



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 2 月 23 日

建筑与工程

研究部

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080209070098
wuhm@cicc.com.cn

张松

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010055
zhangs2@cicc.com.cn

利比亚冲突升级, 对建筑公司影响有限

行业近况:

世华财讯报道¹, 中国驻利比亚使馆 21 日证实, 中国华丰公司在利比亚的建筑工地 20 日被抢, 上千名中国工人被迫离开营地。近几日, 包括中交、中建、中铁、中水等大型中资企业的项目工地都发生了遇袭案。

评论:

- 1) 根据我们的汇总, 国内企业利比亚海外项目相对较少, 在总合同中占比不足 5%, 其中占比较高的葛洲坝、中国铁建、中国建筑、中国中冶、中交建利比亚合同占全部在手订单的比例分别为 4.2%、1.4%、1.4%、1.2%和 1.1%, 而中铁二局、隧道股份、中国建筑国际则完全没有利比亚合同, 利比亚形势变化对公司实际经营情况影响有限;
- 2) 中东局势紧张、利比亚冲突升级, 对项目施工带来很大困难, 但由于前期项目均处于合理施工阶段, 且大部分合同都是跟当地政府签订的, 因此, 目前上看, 仅会产生提前中止或延迟建设的可能, 不会产生后续大量亏损的情况;
- 3) 我们最担心的是当地建筑施工人员及财产的损失情况超出预期, 目前了解到的情况, 我国驻利比亚使馆及商务部都在积极协调和妥善安排相关人员, 最大限度保障施工人员及财产的安全, 各建筑公司也在尽可能协调自身资源组织营救工作, 具体情况仍有待进一步观察。

估值与建议:

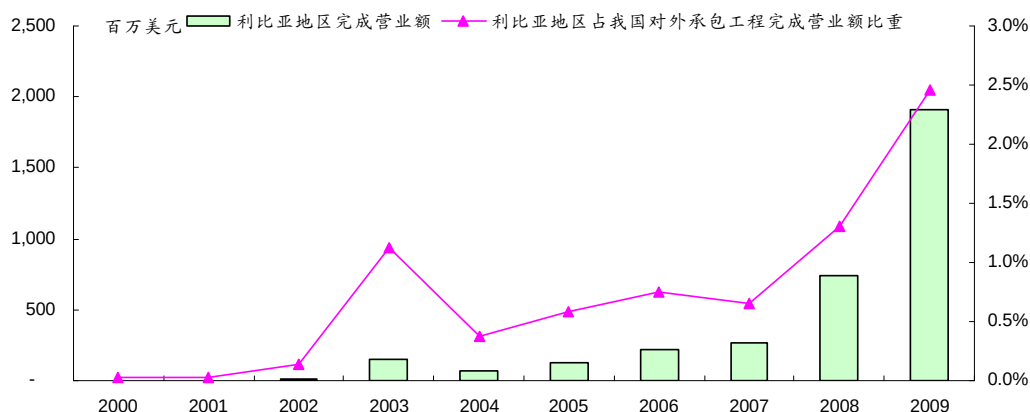
目前建筑公司在手订单充裕, 完全可覆盖未来两年 20%-30% 的增长。当前股价下, A 股建筑板块 2011 年平均 PE 为 19.3 倍, 四大龙头公司 2011 年平均 PE 为 11.9 倍, H 股 2011 年 PE 平均为 10.2 倍, 估值相对较低。我们仍建议投资者持有龙头公司以规避市场下调风险获得相对收益, 包括 A 股的中国建筑和 H 股的中交建。高铁板块短期仍可能受制于铁道部人事变动而存在一定的不确定性。

风险提示:

冲突进一步升级造成严重的人员和财产损失。

¹ <http://content.caixun.com/NE/02/fq/NE02fqba.shtml>

图表 1: 利比亚占我国对外工程承包完成营业额的比重小于 3%



资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 2: 主要建筑企业利比亚在手订单占比并不高

公司	利比亚在手订单	公司在手订单合计 (十亿元)	利比亚占公司比重
葛洲坝	约50亿元	120	4.2%
中国建筑	约110亿元	800	1.4%
中国铁建	约130亿元	950	1.4%
中国中冶	约30亿元	250	1.2%
中交建	约50亿元	450	1.1%
中国中铁	小于100万美元	950	0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 主要建筑公司在利比亚的重大在建项目汇总

项目名称	开工日期	预计竣工日期	合同额(亿美元)
中铁建			
利比亚铁路 (黎波里至加迪尔角)	2009年2月	工期54个月	8.1
利比亚沿海铁路项目	2008年12月	工期4年	26.0
利比亚南北铁路项目 (黑谢--塞卜哈)	2008年6月	工期3年	
其他			6.0
小计			40.1
中国建筑			
利比亚两万套住房和公共建筑设计完善和施工	2008年	工期40个月	24.6
小计			24.6
葛洲坝			
利比亚西山区及纳努特省7300套房建工程	2009年6月	工期36个月	8.3
利比亚黎波里旧城改造项目	2009年3月签订	工期48个月	4.1
小计			12.4
中交建			
米苏拉塔5000套房建项目	2009年6月	工期30个月	5.5
利比亚米苏拉塔ALERMAL基础设施项目	n.a.	n.a.	1.0
利比亚米苏拉塔Shuhada Alrmila基础设施和公路网项目	2009年6月	n.a.	1.0
利比亚Bani Walid基础设施和公路网项目	n.a.	n.a.	1.0
其他			2.0
小计			10.5
中国中冶			
伊斯特麦利塔5000套单元住宅房和配套服务设施项目公共工程合同	2008年11月	工期36个月	7.9
小计			7.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部；注：本表中合同金额为该项目签订的合同额，与上表中的在手订单金额不同，在手订单扣除了项目已结算部分

