

建筑工程

署名人: 罗泽兵

执业证书编号: S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

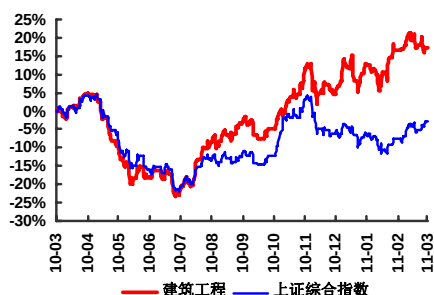
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	36
总市值(亿元)	7980
占A股比例(%)	2.47%
平均市盈率(倍)	24.5

行业表现

(%)	1M	3M	6M
建筑施工	0.4	12.0	20.6
上证综合指数	5.1	3.5	9.1



相关报告

建筑行业 11 年投资策略-新兴工程着眼海工与钢结构, 传统基建关注中西部铁路

101223

建筑工程行业 3 月报

看好

北非局势影响基本消化, 关注有相对估值优势企业

投资要点:

- **2月行业重要资讯:** 利比亚事件冲击已基本得到消化, 优质的海外工程企业仍可积极配置。2月下旬以来随着利比亚局势的发展, 相关企业股价出现10%左右的回调。我们对这些海外工程企业涉及利比亚项目的具体金额和实质影响进行了分析, 主要公司在利比亚的未完工合同金额仅占它们整体未完工合同额的2%, 同时在此次事件中项目已完工部分的实际损失并不大, 当前股价已充分反映了利比亚事件的影响。我们对技术能力突出、海外经验丰富的国际工程承包商发展前景维持看好, 主要标的中材国际、葛洲坝、中国铁建等在手订单充足, 新签订单稳步增长, 业绩增长前景稳定。
- **2月行业经营成本:** 水泥、钢材价格同比有明显上升, 管理优秀、成本转嫁能力强的工程企业仍可平稳应对。2月底华中、华南水泥价格同比上年仍高出100元/吨, 钢材价格在铁矿石成本推动下较去年底也出现5-10%的升幅。主要原材料由甲方提供(或合同价格设定了开口类的保护条款)、预收款比例大从而成本锁定能力强的工程企业目前仍可平稳应对当前的成本波动。
- **国内基建需求:** 西部铁路基建是主要看点, 中铁二局受益明显。由于西南地区地势条件复杂, 多个铁路项目的设计及可研论证的结束时间较晚, 铁路投资在2010年下半年方进入实际的大规模支出阶段。随着《成渝经济区区域规划》3月初获得国务院的讨论并原则通过, 我们判断西南地区铁路投资在未来3-5年将进入一个显著的上升周期, 这将为在西南铁路市场有较大份额的中铁二局带来显著的发展机遇。
- **相对估值优势企业将有良好市场表现, 维持行业看好评级。** 低估值、稳健增长的细分板块是行业配置的首选。目前建筑板块内我们着重看好西部铁路基建、海外工程等成长性与估值优势兼备的细分领域。主要投资标的为中铁二局、中材国际、葛洲坝、精工钢构; 此外, 中国中冶、中国中铁、中国铁建等大市值标的随盈利的释放也有望迎来估值修复。

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	投资评级
600528	中铁二局	0.70	0.93	1.18	16.0	12.1	9.5	强烈推荐
600970	中材国际	1.83	2.36	2.83	24.4	18.9	15.8	推荐
600496	精工钢构	0.60	0.87	1.11	33.8	23.3	18.3	推荐
600068	葛洲坝	0.43	0.57	0.74	31.0	23.4	18.0	推荐
002081	金螳螂	1.21	1.89	2.50	51.7	33.1	25.0	推荐
002375	亚厦股份	1.18	1.80	2.35	64.0	41.9	32.1	推荐
002482	广田股份	1.30	2.15	3.03	54.5	33.0	23.4	推荐
002431	棕榈园林	0.83	1.48	2.35	90.1	50.6	32.0	推荐
601618	中国中冶	0.26	0.31	0.37	15.6	13.1	11.0	推荐
601186	中国铁建	0.49	0.90	1.15	14.5	7.9	6.2	推荐

