2005-2010E 全国公路总里程数及其增量.....	8
图表 13：地铁里程数.....	8
图表 14：截止 2010 年 9 月各地区地铁规划投资额及建设周期.....	12
图表 15：装修装饰上市公司 2010Q3 业绩情况.....	14
图表 16：建筑业超额收益与上证指数月度涨幅对比.....	14
图表 17：重点覆盖公司盈利预测及评级.....	14

1. 2011 年或将出现可供开工量萎缩

1.1 2010Q3 建筑业仍保持较快增长，新开工量同比下降

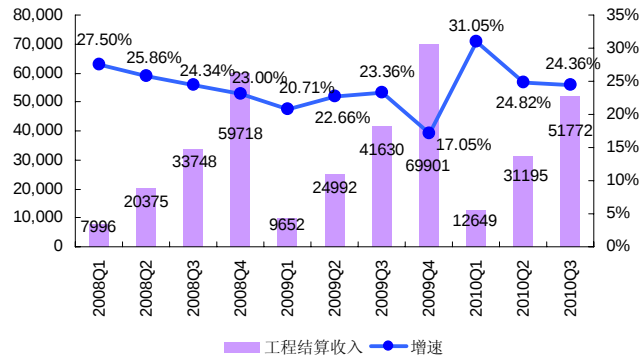
2010 年前三季度，我国建筑业企业完成总产值 5.76 万亿元，同比增长 23.88%，增速与去年持平；建筑业企业实现工程结算收入 5.18 万亿元，同比增长 24.36%，增速同比增长 1 个百分点。实现利润总额 1585.3 亿元，同比增长 31.41%，增速同比下降 13.15 个百分点。新签合同额 6.97 万亿元，同比增长 30.37%。

图表 1：建筑业总产值及其增速（单位：亿元）



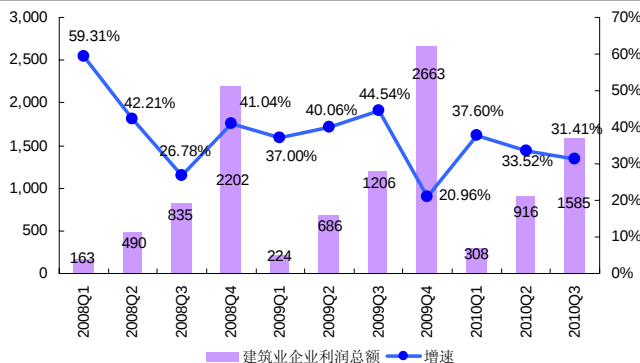
资料来源：国家统计局，天相投顾

图表 2：建筑业企业实现工程结算收入（单位：亿元）



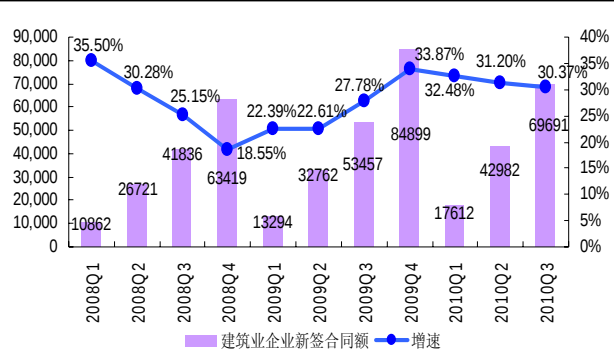
资料来源：国家统计局，天相投顾

图表 3：建筑业利润总额（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，天相投顾

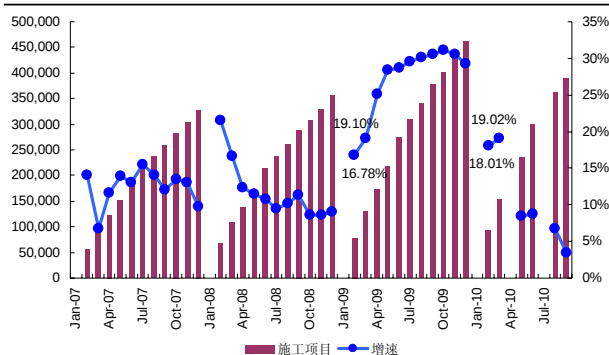
图表 4：建筑业新签合同额（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，天相投顾

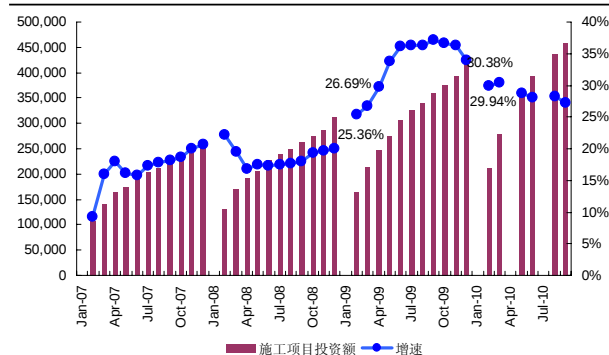
建筑业企业 2010 年 1-9 月份，共有施工项目 38.95 万个，同比增长 3.44%；施工项目计划投资额 45.81 万亿元，同比增长 27.23%。施工项目数量增速回落较快，投资额增速有小幅下降。新开工项目 25.68 万个，同比下降 4.63%，去年同期为同比增长 41.21%；新开工项目计划总投资额 13.97 万亿元，同比增长 24.52%，增速同比下降 58.43 个百分点。

