



景气分化 看好水利园林装饰

建筑工程

10 年回顾：景气回落与分化

10 年建筑工程跟随 FAI 出现了回落与分化，行业整体仍是平稳增长。细分行业中，铁路工程景气度高但增速回落，且增量不增利；房地产投资和园林装饰出现了快速增长，建筑行业利润率出现了持续上升。建筑板块上市公司业绩增速与市场表现分化明显，园林装饰净利与股价基本翻番式增长，而大型央企业绩增速与市场表现滞后；

11 年展望：景气分化，看好水利/园林装饰/煤化工/国际工程

“铁公基”主导行业景气回落，推手是以基建投资拉动经济增长模式让位于产业升级、固定资产投资增速继续回落；

水利水电政策迎来向上拐点：国内水利水电发展滞后，大型水电审批暂停 2 年后开始起步发展；作为清洁能源和民生工程，对水利水电的多项扶持政策有望出台，预计“十二五”年均新增装机 2000 万千瓦，同比增速略超 10%，但投资额增速在 40% 以上；

园林装饰有望持续快速发展：首先，在手订单饱满、募集资金项目产能释放、产业链延伸成效显著是装饰园林板块 2011 年业绩快速增长的保障，净利增速 50% 以上；其次，对地产的调控不影响园林装饰行业市场份额的提升，政策推动单个项目园林、装饰的投资；再次，产业链的延伸（市政/地产园林/苗木/运营、住宅精装修/公装）、调整提供的外延式增长契机是增长的另一有力保障；

煤化工政策可能微调，地方投资冲动强烈：结构调整，引导发展煤制气/烯烃/乙二醇等新兴煤化工，变严控为适度发展，其中煤制气已规划设计项目 13 个总投资规模 2700 亿，将加快发展；

对外承包工程复苏预期，具有产业链整合能力的央企受益：国际经济复苏/资源价格回升/中国对外战略的进一步演进将推动 11 年对外承包工程复苏到 20% 左右的平稳增长，专业化（进入门槛）、具有产业链整合能力（复制性强、投资与工程良性互动、风险管控）、渠道优势的央企如中国化学、中工、中材、海工将受益。

11 年投资策略

行业增持评级：考虑到建筑工程板块估值低（历史低位，国际接轨）和行业的稳健增长，维持行业增持评级；

投资主线：（1）受益产业升级与节能环保——葛洲坝、中国化学、碧水源、万邦达、海油工程、易世达、三维工程等；（2）行业持续高景气的园林装饰——内生与外延发展空间大的东方园林、产业链延伸取得明显成效并成为快速增长新驱动力的棕榈园林（地产园林向市政园林）、金螳螂（快速增长双引擎——住宅精装修在恒大上取得大突破/园林“双乙”资质与组织架构已搭建）；（3）受益对外承包工程复苏的国际化龙头——专业化和产业整合能力强的中工国际、中材国际、中国化学；

推荐组合：买入评级——葛洲坝/中国化学；增持评级——东方园林/棕榈园林/金螳螂/中工国际/中材国际/碧水源/万邦达/中国中冶/海油工程。

维持

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440209110420

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440108081868

发布日期：2010 年 12 月 14 日

股价表现



相关研究报告

10.04.20

2010 年二季度建筑工程投资策略：关注区域化、国际化和央企重组的投资机会

09.12.14

建筑行业 2010 年投资策略：一场盛宴，两块复苏



目 录

10 年回顾：景气回落与分化	1
投资增速回落，细分行业分化	1
建筑板块 3 季报：业绩与市场表现分化，园林装饰表现抢眼	3
11 年展望：景气分化，看好水利/煤化工/园林装饰/国际工程	4
“铁公基”主导建筑业景气回落	4
水利水电工程迎来政策向上拐点	6
园林装饰板块有望持续快速增长	8
煤化工——政策可能微调，地方投资冲动强烈	11
国际承包工程——复苏预期，具有产业链整合能力的央企受益	13
2011 年投资策略：维持增持评级，推荐水利园林装饰	14
维持行业增持评级	14
行业投资主线：跟随产业升级，推荐水利/园林装饰/国际化龙头	15
相关上市公司对比分析	16
风险分析	18
附：	错误！未定义书签。
图 1：2010 年 FAI 增速明显回落	1
图 2：建筑业产值与 FAI 增速一致性较强	1
图 3：2010 年铁路基建投资增速继续回落	1
图 4：2010 年前三季度铁路工程毛利率同比基本持平	1
图 5：2010 年房地产开发投资持续高位	2
图 6：2010 年商品房新开工面积增速持续高位	2
图 7：2010 年住宅投资和其他地产投资增速领先	2
图 8：2010 年装修装饰行业总产值加速增长	2
图 9：本世纪来城市园林绿化年新增面积情况	2
图 10：2010 年行业利润率小幅回升	2



图 11: 2010 年水泥零售均价与去年略有回升	2
图 12: 2010 年主要建筑钢价格指数同比上升	2
图 13: 2010 年建筑板块 3 季报业绩分化明显	3
图 14: 2010 年建筑板块装饰园林领涨（截至 11 月 17 日）	4
图 15: ”十二五” 环保产业总产值和总投资规划大	5
图 16: ”十二五” 保障性住房规划大	6
图 17: 本世纪来中国水电新增装机容量	7
图 18: 中国水电开发程度远低于国际水平	7
图 19: ”十二五” 为国内水电投资高峰期	8
图 20: 水利落实投资计划额增速低于 GDP	8
图 21: 国内水利基建投资总体平稳	8
图 22: 中国城市化率稳步提升	8
图 23: 中国城市间人均绿化面积差距大	9
图 24: 2011 年恒大地产的精装修配套客户相对集中	9
图 25: 3Q10 中国对外承包工程新签合同额增速持续回升	13
图 26: 建筑工程板块估值处于历史低位	15
图 27: 建筑板块估值低于可比板块及 A 股平均水平	15
表 1: 2008-2011 年铁路基建投资情况	4
表 2: 多个省市陆续推出住宅产业化扶持政策	9
表 3: 近年来国内煤化工产业相关政策	12
表 4: 国内主要煤制天然气项目情况	12
表 5: 中国对外承包工程分类	13
表 6: 国际建筑板块重点公司估值情况——国内建筑板块重点公司估值已与国际接轨(20101118)	15
表 7: 建筑工程板块受益产业升级与节能环保的主要细分行业与公司	16
表 8: 建筑工程行业重点公司估值与投资建议	17



10 年回顾：景气回落与分化

投资增速回落，细分行业分化

固定资产投资增速回落（图 1）：2010 年随着经济四万亿刺激计划项目的逐渐收尾和政府工作重心转向调结构，2010 年前 3 季度国内全社会固定资产投资完成额 19.22 亿元，同比增速为 22%，相比 09 年出现了预期之中的明显回落；

行业平稳增长：对国内建筑行业产值与固定资产投资总额的回归分析表明两者具有线性关系，增速一致性较强（图 2），但总体而言建筑行业产值的变动相对固定资产投资而言有一定的滞后性，2010 年前三季度建筑业总产值同比增速 23.88%，仍是平稳增长趋势；

铁路基建投资增速回落且增量不增利：2010 年前 10 月铁路基建投资额总计 5103.7 亿元，同比增长 30.7%，出现了预期之中的持续回落（图 3），但仍是快速增长，而且增速略超市场预期，主要原因是部分高铁项目赶工期，如京沪高铁规划通车时间由最初计划的 2012 年 6 月提前到 2011 年年底，再进一步提前到 2011 年 7 月初，随之而来的是铁建公司赶工期而大幅增加成本（设备投入与人工），再加上铁道部概算清理并未大范围进行，铁建公司毛利率并未出现市场预期之中的上升，中国中铁、中铁二局 10 年前三季度毛利率基本与去年持平。

图 1：2010 年 FAI 增速明显回落

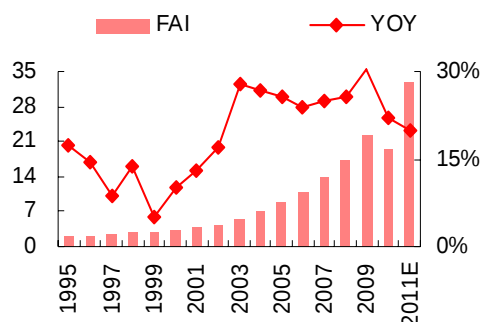
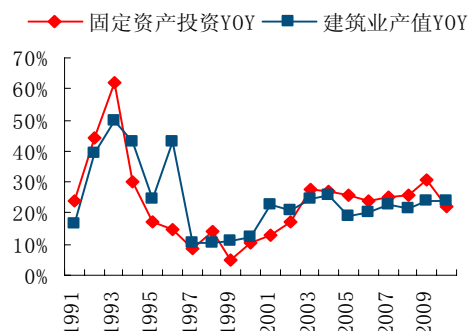