图表 4：可比公司估值表

公司名称	当前股价	市值	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
	2011-2-22	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09-11	09A	10E	11E	09A	10E	11E	最近会计年度		
美国	(USD)		(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	74.77	13,368	3.83	2.14	3.32	19.5	34.9	22.5	-6.9%	4.0	3.7	3.1	20%	11%	15%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	51.55	6,515	3.26	2.38	2.56	15.8	21.7	20.2	-11.5%	2.4	2.2	2.0	n.a.	9%	10%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	40.60	3,453	0.18	2.16	1.65	225.6	18.8	24.7	202.4%	2.4	2.2	2.0	7%	10%	8%	67%	8%	2%
KBR Huston	35.11	5,300	1.74	1.99	2.18	20.2	17.7	16.1	11.8%	2.4	2.3	2.0	n.a.	14%	14%	65%	7%	3%
平均值		7,159				70.3	23.3	20.9	49.0%	2.8	2.6	2.3	13%	11%	12%	60%	9%	3%
中间值		5,908				19.8	20.2	21.4	2.5%	2.4	2.3	2.0	13%	11%	12%	62%	7%	3%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	42.41	32,055	2.94	3.18	3.35	14.4	13.3	12.7	6.7%	2.3	2.1	2.0	17%	16%	16%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	33.06	16,456	3.76	3.11	3.36	8.8	10.6	9.8	-5.5%	1.4	1.3	1.2	17%	12%	12%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	126.50	8,250	8.42	8.60	11.78	15.0	14.7	10.7	18.2%	2.7	2.7	2.3	18%	19%	25%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	69.25	7,255	2.62	3.19	4.12	26.5	21.7	16.8	25.5%	2.1	1.7	1.6	10%	10%	12%	76%	n.a.	1%
平均值		16,004				16.2	15.1	12.5	11.2%	2.1	1.9	1.8	15%	14%	16%	78%	8%	3%
中间值		12,353				14.7	14.0	11.7	12.5%	2.2	1.9	1.8	17%	14%	14%	77%	8%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	341	3,244	8.01	-8.73	14.39	42.6	-39.1	23.7	34.0%	0.8	0.9	0.9	2%	-1%	4%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	213	2,714	-6.20	13.02	12.84	-34.4	16.4	16.6	n.a.	0.8	0.9	0.8	-2%	5%	5%	84%	6%	2%
Taisei	187	2,570	-22.93	19.24	10.78	-8.2	9.7	17.3	n.a.	0.6	0.7	0.7	-5%	7%	4%	78%	8%	1%
Obayashi	366	3,182	15.24	-74.21	23.24	24.0	-4.9	15.8	23.5%	0.6	0.8	0.7	3%	-15%	5%	74%	6%	1%
平均值		2,928				6.0	-4.5	18.3	28.8%	0.7	0.8	0.8	-1%	-1%	4%	80%	7%	2%
中间值		2,948				7.9	2.4	17.0	28.8%	0.7	0.8	0.8	0%	2%	5%	80%	7%	2%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	5.07	15,231	0.37	0.43	0.53	13.8	11.9	9.5	20.5%	1.6	1.4	1.2	11%	11%	13%	79%	6%	2%
中国铁建	8.96	14,191	0.61	0.39	0.91	14.7	22.9	9.9	22.1%	1.8	1.7	1.4	11%	13%	14%	81%	6%	2%
中交建	6.02	11,456	0.55	0.71	0.87	10.9	8.5	6.9	25.6%	1.4	1.2	1.0	13%	14%	15%	75%	10%	3%
中国中冶	3.32	11,217	0.27	0.32	0.39	12.5	10.5	8.6	20.6%	1.5	1.3	1.2	12%	11%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	6.69	2,564	0.21	0.32	0.46	32.3	21.2	14.5	49.0%	4.6	4.0	3.3	14%	19%	23%	67%	9%	5%
平均值		8,412				16.8	15.0	9.9	27.6%	2.2	1.9	1.6	12%	14%	15%	77%	8%	3%
中间值		11,217				13.8	11.9	9.5	22.1%	1.6	1.4	1.2	12%	13%	14%	79%	9%	3%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	4.81	15,231	0.32	0.36	0.43	14.9	13.5	11.1	15.6%	1.7	1.5	1.4	11%	11%	13%	79%	6%	2%
中国铁建	7.57	14,191	0.53	0.33	0.73	14.2	23.0	10.3	17.1%	1.8	1.7	1.5	12%	7%	14%	81%	6%	2%
中国建筑	3.61	16,456	0.19	0.28	0.35	18.9	13.1	10.3	35.4%	1.6	1.4	1.3	8%	11%	13%	70%	8%	2%
中国中冶	4.05	11,217	0.22	0.23	0.28	18.3	17.5	14.2	13.3%	2.0	1.9	1.7	11%	11%	12%	80%	10%	3%
葛洲坝	14.13	7,488	0.38	0.48	0.58	37.3	29.6	24.3	23.7%	6.0	4.6	4.1	16%	16%	17%	78%	6%	5%
中铁二局	11.21	2,486	0.47	0.69	0.88	23.9	16.3	12.8	36.9%	3.9	3.3	2.7	16%	20%	21%	82%	4%	2%
隧道股份	11.51	1,283	0.49	0.61	0.74	23.4	18.7	15.5	22.8%	2.1	2.0	1.8	9%	11%	12%	78%	6%	2%
粤水电	13.92	703	0.26	0.30	0.40	54.1	46.8	34.6	25.1%	3.3	3.2	3.0	6%	7%	9%	68%	7%	3%
安徽水利	18.07	613	0.20	0.88	0.59	92.5	20.6	30.7	73.7%	6.5	4.9	4.2	7%	24%	14%	76%	11%	2%
平均值		7,741				33.0	22.1	18.2	29.3%	3.2	2.7	2.4	11%	13%	14%	77%	7%	2%
中间值		7,488				23.4	18.7	14.2	23.7%	2.1	2.0	1.8	11%	11%	13%	78%	6%	2%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED