



建筑工程业

2011.06.10

探索政策支持与不畏弱势周期的配置

——2011 年建筑行业中期策略报告

 **韩其成**
 021-38676162
 hanqicheng@gjas.com
 编号 S0880511010022

本报告导读：

2011 年下半年建筑行业投资策略：通过两次经济背景阶段分析寻找相似环境下优质股，寻找经济走弱预期下的投资思路与优秀标的。

摘要：

通过两次经济背景阶段分析寻找相似环境下优质股：2004 年建筑股股价领先于通胀 4 个月见顶，其后不断回落。原因为紧缩货币政策与房地产打压导致固投增速下降，建筑业收入与利润持续下行。期间仅有受益油价上涨的石油勘探正收益。08 与 04 年规律显示 CPI 与宏观经济下行阶段，建筑股难有板块性收益，但政策强力支持板块与特殊行业有相对收益。2008 年建筑股股价领先于通胀 2 个月见顶，其后通胀下降阶段中建筑股股价分向下和向上两个阶段，当 CPI 下降到一定程度，国内经济刺激政策强劲，建筑股触底回升。其中建筑股相对收益分化，国际工程、石油勘探、地铁施工、装饰园林、水利工程、路桥铁路施工由于 4 万亿具有正相对收益。

08 年与 04 年的规律总结为：CPI 见顶，建筑股股价会提前见顶，国泰君安宏观组判断 2011 年 6 月 CPI 见顶，因此我们认为建筑股的顶部在 2011 年 4 月。11 年 6 月 CPI 见顶后，下半年 CPI 的走势为下行，CPI 下行的起始阶段，建筑股会呈现下行走势，当 CPI 下行到一定程度，国内政策开始放松，那么建筑股可能 CPI 下行的中间阶段反转向上。因此我们将半年度选股策略拟定在特殊行业板块以及明确获得政策相关支持的板块。

思路一：钢结构行业——行业向好趋势明朗、龙头企业精彩演绎。钢结构以产业转移与升级、城市化推进与消费升级为背景，龙头企业下实现拐点向上精彩演绎。精工钢构：盈利模式转变、全国布局、涉及建筑光伏；鸿路钢构：产能释放与订单饱满，专注制造显优势。思路二：水利水电行业——明确受益水利建设大发展，关注旱涝灾害引发投资热潮。水利未来十年投资总额将达 4 万亿。5 月份以后，湖北、江西等长江地区遭遇严重旱涝灾害。结合历史重大旱灾期间相关上市公司股价表现，重大旱灾将提高水利行业关注度，利好股价表现。思路三：保障房建设——下半年将进入发力阶段。11 年保障房投资金额将高达 1.4 万亿，土地供给与资金来源有望给予保障，8-10 月将进入开工高峰期。中国建筑以多种模式探索保障房建设，上海建工与中国中冶是保障房领域重要参与者。思路四：装饰园林——装饰园林行业开始步入股权激励新时代，激励政策将使得业绩高增长态势有望延续，同时公司 PE 相对 10 年已经较大回落。思路五：其他关注——国际工程景气依然良好，基建与地铁建设呈现出稳中发展态势，同时在经济悲观预期下的弱市环境中重组概念仍然有望获得超额收益。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：

增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	

相关报告

水利水电工程施工：《南方大旱，促发水利再受重视》	2011.05.23
水利水电工程施工：《南方大旱，促发水利再受重视》	2011.05.23
装修装饰业：《公装高景气仍在，住宅精装近有保障、远有空间》	2011.05.09
水利水电工程施工：《水利水电发展必行，相关央企重组正做》	2011.04.21
钢结构：《行业持续向好，业绩值得期待》	2011.04.19

目 录

1. 两次历史相似阶段的总结分析	6
1.1. 2004 年固投盈利双降，特定行业才有机会	6
1.1.1. 货币面：M1 走势与建筑股高度一致，股价先于 CPI 反应	6
1.1.2. 基本面：固定资产投资不足，建筑行业盈利下滑	7
1.1.3. 03-05 建筑板块相对收益逻辑筛选：特定行业	9
1.1.4. 结论：行业产能过剩导致固投需求下滑	11
1.2. 2008 年严重经济衰退后的结构性机会：政府政策刺激	12
1.2.1. 货币面：宽松的货币政策有助于建筑股上涨	12
1.2.2. 基本面：中央固投先导，房地产续力提升建筑股价	14
1.2.3. 06-08 建筑板块相对收益逻辑筛选：政策支持力度最强的最安全	17
1.2.4. 结论：政策性机会和 CPI 压力减轻后建筑股反转	20
2. 2011 年的历史背景下寻找受益股	21
2.1. 思路总结与投资探析：建筑整体走势偏弱，特殊板块将有收益	21
2.2. 思路一：钢结构行业——行业向好趋势明朗、龙头企业精彩演绎	22
2.2.1. 钢结构自身属性优势与发展空间决定我国钢结构行业长期看好	22
2.2.2. 产业转移与升级、消费升级背景引领钢结构加速前行	24
2.2.3. 龙头企业更受益：精工看盈利模式转变、鸿路看制造规模优势	27
2.3. 思路二：水利水电行业——明确受益水利建设大发展	28
2.3.1. 水利投资迎头向上，十年 4 万亿投资可期待	28
2.3.2. 我国近年旱涝灾情加速相关水利建设需求	29
2.3.3. 干旱灾情催生相关水利股行情	33
2.4. 思路三：保障房建设——下半年将进入发力阶段	34
2.4.1. 2011 年保障房建设将投资 1.4 万亿	34
2.4.2. 土地供给与资金来源有望给予保障，8-10 月将进入开工高峰期	35
2.4.3. 保障房建设：中国建筑多种模式探索进行、上海建工与中国中冶保障房重要参与者	37
2.5. 思路四：装饰园林——开启股权激励新时代	39
2.5.1. 装饰园林开始股权激励新时代	39
2.5.2. 装饰园林行业“十二五”仍将保持高速增长态势	40
2.6. 思路五：其他关注——国际工程与基建地铁稳中发展，弱市重组概念	42
2.6.1. 国际工程探索延续、基建地铁稳中发展	42
2.6.2. 重组概念是弱市行情下另一道风景	43
3. 投资策略：把握主题明确、规避业绩下滑风险	45
3.1.1. 2011 年下半年投资策略与重点总结	45
3.1.2. 重点公司盈利预测以及分季度预测汇总	45

图表目录

表 1: 03-05 年 CPI、股价不同阶段情况下表现最好的建筑股	9
表 2: 2004 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股	10
表 3: 2004 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股与行业的 PE 对比	10

表 4: 2004 年 CPI 下降阶段对应的建筑股相对收益	11
表 5: 加息货币政策的基点变动情况.....	14
表 6: 06-09 年 CPI、股价不同阶段情况下表现最好的建筑股	17
表 7: 2008 年 CPI 下降阶段对应的建筑股相对收益	18
表 8: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 5 支建筑股.....	18
表 9: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股与建筑业 PE 比较	19
表 10: 2008 年 CPI 下降、股价上涨阶段表现最好的 5 支建筑股.....	19
表 11: 2008 年 CPI 下降、股价上涨阶段表现最好的 5 支建筑股与建筑业 PE 比较	20
表 12: 钢结构自身优越性	23
表 13: 我国产业转移政策	25
表 14: 我国高铁建设中桥梁建设情况.....	26
表 15: 钢结构上市公司盈利预测	28
表 16: 钢结构上市公司 1 季度机构持股及变动情况.....	28
表 17: 我国历年旱灾情况	32
表 18: 我国近 2 年重大旱情影响及相关上市公司股价表现.....	33
表 19: 水利水电公司盈利预测与估值.....	34
表 20: 水利水电上市公司 1 季度机构持股及变动情况.....	34
表 21: 2011 年部分省市地区保障性住房开工情况汇总	36
表 22: 中国建筑六种保障房开发模式情况.....	37
表 23: 上海建工参与保障房建设项目列表.....	38
表 24: 上海建工、中国建筑、中国中冶盈利预测与估值.....	39
表 25: 上海建工、中国建筑、中国中冶 1 季度机构持股及变动情况.....	39
表 26: 装饰园林行业执行股权激励的上市公司情况.....	39
表 27: 装饰园林行业执行股权激励的上市公司对于业绩考核的条件.....	40
表 28: 装饰园林盈利预测与估值	41
表 29: 装饰园林 1 季度机构持股及变动情况.....	41
表 30: 国际工程与基建公司盈利预测与估值.....	43
表 31: 国际工程与基建公司 1 季度机构持股及变动情况.....	43
表 32: 央企数量目标	43
表 33: 存在资产重组预期的上市公司	44
表 34: 相关概念公司盈利预测与估值评级.....	45
表 35: 建筑企业分季度盈利预测	46

图 1: 03-05 年建筑指数与 CPI.....	6
图 2: 03-05 年建筑指数与 PPI	6
图 3: 04 年建筑指数走势与 M1 同比增速关系	6
图 4: 04 年建筑指数与利率之间的关系.....	6
图 5: 03-05 年建筑股价与固投增速	7
图 6: 03-05 年建筑股价与中央固投增速	7
图 7: 建筑指数与房地产销售与新开工数据的关系	8
图 8: 03-05 年国内生产总值增速	8
图 9: 建筑指数与房地产销售与新开工数据的关系	8
图 10: 03-05 年建筑股价与金融机构建筑业贷款	8
图 11: 03-05 建筑业结转合同与签订合同增速	9
图 12: 03-05 年建筑业总收入以及利润增速	9
图 13: 03-05 表现良好公司收入增速	10

图 14: 03-05 表现良好公司利润总额增速	10
图 15: 04 年 CPI 与建筑股走势逻辑关系图	12
图 16: 06-09 年建筑指数与 CPI	12
图 17: 06-09 年建筑指数与 PPI	12
图 18: 08 年建筑指数走势与 M1 同比增速关系	13
图 19: 08 年建筑指数与利率之间的关系	13
图 20: 2000 年以来的货币政策	13
图 21: 06-09 年建筑股价与中央固投增速	15
图 22: 06-09 年建筑股价与地方固投增速	15
图 23: 建筑指数与房地产销售与新开工数据的关系	15
图 24: 四万亿投资分类占比	15
图 25: 06-09 建筑业签定合同额与本年新签合同额	16
图 26: 06-09 建筑业收入与利润增速	16
图 27: 建筑业景气程度	16
图 28: 06 年以来国内生产总值累计增速	16
图 29: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股收入增速比较	19
图 30: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股利润总额增速比较	19
图 31: 2008 年 CPI 下降、股价上涨阶段表现最好的 5 支建筑股收入增速比较	19
图 32: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 5 支建筑股利润总额增速比较	19
图 33: 08 年 CPI 与建筑股走势逻辑关系图	20
图 34: 10~11 年底 CPI 走势	21
图 35: 10~11 年底 M1 增速	21
图 36: 10~11 年底固定资产投资增速预测	22
图 37: 10~11 年底房地产投资增速预测	22
图 38: 我国钢结构产量及增速	22
图 39: 我国钢结构应用类别	22
图 40: 我国钢结构需求空间巨大	24
图 41: 建筑钢结构应用类别	24
图 42: 美国 MBMA 会员在低层建筑的市场份额	24
图 43: 中国前 20 名钢构企业市场份额	24
图 44: 我国厂房、仓库累计竣工面积及增速	25
图 45: 我国厂房、仓库季度累计竣工面积增速	25
图 46: 我国各地区固定资产投资累计增速	25
图 47: 我国 2010 年各地区 GDP 构成	25
图 48: 文体中心的数量不断增长	26
图 49: 我国城市化建设持续推进	26
图 50: 精工钢构吨钢毛利、净利润、毛利率	27
图 51: 2008 年吨钢毛利比较	27
图 52: 鸿路钢构设计产能	28
图 53: 鸿路钢构 2010 年产品收入结构	28
图 54: 水利建设投资完成额及增速	29
图 55: 2010 年中央水利投资组成 (亿元)	29
图 56: 水利投资增速落后于固定资产投资增速	29
图 57: 水利管理业投资在 11 年 4 月大幅回升	29
图 58: 长江中下游气象干旱图	30
图 59: 我国气象干旱检测图	30
图 60: 2011 年 5 月全国旱情分布示意图	30

图 61: 长江中下游洪灾形式严峻	31
图 62: 全国降水量集中在长江流域.....	31
图 63: 全国历年旱灾导致经济影响.....	31
图 64: 全国抗旱经费开支	31
图 65: 大型水库数量 (座)	31
图 66: 中型水库数量 (座)	31
图 67: 灌区设施需要建设	32
图 68: 按水利建设的主要任务划分.....	32
图 69: 历年保障房建设计划	34
图 70: 2010 年保障房开工率基本达标.....	34
图 71: 2011 年各省市保障性住房建设目标责任.....	35
图 72: 2011 年 1000 万套保障房分解.....	36
图 73: 2011 年保障房投资方向与来源.....	36
图 74: 11 年上海经济适用房开工计划.....	38
图 75: 11 年上海动迁安置房开工计划.....	38
图 76: 我国单月对外承包工程新签合同额.....	42
图 77: 我国单月对外承包工程完成营业额.....	42
图 78: 我国铁路固定资产当月投资及增速.....	42
图 79: 我国铁路基本建设当月投资及增速.....	42

1. 两次历史相似阶段的总结分析

1.1. 2004 年固投盈利双降，特定行业才有机会

1.1.1. 货币面：M1 走势与建筑股高度一致，股价先于 CPI 反应

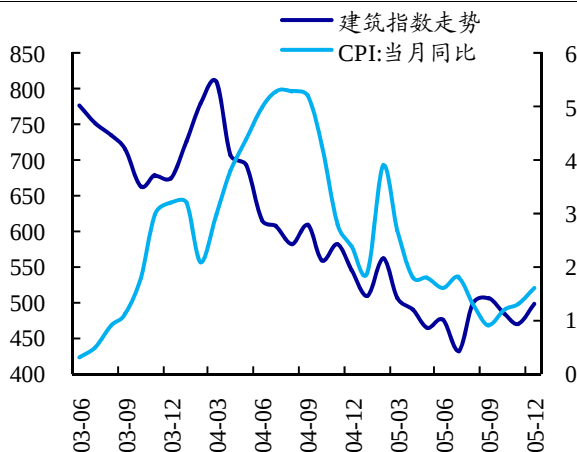
03~04 年的 CPI 周期，我们划分为三个阶段：

1) CPI 上行阶段（2003 年 6 月-2004 年 7 月）。这个阶段中股价走势分为 2 个阶段，一个是 03 年 6 月到 03 年 10 月，CPI 向上走，但是股价向下走。属于经济处于复苏的起始阶段，尚不稳固，CPI 在 3% 以下。另一个是 03 年 11 月到 04 年 7 月，CPI 上行，股价上行。这个阶段经济确定性上行，CPI 的上行对经济不构成阻力，股价由于业绩的确定性上行。股价于 04 年 3 月到顶，M1 增速也在这时到顶，而 CPI 则在 04 年 7 月才见顶（5.3%），股价与 M1 增速具有一致性，但先于 CPI 3 个月见顶，08 年提前 2 个月见顶。本次通胀程度低于 08 年。

2) CPI 下行阶段（2004 年 8 月-2005 年 6 月）。03 年 9 月上调存款准备金率，04 年 10 月上调利率，导致流动性持续缩紧，因此股价一路下泄。

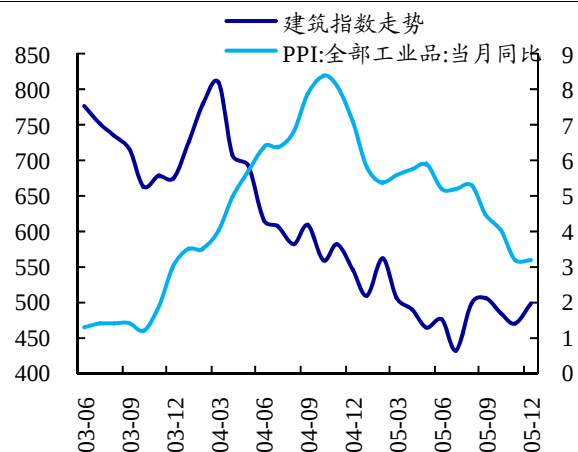
3) CPI 趋缓阶段（2005 年 7 月-2006 年 1 月）。M1 在这个阶段酝酿上行动力。CPI 与建筑股价出现震荡整理格局，经济持续增长，建筑股也在积蓄向上动能。

图 1：03-05 年建筑指数与 CPI



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

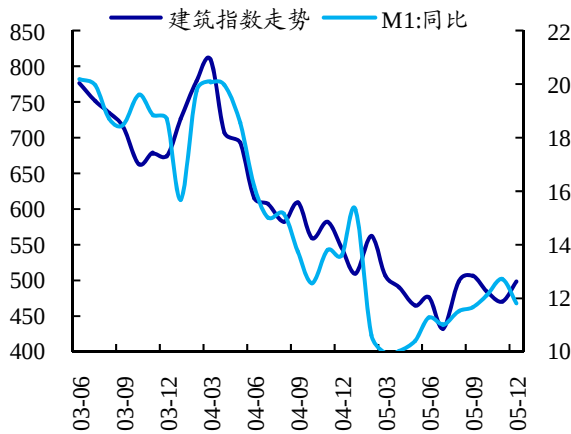
图 2：03-05 年建筑指数与 PPI



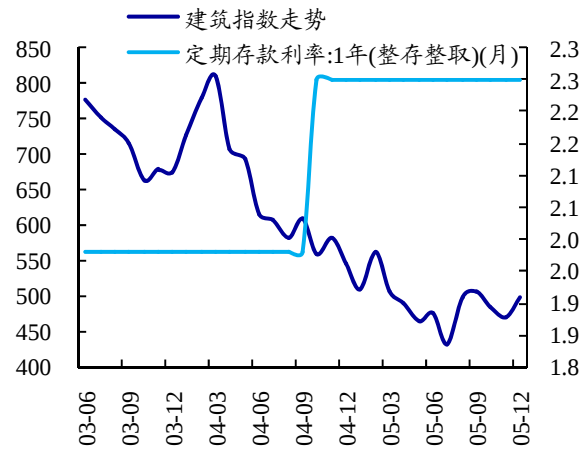
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 3：04 年建筑指数走势与 M1 同比增速关系

图 4：04 年建筑指数与利率之间的关系



数据来源：WIND、国泰君安证券研究



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

1.1.2. 基本面：固定资产投资不足，建筑行业盈利下滑

03 年 6 月到 03 年 12 月，固定资产投资增速与 GDP 增速均下行，对应的建筑股股价下行。当时的背景是全国大面积爆发了非典，导致了固定资产投资增速下滑。

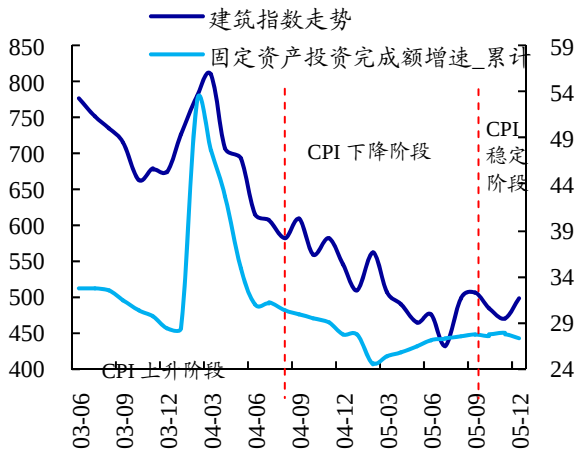
2003 年 8 月，国务院出台《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，将房地产业定位为拉动国家经济发展的支柱产业之一，明确提出要保持房地产业的持续健康发展，要求充分认识房地产市场持续健康发展的重要意义。其后，房地产销量与价格数据上升，房地产新开工面积与固定资产投资上行。04 年 1 月固定资产投资增速跃升至 53%，03 年底仅为 28%，经济出现过热的苗头。

应对经济过热，政府从**房地产政策与货币政策**两方面调控经济。1) 2004 年 3 月“8.31 大限提高拿地门槛”。建筑股股价在这个月达到顶峰、房地产新开工面积与固定资产投资增速则在这个月出现下降。房地产指标比建筑股股价提前 1 个月见顶。2) 2004 年 4 月，央行提高准备金率 50 个基点。M1 增速从这个月开始下滑，所以 M1 与建筑股股价同时在 04 年 3 月见顶。

宏观经济在政策调控之下于 2004 年二季度到顶，三、四季度开始持续回落，这个阶段 PPI 远高于 CPI，显示中游企业的成本高企，盈利水平下降。建筑股股价也处于持续下滑阶段。

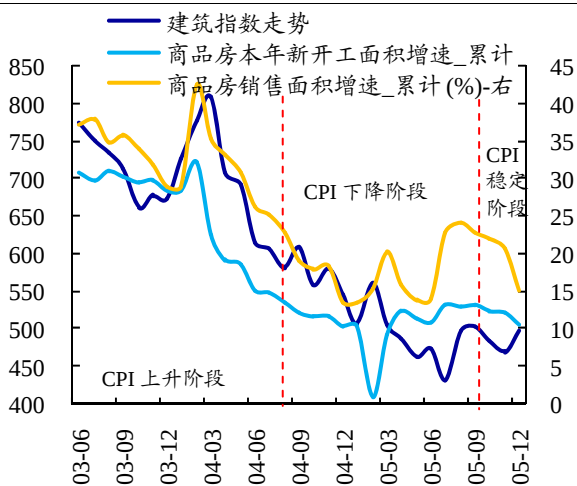
图 5: 03-05 年建筑股价与固投增速

图 6: 03-05 年建筑股价与中央固投增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 7: 建筑指数与房地产销售与新开工数据的关系

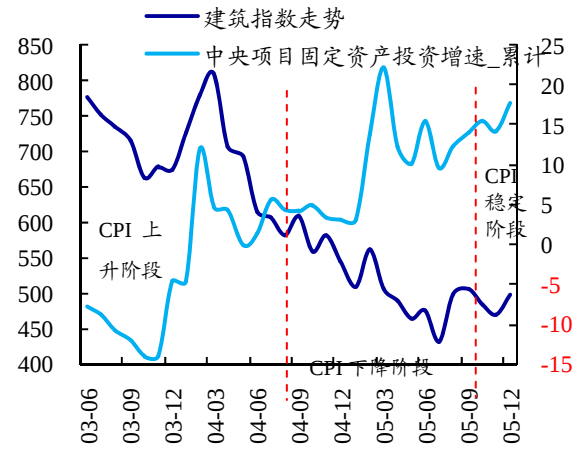


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

CPI 与金融机构对建筑业贷款增速呈现出截然相反的走势，当 CPI 持续上行的阶段，金融机构对建筑业的贷款是持续收紧的。当 CPI 见顶回落，金融机构对建筑业的贷款逐步放松，虽然建筑业的贷款数额上升，但是股价却没有同时反应。这时的背景是：

