

关注细分子行业的投资机会

建筑行业 2011 年度策略

建筑工程

领先大市-A

上次评级

领先大市-B

报告日期

2010-12-16

报告关键点:

- 园林绿化: 发展初期, 春色满园
- 装饰装修: 竞争激烈, 品牌为王
- 专业工程: 技术领先, 赢者通吃
- 水利水电: 重视三农, 水利先行
- 重点推荐绿大地、中国化学、中材国际和粤水电。

报告摘要:

- 文章分为四部分。第一部分“满园春色关不住”主要讲园林工程行业; 第二部分“品牌的力量”主要讲装饰装修行业, 第三部分“因为专业, 所以出色”主要讲专业工程领域的佼佼者; 第四部分“水利先行, 利国利民”主要关注“十二五”期间水利水电工程投资可能的爆发。
- 园林行业景气度高。**城市化进程导致城市面积扩大, 政府要开发新的区域首先要搞好绿化, 才好拍地拍出好价格, 另外, 中央政府要求人均绿化面积不断提升, 两方面的乘数效应导致市政园林工程景气度将维持在高位。而随着人们对居住环境的日益重视, 景观效果出色的房地产项目更受欢迎, 对开发商来说, 景观园林单位成本的投入产出比最高, 开发商也愿意加大园林景观的投入。园林工程的高景气导致对苗木的需求量大增, 而苗木生长周期较长且具有典型的地域特征, 供给相对刚性, 苗木价格有望持续上涨。绿大地同时受益于园林工程业务的爆发和苗木价格的上涨, 为我们的首选标的。
- 装饰装修行业品牌影响力日益扩大。**因为建筑装饰直接体现了一个项目的档次和品位, 往往事关项目的成败或者销售业绩, 项目发展商在选择供应商时他们必然保持高度的慎重, 对品牌、品质的重视程度也与日俱增。而在同一个市场中, 能够被客户广泛认同的品牌只能是少数, 市场份额将集中到工程品质优良, 品牌知名度高的建筑装饰龙头手中。
- 专业工程盈利能力强。**专业工程是指从事专业性较强的工程领域, 具有较强的技术壁垒, 专业工程类公司可以通过自己的核心技术优势, 以设计带动工程总承包, 并重点以EPC总承包的方式履行项目, 使得业务的毛利率和净利润率水平会明显高于普通的建筑工程类企业。化工工程和水泥工程均具有非常强的专业性, 需要较强的资本投入和技术积累, 其中的龙头企业中国化学和中材国际核心竞争力突出, 值得重点关注。
- 水利水电工程将迎来建设高峰。**“十一五”期间我国水利水电建设历史欠账较多, 进入“十二五”后, 国家将更加重视节能减排与保障民生, 水利水电工程既能保障农业生产, 又是十大可再生能源工程之一, 因此水利水电建设在“十二五”期间有望获得高速发展。相关上市公司将显著受益, 首推粤水电。
- 投资建议:** 重点推荐绿大地、中国化学、中材国际和粤水电。

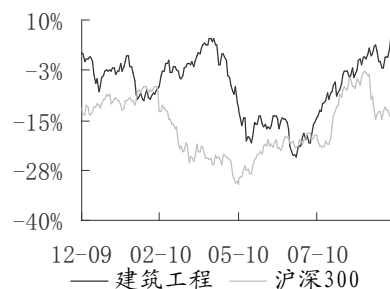
首选股票

目标价

评级

002200	绿大地	60.0	买入-A
601117	中国化学	9.0	买入-A
600970	中材国际	46.0	买入-A
002060	粤水电	15.0	买入-A

12 个月行业表现



研究员

李孔逸

行业分析师

021-68763865

liky@essence.com.cn

证书编号

S1450209090282

王天睿

行业分析师

021-68765363

wangtr@essence.com.cn

证书编号

S1450210070004

前期研究成果

建筑工程: 一室生辉满园春

2010-06-08

建材行业数据周报(2010年04月19日)

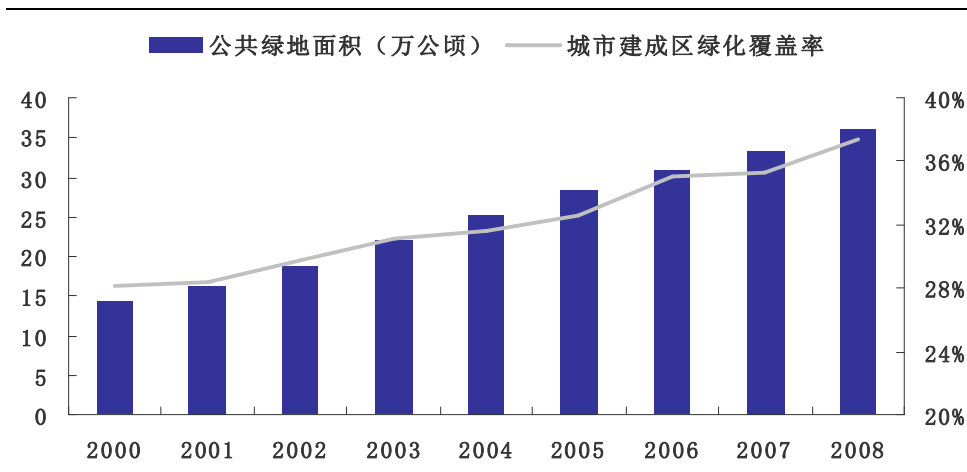
2010-04-20

第一部分：满园春色关不住

1. 园林绿化行业进入发展春天

园林绿化行业的发展与国民经济发展和城市化程度直接相关。随着国内经济的持续快速增长和城市化进程的推进，园林绿化行业从 2000 年起进入蓬勃发展时期。公共绿地面积从 2000 年的 14.3 万公顷上升到了 2008 年 35.9 万公顷，复合增长率为 12.2%，城市绿化覆盖率也从 2000 年的 28% 上升到了 2008 年的 37.4%。

图 1 我国城市公共绿地面积和建成区绿化覆盖率



数据来源：《中国城市建设统计年报》，安信证券研究中心

1.1. 市政和地产景观园林均快速发展

在园林绿化行业中，既包括以公共投资为主的市政园林景观也包括以私人投资为主的地产园林景观，两者均呈现出快速发展态势。

一方面，随着我国工业化和现代化进程加快，城镇化水平将不断提高，城市在国民经济和社会发展中的主导作用日益突出，越来越多的人口正转向城镇生活和工作，对城市生态环境的压力也将越来越大，为了满足人们对生态环境的美好诉求，各城市纷纷加大对市政园林绿化的投资力度。

另一方面，随着经济的快速发展和经济结构的优化，综合国力不断提高，生活水平不断改善，居民对小区的环境要求也越来越高，地产园林行业相应呈现出超常规的发展态势，发展速度远超过国民经济总体增长速度。

1.2. 政策面支持行业发展

1992 年，国务院颁布《城市绿化条例》，对城市规划区内种植和养护树木花草等城市绿化的规划、建设、保护和管理提出了具体的要求，规定“城市绿化工程的设计，应当委托持有相应资格证书的设计单位承担，城市绿化工程的施工，应当委托持有相应资格证书的单位承担。”园林绿化行业的发展步入法制化轨道，国内园林绿化行业正式起步。

2001 年，国务院召开全国城市绿化工作会议，并专门下发了《关于加强城市绿化建设的通知》，通知要求“各级城市人民政府要把城市绿化作为一项重要工作，列入议事日程。要把城市绿化纳入国民经济和社会发展规划，市长对城市绿化工作负主要责任”。各级政府对城市绿化工作的重视程度大大提高，全社会广泛参与城市绿化的热潮逐渐形成。

《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出，要把节约资源作为基本国策，保护生态环境，加快建设资源节约型、环境友好型社会，促进经济发展与人口、资源、环境相协调。党的“十七大”也提出，必须把建设资源节约型、环境友好型社会的要求落实到每个单位、每个家庭，从而有力的推动了我国风景园林行业的发展。

2005 年，国家发展和改革委员会《产业结构调整指导目录（2005 年本）》更是将城镇园林绿化及生态小区建设列为国家鼓励发展的产业，园林绿化行业进入发展春天。

2. 创建“园林城市”，市政园林规模迅速扩大

城市发展与城市生态平衡演进，人类活动与自然环境和谐互动，在今天日益成为牢固共识，并付诸行动。森林簇拥城市，城市洋溢绿色，绿树成荫，水木清华，不再是人们念兹在兹的悠远乡愁，而能够成为可视可触可企及的现实图景。城市宜居、处处透绿，本身就是具有说服力和吸引力的城市名片，对招商引资、引进人才、留住人才等城市发展的现实需求，往往有立竿见影的效果。不仅如此，园林绿化搞好后，还可以直接提升该区域的土地价值，增加当地的财政收入，各地方政府具有足够的动力加大绿化方面的投资。