目 录

1、主要细分行业需求变化	3
2、行业重要资讯	6
3、行业成本变化	6
3.1 水泥价格回顾.....	7
3.2 钢材价格回顾.....	7
4、行业投资策略	8

图表目录

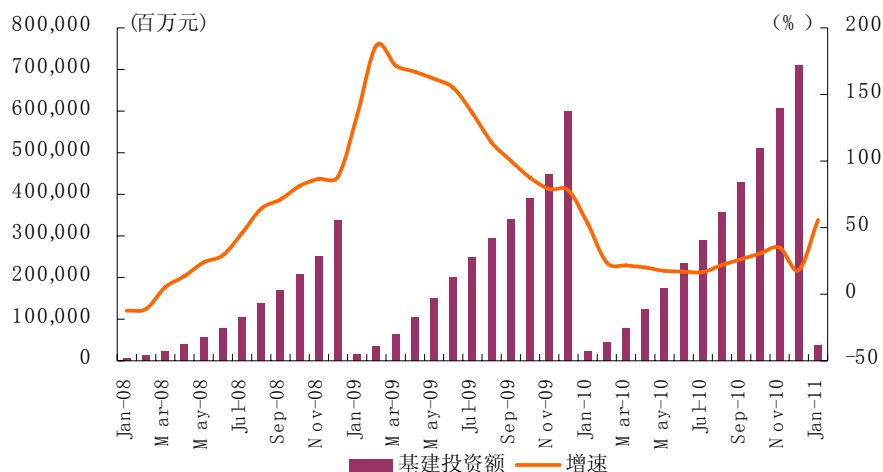
图 1 国内铁路基建投资月度累计完成额变化.....	3
图 2 2009-2012 年四川铁路基建投资	3
图 3 国内商品房施工面积与销售面积增速的对应关系.....	4
图 4 国内商品房施工面积及其增速	4
图 5 国内房地产投资及其增速	4
图 6 04 年以来国内公路投资及其增速	5
图 7 04 年以来国内水利投资及其增速	5
图 8 04 年以来国内钢铁投资及其增速	6
图 9 04 年以来国内水泥投资及其增速	6
图 10 华北-石家庄(P.O42.5)价格变动	7
图 11 华东-杭州水泥(P.O42.5)价格变动	7
图 12 华南-广州水泥(P.O42.5)价格变动	7
图 13 华中-武汉水泥(P.O42.5)价格变动	7
图 14 普通圆(方)钢出厂价变化.....	8
图 15 普通螺纹钢出厂价变化	8
表 1 主要建筑企业利比亚项目影响分析	6

1、主要细分行业需求变化

● 西部铁路基建：储备项目进入实施周期，今年是投资快速上升期

全国范围看，2010 年国内完成铁路基建投资 7091 亿元，同比增长 18%。2011 年 1 月，铁路基建完成投资 364 亿元，同比增长 56%，今年铁路建设的起始力度高于往年；从全年来看，预计 2011 年投资完成额仍将在 7000 亿元左右，铁路投资强度保持在高位水平。