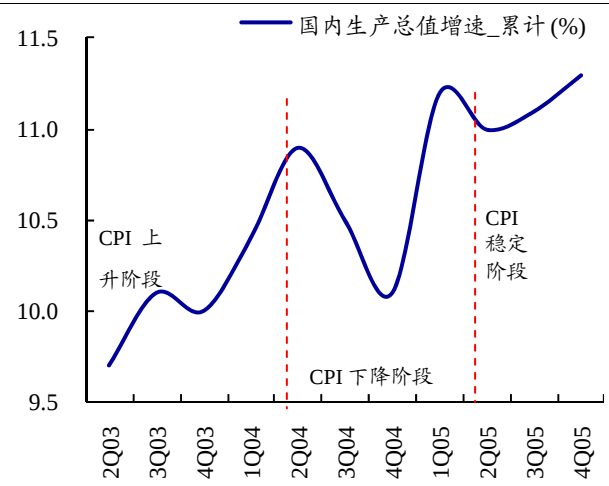
- 1) 房地产开发景气持续下降。
- 2) 固定资产投资增速持续下滑。
- 3) 建筑业新签合同额与结转合同额从 04 年 1 季度以后持续下降。

图 9: 建筑指数与房地产销售与新开工数据的关系



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 8: 03-05 年国内生产总值增速

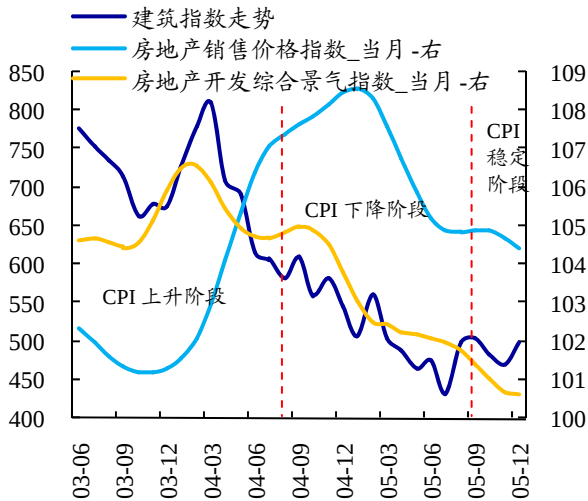


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

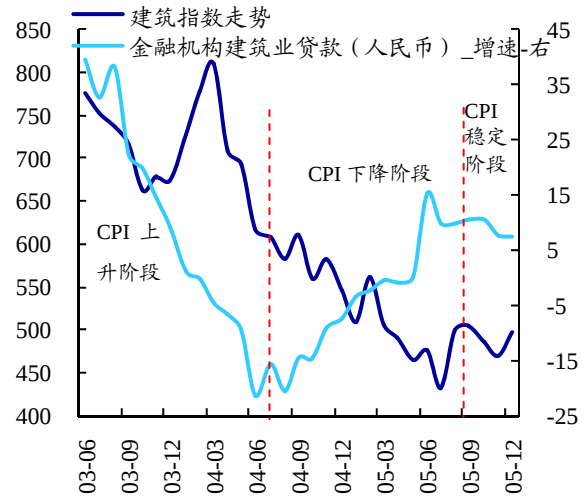
CPI 与金融机构对建筑业贷款增速呈现出截然相反的走势，当 CPI 持续上行的阶段，金融机构对建筑业的贷款是持续收紧的。当 CPI 见顶回落，金融机构对建筑业的贷款逐步放松，虽然建筑业的贷款数额上升，但是股价却没有同时反应。这时的背景是：

- 1) 房地产开发景气持续下降。
- 2) 固定资产投资增速持续下滑。
- 3) 建筑业新签合同额与结转合同额从 04 年 1 季度以后持续下降。

图 10: 03-05 年建筑股价与金融机构建筑业贷款



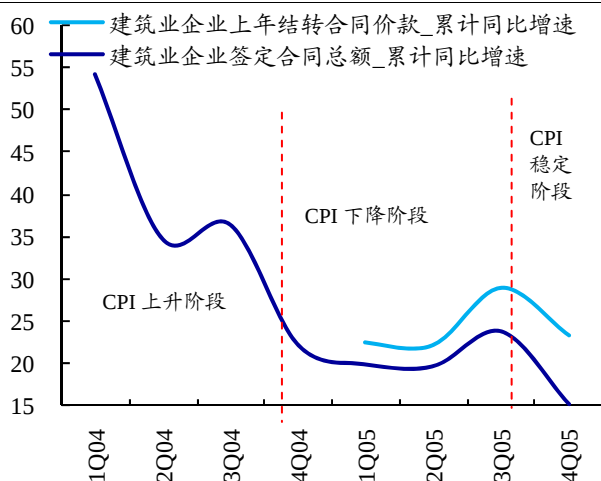
数据来源：WIND、国泰君安证券研究



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

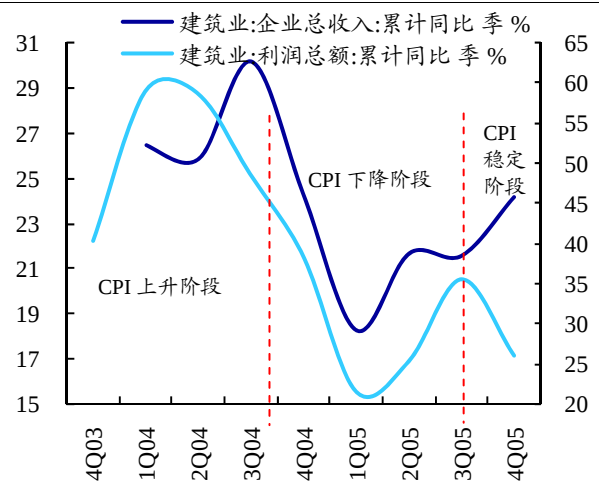
建筑业盈利持续下滑：建筑业的的企业总收入增速在2004年3季度见顶，建筑企业的利润总额在04年1季度就见顶回落。建筑企业的盈利情况恶化。

图 11: 03-05 建筑业结转合同与签订合同增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 12: 03-05 年建筑业总收入以及利润增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

1.1.3. 03-05 建筑板块相对收益逻辑筛选：特定行业

建筑股股价在04年3月见顶，提前CPI4个月到顶，其后建筑股股价一路下行。我们意在寻找下跌过程中存在绝对收益和相对收益的公司。04年CPI下行过程中取得正收益的股票的特点：

- 1) 油价促动：03年到05年油价持续上涨，使得海油工程从03年开始股价持续上涨。
- 2) 重组股：精工钢构在04年3月公告收购安徽长江农业设备公司，进行借壳上市。

这个阶段中，跌得少的股票一定是业绩最为稳健的公司，比如上海建工。

表 1: 03-05 年 CPI、股价不同阶段情况下表现最好的建筑股

CPI 阶段	CPI 上升阶段		CPI 下降阶段	CPI 趋缓阶段
股价阶段	股价下降阶段	股价上升阶段	股价下降阶段	股价趋缓

背景	非典导致固投下降，经济下行		房地产支持政策带来固定资产投资上行		固投增速下滑，建筑公司盈利与合同下滑		CPI、固投趋缓，建筑公司收于开始增长，经济上行	
时间	2003/6/1~2003/10/31		2003/11/1~2004/3/31		2004/8/1~2005/7/31		2005/7/1~2005/12/31	
涨幅最大股票	股票	涨幅	股票	涨幅	股票	涨幅	股票	涨幅
1	北方国际	-5%	路桥建设	48%	海油工程	46%	延长化建	30%
2	海油工程	-9%	精工钢构	37%	精工钢构	13%	新疆城建	19%
3	精工钢构	-10%	海油工程	36%	上海建工	-19%	北方国际	18%
4	龙建股份	-18%	安徽水利	26%	北方国际	-24%	隧道股份	15%
5	上海建工	-20%	西藏天路	21%	腾达建设	-25%	四川路桥	11%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

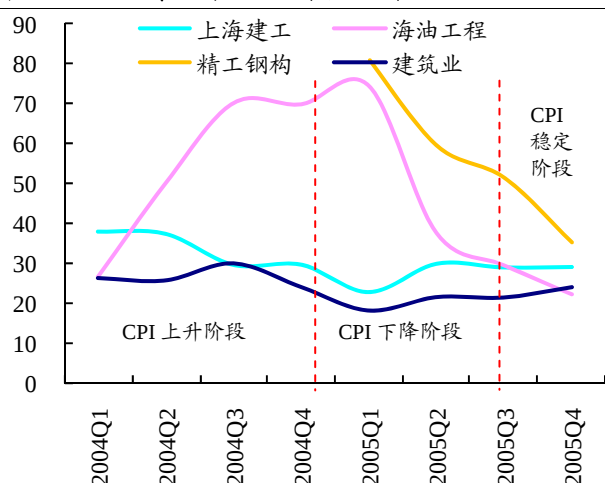
表 2：2004 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股

2004/8/1~2005/7/31	CPI 下降，股价下降阶段	
股票	涨幅	相对表现好的原因
海油工程	46%	油价出现持续上涨
精工钢构	13%	精工钢构 04 年 4 月公告收购安徽长江农业装备公司，进行借壳上市
上海建工	-19%	业绩增长稳健，成为弱势中最为抗跌的股票
北方国际	-24%	业绩增长大，04 年在行业业绩普遍下降的情况下，净利润同增 57%。

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

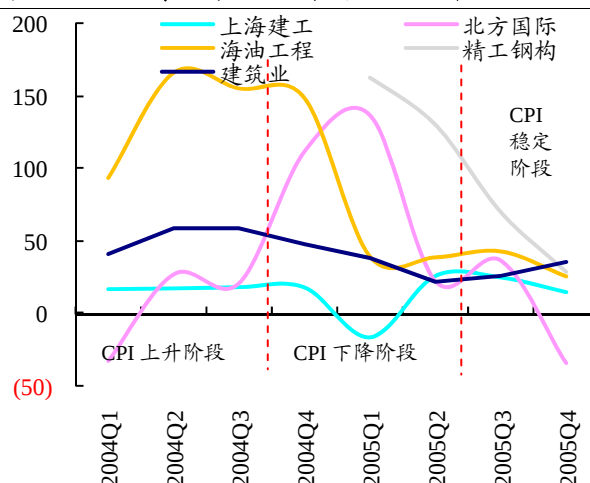
2004 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股在收入增速上都领先于整个建筑行业平均值，而在 CPI 下降阶段也均高于建筑行业平均。从利润总额方面，公司与行业之间差异较大，海油工程、精工钢构都在期间处于高位增长，但后期下滑的态势，而上海建工在 CPI 下降阶段实现低位反弹。

图 13：03-05 表现良好公司收入增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 14：03-05 表现良好公司利润总额增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

表 3：2004 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股与行业的 PE 对比

PE	2003	2004	2005	2006	2007
上海建工	28	18	11	15	37
海油工程	20	18	17	37	46

精工钢构		34	17	24	40
建筑业	42	30	23	28	64

数据来源：WIND、国泰君安证券研究，时点选择为当年 12 月 31 日。

从指数走势分析，04 年 3 月份建筑股走势向下初期，板块整体没有取得超额收益，CPI 在 7、8 月见顶以后，到 04 年 12 月，建筑板块开始取得相对收益，其中走势最好的是受益于油价上涨的石油勘探股。

表 4：2004 年 CPI 下降阶段对应的建筑股相对收益

日期	上证综指	国君建筑	北方国际	地铁施工	水利工程	钢构	房屋建筑	铁路建设	路桥施工	石油勘探
2004/2/27	5%	-5%	-1%	-2%	-1%	5%	-5%	3%	2%	0%
2004/3/31	9%	-9%	-6%	-10%	-3%	-2%	-8%	2%	4%	15%
2004/4/30	0%	-20%	-10%	-10%	-6%	-14%	-10%	1%	-3%	15%
2004/5/31	-2%	-19%	-5%	-9%	-5%	-16%	-10%	1%	-3%	18%
2004/6/30	-12%	-13%	-10%	-9%	-3%	-21%	-5%	3%	-5%	17%
2004/7/30	-13%	-16%	-18%	-14%	-7%	-24%	-11%	-1%	-7%	31%
2004/8/31	-16%	-24%	-13%	-14%	-9%	-26%	-8%	-7%	-12%	34%
2004/9/30	-12%	-26%	-18%	-14%	-14%	-22%	-9%	-8%	-13%	51%
2004/10/29	-17%	-23%	-22%	-16%	-14%	-16%	-8%	-13%	-16%	58%
2004/11/30	-16%	-21%	-14%	-15%	-15%	-9%	-7%	-12%	-13%	53%
2004/12/31	-20%	20%	-17%	-15%	-12%	-20%	-7%	-5%	-15%	58%
2005/1/31	-25%	19%	-16%	-16%	-15%	-14%	-8%	-6%	-16%	67%
2005/2/28	-18%	23%	-19%	-19%	-15%	-8%	-9%	-6%	-16%	79%
2005/3/31	-26%	22%	-17%	-20%	-17%	-15%	-9%	-10%	-18%	104%
2005/4/29	-27%	22%	-26%	-21%	-19%	-14%	-6%	-14%	-21%	121%
2005/5/31	-33%	23%	-18%	-14%	-12%	-9%	-2%	-7%	-15%	99%
2005/6/30	-32%	26%	-15%	-16%	-14%	-5%	-2%	-6%	-16%	122%
2005/7/29	-32%	17%	-19%	-22%	-21%	-8%	-5%	-15%	-21%	109%
2005/8/31	-27%	24%	-16%	-18%	-20%	-10%	1%	-11%	-20%	135%
2005/9/30	-27%	27%	-5%	-15%	-20%	-9%	3%	-11%	-19%	134%
2005/10/31	-31%	29%	13%	-11%	-20%	-7%	9%	-9%	-19%	143%
2005/11/30	-31%	24%	8%	-12%	-19%	-11%	4%	-9%	-19%	119%
2005/12/30	-27%	27%	13%	-16%	-21%	-12%	6%	3%	-22%	138%

注：用北方国际代表国际工程板块，2004 年建筑工程板块公司仅 14 家。

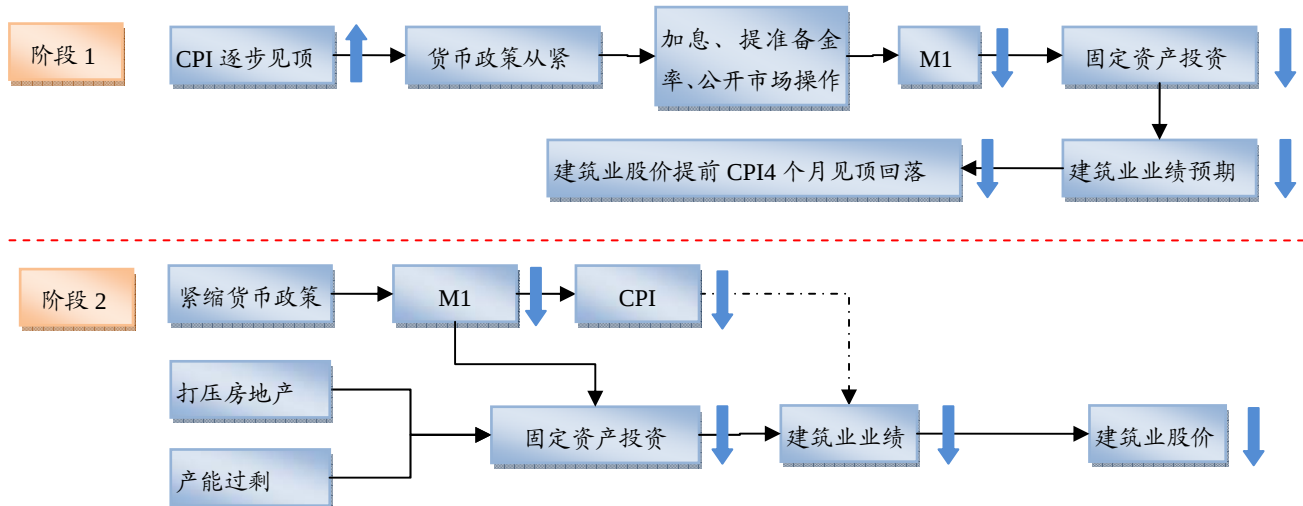
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

1.1.4. 结论：行业产能过剩导致固投需求下滑

2004 年的经济下行是在大量行业产能过剩的情况下发生的，随着固定资产投资增速下滑和政策上对房地产打压和对货币紧缩，导致了建筑行业的订单情况不良，进而经营业绩下行，建筑股股价因此而走弱。

04 年的 CPI 阶段 1 与 08 年的阶段 1 类似，但是股价见顶早于 08 年。但是 04 的阶段 2 与 08 年差异很大，08 年在阶段 2 中，由于中央财政政策偏向显著，使得部分行业的相对收益突出，但是 04 年的建筑的整体情况向下，使得只有特殊行业——石油勘探在油价上涨的背景下取得大的超额收益。

图 15: 04 年 CPI 与建筑股走势逻辑关系图



数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 2008 年严重经济衰退后的结构性机会：政府政策刺激

1.2.1. 货币面：宽松的货币政策有助于建筑股上涨

从目前的形势看，经济的走势很可能从繁荣走向滞涨，目前 CPI 高企已经显现，下游需求疲软极有可能逐步影响上游，国家出台严厉的调控政策之下，CPI 将逐步回落，宏观经济也可能因此下行。这已经成为 2011 年经济最关注的问题。在这样的背景下，CPI 的走势、宏观经济的情况对建筑股的影响成为了下半年市场最关切的问题。我们试图从这个背景下寻找合适的投资标的。

通常短期的 CPI 走势是 3 段式的：上-下-上，一个完整的波浪形。2006~2010 年底，CPI 的阶段走势为：

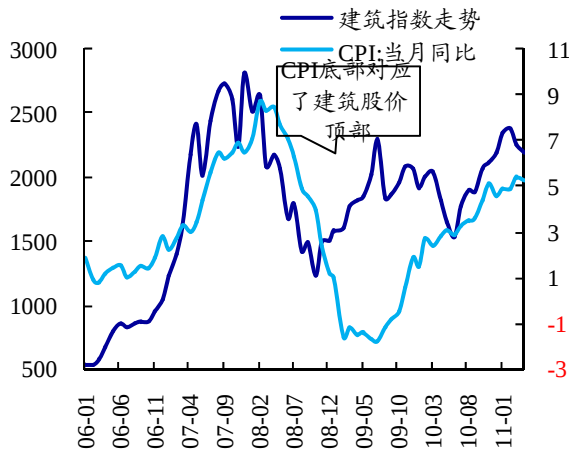
1) 向上阶段（2006 年 2 月-2008 年 2 月），CPI 持续上行于 08 年 2 月见顶，峰值为 8.7%，CPI 低点为 0.9%。这个阶段对应的建筑股股价走势为持续上行，并提前 CPI2 个月见顶。PPI 与 2008 年 6 月见顶，显示需求推动型通胀逐步传导至上游。

2) 向下阶段（2008 年 3 月-2009 年 7 月）。这个阶段股价走势分为 2 段，以 4 万亿投资出台为分水岭。2008 年 11 月 18 日，中国政府宣布推出 4 万亿计划，由于计划投资大量集中在建设性工程（建筑业相关投资占总投资比重 77%），所以建筑股迅速反弹。而 CPI 则由于经济衰退持续下降，2009 年 6 月 CPI 见底，建筑股则在这个时点达到了阶段性顶部。我们认为原因在于 CPI 见底回升会带来紧缩货币政策的预期，这种预期导致了对建筑行业业绩的担忧，进而导致建筑股股价下行。

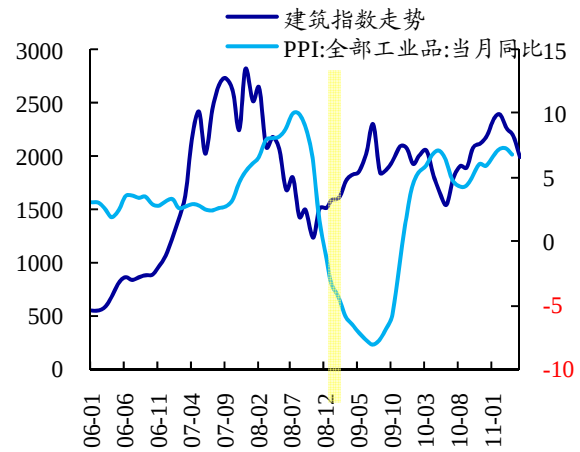
3) 再度向上（2009 年 8 月至今）。建筑股股价走势也分为两个阶段，09 年 8 月到 10 年 4 月，建筑股震荡下行。随后经济持续上行，CPI 的持续上行是由于经济的强劲复苏带动，建筑股在经济回暖确定的情况下，开始走强。

图 16: 06-09 年建筑指数与 CPI

图 17: 06-09 年建筑指数与 PPI



数据来源：WIND、国泰君安证券研究



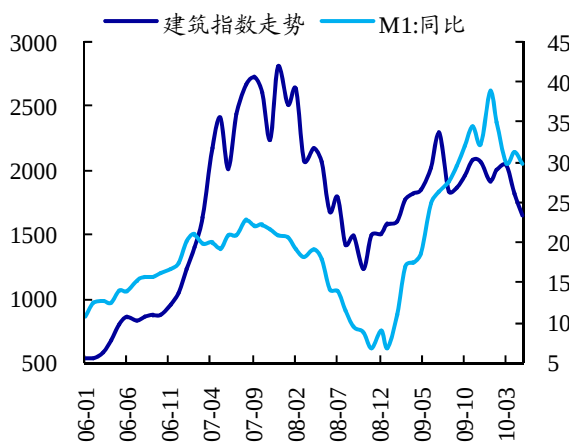
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

建筑股走势方向上与 M1 同比增速完全一致。我们认为这与 M1 的内涵有关，M1 代表的是现金与企业的活期存款，当企业的活期存款增多的时候，企业就可以就做更多的经营活动也可以进行固定投资。

