

评级：增持 维持评级
行业点评
唐笑
 分析师 SAC 执业编号：S1130511030003
 (8621)61038229
 tangx@gjzq.com.cn

贺国文
 分析师 SAC 执业编号：S1130511030012
 (8621)61038234
 hegw@gjzq.com.cn

如何看待已经有一定涨幅的大建筑股

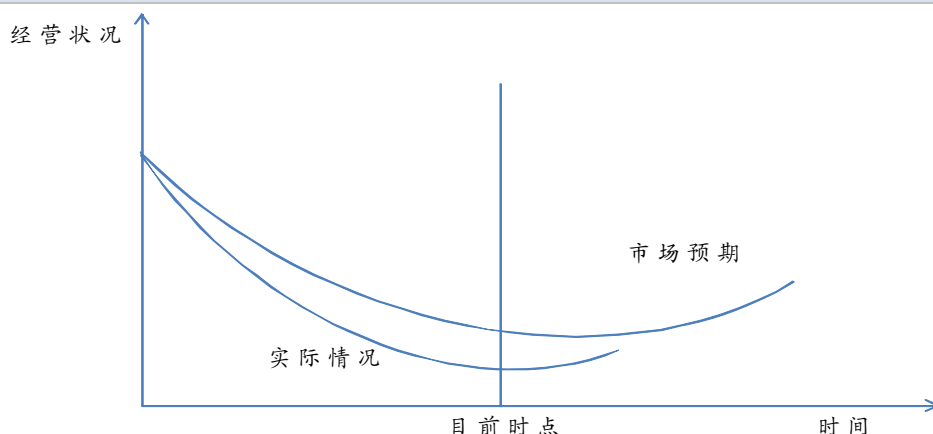
事件

中国建筑、中国中冶股价自底部上来已经有 15% 左右的涨幅；中国中铁、中国铁建也有较小幅度的上涨。

评论

坚持 2 季度策略中的观点——目前正是公司表现与市场预期发生逆转的临界点：我们在 2 季度策略中对这一观点进行了详细的论述：之前大型建筑公司表现经常低于预期，比如中铁 08 年的汇兑损失，铁建在沙特的亏损等；站在目前这个时点上，市场对于中铁、铁建的营业收入产生天花板方面的担忧，即收入和利润负增长，对中国建筑的预期也在地产调控、投资下降的影响之下也被打到很低的位置；市场对于大型建筑股的预期已经足够差；同时向未来看，实际情况正在转好，超预期事件发生的概率在增大，频率在增多。因此已经迎来了大型建筑股的长期投资机会。

图表1：目前处于公司表现与市场预期发生逆转的临界点



来源：国金证券研究所

保障房就是上述“超预期”的第一次体现：从调研情况来看，中国中冶、中国建筑目前在手保障房订单非常可观，分别达到 3000、1000 万平方米以上；从收益率的角度，由于之前大部分保障房建设合同只是房建环节，因此收益率较低，自 2010 年中期以来，较大比例的保障房订单属于一体化经营，从土地开发到房建均由一个企业承建，从目前已经建成移交的情况来看，销售净利率分布在 5-7 个百分点之间，该比例大大高于之前市场预期的 3%。保障房在订单、收益率上的超预期将最终体现在相关企业超预期的收入、利润上。此外从国外的情况来看，政府主导的保障房建设最终将会是一个长期的可持续的过程。而我国目前正处于大力建设保障房的起始阶段，因此保障房是能够在较长时间内对企业业绩形成实实在在的增厚的。