图 2：建筑业产值与 FAI 增速一致性较强



资料来源：中经数据，中信建投证券研究发展部

图 3：2010 年铁路基建投资增速继续回落

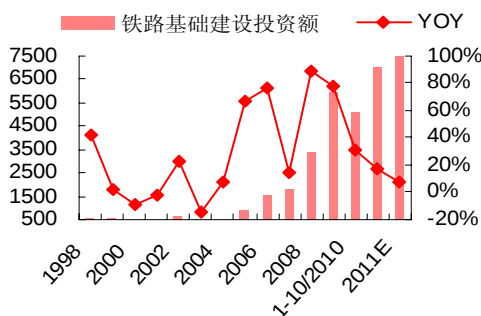
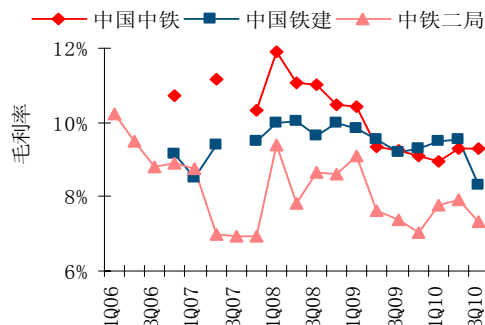


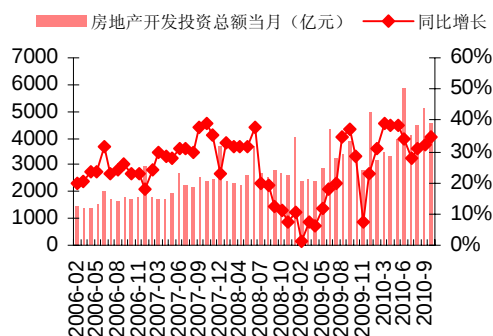
图 4：2010 年前三季度铁路工程毛利率同比基本持平



资料来源：铁道部，WIND 资讯，中信建投证券研究发展部



图 5：2010 年房地产开发投资持续高位



资料来源：中经数据，中信建投证券研究发展部

图 6：2010 年商品房新开工面积增速持续高位

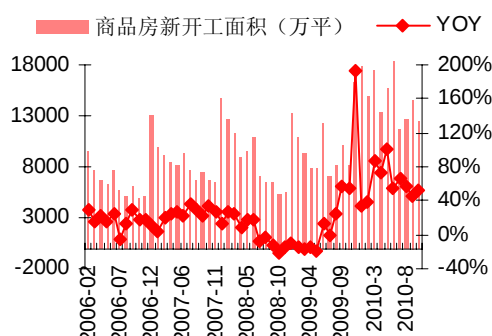
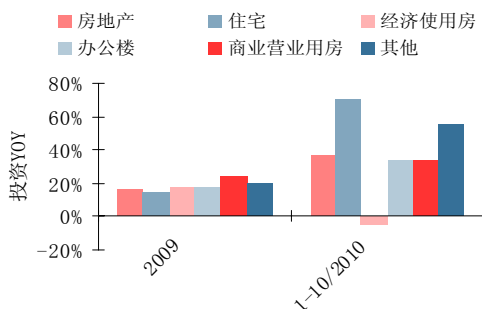


图 7：2010 年住宅投资和其他地产投资增速领先



资料来源：中经数据，CEIC，中信建投证券研究发展部

图 8：2010 年装修装饰行业总产值加速增长

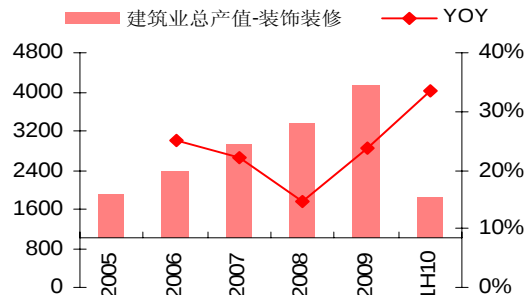
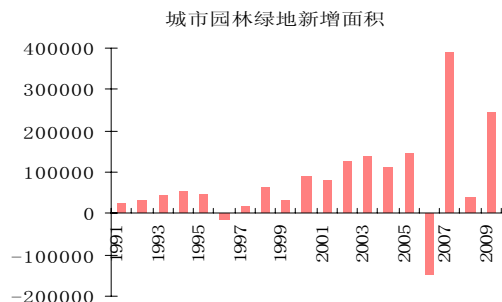


图 9：本世纪以来城市园林绿化年新增面积情况



资料来源：中经数据，聚源数据，中信建投证券研究发展部

图 10：2010 年行业利润率小幅回升

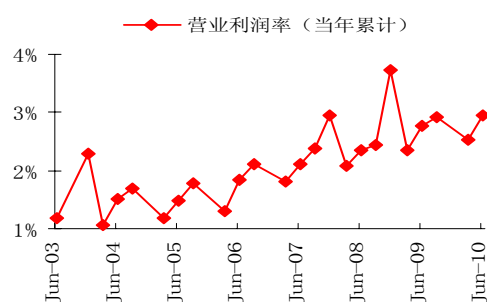
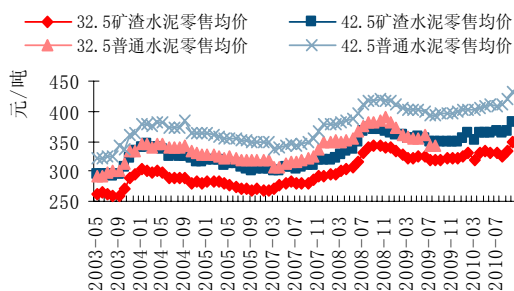
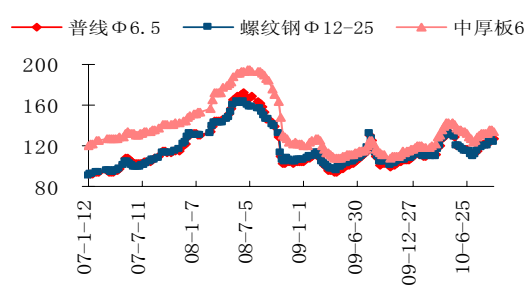


图 11：2010 年水泥零售均价与去年略有回升



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研究发展部

图 12：2010 年主要建筑钢价格指数同比上升





房地产投资持续高位（图 5）：2010 年前 10 月房地产开发投资累计 3.8 万亿，同比增长 33.9%，且单月投资额同比增速持续维持高位。从细分行业来看，住宅和其他地产投资（包括保障性住房）同比增速分别为 70.1% 和 55.2%，增速领先（图 7），而经济适用房投资同比下降 4.7%，说明地方政府在 5 月的中央政策推动、签署保障性住房责任书后（目标是各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，但实际完成情况缺乏权威统计数据），加快了保障性住房建设。

园林装饰行业持续快速增长：1H10 装修装饰行业总产值同比增速 33.6%，自 08 年增速触底后出现了持续加速增长（图 8）；另外本世纪来城市园林绿化面积稳步走高（图 9），07 年、09 年新增面积远超历年水平，装饰园林行业出现了快速增长，其核心推动力为下游需求快速增长，如地产新开工增速高位推动了住宅与商业地产的装修装饰和地产园林，而园林对周边土地/地产价值的提升和改善民生推动了对市政园林和地产园林的投资，以及四万亿投资中基建项目步入装饰高峰期。