图表 5：建筑业施工项目数量



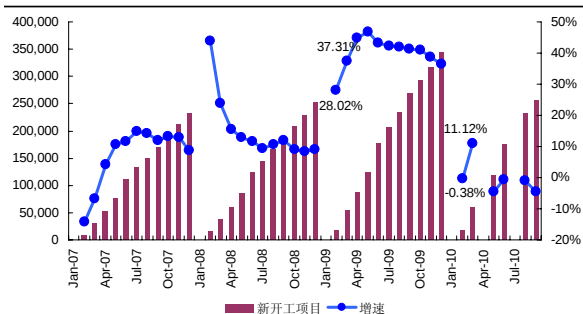
资料来源：国家统计局，天相投顾

图表 6：建筑业施工项目计划投资额（单位：亿元）



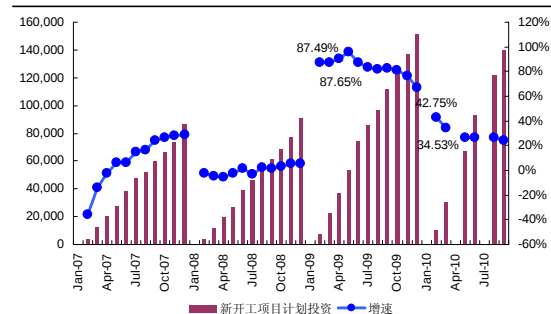
资料来源：国家统计局，天相投顾

图表 7：建筑业新开工项目数量



资料来源：国家统计局，天相投顾

图表 8：建筑业新开工项目计划投资额（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，天相投顾

可以预计，2011 年建筑业仍将保持较快增长，但是增速较 2010 年仍有可能出现回落。自 2010 年初以来新开工项目数量及投资额度增速就出现了同比大幅下降，到 9 月份年内累计新开工项目数量已经出现了同比负增长，这将会直接减少 2011 年及以后几年的可供开工量，成为未来建筑业增速回落的主要原因。

1.2 行业排名与增速排名基本吻合

从前三季报显示的财务数据看，建筑业上市公司的整体增长速度一反以往几个季度的常态，下跌到了前 10 名以外。从市场上的关注及认同程度来看，建筑业指数涨跌幅排在全部天相行业的第 30 名，与行业上市公司的增速排名基本吻合。

图表 9：天相行业 2010 年前三季度前十名基本面情况

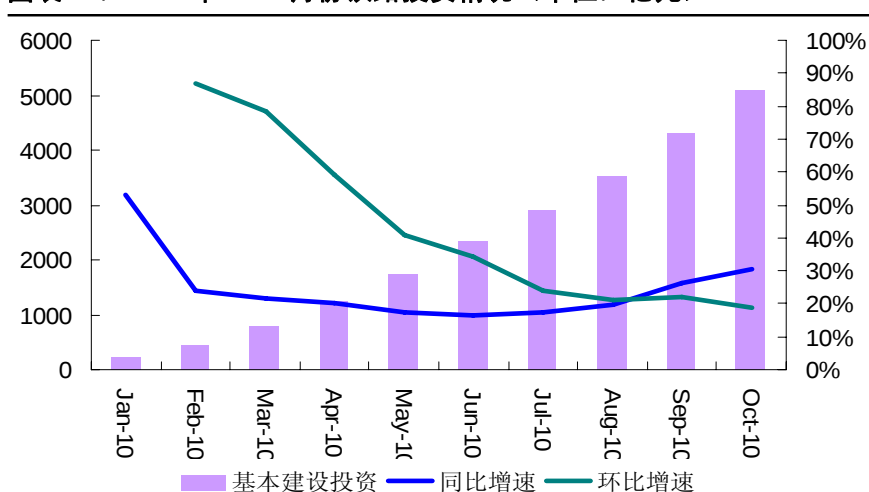
排名	2010Q3 收入增速		2010Q3 净利润增速	
1	计算机硬件	198.49%	元器件	516.72%
2	医药流通	105.09%	钢铁	500.17%
3	医疗器械	90.57%	民航业	231.06%
4	供水供气	85.21%	医疗器械	202.15%
5	酒店旅游	84.07%	有色	184.31%
6	元器件	74.20%	医药流通	178.03%
7	机械	71.78%	化纤	126.15%
8	汽车及配件	70.84%	家电	114.67%
9	有色	62.87%	汽车及配件	114.38%
10	传媒	60.81%	化学原料药	111.29%
	建筑业	29.96%	建筑业	18.75%