建筑股的股价与利率高低相比，3 阶段是这样的：

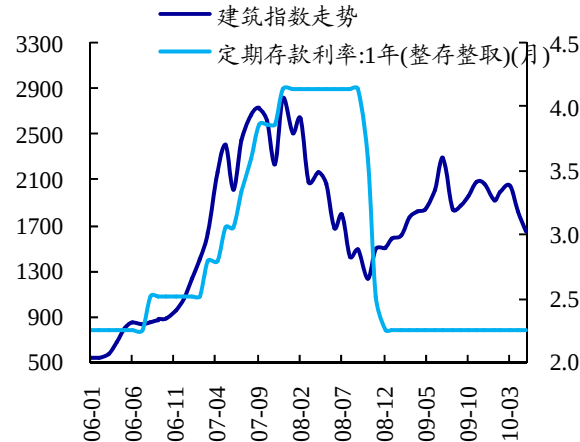
- 1) 股价上涨阶段对应了 06 年 4 月到 07 年 12 月的联系 8 次加息的加息周期。这个阶段由于实体经济强劲，股价越加息越上涨。
- 2) 股价下跌阶段（07 年 12 月-08 年 10 月）对应了利率稳定不变阶段。该阶段美国次贷危机逐步演化，3 月 JP 摩根收购贝尔斯登，9 月 15 日雷曼兄弟申请破产保护，10 月雷曼兄弟破产。在这样的背景下，中国停止了加息。全球经济的震动迅速传导到了国内，08 年前 3 季度，GDP 增速为 10.6%，而 07 年同期的 GDP 增速为 14.4%。建筑股价迅速下滑。
- 3) 股价再次上涨阶段（08 年 11 月以来）对应了降息周期。08 年 9 月进行了第一次降息，随后利率又连续下调了 4 次，08 年 11 月，利率直接下调 108 个基点，为 00 年以来最大的下调幅度。

图 18: 08 年建筑指数走势与 M1 同比增速关系



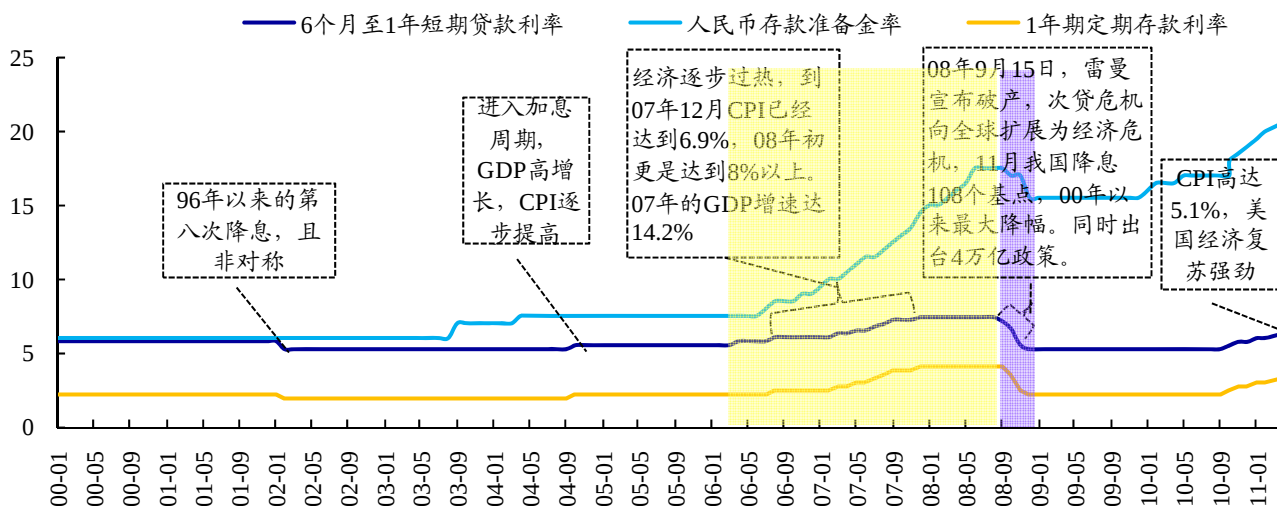
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 19: 08 年建筑指数与利率之间的关系



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 20: 2000 年以来的货币政策



数据来源: PBC、国泰君安证券研究

表 5: 加息货币政策的基点变动情况

时间	货币政策		宏观背景
	贷款利率	存款利率	
2002/02/21	-27	-50	98、99 年两年国内通货紧缩, 01 年 CPI 也仅为 0.4%。GDP 从 94 年的高点 135 往下走, 01 年为 8.4%。
2004/10/29	+27	+27	GDP 增速达到了 10%, 04 年 6-9 月 CPI 全部在 5% 以上
2006/04/28	+27	+27	05 年国内 GDP 达到了 11%。
2006/08/19	+27	+27	06 年 1 季度 GDP 增速达 12.4%、2 季度达 11.1%, 经济有过热征兆
2007/03/18	+27	+27	06 年全年 GDP 增速 12.7%, 07 年 2 月 CPI 升值 2.8%, 经济过热且有通胀抬头
2007/05/19	+18	+27	CPI 提高到 3% 以上, 1 季度 GDP 达到了 14%, 经济过热。
2007/07/21	+27	+27	6 月 CPI 到 4.4%, 2 季度 GDP 14%, 经济持续过热
2007/08/22	+18	+27	7 月 CPI 达到了 5.6%, 通胀显著, 非对称加息抑制通胀
2007/09/15	+27	+27	8 月 CPI 达到了 6.5%, 通胀加剧
2007/12/21	+18	+27	11 月 CPI 达到了 6.9%, 通胀进一步恶化, 3 季度 GDP 为 13%。
2008/09/16	-27		9/15 雷曼申请破产保护, 次贷危机冲击全球, 3 季度 GDP 增速为 10%, 有所降低。
2008/10/09	-27	-27	9 月 CPI 为 4.6%, 从 2 月 8.7% 下来, 通缩开始出现
2008/10/30	-27	-27	9 月 CPI 为 4%, 通缩开始出现
2008/11/27	-108	-108	次贷危机愈发严重, 11/26 美林被美国银行收购获批。11 月 CPI 已经下滑至 2.4%。
2008/12/23	-27	-27	4 季度公布的 GDP 仅为 6.8%, 大幅下降, 12 月 CPI 只有 1.2%。全球经济危机影响重大。
2010/10/20	+25	+25	CPI 指数提高到 4.4%, 美国二次宽松导致流动性泛滥, 预测明年的 GDP 可以到 10% 左右。
2010/12/26	+25	+25	CPI 持续提高到 5.1%, 粮食价格, 原材料价格不断创出新高
2011/2/9	+25	+25	CPI 提高到 4.9%, 经济过热显现。
2011/4/6	+25	+25	3 月 CPI 高达 5.4%, 江浙出现电荒, 经济过热。

数据来源: PBC、国泰君安证券研究

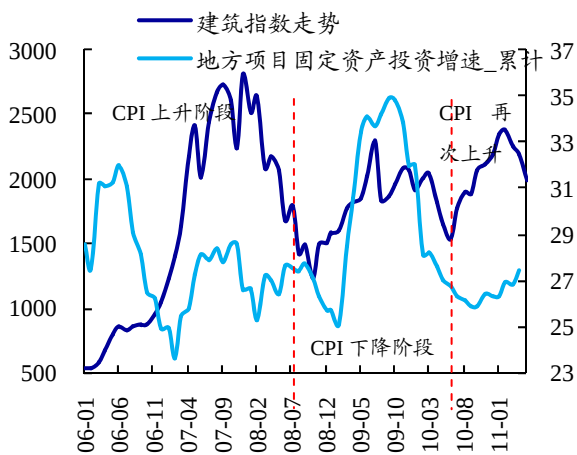
1.2.2. 基本面: 中央固投先导, 房地产续力提升建筑股价

建筑行业与固定资产投资增速高度相关正相关性, 2008 年全球经济危机背景下, 我国采用大量财政支出的方式刺激经济复苏, 因此, 固定资产投资中中央项目增速率先提高, 显示中央项目对财政政策反应敏锐快速。2009 年 2 月中央项目固定资产投资增速见顶, 但是建筑股价于 2009 年 7 月见顶。地方项目固定资产投资增速与建筑股走势一致, 2009 年 6 月到 12 月, 地方固定资产投资增速走高, 建筑股股价上涨; 随后地方

固投增速下滑，建筑股股价下滑。

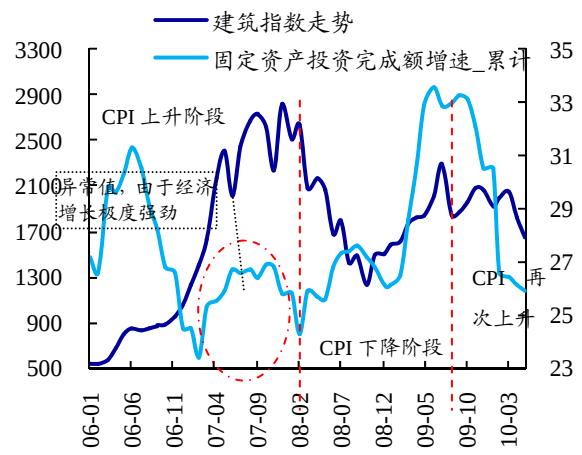
固定资产投资与 CPI 之间存在负相关关系，这种关系在地方项目固定资产投资上更为明显。固定资产投资决定了建筑企业的业务量，进而决定业绩情况。CPI 则决定了建筑企业的成本，CPI 越高就意味着愈紧的货币政策，越高的资金成本，这对需要大量资金并且利润水平极低的建筑企业负面影响很大。但是这种负相关关系在 06 年的 CPI 持续上升的过程中被破坏，其背景是由于当时经济增长极度强劲，CPI 的增长是显著的需求推动型。

图 21：06-09 年建筑股价与中央固投增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 22：06-09 年建筑股价与地方固投增速

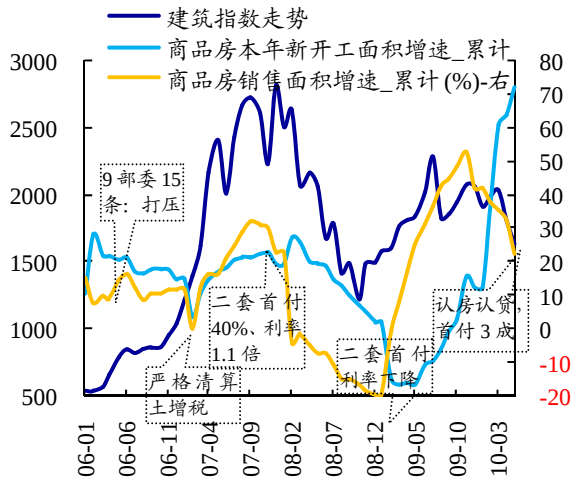


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

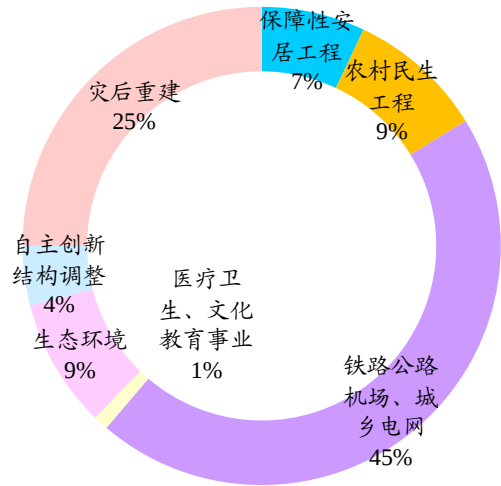
建筑股走势与商品房销售面积增速高度正相关。这仍然是链式连锁反应的表现。房地产市场是建筑行业的需求端，其受国内房地产政策与货币政策的影响大。房地产销售面积与 M1 走势一致，当市场流动性充裕时，房地产销售增长，房地产销售的增长带动房屋建筑开工面积回升，预期会先于房地产开工增速反应到建筑股股价上。建筑股 07 年 12 月见顶，房地产销售面积增速于 07 年 9 月见顶，提前建筑股 4 个月见顶。通胀下跌过程中，股价于 08 年 10 月见底，商品房销售面积增速于 08 年 12 月见底，股价先于房地产 2 个月见底。随着 CPI 下行，货币政策进一步放松，建筑股股价在 09 年 7 月见顶，商品房销售面积增速 09 年 10 月到顶，股价提前 3 个月到顶。因此，CPI 下行过程中，股价会先于商品房销售面积增速到底。

图 23：建筑指数与房地产销售与新开工数据的关系

图 24：四万亿投资分类占比



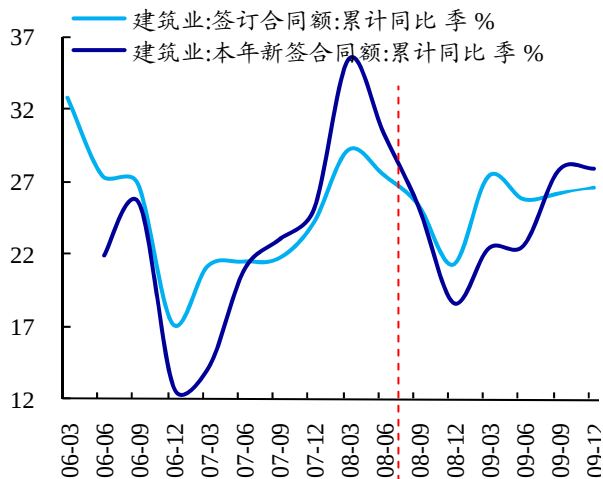
数据来源：WIND、国泰君安证券研究



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

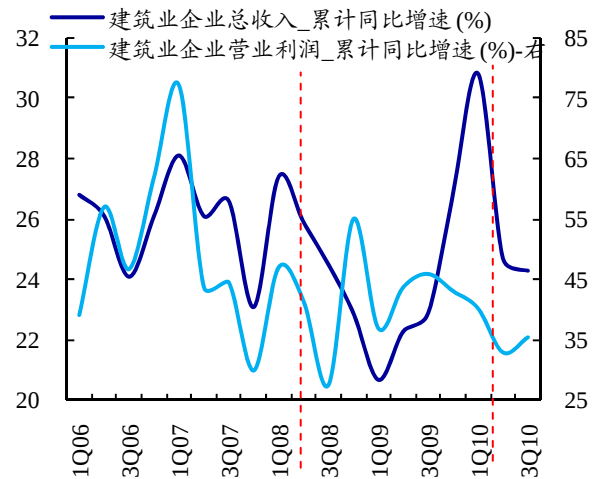
建筑业经营情况：新签合同总额增速在 2007 年底达到最高，在 CPI 进入下降阶段之前，新签合同增速开始下降，并在 2008 年以后恢复稳定。建筑业收入增速在 CPI 进入下行通道后有一定程度的下滑，在 09 年地产崛起以及 4 万亿推出之后一路上行。

图 25: 06-09 建筑业签订合同额与本年新签合同额



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 26: 06-09 建筑业收入与利润增速

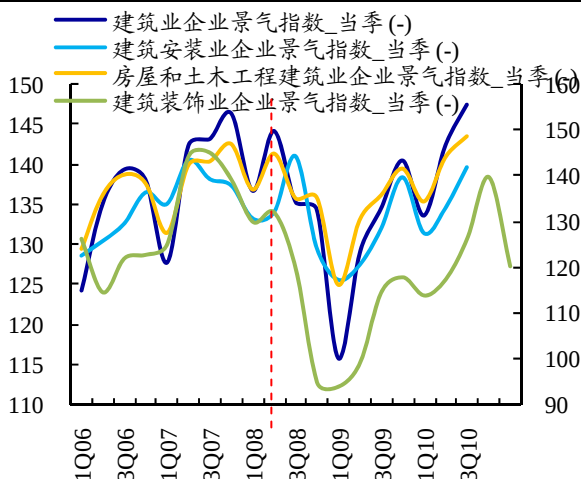


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

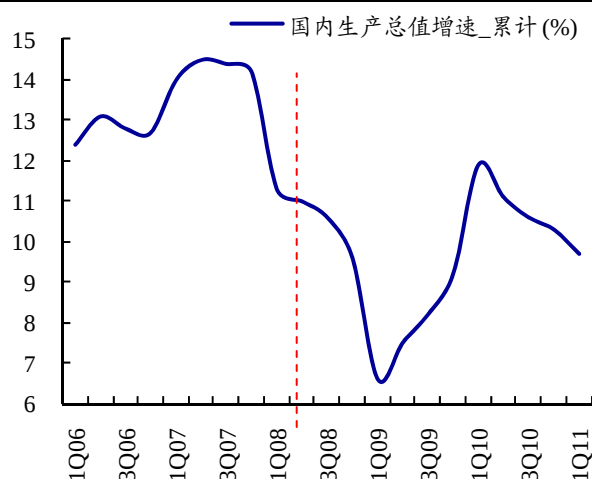
总体来说，建筑业的景气程度与宏观经济的走势是一致的。但是建筑股的走势不仅仅看宏观经济的情况，是在 CPI 与宏观经济共同作用的结果。最优的情况下是 CPI 相对稳定，但宏观经济增长情况好，这是建筑股由于业绩的确定性，则会走强。而在 CPI 高位运行，宏观经济疲软的情况下，建筑业整体情况差，这时必须要寻找板块中受 CPI 与宏观经济背景负面影响小的子行业。

图 27: 建筑业景气程度

图 28: 06 年以来国内生产总值累计增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

1.2.3. 06-08 建筑板块相对收益逻辑筛选: 政策支持力度最强的最安全

2006~2011 年 CPI 走势, 我们把建筑股的走势分为了 5 个阶段。采用国泰君安宏观团队的观点, 认为 CPI 将在 6 月份见顶, 随后回落。根据 2008 年的规律, 那么**建筑股顶部在 4 月份确立**。当 CPI 进入下降阶段, 经济持续衰退, 则建筑股可能还有一段跌幅, 但是这时由于经济的衰退与 CPI 下降减少了货币政策的压力, 极有可能出台宽松的政策, 这种预期下, 建筑股就会逐步走强。

在 CPI 下降建筑股整体还会下降的过程中, 需要寻找的是不受紧缩政策和经济衰退影响的标的。

表 6: 06-09 年 CPI、股价不同阶段情况下表现最好的建筑股

CPI 阶段	CPI 上升阶段		CPI 下降阶段				CPI 上升阶段			
股价阶段	股价上升阶段		股价下降阶段		股价上升阶段		股价下降阶段		股价上升阶段	
背景	CPI 上升, 货币政策从紧, 但是宏观经济强劲		CPI 在政策从紧下开始下降, GDP 增速放缓		全球经济危机, 4 万亿政策出台		经济复苏尚不明确, CPI 见底回升, 资金成本上升, 政府投资可能挤出民间投资		经济复苏确定, 地方投资加速。	
时间	2006/2/1~2007/12/31		2008/1/1~2008/10/31		2008/11/1~2009/7/31		2009/8/1~2010/4/30		2010/5/1~2011/2、28	
涨幅最大股票	股票	涨幅	股票	涨幅	股票	涨幅	股票	涨幅	股票	涨幅
1	葛洲坝	805%	延长化建	0%	安徽水利	341%	东华科技	93%	金螳螂	138%
2	中铁二局	751%	隧道股份	-34%	北方国际	327%	新疆城建	86%	中材国际	133%
3	科达股份	710%	中材国际	-37%	西藏天路	311%	金螳螂	86%	精工钢构	92%
4	西藏天路	656%	上海建工	-52%	延长化建	268%	腾达建设	47%	亚厦股份	88%
5	四川路桥	463%	宏润建设	-56%	科达股份	238%	中工国际	39%	安徽水利	88%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2008 年经历了 CPI 与经济同时下行的阶段, 这个阶段中有几个关键时点:

- 1) 2008 年 3 月, JP 摩根收购贝尔斯登。
- 2) 2008 年 9 月, 雷曼兄弟申请破产保护。
- 3) 2008 年 10 月, 雷曼兄弟破产。
- 4) 2008 年 11 月, 中国政府宣布总额达到 4 万亿的经济刺激计划。这个

时点成为建筑股价止跌回升的分水岭。

表 7：2008 年 CPI 下降阶段对应的建筑股相对收益

日期	上证 综合 指数	国君 建筑	中材 国际	装饰 园林	地铁 施工	水利 工程	钢构	房屋 建筑	铁路 建设	路桥 施工	石油 勘探	冶金 化工	智能 建筑	轻工 制造
2008/1/31														
2008/2/29	-1%	6%	12%	1%	10%	1%	8%	5%	2%	14%	6%	16%	3%	1%
2008/3/31	-21%	2%	15%	-3%	8%	-8%	-2%	7%	-5%	10%	6%	41%	5%	-9%
2008/4/30	-16%	2%	14%	-1%	4%	-11%	-9%	-4%	0%	-5%	11%	-5%	-14%	-14%
2008/5/30	-22%	3%	28%	7%	4%	-8%	-2%	-2%	-4%	4%	16%	7%	-12%	5%
2008/6/30	-38%	4%	31%	11%	0%	-7%	-11%	-11%	-2%	0%	22%	3%	-9%	-5%
2008/7/31	-37%	7%	35%	12%	4%	-4%	-9%	-10%	2%	5%	21%	-2%	-4%	-6%
2008/8/29	-45%	1%	28%	5%	8%	-9%	-11%	-9%	2%	-5%	0%	0%	-9%	-16%
2008/9/26	-48%	6%	20%	-1%	12%	-3%	-8%	-2%	9%	-6%	7%	-6%	-13%	-18%
2008/10/31	-61%	8%	21%	3%	25%	3%	-3%	-3%	13%	-3%	5%	-10%	-13%	-15%
2008/11/28	-57%	16%	7%	6%	34%	13%	9%	6%	24%	7%	6%	-7%	-5%	-13%
2008/12/31	-58%	18%	12%	17%	37%	19%	4%	3%	23%	8%	12%	7%	2%	-7%
2009/1/23	-55%	16%	11%	16%	36%	18%	16%	5%	17%	11%	13%	-2%	2%	-3%
2009/2/27	-52%	15%	19%	23%	30%	21%	13%	6%	16%	12%	9%	-7%	-2%	-6%
2009/3/31	-46%	14%	25%	24%	36%	24%	20%	11%	12%	21%	6%	-4%	5%	-1%
2009/4/30	-43%	14%	41%	26%	37%	20%	21%	13%	10%	18%	6%	5%	5%	-1%
2009/5/27	-40%	11%	36%	30%	29%	20%	17%	9%	6%	17%	3%	12%	5%	-3%
2009/6/30	-32%	10%	30%	13%	25%	19%	10%	17%	9%	15%	-1%	-2%	-3%	0%
2009/7/31	-22%	10%	36%	21%	41%	24%	19%	18%	4%	15%	-1%	-8%	-11%	0%