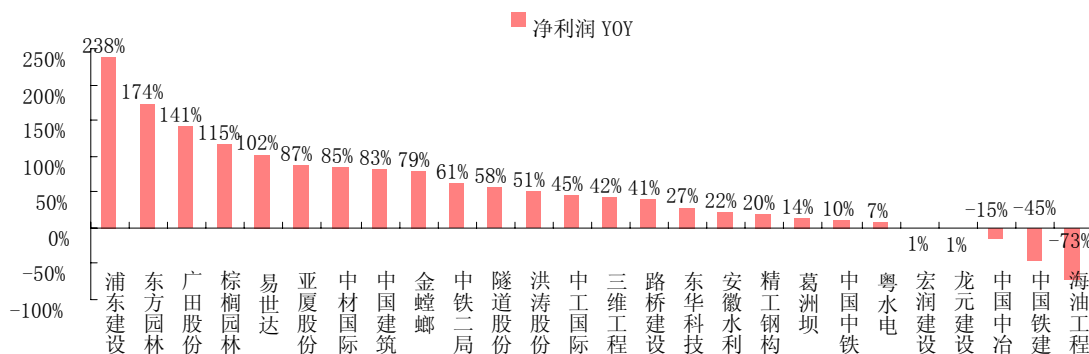
行业利润率小幅提升（图 10）：尽管 1H10 年国内水泥和主要建筑钢价格相对去年同期略有回升（图 11 和图 12），并且人工成本上升压力增大，但建筑板块 1H10 行业营业利润率为 2.96%，相比去年同期小幅提升 0.19 个百分点，行业盈利能力总体上呈现了稳步上升的趋势，主要原因是行业龙头公司向将产业链延伸至盈利能力高的上下游（如地产、建材与设备制造、能源等）、行业高景气度带来的规模经济、市场竞争逐步规范下行业盈利能力的理性回归等。

建筑板块 3 季报：业绩与市场表现分化，园林装饰表现抢眼

中信建投建筑工程板块的 45 家上市公司剔除掉无同期可比数据的中国化学等公司，2010 年前三季度营业收入和归属于母公司的净利润同比增速为 26.7% 和 12.8%（图 13），净利润的增速明显低于市场预期。主要原因是板块利润贡献大头的大建筑企业除了中国建筑净利润同比增速 83% 符合预期外，葛洲坝和中铁、铁建、中冶业绩增速分别为 13.7%、10.2%、-45.0%，明显低于预期，此外，铁建三季度海外项目的巨亏、两铁的汇兑损失回升和中国中冶国际部分矿产项目进度滞后引发了对其国际风险的担忧，因此涨幅居后。

装修装饰板块表现抢眼（图 14）：4 家装饰和 2 家园林三季度业绩增速都在 50% 以上，两家园林和广田股份更是实现了超越翻番的增长。装饰园林板块除金螳螂外，其他几家上市时间基本都在 1 年内，募集资金大幅提升了其项目承揽能力、产业链延伸能力，行业高景气度和“大行业、小公司”、未来良好的发展前景促进了优异的市场表现。

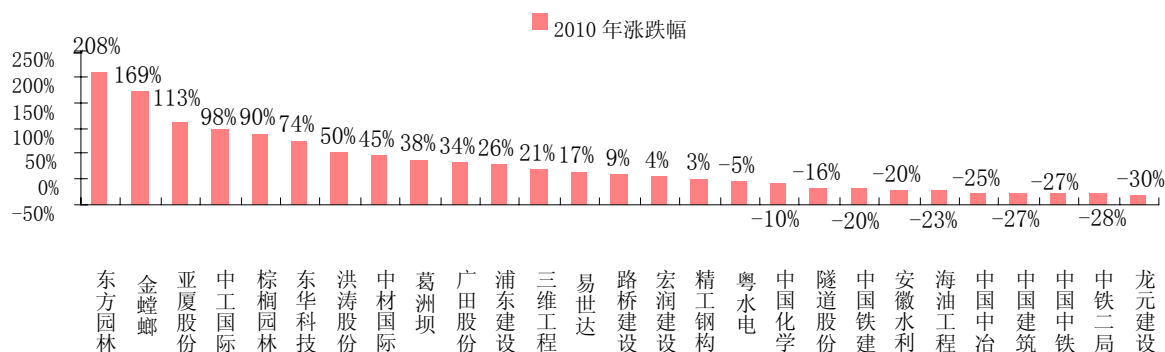
图 13：2010 年建筑板块 3 季报业绩分化明显



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研究发展部



图 14：2010 年建筑板块装饰园林领涨（截至 11 月 17 日）



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研究发展部

11 年展望：景气分化，看好水利/煤化工/园林装饰/国际工程

“铁公基”主导建筑业景气回落

建筑业景气度随 FAI 回落：2011 年政府工作重点转移至结构调整、产业升级上，这也意味着传统的以基建投资为主的固定资产投资拉动经济增长的发展模式重要性下降，固定资产投资增速回落难以避免。根据中信建投证券宏观组的预测，2011 年 FAI 增速约 24%，未来几年的增速约 20% 左右，考虑到建筑总产值与固定资产投资的线性关系，建筑业的景气回落难以避免。

● 铁路基建投资景气高峰回落：

- **2011 年铁路建设投资预期回落(表 1)：**政府规划 2009-2011 年(分别 6000、7000 和 7000 亿元)、2010-2012 年铁路建设总投资都在 2 万亿元，预计 2010 年投资规模超过 7000 亿元(京沪高铁等赶工期)，2011 年投资规模在 7000 亿左右，同比会略有下降；业内预计 2011 年铁路工程招标量约 7000 亿元；相比 2010 年约 9000 亿元的规模同比下降约 20%；

表 1：2008-2011 年铁路基建投资情况

年份	计划投资额(亿)	实际投资额(亿)	同比增速	新建铁路干线(公里)	客运专线(公里)	运营里程(公里)
2008	3000	3375	90%	3600	0.1	8
2009	6000	6006	78%	5600	1200	8.6
2010E	7000	7500	25%	6000	1200	9.2
2011E	7000	7000	-7%	8000	3500	10
2012E	7000	7000	0%	10000	5000	11

资料来源：铁道部，中信建投证券研究发展部

- **铁路路网规划里程可能上调不改景气回落趋势：**对铁路路网规划里程上调的概率比较大(可能上调到



15 万公里)，但除非是大规模上调（如上调 2020 年的运营里程到 18-20 万公里），否则只是延缓回落幅度而已。以 15 万公里测算，上调后在 12-20 年间平均投资在 5000 亿元左右，相比 10-12 年的 7000 亿投资规模有一个明显回落；

- **公路投资受到制约：**一方面是十一五规划中的国家高速公路“五纵七横”主干线布局基本完成；另一方面公路投资的资金约 70% 来源于地方自筹和贷款，预期 2011 年的信贷紧缩、地方融资平台清理对公路投资的负面影响较大；

建筑板块中节能减排与民生工程受益政策扶持

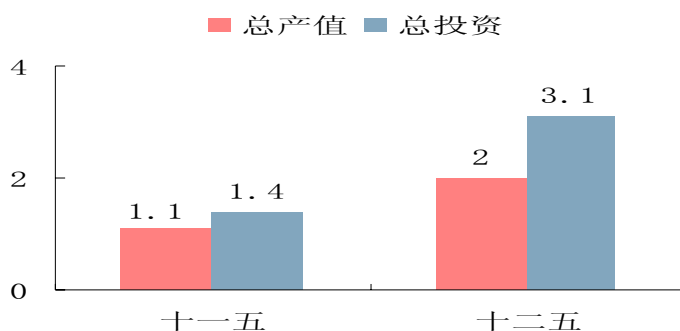
2011 年政府工作的重心转移至产业升级，对新兴产业（包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等产业）的投资将取代铁公机等传统交通基建领域将成为投资的重点。另外，在制定“十二五”规划指导思想、工作重点和发展目标中，都突出强调了保障和改善民生的重要性，预计对民生工程中的水利工程、保障性住房、城市园林绿化等扶持力度加大。

● 部分建筑细分行业受益 “十二五” 节能环保大规划

“十二五”环保规划中对环保产业的总投资、总产值规模分别为 2 万亿和 3.1 万亿，基本都是翻番式增长（图 15），并有望明确到 2015 年的二氧化硫、COD（化学需氧量）排放总量将比 2010 年减少 10%、50%（基数可能 2005 年或 2010 年），COD 减排力度大，可以预计水处理投资将明显增加。此外，二氧化碳排放强度也将成“十二五”约束性指标。建筑行业中相关受益的细分行业包括：

- **水利水电工程——清洁能源：**预计“十二五”水电年均新增装机容量 2000 万千瓦，相比“十一五”期间年均水平增幅约 12%，而投资额增幅在 40% 以上（单位装机容量投资额从 6000-7000 元/千瓦上升至万元/千瓦）；
- **污水处理工程——**规划“十二五”期间完成生活污水处理厂在全国各县城的全面覆盖（目前仍有约 1/4 的城市和 70% 的县城未建设污水厂），投资规模约 1500 亿元；配套管网建设投资为规模则在 2000 亿元以上；此外，对流域的综合治理工程、生活污水与工业污水的提标改造工程也是投资重点；
- **节能工程和尾气处理工程——**主要包括建筑节能（国内建筑约 95% 是高能耗建筑；节能幕墙工程、节能门窗和墙体保温材料）、余热发电等；