资料来源：天相投顾

2. 各细分领域仍将保持较快增长

2.1 铁路基本建设投资基本上能够按计划完成

1-10 月份，我国共完成铁路基本建设投资 5103.66 亿元，同比增长了 30.66%，增速较快，但去年同期投资增速为 87.45%，增速出现明显回落。从月度投资额的增长情况来看，自年初以来单月投资额的环比增速呈明显的下降趋势，由于基建项目投资具有连续性特点，我们认为，月度数据同比仍然呈现一定的增长，主要是来自此前新开工项目投资的延续，而单月投资额增速环比下降表明新开工项目不足。在仍有可延续项目的情况下，我们预计 2010 年铁路基本建设投资 7000 亿元的目标额基本能够完成。

图表 10：2010 年 1-10 月份铁路投资情况（单位：亿元）


资料来源：天相投顾 铁道部

按照中长期路网规划，未来五年内，我国高速铁路建设仍将维持大规模投入，投资额将保持在 7000 亿元左右，共计 3.5 万亿元左右。我们预计未来铁路投资增速仍将维持在较高水平，但增速会出现较明显的回落。

2.2 公路投资仍维持高速增长

相较其他细分行业普遍存在的增速大幅回落现象，公路投资基本维持了平稳、快速增长，2010 年 1-10 月份我国完成交通固定资产投资 1.02 亿元，同比增长了 33.07%，去年同期的增速为 47.25%。我们认为，公路投资增速下降较小的原因主要是受《公路水利交通十一五发展规划》的刺激和影响。

《公路水利交通十一五发展规划》中指出，2006 -2010 年我国将加快国家高速公路网建设，重点建设规划中的“五射两纵七横”共 14 条路线。到 2007 年底，贯通“五纵七横”12 条国道主干线；到 2010 年，基本建成西部开发 8 条省际公路通道。按照《规划》确定的目标，2010 年，全国公路总里程将达到 230 万公里，其中高速公路 6.5 万公里、二级以上公路 45 万公里、县乡公路 180 万公里。具备通达条件的乡镇和建制村 100%通公路，95%的乡镇、80%的建制村通沥青水泥路。

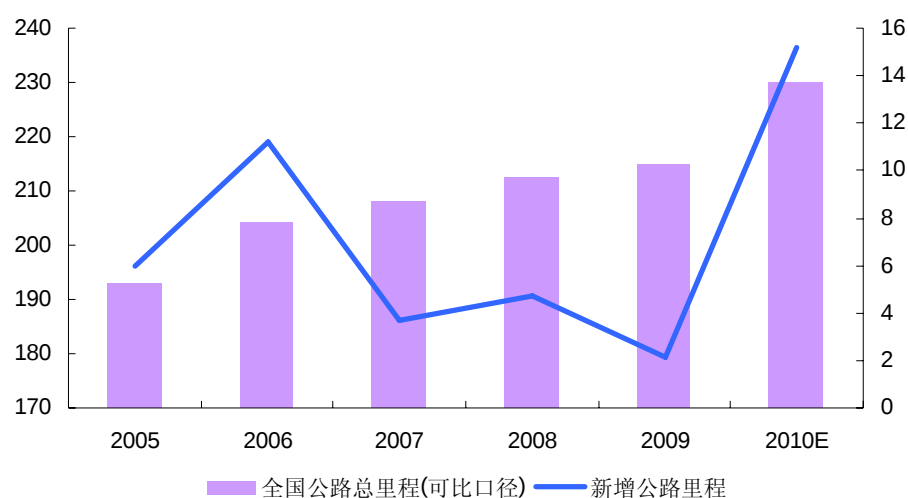
截至 2009 年底，全国公路总里程共计 386.08 万公里，其中高速公路 6.51 万公里、一级公路 5.95 万公里、二级公路 30.07 万公里、三级及四级公路 263.1 万公里。自 2006 年起我国将村道纳入了公路总里程统计，致使之后几年的统计数据与规划数有较大差距。按照可比口径（即去除村道里程数）计算，2009 年我国公路总里程为 214.81 万公里，较“十一五”规划未完成公里数为 15.19 万公里。

图表 11：“十一五”规划及其完成情况

指标	2005 年	2010 年计划	“十一五”增幅	2009 年	尚未完成数
公路网总里程实际数（万公里）	193	-	-	386.08	-
公路网按可比口径计算总里程（万公里）	193	230	19.17%	214.81	15.19
高速公路里程（万公里）	4.1	6.5	58.54%	6.51	-
二级以上公路里程（万公里）	32.6	45	38.04%	30.07	14.93
县乡公路（万公里）	147.6	180	21.95%	153.91	26.09
乡镇公路通达率（%）	99.8	100	0.20%	-	-
建制村公路通达率（%）	94.3	100	6.04%	-	-
乡镇油路通达率（%）	75.4	95	25.99%	-	-
建制村油路通达率（%）	54.2	80	47.60%	-	-