市政园林绿化包括市政广场绿化、旧城改造及新城建设绿化、城市中央公园绿化、城市道路绿化和滨水（江、河、湖、海）绿化带等，园林绿化行业发展的主要驱动力还是日新月异的城市化进程，城镇人口在增加，人均绿化面积的指标也在提高，两方面的叠加效应导致园林市场容量的急剧增加。

我国从 1992 年开始在全国开展创建“园林城市”活动。随着人民生活水平的不断提高，对生活质量、生存环境的关注日益增强，创建园林城市、宜居城市在越来越多的城市中被摆在了突出的位置。以创建园林城市为契机，带动城市基础设施建设的发展，为市民创造一个宜居的生活环境，成为越来越多地方政府的重要目标。

图 2 市政园林经典案例

北京运河文化广场

广州珠江公园棕榈园



数据来源：上市公司资料，安信证券研究中心

表 1 国家“园林城市”部分指标

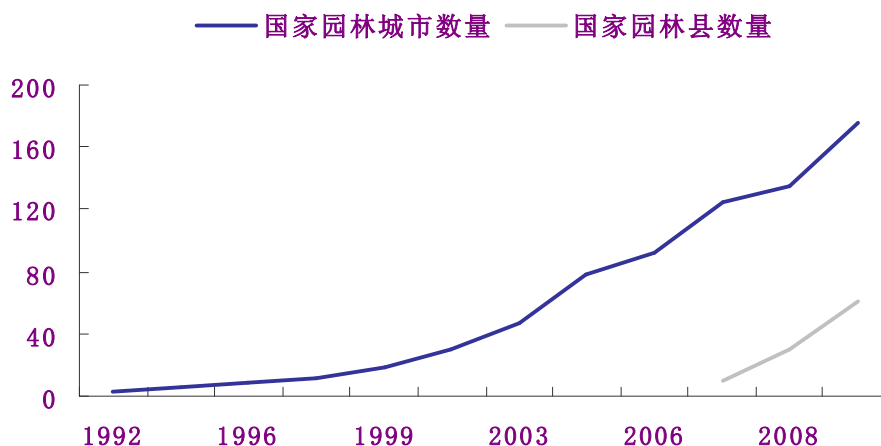
	100 万以上 人口城市	50—100 万人 口城市	50 万以下 人口城市
人均公共绿地（平方米）			
秦岭淮河以南	7.5	8	9
秦岭淮河以北	7	7.5	8.5
绿地率（%）			
秦岭淮河以南	31	33	35
秦岭淮河以北	29	31	34
绿化覆盖率（%）			
秦岭淮河以南	36	38	40
秦岭淮河以北	34	36	38

数据来源：建设部，安信证券研究中心

截至 2010 年，共有 12 批 176 个城市（区）通过了建设部的验收，被命名为国家园林城市，而全国共有 279 个地级市和 381 个县级市，国家园林城市占比还不到五

成，2007 年开始，县城、城镇也正式加入“国家园林”系列的创建中，市政园林的市场容量进一步扩大。

图 3 国家园林城市和园林县的数量



数据来源：建设部，安信证券研究中心

根据《中国城市建设统计年报》数据，2007 年城市市政公用设施建设固定资产投资中国林绿化为 525.6 亿元，城市维护建设资金支出中国林绿化为 361.1 亿元，2007 年城市园林绿化行业的总产值约 886.7 亿元，我国公共绿地面积 2000-2008 年的复合增长率为 12.2%，我们假设园林绿化行业 2008、2009 年每年仅以 10%左右的增速增长，那么 2009 年市政园林绿化行业的总产值就达到了 1073 亿元。我们预计 2010-2012 年市政园林工程的复合增长率超过 20%。

2.1.1. 创建“森林城市”，进一步提升市政园林工程的市场空间

从 2004 年起，全国绿化委员会、国家林业局启动了“国家森林城市”评定程序，并制定了《“国家森林城市”评价指标》和《“国家森林城市”申报办法》。同时，每年举办一届中国城市森林论坛。“让森林走进城市，让城市拥抱森林”成为保护城市生态环境，提升城市形象和竞争力，推动区域经济持续健康发展的新理念。

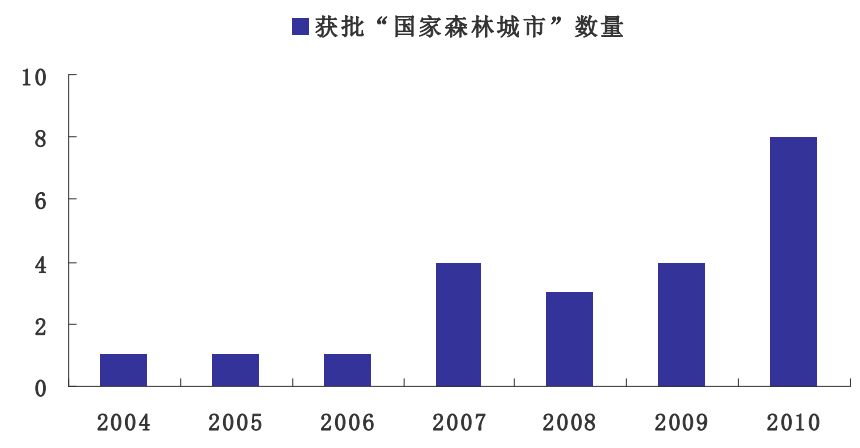
表 2 “国家森林城市”主要指标

“国家森林城市”主要指标	
1	城市森林覆盖率南方城市达到 35% 以上，北方城市达到 25% 以上；
2	人均公共绿地面积 9 平方米以上。
3	连接重点生态区的骨干河流、道路的绿化带达到一定宽度，建有贯通性的城市森林生态廊道；
4	江、河、湖、海等水体沿岸注重自然生态保护，水岸绿化率达 80% 以上。
5	公路、铁路等道路绿化率达 80% 以上，形成绿色通道网络；

数据来源：林业部，安信证券研究中心

2004-2008 年，全国绿化委员会、国家林业局先后授予贵阳、沈阳、长沙等十个城市“国家森林城市”称号。2009 年杭州、无锡等 4 个城市被授予“国家森林城市”称号。2010 年武汉、宁波等 8 个城市又成为“国家森林城市”中的新成员。2009 年以来，各地明显加大了对市政园林的投入，“国家森林城市”的评选节奏也明显加快，获得“国家森林城市”称号的城市大幅增加。

图 4 2004-2010 年获批“国家森林城市”数量



数据来源：安信证券研究中心

3. 商业地产园林景观快速发展

随着人民生活水平的提高，人们对居住环境越来越重视，景观效果出色的房地产项目受到人们的欢迎，对开发商来说，景观园林单位成本的投入产出比最高，越来越多的开发商开始加大园林景观的投入。

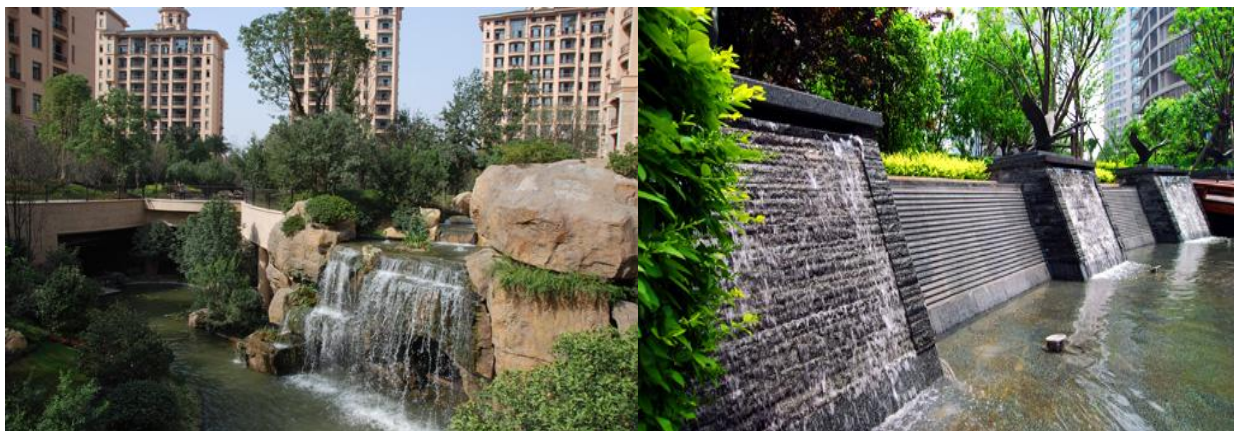
3.1.1. 房地产开发项目

根据以往数据粗略统计，地产项目配套园林占销售收入的比例为 1-4%，其中高层、小高层住宅投资比例为 1-3%，别墅类或类别墅为 2-4%。按保守估计，假设房地产企业的销售收入近似于房地产开发投资总额，以房地产开发投资总额的 2% 用于配套园林支出测算，截至 2009 年 12 月底，我国地产园林设计和工程的市场容量约为 724.63 亿元。而随着房地产业竞争的日益激烈，园林工程在提升房地产项目价值方面的作用日益凸显，房地产开发商在园林景观方面的投入越来越大，该项投入占项目销售收入的比例也将不断提高。