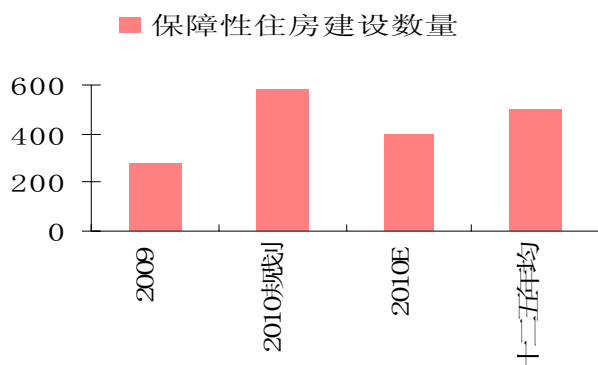
图 15：“十二五”环保产业总产值和总投资规划大



资料来源：环保部；住建部；中信建投证券研究发展部



图 16：“十二五”保障性住房规划大



● 2011 年民生工程政策扶持力度预期加大

- **2010-2012 是保障性住房建设高峰（图 16）：**2010 年国家加大了对保障性住房的支持力度，从资金、政策（中央和地方签署保障性住房建设责任书）多方面扶持，2010 年规划 580 万套（含工矿区、棚户区改造），但落实进度较慢，不过相比 09 年的 250 万套预计有一个大幅增长。预计即将出台的“十二五”城镇住房建设规划和中长期建设规划中保障性住房仍是政府力推的重点工作，每年保障性住房工程约 500 万套左右，考虑到 09-10 年未完成的规划部分，“十二五”前 2-3 年将是建设高峰；
- **民生水利工程支持力度加大：**民生水利涵盖水库加固、农村饮水工程、灌区改造等。民生水利在传统水利向现代水利过渡的过程中阶段性滞后于其他水利工程，在应对金融危机中对其投资开始增加，4Q08 新增的 180 亿元水利投资主要用于民生水利；这一情况在未来几年关注民生、强调以人为本的社会主义基调下将会得到改善，建设步伐会继续加快。
- **文化场馆投资加大——推手：改善民生、扶持创意与文化产业。**

水利水电工程迎来政策向上拐点

本世纪以来水电快速发展，但 2H2008 起近 2 年的限大水电政策使投资进入低谷

水电尽管投资成本相对火电高，但运营成本低，而且是一种清洁能源，我国水利资源丰富，在本世纪以来水电进入快速发展期（图 15），年新增装机容量从九五期间的 543 万千瓦上升到十五、十一五期间的 744 万和约 1800 万千瓦，同比分别增长 37% 和 200% 以上。不过，2008 年因频发的自然灾害引发了对国内大水电项目影响生态环境的质疑，政府暂停批复国内大型水电项目，在之后 2 年的时间内国内水电进入了发展的低谷期；

国内水电工程市场还有较大的发展空间

- **国内水电开发利用程度较低（图 18）：**截至 09 年底国内水电开发利用程度约 27% 左右，明显低于国际市场 48% 的平均水平和发达国家普遍 70% 以上的水平；
- **国家对水电发展规划较大——2015 年 3 亿、2020 年 3.8 亿千瓦：**原有的《可再生能源中长期规划》中明



确到2020年全国水电装机容量要达到3亿千瓦。为了完成国家在哥本哈根会议上对节能减排公开承诺，国家对可再生能源新的规划的调整逐渐明朗，也即将出台，到2015年和2020年，非石化能源占一次能源消费中的比重要提高到11%以上和15%以上，并已明确优先发展水电、核电，预期到2015年和2020年水电装机容量要分别达到3亿和3.8亿千瓦（图19），2020年的规划装机容量相对原有的2020年3亿千瓦的装机容量有一个较大的调整和补充；

- **水电电价上调趋势利于推动水电投资：**国内水电上网电价普遍不到0.3元，大幅低于火电、风电上网电价，业内对水电、火电同网同价的呼声甚高，可以预期中长期内水电价格涨幅超过火电、风电，将有力推动水电投资加快发展。

2011年水电工程市场快速发展——“规划大+工期长+低在建”为保障

- **2010年大型水电站审批密集开闸，标志着国内水电市场出现向上拐点：**在大型水电站项目审批和发展停滞近2年后，2010年大型水电站审批开闸，国家发改委核准的主要大型项目包括大渡河的硬梁包/老鹰岩/安谷水电站、金沙江金安桥、澜沧江的乌弄龙/大华桥/托巴等项目，标志着国内水电市场出现向上拐点。
- **“规划大+工期长+低在建”保障2011年市场快速扩张：**（1）工期长：大型水电站项目的施工周期为5-8年；（2）低在建：截至2009年国内水电在建施工规模仅有0.67亿千瓦；（3）按照调整补充后的国家水电规划，未来5年年均完成装机容量约2千万千瓦。尽管年均装机容量相对“十一五”期间年均水平增速只有约12%，但考虑到单位装机容量投资额大幅上升（从6000—7000元/千瓦上升至万元/千瓦左右），“十二五”期间的年均投资额相对“十一五”期间年均水平的同比增速预计在40%以上。

图 17：本世纪来中国水电新增装机容量

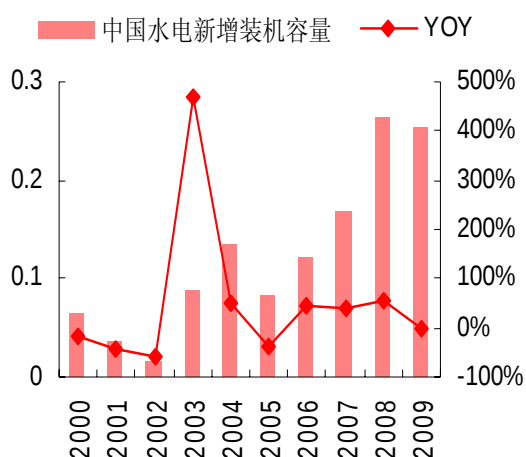
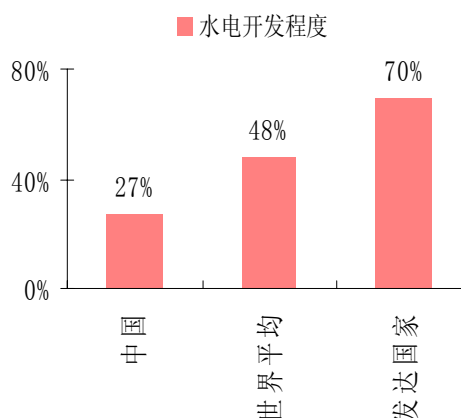


图 18：中国水电开发程度远低于国际水平



资料来源：中电联《全国电力工业统计快报》，中信建投证券研究发展部



图 19：“十二五”为国内水电投资高峰期

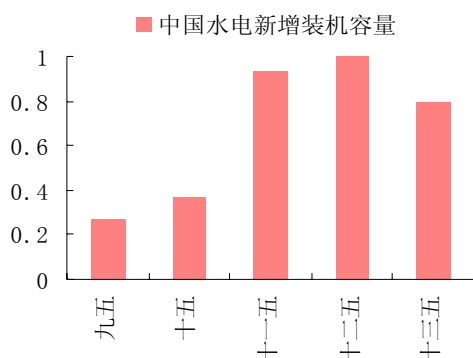
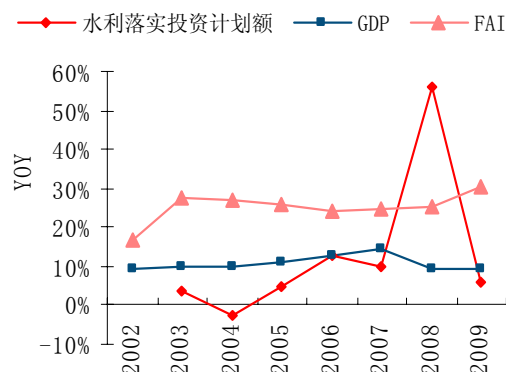