资料来源：交通部，天相投顾

图表 12：2005-2010E 全国公路总里程数（可比口径）及其增量（单位：万公里）



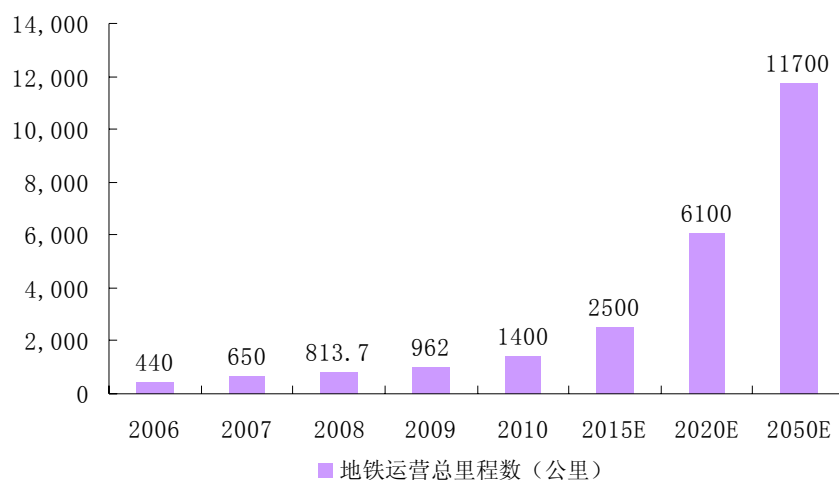
资料来源：中国公路网，天相投顾

根据以往的数据我们粗略测算，2010 年我国需要投入公路固定资产投资 1.52 万亿元，才能够完成“十一五”规划的目标，这将是 2009 年公路固定资产投资额的 1.57 倍。

2010 年“十一五”规划完成后，即将出台的公路“十二五”规划将成为未来 5 年公路建设及投资的主要刺激因素，其发展重点区域及规模尚存在较大的不确定性。我们认为我国仍将维持较大规模的公路建设，但其增速将不可避免的出现回落。

2.3 各地区地铁规划获批，未来将进入大规模建设期

根据 2010 中国国际轨道交通展览会上透露，预计到 2010 年底，我国将有 12 个城市拥有轨道交通，运营总里程将达到 1,400 公里左右。另据中国土木工程学会透露，目前有 27 个城市正在筹备轨道交通的建设，预计到 2015 年前后，中国轨道交通线路将达到 87 条，运营总里程将超过 2500 公里，总投资估计将超过 1 万亿元。根据内地 28 个相关城市的规划，到 2020 年，我国将建成轨道交通运营线路 177 条，运营总里程 6,100 公里；到 2050 年，将建成轨道交通运营线路 290 条，运营总里程 1.17 万公里。截止到 2010 年 7 月，我国已批复建地铁城市达到了 25 个，分布于 4 个直辖市及黑龙江、辽宁、浙江、江苏等 13 个省份。目前合肥、南宁、贵阳已经通过国家发改委审批，正在上报国务院，与此同时石家庄、太原、济南、乌鲁木齐、兰州五个城市也在上报。随着诸多项目的获批及开建，未来地铁建设投资很有可能出现提速现象，成为具有较大投资空间的领域。

图表 13：地铁里程数


资料来源：国家统计局、天相投顾

图表 14：截止 2010 年 9 月各地区地铁规划投资额及建设周期

城市	总投资额 (亿元)	全部工程规划建设周期
北京	1232.2	2007-2015
哈尔滨	233.1	2008-2018
上海	1007.04	2007-2013
南京	373	2010-2015
无锡	264.8	2008-2015
苏州	271	2007-2013
杭州	450.46	2008-2012
宁波	503.1	2009-2020
合肥	266	2009-2016
福州	317.1	2009-2016
武汉	887.6	2007-2015
长沙	236.3	2009-2014
深圳	756.25	2006-2015
广州	665.66	2007-2015
珠三角	898.95	2007-2015
南宁	181.25	2008-2015
长春	239.13	2008-2016
天津	1000.14	2006-2014
西安	345.32	2007-2016
青岛	315.4	2008-2016
郑州	989.45	2009-2020
南昌	264.24	2010-2014
大连	215.05	2009-2015
沈阳	83.82	2007-2010
重庆	374.92	2007-2012
成都	349.94	2008-2013
昆明	366.62	2009-2014



资料来源：中国轨道交通网、天相投顾

3. 节能减排带动下的新一轮投资机会

节能减排有广义和狭义定义之分，广义而言，节能减排是指节约物质资源和能量资源，减少废弃物和环境有害物排放；狭义而言，节能减排是指节约能源和减少环境有害物排放。

“十一五”规划提出节能减排目标

《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出了“十一五”期间单位国内生产总值能耗降低 20% 左右，主要污染物排放总量减少 10% 的约束性指标。根据这两个指标，如中国 GDP 年均增长一成，五年内就需要节能六亿吨标准煤，减排二氧化碳六百二十多万吨、化学需氧量五百七十多万吨。