图 5 地产景观园林经典案例

上海浦东星河湾

杭州滨江金色海岸



3.1.2. 旅游休闲度假项目

随着人们生活水平的提高和休闲时间的增加，国内休闲度假区也获得了快速发展。北京、上海、深圳等一线城市兴建了众多高尔夫项目，海南更是成为国内外著名的休闲度假地区，随着国际旅游岛规划的逐步落实，越来越多的国内外知名企业在海南开始了新一轮的旅游休闲度假项目开发。

图 6 旅游休闲度假项目园林经典案例

苏州金鸡湖大酒店

深圳高尔夫俱乐部



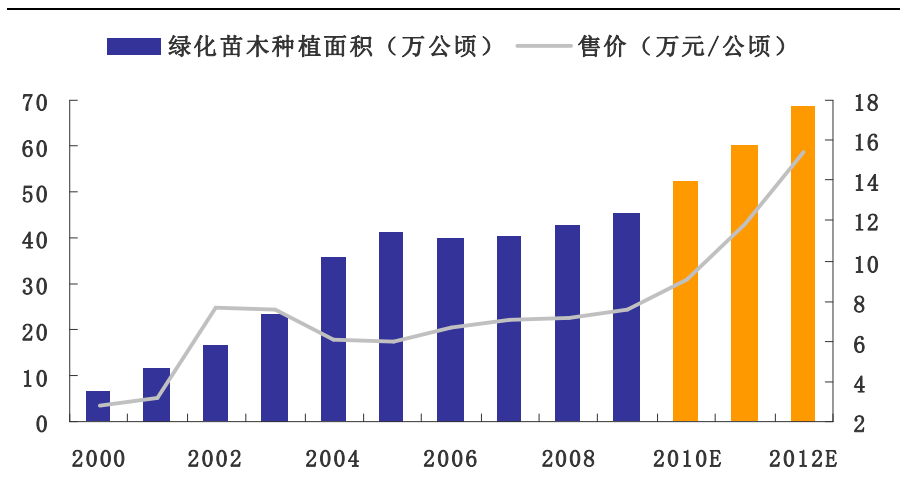
数据来源：上市公司资料，安信证券研究中心

4. 苗木市场进入牛市

人们对市政园林景观和地产园林景观的持续重视给苗木种植业带来了非常好的发展机遇。观赏苗木的种植面积从 2000 年的 6.5 万公顷快速上升到了 2005 年的 41.5 万公顷，年均复合增长率达 44.6%，2005 年以后，观赏苗木的种植面积基本保持不变，但销售额却持续上升，苗木价格小幅攀升。

从历史数据来看，2000 年-2002 年园林行业也出现了爆发式增长，绿化苗木量价齐升，进入一轮大牛市；2002 年-2005 年是园林行业的无序扩张期，各地纷纷增加了苗木种植面积，而品种相对集中在中小苗上，苗木价格整体出现了明显下滑；2005-2009 年行业进入了恢复期，苗木种植面积相对稳定，苗木价格小幅上扬，2010-2014 年，随着各地绿化热潮的深入，我们预计绿化苗木将持续短缺，因为苗木的成长周期平均在 3-5 年，供应存在明显的刚性，苗木市场将进入新一轮大牛市，出现量价齐升的情况，未来几年价格有望持续上扬。

图 7：2000 年以来的绿化苗木种植面积和销售均价



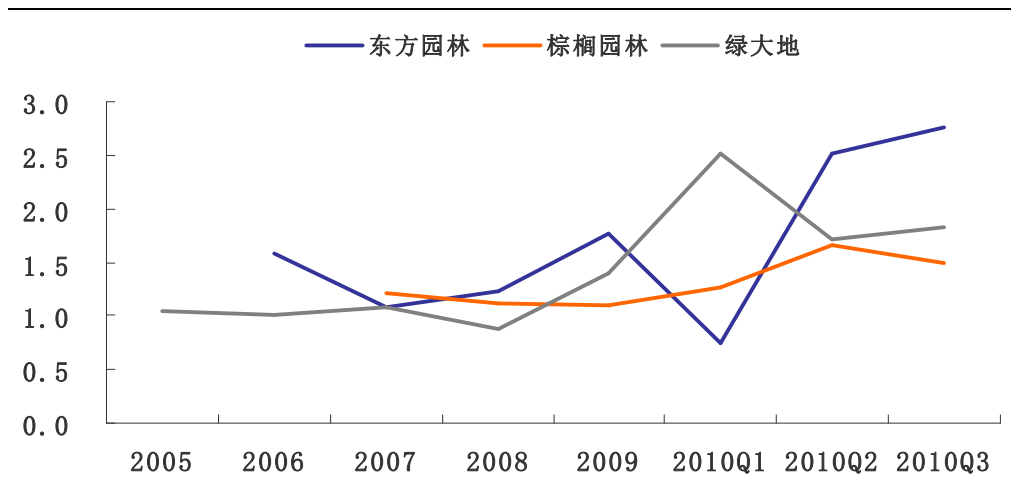
数据来源：中国花卉协会，安信证券研究中心

园林工程仍处于高景气度状态，城市化进程导致城市面积扩大，政府要开发新的区域首先要搞好绿化，才好拍地拍出好价格，另外，中央政府要求人均绿化面积指标，两方面的乘数效应导致园林工程景气度将维持在高位，估计还会持续 5 年以上。这样就导致市场对苗木的需求量暴涨，而苗木生长周期较长且具有典型的地域特征，供给相对刚性，近期大部分苗木价格大幅上涨就是这个因素推动的，所以我估计未来 3-5 年苗木价格仍会持续上涨。

5. 现金流的担忧

在园林工程规模快速扩张，形势一片大好的同时，也伴随着一些不太美妙的乐章。随着园林工程规模的快速扩张，市政园林工程回款慢的特点逐渐被放大，到 2010 年三季度，东方园林和绿大地两家主要做市政园林工程的公司，收入/经营活动现金流入（以下简称收现比）均出现了快速上升态势，棕榈园林的收现比也出现了小幅抬升。大家对其现金流的担忧开始加剧。

图 8 2005 年以来三家园林公司的收现比



数据来源：安信证券研究中心

5.1. 政府项目回款时间具有不确定性

虽然政府项目回款周期视财政收入而定，政府是相对强势的一方，但在国家财政实力日益增强的今天，真正出现违约不付的是极少数，即使出现财政困难，最多也就是支付时间的延后，而且拖欠的往往只是该项目额外提高合同额的部分，短期内很难对公司的盈利构成重大影响。

5.2. 现金流将逐步改善

虽然有些园林工程项目的总规模较大，但绝大多数的园林工程项目都是分段施工的，在每个项目段竣工验收之后就会开始付款，在项目增多后，短期看，因为同时上马的项目较多，导致现金流入相对收入规模大幅减少，但中长期看，现金流会逐渐改善，而且随着元旦、春节项目回款高峰的来临，园林公司近期的收现比就有望转升为降。

第二部分：品牌的力量

6. 建筑装饰行业蓬勃发展

建筑装饰行业的发展与经济发展水平相关性较强。我国综合实力不断增强，各项事业得到了全面的发展，特别是旅游业、金融业、商业、房地产开发等第三产业的发展直接拉动了建筑装饰行业的迅速发展。进入 21 世纪，我国城市化进程不断加快，城乡居民可支配收入的增加带来的消费结构逐步升级，相应地，住宅家装市场以及公共建筑的需求开始快速增长，我国建筑装饰行业进入蓬勃发展时期。

经过多年的发展，行业中的一些领先企业已经逐步完善了产业链，形成由建筑装饰工程设计、施工，景观园林绿化工程设计、施工，艺术品、家具、幕墙的设计、生产，建筑部品部件工厂化生产等组成的装饰产业链，形成“大装饰”的经营模式。