图 20：水利落实投资计划额增速低于 GDP



资料来源：中电联《全国电力工业统计快报》，水利部，中信建投证券研究发展部

图 21：国内水利基建投资总体平稳

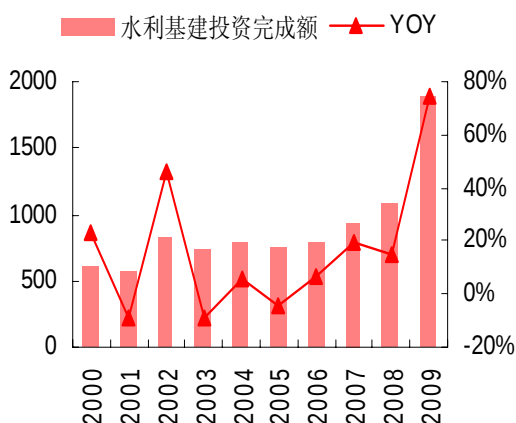
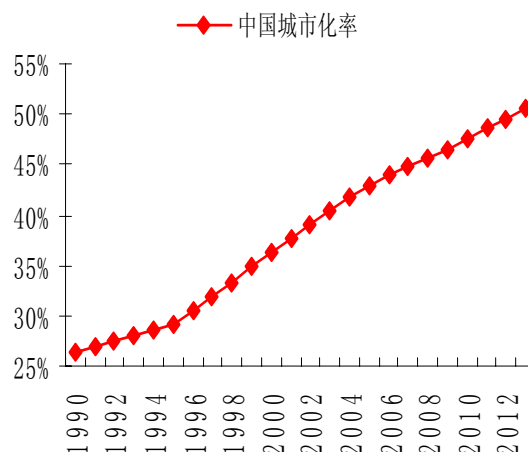


图 22：中国城市化率稳步提升



资料来源：水利部，中信建投证券研究发展部

水利工程（非水电）——大灾之后 2011 年有大建

- **中国水利发展滞后：**水利落实投资计划总额增速总体上低于 GDP 增速（图 20），反映了中国水利发展相对宏观经济总体滞后，不包括 2008 年；
- **水利工程历来大灾之后有大建：**近十多年来中国水利基建投资的增速一般比较稳定（图 21），但有两个例外，一是 1998 年的大洪水，二是 2008 年金融/经济危机，1999-2000 年、2008-2009 年水利基建投资增速出现了明显的上升。而在 2010 年夏季，全国多省市发生干旱、重大洪涝灾害，损失严重，切实反映了水利基础设施亟须改善，有望推动 2011 年水利基建投资的上升；

园林装饰板块有望持续快速增长

2011 年园林装饰业绩持续快速增长，长期增长看好



2010 年园林装饰快速增长驱动力为：（1）4 万亿项目步入装修高峰期（公装）；（2）地产新开工高位（地产装修装饰、市政与地产园林）；（3）募集资金的杠杆项目；

市场一致看好园林装饰板块 2011 年业绩的高增长——**2011 年净利增速至少 50% 以上**：（1）在手订单饱满；（2）IPO 的产能释放、募集资金的杠杆效应。但担忧 2011 年园林装饰行业面临的三大变化对业绩增长持续性的影响：（1）4 万亿项目基本完工，基建投资增速回落；（2）宏观调控下地产新开工预计负增长（中信建投地产组的预测约-10%）；（3）货币政策紧缩、地方政府融资平台清理与开发商资金链趋紧；

我们的观点：（1）公装市场上，文化场馆、铁路客运站市场看好；（2）新开工同比增长幅度不大，住宅精装修比率提升、绿化投资增加，地产园林装修行业不一定下滑，而龙头依靠份额提升获取快速发展。

不过从一个较长的视角来看，园林装饰行业长期成长看好：

- 中国城市化率稳步上升且仍存较大的提升空间（图 22）；
- 城市绿化率（图 23）、住宅精装修/园林绿地率的提升空间大；
- 政策扶持力度加大：（1）住宅精装修比率要求和 2010 年推动住宅产业化政策的密集出台（表 2）；**地产绿地率要求**（如北京、陕西 2010 年下发的城市绿化管理条例要求绿地率不低于 30%，不达标重罚，并在政策中明确绿化率、绿地率，对地产商以绿化率偷换绿地率的行为明文堵漏；其他多个省份出台城市绿化管理条例）；（2）民生工程——市政园林投资；（3）；清缴土地增值税；

图 23：中国城市间人均绿化面积差距大

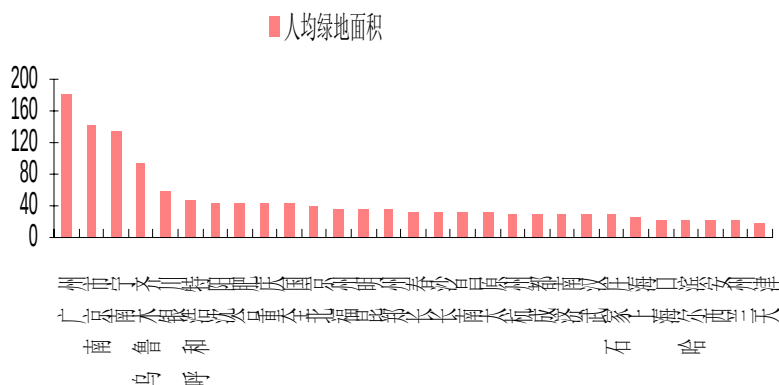
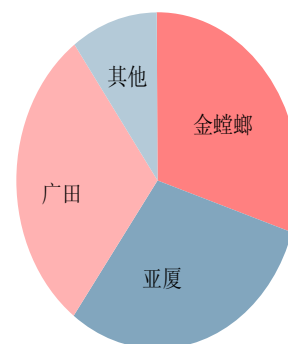


图 24：2011 年恒大地产的精装修配套客户相对集中



资料来源：CEIC，中信建投证券研究发展部

表 2：多个省市陆续推出住宅产业化扶持政策

1999	国务院	关于推进住宅产业化提高住宅质量的若干意见	加强对住宅装修的管理，积极推广一次性装修或菜单式装修模式，避免二次装修造成的破坏结构、浪费和扰民等现象
2002	建设部	《商品住宅装修一次到位实施细则》	鼓励全国范围内取消毛坯房，推行装修房
2006	深圳	住宅产业化综合试点城市、《深圳经济特区循环经济促进条例》	住宅产业化要求用契约合同形式，写入招投标文件，作为土地出让的条件；法规形式确立发展节能省地型住宅、推进住宅产业化工作



进条例

2010-3	北京	关于推进本市住宅产业化的指导意见	2009-2011 年将是北京住宅产业化试点期, 在这 3 年内, 北京住宅产业化试点项目将会分别达到 10 万平方米、50 万平方米和 100 万平方米
2010-4	厦门	《商品住宅装修一次到位管理辦法》即将出台	厦门岛内商品住宅项目必须精装修后方可上市交易
2010-8	江苏	《江苏省成品住房装修技术标准	到 2012 年, 苏南中心城区新建住宅成品房比例达到 50%, 其他地区为 30%
2010-11	湖南	关于推进住宅产业现代化开展新建住宅性能认定工作的通知》(讨论稿)	2015 年长株潭三市率先减少住宅商品房毛坯房的供应, 长沙住房全装修供应量达到 50% 以上
2010-11	重庆	加快发展我市成品住宅指导意见	到 2012 年, 重庆市市新建住房中三成将是成品住宅
2010-9	宁夏	-	2010 年起, 宁夏新建住宅试行全装修。每年新建住宅全装修面积要占到当年住宅竣工面积 10% 以上, 力争到 “十二五” 期末, 宁夏新建住宅全装修面积达年度竣工面积的 50%。银川市要率先推行住宅全装修, 中心城区新建住宅实行全装修的面积, 要达到年度竣工面积 20% 以上。2010 年起新建廉租住房实现 “全装修”
2010	上海	-	全装修住宅建设比例已作为土地出让的前置条件。2009 年土地出让中, 中心城区全装修房应达到 40% 以上, 其他地区达到 10% 以上; 2010 年力争中心城区全装修房达到 60%, 其他地区达到 30% 以上。