国家发展和改革委员会会同有关部门制定的《节能减排综合性工作方案》进一步明确了实现节能减排的目标和总体要求。主要目标：“到 2010 年，万元国内生产总值能耗由 2005 年的 1.22 吨标准煤下降到 1 吨标准煤以下，降低 20% 左右；单位工业增加值用水量降低 30%。‘十一五’期间，主要污染物排放总量减少 10%，到 2010 年，二氧化硫排放量由 2005 年的 2549 万吨减少到 2295 万吨，化学需氧量（COD）由 1414 万吨减少到 1273 万吨；全国设市城市污水处理率不低于 70%，工业固体废物综合利用率达到 60% 以上。

节能减排将是“十二五”重要内容

国家发展和改革委员会副主任张晓强表示，从长远看，降低单位国内生产总值能耗，更应当依靠加快经济发展方式的转变，依靠市场的手段和改革的办法。正在制定的“十二五”规划中，节能减排仍然是一项重要内容，并将继续作为量化的约束性指标。

节能减排可从余热回收及建筑节能着手

减少热量的散失可以达到减少能源使用、减少污染的效果。近几年，各种新型、节能先进炉型日趋完善，采用新型耐火纤维等优质保温材料能够使得炉窑散热损失明显下降。为了进一步提高窑炉的热效率，达到节能降耗的目的，回收烟气余热也是一项重要的节能途径。21 世纪初国内河南省巩义市终于研制出了荣华陶瓷换热器。它将回收到的热空气送进窑炉与燃气形成混合气进行燃烧，可节约能源 35%—55%，这样可以直接降低生产成本，增加经济效益。但是，目前我国降低排烟热损失和回收烟气余热的技术仍进展不快。

在我国，建筑能耗占总能耗的 27% 以上，而且还在以每年 1 个百分点的速度增加。建设部统计数字显示，我国每年城乡建设新建房屋建筑面积近 20 亿平方米，其中 80% 以上为高能耗建筑；既有建筑近 400 亿平方米，95% 以上是高能耗建筑。建筑能耗占全国总能耗的比例将从现在的 27.6% 快速上升到 33% 以上。我国新建建筑已经基本实现按节能标准设计，比例高达 95.7%，而施工阶段执行节能设计标准的比例仅为 53.8%。另外，据不完全统计，全国现有玻璃幕墙（非节能玻璃）面积已超过 900 多万平方米，而且呈持续发展趋势。非节能玻璃幕墙在带来所谓美观的同时，也带来了能耗的成倍增长。



从节能减排的目标到方法等各方面综合分析,我们认为可能受益的个股有以下几个:

1、嘉寓股份(300117):节能门窗幕墙的制造企业

公司主要从事建筑节能门窗、幕墙的研发设计、生产加工与安装业务,一直致力于建筑门窗、幕墙节能技术的研究与开发,是中国领先的节能门窗、幕墙整体解决方案提供商。公司定位于大型公共建筑、写字楼、中高档住宅,提供节能门窗、幕墙整体解决方案,主要产品包括多系列铝合金节能门窗和各种类型的建筑节能幕墙。

2006-2008年公司连续三年被北京建筑五金门窗行业协会评选为“北京门窗十强企业第一名”;2005-2007年连续三年被中国建筑装饰协会评为“中国建筑幕墙行业50强企业”,并被中国建筑机械总公司建筑门窗幕墙设计研究所、建设部中建机门窗幕墙设计专家委员会评选为“中国节能门窗幕墙创新企业十强第一名”。

公司拥有JY45、JY52、JY57、JY60、JY65、JY70、JY75、JY90、JY120 等多个系列、数百种节能门窗产品,并且可以根据客户的需求生产不同种类和使用功能的节能门窗产品。经国家检测机构检测,公司生产的节能门窗抗风压性能达到国家标准第8级,气密性能达到国家标准第5级、水密性达到国家标准第4级,保温性能K值最低可达到 $1.5\text{W}/(\text{m}^2 \cdot \text{k})$,隔声性能最高可达到40dB;万次反复启闭无异常、使用无障碍;可满足各种建筑工程的性能要求,适用于各类高层、超高层建筑。幕墙产品包括单元式和构件式等多种类型的建筑幕墙。

我们预计2010~2012年公司EPS分别为 0.75元、0.98元、1.08元,以目前股价计算,对应的市盈率分别为40倍、31倍、28倍,公司业务具有较好的市场空间,新增产能投产后将大幅提升公司业务能力及水平,首次给予“增持”的投资评级。

2、三维工程(002469):自主研发硫回收技术,主要从事装置设计

公司从事以炼油化工项目为主的工程设计和总承包业务,主要服务于石油化工、煤化工领域。设计业务和工程总承包业务收入占比分别为57.79%和42.21%。

公司在硫磺回收领域竞争优势明显,凭借自主研发的无在线炉硫磺回收工艺技术,成为国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司。自80年代以来,公司共完成设计、总承包硫磺回收装置78套,市场份额超过50%。

公司成功地将无在线炉硫磺回收工艺技术应用用于煤化工领域,煤化工领域有望成为公司下一个主要利润市场,目前公司正在洽谈和投标神华榆林、兖州煤业榆林、内蒙古奈伦、合肥四方、山东凯日等近10套煤化工硫磺回收项目。