随着“大装饰”产业链的日益成熟和完善以及经营管理能力的不断提高，行业领先公司的品牌效应逐渐凸显出来，品牌开始成为装饰装修公司最重要的成长因素之一。

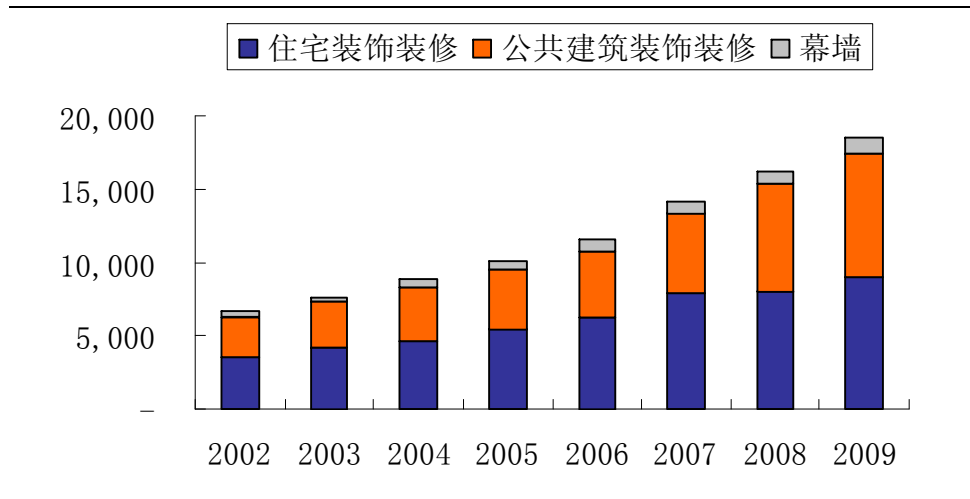
6.1. 高速成长的建筑装饰业

我国建筑装饰行业是一个资源永续、业态常青的行业，目前正是这个行业发展的黄金阶段。一方面市场需求急剧膨胀，社会投入持续上升，在未来 5-10 年内，行业仍处于一个高速发展期；另一方面，随着行业发展一定阶段，优质公司的品牌优势逐渐体现，利润率开始稳定上升。

2002-2009 年，国内建筑装饰行业飞速成长，复合增长率高达 15.9%。2009 行业总产值达 18500 亿元，其中家庭住宅装饰装修约 9000 亿元，公共建筑装饰装修约 8400 亿元，幕墙 1100 亿元，分别同比增长 12%、15%和 27%。

图 9 我国 2002-2009 年建筑装饰行业总产值

单位：亿元



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

6.2. 行业存量特征提供稳定并持续增长的市场空间

对于建筑装饰装修行业来说，由于装饰本身自然的更新换代与内装的折旧期较短，需求定期更新换代，存在明显的其存量市场特征。据行业协会统计，目前我国建筑装修周期普遍为 8-10 年，公共建筑中如高档酒店的装修周期可能相对更短。

保守按照 10 年的周期计算，2000-2009 年 10 年间的建筑装饰装修行业总收入已超过 10 万亿元，目前存量市场部分每年已经提供约 1 万亿元的市场需求。而未来随着城市化比例的升高与居民消费水平的提升，此容量未来几年还将继续提升，因此，每年进行大量的建筑装饰改造将形成大量稳定的装饰需求。

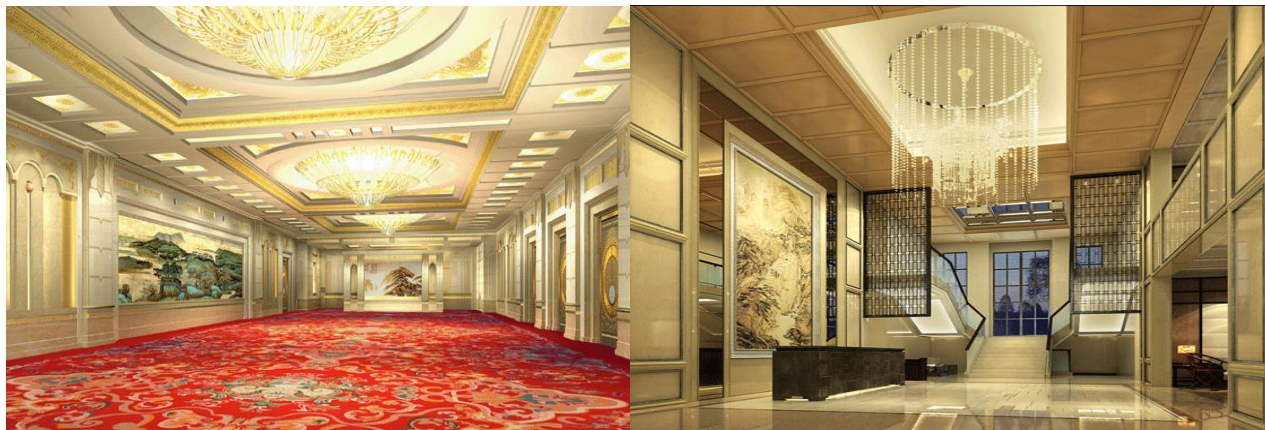
7. 公共建筑装饰装修细分子行业多

公共建筑装饰的主要业务对象为酒店、写字楼、政府办公楼、图书馆、医院、大剧院、音乐厅、体育场馆等的装饰装修，它横跨政府、工商、旅游、娱乐和文化等多个领域，细分子行业非常多，具有较大的成长空间。而且近几年在北京奥运和上海世博的推动下，国内公共建筑的单体建筑规模在持续扩大，装饰装修的档次在不断提高，装饰装修行业的规模也就不断扩大。同时，经过改革开放 30 年来国家建设规模的持续发展，相当多的公共建筑，特别是酒店建筑进入的更新改造期。从这一点上来说，即便是到一定的时期，建筑业的规模开始萎缩，但是建筑装饰业仍会继续发展。

图 10 公共建筑装饰装修经典案例

北京人民大会堂国宴厅

上海世博会中心



北京友谊医院

国家大剧院



数据来源：上市公司资料，安信证券研究中心

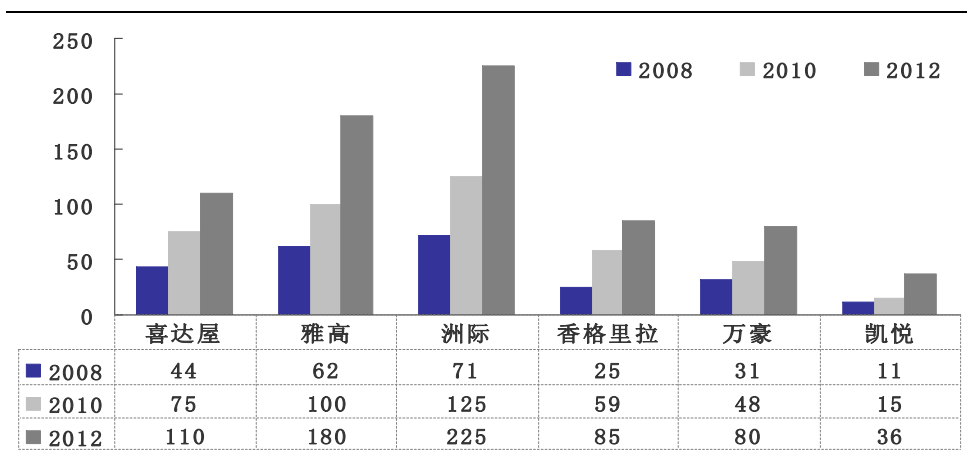
7.1. 高端酒店装饰对品牌的认同度高

高端酒店装饰装修业务的特点主要体现在：其一，高端酒店由于其装饰豪华程度与装饰装修的品质有相当高的要求，所以通常能够承受一定程度的溢价水平，单位面积装饰费用也较一般项目为高，可以获得稳定的、较高的毛利率，换言之，装修质量对业主更为重要；其二，酒店集团在选择合作伙伴时，也会考虑整体酒店设计装修风格与稳定的装修装饰品质，在选择装饰装修公司时，也更多的倾向于有过合作历史的一些长期合作伙伴，风格可以具有延续性而装修品质亦有保证；其三，酒店集团由于其自身较强的实力与较为标准化的财务流程，付款上一般都可以及时到位，坏账风险也相对较低。

面对我国经济高速增长带来的休假和商务旅游需求，国际酒店集团巨头也纷纷加速在国内进行布点与战略扩张。以图 3-5 中全球顶尖酒店管理集团在中国的未来发展计划为例，我们可以看到，喜达屋、雅高、洲际等酒店集团在保持了 2008-2010 年旺盛的增长之后，在未来 3 年仍将继续其每年 20% 以上的高速扩张趋势。

图 11 部分国际酒店集团在华扩张计划

单位：家



数据来源：安信证券研究中心

从业务构成看，酒店装饰业务在金螳螂、亚厦股份、洪涛股份和广田股份中都占有相当大的比重。四家公司的酒店装修业务均定位于高星级酒店，看重与国际酒店集团的合作。到目前为止，像洲际、万豪、希尔顿、凯悦、香格里拉、凯宾斯基等国际知名酒店管理集团的酒店的装修装饰项目，基本上都被行业前几名的公司瓜分了。长期的合作使得公司的市场知名度得以长久保持并进一步提升，而业务规模也随着国际酒店集团的扩张而扩大，相比普通建筑的竞标施工能获得较为稳定的订单来源。