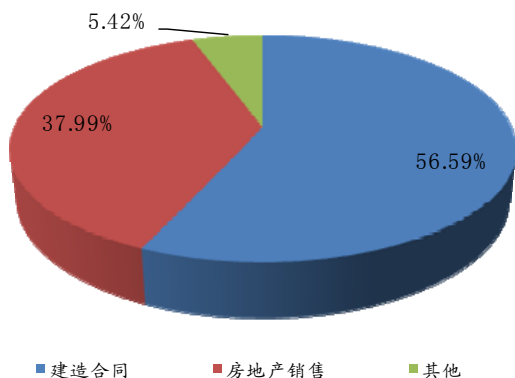
图表2：国外保障性住房做法

国家	做法
法国	“低租金住房制度”，规定人口超过5万的城镇中，廉租房占全部住房的比例不能低于20%，否则将受到处罚。据统计，法国每1000人拥有69.2套保障性住房。2009年法国共资助兴建12万套保障性住房；2010年法国政府又出资47亿欧元，资助兴建保障性住房。目前，法国约有450万套廉租房，占法国可出租房屋的40%至50%。
英国	“共同产权”模式，在政府支付50%左右的情况下，居民家庭能够承受得起剩余部分，而且不会让家庭背负沉重负担，不会降低居民的幸福指数。
德国	1987年，市场上共有390万套社会福利房，大约占市场总量的1/3，目前社会福利房数量逐步减少，主要是由于德国已经基本解决国民的居住问题，现在的社会福利房主要为低收入群体、多子女家庭、老人和残疾人等弱势群体服务。
韩国	早在1998年，韩国政府开始实施促进廉租房的政策。现在又提出10年内完成“百万户国民廉租房建设计划”。韩国的廉租房分成两类，一类是永久性出租房，另一类是可出售的出租房。廉租房的租金仅为市场价格的60%-85%，最长租赁期为30年。
新加坡	“组屋”制度，组屋每套价格从15万新加坡元(1美元约合1.52新元)到25万新加坡元不等。据统计，过去40多年中，新加坡共修建组屋近100万套，目前约84%的人安居在组屋中。另外，对于没钱买房的低收入人群，新加坡政府还会提供价格更低的廉租房。

来源：国金证券研究所

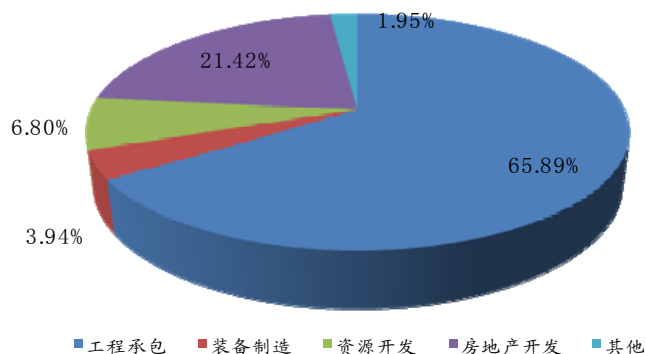
穷则生变、变则通达——企业开辟多种业务模式：近年来，中国建筑、中国中冶、中国中铁、中国铁建等大型国有建筑企业积极调整业务结构，开拓新的收入、利润来源，公司抵御风险的能力大大增强。如下图所示，从毛利占比的角度，几个公司业务分散程度不一，以中国建筑、中国中冶较为分散，其中中国中冶在业务的种类和行业跨度方面来得更为宽泛。这使得未来的超预期因素的来源更为广泛，概率增大，频率增多。此外中国中铁、中国铁建也在积极探索新的业务模式和领域，实现业务均衡、持续发展。

图表3：中国建筑2010年中期毛利占比

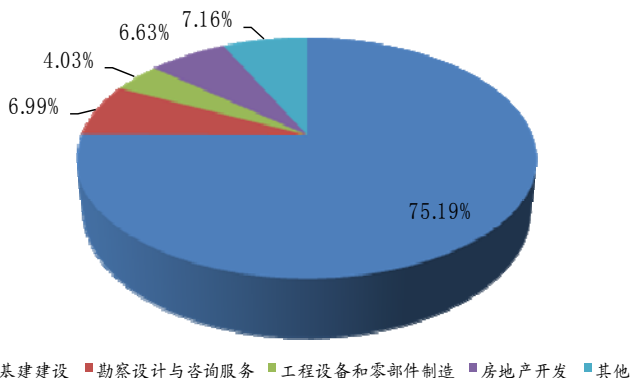


来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表4：中国中冶2010年毛利占比



图表5：中国中铁2010年毛利占比



来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表6：中国铁建2010年毛利占比