公司具有优质的客户资源,中石化、中石油、神华集团、中化集团、中海油及大唐集团等都是公司的客户。

公司主营业务保持较为平稳的增长,我们预计2010-2012年公司EPS分别为0.69元、1.05元、1.62元,以11月17日收盘价74.22元计算,公司的动态市盈率分别为108倍、71倍和46倍,考虑到公司当期股价相对较高,维持“中性”的投资评级。

3、易世达(300125):余热发电工程总承包商

易世达主要从事余热发电工程的设计、技术服务、设备成套、工程总承包,以及合同能源管理服务。工程总承包为公司收入的主要来源,2010年上半年,其收入占营



业收入比例为78.97%。

公司技术领先，在原有第二代余热发电技术基础上积极研发第三代技术，其水泥余热发电市场份额排名靠前。按2006年至2009年累计的余热电站投产装机容量统计，公司的市场占有率为13.76%，在国内水泥行业余热发电市场排名第三位，位于海螺川崎、中材节能之后。

公司不断拓展产品应用领域及市场范围，将产品广泛应用于水泥、钢铁、冶金、化工等高耗能领域。2008年，公司承揽印度博拉公司5条线3台机组余热发电项目，在对海外市场的争夺上处于领先地位。公司与淄博市焦化煤气公司、淄博市城市资产运营公司共同出资组建“淄博鑫港新能源有限公司”，通过与业主单位合作，公司迅速进入干熄焦余热发电工程施工及BOT运营领域，为未来经营业绩的增长增添新的动力。

我们预计2010-2012年公司EPS分别为1.22元、1.57元、1.88元，以11月17日收盘价85.80元计算，公司的动态市盈率分别为70倍、55倍和46倍，考虑到公司刚刚上市，股价较不稳定，我们暂不给予公司投资评级。

4. 建筑装饰行业仍然具有较好投资机会

进入21世纪，我国建筑装饰行业年均发展速度为18%，2000年的总产值为5500亿元，到2007年已经达到了1.65亿元。2000~2003年全国建筑装饰行业的发展速度分别为25%、20%、9%和18%。2003~2007年保持了18%的行业发展速度。

据《中国建筑装饰行业“十一五”发展规划纲要》预测，2010年我国建筑装饰工程总产值将达到21,000亿元，其中公共建筑装饰装修8,000亿元，住宅装饰装修13,000亿元。

建筑装饰行业位于建筑业整体链条的末端，起着进一步完善和美化建筑物以及提高其耐久性和功能的作用。根据建筑物使用性质的不同，建筑装饰行业划分为公共建筑装饰装修、住宅装饰装修和幕墙业。公共建筑装饰装修包括酒店、写字楼、政府办公室、医院、学校、车站等公共场所的装修装饰，住宅装饰装修主要是家庭、住宅精装修。

办公及酒店类固定资产投资自2008年以来一直保持快速增长，再加上地铁、铁路建设带来的新生装饰需求，以公装为主的装饰企业将从中获得较大收益。住宅固定资产投资2009年出现了一定投资增速回落，但是2010年以来一直保持较快的增长势头，虽然目前商品房信贷政策在一定程度上抑制了商品房建设，但是廉租房以及公租房的建设仍会为住宅精装修企业带来良好的市场需求。

未来装修装饰行业将同时受益酒店、医院、政府办公楼、地铁、铁路、住宅建设等多个建筑细分领域的发展，装修装饰需求量大，未来增长潜力巨大。

根据中国建筑装饰协会的统计，2008年行业前100强企业完成的产值仅占全行业产值的6%，占公共建筑装饰产值的13%，行业集中度不高，没有具有绝对行业地位的大型装饰企业。

近几年行业集中度逐渐提升，能够淘汰实力较弱、管理不规范的公司，为实力雄厚、资质优良的企业营造更好的竞争环境；在目前集中度仍然不高、并且未来需求较大的情况下，实力较强的公司将会有足够的空间发挥自己的能力，受市场空间的约束

程度较弱，利于公司的发展。

目前装修装饰为主要业务的上市公司有金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、广田股份。

图表 15：装修装饰上市公司 2010Q3 业绩情况（单位：亿元）

公司名称	收入（万元）	毛利率	净利率
金螳螂	425,188.74	16.05	8.58
亚厦股份	307,233.95	14.91	5.39
广田股份	298,220.51	12.5	5.09
洪涛股份	103,278.30	15.47	6.17

资料来源：天相投顾

1、金螳螂（002081）：实力雄厚的行业第一名

公司业务包括装饰、设计和家具。装饰业务主要集中于公共建筑装饰，也有部分的住宅精装修业务。

2010年上半年，公司的“捆绑经营”和“50/80模式”已较为成熟，业务、施工流程的细化、标准化管理以及ERP系统全面上线促进了公司管理效率的提高，2010年上半年发生期间费用率5.38%，同比下降了1.23个百分点。公司作为核心竞争力的软实力—设计能力、施工能力一直保持国内领先水平。公司拥有国内最大的由800多名专业设计师组成的设计团队和由300多名一、二级注册建造师组成的施工管理团队；公司的募投项目已经开始发挥作用，设计研究中心不仅为公司的研发提供了条件，也成为公司形象展示的模板，效率。经过多年的努力，公司已经具备了适合持续发展的软、硬实力，具备了向更高端经营模式转化的能力幕墙加工中心可为公司装饰施工业务提供强大的后场支撑，可以大大提高木制品、家具、幕墙等产品的生产和基础。经过多年的发展，金螳螂已经实现了快速的发展，行业地位十分牢固，预计它将继续扮演行业领头羊的角色，带动建筑装饰业整体水平的提升。