7.2. 公共设施装饰装修市场前景看好

公共建筑装饰主要包括三部分，除了酒店之外，一部分是办公楼，包括政府办公楼、企业办公楼和商业写字楼；另一部分主要为图书馆、博物馆、展览馆、体育馆、大剧院、医院等公共设施。

社会发展规律证明，当一个国家人均 GDP 超过 3000 美元时，其居民的文化、娱乐支出总量将呈现爆发性增长。而目前我国居民文化支出总量仍处较低水平，国内居民文化娱乐市场增长潜力巨大。

而办公楼与经济景气度密切相关，随着世界经济的持续复苏，未来 3-5 年办公楼仍将保持稳定增长。而且，装饰装修行业还具有存量特征，即使未来房地产行业不景气会对新建办公楼装修业务的来源产生较大影响，但旧有建筑的翻新装修使得市场依然存在；如果未来在这方面的市场空间受到更大的压缩，竞争加剧，由于上市公司的品牌优势和资金优势，使得上市公司相较其他同行企业更具有竞争优势。

8. 住宅精装修对品牌的依赖度更高

8.1. 品牌、品质决定市场份额

住宅精装修发展早期，房地产商选择做精装修的初衷往往是促销造势，装修配置与标准档次都不高。而如今，精装修已是楼宇品质必不可少的构建部分，是房地产精细化制造过程中重要的一环。针对每一个项目个案，房地产商需要结合项目定位扎实研究，在装修设计、选材配比、施工各个方面累积经验，并与专业品牌的精装修供方一起展开可行性探讨，然后才能取舍。因为建筑装饰直接体现了一个项目的档次和品位，往往事关项目的成败和销售业绩，开发商在选择供应商时他们必然保持高度的慎重，对品牌、品质的重视程度也与日俱增。而在同一个市场中，能够被客户广泛认同的品牌只能是少数，市场份额将集中到工程品质优良，品牌知名度高的建筑装饰龙头手中。

而且，与一般投资者感觉不同的是，住宅精装修市场尤其是高端的精装修门槛其实很高，因为住宅精装修的最终客户是商品房的拥有者和使用者，对装饰细节要求较高，同时住宅的装饰面积小，转角较多，对技术和施工要求更高，对品质的要求也相

当高，开发商愿意支付相对较高的溢价来获得优质的精装修服务，高档住宅精装修的毛利率往往还高于公共建筑装饰装修业务。

图 12 住宅精装修工程经典案例

杭州绿城新绿园

万科威尼斯水城



深圳曦城

浙江千岛湖天屿别墅



数据来源：上市公司资料，安信证券研究中心

8.2. 市场认知度与行业氛围趋于成熟

2007 年，国内包括万科、绿城、恒大在内的一些有影响力的地产开发商纷纷表示，将大力推广精装修住宅。在产业政策和市场需求的双重推动下，住宅精装修市场进入了一个蓬勃发展的新时期。万科、绿城、星河湾、恒大地产等开发商在精装修上的成功也吸引越来越多的开发商投入到精装修住宅的开发上来。而随着房地产的逐步发展成熟，也要求开发商从粗放的发展模式转移到更加集约化的发展模式上来，提供更为优质的产品和服务。

同时，随着消费水平的提升，人们更加注重提高生活质量，追求更加舒适、优美和个性化的消费方，整体消费理念的进步又使得越来越多的购房者愿意接受高品质的精装修房。其中，有两类消费人群已成为精装修的强力支持者，一是生活节奏紧张的年轻白领，他们希望得到舒适、方便、装修到位的小户型住宅，一是具有国外生活背景的终端客户，他们往往习惯于居住在装修舒适的成品房之中。

8.3. 客户集中度高，有利于业务快速扩张

住宅精装修面对的客户是开发商，集中度更高，公司与之建立好关系后，谈判成本低，能够快速扩张，市场份额的提升相对更容易些。而公装则不同，面对的客户是多种多样、形形色色的客户，包括各地政府、部门、企业和私人投资者，谈判成本高，市场份额的提升速度远远不如住宅精装修。

房地产行业最近受到政策打压，未来趋势整体面临较大的不确定性，各个公司基

于不同的战略规划和风险考虑，对精装修商品房业务的态度截然不同。亚厦股份和广田股份是国内住宅精装修行业的龙头企业，和很多知名开发商建立了良好的关系，在人才和技术方面已经做好了充分的储备，在住宅精装修领域不断加大投入，收入规模翻番增长。金螳螂很早就涉足了住宅精装修市场，但前期发展一直比较缓慢，公司近期特意成立了专门的家装分公司，刚刚又与恒大地产签订了每年 30 亿元的精装修合作协议，强势进入精装修领域。洪涛股份在住宅精装修领域相对谨慎，控制风险始终是公司承接精装修房业务的首要考虑，但随着明年公司部品部件工厂的投产，加大精装修业务的投入也是大的发展趋势。

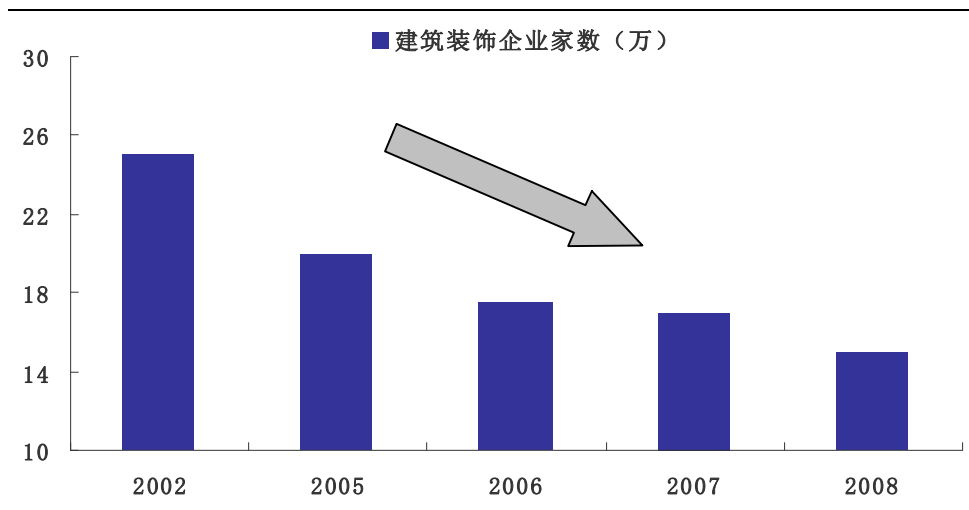
9. 市场集中度进入快速提升期

市场集中度大幅提升是行业发展到一定阶段后的必然结果。

在近十年的发展中，由于对建筑物外观质量和内在环境质量的要求不断提高，使装饰装修的比重在建筑工程总造价中不断提升，据统计，在高档建筑设施建设中，装饰装修已占工程造价的 40% 以上。目前，随着居民可支配收入的提升与国民经济的发展，市场对装饰类企业的设计、施工水平提出了更高的要求。

从这样一个数据我们就可以看出，我国建筑装饰行业正进入企业家数从 2002 年起逐年下降：全国建筑装饰企业从 2002 年的 25 万家，减少为 2006 年的 17 万家，而 2008 年仅有 15 万家的水平。这表明长期制约建筑装饰行业发展的散乱差的状况正在得到逐步的改善，产业集中度正在快速提高，龙头企业群渐次形成。

图 13 我国建筑装饰企业家数



数据来源：中国建筑装饰协会，安信证券研究中心

根据国际同业发展路径来看，建筑装饰行业的设计专业化、生产工厂化、施工装配化不可避免，同时，在这一产业升级过程中，对装饰装修公司的资金实力和品牌也提出了更高的要求，这无疑要淘汰一批落后企业，并涌现出一批竞争力强、优势明显的优质企业。四家上市公司金螳螂、亚厦股份、广田股份和洪涛股份在 2010 年的排名中包揽了前四位，推荐长期占据行业前两位的金螳螂和亚厦股份。