资料来源: 中信建投证券研究发展部

2011 年地产调控利于装饰园林(地产)龙头提升市场份额

- **地产企业有继续提升精装修率、绿化率的动力:** (1) 降低土地增值税税率: 清缴土地增值税是政府对地产调控的手段之一, 地产企业可将加大住宅精装修、园林投入, 作为降低土地增值税税率的重要手段之一; (2) 地产主业盈利能力被压缩下地产龙头追求新的利润点(精装修)、享受地产品牌与装修、园林品牌的双重溢价;
- **调控有利于地产龙头(推行住宅精装修、地产园林的主力)市场集中度提升:** 地产行业的调控有利于优势企业凭借资金、土地储备、品牌等优势提升市场份额;
- **在调控中现金流压力下地产企业更倾向于选择装饰/园林龙头** (龙头企业除了品牌, 还具有现金流、信用和融资渠道与平台优势), 以便于获得短期资金融通和保障项目进度;
- **11 月恒大与金螳螂/亚厦签署战略合作协议凸显装饰市场集中度快速提升(图 26):** 11 月恒大集团与金螳螂、亚厦股份签署战略合作协议, 约定与两公司在 2011 年框架合作金额都是 30 亿, 以后每年增加 10 亿, 其核心客户主要集中于金螳螂、亚厦和广田股份等龙头公司, 凸显了装饰市场集中度的快速提升。

产业链延伸与外延式扩张——增长新引擎

行业龙头市场多元化和产业链一体化的增长空间广阔:



- **市场多元化：**（1）园林——市政园林、地产园林双向渗透，东方园林扩张原来发展起家的地产园林业务，棕榈园林拓展市政园林业务；（2）装修装饰——住宅精装修/公装市场相互渗透；（3）优势企业“园林+装饰”布局——客户聚集效应，如金螳螂；
- **产业链一体化：**（1）园林产业链——苗木种植销售+设计+工程（市政/地产园林）+运营维护；（2）装修装饰——设计+工程+成品项目（主要为装修建材，涵盖木制品、门窗、腻子等）；
- **看好优势企业的外延式增长：**（1）下游调整提供外延增长契机（地产园林与装饰）；（2）解决苗木对园林业务快速发展的瓶颈制约和控制成本、提升设计空间与项目承揽能力；（3）大量超募资金；我们看好东方园林（地产园林）、棕榈园林（苗木基地；超募资金）、金螳螂（园林或装饰）、广田股份（超募资金）的外延式增长空间。

煤化工——政策可能微调，地方投资冲动强烈

煤化工政策有望迎来微调，地方与企业投资冲动强

国内煤化工政策演进：1H06 年以前的鼓励、2H06-1H09 的结构调整（包括：行业结构调整——总体是抑制传统煤化工，包括合成氨、甲醇、焦炭和电石等；严格执行焦炭和电石等行业准入条件；引导发展新兴煤化工，包括油、烯烃、二甲醚、天然气、乙二醇等；区域结构调整——鼓励煤炭资源接续区煤化工产业发展，限制调入区煤化工产业的发展）、2H09 至今的总体限制（严控新兴煤化工试点项目，将煤制天然气项目的审批权限上收中央），相关政策见表 1。

国内煤化工地方与企业投资冲动强烈：（1）国家增加对新疆、内蒙等区域的投资力度大；（2）国际原油价格攀升；（3）神华、大唐、中电投、中石油等大型企业煤化工项目规划大，很多项目先上马后补票、大型项目分期化/小型化直接在省市审批以规避中央调控；

国内煤化工政策有望迎来微调：发改委能源局、工信部等高层官员多次公开表态，“十二五”期间“国家将适度发展煤化工”，以及“看好煤制烯烃的发展前景”，透露出政府对煤化工的政策导向可能微调。此外，预计“十二五”环保产业规划中对煤的清洁利用产业投资规划巨大。因此一度陷于停滞的煤化工有望迎来新的发展。

煤制气加快发展，市场空间大

- **煤制气相对其他煤化工，优势明显**
 - 煤制气相对其他煤化工，热转换效率高、水耗少；
 - **煤制气受政策扶持：**国内情况——富煤缺油少气；从政策上来看，国家持相对扶持态度，在新型煤化工示范项目上，煤制气立项 4 个，投资额 869 亿元；在《**新兴能源产业规划**》中天然气变革为核心之一，预计到 2015 年，天然气利用规模在能源消费结构中的比例将从目前的 3.9% 提高到 8.3% 左右，天然气产业将实现真正的高速发展，天然气进口和煤制气将加快发展。
- **国内煤制气市场处于起步加速发展期，市场空间大：**目前已经获批立项的煤制气项目 4 个，而神华集团鄂尔多斯 20 亿方天然气项目和中电投霍城 20 亿方天然气项目在 09-10 年在未获得正式路条之前已经开工，地方投资冲动下先上车后补票或将成为常态，国内企业已规划设计的 13 个煤制天然气项目总



投资额约 2700 亿元，未来几年煤制气将加快发展。

表 3：近年来国内煤化工产业相关政策

时间	部门	名称	核心内容
2005-6	国务院	关于促进煤炭工业健康发展的若干意见	推进洁净煤技术产业化发展。发改委要制定规划，完善政策，组织建设示范工程，并给予一定资金支持，推动洁净煤技术和产业化发展。积极开展液化、气化等用煤的资源评价，稳步实施煤炭液化、气化工程
2006-2	国务院	国家中长期科技发展规划纲要	重点支持和推广洁净煤技术和煤炭综合利用等技术
2006-7	发改委	关于加强煤化工项目建设管理，促进产业健康发展的通知	积极采用先进煤气化技术改造以间歇气化技术为主的化肥行业，减少环境污染，推动产业发展和技术升级。以民用燃料和油品市场为导向，支持有条件的地区，采用先进煤气化技术和二甲醚合成技术，建设大型甲醇和二甲醚生产基地，认真做好新型民用燃料和车用燃料使用试验和示范工作。稳步推进工业化试验和示范工程的建设，加快煤制油品和烯烃产业化步伐，适时启动大型煤制油品和烯烃工程的建设
2007-1	发改委	煤炭工业发展“十一五”规划	做好煤化工基地规划，调控煤化工建设规模，防止低水平、小规模盲目建设，推进煤炭液化示范工程建设。“十一五”期间，完成煤炭液化、煤制烯烃的工业化示范
2008-9	发改委	关于加强煤制油项目管理有关问题的通知	除神华集团公司煤直接液化项目外，一律停止实施其他煤制油项目
2009-10	发改委	石油和化工产业结构调整指导意见	统筹规划、合理布局、科学引导、规范发展新型煤化工，稳步、有序地推进煤制烯烃、煤制甲烷和煤制乙二醇的示范工程建设，在取得成功的基础上推动产业发展。科学发展煤制油，在示范工程取得成功之前，限制盲目发展。
2009-11	发改委	关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知	要严格执行煤化工产业政策，遏制传统煤化工盲目发展，今后三年停止审批单纯扩产能的焦炭、电石项目，今后三年原则上不再安排新的现代煤化工试点项目。
2010-6	发改委	关于规范煤制天然气产业发展有关事项的通知	煤制天然气及配套项目由国家发改委统一核准，地方政府不得擅自核准或备案煤制天然气项目
?	发改委	“十二五”环保产业规划？	新型煤化工？煤清洁利用规划投资大？！

资料来源：中信建投证券研究发展部收集整理

表 4：国内主要煤制天然气项目情况

序号	公司	地点	规划产能 (亿方/年)	投资额 (亿元)	开工日期	竣工日期	进程
16 (1 期 16;							
1	汇能集团	内蒙鄂尔多斯	总规划 40)	88.7	2010-4	2012	2009 年 12 月已获发改委核准
2	大唐发电	内蒙赤峰克旗	40	257	2009	2012	2009 年 8 月获发改委核准
3	大唐发电	辽宁阜新	40	245.7	2010-3		2010 年 5 月正式得到国家发改委核准
4	庆华集团	新疆伊宁	55	278	2010-7	2012-7	2010 年 8 月已正式得到国家发改委核准
4.9 (1 期;							
5	广汇新能源	新疆伊吾	总规划 80)	68			到 2017 年计划投资 500 亿元，80 亿方煤制天然气及其他煤化工产品
6	神华集团	新疆鄂尔多斯	20	140	2009-4	预计 2012	等待国家发改委核准；国家示范项目
7	华能集团	新疆奇台	40	260	2010-6	2013	
8	华能集团	新疆准东	1 期 40	230	2010	2013	



	华能集团	新疆准东	2 期 20	120	2012	2016	
9	中电投	新疆霍城	3*20	263.4	2009-11		
		新疆察布查尔					
10	中电投	锡伯	3*20	270	2010-6		
			20 (1 期 20;				
11	新汶矿业	新疆伊宁	总规划 100)	110	2010-6	2012-10	
12	神东天隆	新疆吉木萨尔	13	68.5		2013	项目已获自治区发改委备案登记
							2009 年 5 月与同煤签约, 预计三年内完
13	中海油	山西大同	40	300			成, 已获山西省发改委的批复