注：1. 用不同底色表示涨幅与有特殊事件发生；2. 用中材国际代表国际工程板块

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

CPI 下降阶段中股价下降阶段，建筑板块略有相对收益，各子行业大部分跑输大盘，其中跑赢大盘的只有以中材国际为代表的国际工程板块，石油勘探板块、地铁施工板块、装饰园林板块、水利工程、路桥、铁路施工。

在 CPI 下降，建筑股整体下降阶段，跌幅最少的公司的特点是：

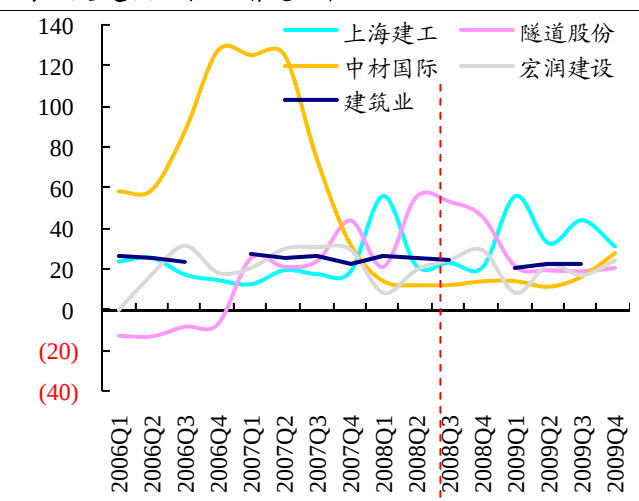
- 1) 重组股：延长化建。
- 2) 政策支持，有市场保证的公司：隧道股份、上海建工、宏润建设。这 3 支股票均受益于上海市场的地铁建设高峰与世博会大量项目建设。
- 3) 公司竞争力显著，处于上升通道：中材国际。

表 8：2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 5 支建筑股

2008/1/1~2008/10/31		CPI 下降，股价下降阶段
股票	涨幅	相对表现好的原因
延长化建	0%	2008 年 4 月 12 日，延长化建公告收购*st 秦丰，借壳上市。
隧道股份	-34%	盾构业务取得成功，截至 08 年 4 月取得 31 台订单。上海地铁建设高峰。07 年净利润同增 54%。
中材国际	-37%	海外扩张取得成功，公司全球“保三争一”。
上海建工	-52%	公司明显获益于世博会建设与地铁建设。
宏润建设	-56%	轨道交通成为公司亮点，08 年房地产资产注入上市公司。

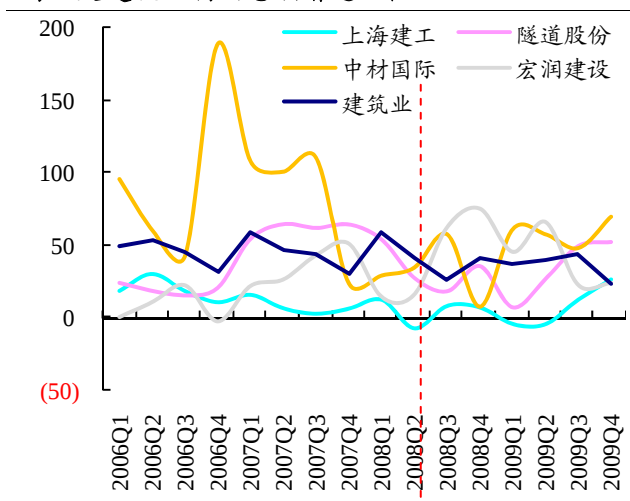
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 29: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股收入增速比较



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 30: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股利润总额增速比较



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

表 9: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 4 支建筑股与建筑业 PE 比较

PE	2006	2007	2008	2009	2010
上海建工	15	37	22	31	17
隧道股份	24	47	27	28	15
中材国际	20	40	17	21	22
宏润建设	20	30	10	19	19
建筑业	28	64	32	24	21

数据来源: WIND、国泰君安证券研究, 时点选择为当年 12 月 31 日

在 CPI 下降, 建筑股上涨阶段, 涨幅最大的公司的特点是:

- 1) 国家政策强力支持的板块: 新疆建设 (新疆城建), 发展煤制烯烃 (东华科技), 世博会建设 (腾达建设)。
- 2) 经营情况受经济危机影响小的行业: 金螳螂。
- 3) 重组股: 中工国际、东华科技。

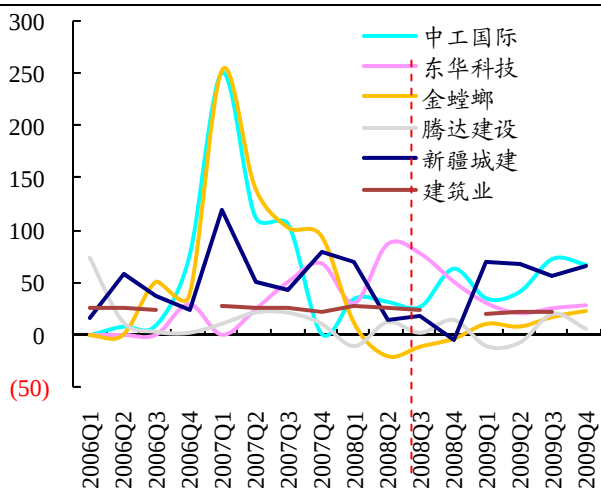
表 10: 2008 年 CPI 下降、股价上涨阶段表现最好的 5 支建筑股

2009/8/1~2010/4/30	CPI 下降, 股价上升阶段
股票	涨幅 相对表现好的原因
东华科技	93% 国家政策鼓励发展煤制烯烃等新型煤化工。09 年 10 月公司 FMTP 技术项目完成工业试验。中国化学上市, 承诺 2 年内重组。
新疆城建	86% 受益新建建设发展。节能环保砌块会成为新利润增长点
金螳螂	86% 经营情况受经济危机影响小, 首期股权激励授予。
腾达建设	47% 受益世博会建设, 公司进军房地产业。
中工国际	39% 09 年 7 月公布资产重组预案。公司项目进展顺利, 金融危机对公司影响小。

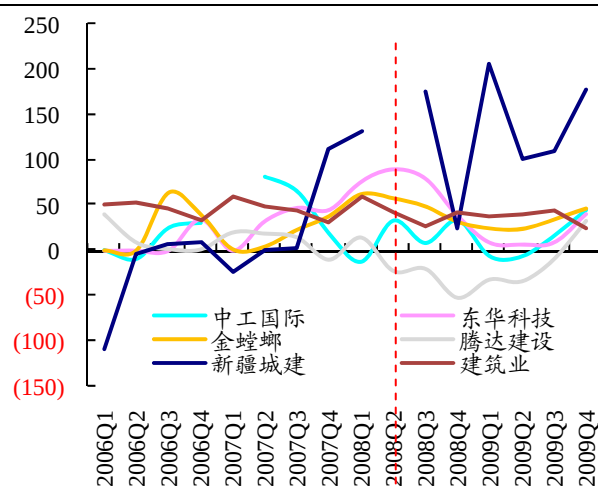
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 31: 2008 年 CPI 下降、股价上涨阶段表现最好的 5 支建筑股收入增速比较

图 32: 2008 年 CPI 下降、股价下降阶段表现最好的 5 支建筑股利润总额增速比较



数据来源：WIND、国泰君安证券研究



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

表 11: 2008 年 CPI 下降、股价上涨阶段表现最好的 5 支建筑股与建筑业 PE 比较

PE	2006	2007	2008	2009	2010
东华科技		94	30	45	58
新疆城建	20	60	35	36	36
金螳螂	34	60	20	33	56
腾达建设	18	58	46	59	144
中工国际	33	47	14	24	36
建筑业	28	64	32	24	21

数据来源：WIND、国泰君安证券研究，时点选择为当年 12 月 31 日

1.2.4. 结论：政策性机会和 CPI 压力减轻后建筑股反转

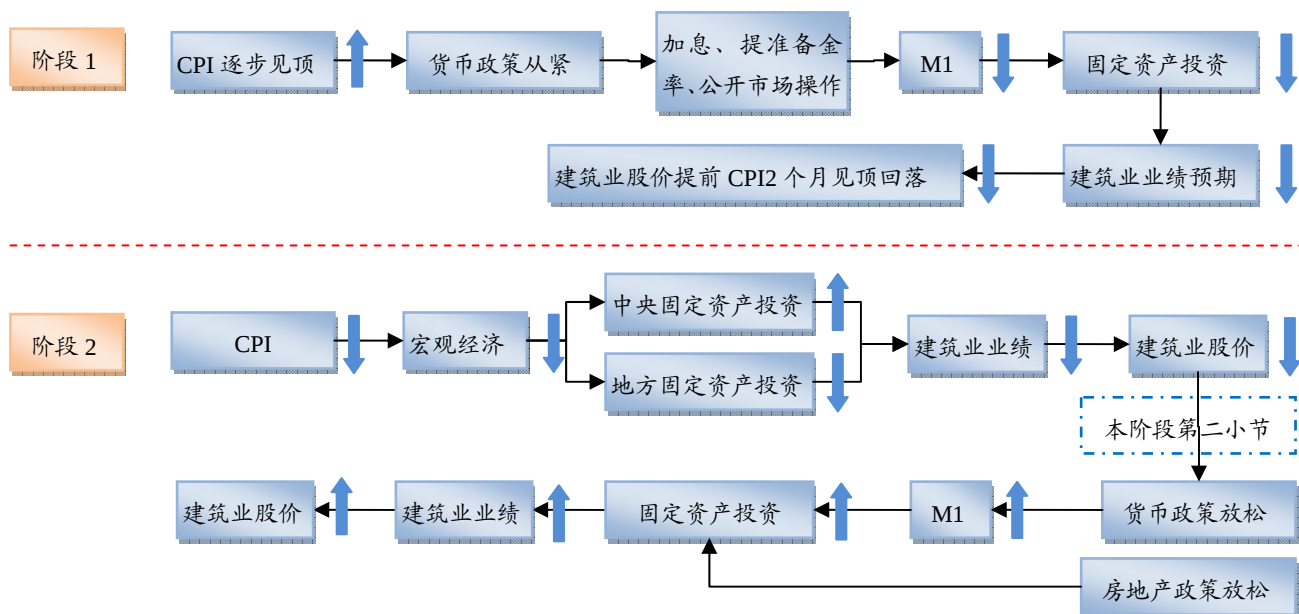
1) 06 年经济极度强劲背景下，CPI 受需求推动快速增长，货币政策持续趋紧，连续加息 8 次，但是每次都成为阶段性利空出尽的标志，形成 CPI 愈高，愈加息，建筑股价愈高的走势。因此，经济强劲增长是股价增长的有力保障。

2) 建筑股股价会先于 CPI 2 个月见顶。经济行至上升周期的末端，CPI 高企，货币政策趋紧，固定资产投资下降。

3) CPI 开始下行，同时宏观经济下滑，经济进入衰退期。此时，政府首先会是从财政政策手段支持经济，政府性投资增加，建筑行业板块有所分化，4 万亿投资导致铁路、地铁、公路等具有超额收益。

4) CPI 持续下行，货币政策开始转为宽松，融资成本下降，M1 上升，固定资产投资整体向好，建筑业业绩向上。

图 33: 08 年 CPI 与建筑股走势逻辑关系图



数据来源：国泰君安证券研究

2. 2011 年的历史背景下寻找受益股

2.1. 思路总结与投资探析：建筑整体走势偏弱，特殊板块将有收益

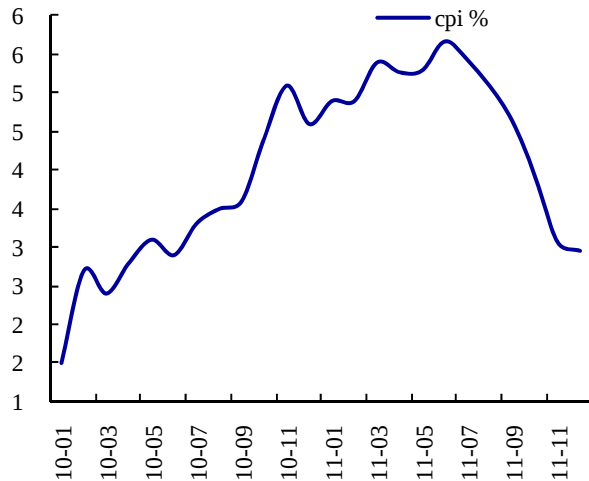
08 年与 04 年的规律总结为：CPI 见顶，建筑股股价会提前见顶，国泰君安宏观组判断 2011 年 6 月 CPI 见顶，因此我们认为建筑股的顶部在 2011 年 4 月。11 年 6 月 CPI 见顶后，下半年 CPI 的走势为下行，CPI 下行的起始阶段，建筑股会呈现下行走势，当 CPI 下行到一定程度，国内政策开始放松，那么建筑股可能 CPI 下行的中间阶段反转向上。

08 年在 CPI 与经济下行的过程中，地铁、铁路等取得超额收益，原因在于政策性投资支出大增。11 年下半年的经济下行的可能性主要来自对房地产过热和 CPI 高企的压制，与 08 年相比，经济下行的程度要弱得多。但是由于资金成本的高企，固定资产投资增速放缓导致整体建筑行业业绩走弱。因此，我们需要筛选经济下行过程中，投资具有确定性的板块，根据 04 与 08 年的情况，我们认为有两类情况会带来建筑子板块的机会：1) 特殊行业，这个行业不受宏观经济下行的影响，能够走出独立的行情，这与 04 年的石油勘探板块相似。我们认为在 11 年会出现这样的板块的是**钢结构行业**。

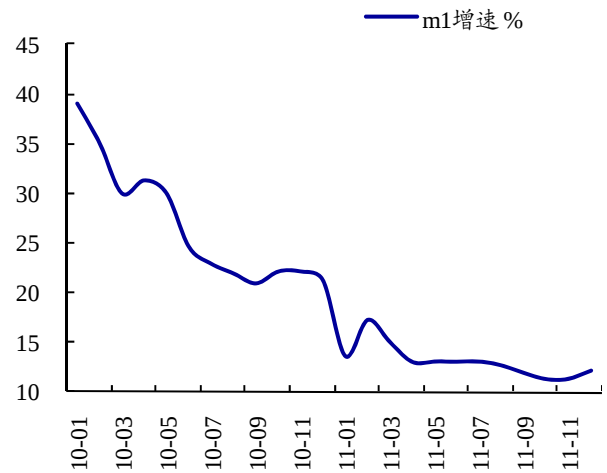
2) 受政策强支持的板块。在整体投资可能下降的情况下，政府明显下达投资任务的是**水利水电板块与保障房建设板块**。

图 34：10~11 年底 CPI 走势

图 35：10~11 年底 M1 增速



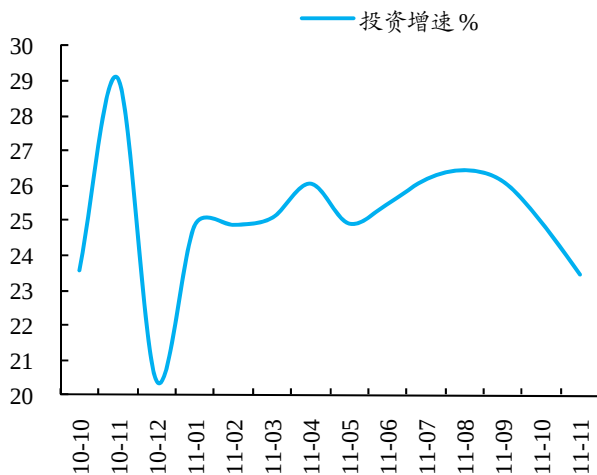
数据来源：国泰君安证券研究（宏观组预测）



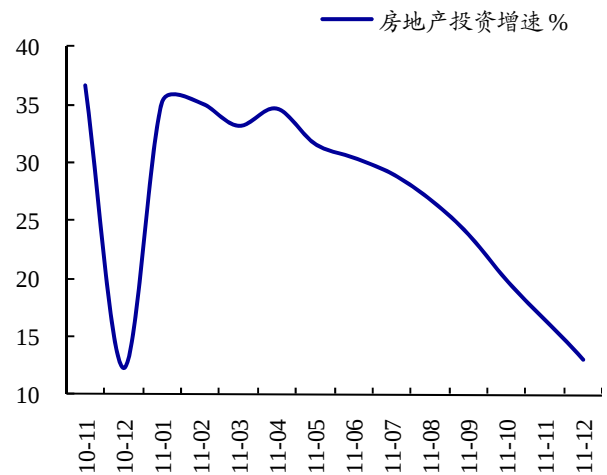
数据来源：WIND、国泰君安证券研究（宏观组预测）

图 36: 10~11 年底固定资产投资增速预测

图 37: 10~11 年底房地产投资增速预测



数据来源：国泰君安证券研究（宏观组预测）



数据来源：WIND、国泰君安证券研究（宏观组预测）

2.2. 思路一：钢结构行业——行业向好趋势明朗、龙头企业精彩演绎

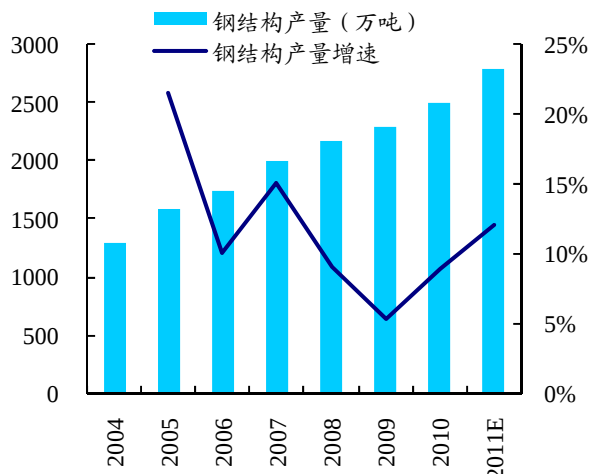
2.2.1. 钢结构自身属性优势与发展空间决定我国钢结构行业长期看好
建筑钢结构行业是我国的一个新兴行业，可以详细分为轻钢、重钢、空间钢等子行业。钢结构在制作、施工和建成后的使用过程中，具有优越的节能、环保、安全、抗震等诸多方面的特征，符合人类可持续发展的原则。因此，钢结构作为我国建筑领域的新兴产业，受到了国家的高度重视，被列为建设部十大新技术之一。

根据中国钢结构协会统计，钢结构需求最大的行业为建筑行业，具体情况为建筑钢结构占 55%，非标钢结构占 21%，桥梁结构、塔桅结构各占 9%、5%，其他钢结构占 10%。

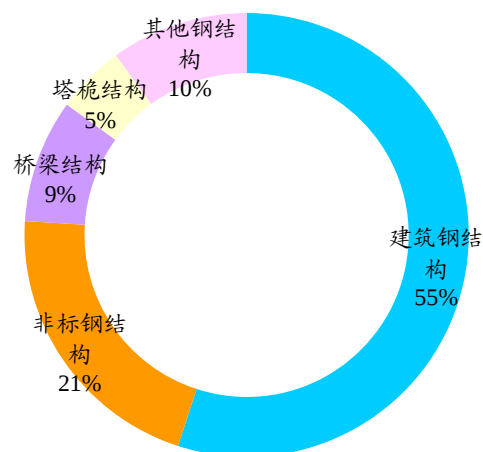
而建筑钢结构中需求最大的为钢结构工业厂房，其次为高层建筑和公共建筑，具体情况为钢结构厂房占 51%，高层钢结构占 20%，钢结构公共建筑占 17%，多层钢结构占 12%。

图 38: 我国钢结构产量及增速

图 39: 我国钢结构应用类别



数据来源：国泰君安证券研究



数据来源：国泰君安证券研究

钢结构具备最佳抗震性能：日本多数建筑采用钢结构和木结构，其良好的抗震性是日本在大地震中减轻损失的主要原因。一般建筑结构形式包括：钢结构、框架结构、砖混结构。抗震能力方面，钢结构住宅最强，框架结构次之，砖混结构最后。钢材的特点是强度高、自重轻，同时钢材的匀质性和韧性好，可有较大变形，很好地承受动力荷载，具有抗震能力。国内超高层建筑或者跨度大的建筑常用钢结构。

人力成本长期上涨带来钢结构建筑应用普及：钢结构建筑有着多方面优势，但是推广钢结构存在成本因素的制约。但随着我国刘易斯拐点到来，人工成本逐年增加，钢结构的优势越发明显。建筑成本中，混凝土建筑的人工成本约占 30%，钢结构建筑每平米建安成本可以节省人工费用约 200 元。同时，钢结构建筑建造速度快，在国家面临突然性事件时快速构造大量建筑；建筑中使用钢材可以回收，减少拆迁带来的费用，并且钢材作为建筑形式存在也是国家重要战略储备。

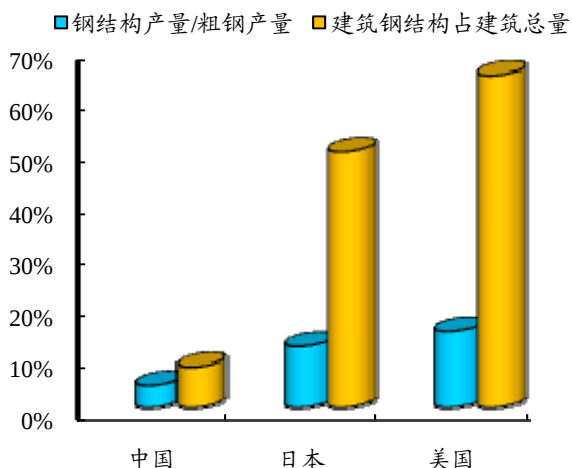
表 12：钢结构自身优越性

优点	行业
循环利用效率高	钢结构建筑的钢制架构可以全部回收再利用，是可循环利用性最高的新型建筑类型
环保节能	在生产和安装方面，钢结构制造简便，易于采用工业化生产。同时，钢结构建筑使用干式施工，节约施工用水，而且砖瓦和混凝土使用量大大降低，能够有效减少建筑垃圾、粉尘和施工噪音的污染，是环保型建筑的典范。
工业化程度高、施工周期短	钢结构制作简便，一般都在专业化的工厂制造，能成批大量生产，工业化程度高；钢结构采用拼装式的建筑模式，比传统的施工方法快一倍以上，施工周期短。
抗震性能好	钢结构的延展性好，抗拉伸能力强，抗震能力要强于其他建筑，是安全性能最强的建筑。这一性能在日本、台湾、四川等大地震中得到了充分验证。
自重轻、强度高	钢结构与同样强度的钢筋混凝土结构相比要轻 30%~50%。与混凝土结构的住宅相比，轻钢结构住宅自重仅是前者的 1/4。