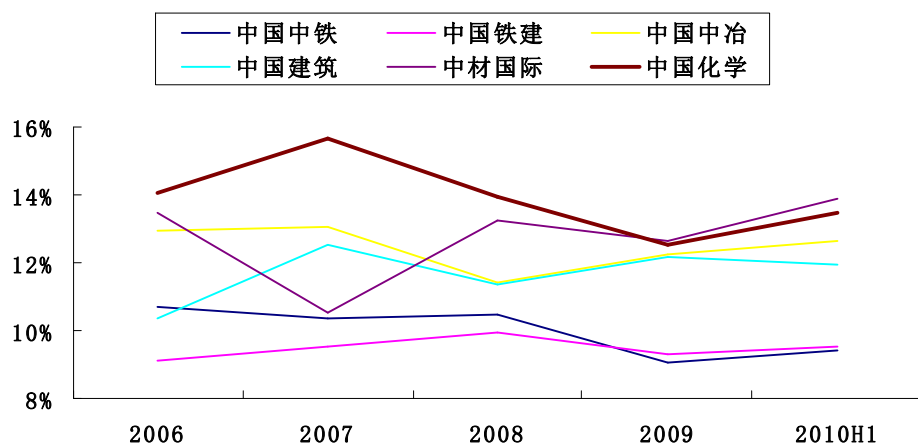
第三部分：因为专业，所以出色

10. 专业工程技术壁垒高，盈利能力强

专业工程是指从事专业性较强的工程领域，具有较强的技术壁垒，化工工程和水泥工程均具有非常强的专业性，需要较强的资本投入和技术积累。专业工程类公司可以通过自己的核心技术优势，以设计带动工程总承包，并重点以 EPC 总承包的方式履行项目，使得业务的毛利率水平会明显高于普通的建筑工程类企业。

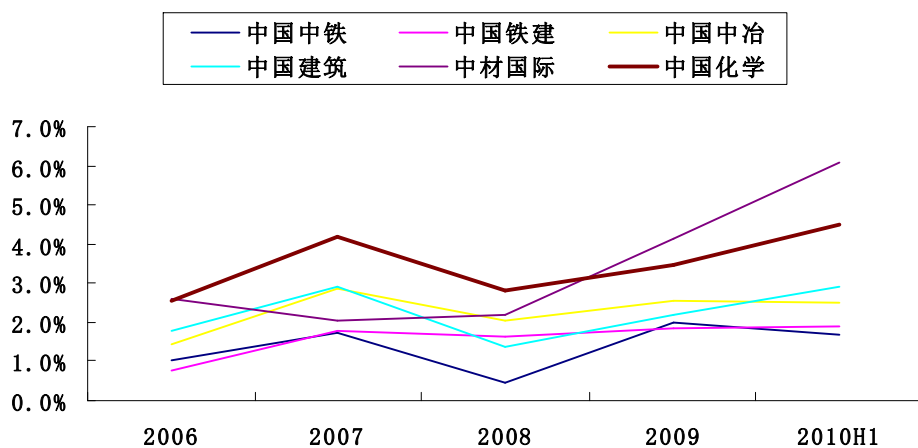
通过与国内大型工程类上市央企的比较，我们可以看出，中国化学和中材国际这两家专业工程类公司龙头的盈利水平要显著高于中国中铁、中国铁建、中国中冶和中国建筑。毛利率方面，中国化学和中材国际的毛利率基本维持 13% 以上，净利润率超过 3%，甚至高于 4%。

图 14 行业企业毛利率对比（2006-2010H1）



数据来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

图 15 行业企业净利润率对比（2006-2010H1）



数据来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

11. 中国化学：技术领先，工程立业

公司下辖八大化工设计院，拥有上百项化工、石化工程核心技术；长期以来，在化工、石油化工、煤化工、多晶硅、炼油、电力、环保等领域积聚了雄厚的技术优势。并且，公司已完全具备将工艺技术转化为工程技术的能力，2008 年被科技部、国务院国资委、中华全国总工会三部委正式列入首批创新型企业行列。

表 3 中国化学下辖化工设计院及专业领域分工

原设计院	现公司名称	专业领域	净利润（亿元）
------	-------	------	---------

化一院	中国天辰工程有限公司	电石、丙烯酸及酯、纯碱、烧碱、煤制甲醇、合成纤维及单体、制药工业工程和储罐	1.40
化二院	赛鼎工程有限公司	煤化工、苯酚、丙酮、二甲醚、光气及异氰酸酯、硝酸、硝铵、甲醇、焦化和城市煤气	0.99
化三院	化学工业第三设计院	旗下上市公司东华科技从事甲醇、二甲醚、煤化工、甲乙酮、三聚氰胺、硫酸、磷复肥、合成氨等	1.21
化四院	中国五环工程有限公司	碳酸二甲酯、草酸、磷酸、尿素、合成氨和硝酸	0.71
化六院	中国华陆工程有限公司	重水、液氢、有机氟、有机硅、有机胺、胶片、苯酐、顺酐、煤制甲醇、MDI（异氰酸酯）和甲烷氯化物	1.42
化八院	中国成达工程有限公司	多晶硅、纯碱、烧碱、钾碱及碳酸钾、乙烯、丙烯、甲醇、聚氯乙烯、三聚氰氨、乙炔	2.53
桂林橡胶	桂林工程公司	橡胶	0.13

数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

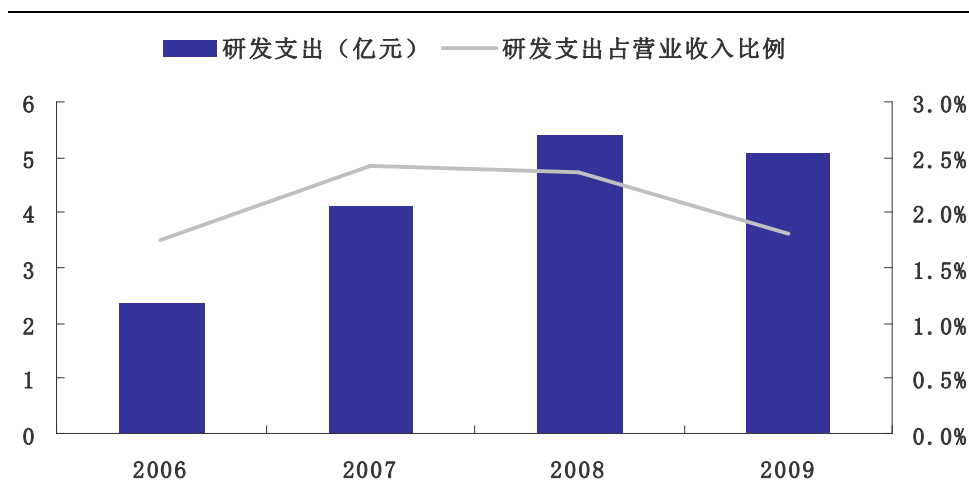
11.1. 研发投入大，技术储备足

公司一直以来不断致力于先进技术的研发，保持公司在行业领域以及未来有可能快速成长领域的技术储备，公司预计在 2010 年前将取得重大突破的科研项目计 52 项，其中包括被行业以及市场普遍关注的 FMTP（甲醇制丙烯）、MTA（甲醇转化制芳烃）、IGCC（大型煤制合成氨、制氢和制油品以及联合循环发电）等煤化工前沿技术以及尼龙-11 树脂、多晶硅工艺、大体积超密集钢筋砼施工技术等新领域、新工程工艺技术。

此外，公司是 2007 年科技部成立的四大产学研联盟之一（新一代煤（能源）化工产业技术创新战略联盟）的协会单位。通过与清华大学、天津大学、兖矿集团、怀化集团、锦西化工等 10 家研究机构或者应用企业的支撑与聚合，持续性的建设煤（能源）化工工艺、工程技术的开发及工业化应用平台。

高技术壁垒为公司带来了丰厚的利润的同时，其对技术研发不断地投入，也是确保公司未来在不断的产业发展、产业升级中保持旺盛生命力的关键因素。公司研发支出从 2006 年的 2.34 亿元上升到了 2008 年的 5.37 亿元，研发支出占营业收入的比例从 1.75% 提升到了 2.36%，虽然 2009 年受金融危机影响，研发支出有所下降，总体来看公司研发支出还是呈现快速上升态势。

图 16 中国化学研发支出及其占营业收入的比例



数据来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

11.2. 公司在煤化工技术方面全国领先

煤化工的工艺路线主要有三条，即焦化、液化和气化，其中煤焦化、煤合成氨属于传统煤化工，而新能源下的煤化工主要是指煤制油、煤制天然气、煤制醇醚和煤制烯烃等新型煤化工。新型煤化工是以生产洁净能源和可替代石油化工的产品为主，如

柴油、汽油、航空煤油、液化石油气、乙烯原料、聚丙烯原料、替代燃料（甲醇、二甲醚）等，它与能源、化工技术结合，可形成煤炭——能源化工一体化的新兴产业。

公司是我国化工、石油化工、煤化工、多晶硅工程领域领先的勘察、设计及服务提供商，是将国际先进技术引入国内并成功实现产业化的先行者，主导了我国化工、石油化工工程领域的技术演进。公司通过技术的引进、集成和自主研发，几乎掌握了全部的世界煤气化技术，形成或即将形成一批具有自主知识产权的煤化工工艺和专利（见下表），在煤化工领域占据了中国绝大多数工程设计和施工承包的市场份额，先后设计或 EPC 总承包了神华集团、云天化、兖矿煤业、大唐发电等煤化工项目，完成了涉及煤气化、煤液化、煤制天然气、煤制甲醇等近 300 个项目。