资料来源: 中信建投证券研究发展部

国际承包工程——复苏预期, 具有产业链整合能力的央企受益

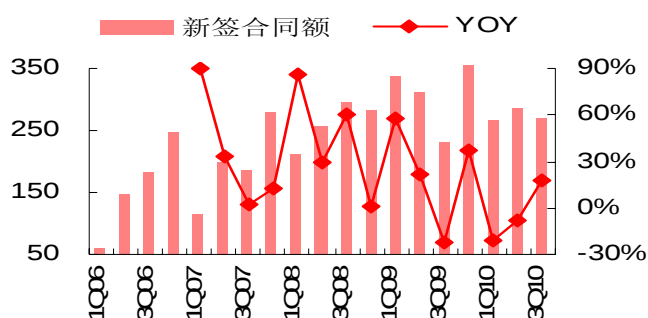
“对外战略从单纯走出去到结合资源安全的演进”是 2006-1H09 中国对外承包工程快速发展的政策推手: 中国对外的总体政策从单纯的走出去陆续发展到走出去结合资源安全战略, 如从 2005 年开始萌芽的“资源换项目、一揽子框架协议贷款与项目合作协议”的模式, 再加上 06 年起国际资源的一轮强力上升, 推动了中国对外承包工程一直到 1H09 年的快速发展。

表 5: 中国对外承包工程分类

资金来源	项目获取	项目盈利能力	项目回款风险	发展推动力
i 世界与区域组织/国家贷款	招投标	低	低	经济复苏、信贷宽松
ii 政府与企业自有资金	招投标	低	中	财政情况 (资源价格等); 经济
	议标	中	中	复苏、信贷宽松
iii 外国政府与中国间的框架协议贷款	框架协议 (中国企业参与招投标, 内部竞争)	高	低	双边关系、资源价格与战略等综合因素

资料来源: 中信建投证券研究发展部

图 25: 3Q10 中国对外承包工程新签合同额增速持续回升



资料来源: 中电联《全国电力工业统计快报》, 中信建投证券研究发展部

2010 年中国对外承包工程新签合同额还未总体复苏, 但从单季度来看逐步好转 (图 25): 2010 年前三季度中国对外承包工程新签合同额总计 819.8 亿美元, 同比仍是小幅下降 6.5%。2010 年对外承包工程复苏进度低于我们的预期, 主要还是国际经济复苏进度低于预期。但从 1 至 3 季度的单季度新签合同额同比增速分别为 -20.95%、-8.47% 和 17.21%, 一季度触底后逐季度好转趋势明显。2011 年国际经济复苏、信贷宽松和资源价格



维持高位的预期有望推动中国对外承包工程的良好复苏。

具有产业链整合能力的部分央企受益于中国对外战略的进一步演进（资源范围的延伸和人民币国际化进程加快）：未来资源换项目仍是推动中国对外承包工程发展的一个重要模式，但资源范围将进一步延伸，不仅仅是能源、矿石，还包括其他自然资源（如水利资源、战略基础设施等资源）；此外，人民币国际化进程有望加快，国际化的模式涵盖“资源换项目、一揽子框架协议贷款与项目合作协议”，如 2010 年 8 月对委内瑞拉的石油石化框架贷款协议是人民币国际化结合项目换资源的典型案例，而未来以资源投资结合并带动对外承包工程的模式将在政策支持下获得更快发展，水利水电工程（水利资源）、冶炼工程（矿山资源）、水泥工程（矿石资源）、海洋工程（海洋资源）等细分工程领域发展看好。

中国企业在国际承包工程市场竞争日趋激烈，一方面，从最初的议标/招投标的价格竞争、EPC 专业水平竞争，到投/融资能力重要性日趋突出，这一点与国际工程市场的发展趋势接轨；另一方面，政府逐渐对中国企业的对外承包工程加强治理，突出专业化和打造品牌形象；而未来的资源换项目的深入和人民币国际化的进程中，具有国内外渠道优势（大型央企的核心优势；执行人民币国际化的核心主体）、产业链整合能力（涵盖：专业化工程与运营管理；投融资能力；核心是产业链上下游的专业化，赚取全产业链利润并规避风险），如中国水电的大举发展海外水电 BOT 项目（同时也是抢占海外水利资源）、中国中冶拓展海外矿产（产业链向下游延伸、投资资源同时推动核心的工程业务，发挥运营管理优势），中工国际是另一类产业链整合进而快速发展的成功案例（具有渠道优势的工程服务商，整合国内 EPC 资源，也有望形成资源投资与对外承包工程的良性互动）。

2011 年投资策略：维持增持评级，推荐水利园林装饰

维持行业增持评级

我们维持对建筑工程行业的增持评级，一方面基于行业的稳健增长（FAI 与建筑行业产值的线性关系和未来几年 FAI 增速维持在 20% 左右），另一方面是行业的低估值：

板块估值纵向比较——近十年低位（图 26）：以 2010 年 11 月 18 日收盘价计算，建筑工程板块 PE（TTM，整体法）为 20.6 倍，处于近十年的历史低位水平；

板块估值低于可比行业（图 27）：建筑板块的 PE（TTM）和 PE（2010E）与交运仓储和 A 股平均水平相差不多，低于社会服务和电力煤气及水等防御性行业，但 PE（2011E）仅 13.2 倍，明显低于其他三个可比行业及 A 股平均水平；

重点公司与国际建筑龙头估值接轨：VINCI、BOUYGUES 等国际建筑巨头 2010 年、2011 年预测 PE 在 10-19、9-15 倍左右（表 5），5 家建筑央企的港股对应 2010 年、2011 年预测 PE 在 11-20、9-15 倍左右，合计平均水平为 14.33 倍和 12.96 倍，而 A 股大型建筑央企估值已与国际建筑龙头估值接轨，甚至略有低估。



图 26：建筑工程板块估值处于历史低位

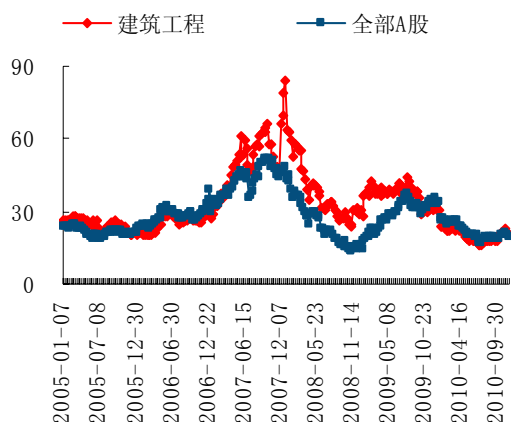
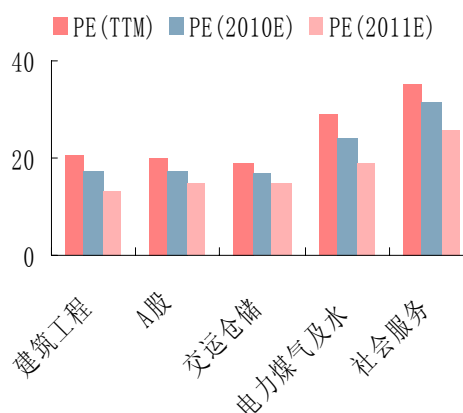


图 27：建筑板块估值低于可比板块及 A 股平均水平



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研究发展部

表 6：国际建筑板块重点公司估值情况——国内建筑板块重点公司估值已与国际接轨(20101118)

名称	国家	最新价	市值	P/E:2009	P/E:2010E	P/E:2011E
VINCI SA	FR	39.73	21929.00	13.51	12.42	11.94
JACOBS	US	40.25	3724.65	13.44	16.98	14.21
DAITO TRUST CONSTRUCT	JP	5230.00	5433.70	18.12	15.76	#N/A N/A
SHIMIZU CORP	JP	335.00	2335.17	54.66		#N/A N/A
BOUYGUES SA	FR	32.53	#N/A N/A			9.32
HOCHTIEF AG	DE	60.42	4229.40	23.15	18.96	15.85
BILFINGER BERGER AG	DE	56.99	2622.92	17.79	10.11	9.98
SKANSKA AB-B SHS	SE	123.20	5546.37	16.00	14.35	15.15
HYUNDAI ENGINEERING& CONST	KR	59800.00	4326.12		11.55	9.86
SAMSUNG C&T CORP	KR	74000.00	7510.12			24.38
TECHNIP SA	FR	60.85	6668.24	15.68	16.44	15.70
中国建筑国际	HK	6.41	1808.56	30.28	19.88	14.50
中国中冶	CN	3.53	8271.92	13.58	11.39	9.81
中国交通建筑	CN	7.00	9849.02	13.57	10.65	9.20
中国铁建	CN	9.76	10126.24	19.88	15.01	10.81
中国中铁	CN	5.69	10800.23	17.33	12.83	10.68
平均				20.54	14.33	12.96