数据来源：国泰君安证券研究

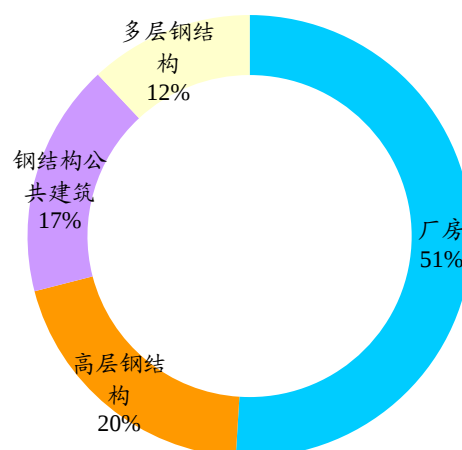
与发达国家相比，我国的钢结构使用量还很低。2010 年，我国钢结构产量为 2500 万吨，占粗钢产量比重大约为 4%，而相关发达国家钢结构产量占粗钢的比例基本都在 10%以上。

图 40：我国钢结构需求空间巨大



数据来源：国泰君安证券研究

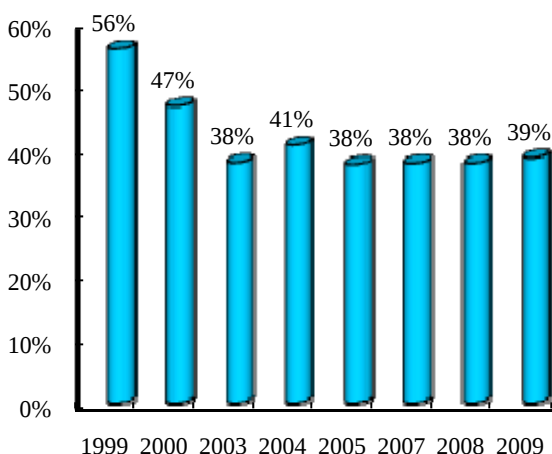
图 41：建筑钢结构应用类别



数据来源：国泰君安证券研究

行业集中度将进一步提高。2009 年采用我们估算的钢结构产量看，前 20 名钢结构企业的市场份额为 14%，前 40 名的市场份额必然小于 28%，2009 年，美国的 MBMA 会员（共 43 家）的市场份额为 39%。

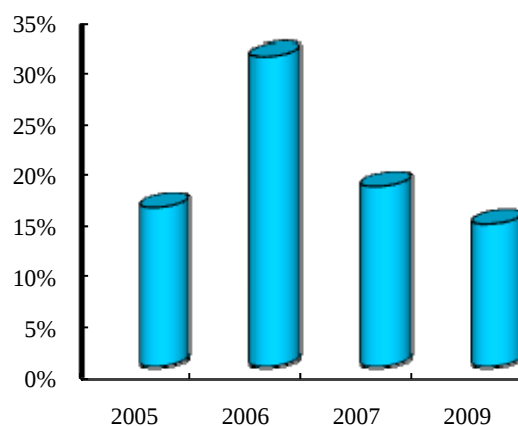
图 42：美国 MBMA 会员在低层建筑的市场份额



数据来源：MBMA、国泰君安证券研究

注：MBMA 一共有 43 个会员。

图 43：中国前 20 名钢构企业市场份额



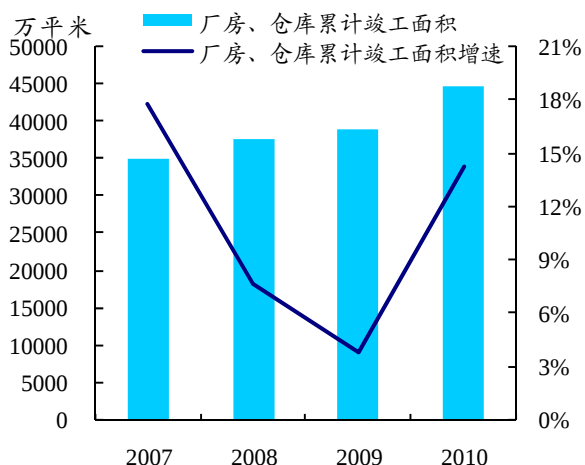
数据来源：中国金属钢结构协会、国泰君安证券研究

注：2009 年为估算数

2.2.2. 产业转移与升级、消费升级背景引领钢结构加速前行

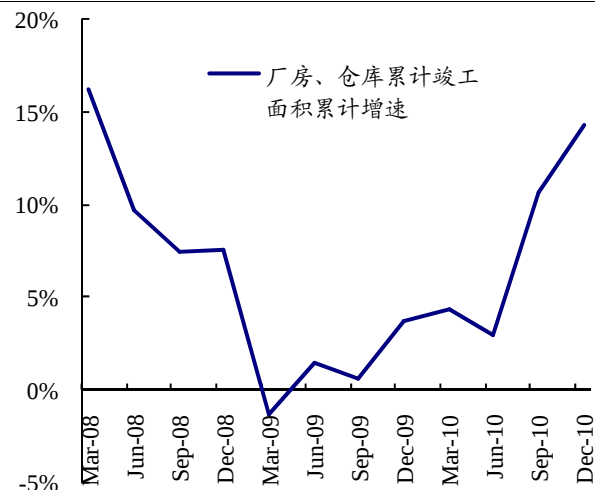
产业转移与升级驱动轻钢行业出现爆发式拐点：（1）我国工业总产值在“十一五”前 4 年期间，复合增长达到了 21.5%，工业总产值高增长的持续为工业厂房建设需求奠定良好基础。（2）“十一五”前 3 年为发展最快阶段，工业总产值复合增速 26.4%，高于前 4 年增速；“十二五”前 3 年和政府换届年期间存在建设加速需求；（3）产业转移和产业升级背景下，厂房建设对于轻钢结构需求大幅提升。2010 年上半年我国厂房、仓库累计竣工面积同比增长 2.94%，而到了 2010 年底，我国厂房、仓库累计竣工面积同比增长 14.3%，增速创近 2 年新高，前 3 季度、前 2 季度、前 1 季度分别为 10.71%、2.9%、4.4%，厂房仓库等工业修建增长出现爆发式拐点向好。

图 44: 我国厂房、仓库累计竣工面积及增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 45: 我国厂房、仓库季度累计竣工面积增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

工信部“十二五”规划以工业转型升级为纲要，包括有 16 项行业规划、27 项专题规划、3 项区域规划。产业转型升级将是我国下一阶段五年规划中的重中之重，而专业转型必然带来区域经济体的重新定位。东部传统制造业将会出现向中西部地区的地域性转移，厂房建设会带来新的需求；东部地区产业升级将提升新的配套制造设施。

2010 年 8 月 31 日，国务院出台《中西部地区承接产业转移的指导意见》，明确指出要发挥中西部资源优势，积极承接国内外产业转移。2010 年 7 月，我国第一个以产业转移为主题的区域发展规划《皖江城市带承接产业转移示范区规划》形成，中西部地区逐步规划承接产业转移。

表 13: 我国产业转移政策

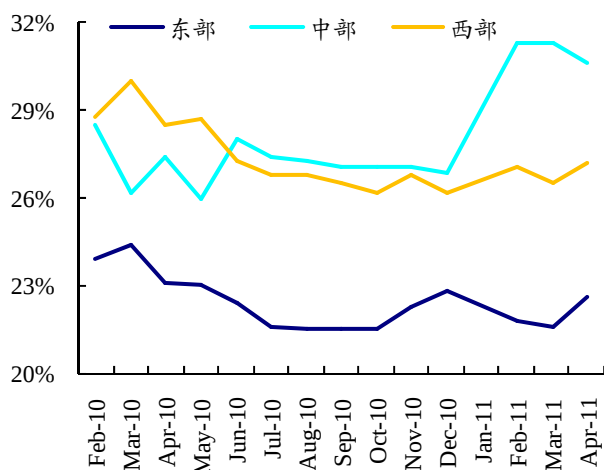
时间	政策	内容
2010-8-31	《中西部地区承接产业转移的指导意见》	中西部地区发挥资源丰富、要素成本低、市场潜力大的优势，积极承接国内外产业转移，并就劳动密集型产业、能源矿产开发和加工业、农产品加工业、装备制造业、现代服务业、高技术产业、加工贸易 7 个行业提出具体产业转移要求。
2010-7-5	《关于推进纺织产业转移的指导意见》	因地制宜推进纺织产业转移，加快资源优势向产业优势转化。
2010-1-12	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	迄今全国唯一以产业转移为主题的区域发展规划
2008-5-29	《珠三角关于推进产业转移和劳动力转移的决定》	力争到 2012 年，珠三角地区功能水平显著提高、产业结构明显优化，东西两翼和粤北山区在办好现有产业转移工业园

数据来源: 公开资料，国泰君安证券研究

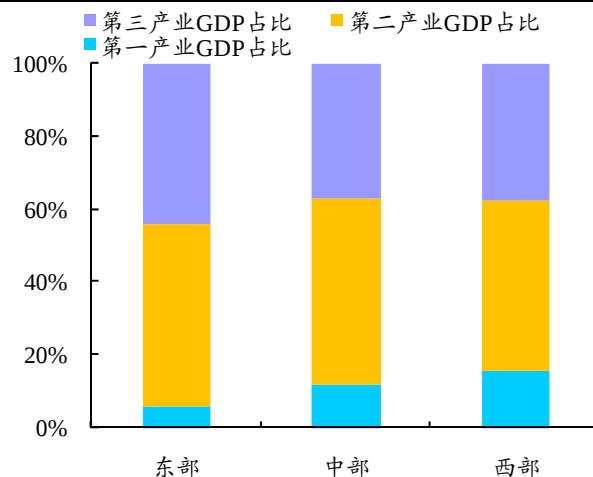
产业升级与产业转移过程中，我国中西部固定资产投资增速高于东部地区的格局将继续保持，产业升级将提高东部地区第三产业比重，而中西部地区第二产业占比将提高。

图 46: 我国各地区固定资产投资累计增速

图 47: 我国 2010 年各地区 GDP 构成



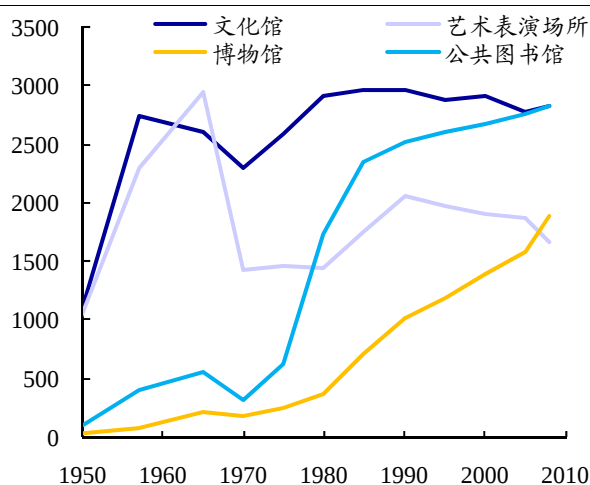
数据来源：WIND，国泰君安证券研究



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

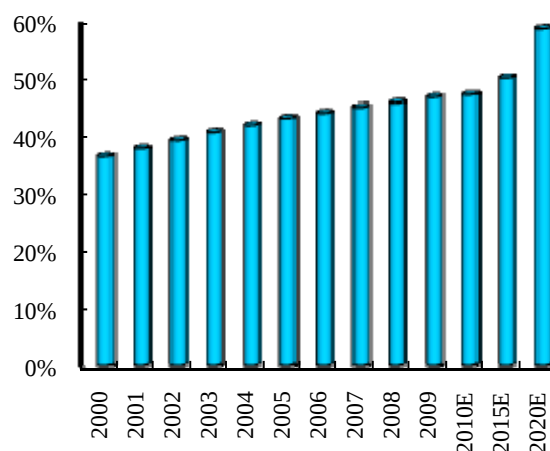
消费升级及交通建设给钢结构行业共同促进钢结构应用领域深化与发展： 重型钢结构较多应用在高多层建筑上，包括：国际金融中心、金茂大厦等大量高层建筑全部采用钢结构主体；空间钢结构往往应用于文体场馆、火车站建设等领域，极具美观与实用为一体。在我国消费升级、各地城市化建设加速发展以及铁路机场等交通领域发展推进的背景下，重钢与空间钢将获得稳定增长的市场需求。

图 48：文体中心的数量不断增长



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 49：我国城市化建设持续推进



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

表 14：我国高铁建设中桥梁建设情况

项目	长度/km			桥梁建设	
	建筑长度	运营长度	座数	桥梁总长/km	桥梁比重/%
京津城际	116.57	120	20	101	86.64
武广客专	968.46	968.46	690	470	48.53
郑西客专	434.41	459.53	118	255.76	58.88
哈大客专	892.42	903.94	162	662.77	74.27
长吉城际	96.34	109.47	30	27.86	28.92
石太客专	189.93	189.93	94	39.61	20.86
胶济四线	263.43	362.3	120	49.77	18.89

合宁客专	131.28	134.5	33	24.21	18.44
合武客专	359.36	359.36	169	118.82	33.06
昌九城际	96.66	131.27	38	33.04	34.18
甬台温铁路	282.38	274.89	133	92.04	32.59
温福铁路	294.88	302.34	83	77.16	26.17
福厦铁路	263.63	272.79	154	80.65	30.59
厦深铁路	501.23	514.79	142	187.59	37.43
广深港	102.45	104.4	49	56.8	55.44
广珠城际	141.03	142.23	57	132.56	93.99
海南东环	308.12	308.12	120	102.38	33.23
京沪高铁	1318	1318	244	1060.6	80.47
合计	6761	6976	2457	3573	52.84

数据来源：国泰君安证券研究

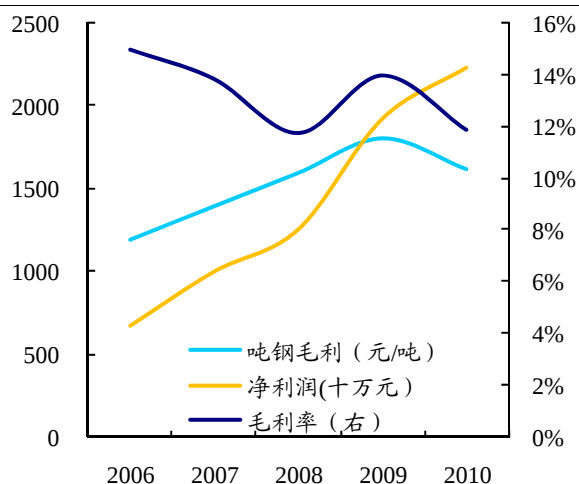
2.2.3. 龙头企业更受益：精工看盈利模式转变、鸿路看制造规模优势

精工钢构：打造钢结构建筑体系集成服务商，促进盈利与规模的共同提升，股权激励加强团队凝聚，受益新能源建筑发展加速过程。

轻钢重布局，充分受益产业转移过程中需求爆发增长。公司目前拟扩产的计划包括：华东地区重型异型钢结构建设（使用增发募集资金，5 万吨）、华南地区建设轻钢基地（使用增发募集资金，5 万吨），华中地区建设轻钢基地（自有资金，计划 2 万吨）。全部产能达产后，公司将有效的展开对于华南地区、华中地区的市场开拓。

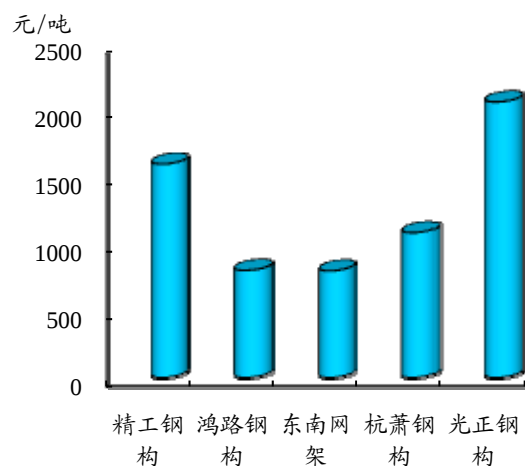
多高层建筑中总承包模式带来盈利性提升：当钢结构企业仅作为分包商时：钢结构企业通常只能获得制造端合同，制作端毛利率约 8%；当钢结构企业实现总承包角色转变时：首先项目合同总额实现增加，并且钢结构部分毛利率提升至 13%（覆盖制作端与安装端），同时非钢结构工程部分可以收取管理费（建筑行业一般为 6%）。因此总承包角色可以在业务量不变情况下，带来合同总额提升以及钢结构盈利能力提升。

图 50：精工钢构吨钢毛利、净利润、毛利率



数据来源：精工钢构、国泰君安证券研究

图 51：2008 年吨钢毛利比较



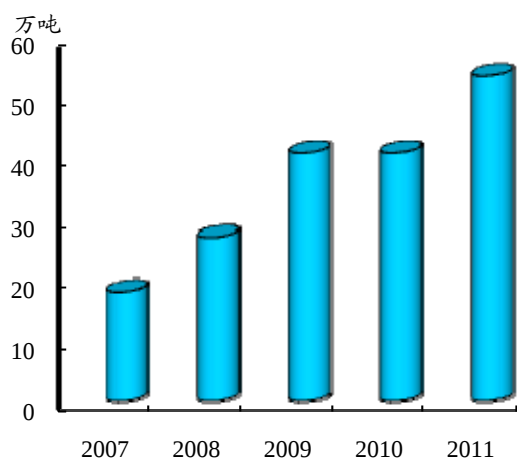
数据来源：国泰君安证券研究

鸿路钢构：制造端规模优势，结构调整保障盈利能力

公司专注钢结构产品制造带来下游总包商和业主对于公司的信任与长期合作；制造产能持续扩张带来规模化经营的成本优势；重制造经营模式确保公司收益实现高效性；在手合同饱满确保公司未来收益。

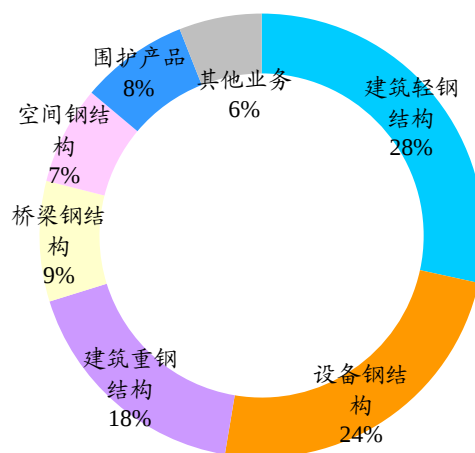
制造端规模优势打造钢结构产品超市，公司目前 41 万吨/年的设计产能将在 2011 年完全释放，募投项目 11 年中达产 10 万吨，11 年底全部达产，新增 12.6 万吨钢结构以及 50 万平米围护产品产能；11 年公司将在湖北团风投资 8 亿建立 30 万平米厂房，形成 20 万吨钢构产能，产能将随着项目建设周期逐步投放。

图 52：鸿路钢构设计产能



数据来源：鸿路钢构、国泰君安证券研究

图 53：鸿路钢构 2010 年产品收入结构



数据来源：鸿路钢构、国泰君安证券研究

表 15：钢结构上市公司盈利预测

上市公司	07-10 CAGR	09 年收入增速	10 年收入增速	10 年 ROE	11EPS	12EPS	11 年第一季度新 签合同 (亿元)
精工钢构	19.4%	-2%	17.8%	15.01%	0.66	0.94	24.2
鸿路钢构	43.1%	-22%	62.8%	45.5%	1.91	2.60	-

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 16：钢结构上市公司 1 季度机构持股及变动情况

	一季报机构持股比例相对年报时增减(%)					一季报机构持股比例(%)				
	机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险	机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险
精工钢构	-7.88	-6.26	1.09	-0.20	0.39	55.67	14.29	1.09	1.44	1.53
鸿路钢构	37.23	24.30	4.78	4.36	-	37.23	24.30	4.78	4.36	-

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

2.3. 思路二：水利水电行业——明确受益水利建设大发展

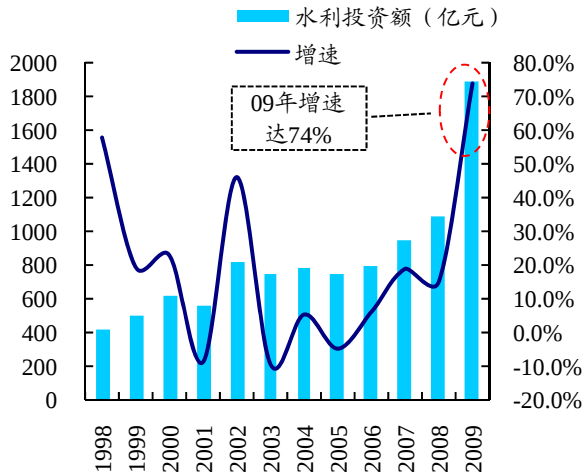
2.3.1. 水利投资迎头向上，十年 4 万亿投资可期待

水利未来十年投资总额将达 4 万亿。

1) 水利规划会议召开，强调科学谋划“十二五”水利改革发展，安排

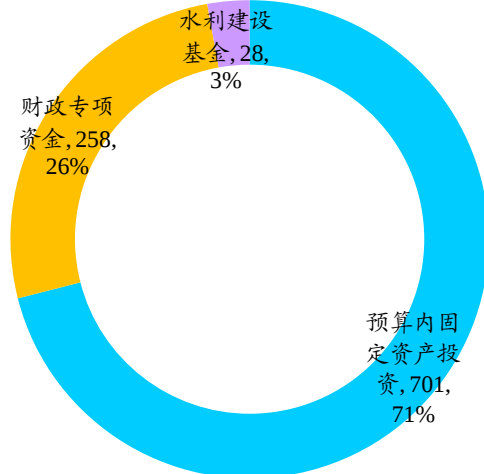
部署 2011 年规划计划工作,着力提升规划计划工作执行力,全力推进“十二五”水利跨越式发展。“十一五”水利投资落实 7000 亿元,比十五翻一番。“十二五”强调水利薄弱环节与民生水利建设。