我们预计2010-2012年公司EPS分别为 1.10元、1.53元和2.07元，以目前股价计算，对应的市盈率分别为39倍、28倍和21倍，维持“增持”的投资评级。

2、亚厦股份（002375）：股权激励促使公司快速成长

公司业务包括公共建筑装饰施工、住宅精装修、建筑幕墙，三项收入占公司总收入的98.70%，此外还有设计、景观工程等涉及上下游的业务。2006年公司的主要收入来源于公共建筑装饰，经过两年的发展，公司住宅精装修及建筑幕墙收入占比逐渐提升，公司计划逐渐扩大住宅精装修业务的规模及收入，未来三项业务的收入占比达到4:3:3。

公司在全国超过20个省级地区均有业务，业务占比最大的是公司所在地浙江。公司现已在全国设立了27个业务分支机构，初步形成了一定规模的营销网络。公司一直注重工程质量，积极寻找并解决多项工程质量问题，基本能够保证工程一次交付。自2006年以来公司获得的所有订单中，约有50%金额的合同来自于回头客户，并且呈逐年上升的趋势，确保了公司未来的成长性及盈利的稳定性。9月4日公司公布了股权激励计划，该股权激励计划的行权价格为每股65元，行权条件是2010-2014年净利润环比增长率分别达到75%、40%、31%、25%和20%，如此高的行权条件，将成为未来公司快速而高质量成长的最大动力。

我们预计2010-2012年EPS分别为1.30元、2.08元、3.03元，以目前股价计算，对应的市盈率分别为57倍、35倍、24倍，我们认为公司在具有较好成长性的情况下，有股权激励做为其快速成长的最大动力，未来股价仍有较大的上升空间，维持“增持”的投资评级。

3、洪涛股份（002325）：设计能力较强的装饰企业

公司一直专注于在高端装修装饰市场的发展，业务涉及的领域主要是高端公共建筑装饰装修，主要包括五星级酒店、国宾馆、剧院会堂以及建筑大堂等，公司计划未来逐步向高端外延市场发展，开拓高端商业地产、车站、高档公寓、机场、医院等市场的业务。

公司的竞争优势在其超强的设计能力。公司拥有设计院院长一名、设计总监一名、艺术总监一名，专业设计人员121名，其中中国建筑学会室内设计分会评出的“全国有成就的资深室内建筑师”4名、“全国百名优秀室内建筑师”14名，中国建筑装饰协会评出的“资深建筑师”10名、“杰出中青年室内建筑师”13名，中国建筑装饰协会与中国饭店协会评出的“全国最佳酒店设计师”8名，公司另有高级室内建筑师73名、室内建筑师110多名，德籍设计师2名。公司的3名设计师被国际上最权威的英国皇家特许建造师协会吸纳为特许建造师，是目前拥有该类人才最多的国内专业承包类公司。

我们预计2010~2012年公司EPS分别为 0.91元、1.36元、1.94元，以目前股价计算，对应的市盈率分别为39倍、26倍、18倍，维持“增持”的投资评级。

4、广田股份（002482）：住宅精装修细分市场第一名

公司的主要业务是公共建筑装饰、住宅精装修、设计。2007-2009年公司收入复合增长率47.93%，净利润复合增长率59.89%。

公司的公装业务涉及酒店、政府办公楼、金融机构类办公楼、铁路、铁路、医院等，几乎涵盖了所有的公装领域。另外近几年公司还承接了多项商业综合体项目，不仅有利于提高公司的可承接的业务量，也有利于提高公司的知名度。公司是行业内最早从事住宅精装修的企业，在2009年住宅全装修企业实力榜中排名第一。公司的客户有恒大地产、万科、百仕达、中海地产、皇庭地产等多个境内外上市公司，合作伙伴众多。2007-2009年公司的期间费用率分别为3.64%、3.12%、2.54%，远远低于行业内其他上市公司，并且随着公司业务熟练度及管理能力的提升，预计费用率水平将会进一步下降。