资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

行业投资主线：跟随产业升级，推荐水利/园林装饰/国际化龙头

2010 年我们对建筑板块推荐三条投资主线：

- 受益产业升级与节能环保——葛洲坝、中国化学、碧水源、万邦达、海油工程、易世达、三维工程

节能环保与产业升级是“十二五”的政策主题，为葛洲坝、中国化学、碧水源、海油工程等建筑板块公司



提供了政策受益与主题投资机会（表）。

表 7：建筑工程板块受益产业升级与节能环保的主要细分行业与公司

主线	行业	主要受益公司	行业地位	行业发展机遇
产业升级	煤化工	中国化学	煤化工工程市场垄断地位	油/气价回升，地方煤化工投资冲动强烈；环保产业“十二五”规划（煤清洁利用）
	海洋工程（战略扶持行业之一）	海油工程	国内行业龙头	油价回升；船舶与海洋装备订单回升
	水电（清洁能源）	葛洲坝	国内行业龙头，市场份额近 30%	水电政策向上拐点；即将出台强有力扶持政策
节能环保	污水治理（COD）	碧水源	生活污水/流域污水处理工程龙头之一	环保产业“十二五”规划（COD 降低 50%）
		万邦达	石油石化、煤化工污水处理工程龙头之一	环保产业“十二五”规划（COD 降低 50%）
	硫磺回收	三维工程	国内硫磺回收工程行业龙头，市场份额约 70%	环保产业“十二五”规划（SO ₂ 降低 10%）
	余热发电	易世达	国内水泥余热发电工程行业第三	环保产业“十二五”规划（降低 C 排放与能耗）、淘汰落后产能（改造升级）

资料来源：中信建投证券研究发展部

● 行业持续高景气的园林装饰——内生与外延增长空间大的东方园林/产业链延伸的棕榈园林与金螳螂

我们看好 2011 年园林装饰行业的高景气度和行业的长期发展，以及市场份额向产业链完整、品牌优势的龙头企业集中，推荐内生与外延增长空间大的东方园林、棕榈园林，以及产业链延伸已取得明显成效、并成为业绩快速增长新驱动力的棕榈园林（地产园林向市政园林）、金螳螂（快速增长双引擎——住宅精装修在恒大上取得大突破/园林“双乙”资质与组织架构已搭建）；

● 受益对外承包工程复苏的国际化龙头——专业化和产业整合能力强的中工国际、中材国际、中国化学

在 2011 年对外承包工程复苏预期下，我们推荐符合政策导向（专业化——进入壁垒；人民币国际化——现金流好、投资与工程良性互动）、产业链整合能力强（复制性强、投资与工程良性互动）、具有渠道优势、风险控制制度规范的中工国际、中材国际和中国化学。

相关上市公司对比分析

2010 年我们重点推荐水利水电行业的葛洲坝、煤化工行业的中国化学、装饰园林中的东方园林/棕榈园林/金螳螂、国际化龙头的中工国际/中材国际，以及中国中冶（受益资源价格上涨与保障性住房），对其盈利预测、投资评级和推荐逻辑见下表：



表 8：建筑工程行业重点公司估值与投资建议

	公司 代码	公司名称	收盘价 (11月24 日)	2009	EPS 2010E	2011E	2009	PE 2010	2011	投资 评级	投资亮点
水利 水电	600068	葛洲坝	10.62	0.41	0.51	0.62	25.69	20.66	17.15	买入	水利水电政策向上拐点； 集团资产注入预期；煤炭、 国际大单、参股金融
	600502	安徽水利	11.16	0.20	0.33	0.65	55.80	33.82	17.17	增持	水利水电主题投资
	002060	粤水电	9.40	0.26	0.40	0.66	36.58	23.50	14.24	-	水利水电主题投资
	002310	东方园林	114.18	0.56	1.86	4.00	204.99	61.39	28.55	增持	行业长期增长看好；外延 扩张预期；估值优势
装饰 园林	002431	棕榈园林	89.65	0.41	0.85	1.47	218.66	105.47	60.99	增持	行业长期增长看好；市政 园林新的增长点；
	002081	金螳螂	72.65	0.95	1.59	2.13	76.47	45.69	34.11	增持	行业景气度高；住宅精装 修与园林市场为新的增 长点；
	002375	亚厦股份	94.98	0.54	1.06	1.53	175.89	89.71	62.26	-	行业景气度高；弹性大
	002325	洪涛股份	46.31	0.53	0.82	1.14	87.38	56.48	40.62	-	行业景气度高；
	002482	广田股份	91.11	0.63	1.22	1.94	144.62	74.68	46.96	-	行业景气度高；
央企	601117	中国化学	5.62	0.19	0.29	0.37	29.13	19.38	15.19	买入	平稳增长；分红承诺；相 对估值优势；煤化工（含 煤清洁利用）与国际市场 加快发展预期；
	601618	中国中冶	4.01	0.25	0.26	0.31	15.93	15.42	12.94	增持	资源价格上升；两矿产 生产；受益保障性住房投 资加快；股价安全边界高
	601668	中国建筑	3.45	0.18	0.24	0.32	19.22	14.19	10.73	增持	央企中市场化高；估值低
	601390	中国中铁	4.41	0.32	0.36	0.42	13.78	12.25	10.50	增持	估值低
	601186	中国铁建	7.07	0.46	0.44	0.65	15.40	16.07	10.88	增持	估值低
国际 化	002051	中工国际	66.32	1.11	1.52	1.96	59.75	43.63	33.84	增持	国际订单快速增长；后续 资产注入预期；复制性强
	600970	中材国际	33.40	1.03	1.70	2.11	32.43	19.65	15.83	增持	国际订单复苏；资产注入 预期；估值优势；固废处 理的主题投资
产业 升级 与 节 能 环 保	300070	碧水源	124.09	0.97	1.24	2.20	127.93	100.07	56.40	增持	行业快速增长；膜产能 释放并进口替代；
	300055	万邦达	139.90	0.94	1.08	2.10	148.83	129.54	66.62	增持	煤化工投资加快发展；运 营项目业绩释放
	600583	海油工程	7.34	0.30	0.11	0.25	24.47	66.73	29.36	增持	海洋装备产业振兴政策
	300072	易世达	93.05	0.87	1.17	1.57	106.95	79.53	59.27	-	-
	300073	三维工程	86.70	0.74	0.80	1.13	117.16	108.38	76.73	-	-
其他	600528	中铁二局	9.19	0.47	0.70	0.91	19.61	13.12	10.13	增持	-
	600496	精工钢构	13.99	0.50	0.64	0.84	27.98	21.93	16.56	增持	行业发展看好；国际市 场扩张；
	600820	隧道股份	12.59	0.49	0.72	0.86	25.69	17.49	14.64	增持	-

资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研究发展部



风险分析

- 1、政府对房地产的调控力度和影响超越市场预期，房地产投资可能面临明显下降的风险，进而影响装修装饰、园林行业的增长；
- 2、政府对通货膨胀的控制未达到预期目标，国内水泥、钢材及其他主要建材价格可能出现较大幅度上涨，从而大幅增加建筑行业成本压力；
- 3、人民币升值幅度超市场预期，从而给国际工程比例较高的建筑公司增加汇兑损失风险，甚至可能对未进行汇率锁定/套期保值的外币计价的存量合同的盈利能力产生较大影响。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

田东红: 中南大学经济学硕士, 建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历, 对水泥及其他建材具有深入的理解和看法, 从事证券行业研究 10 年。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。

郑 军: 建筑建材行业分析师, 湖南大学经济学硕士, 工科学士。4 年建筑央企工作经验, 3 年证券从业经验, 中级会计师; 专注从公司与行业发展、财务分析比较中挖掘公司投资价值。

韩 梅: 对外经济贸易大学金融学硕士, 建筑建材行业研究员。2 年证券行业从业经验, CFA level2 candidate。专注于通过系统的数据分析判断行业走势从而挖掘上市公司投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益, 珍视公司利益, 珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准, 追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养, 强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神, 发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料, 但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下, 我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 须注明出处为中信建投证券研究发展部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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, 以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因, 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收到任何形式的补偿。