表 4 中国化学部分煤化工工艺和专利

已有工艺和专利	正在研发的工艺和专利
高浓度一氧化碳二级变换工艺方法	甲醇制丙烯（FMTTP）技术
回收废水中酚和氨的装置	用于 IGCC 的粉煤加压密相输运床技术开发
流化床催化裂解生产丙烯的方法及反应器	清洁煤气化制化工产品全流程技术
多喷嘴对置式水煤浆气化	甲醇制烯烃（MTO）技术
一氧化碳发生炉	甲醇转化制芳烃（MTA）技术
甲醇、二甲醚转化制取低碳烯烃气体产物的分离装置及方法	褐煤用于煤化工的干燥和气化技术的开发
“一种由合成原料气一步法制取二甲醚冷却冷凝分离工艺	大型煤制合成氨、制氢和制油品以及联合循环发电（IGCC）技术
换热式焦炉煤气加压催化部分氧化法制取合成气的工艺	固体热载体热解法制油、煤气和半焦工业化成套技术

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

从我们调研了解的情况来看，目前公司煤化工订单非常多。2009 年末，公司煤化工的在手订单超过 75 亿元，2010 全年煤化工订单预计将超过 120 亿元，营业收入则将以 50% 以上的速度增长，有望超过 50 亿元。

随着煤制天然气市场容量的快速扩张（见表 5，其中前 5 个项目已经获得发改委批准立项，前 4 个有中国化学设计）和公司综合实力的提升，2011、2012 年公司的煤化工业务仍将保持快速增长，预计到 2012 年公司的煤化工业务将实现 100 亿以上的收入。而由于煤制天然气属于新型煤化工工程业务，毛利率相对较高，公司煤化工业务将在保持快速扩张的同时毛利率也进入稳步提升阶段。

表 5 国内主要在建和拟建的煤制天然气项目

主要投资商	项目选址	年生产能力 (亿 m ³ /a)	总投资额 (亿元)	一期投产 时间
大唐国际发电	内蒙锡林浩特	40	257	2012
	辽宁阜新	40	247	2013
内蒙汇能煤化工	内蒙鄂尔多斯	20	135	2013
内蒙庆华集团	新疆伊宁	55	272	2012
华能集团	内蒙呼伦贝尔	40	-	-
华能集团	新疆准东	40	260	2013
神华集团	内蒙鄂尔多斯	20	200	2012
山东新汶矿业	新疆伊犁	100	500	2012
中海油与山西同煤	山西大同	40	240	2012
累计		329	2111	

数据来源：公开资料，安信证券研究中心收集整理

12. 中材国际：系统集成服务供应商

中材国际主要从事国内外大型新型干法水泥生产线工程总承包集成服务及工程咨询、工程设计、建设安装、装备制造及供应、调试及运转维护等业务。公司成立于2001年12月，是由中国非金属材料总公司将其全资的三院（即南京水泥工业设计研究院、成都水泥工业设计研究院、苏州混凝土水泥制品研究院）、三公司（中国建筑材料工业建设唐山安装工程公司、中国建筑材料工业建设苏州安装工程公司、中国建筑材料工业建设邯郸安装工程公司）中与水泥工程相关资产合并组建而成。伴随着中国和世界水泥工业一同成长的中材国际，以“扩大优势、开拓市场、走向世界”为战略目标，在持续推动中国水泥工业健康发展的同时全面走向国际市场，公司在水泥工程领域市场占有率已经位居全球首位。

12.1. 国际市场复苏

公司已完成和正在建设的国外水泥生产线近百条，累计涉及西班牙、意大利、沙特、埃及、阿联酋、印度、赞比亚、摩洛哥、厄瓜多尔等50多个国家，基本完成了国际市场分布，成为国际水泥技术装备、工程市场的主要服务商，公司SINOMA品牌成为国际知名品牌。

09年下半年开始受益于世界经济的复苏，国际市场需求回暖。尽管欧美发达国家遭遇金融危机后经济复苏缓慢，导致水泥投资减少，但新兴市场国家经济的逐步复苏和信贷市场的重启，使得水泥生产线的投资保持了较快增长，新增市场容量主要来自于非洲、中东和印度等地区。而国内市场受限制新建产能政策影响，水泥投资增速缓慢，预计水泥生产线新建的限制短期内难以放松，未来国内市场仍将维持弱势。

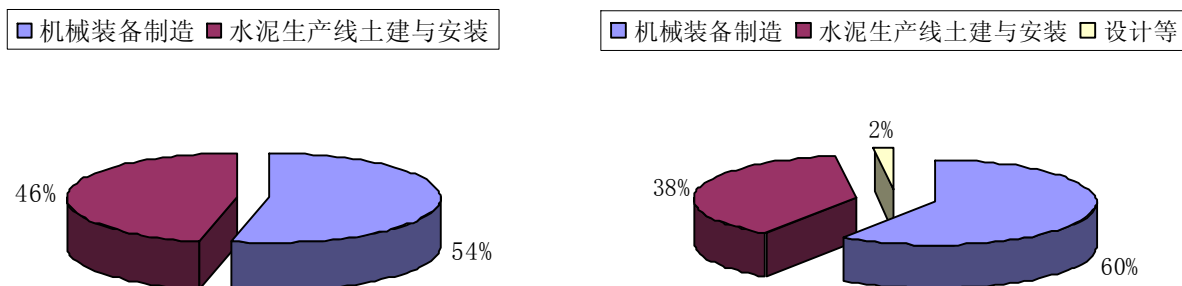
12.2. 核心竞争力突出

公司在快速扩张期就为公司进入服务商的高附加值领域奠定了扎实的基础，包括水泥工程设备组件、生产线技改以及生产管理等。

公司拥有国内四大水泥设计院其中的三个，使公司集中了行业内的优质资源，公司在项目承揽及市场开拓方面具有先发优势。另外通过近年来的资产业务整合，公司形成了较为完整的、适应市场竞争需要的、以水泥生产线工程建设各环节包括工程研发设计、施工安装、装备制造等为主线的水泥工程建设业务体系，公司的核心竞争力突出，竞争优势明显，2006年以来，水泥生产线工程建设中毛利率相对较高的装备制造和设计等业务占比持续提升。

图 17 中材国际 2006 年收入构成

中材国际 2010 年中期收入构成



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

第四部分：水利先行，利国利民

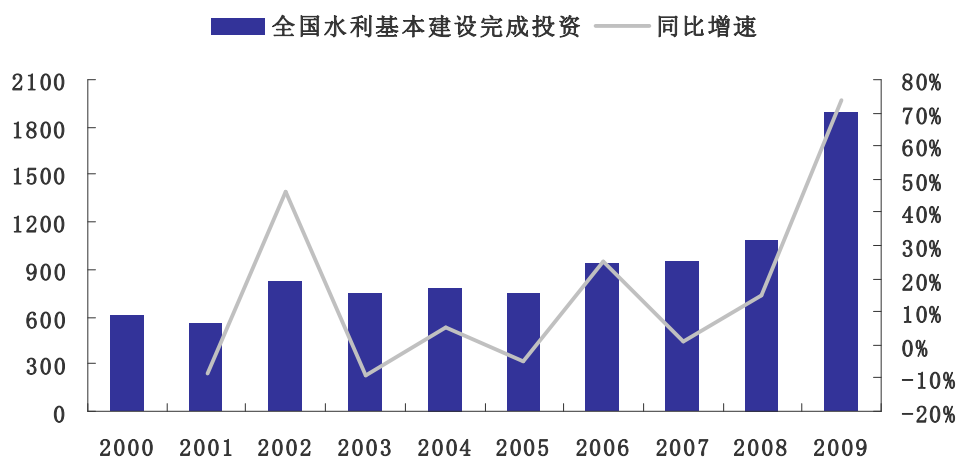
13. 旱涝灾害频发凸显水利设施建设滞后

自 2009 年 9 月开始到 2010 年 4 月，中国西南地区的云南、贵州、广西、重庆、四川等省（区、市）遭遇了大范围持续干旱，我国的水利基础设施在旱情中暴露出标准低、配套差、老化失修、功能退化的致命弱点，水利设施建设明显滞后于经济发展。

从工程基础看，隐患不容低估。虽然近年来国家已经加大了病险水库除险加固力度，但全国仍有 3 万多座水库不同程度存在病险隐患，加之每年都有不少水库因水毁形成新的病险，不仅不能很好地发挥水库的防洪减灾效益，而且还存在严重安全隐患。2008、2009 年，国家明显加大了水利建设的投资力度，2009 年全国水利基本建设完成投资额同比增长了 74%。