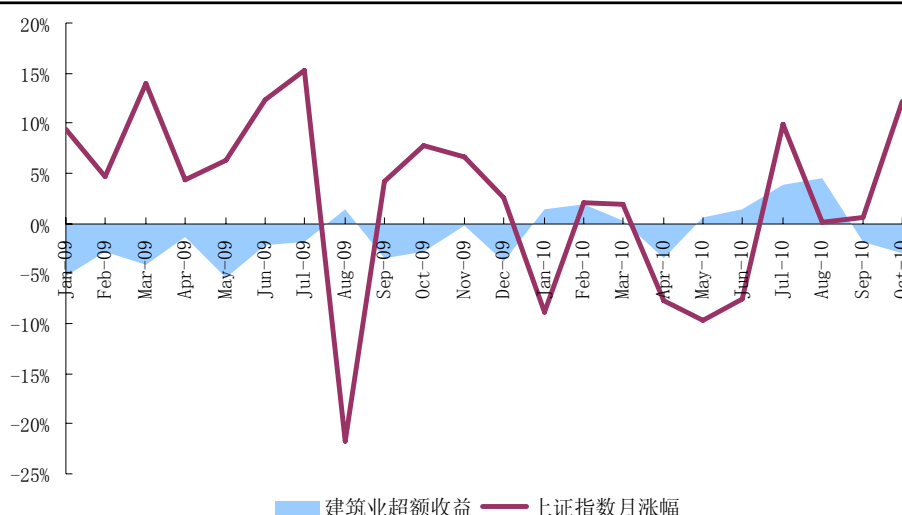
我们预计2010-2012年公司的EPS分别为1.26元、2.06元、2.79元，以目前股价计算，对应的市盈率分别为55倍、34倍、25倍，公司具有较好的成长性，住宅精装修市场将为公司开展业务提供良好的空间，公司超低的期间费用率水平将为公司发展提供独特的条件，给予公司“增持”的投资评级。

5. 行业投资策略

今年前10个月，上证指数累计下跌9.10%，同期建筑业指数仅下跌4.00%，自2010年年初以来，建筑业指数逐渐改变“负相关”的形态，开始逐渐与大盘同步，仅在9-10月份两个月与大盘走势相反，即大盘上涨时行业超额收益为负。目前天相

建筑业重点跟踪的上市公司 2010 年平均动态 PE 为 17.7 倍，处于中低水平。在经过前段时间的系统性风险后，建筑业的低 PE 得到了市场的关注，使得建筑业上市公司获得了更多的市场认可，尤其是刚上市的新股及成长性较好的几只个股市场关注度较高，行业估值逐渐提高，我们预计未来建筑业仍会取得一定的超额收益，维持行业的“增持”评级。

图表 16：建筑业超额收益与上证指数月度涨幅对比



资料来源：天相投顾

我们建议从以下几点寻找行业中颇有会个的股：

- (1) 迎合节能减排概念，业务涉及节能某个环节，业绩较好的企业；
- (2) 主业为装修装饰，业务涉及范围较广，受益领域较多，业绩优良的企业。

以上两点中，我们选取金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份作为 2010 年重点推荐的股票，建议投资者积极关注嘉寓股份、三维工程、易世达。

图表 17：重点覆盖公司盈利预测及评级

名称	代码	EPS (元)			PE (X)			评级
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
隧道股份	600820	0.68	0.80	0.91	13.8	11.7	10.3	增持
中国中铁	601390	0.40	0.50	0.63	11.4	9.1	7.3	中性
中国铁建	601186	0.64	0.82	1.01	11.4	8.9	7.2	中性
中材国际	600970	2.21	2.71	3.26	9.1	7.5	6.2	增持
葛洲坝	600068	0.71	0.86	1.04	15.9	13.1	10.8	增持
中铁二局	600528	0.66	0.76	0.89	13.8	11.9	10.2	中性
上海建工	600170	0.51	0.57	0.69	21.4	19.1	15.8	中性
西藏天路	600326	0.25	0.31	0.38	40.4	32.6	26.6	中性
东华科技	002140	1.13	1.37	1.62	23.1	19.1	16.1	增持
中工国际	002051	1.58	1.90	2.09	21.8	18.1	16.5	增持
路桥建设	600263	0.30	0.58	0.73	38.5	19.9	15.8	中性
中国建筑	601668	0.24	0.29	0.35	14.7	12.2	10.1	增持
中国中冶	601618	0.28	0.31	0.48	14.6	13.2	8.5	买入

北方国际	000065	0.11	0.25	0.36	235.9	103.8	72.1	中性
中国化学	601117	0.25	0.31	0.37	16.6	13.4	11.2	中性
建研集团	002398	0.67	0.99	1.47	42.45	28.69	19.26	暂无
洪涛股份	002325	0.91	1.36	1.94	29.5	19.8	13.9	增持
四川路桥	600039	0.19	0.29	0.45	47.0	30.8	19.8	中性
新疆城建	600545	0.25	0.29	0.37	51.2	44.2	34.6	中性

资料来源：天相投顾（注：截止 2010 年 6 月 17 日）

6. 风险提示

（1）我们的预测都假设2010年各子行业能够完成当年的规划目标，如果各细分领域2010年建设不能按计划完成，将致使子行业增长低于预期；

（2）虽然目前房地产调控致使部分商品房建设速度放缓，廉租房建设能够在一定程度上填补这方面的空缺，但是仍然不能排除房地产调控的持续影响致使部分子行业业绩出现回落；

（3）固定资产投资低于预期。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040