图 54: 水利建设投资完成额及增速



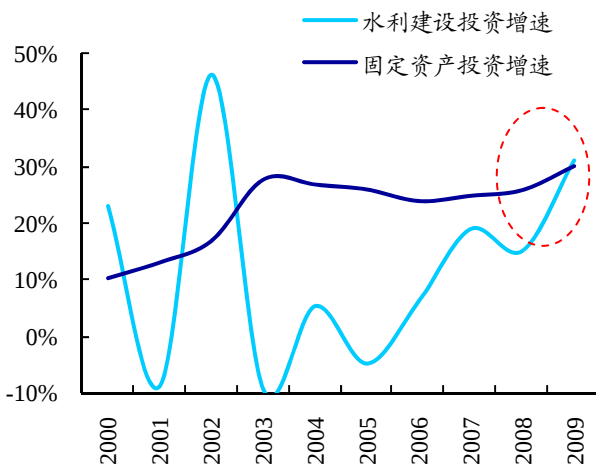
数据来源：水利部、国泰君安证券研究

图 55: 2010 年中央水利投资组成（亿元）



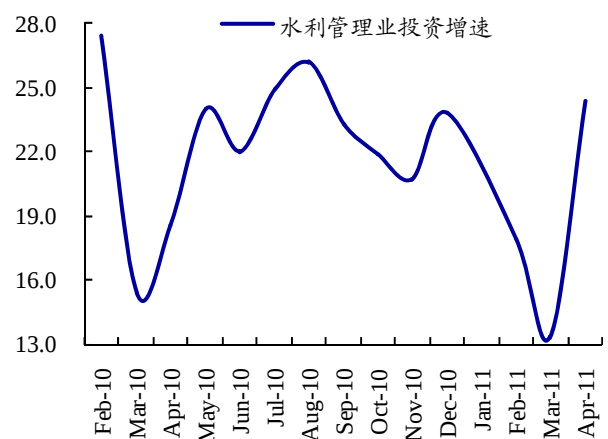
数据来源：水利部、国泰君安证券研究

图 56: 水利投资增速落后于固定资产投资增速



数据来源：水利部、国泰君安证券研究

图 57: 水利管理业投资在 11 年 4 月大幅回升



数据来源：统计局、国泰君安证券研究

2) 中央农村工作会议提出,未来 10 年将年均投入 4000 亿元,总投资 4 万亿元用于解决全国水利设施建设。2009 年水利投资额为 1894 亿元,增幅巨大。

2.3.2. 我国近年旱涝灾情加速相关水利建设需求

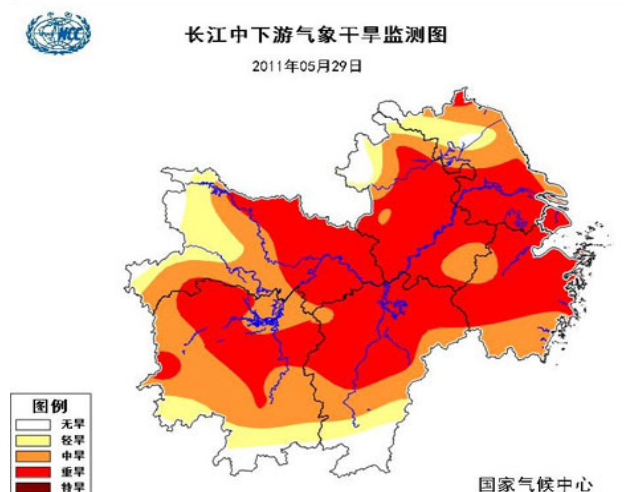
5 月份以后,湖北、江西等长江中下游地区遭遇严重干旱。湖北是重灾区,受旱农田面积 1664 万亩,有 50.2 万人、15.8 万头大牲畜饮水困难。主要原因是自 10 年秋末,湖北地区降雨持续偏少。目前,湖北 1300 多座水库低于“死水位”运行,只有在确实急需供水时,才能靠泵站抽提水;三峡水库在上游来水少的情况下,下泄流量也被迫同步减少。

湖北的旱灾再度昭示水利建设投入不足。“十一五”期间,湖北的水利投资规模超过 500 亿元,占全国水利建设投资额的 7% 左右。同时湖北

是农业大省，09 年年产粮食 460 多亿斤，全国占比 4.4%，排名第 11 位。湖北粮食产区的农业灌溉设施很多修于 1950 至 1960 年代，水库与农村水利设施年久失修。据新华网报道，目前三峡水库的补水效益逐步显现，目前日均补水 3 亿多立方米，三峡水库 25 日将再增下泄流量以支援抗旱农业生产。

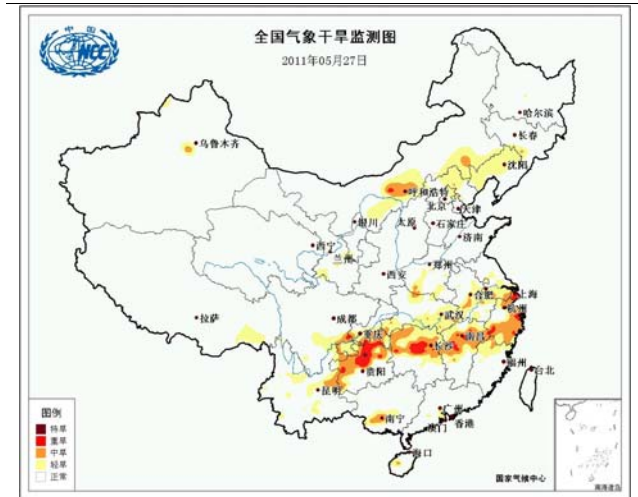
最近干旱监测显示，内蒙古中西部、浙江大部、江苏西南部、江西北部、湖南北部以及贵州北部等地存在轻到中度气象干旱，贵州北部和湖南北部局部地区达重旱。

图 58：长江中下游气象干旱图



数据来源：干旱气象网，国泰君安证券研究

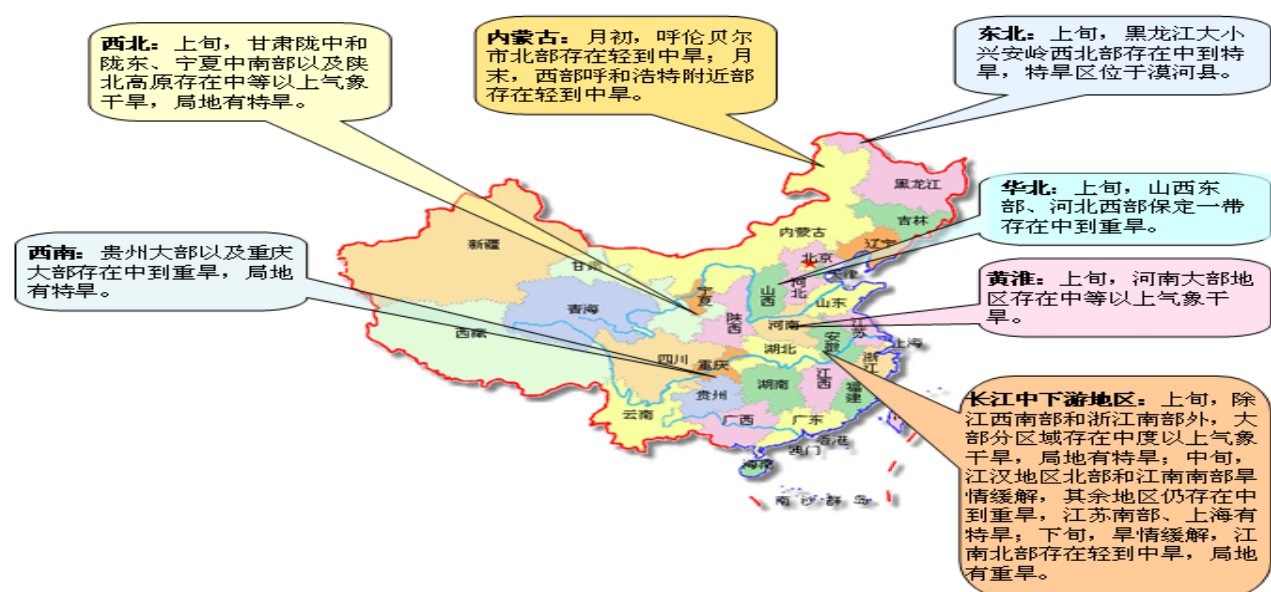
图 59：我国气象干旱检测图



数据来源：干旱气象网，国泰君安证券研究

2011 年 5 月，我国旱情主要发生在包括江苏、安徽、浙江、湖南、湖北、江西和上海在内的长江中下游地区以及西南地区的重庆大部 and 贵州大部，存在中等以上气象干旱；另外，西北地区东部的甘肃陇中和陇东、宁夏中南部、陕西北部以及黑龙江西北部上旬也存在中到特旱。

图 60：2011 年 5 月全国旱情分布示意图

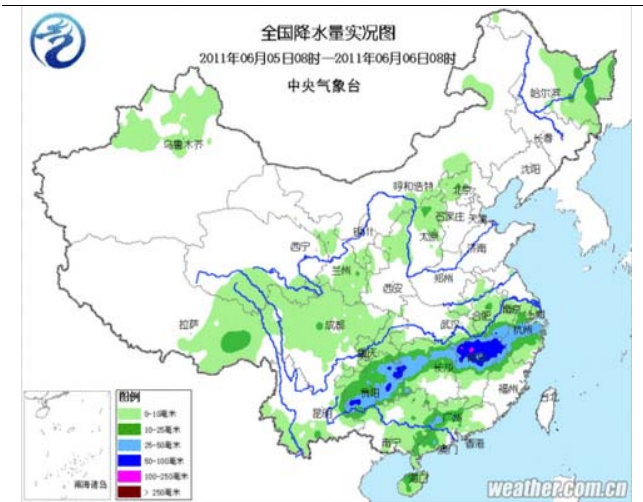


数据来源：干旱气象网，国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

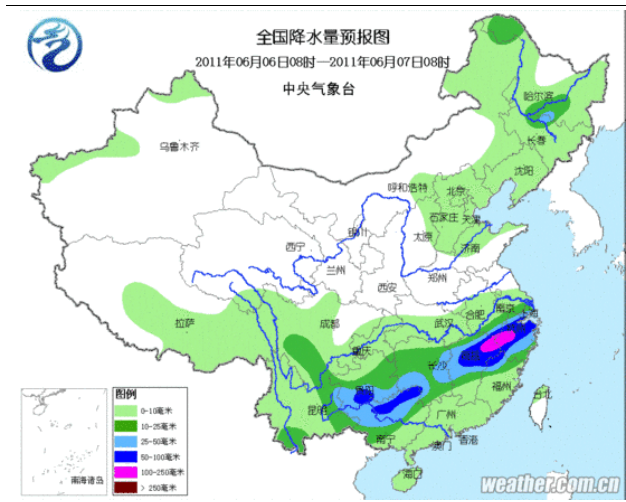
与此相对应的是，在旱灾之后，天气转变又使得抗洪形式不容乐观，预计6月6日-12日，南方地区天气继续以降雨为主，江淮、江南北部和西部、华南西北部以及湖北、贵州等地部分地区降雨量将有120-150毫米。江西与湖南地区已经出现抗洪预警。

图 61: 长江中下游洪灾形式严峻



数据来源：干旱气象网，国泰君安证券研究

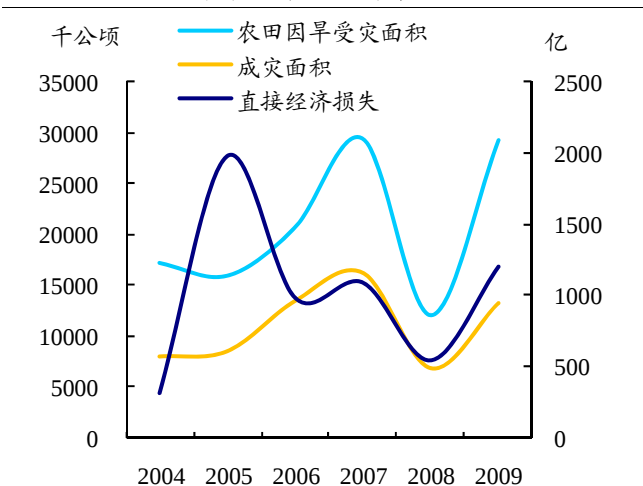
图 62: 全国降水量集中在长江流域



数据来源：干旱气象网，国泰君安证券研究

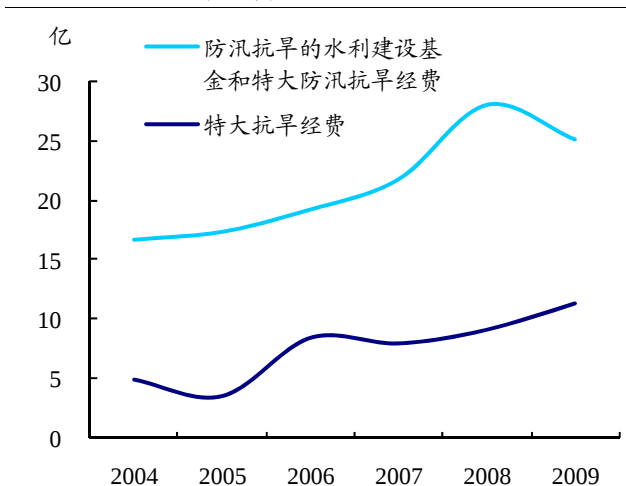
我国长期旱涝催生水利设施需求：季风气候带来旱灾长期性：我国已经连续9年遭受旱灾影响，2009年旱灾直接经济损失达到1206.6亿，特大抗旱经费达到11.28亿。水利设施建设落后：据水利部统计，中国现有的18.3亿亩耕地中，尚有9.59亿亩是没有灌溉条件的“望天田”，已建成的8.67亿亩灌溉耕地，灌溉水利用率也只有46%。

图 63: 全国历年旱灾导致经济影响



数据来源：水利部，国泰君安证券研究

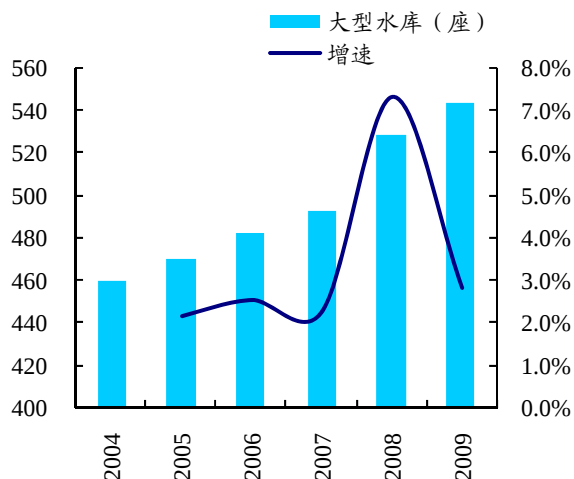
图 64: 全国抗旱经费开支



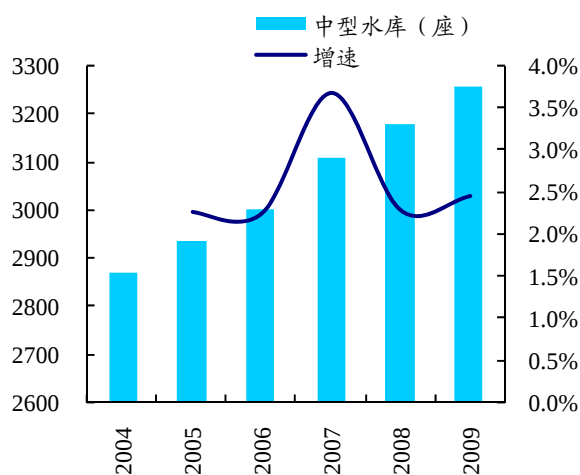
数据来源：水利部，国泰君安证券研究

图 65: 大型水库数量（座）

图 66: 中型水库数量（座）

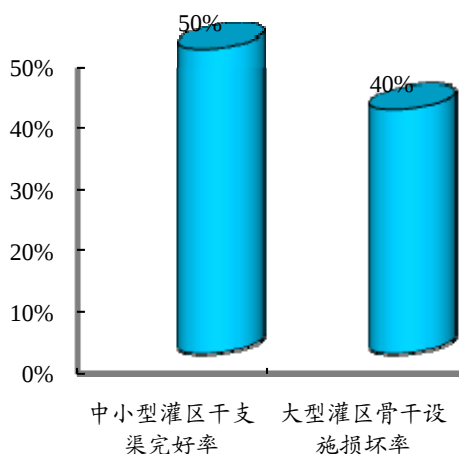


数据来源：水利部、国泰君安证券研究



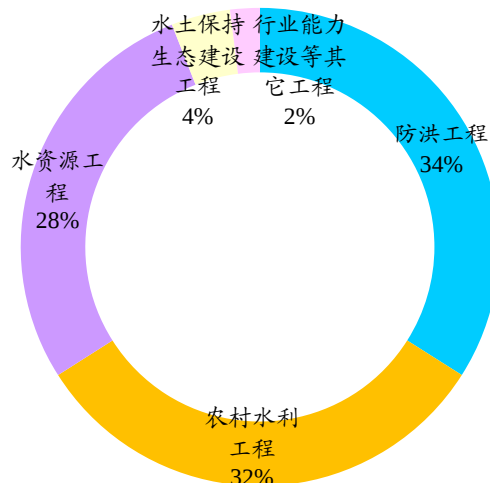
数据来源：水利部、国泰君安证券研究

图 67: 灌区设施需要建设



数据来源：国泰君安宏观会议，国泰君安证券研究

图 68: 按水利建设的主要任务划分



数据来源：国泰君安宏观会议，国泰君安证券研究

从相关统计上可以看出，我国在最近几年接连发生重大旱灾，发生地域包括了华东、中南、西南、华北等大面积区域，造成重大灾害损失。而且我国水库建设增速已经处于低位，大量灌区设施由于老旧失修需要重新建设或者翻新。

表 17: 我国历年旱灾情况

时间	涉及省市	旱情
2011 年	2 月山东、安徽、江苏、河南等地部分地区气象干旱已达特旱标准；5 月西北地区东部的甘肃陇中和陇东、宁夏中南部、陕西北部以及黑龙江西北部上旬也存在中到特旱。	2010 年 10 月中旬，中国华北南部、黄淮东部开始出现轻到中旱，截至今年 1 月 24 日，华北、黄淮地区仍存在中到重旱；2011 年 5 月，我国旱情主要发生在包括江苏、安徽、浙江、湖南、湖北、江西和上海在内的长江中下游地区以及西南地区的重庆大部 and 贵州大部，存在中等以上气象干旱。
2010 年	重庆、四川、云南、贵州、广西	2009 年 11 月中旬，云南全省、贵州全省及四川盆地以南地区、西藏东部和广西西部地区普遍出现中度气象干旱，其中云南中北部、贵州西部、四川南部、广西西北部出现了大范围重旱。

2009 年	全国有 15 个省（区、市）的 89 座城市出现不同程连续 3 个多月，华北、黄淮、西北、江淮等地 15 个省、市未见有度供水短缺，影响人口 1670 万人。河南安徽山西效降水。冬小麦告急，大小牲畜告急，农民生产生活告急。不仅山东 4 省为特大干旱	工业生产用水告急，城市用水告急，生态也在告急。
2008 年	云南连续近三个月干旱	据统计，云南省农作物受灾面积现已达 1500 多万亩。仅昆明山区就有近 1.9 万公顷农作物受旱，13 多万人饮水困难。
2007 年	22 个省发生旱情	全国耕地受旱面积 2.24 亿亩，897 万人、752 万头牲畜发生临时性饮水困难。中央财政先后下达特大抗旱补助费 2.23 亿元。
2006 年	重庆发生百年一遇旱灾	全市伏旱日数普遍在 53 天以上，12 区县超过 58 天。直接经济损失 71.55 亿元，农作物受旱面积 1979.34 万亩，815 万人饮水困难。
2005 年	华南南部现严重秋冬春连旱，云南发生近 50 年来少见严重初春旱	
2004 年	我国南方遭受 53 年来罕见干旱	造成经济损失 40 多亿元，720 多万人出现了饮水困难
2003 年	江南和华南、西南部分地区发生严重伏秋连旱，其中湖南、江西、浙江、福建、广东等省部分地区发生了伏秋冬连旱，旱情严重	
2000 年	多省	干旱面积大，达 4054 万公顷，受灾面积 6.09 亿亩，成灾面积 4.02 亿亩。建国以来可能是最为严重的干旱。

数据来源：国泰君安证券研究

2.3.3. 干旱灾情催生相关水利股行情

重大旱灾提高水利重视程度，利好相关上市公司股价表现：结合 09 年、10 年重大旱灾期间相关上市公司股价表现，重大旱灾将提高水利行业关注度，利好股价表现。10 年春西南旱灾期间最高涨幅：葛洲坝 36.84%，国统股份 32.47%，粤水电 34.7%，安徽水利 28.39%，上证指数 6.31%；09 年秋全国旱灾期间最高涨幅：葛洲坝 54.76%，国统股份 95.58%，粤水电 95.8%，安徽水利 58.28%，上证指数 18.71%。10 年 10 月至 11 年 2 月期间，水利相关股票相对上证指数涨幅平均达到 60% 以上。

表 18：我国近 2 年重大旱情影响及相关上市公司股价表现

时间	开始时间—结束时间	影响	相关上市公司股价表现
2011 年	2010 年 10 月—11 年 2 月	山东、安徽、江苏、河南等地部分地区气象干旱已达特旱标准。全国作物受旱面积 7740 万亩，257 万人、279 万头大牲畜因旱出现饮水困难。	10.10.01-11.02.01 期间 ，葛洲坝 67.6%，国统股份 31.2%，粤水电 78.3%，安徽水利 88.9%，上证指数 2.2% 10 年春西南旱灾期间最高涨幅： 葛洲
2010 年	2009 年 11 月—2010 年 4 月	农作物受灾面积 4348.6 千公顷，其中绝收面积 940.2 千公顷，共 5104.9 万人受灾，饮水困难人口 1609 万人，饮水困难大牲畜 1105.5 万头，因灾直接经济损失 190.2 亿。	坝 36.84%，国统股份 32.47%，粤水电 6.31% 09 年秋全国旱灾期间最高涨幅： 葛洲
2009 年	2008 年 11 月—2009 年 3 月	2009 年，全国耕地累计受旱面积 6.32 亿亩，因旱造成粮食损失 348 亿公斤、经济作物损失 433 亿元；全年共有 1751 万农村人口、1099 万头大牲畜因旱发生饮水困难。	坝 54.76%，国统股份 95.58%，粤水电 95.8%，安徽水利 58.28%，上证指数 18.71%。