图 18 2000 年以来全国水利基本建设完成投资额

单位：亿元



数据来源：中国水利水电工程网，安信证券研究中心

2009 年，在中央应对国际金融危机政策带动下，中国水利基本建设完成投资规模高达 1894 亿元。干旱气候下，中国一些省区更是增加了水利建设。云南省今年将陆续开工建设 100 个骨干水源工程和 100 万个小山塘、小电灌站等“五小”水利工程。贵州省则继 2009 年开工建设历史规模最大的黔中水利枢纽工程后，还将同步进行“滋阴”工程、病险水库除险加固、烟水配套工程、农村饮水安全工程等水利项目，以提高农田有效灌溉面积。2010 年全国水利基本建设完成投资额预计超过 2000 亿元。

14. 水电工程建设提速

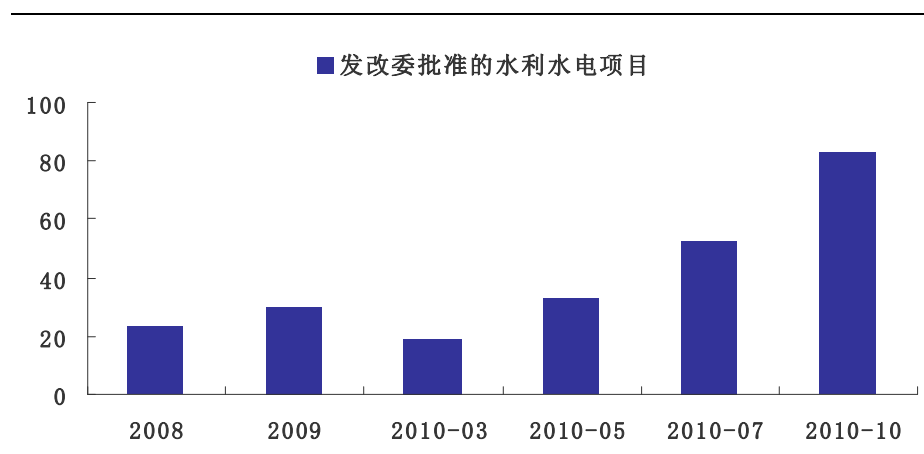
“十一五”期间水电建设历史欠账多，根据“十二五规划”，国家将更加重视节能减排与保障民生，水电基地工程又是十大可再生能源工程之一，因此水利水电建设在“十二五”期间有望获得高速发展。

根据中国水力发电工程学会副秘书长张博庭的说法，“‘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。”

从长期来看，根据国家电力工业“十一五”规划和《可再生能源中长期发展规划》，2020 年水电装机规模将达到 3 亿千瓦，水电开发程度要达到 75% 以上，未来我国水利水电施工行业将持续增长。从中期看，为了完成我国向国际社会做出的非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右承诺，保证 2020 年的碳目标实现，未来 5 年至少需要开工的水电项目超过 1 亿千瓦，我国水电开发将进入跨越式发展阶段。

2008、2009 年，国家发改委批准立项的水利水电项目分别为 23 和 30 个，2010 年前 7 月，国家发改委批准立项的水利水电项目已经达到了 53 个，相当于 2008 和 2009 年全年的量。

图 19 2008 年以来国家发改委批准的水利水电项目个数



数据来源：中国水利水电工程网，安信证券研究中心

随着十二五期间国家加大水利水电投资的力度，相关上市公司将显著受益。其中 2009 年，粤水电和安徽水利的水利水电工程业务占主营业务的比重分别为 40%和 30%左右，2009 年和 2010 年上半年，葛洲坝新签水电工程合同额约占新签合同总额的比例均为 46%左右，意味着公司约有 36%的业务将受益于水利水电的建设。根据受益排序，我们对三家公司的推荐次序为粤水电、葛洲坝和安徽水利。

15. 投资标的

15.1. 主要优势比较

表 9 装饰装修行业上市公司主要优势比较

2009 行业排名	公司名称	主要优势
1	金螳螂	在星级酒店、体育场馆、医院等各类公共建筑的设计施工业务上优势明显，设计能力突出，全国装饰行业龙头，管理、运营效率高
2	亚厦股份	专注于大型公共建筑、高端星级酒店装饰装修，在高档住宅精装修优势明显，科技创新及施工技术能力突出，工厂化、装配化技术成熟。
3	广田股份	住宅精装修比例在业务中的占比最大，与多家房地产公司建立了良好的合作关系。在技术创新和施工能力方面优势明显。
4	洪涛股份	在剧场会堂类文化设施、国家政务场所、酒店大堂装饰工程等高端公共建筑装饰具有较强优势，设计能力强。

数据来源: 安信证券研究中心

表 10 园林绿化行业上市公司主要优势比较

2007 行业排名	公司名称	主要优势
3	东方园林	艺术造园，在重点市政公共园林工程、高端休闲度假园林工程和生态湿地工程领域以及在大型园林工程领域优势明显，设计能力强。
2	棕榈园林	商业地产绿化工程行业龙头，在抗逆性棕榈科植物的培植、驯化技术和全冠移植等方面处于国内领先水平，设计优势突出，业务已经拓展到全国。
7	绿大地	从苗木种植起家，在自培苗木方面技术优势明显，公司是最早一批获得绿化工程一级施工资质的企业之一，2010 年起加大绿化工程力度。

数据来源: 安信证券研究中心

表 11 专业工程上市公司主要优势比较

2009 行业排名	公司名称	主要优势
1	中国化学	公司是我国化工工程领域领先的勘察、设计及服务提供商，是将国际先进技术引入国内并成功实现产业化的先行者，主导了我国化工、石油化工工程领域的技术演进。
1	中材国际	公司形成了完整的以水泥生产线工程建设各环节包括工程研发设计、施工安装、装备制造等为主线的水泥工程建设业务体系，在水泥工程领域核心竞争力突出，竞争优势明显。。

数据来源: 安信证券研究中心

表 12 水利水电工程上市公司主要优势比较

2009 行业排名	公司名称	主要优势
2	葛洲坝	公司在大型水电项目上具有突出经验与技术优势，凭借独家承建葛洲坝工程形成的核心竞争优势，公司在国内水电工程的市场份额超过 20%。
	粤水电	广东省最大水利水电建筑施工企业，省内市场占有率超过了 50%，承建了广东绝大部分大中型水利水电和污水处理厂工程。
	安徽水利	公司拥有 6 项国家一级资质，在安徽省水利和高速工程施工方面具有垄断优势，安徽省内淮河流域的水利工程施工基本上都是由公司承包建设，是安徽水利系统和建设的龙头企业。

数据来源: 安信证券研究中心

15.2. 估值比较

在装饰装修行业中，金螳螂和亚厦股份长期保持第一、二的位置，且成长性好，给予买入-A 的投资评级。在园林绿化行业中，绿大地同时受益于园林工程业务的高速成长和苗木价格的上涨，给予买入-A 的投资评级。中国化学和中材国际作为专业工程领域的佼佼者，目前估值优势明显，给予买入-A 的投资评级。粤水电作为国家加大水利水电工程投资的最显著受益者，成长空间最大，给予买入-A 的投资评级。

表 13 标的公司估值

	EPS				复合	PE			11.30		
	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	2010	2011	2012	股价	目标价	评级
洪涛股份	0.46	0.84	1.29	2.06	64.8%	52.6	34.2	21.5	44.28	52	增持-A
金螳螂	0.63	1.22	1.94	2.64	61.3%	55.9	35.0	25.7	67.90	78	买入-A
亚厦股份	0.63	1.30	2.36	3.70	80.7%	70.4	38.8	24.7	91.50	94	买入-A
广田股份	0.63	1.38	2.30	3.46	76.0%	68.9	41.5	27.6	95.4	96	增持-A
东方园林	0.56	1.71	3.21	4.03	93.4%	65.6	35.0	27.9	112.4	130	增持-A
棕榈园林	0.40	0.86	1.74	2.61	86.3%	104.6	51.4	34.3	89.7	100	增持-A
绿大地	-1.00	0.32	1.20	2.38	172.7%	116.7	31.1	15.7	37.4	60	买入-A
中国化学	0.20	0.31	0.42	0.53	39.0%	18.3	13.3	10.5	5.6	9	买入-A
中材国际	0.88	1.68	2.30	2.80	47.1%	20.3	14.8	12.2	34.1	46	买入-A
葛洲坝	0.38	0.48	0.64	0.80	28.2%	25.1	18.8	15.1	12.0	16	增持-A
粤水电	0.26	0.40	0.50	0.70	39.1%	25.8	20.6	14.7	10.3	15	买入-A
安徽水利	0.20	0.34	0.50	0.63	46.6%	36.3	24.7	19.6	12.3	15	增持-A

数据来源: 安信证券研究中心

注: 绿大地复合增长率是 2010-2012 的复合增长率, 其他公司均是 2009-2012 年的复合增长率。

作者简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010 年 1 月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008 年 6 月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2009 年所在团队荣获“新财富建筑材料行业最佳分析师”第五名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

0755-82558073

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

huzhen@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034