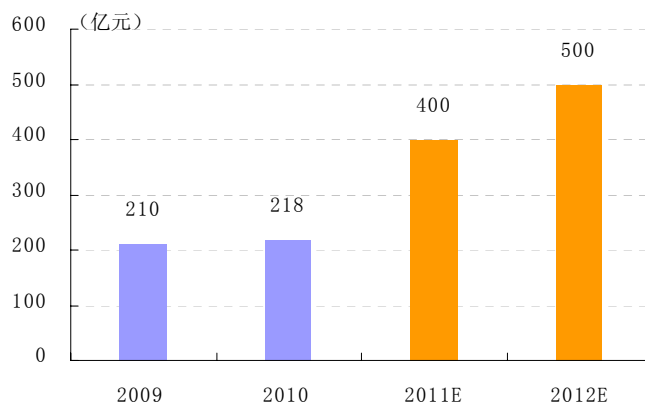
图 1 国内铁路基建投资月度累计完成额变化



资料来源：铁道部，中投证券研究所

从区域的角度分析，我们特别看好西部如成渝地区的铁路建设市场。由于西南地区地势条件复杂，多个铁路项目的设计及可研论证的结束时间较晚，铁路投资在 2010 年下半年方进入实际的大规模支出阶段。根据成都铁路局年初制定的工作规划，2011 年四川省铁路投资将完成 400-500 亿元，与 2009-2010 年年均 200 亿元的规模投资相比有翻倍增长，同时未来 5 年该省铁路投资将进入一个稳定的快速发展阶段，这将为在西南铁路市场有较大份额的中铁二局带来显著的发展机遇。

图 2 2009-2012 年四川铁路基建投资

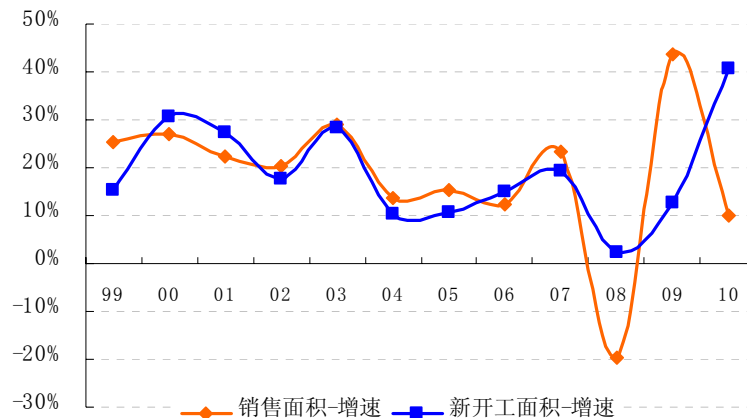


资料来源：铁道部，中投证券研究所

● 普通房建：商品房销售增速回落趋势渐显，施工面积增速未来将小幅放缓

房屋建筑作为国内绝对投资额最大的工程领域，其投资增速与房地产市场的变化趋势紧密相连。从 2004 年以来商品房新开工面积与其销售面积的增速对应关系看，新开工面积的增速趋势通常滞后于销售面积增速约半年的时间。