数据来源：国泰君安证券研究

表 19: 水利水电公司盈利预测与估值

行业	代码	上市公司	股价	EPS			PE			市值	10 年新签合
			11-05-30	11	12	13	11	12	13	亿元	同
水利工程	600068.SH	葛洲坝	10.54	0.59	0.80	1.04	18	13	10	387	556
水利工程	002060.SZ	粤水电	11.46	0.32	0.43	0.59	34	25	18	38	-
水利工程	600502.SH	安徽水利	17.11	1.21	1.56	1.87	15	11	9	38	40

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 20: 水利水电上市公司 1 季度机构持股及变动情况

一季报机构持股比例相对年报时增减(%)						一季报机构持股比例(%)				
机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险	机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险	
葛洲坝	-13.33	-12.51	-0.52	-	-0.41	54.18	3.72	-	-	0.39
粤水电	-11.71	-9.90	-	-	-	10.64	5.21	-	-	-
安徽水利	-6.83	-7.95	-	-	-1.79	35.19	5.75	-	-	-

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

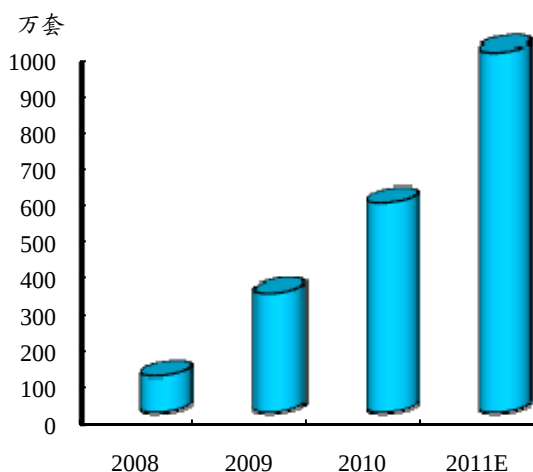
2.4. 思路三: 保障房建设——下半年将进入发力阶段

2.4.1. 2011 年保障房建设将投资 1.4 万亿

从 2008 年“131 号文”发出以后,保障性安居工程住房建设规模就以每年倍增的速度扩大。2008 年的保障性住房建设规模仅有 100 多万套,2009 年达到 330 万套,2010 年保障性安居工程建设规模达到 580 万套,2011 年 1000 万套,整个“十二五”期间,保障房的建设量要达到 3600 万套。

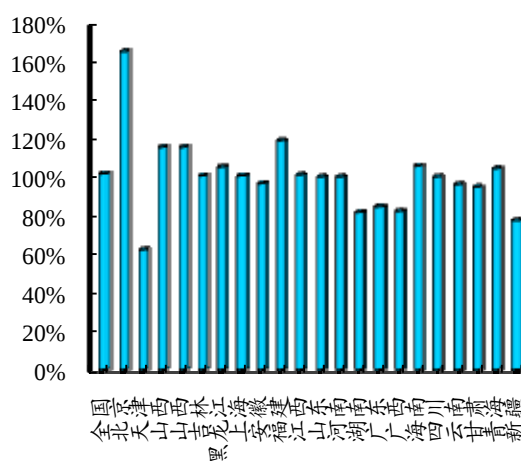
11 年保障房开工已下“死命令”:据《中国经营报》报道,11 年 2 月 21 日开始,住建部将陆续与各省、自治区、直辖市以及计划单列市签订《保障性住房目标责任书》,完成 1000 万套保障性安居工程住房的分配任务。目前,住建部已经向地方政府下达“死命令”,所有分配完成的目标任务,必须在 2011 年 10 月 31 日前全部开工,否则主要领导将遭到从约谈到行政处分乃至降级、免职的严厉处罚。配合严厉的限购措施,保障性住房的增量供给在全国范围内的环比增幅将达到 72%。

图 69: 历年保障房建设计划



数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 70: 2010 年保障房开工率基本达标

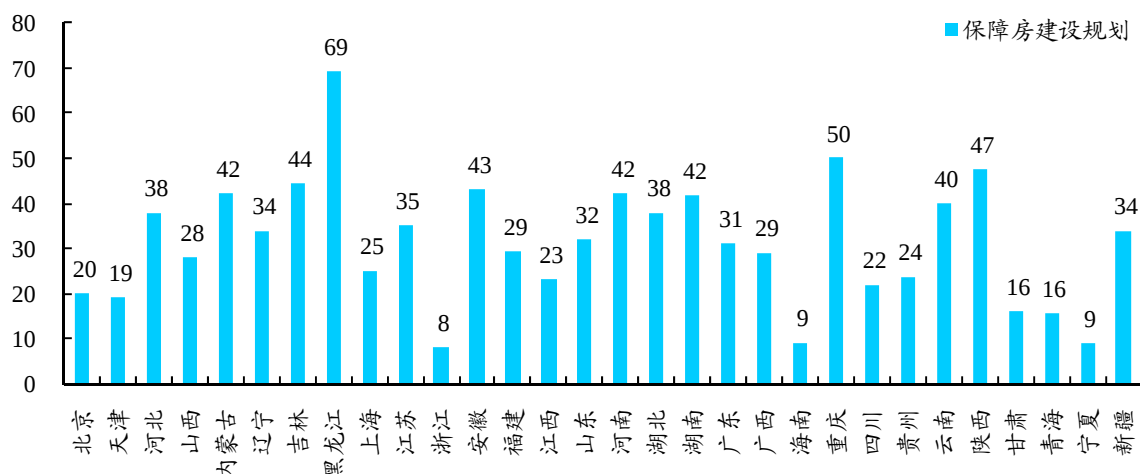


数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

11 年计划建设的 1000 万套保障房建设类型：

- 1、400 万套棚户区改造住房；建设资金约 5000 亿元，其中，中央提供 400 亿元左右的资金支持；地方政府再提供部分；工矿企业和被改造的职工筹集约 3400 亿元。
- 2、经济适用房和两限房近 200 万套：建设资金约需 5000 亿元，将主要由社会机构通过市场运作方式来解决。
- 3、廉租房 160 多万套；
- 4、公共租赁住房近 220 万套。

图 71：2011 年各省市保障性住房建设目标责任



数据来源：住建部等公开资料、国泰君安证券研究 注：上海为 1500 万平米的估算套数；西藏 3 年建设 3 万套。

2.4.2. 土地供给与资金来源有望给予保障，8-10 月将进入开工高峰期

土地供给：保障性安居工程用地计划是 7.74 万公顷，占总计划 35.5%。国土资源部土地利用管理司司长廖永林于会上公布 2011 年全国住房用地计划，今年全国用地计划供应 21.80 万公顷，与 2010 年全国住房用地供应计划和实际供地量相比，分别增加 18.5%和 72.6%。

2011 年，全国住房用地计划供应 21.80 万公顷，与 2010 年全国住房用地供应计划（18.47 万公顷）和实际供地量（12.63 万公顷）相比，分别增加 18.5%和 72.6%。超过前两年年均 10.17 万公顷的实际供地量。

其中，保障性安居工程用地和中小套型商品房用地计划是 17.13 万公顷，占住房用地供应计划的 78.6%，比去年提高 2 个百分点。保障性安居工程用地计划是 7.74 万公顷，占住房用地供应计划的 35.5%，与 2010 年计划（6.58 万公顷）和实际供地（3.24 万公顷）相比，分别增加 17.6%和 138.9%。

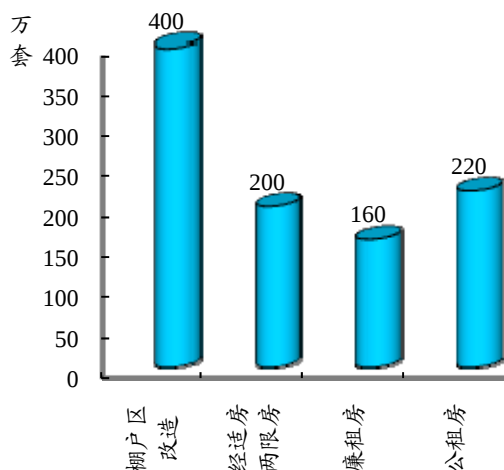
资金来源：5000 亿来自各级政府，8000 亿来自社会机构以及企业

1000 万套保障房大概需要 1.3 万亿到 1.4 万亿元投资。其中 8000 多亿元将通过社会机构、保障对象以及企业投入筹集，5000 多亿元将由中央、省级政府以及市县政府通过各种渠道筹集，其中包括地方政府无偿划拨土地、地方政府土地收益金、住房公积金、保障房融资平台等。

中国住房和城乡建设部副部长齐骥表示：1000 万套保障类住房包括 400

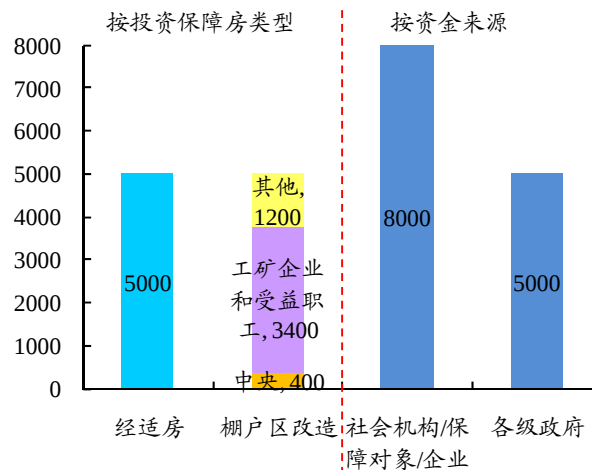
万套棚户区改造住房，经济适用房和“两限（限购、限价）房”近 200 万套，廉租房 160 多万套，公共租赁住房近 220 万套。通过现有的资金渠道和一些新的政策支持，今年完成 1000 万套保障住房的任务，即 1.4 万亿元的投资是完全可能的。

图 72：2011 年 1000 万套保障房分解



数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

图 73：2011 年保障房投资方向与来源



数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

5 月初开工率情况超过去年同期，8 至 10 月有望进入保障房开工高峰阶段，10 月底有望实现绝大部分保障性安居工程项目开工。截至 5 月初，全国大部分省市保障性住房开工率在 20% 左右，而一些进展比较快的省份开工率达到了 30% 以上。目前来看，中西部地区保障房建设热情与开工力度较高，而没有明确开工率情况的省份也在土地供应、资金各种方式筹措上积极准备。

表 21：2011 年部分省市地区保障性住房开工情况汇总

省市地区	开工率	相关开工情况备注
河北	约 37.40%	1-4 月的保障房的开工率达到 37.4%
江苏	约 30%	前 4 月开工情况超过 30%，全国前列
安徽	约 30%	5 月初，开工 185 个项目，建设 11 万套保障性安居工程住房
北京	约 30%	开工情况位居全国前列
湖北	约 23%	5 月初，已经开工 8.28 万套，开工率达 23%
海南	约 20%	第一季度开工率达到 20% 以上
四川	约 20%	截至 4 月底，全省保障性安居工程建设项目累计开工 7 万套，占国家下达建设任务 34.78 万套的 20%，绝大多数项目能够在 6 月底前如期开工。
广东	约 28.50%	到 4 月份止，全省新开工建设各类保障性安居工程住房 8.84 万套；其中廉租住房 0.65 万套，经济适用住房 2.8 万套，公共租赁住房 4.6 万套。
浙江		18.5 万套保障房 80% 要在 9 月底前开工，11 月底前要全部开工。
山东		所有项目要求 9 月底前必须全部开工
河南		7 月底前保障性安居工程项目和棚户区改造项目要全面开工建设。
湖南		力争上半年开工率达 60% 以上，10 月底前全部开工建设
贵州		各地保障性安居工程在 8 月 31 日前必须全面开工建设

数据来源：公开资料、国泰君安证券研究

2.4.3. 保障房建设：中国建筑多种模式探索进行、上海建工与中国中冶保障房重要参与者

中国建筑：保障房将是中国建筑在地产调控阶段的亮点，公司中长期目标是保障性住房市场占比达全国 3%。中国建筑保障房建设的在施项目总规模已经超过 1120 万平方米，其中以总承包方式建设的保障房面积占比达到 60.7%。“十二五”期间，保障房建设量将达 3600 万套，其中 11 年 1000 万套，中国建筑具备巨大发展空间。

中国建筑保障房开发模式包括城市综合开发模式、总承包模式、BT 模式，限价开发模式、成本加酬金竞标模式、混合开发模式。多种开发模式将配合公司建立城市综合开发商、BT 项目等战略计划而共同执行，从而提升企业总的盈利能力。

表 22：中国建筑六种保障房开发模式情况

模式	内容	竞标选择	价格	付款	优势	开发收益	在施项目规模
承包	施工总承包	公开竞标/邀请议标	确定总价/确定单价	10%预付或/无预付；月度付款或阶段付款	大型企业易中标，项目具有持续性。	3%-6%	680 万 m ²
开发	限价开发	公开招标/邀请招标	支付开发补偿款，得到划拨土地/限房价、竞地价	签约首付 20%，结构封顶支付 80%按揭。	由于限价出售，企业成本能得到有效控制。	3%-10%	120 万 m ²
	混合开发	一次竞拍拿地	统一支付地价		商品房开发不限售价和销售对象，保障房开发按规定运作	10%	
服务	成本加酬金竞标	大型国企建筑公司	政府定价划拨地价，售价设定浮动标准，向社会公开		政府作为保底，基准价定低，政府补差，售不出政府收回，公共设施政府收回。	3%-6%	20 万 m ²
投资	BT	招投资人加承建商	竞价、议价	项目资本金加银行贷款	政府有回购保证，销售由政府处理	8%-10%	200 万 m ²
经营	BOT、BOO	混合开发	通过土地出让价格调整开发商利益	租金回收	形成资产积累，现金流好	--	--
合作	城市综合开发	政府招标采购，企业竞标实施	政府限地价、房价	多个子项目综合协调	政府提供土地、回购保证，企业提供开发建造、土地勘察、设计、整理、售楼、物业管理等，按服务质量收费	8%	100 万 m ²

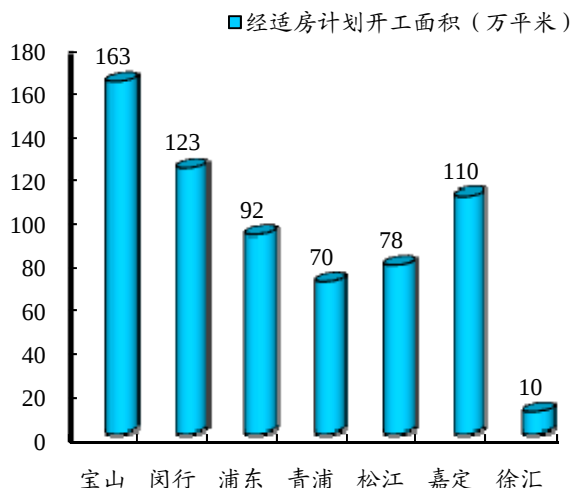
数据来源：中国建筑、国泰君安证券研究

中国建筑在房屋建筑市场占有 3%的份额，如果在保障房市场也占据相 3%的市场份额。按 11 年 1000 万套的规模考虑，公司将有 30 万套的订单，每年约 500-600 亿的订单，约占当年新订单的 10%。

上海建工：参与多个建设保障房项目，周康航是最大项目

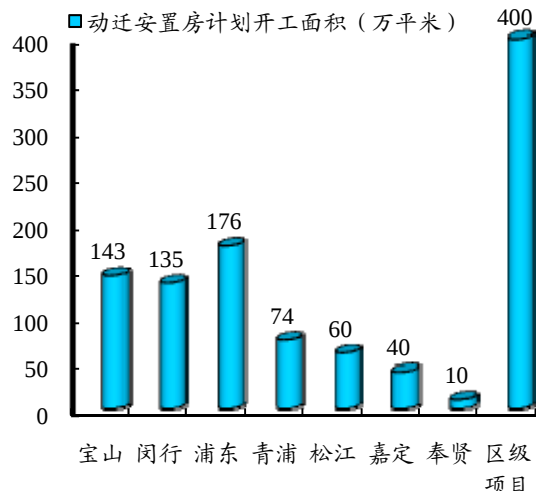
10 年公司房地产销售面积 14.4 万平米，收入 11.2 亿元，其中 50%来自保障房。目前公司在建保障房面积约 240 万平米，约可贡献总净利润 8 亿。保障房将成为公司未来业务收入的重要部分。

图 74: 11 年上海经济适用房开工计划



数据来源: 上海市住房保障和房屋管理局、国泰君安证券

图 75: 11 年上海动迁安置房开工计划



数据来源: 上海市住房保障和房屋管理局、国泰君安证券

表 23: 上海建工参与保障房建设项目列表

项目名称	用途	开工时间	预计竣工时间	占地面积 (万 m ²)	建筑面积 (万 m ²)	预计总投资 (万元)	10 年底账面 (元)	结算面积		
								11 年	12 年	13 年
海尚菊苑	动拆迁房		05 年 9 月		16.58		7,752	1.1		
海尚逸苑 (一期)	动拆迁房		07 年 1 月		3.71		9,647	1.4		
海尚逸苑 (二期)	动拆迁房		10 年 4 月		6.64		1,457	1		
海尚康庭	动拆迁房		08 年 11 月		15.80		808	0.8		
周康航大型居住社区	保障房	09 年 7 月	14 年 6 月	236	150.00	838,779	241,402		31	75
康桥 6 号地块-东块	配套商品房	08 年 12 月	10 年 8 月	5.02	11.47	47,458	6,825	5.7	2.3	
曹路二号地块	配套商品房	09 年 5 月	11 年 9 月	8.94	17.86	67,822	56,991	8.9		
康桥 6 号地块-西块	保障房	待定	待定			待定	13,448		3	5
东沟北地块	保障房	11 年 7 月	13 年 10 月	2.85	7.30	待定	297			7.3
新航基地 27-1 号地块	保障房	11 年 10 月	13 年 10 月		50.00	待定	55.65		5	10

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

上海建工最大的保障房项目周康航基地进展: 建工集团负责对口开发建设的本市六大保障性住房基地之一浦东周康航大型居住社区的首批 16 幢 18 层住房将在年内提前实现结构封顶。首批建成的周康航居住社区一期房源为已开工兴建的 31 万平方米中的 18 层的小高层。周康航大型居住社区基地位于周浦镇镇区范围内, 规划总建筑面积约 150 万平方米, 规划导入人口约 5 万人, 可容纳约 1.8 万户居民居住。该基地从 2009 年 12 月正式开工至今, 整个基地已完成 95% 的动迁; 水、电、煤、交通、通讯等十大专业规划已全部通过审批; 已开工兴建 31 万平方米 (第一批在 2012 年 6 月前移交); 按计划近期将再开工兴建 75 万平方米, 全部工程 2015 年前移交。

中国中冶: 保障房开发位居全国前列

据相关报道, 中国中冶现在在手的 (保障性住房) 契约大概有 3000 平方米。作为国资委确定的拥有房地产开发主业的中央企业之一, 公司利

用自身的融资能力、设计能力、建设能力和良好的履约信誉，积极参与开发保障性住房项目，保障性住房项目在房地产开发中的比重大幅增加，在抵御房地产市场宏观调控影响的同时，把握了市场机遇，树立了良好的央企形象。上海宝冶集团有限公司、中国二十二冶集团有限公司、中国十七冶集团有限公司等下属子公司分别被上海市、河北省唐山市、安徽省马鞍山市列为与政府合作开发保障性住房的重点单位。

公司参与的重点承揽保障房包括重庆市 123.8 万平米“康庄美地”公共租赁住房项目及 75 万平米“康居西城”公共租赁住房项目、鞍山达道湾保障性住房项目等。

中冶上市的时候就已经与国家开发银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行、交通银行等大型商业银行签署了保障性住房信贷合作协议，并获得了总额不低于 450 亿元的信用额度。

中国中冶将保障性住房开发带动商业地产、商品住宅项目和土地一级开发业务，探索新的开发模式，降低开发风险、提高投资回报率。

表 24: 上海建工、中国建筑、中国中冶盈利预测与估值

代码	上市公司	股价	EPS				PE			市值 亿元	10 年新签 合同
		11-05-30	11	12	13	11	12	13			
600170.SH	上海建工	13.82	1.23	1.54	1.92	11.2	9.0	7.2	146	758	
601668.SH	中国建筑	3.73	0.4	0.49	0.6	9.3	7.6	6.2	1122	7411	
601618.SH	中国中冶	3.91	0.33	0.40	0.49	12	10	8	742	2185	

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 25: 上海建工、中国建筑、中国中冶 1 季度机构持股及变动情况

一季报机构持股比例相对年报时增减(%)						一季报机构持股比例(%)				
机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险	机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险	
上海建工	1.17	-1.60	1.13	0.82	-	26.70	10.42	1.13	2.20	-
中国建筑	-2.79	-3.05	-	-	0.17	22.04	5.54	-	-	6.47
中国中冶	-3.95	-3.78	-	-	-0.17	8.92	4.56	-	0.49	0.46

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

2.5. 思路四: 装饰园林——开启股权激励新时代

2.5.1. 装饰园林开始股权激励新时代

正处于高成长过程中的装饰园林上市公司，在 IPO 热潮之后开始步入股权激励新时代，截止到目前，包括金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、东方园林都相继实施了股权激励计划，为新一轮成长奠定基础。

项目经理以及设计人才对于装饰园林企业十分关键，同时随着装饰园林上市公司的规模越做越大，对于管理水平的要求提升较高，留住相关核心技术以及管理人才对于公司进一步成长至关重要。

表 26: 装饰园林行业执行股权激励的上市公司情况

	金螳螂	亚厦股份	洪涛股份	东方园林
股权激励方式	股票期权	股票期权	限制性股票	股票期权
草案公告日	2007 年 7 月 11 日	2010 年 9 月 3 日	2010 年 11 月 10 日	2010 年 4 月 9 日
股东大会通过	2008 年 8 月 27 日	2011 年 5 月 6 日	2011 年 5 月 27 日	2011 年 1 月 26 日
股票期权激励计划授权日	2008 年 8 月 28 日	2011 年 5 月 6 日	2011 年 5 月 30 日	2011 年 1 月 27 日
股数占比	2.13%	1.94%	2.46%	2.52%
行权价格	32.53 元（调整为 14.10 元/股） 行权价格为 32.38 元 授予价格为 11.56 元 行权价格为 64.89 元			

