

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

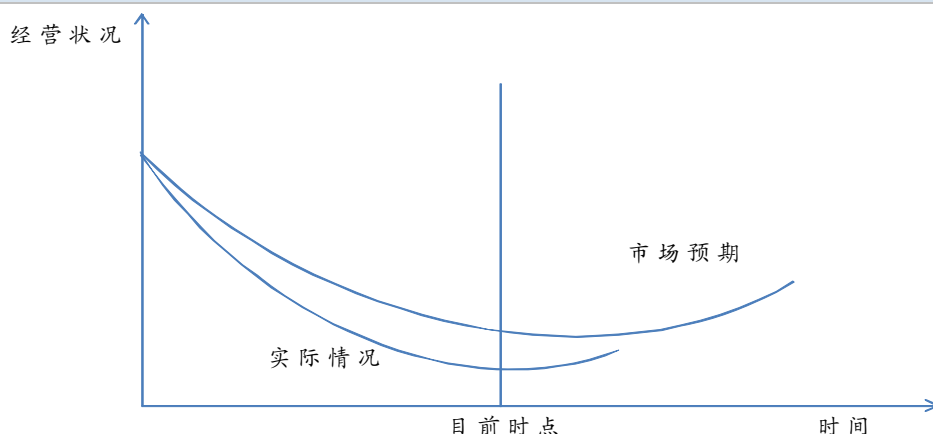
事件

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。

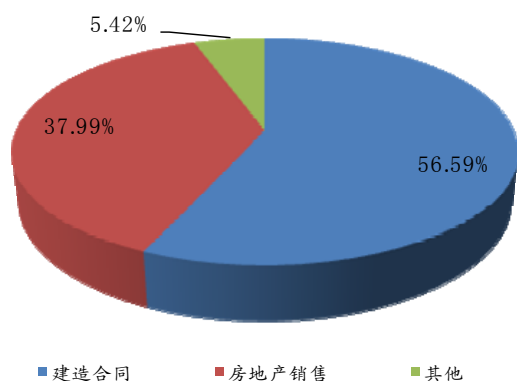
图表2：国外保障性住房做法

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

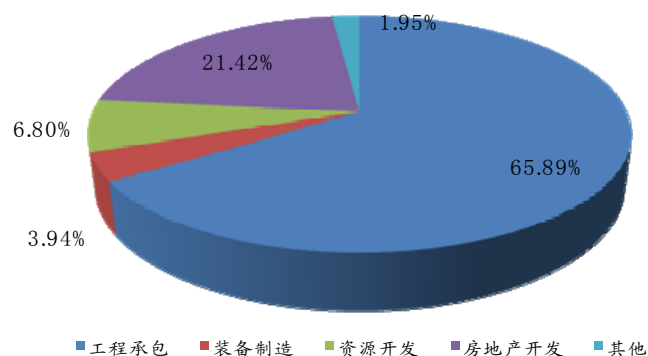
穷则生变、变则通达——企业开辟多种业务模式：近年来，中国建筑、中国中冶、中国中铁、中国铁建等大型国有建筑企业积极调整业务结构，开拓新的收入、利润来源，公司抵御风险的能力大大增强。如下图所示，从毛利占比的角度，几个公司业务分散程度不一，以中国建筑、中国中冶较为分散，其中中国中冶在业务的种类和行业跨度方面来得更为宽泛。这使得未来的超预期因素的来源更为广泛，概率增大，频率增多。此外中国中铁、中国铁建也在积极探索新的业务模式和领域，实现业务均衡、持续发展。

图表3：中国建筑2010年中期毛利占比

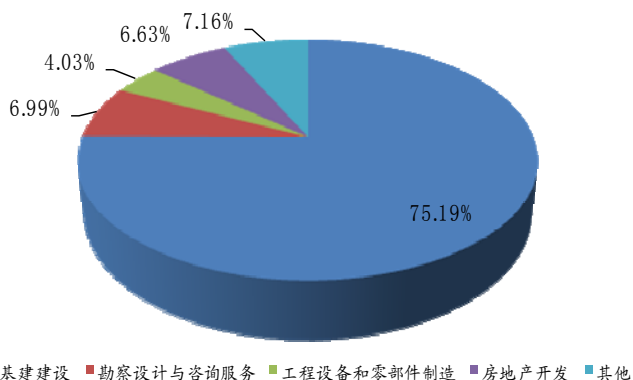


来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表4：中国中冶2010年毛利占比

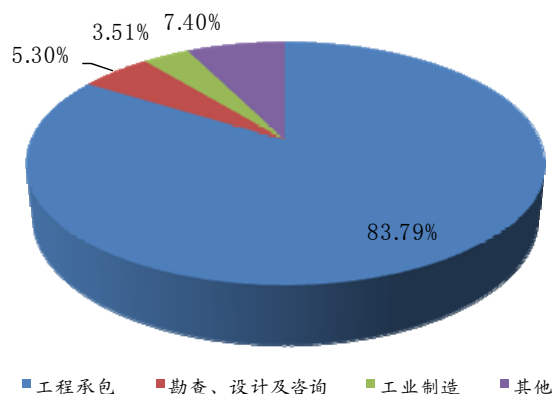


图表5：中国中铁2010年毛利占比



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



投资建议

我们认为，目前仍然处于大建筑股行情的初始阶段，超预期的保障房建设催生了近期的中国中冶、中国建筑的上涨行情，并将在未来给大型建筑企业带来实实在在的收入、利润增厚；同时，目前仍处于“穷则生变、变则通达”的过程之中，几个大型建筑企业后续仍然存在多种超预期的可能，使得估值继续有所修复，**大型建筑股的投资机会远未结束**。维持几个公司的“买入”评级，排序为：中国建筑、中国中冶（与中国建筑并列第一）、中国中铁、中国铁建。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室