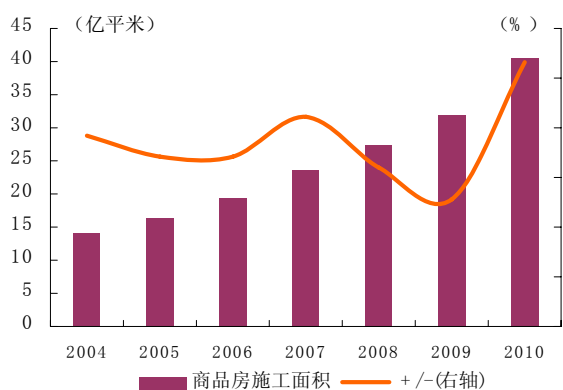
图 3 国内商品房施工面积与销售面积增速的对应关系



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

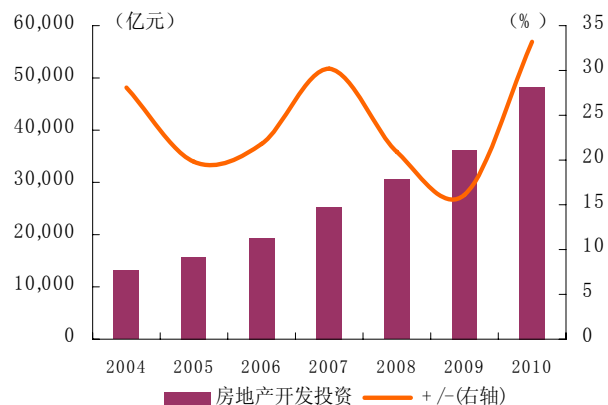
2010 年国内商品房新开工面积为 16.4 亿平米，同比增长 41%，增速水平处于历史高位。随着当前多个地方商品房“限购”及货币政策的收紧，今年上半年房地产销售增速将有所回落，预计今年房地产投资及施工面积的增速也将从 2010 年 30% 的高位回落至历史上 20-25% 的平均水平。以中小开发商为主要客户的房建施工企业将面临一定的业务开拓和工程回款压力。

图 4 国内商品房施工面积及其增速



资料来源：国家统计局

图 5 国内房地产投资及其增速



资料来源：国家统计局

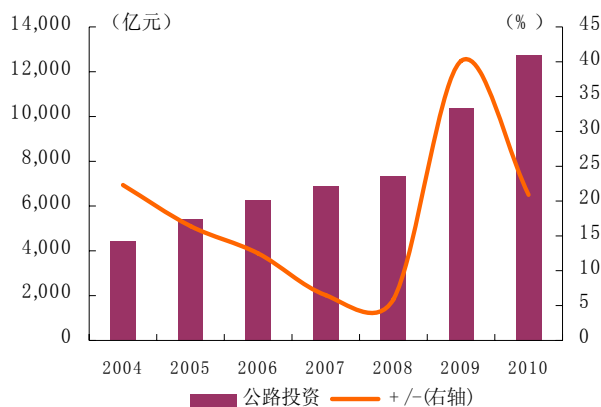
● 公路及水利投资：2011 年投资增速将在 15-20%

06-08 年国内公路投资相对平稳，期间年均投资增速在 6-13% 之间，基本与国内 GDP 增速水平相当。09 年在 4 万亿投资财政政策的刺激下，当年

公路投资的完成额跃升明显, 该年完成投资 1.04 万亿元, 同比增长 40.1%; 2010 年, 全国公路市场的投资规模为 1.28 万亿元, 同比增长 20.9%, 投资强度升幅已接近 09 年之前正常年份的水平。预计未来 2-3 年国内公路投资的年增速将在 15% 左右, 骨干公路网的建设仍是支出重点。

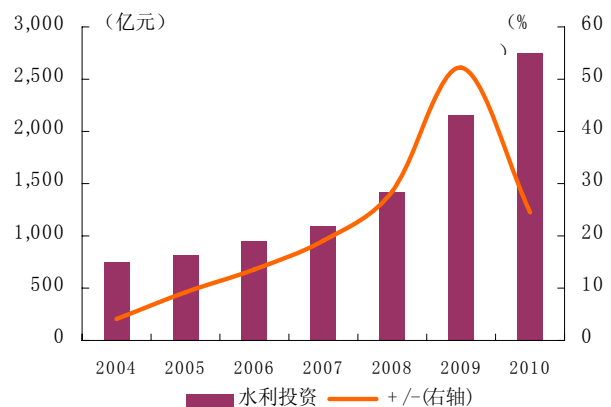
水利投资 2010 年完成投资 2750 亿元, 同比增长 24.5%。按照目前中央对水利基础设施的倾斜发展正常, 未来 5 年水利方面的年均投资将达到 4000 亿元, 提升幅度较大。我们判断新增水利投资将主要体现在地方性的水利设施项目上, 粤水电等地方企业有受益机会。

