



民生与环保工程引领行业发展

建筑工程

国际建筑巨头的业绩增长与股价大涨

目前万喜相、雅各布等国际巨头相对其大盘指数估值溢价明显，而且本世纪来总涨跌幅 270% 以上，远超同期市场平均水平，主要是因为业绩持续性增长与良好的分红回报，而核心驱动力在于外延扩张、建筑与特许权的协同发展和高端市场的延伸。另外，从周期上来看，美国建筑行业周期性弱，而且 2H10 回升迹象渐显。

2011 年国内建筑行业：民生工程与环保工程引领行业发展

中国建筑行业弱周期性，未来在产业升级、投资先行与节能环保投资、城市化进程推动下，维持约 20% 的稳定增长；

民生工程加快发展：（1）2011 年保障房加速发展，开工数量增速 70%，融资/工程/开发销售管理/配套工程的一体化模式将广泛使用，其净利率能高达 8-10%，超市场预期；（2）水利水电迎黄金 10 年，投资总规模高达 4 万亿；（3）市政园林、体育文化场馆、医疗基础设施等文体卫生工程投资加快；

十二五迎环保工程盛宴：十二五环保产业投资同比翻番，并出现结构性变化，政策有望新增污水脱磷脱氮和燃煤电厂脱硝和脱硫、强制性要求处理污泥，预期将带动污水处理、电厂脱硝工程和污泥处理市场的发展，十二五期间上述 3 个市场投资额将达到 2000、1500 和 1500 亿的规模，并且运营管理市场也将快速发展；

龙头公司的长期发展看产业链与高端延伸：一方面是带资承揽项目业务模式加快发展，另一方面，行政（央企与上海国企等）与市场竞争（装修装饰等）推动行业整合；另外国内龙头复制万喜、雅各布等扩张模式，产业链向高端（规划设计咨询、融资、项目运营管理、维护等）延伸驱动长期发展。

投资策略

考虑到建筑工程行业估值处于 10 年低位并且明显低于 A 股可比行业和国际水平，维持行业增持评级，三条投资主线为受益民生工程（中国建筑、东方园林、葛洲坝、尚荣医疗等）、节能环保工程（永清环保、碧水源、中电环保、中材国际、易世达等）的加快发展和产业链高端延伸的企业（中国化学、宏润建设、中工国际、中材国际、浦东建设等）。推荐上市公司：（1）**买入评级——中国化学**（维持）、**宏润建设**（首次评级）；（2）**增持评级——东方园林、浦东建设、葛洲坝、中工国际、中材国际、中国建筑、中国中冶、碧水源。**

维持

增持

田东红

tia donghong@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：S1440210080009

发布日期：2011 年 3 月 1 日

市场表现



相关研究报告

2010-12-14

建筑工程行业 2011 年投资策略报告：景气分化 看好水利园林装饰

目录

国际建筑巨头的业绩增长与股价大涨	1
国际建筑巨头估值较高	1
本世纪来国际建筑巨头市场表现突出	2
国际市场建筑巨头杰出表现驱动力——业绩持续性增长与良好的分红回报	3
业绩增长驱动力——对外并购，延伸高端	4
国际建筑市场：业务模式创新、高端延伸	5
美国建筑行业弱周期性，2H10 回升迹象渐显	7
2011 年国内建筑行业：民生工程与环保工程引领行业发展	7
中国建筑行业弱周期性	7
民生工程优先发展	8
十二五迎环保工程盛宴	11
龙头公司的长期发展看产业链延伸	11
投资评价和建议：维持增持评级	12
行业估值	12
投资主线：跟随政策，推荐受益民生工程与环保工程	13
重点推荐上市公司	14
图 1：2010 年 5 月万喜相对 SBF250 指数和雅各布相对 SPX 指数的 PE 估值有溢价	1
图 2：本世纪来法国万喜公司回报率 270%	2
图 3：本世纪来雅各布工程公司回报率 532%	2
图 4：本世纪来法国万喜净利润持续 10 年正增长	3
图 5：2000-2008 年美国雅各布净利润增势强劲	3
图 6：法国万喜公司股利回报率较好	3
图 7：法国万喜营业收入分行业（左）、区域构成（右，2009 年）	4
图 8：万喜分板块营业利润率（特许权业务利润率领先）	4
图 9：雅各布收入增速明显超过行业水平	4
图 10：美国雅各布营业收入分行业、区域构成	5
图 11：美国的建筑业支出（年度）	6
图 12：美国的城市化进程	6
图 13：2010 年美国的建筑业支出（月度，经季调）YOY 出现回升迹象	6
图 14：本世纪来国内建筑行业稳定增长	7
图 15：中国城市化进程稳步推进	7
图 16：2011 年保障房建设开工量将快速增长	8
图 17：部分公司保障房业务毛利率高于市场预期	8
图 18：国内水利落实投资计划额增速低于 GDP	9
图 19：中国水电开发程度远低于国际水平	9
图 20：水利投资迎来黄金十年	9
图 21：十二五为国内水电投资高峰期	9



图 22: 中国城市间人均绿化面积差距大	10
图 23: 十二五环保产业总产值和总投资规划大.....	11
图 24: 十二五火电脱硝、污水处理与污泥处理市场规模大.....	11
图 25: 建筑工程板块估值处于历史低位	12
图 26: 建筑板块估值低于可比板块及 A 股平均水平	12
表 1: 国际建筑板块重点公司 PE 估值高企（2011/02/25 收盘价）	1
表 2: 本世纪以来雅各布公司的重大对外并购	5
表 3: 重点公司估值与投资建议	14

国际建筑巨头的业绩增长与股价大涨

国际建筑巨头估值较高

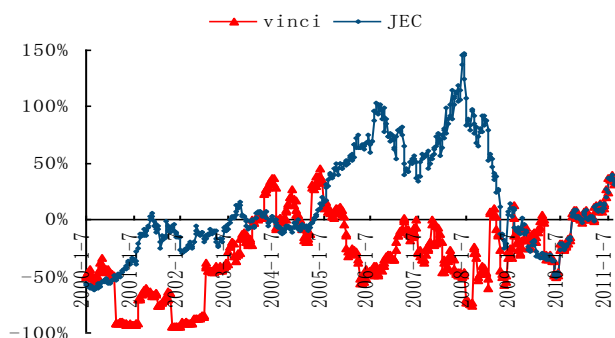
我们选择欧美、日韩等区域建筑板块龙头上市公司，包括万喜（法国）、雅各布（美国）、清水建设（日本）、现代工程（韩）等 11 家国际建筑巨头，其 2009、2010、2011 年 PE 估值水平在 15-27、11-21、10-20 倍左右，平均 PE 水平也在 24、17 和 14 倍，其 2010 年、2011 年平均估值水平明显高于 H 股建筑板块中的两铁、中国中冶、中国交通建设等大型建筑公司的估值水平（剔除估值偏高的中国建筑国际）。

表 1：国际建筑板块重点公司 PE 估值高企（2011/02/25 收盘价）

名称	国家	最新价	市值	P/E:2009	P/E:2010E	P/E:2011E
VINCI SA	FR	42.96	23865.04	14.60	13.45	12.75
JACOBS ENGINEERING GROUP INC	US	49.67	4564.44	16.37	20.69	16.45
DAITO TRUST CONSTRUCT CO LTD	JP	6630.00	6936.35	23.14	20.13	#N/A N/A
SHIMIZU CORP	JP	346.00	2431.74	56.93	#N/A N/A	#N/A N/A
BOUYGUES SA	FR	33.08	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	10.00
HOCHTIEF AG	DE	70.45	5424.65	26.94	21.27	15.98
BILFINGER BERGER AG	DE	60.31	2775.72	18.94	10.82	10.96
SKANSKA AB-B SHS	SE	126.30	6037.98	17.38	15.09	13.98
HYUNDAI ENGINEERING & CONST	KR	75500.00	5438.23	#N/A N/A	13.97	10.62
SAMSUNG C&T CORP	KR	69100.00	6982.42	#N/A N/A	#N/A N/A	20.23
TECHNIP SA	FR	70.95	7799.66	18.28	19.05	14.87
平均				24.07	16.81	13.98
中国建筑国际	HK	6.84	1905.59	32.71	20.96	14.90
中国中冶（港股）	CN	3.12	8106.64	11.86	9.98	8.78
中国交通建筑（港股）	CN	5.66	7828.65	10.81	8.24	7.34
中国铁建（港股）	CN	8.42	9991.78	16.83	14.23	9.19
中国中铁（港股）	CN	4.85	10766.28	14.61	10.57	8.88
平均				17.36	12.80	9.82

资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 1：2010 年 5 月万喜相对 SBF250 指数和雅各布相对 SPX 指数的 PE 估值有溢价



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

目前万喜相对 SBF250 和雅各布相对 SPX 的 PE 估值出现溢价（图 1）：从纵向比较来看，本世纪以来，万喜相对 SBF 估值，基本是折价，而从 2005 年起雅各布基本是溢价，最高时其溢价高达 147%，在 2008 年 9 月之后又回归折价，但从 2010 年 5 月开始万喜和雅各布的 PE 估值都出现了溢价，目前两者的估值溢价都在 30% 以上。

本世纪来国际建筑巨头市场表现突出

我们选择国际建筑行业的龙头企业法国万喜（其营业收入从 2002-2009 年持续位居国际建筑行业第一位）和美国建筑龙头企业雅各布工程两家公司，分析其本世纪以来其回报率情况。

在法国、美国市场上建筑板块出现了大象跳舞：以 2011 年 1 月 31 日收盘价计算，本世纪来法国万喜公司总涨幅高达 270.48%，年均回报率为 16.43%，远超于同期法国 SBF500 指数累计-23.16%的总涨幅（图 2）。而美国雅各布工程公司本世纪来总涨幅更是高达 532.25%，大大超过了同期 SPX 指数-12.46%的总涨幅（图 3）。

图 2：本世纪来法国万喜公司回报率 270%



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 3：本世纪来雅各布工程公司回报率 532%



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

国际市场建筑巨头杰出表现驱动力——业绩持续性增长与良好的分红回报

我们继续分析本世纪来这两家公司的业绩情况。截至 2009 年，法国万喜公司净利润持续了 10 年的正增长（图 4），净利润从 1999 年的 1.46 亿欧元增长到 2009 年的 15.96 亿欧元，10 年的复合增长率高达 26.99%。即使在经济危机的 2008、2009 年，万喜的净利润增速也持续了增长势头，充分体现了其业绩增长的持续性。

同样，雅各布公司净利润也从 2000 年的 0.51 亿美元增长到 2010 年的 2.46 亿美元，最近 10 年的复合增长率也达到了 17.04%（图 5）。而在 2006-2008 年的三年里，净利润增速持续在 40% 以上。如果剔除到经济危机影响的 2009-2010 年，其 2000-2008 年的净利润 8 年复合增长率高达 30.19%，成长性良好。

另外，在发达国家资本市场重视分红，而建筑行业尤其是龙头企业具有较好的现金流和较强的现金分红能力，也是其市场表现较好的另一主要原因。以万喜为例（图 6），截至 2009 年的近 10 年公司股利支付比率基本在 30% 以上，平均 41%。而股利收益率则持续在 2.7-5.4% 之间，近 10 年的平均股利收益率为 3.7%。

图 4：本世纪来法国万喜净利润持续 10 年正增长

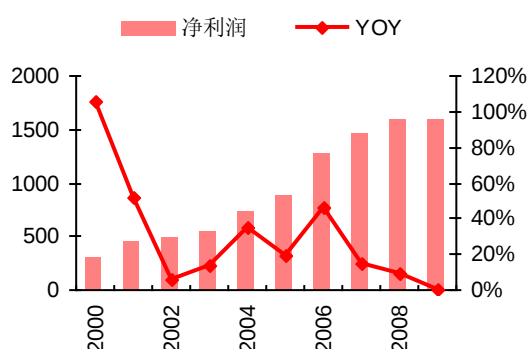
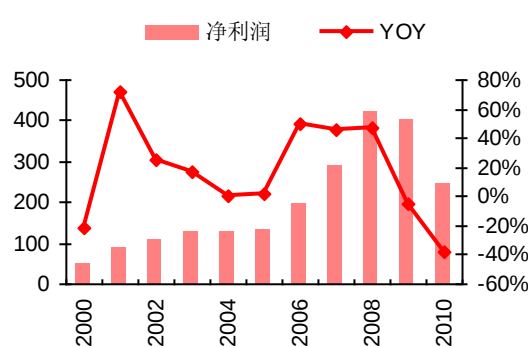
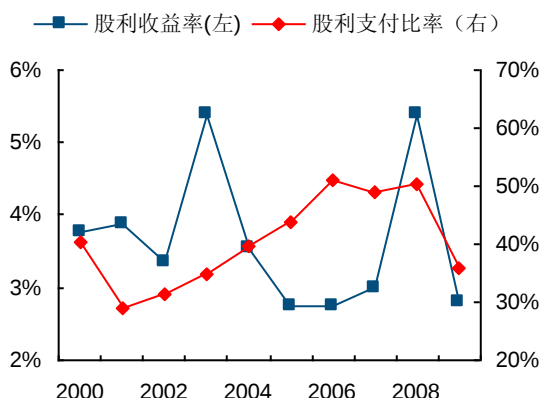


图 5：2000-2008 年美国雅各布净利润增势强劲



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 6：法国万喜公司股利回报率较好



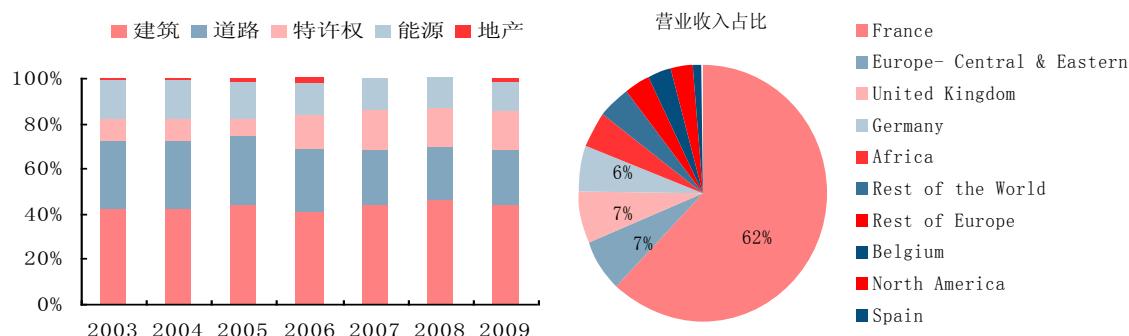
资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

业绩增长驱动力——对外并购，延伸高端

法国万喜快速发展案例——外延扩张，建筑与特许权的协同发展

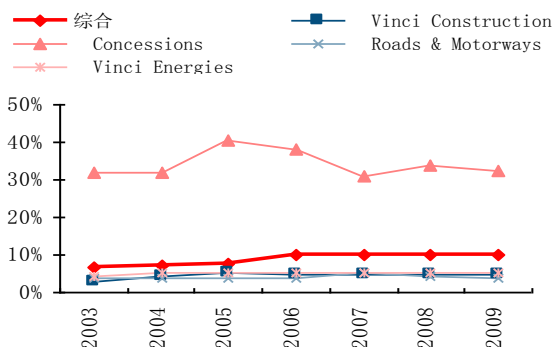
- **万喜公司——以核心的建筑与高端的外延服务协同发展**（图 7）。万喜的主营业务涵盖建筑、路桥（路桥建设、建材等的生产）、特许权（高速公路、停车场、机场、体育场等）、能源（能源基础设施、工业能源、综合服务及电信服务等）等 4 大业务板块，形成了以建筑业务为核心竞争力、制造/特许运营/维护服务（从建筑业务延伸到业绩稳定、盈利能力强的特许经营、维护服务等高端服务）等业务协同发展的产业链布局，以及法国市场为核心的欧美非亚全覆盖的国际业务布局。
- **万喜成功外延扩张与高端延伸**：2000 年，万喜收购法国另一家领先的建筑公司 GTM，成为世界最大的建筑与特许经营一体化服务商；2005 年，万喜收购了著名的公路特许经营商 ASF（法国唯一的收费公路运营商，经营法国南方高速公路），成为法国最大的公路特许经营服务商；
- **业绩的快速增长源于毛利率高的特许权收入占比总体稳步提高**。万喜的特许权板块营业利润率维持在 30% 以上（图 8），其盈利能力强，再加上经营业绩稳定、风险较小，并能贡献稳定的现金流，是公司内生、外延发展并形成协同效应的战略板块，其在营业收入的占比由 2003 年的 10.45% 大幅提升到 2009 年的 18.1%，2003-2009 年净利润的增加额中特许权贡献了 2/3。

图 7：法国万喜营业收入分行业（左）、区域构成（右，2009 年）



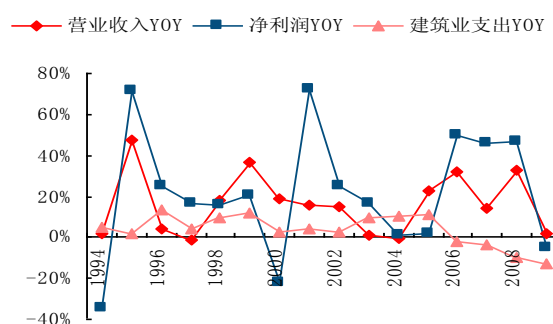
资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 8：万喜分板块营业利润率（特许权业务利润率领先）



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 9：雅各布收入增速明显超过行业水平



雅各布快速发展案例——对外并购，专业领先

雅各布公司其成立于 1947 年，以化学工程起家，是一家主要提供能源、环境、基础设施建设、航空国防、化学制药等多领域的咨询、设计、项目管理、设备安装等综合服务的专业工程服务商，在本世纪初已形成了美国、欧洲、亚洲、南美的全球业务布局（图 10），已成为美国建筑行业龙头企业之一。

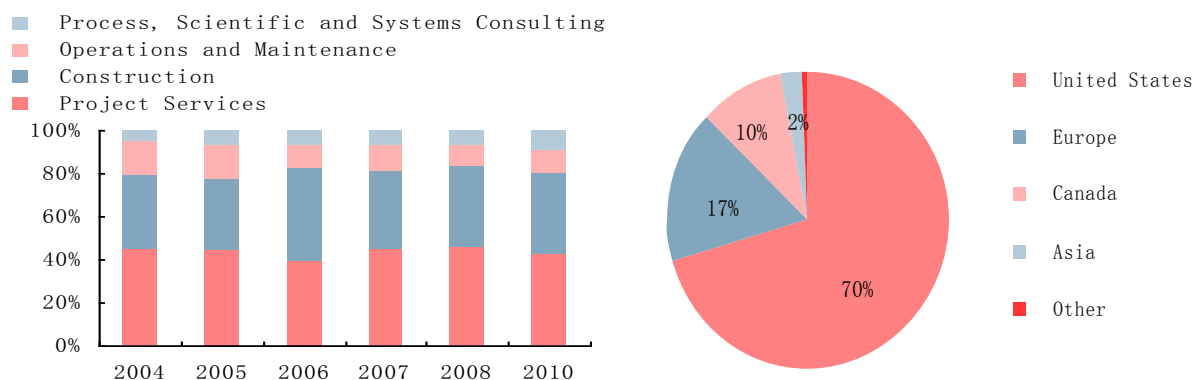
本世纪来，雅各布加快了对外并购，从 2004—2007 年，先后收购了 Babbie、Leigh Fisher Associates 等多家公司（表 2），其收购战略意图主要是完善区域布局（Babbie），以及加强航空（John F. Brown、Leigh Fisher Associates）、石油石化工程（Fortum's Neste 工程公司的部分业务、W.H. Linder）等专业领域实力，继续向产业链高端延伸（两家公司的航空管理咨询业务）和形成产业链协同效应。这也是近年来业绩增速明显快于行业平均水平、尤其是 06-08 年净利润持续 40% 以上高速增长的根本原因。

表 2：本世纪以来雅各布公司的重大对外并购

	收购对象	协同效应
2004	Babbie 有限公司	全球布局
2004	Fortum's Neste 工程公司的部分业务	加强石油加工与工程领域实力
2004	Leigh Fisher Associates	切入航空咨询领域，并可将公路铁路港口航空等领域的资源加以整合，形成全面性的综合服务——产业链协同效应
2006	加拿大 Techna-West 工程公司	—
2006	W.H. Linder 公司	离岸技术见长
2007	Edwards and Kelcey 公司	其业务全面
2007	John F. Brown 公司	加强航空管理咨询领域和金融、商务咨询领域
2007	Carter & Burgess 公司	加强地下光缆工程领域

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 10：美国雅各布营业收入分行业、区域构成



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

国际建筑市场：业务模式创新、高端延伸

国际建筑市场上业务承揽模式，经历了如下阶段：

- 传统的项目管理模式——简单的 DBB（设计招标施工）、DB（设计—施工）、DM（设计—管理）、CM

模式（边设计边施工），到 EPC（设计—采购—建造总承包）、EPCM（设计—采购—施工一体化管理总承包，施工分包商直接与业主合同关系），总体发展是承包商从单纯的设计到施工延伸到从设计到竣工前的全流程管理，但总体仍是侧重施工能力；

- 重视承包商对项目前段的融资和/或后续的项目运营管理能力。BT（建造—移交，承包商垫资）、BOT（建造—运营—移交，承包商垫资）、BOO（建造—拥有一运营，承包商投资）、BOOT（建造—拥有一运营—移交）、TOT（移交—运营—移交，核心是运营管理）等，其发展驱动力主要是解决大型项目尤其是公共基础设施项目中业务自有资金不足而项目亟须建设、业主缺乏运营管理经验的情况，承包商产业链延伸至融资管理、项目运营管理等高端业务；
- 新兴的 PMC（项目管理合约）、PC（项目总控制）等模式。承包商代替业主绝大部分职责，承担项目规划与设计、融资、选择承包商（甚至总承包商）、工程控制甚至项目运营等项目全流程控制，适用于业主需要推动项目发展并分散项目风险的大型项目；

总体而言，国际建筑市场对承包商的融资能力（目前约 65% 的项目是带资承包）、项目运营管理能力（特许权经营盛行）、规划及全流程控制能力日趋重视，而优秀的承包商也延伸至回报稳定的融资管理（息差收入）、盈利能力强的项目运营管理和规划咨询等高端业务，也是本世纪万喜（法国经济低迷与财政紧张时大举扩张特许权业务）、雅各布（对专业的规划咨询业务的外延扩张）的业绩快速发展的核心驱动因素。

图 11：美国的建筑业支出（年度）

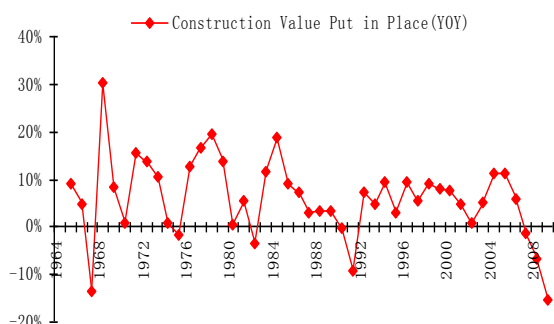
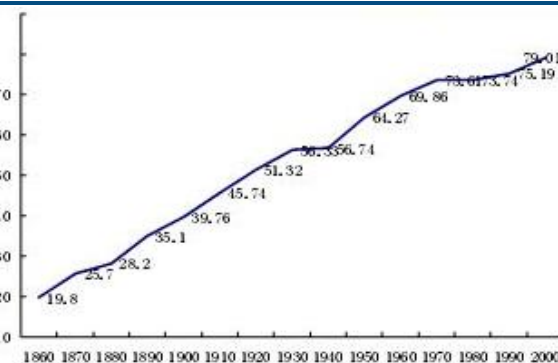
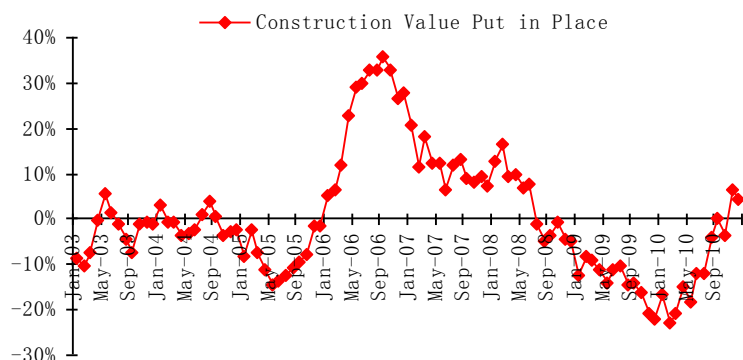


图 12：美国的城市化进程



资料来源：美国人口调查局，BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

图 13：2010 年美国的建筑业支出（月度，经季调）YOY 出现回升迹象



资料来源：BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

美国建筑行业弱周期性，2H10 回升迹象渐显

我们以美国建筑市场为例，审视发达国家建筑市场的周期性。

图 11 列示了 1964 年至 2009 年每年美国建筑支出同比增速，我们可以得出如下结论：

- **美国建筑行业弱周期性明显：**在总计 45 年期间，只有 9 年里建筑行业年支出出现了负增长，而只有 1990-1991 和 2007-2010 年出现了持续负增长，复合增长率为 5.4%，若剔除经济危机影响的 2008-2010 年，建筑行业支出的复合增速为 6.7%，明显超过同期经济复合增速，行业总体呈现平稳增长；
- **上世纪 50 年代至 80 年代的美国城市化进程加速期间也是美国建筑行业增速最快的时期：**上世纪 50 年代美国城市化进程开始加速，到 80 年代城市化进程达到 73.6%（图 12），之后增速开始放缓。而这段时间内有数据统计的美国建筑行业支出的复合增速 7.9%，是增速最高的时期；
- **2H10 年美国建筑行业出现回升迹象：**图 13 列示了美国建筑行业月度支出（经季调）同比增速情况，可以明显看出从 2H2010 开始，同比增速出现了回升势头，而到 2010 年 11 月-12 月出现了持续的同比正增长。预计主要原因是美国刺激经济增长的信贷宽松、经济复苏预期推动了投资和建筑的回升，这也是雅各布的估值相对 SPX 出现估值溢价的主要原因之一。

2011 年国内建筑行业：民生工程与环保工程引领行业发展

中国建筑行业弱周期性

中国建筑行业弱周期性：审视国内建筑行业的发展，可以看出建筑业产值的增速与固定资产投资的高相关性（图 14）。尤其是本世纪以来国内经济增长以固定资产投资为引擎的发展模式下，国内建筑行业总产值增速基本维持在 20% 左右，总体是稳定增长趋势。

图 14：本世纪来国内建筑行业稳定增长

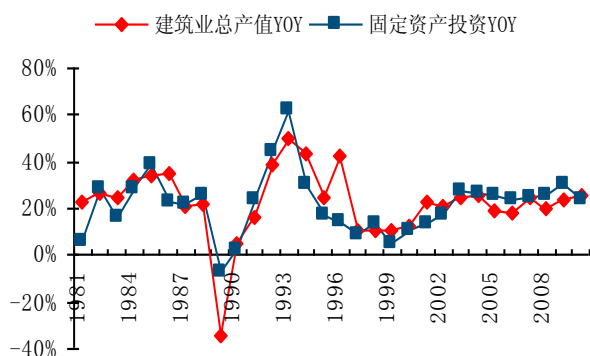
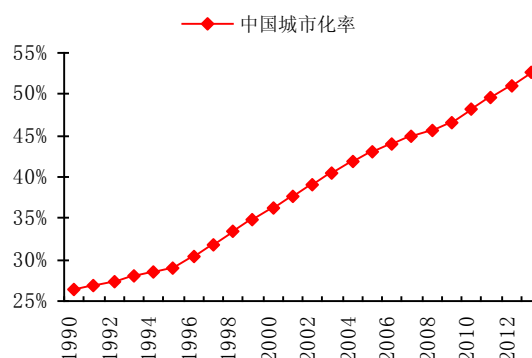


图 15：中国城市化进程稳步推进



资料来源：美国人口调查局，BLOOMBERG，中信建投证券研究发展部

市场担忧在国内产业升级的背景下建筑业的增长前景。我们的观点是中国建筑行业仍将稳步增长，推手在于：



- **城市化进程稳步推进：**美、日的经验数据表明，在城市化率达到 70% 左右以前，城市化进程仍将稳步推进，所不同的是美国在城市化率达到约 55% 后出现了第二轮加速城市化，而日本是在 56% 以后城市化进程有所放缓，相同点是城市化率在 30-55% 之间城市化进程较快。而目前中国城市化率约 47%，处在城市化进程加速期；
- **产业升级、投资先行：**中国的产业升级的核心仍是重点支持发展生物工程、信息技术、海洋工程装备等高端制造业，给予优惠政策并引导投资向这些产业转移，其发展路径仍是投资先行。

民生工程优先发展

和谐社会、重视民生已经成为政府政治经济工作的出发点和首要任务，对民生工程的投入将快速发展，重点支持的民生工程行业包括水利工程（民生水利等，保障与提高农业、农民收入）、保障房工程、文体与卫生产业（包括体育场馆影院、市政园林、医疗等基础设施—提高人民的精神文化享受与医疗等保障）；

2011 年保障房加速发展，一体化项目盈利将超市场预期

- **2011 年保障性住房规划大：**中央已给地方政府布置了 2011 年的 1000 万套的保障房开工目标，并对该任务指标的重要性持续升级，上升为地方政府必须完成的政治性硬任务。按照该规划，2011 年保障房开工套数同比增长约 69%。此外，中央规划了未来 5 年开工 3600 万套的目标；

图 16：2011 年保障房建设开工量将快速增长

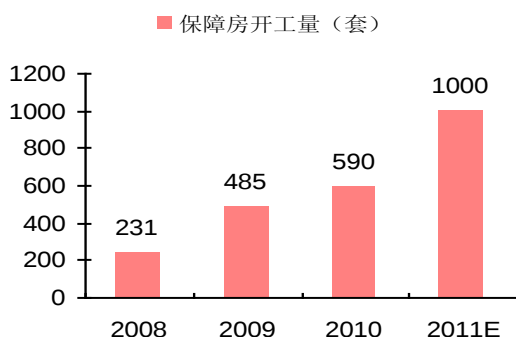
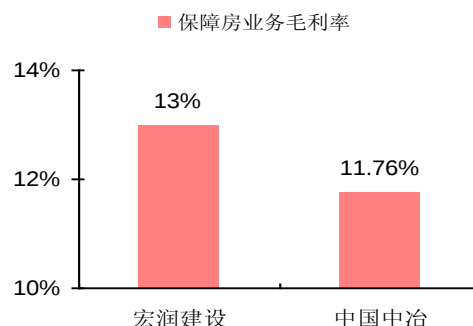


图 17：部分公司保障房业务毛利率高于市场预期

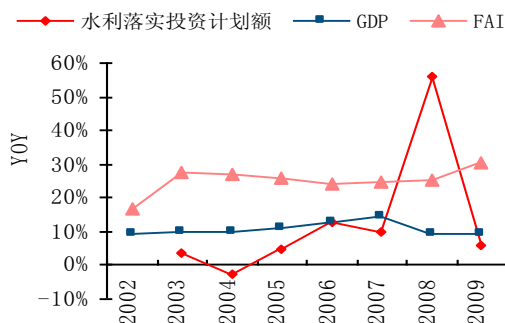


资料来源：住建部，中信建投证券研究发展部

- **保障性住房一体化项目回报超市场预期：**市场认为保障房业务的低回报率影响从事该业务上市公司的业绩。我们的观点是市场存在误解，部分保障房业务回报率超市场预期。保障房业务的主要模式有 BT、限价开发等多种模式。在地方融资平台清理、政治任务下大力发展保障房并确保按期开工的背景下，融资、工程、开发销售管理、配套工程的一体化打包模式将广泛使用，该模式的盈利来源包括：（1）房建业务利润（保障房的纯房建毛利率可高达 15%）；（2）类似 BT 模式下的息差收入（净利润率约 3-5 个百分点）；（3）企业承担销售管理而分享一级开发收益（管理费用率约 2-3%）；（4）商品住宅土地补偿（项目净利润率可高达约 10%）或配套市政工程或其他市政工程；对 BT 模式下承揽房建、开发销售管理并获得商品住宅土地补偿的企业来说，其保障房业务的净利率可达到 10% 左右。而在上市公司之中，单纯承揽保障房建设的宏润建设的保障房业务毛利率超过 13%，而 1H10 中国中冶的保障房毛利率也达到了 11.8%，两者保障房业务的毛利率都明显高于其传统业务的毛利率（图 17）。另外，上海建工的保障房业务回报率也在 8—10% 之间；

- 从保障房业务的承揽主体来看，地方政府倾向于让有品牌、资金优势（融资渠道）的央企或地方国有企业实施保障性住房项目；此外，上述公司之中具有土地一二级联动开发资质以及市政工程资质的大型工程企业因其规划、质量、工期控制优势，更易承揽大型保障性住房及配套工程的一体化项目；建筑板块受益 2011 年保障房快速发展的上市公司主要包括中国建筑、中国中冶、上海建工、中铁二局等。

图 18：国内水利落实投资计划额增速低于 GDP



资料来源：水利部，中信建投证券研究发展部

图 19：中国水电开发程度远低于国际水平

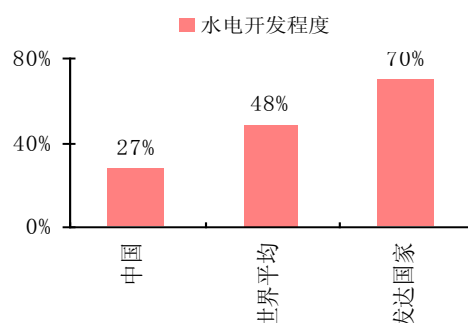
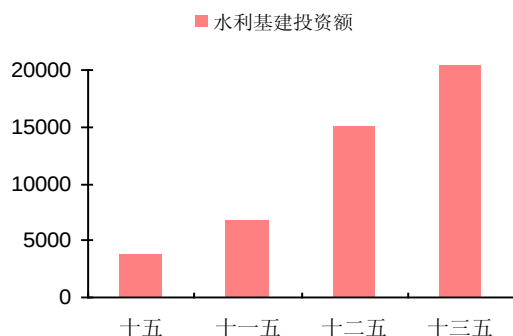
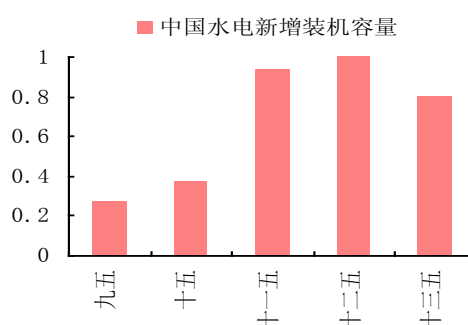


图 20：水利投资迎来黄金十年



资料来源：水利部，中信建投证券研究发展部

图 21：十二五为国内水电投资高峰期



水利水电工程迎黄金 10 年

- 国内水利水电发展滞后：**一方面，政府对水利投资滞后；多年来国内水利投资同比增速滞后于 GDP 增速和固定资产投资增速（图 18，2008 年是特例，主要是因为政府应对经济危机大幅增加了水利投资）；另一方面，中国水电开发程度明显偏低：截至 2009 年年底水电装机容量 1.97 亿千瓦，仅占国内经济可开发总储量的 7.2 亿千瓦（含抽水蓄能电站）的 27.4%，显著低于世界平均水平的 48%、发达国家普遍的 70% 以上的利用率（图 19）；此外，2010 年大范围的洪涝灾害凸显水利基础设施薄弱；
- 水利水电扶持政策出台，行业迎来黄金 10 年（图 20）：**（1）**未来十年水电投资额同比翻番：**国家对可再生能源新的规划的调整逐渐明朗，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。即将出台的水利水电发展规划中对 2015 年和 2020 年水电装机容量要分别达到 3 亿和 3.8 亿千瓦；按照 10000 元/千瓦的单位投资成本测算，未来十年水电投资额约 1.8 万亿，相比十五和十一五期间的总计投资额接近翻番（图 21）；（2）**中央对民生水利投资力度加大，未来十年水利（含水电）投资总规模有望 4 万亿：**在 2010 年 12 月 23 日的中

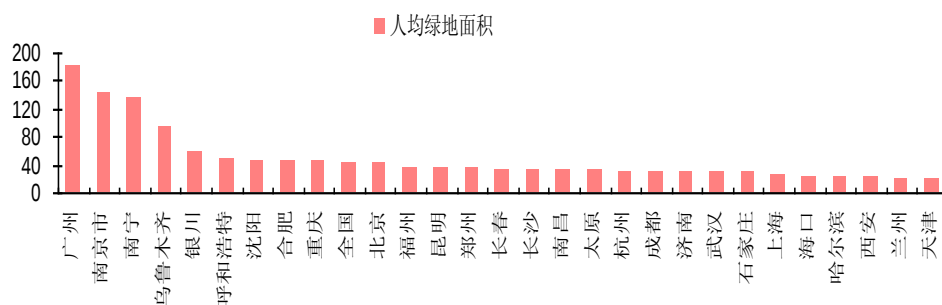
中央农村经济会议上和2011年1月底的中央一号文件明确了把水利作为国家基础设施建设的优先发展领域，把农田水利作为农村基础设施建设的重点任务，大力发展民生水利，计划用5—10年的时间从根本上扭转水利建设明显滞后的局面，并计划未来十年水利年平均投资规模达到2010年2000亿的2倍，即十二五和十三五期间水利投资总额将高达4万亿。假设未来十年水利投资均衡增长，则十二五、十三五累计投资额的同比增速高达123%和67%。

大文体产业加快发展

国内政府政策主旨是构建和谐社会，归根结底是一方面是提高老百姓的物质享受（收入水平），另一方面是提高非物质方面的享受。具有文体产业属性的基础设施行业，包括市政园林、体育文化场馆（包括体育馆、电影院、音乐剧院、博物馆等）、医疗服务基础设施与体系建设（医疗保障）等，原本基础薄弱，在新政策背景下将加快发展。

- **市政园林将持续快速发展：**中国人均绿化面积与国际发达国家相差较大，而且区域发展不均衡（图22），地产调控不影响市政园林发展，主要原因在于发展市政园林提升土地价值、城市品牌形象与民生工程（政绩工程）。在政策上支持，如地方政府绿地率要求（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），以及较大的绿地规划：（1）一线城市——北京：规划十二五期间森林面积增加5万公顷，城市绿地增加4500公顷，相比十一五期间的新增加改造绿地面积986公顷大幅增长，并于各区县签订了绿化目标责任书；（2）二线城市——石家庄：规划2011-2013年市区要新增绿地面积2000公顷，建成区绿地率、绿化覆盖率分别达到44%和48.5%以上，目的是2013年正式申报国家生态园林城市；（3）二线及其他城市：福建省规划在2012年2月前省内各城市、县城必须建成一座以上面积分别达10公顷、6公顷以上的城市综合性公园；相关受益上市公司主要为东方园林、棕榈园林；
- **医疗服务基础设施建设景气持续：**国家医改政策方案明确提出要加强基层卫生医疗机构的建设，三年内中央重点支持约2000所县级医院（含中医院）建设，并使每个县至少有1所县级医院基本达到标准化水平，2009-2011年计划投资8500亿元。但目前我国仍存在医疗资源紧张、规划设计不合理、老旧突出的问题，医疗基础设施建设仍将景气持续，相关受益上市公司主要为尚荣医疗。

图 22：中国城市间人均绿化面积差距大



资料来源：中信建投证券研究发展部

十二五迎环保工程盛宴

- **十二五环保产业投资翻番**：“十二五”期间，节能减排力度将继续加大，减排方式将从工程减排转到以结构减排为主，但工程减排的投资仍将持续快速增长。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，基本都呈现了翻番式增长（图 23）；
- **环保工程显结构性变化**：（1）从十二五期间的环保约束性指标来看，将从十一五的“二”（空气中的二氧化硫、水中的 COD）提升到十二五的“四”（水中的二氧化硫、氨氮，空气中的 COD、氮氧化物），将要求污水处理安装脱磷脱氮装置，燃煤电厂加脱硝和脱硫装置。上述 4 大污染物的排放量目标，可能比 2010 年下降 10%；（2）此外，十二五环保规划将提高污水治理的排放标准、加大再生水回用力度、强制性要求处理污泥，另有多项约束性指标有望作为区域控制指标。
- **相关工程与运营服务市场将快速发展**（图 24）：（1）**燃煤电厂脱销工程市场**（脱硫工程完成 80%以上，接近尾声）兴起，十二五期间火电厂脱销市场容量约 2000 亿元，受益上市公司主要包括永清环保工程；（2）**城镇污水处理厂的兴建与标准升级**：按照规划“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），不包括配套管网在内的市场规模约 1500 亿元；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（新增脱磷脱氮）也是十二五环保工作重点，受益上市公司主要包括碧水源（MBR 脱氮、脱磷效率高）、万邦达（石油石化、煤化工行业客户的升级改造与运营管理的专业化外包）；（3）**污泥的强制处理市场**：目前全国污泥约 3000 万吨的年产量形成了严重的二次污染，十二五期间有望规定对污泥的强制处理，以及污泥处置费用可能纳入污水费征收范围，将有力推动污泥处理市场的发展，十二五期间污泥处理市场投资额预计将超过 1500 亿元，而运营管理市场规模将有望超过 30 亿/年；建筑板块受益上市公司主要为中材国际（污泥处理设备、工程与运营管理业务）。

图 23：十二五环保产业总产值和总投资规划大

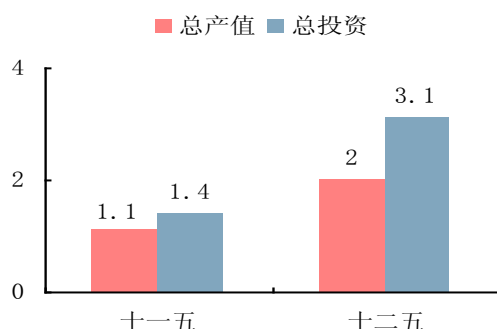
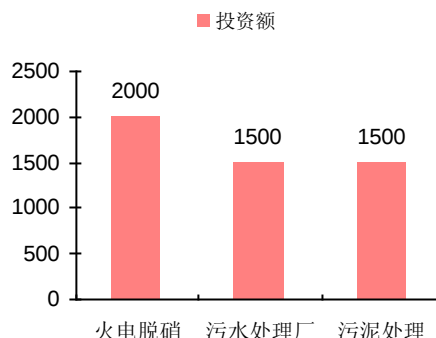


图 24：十二五火电脱硝、污水处理与污泥处理市场规模大



资料来源：环保部，中信建投证券研究发展部

龙头公司的长期发展看产业链延伸

纵观万喜、雅各布等国际建筑巨头在欧美建筑市场步入成熟期，但在本世纪通过产业链的高端延伸和并购整合获得了快速发展。而国内建筑市场上，一方面参与者众多，大部分细分市场如房建、市政工程、交通基建等市场非常分散，市场的集中与整合迫在眉睫；另一方面集中于传统的建筑及相关设备、材料等低端业务，项目合同管理、规划咨询、运营管理等高端业务占比较低。

从中长期来看，我们预计未来几年并购与产业链延伸将成为龙头公司的发展主线和增长驱动力：

- **带资承揽项目业务模式加快发展：**2011 年地方融资平台清理以及土地财政难以为继，跟不上民生、环保及其他建设工程市场发展的需要，BT/BOT 等带资承揽项目的业务模式将加快发展，具有融资平台和 BT、BOT 等丰富经验、品牌优势的龙头企业，如浦东建设、宏润建设、万邦达、中电环保、清林股份、易世达及大型建筑龙头将是受益者；
- **国内建筑市场整合纵横演绎：**（1）一方面是行政推动央企或地方国企的做大做强，如央企 3-5 年整合至 80—100 家，而上海地方国资的联合重组与资产证券化也在加速，相关受益上市公司包括葛洲坝（电力设计资产）、中国海城（良好并购标的）、浦东建设（集团资产注入预期）等；（2）一方面是市场竞争推动，如园林、装修装饰的横向（市政地产、住宅精装修）、纵向（规划设计—苗木—施工—维护、设计—部品部件生产—施工）的产业链延伸，园林装饰等龙头企业发展继续看好；
- **产业链的高端延伸是发展方向：**中国建筑行业的快速发展和国际化进程提供了国内龙头企业复制万喜、雅各布规模扩张、高端延伸的土壤，新兴的 PMC、PC 等项目模式也开始在国内兴起（优势在于分散风险、专业管理、投资成本优化），城市综合开发模式兴起并快速规模推广（地方主要受益于项目投入低、开发快、整体规划效果好），龙头企业加强了规划设计、融资、运营管理与维护等盈利能力强的高端市场延伸、能源地产与工程的产业链整合协同，中国建筑、中国中冶、中铁二局是先行者。而部分细分龙头企业则重点孕育工程综合商模式，如中工国际、浦东建设等公司，注重产业链资源（包括资金、规划设计、施工、设备等资源）的整合。

投资评价和建议：维持增持评级

行业估值

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 25）：以 2011 年 2 月 25 日收盘价计算，建筑工程板块 PE（TTM，整体法）为 22.86 倍，处于近十年的历史低位水平；

图 25：建筑工程板块估值处于历史低位

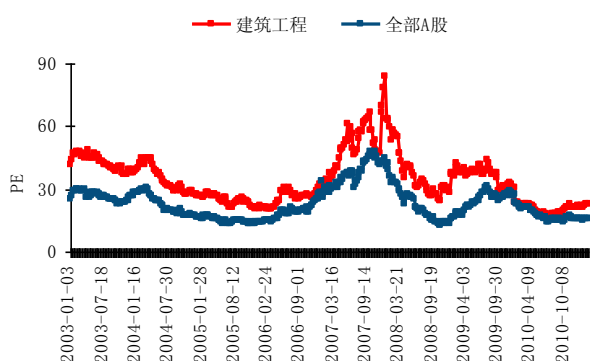
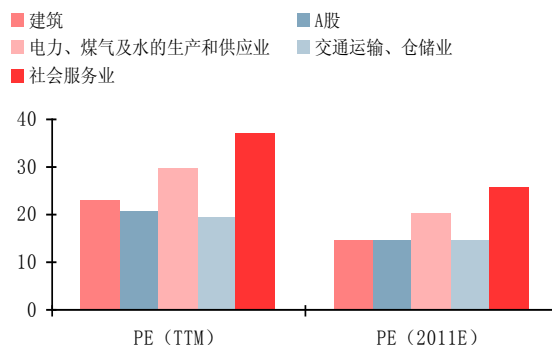


图 26：建筑板块估值低于可比板块及 A 股平均水平



资料来源：WIND 资讯，中信建投证券研究发展部

板块估值低于可比行业（图 26）：建筑板块的 PE（TTM）与 A 股平均水平相差不大，低于社会服务和电力煤气及水等防御性行业，PE（2011E）仅 14.38 倍，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、雅各布等国际建筑巨头 2010 年、2011 年预测 PE 在 10-19、9-15 倍左右（表 1），5 家建筑央企的港股对应 2010 年、2011 年预测 PE 在 11-21、10-20 倍左右，合计平均水平为 17 倍和 14 倍，而 A 股大型建筑央企估值相比国际建筑龙头估值已普遍出现明显低估。

投资主线：跟随政策，推荐受益民生工程与环保工程

即将召开的两会将启动十二五经济与政治发展政策基调，预计在 4 万亿投资收尾后民生工程、环保工程将受到强有力的政策扶持而引领行业的发展，为建筑板块相关上市公司带来实质受益与主题投资机会。

表 2：建筑工程板块受益民生工程与环保、产业升级的主要公司

主线	细分行业	主要受益公司	行业地位	行业发展机遇
民生工程	保障房	中国建筑、	—	2011 年全国保障房开工 1000 万套硬性任务；带资模式广泛应用
		中国中冶、		
		上海建工、		
	市政园林	中铁二局	行业龙头	各地绿地规划大（城市品牌与民生政绩工程，并增加土地价值）
节能环保	水利工程	葛洲坝	国内龙头，市场份额近 30%	水电政策向上拐点；水利水电黄金 10 年，未来 10 年投资 4 万亿
	医疗工程	尚荣医疗	洁净手术室工程龙头	医疗医疗基础设施建设景气持续（新建与提标改造）
	电厂脱硫脱硝	清林环保	区域龙头	政策要求燃煤电厂加脱硝和脱硫装置
		三维工程	国内硫磺回收工程行业龙头，市场份额约 70%	政策要求燃煤电厂加脱硝和脱硫装置
	污水治理	碧水源	生活污水/流域污水处理工程龙头之一	污水厂、再生水厂建设；污水处理标准升级，增加脱磷、脱氮指标；BT、BOT 加快发展
		万邦达	石油石化、煤化工污水处理工程龙头之一	污水处理标准升级，增加脱磷、脱氮指标；BT、BOT 加快发展
	污泥处理	中电环保	凝结水处理龙头之一	污水处理标准升级，增加脱磷、脱氮指标；BT、BOT 加快发展
		中材国际	污泥处理设备/工程技术储备领先	污泥强制处理，污泥处置费用可能纳入污水费征收范围
	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）
	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；水利水电黄金 10 年，未来 10 年投资 4 万亿
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

资料来源：中信建投证券研究发展部

对建筑工程行业的投资主线为（表 2）：

- **受益民生工程加快发展：**相关上市公司包括中国建筑、中国中冶、上海建工、中铁二局、东方园林、葛洲坝、尚荣医疗；
- **节能环保的主题投资与实质受益：**永清环保、三维工程、碧水源、万邦达、中电环保、中材国际、易世达等；
- **产业链高端延伸——中国化学（新兴煤化工等高端市场）、宏润建设（BT 与光伏产业）、中工国际（整合产业链资源的国际工程综合服务商）、中材国际（污泥处理设备、工程与运营管理业务）、浦东建设（BT 业务的综合服务商）；**

重点推荐上市公司

我们重点推荐的组合为：

- **买入评级——中国化学（维持）、宏润建设（首次评级）；**
- **增持评级——东方园林（维持）、浦东建设（维持）、葛洲坝（下调）、中工国际（维持）、中材国际（维持）、中国建筑（维持）、中国中冶（增持）、碧水源（增持）。**

对其盈利预测、投资评级和推荐逻辑见下表：

表 3：重点公司估值与投资建议

	代码	公司名称	收盘价	EPS			PE			评级	投资亮点
				2009	2010E	2011E	2009	2010	2011		
民生工程	002310	东方园林	113.80	0.56	1.72	4.00	204.31	66.16	28.45	增持	行业长期增长看好；估值优势
	002431	棕榈园林	78.45	0.41	0.85	1.47	191.34	92.29	53.37	增持	行业长期增长看好；市政园林新的增长点；
	600068	葛洲坝	14.06	0.41	0.45	0.62	34.02	31.24	22.70	增持	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
	601668	中国建筑	3.62	0.18	0.28	0.34	20.16	12.93	10.65	增持	央企中市场化高；估值低
	601668	上海建工	16.21	0.50	0.90	1.25	32.42	18.01	12.97	增持	央企中市场化高；估值低
	600528	中铁二局	10.99	0.47	0.70	0.91	23.38	15.70	12.08	增持	西部铁路建设高峰；
	002551	尚荣医疗	60.01	0.49	0.74	1.25	122.47	81.09	48.01	-	
	601618	中国中冶	4.05	0.25	0.23	0.28	16.09	17.61	14.46	增持	资源价格上升；两矿产投产；股价安全边界高
节能环保	300187	永清环保	40.00	0.53	0.64	1.25	75.47	62.50	32.00	-	
	300070	碧水源	117.85	0.97	1.31	2.50	121.49	89.96	47.14	增持	行业快速增长；膜产能释放并进口替代；



行业深度研究报告

	300055	万邦达	123.39	0.71	0.62	1.69	173.79	199.02	73.01	增持	煤化工投资加快发展；运营项目业绩释放
	300072	易世达	74.00	0.87	1.17	1.57	85.06	63.25	47.13	-	-
	300172	中电环保	31.02	0.39	0.47	0.71	79.54	66.00	43.69	-	电厂脱硫脱硝政策扶持
	300073	三维工程	64.00	0.74	0.80	1.13	86.49	80.00	56.64	-	-
	002062	宏润建设	14.84	0.69	0.78	0.85	21.51	19.03	17.46	买入	估值优势；光伏产业扩张与快速增长；外延扩张预期
产业 升级 与产 业链 延伸	601117	中国化学	8.02	0.19	0.32	0.42	41.58	25.06	19.10	买入	平稳增长；分红承诺；相对估值优势；煤化工、多晶硅与国际市场加快发展预期
	002051	中工国际	36.26	1.11	1.02	1.31	32.67	35.55	27.68	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	47.11	1.03	1.86	2.51	45.74	25.33	18.77	增持	国际订单复苏；污泥强制处理政策；
	600284	浦东建设	20.65	0.46	0.63	1.01	44.89	32.78	20.45	增持	BT 模式易于快速复制，轻资产；迪斯尼与浦东新区建设主题实质受益与主题投资，机场北通道审价差有望超预期
其他	600496	精工钢构	18.74	0.50	0.64	0.84	37.48	29.38	22.18	增持	行业发展看好；国际市场扩张；
	600820	隧道股份	11.51	0.49	0.72	0.86	23.49	15.99	13.38	增持	-
	600583	海油工程	8.71	0.30	0.11	0.25	29.03	79.18	34.84	增持	政策扶持海洋装备行业，深海业务 2012 年进入业绩爆发期

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部



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：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，11 年证券行业研究经历。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

郑军：建筑及水务行业分析师，湖南大学经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，4 年证券从业经验，中级会计师；2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

韩梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建材行业研究员。3 年证券行业从业经验，CFA level2 candidate。2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

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

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

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

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。