图 6 04 年以来国内公路投资及其增速



资料来源: 国家统计局

图 7 04 年以来国内水利投资及其增速



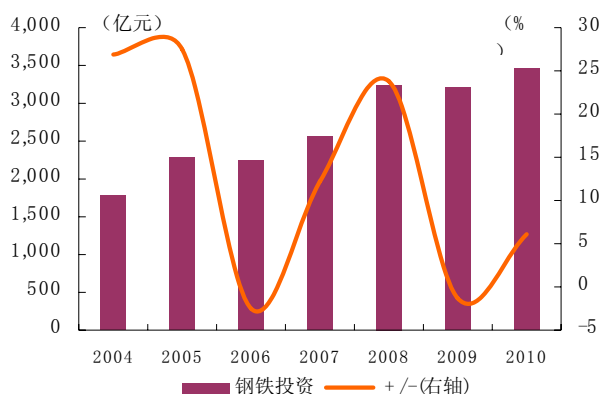
资料来源: 国家统计局

● 国内钢铁与水泥工程: 2011 年需求略弱于 2010 年

国内钢铁投资经由 04 年的 1780 亿元倍增至 08 年的 3240 亿元, 仅 08 年底国内粗钢产能的过剩规模就在 1 亿吨左右。考虑到 09、10 年在建项目的持续投产, 我们预计当前钢铁行业整体产能过剩的局面仍未改善。未来 2 年国内钢铁业投资将由新建主要转向补充急需的高技术钢铁品种以及由节能环保因素推动的技改升级两方面, 按行业年均新建 (或搬迁) 3000 万吨、技改 2000 万吨的规模计算, 预计未来 2 年行业年均投资在 2500-3000 亿元左右, 较 2010 年 3465 亿元的投资规模有小幅回落。

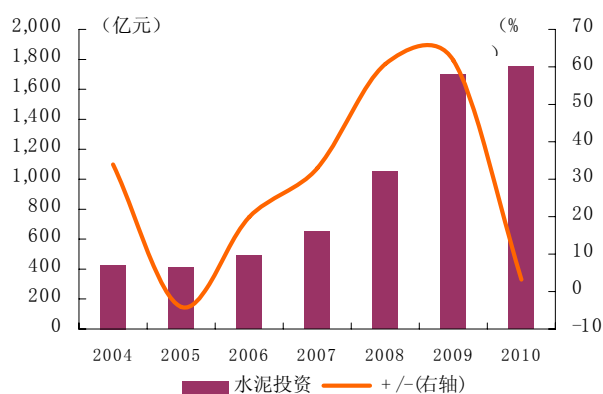
水泥工程方面, 2011 年国内完成固定资产投资 1755 亿元, 同比上年基本持平。我们判断未来一段时间的新线建设将主要与落后产能的淘汰同步进行, 水泥行业固定资产投资的整体新增规模将趋于稳定。从行业投资的细分结构上看, 余热发电、垃圾焚烧等水泥窑的节能环保类配套设施仍有较大的发展潜力。

图 8 04 年以来国内钢铁投资及其增速



资料来源：国家统计局

图 9 04 年以来国内水泥投资及其增速



资料来源：国家统计局

2、行业重要资讯

本月对建筑行业影响较大的重要资讯主要是北非政局变化对中国海外工程市场的影响。主要工程企业披露的受影响程度如下：

表 1 主要建筑企业利比亚项目影响分析（单位：亿元）

公司名称	利比亚项目已完工金额	利比亚项目未完工金额	利比亚未完工合同占公司整体比例
中国铁建	45	233	2.3%
中国中冶	5	51	2.0%
中国建筑	88	88	1.0%
葛洲坝	9	46	4.1%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

中国建筑企业在海外经营中垫资项目较少，合同执行进度通常按业主付款进度而定，因此我们判断上述企业在利比亚项目已完工部分的实际损失很小，后续未完工部分因未追加投入，将不会形成新的损失。

中国建筑企业在此次利比亚事件中主要受到的损失主要有两方面：一是之前投入的工程设备由于来不及撤出，面临一定的资产减记；二是此次人员撤出的费用。考虑到建筑企业相对轻资产的运营特点，我们判断此次事件的实际损失额并不大；同时，大部分受影响企业利比亚项目在其整体未完工合同的比例均很小，其整体经营前景仍保持稳定。

3、行业成本变化

对普通房建、基础设施类工程类型而言，水泥、钢材等主要原材料的成本占比达到 60% 左右，在合同价格为闭口类型的情况下，水泥、钢材价格的上涨幅度过大将影响工程企业的盈利能力。

从 1 季度的原材料价格来看，水泥、钢材价格同比都有较大幅度上升。我们建议投资者重点关注投资标的中主要原材料由甲方提供（或合同价格设

定了开口类的保护条款)、预收款比例大从而成本锁定能力强的工程企业。

3.1 水泥价格回顾

2011 年 2 月底水泥价格较上年末水平均有所回落,但多数区域的绝对价格水平仍处于历史同期的较高位置。目前华东、华中主要城市 P.O42.5 水泥的价格均在 400 元/吨以上,同比上年高出 100 元/吨以上。

图 10 华北-石家庄(P.O42.5)价格变动

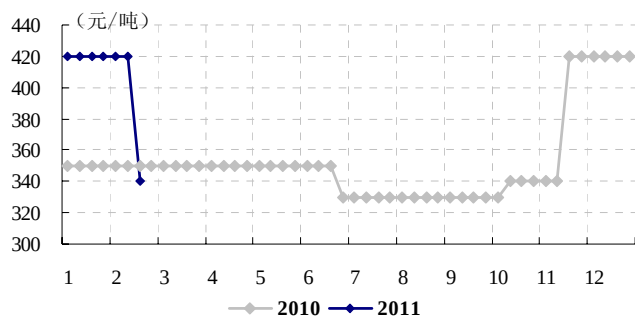
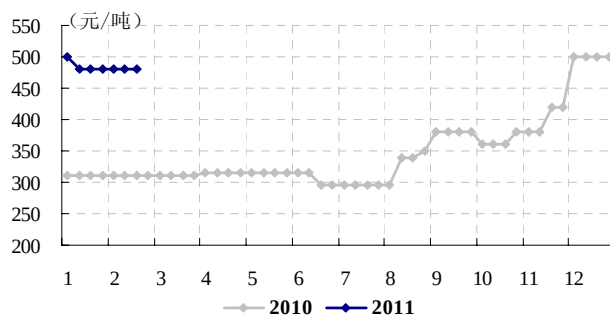


图 11 华东-杭州水泥(P.O42.5)价格变动



资料来源: 数字水泥网

资料来源: 数字水泥网

图 12 华南-广州水泥(P.O42.5)价格变动

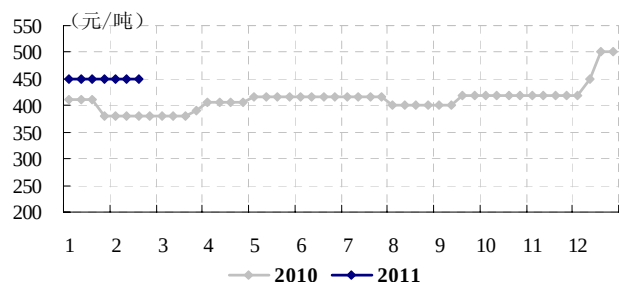
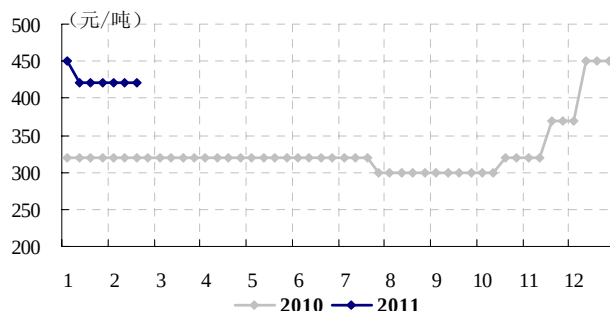


图 13 华中-武汉水泥(P.O42.5)价格变动



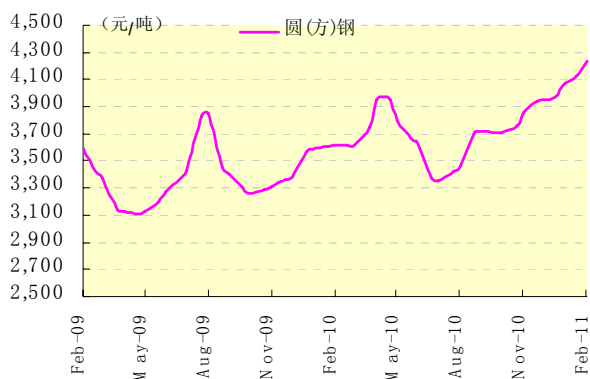
资料来源: 数字水泥网

资料来源: 数字水泥网

3.2 钢材价格回顾

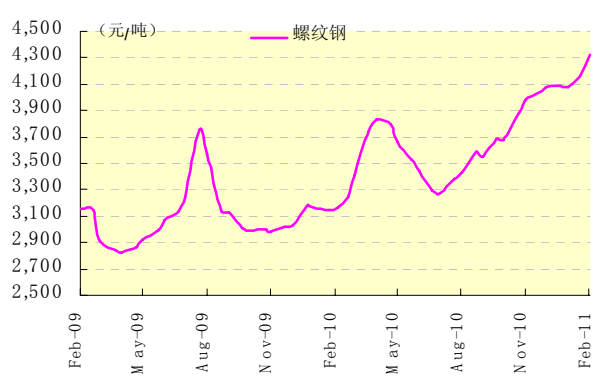
2 月底国内各类钢材价格较上年底有 5-10%的涨幅。如普通圆(方)钢在 2 月底的出厂价为 4232 元/吨,较 12 月底上涨 278 元/吨;螺纹钢 2 月底的出厂价为 4325 元/吨,较 12 月底上涨 243 元/吨。随国外铁矿石进口价的持续上升,预计后续钢材价格仍有一定的升幅空间。

图 14 普通圆(方)钢出厂价变化



资料来源：国家统计局

图 15 普通螺纹钢出厂价变化



资料来源：国家统计局

4、行业投资策略

低估值、稳健增长的细分板块是行业配置的首选。2010 年在经济快速回稳的需求拉动下，行业内装饰、园林景气回升较快，相关公司股价对其业绩进行了较为充分的反映，目前相对 2011 年的动态估值均在 35 倍以上，短期内的相对较高估值尚需后续业绩的增长进行消化。目前建筑板块内我们看好铁路基建、海外工程等成长性与估值优势兼备的细分领域。

铁路基建：着重看好西部铁路建设提速带来的机遇，首推中铁二局。行业整体方面，我们判断此次铁道部人事调整对行业影响总体正面，有利于扭转以往工程定价偏低局面，同时过往的工程变更获批进程也有望加快，盈利能力的提高将有利于中铁、铁建实现估值修复。

海外工程方面，2 月下旬以来主要相关企业的股价随利比亚事件出现了 10%左右的回调，而主要相关企业在利比亚的未完工合同金额仅占公司整体的 2%左右，同时在此次事件中已完工部分的实际损失并不大，当前股价已充分反映了利比亚事件的影响。我们仍对技术能力突出与海外经验丰富的国际工程承包商发展前景看好。主要标的中材国际、葛洲坝在手订单充足，新签订单稳步增长，业绩增长前景稳定。

此外，钢结构方面，短期内行业成本虽受钢材价格上升因素困扰，但优质龙头企业一方面具有较强的成本转嫁能力，同时其业务的快速扩张也能实现较好的规模效应，建议关注精工钢构。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中国中铁、中国铁建、中铁二局、葛洲坝、精工钢构、中国建筑、中国中冶、中材国际、海油工程、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站:

<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434