数据来源：上市公司公开资料、国泰君安证券研究

表 27：装饰园林行业执行股权激励的上市公司对于业绩考核的条件

金螳螂	绩效考核目标			
第一个行权期	加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2006 年净利润为基数，2008 年净利润增长率不低于 70%			
第二个行权期	加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2006 年净利润为基数，2009 年净利润增长率不低于 90%			
第三个行权期	加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2006 年净利润为基数，2010 年净利润增长率不低于 110%			
亚厦股份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
相对于 2010 年净利润增长率	30%	70%	120%	170%
净资产收益率	12%	13%	14%	15%
洪涛股份	绩效考核目标			
第一个解锁期	2011 年净利润相比 2010 年度增长不低于 30%，2011 年加权平均净资产收益率不低于 10%；			
第二个解锁期	2012 年净利润相比 2010 年度增长不低于 60%，2012 年加权平均净资产收益率不低于 11%；			
第三个解锁期	2013 年净利润相比 2010 年度增长不低于 90%，2013 年加权平均净资产收益率不低于 12%；			
东方园林	绩效考核目标			
第一个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2011 年度净利润增长率达到 30%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 12%。			
第二个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2012 年度净利润增长率达到 80%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 13%。			
第三个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2013 年度净利润增长率达到 140%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 14%。			
第四个行权期	以本公司 2010 年度净利润为基数，公司 2014 年度净利润增长率达到 230%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 15%。			

数据来源：上市公司公开资料、国泰君安证券研究

2.5.2. 装饰园林行业“十二五”仍将保持高速增长态势

装饰行业在“十二五”期间将继续保持高速增长，2015 年总产值力争达 3.8 万亿元，总增长率为 81%，年均增长率为 12.3% 左右。公共建筑装饰（包括整体楼盘成品房装修）产值争取达 2.6 万亿元，年均增长 18.9%；住宅精装修（单个家庭独立装修工程）争取达到 1.2 万亿元，比 2010 年增长 2,500 亿元，增长幅度达到 26.3%。“大行业、小公司”仍旧存在。

公共装修：酒店建设目前仍处于高位是上市公司公装获得发展支撑的重要保证，同时以地铁、铁路建设为主的其他类公装细分市场在 2011 年也呈现出趋势向上的态势。根据 LE 统计，2010 年末我国在建或拟建酒店项目数为 1182 个、房间数为 32.3 万间，同增 12.7% 与 10.4%，分别占亚太地区总数的 59.6% 和 67.5%，其中 77% 的项目处于正在建设阶段。LE

延续之前对于中国酒店业的乐观预期转变，2010年3季度末对于2011、2012年的中国新开业酒店预测数量为449家、290家，到2010年底大幅提升到601家、450家。从星级酒店建设结构上看，2011年1-3月我国三、四、五星级酒店新开业数量为1、17、25，四、五星级酒店占比从01年的1.8%、6.0%升至09年的3.55%、13.94%。酒店增长仍为高星级酒店为主。从酒店建设区域构成来看，从09年9月至11年3月的星级酒店开业统计中，中西部占比36%。我国酒店建设数持续世界第一，未来2年仍将处于高位。

住宅精装修：我国主要省会城市住宅精装修率约10%—20%，与发达国家的比例相比，还存在较大差距，我国住宅精装修比例的巨大提升空间确保住宅精装修的长期繁荣。据相关预测，未来10年我国住宅将新建204.7亿平方米，住宅精装修市场仍然存在巨大的装饰需求。上市企业中，金螳螂、亚厦、广田分别受益于恒大带来的30、30、35亿的长期合作协议，通过恒大取得的住宅精装修品牌积累以及业务发展锻炼，在未来2年中获得业绩稳定发展，而长期中可获得更多的订单金额以及业务盈利能力的提升。

园林行业：目前我国市政园林和地产景观园林细分行业的市场规模都在1000亿以上，过去7年年复合增速达到22%，未来仍将加速。2009年全国城市园林绿化企业前50强占行业整体规模比重仅为12%左右。前十大企业市场份额均不超过1%。在行业集中度提升的过程中，未来龙头企业的市场占有率将继续提高。

表 28：装饰园林盈利预测与估值

代码	上市公司	股价	EPS				PE			市值 亿元	评级
		11-05-30	11	12	13	11	12	13			
002081.SZ	金螳螂	36.67	1.35	2.04	2.87	27	18	13	176	谨慎增持	
002375.SZ	亚厦股份	29	1.3	1.95	2.66	22	15	11	122	谨慎增持	
002482.SZ	广田股份	28.5	1.17	1.72	2.4	24	17	12	92	谨慎增持	
002325.SZ	洪涛股份	30.07	0.93	1.24	1.56	29	24	19	48	谨慎增持	
002310.SZ	东方园林	85.88	3.28	4.84	6.65	26	18	13	129	谨慎增持	
002431.SZ	棕榈园林	27	0.78	1.11	1.57	35	24	17	106	谨慎增持	

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 29：装饰园林 1 季度机构持股及变动情况

一季报机构持股比例相对年报时增减(%)						一季报机构持股比例(%)				
机构(包括所有机构)		基金	社保	券商	保险	机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险
金螳螂	-9.71	-6.30	-0.03	-1.06	-	78.97	12.75	1.20	-	-
亚厦股份	-15.07	-44.81	-	-	-	60.35	29.99	-	-	-
广田股份	-7.69	-6.37	-	-	-	29.11	29.01	-	-	-
洪涛股份	-22.14	-16.91	-1.61	-	-	38.01	26.98	2.80	-	-
东方园林	-14.44	-13.41	-	-	-	12.13	12.13	-	-	-
棕榈园林	-12.25	-13.24	0.13	-	-	22.26	12.67	2.07	-	-

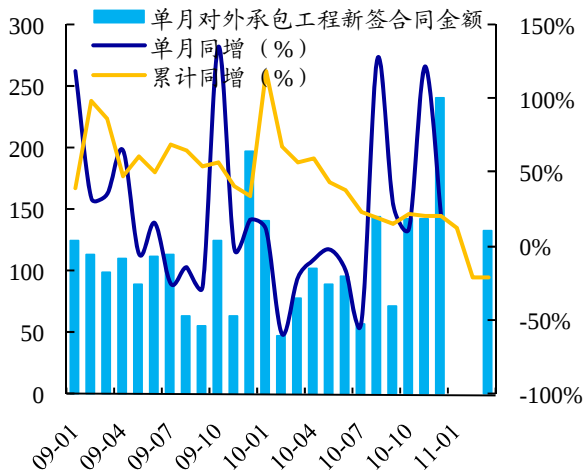
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

2.6. 思路五：其他关注——国际工程与基建地铁稳中发展，弱市重组概念

2.6.1. 国际工程探索延续、基建地铁稳中发展

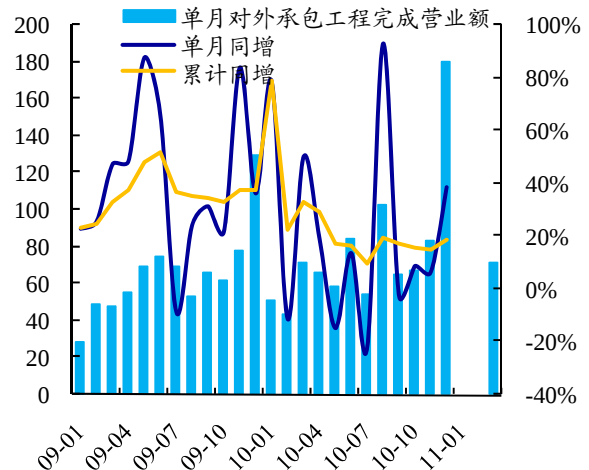
2011 年 1 至 3 月，我国对外承包工程业务完成营业额达到了 169.8 亿美元，同增 2.9%，新签合同额 309.5 亿美元，同增 16.7%。2010 年对外工程新签合同 1344 亿元，同增 6.5%；完成营业额 922 亿元，同增 18.7%。

图 76：我国单月对外承包工程新签合同额



数据来源：商务部、国泰君安证券

图 77：我国单月对外承包工程完成营业额

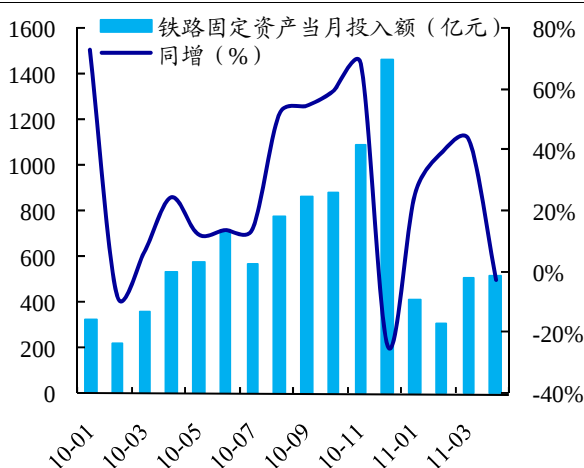


数据来源：商务部、国泰君安证券

交通部 5 月中旬对外公布《交通运输“十二五”发展规划》。根据规划，“十二五”期间，我国交通基本建设投资将达 6.2 万亿，比“十一五”期间总投资增长 31.9%。

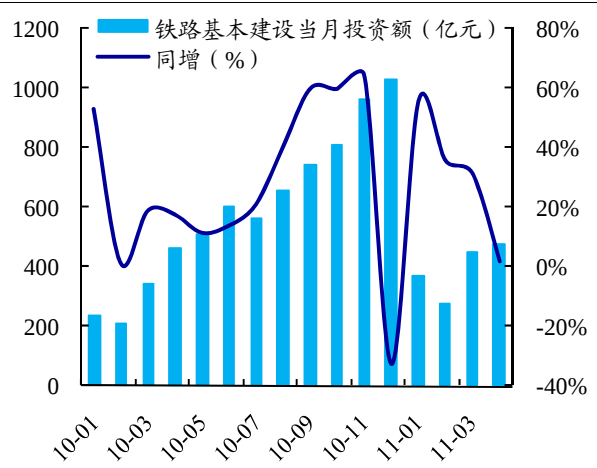
“十二五”期间，我国铁路建设继续加快推进，新线投产总规模达 3 万公里，安排铁路投资 2.8 万亿元，全国铁路运营里程将达 12 万公里左右。与“十一五”相比，铁路投产新线增长 87.5%，完成投资增长 41.4%。

图 78：我国铁路固定资产当月投资及增速



数据来源：铁道部、国泰君安证券

图 79：我国铁路基本建设当月投资及增速



数据来源：铁道部、国泰君安证券

表 30: 国际工程与基建公司盈利预测与估值

代码	上市公司	股价	EPS				PE			市值	2010 年新签
		11-05-30	11	12	13	11	12	13	亿元	合同	
600970.SH	中材国际	28.94	2.17	2.75	3.33	13.35	10.51	8.68	263.67	240	
002051.SZ	中工国际	25.53	1.03	1.40	1.84	24.67	18.26	13.89	112.51	267	
601390.SH	中国中铁	4.12	0.43	0.52	0.65	9.51	7.86	6.30	877.56	7355	
601186.SH	中国铁建	6.15	0.44	0.52	0.62	14.07	11.93	9.95	758.76	7472	

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 31: 国际工程与基建公司 1 季度机构持股及变动情况

一季报机构持股比例相对年报时增减(%)						一季报机构持股比例(%)				
机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险	机构(包括所有机构)	基金	社保	券商	保险	
中材国际	-11.03	-10.76	-0.18	-	-	74.31	19.76	1.24	-	-
中工国际	-7.76	-6.81	-1.05	-	-	76.28	8.45	1.41	-	-
中国中铁	-1.19	-1.08	-	0.29	-	73.27	0.73	-	0.29	0.13
中国铁建	62.62	-7.30	-1.25	-0.52	-2.46	78.57	1.42	0.61	0.72	-

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.6.2. 重组概念是弱市行情下另一道风景

2006 年,国资委颁布了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,明确提出到 2010 年央企数量要降到 80~100 家,截至目前,随着中国出国人员服务总公司整体并入中国医药集团总公司,央企尚有 122 家。该意见还指出“积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市,鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式,把主营业务资产全部注入上市公司。”

国资委研究中心主任李保民在“十二五经济形势展望高峰论坛”上透露:“十二五”期间,央企的数量将减少至 30-50 家。2006 年到 2010 年央企数量减少量约 100%,2015 年将在 10 年目标值的基础上再减少 100%。

表 32: 央企数量目标

时间	2006	2010 年 11 月 30 日	2010 年目标值	2015 年目标值
央企数量	196 家	122 家	80-100 家	30-50 家

数据来源: 国资委、国泰君安证券研究

根据政策支持以及资产重组的历史经验,我们汇总了建筑板块存在资产重组预期的相关上市公司。筛选逻辑是:

《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中积极推进资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市。此类有中国海诚、路桥建设、中工国际(集团可能通过多个上市公司的方式实现证券化)等。

减少央企数量: 葛洲坝。

解决同业竞争: 中国化学与东华科技、中国中铁与中铁二局、粤水电、四川路桥等。

上海国资证券化: 上海建工、隧道股份、浦东建设。

提高上市公司竞争力：北方国际、中材国际、安徽水利。

表 33：存在资产重组预期的上市公司

预期类别	相关公司	相关预期	大股东资产/相关公司资产
央企重组：			
大集团注入	中国海诚	中国轻工集团下属唯一上市公司。09 年 7 月，通过国有股划转，公司由集团的三级公司提升为二级公司，有望成为集团整合资源的平台。	轻钢集团下属有：中国海诚、制浆造纸研究院、食品发酵工业研究院、日用化工研究院、皮革和制鞋研究院、造纸装备公司、长泰机械公司、轻工业对外经济技术合作公司、中轻物产公司、食品工业集团、中国海诚国际工程投资总院。
大集团注入	路桥建设	大股东中交建在香港上市，市场预期中交建有回归 A 股的计划，因此私有化路桥建设是便捷方式。	中交建下属有 8 大块业务：1) 海外；2) 基础设施建设；3) 疏浚；4) 基础设施设计；5) 投资；6) 装备制造；7) 其他；8) 分公司及驻外机构。09 年公司收入 2269 亿元，净利润 564 亿元。路桥建设 09 年收入 96 亿元，净利润 1 亿元。
部分资产注入	北方国际	实际控制人中国兵器工业集团公司和控股股东中国万宝工程。存在军工资产注入预期。	万宝工程主要从事承包境外及境内国际招标工程，上述境外工程所需的设备、材料出口；开展对外劳务合作业务；各类型工业、能源、交通等建设项目的施工总承包等业务
部分资产注入	中材国际	中材集团下属中材股份的控股公司，中材股份有其他水泥技术装备与工程服务公司。	中材股份中属于水泥术装备与工程服务公司的：中材国际、中材矿山、河南中材环保、上饶中材。上饶中材是水泥熟料输送设备的专业制造厂，注册资金 1245.67 万元。
部分资产注入	中工国际	目前国机集团下属有 6 家上市公司，公司打算采用分业务上市的方式达到集团资产证券化的目标。	集团有工业机械装备研发与制造、工程承包、贸易与服务等领域的核心骨干企业。拥有 50 家全资及控股子公司，6 家上市公司，70 多家海外服务机构。
同业竞争	中国化学 东华科技	东华科技是中国化学下属设计三院。集团公司承诺，股份公司上市后，视情况利用实际控制人地位促使股份公司采取换股或其他方式对东华科技进行整合。	
同业竞争	中国中铁 中铁二局	中铁二局是中国中铁的三级子公司，存在同业竞争情况。	
央企重组	葛洲坝	水利水电工程类央企多，市场普遍预期会将电力顾问或有可能与葛洲坝重组	非上市的中国电力工程顾问公司 08 年收入 99 亿元，利润总额 10 亿元，与葛洲坝相当。中国水电顾问集团 09 年收入规模 88 亿元、利润总额 12 亿元，是葛洲坝当年的 70%。
地方国企：			
集团其他资产注入	粤水电	集团还具有水电开发相关资产，有同业竞争情况	广东水电集团下属资产有：粤水电、红河广源水电开发有限公司、红河广源马堵山水电开发公司、广州市翠岛水电度假村、省水电医院。
集团其他资产注入	四川路桥	集团其他资产有同业竞争情况（ 按照预期中正在进行 ）	四川省铁路产业投资集团下属有 3 个核心公司：四川公路桥梁建设集团（国家工程总承包特级资质企业，是集团的产值与利润中心，收入约 200 亿元）、四川省铁路集团（实施省内地方铁路的建设和管理）、四川路桥。
集团其他资产注入	安徽水利	安徽省水利建筑工程总公司有其他业务	截止 2007 年年底，大股东资产总额约 24 亿元，总营业收入 18 亿元，净利润 2130 万元，同年安徽水利总营业收入 16.4 亿元、净利润 2400 万元。集团下属单位有安徽瑞特新型材料有限公司、合肥瑞特新型建材有限公司、蚌埠瑞康新型材料有限公司、水建宾馆等。
上海国资委资产证券化：			
完成大集团注入	上海建工	集团的市政设计院与海外业务注入预期强烈（ 按照预期正在进行 ）	9 月，上海市市政设计院划入建工集团，资产质量好。同时，集团承诺 2 年内将海外业务注入上市公司。
大集团注	隧道股份	大股东浦东发展集团注入预期强	隧道股份大股东上海城建集团 2009 年总资产 355 亿、收入 193

入	烈（按照预期中正在进行）	亿、净利润 6.4 亿，隧道股份总资产 178 亿、收入 150 亿、净利润 3.6 亿，城建集团利润是隧道股份 1.7 倍。上海城建收入构成施工、房地产开发、基础设施投资、设备制造。
大集团注入	浦东建设 大股东城建集团注入预期强烈	浦东发展集团 09 年总资产 659 亿、收入 80 亿、净利润 5.2 亿元，浦东建设总资产 114 亿、收入 18 亿、净利润 1.6 亿，浦东发展集团/浦东建设利润 2009 年为 3.2、1.2 倍。集团业务主要有基础设施建设、房地产开发、贸易。

数据来源：国泰君安证券研究

3. 投资策略：把握主题明确、规避业绩下滑风险

3.1.1. 2011 年下半年投资策略与重点总结

根据我们对 08 年与 04 年的规律总结：CPI 见顶，建筑股股价会提前见顶，国泰君安宏观组判断 2011 年 6 月 CPI 见顶，因此我们认为建筑股的顶部在 2011 年 4 月。11 年 6 月 CPI 见顶后，下半年 CPI 的走势为下行，CPI 下行的起始阶段，建筑股可能会呈现下行走势，当 CPI 下行到一定程度，国内政策开始放松，那么建筑股可能 CPI 下行的中间阶段反转向。在弱势局面下，半年报、3 季报较多公司可能会出现业绩增速不达预期的局面，因此需要关注业绩下滑带来的风险。因此，我们需要更多的是把握明确主题下的投资规模保障以及具有业绩支撑保障的上市公司标的。

重点方向包括：

- （1） 钢结构行业迎头向上阶段中，龙头企业业绩爆发。盈利模式转变与订单支撑保障近 2 年发展。重看精工钢构、鸿路钢构。
- （2） 水利建设十年 4 万亿投资，水电建设相应清洁能源使用占比提高。关注旱涝灾害下相关水利股表现。
- （3） 全国保障房建设在 11 年 8-10 月将进入开工高峰期，政策明确建设力度增强。重看多种模式探索中的中国建筑与上海本地保障房建设龙头企业上海建工。
- （4） 装饰园林行业步入股权激励新时代，业绩高增长态势有望延续，PE 相对 10 年已经较大回落。
- （5） 其他方面可以关注：国际工程延续探索，基建投资稳中发展；弱市行情下重组概念有望获得相对收入，关注相关概念股发展状况。

3.1.2. 重点公司盈利预测以及分季度预测汇总

我们的上市公司盈利预测列表根据我们构建的“十二五”主题性投资机会进行相关汇总而排列，包括节能减排、产业转型、保障民生、消费升级等主题。节能减排将主要体现在使用新型能源（水电）与采用低碳出行方式（地铁）；产业转型体现在产业转移造成的厂房建设与培育有国际竞争力的高端装备制造业；保障民生在建筑领域主要体现为保障房的大量建设和水利设施的完善；消费升级将主要体现在人民收入水平上升以后消费能力与消费需求的上升。

表 34：相关概念公司盈利预测与估值评级

主要概念	行业	上市公司	股价	EPS	PE	市值	评级
------	----	------	----	-----	----	----	----

请务必阅读正文之后的免责条款部分

45 of 49

十二五主题	具体板块			06-03	11	12	13	11	12	13	亿元	
节能减排	水电建设	水利工程	葛洲坝	10.25	0.59	0.80	1.04	17	13	10	357	增持
节能减排	地铁建设	地铁施工	隧道股份	10.62	0.96	1.09	1.25	11	10	8	78	谨慎增持
节能减排	地铁建设	水利工程	粤水电	10.73	0.32	0.43	0.59	34	25	18	36	谨慎增持
节能减排	地铁建设	铁路建设	中国中铁	4.09	0.43	0.52	0.65	9	8	6	871	谨慎增持
节能减排	地铁建设	地铁施工	宏润建设	10.92	0.84	1.20	1.49	13	9	7	49	增持
产业升级	产业转移	钢结构	精工钢构	10.87	0.63	0.90	1.26	17	12	9	63	增持
产业升级	高端装备制造	国际工程	中材国际	29.11	2.17	2.75	3.33	13	11	9	265	增持
产业升级	高端装备制造	冶金化工	东华科技	25.80	0.75	1.11	1.43	34	23	18	115	谨慎增持
产业升级	高端装备制造	冶金化工	中国化学	7.12	0.42	0.51	0.59	17	14	12	351	谨慎增持
产业升级	产业升级	房屋建筑	龙元建设	5.76	0.36	0.70		16	8	0	55	谨慎增持
保障民生	保障房	房屋建筑	上海建工	14.34	1.23	1.54	1.94	12	9	7	149	谨慎增持
保障民生	水利建设	水利工程	粤水电	10.73	0.32	0.43	0.59	34	25	18	36	谨慎增持
保障民生	水利建设	水利工程	安徽水利	11.83	0.81	1.04	1.25	15	11	9	40	谨慎增持
消费升级	装饰	装饰园林	金螳螂	37.31	1.35	2.04	2.87	28	18	13	179	谨慎增持
消费升级	装饰	装饰园林	亚厦股份	29.95	1.30	1.95	2.67	23	15	11	126	谨慎增持
消费升级	装饰	装饰园林	广田股份	29.49	1.18	1.72	2.40	25	17	12	94	谨慎增持
消费升级	装饰	装饰园林	洪涛股份	32.00	0.93	1.24	1.56	34	26	21	48	谨慎增持
消费升级	园林	装饰园林	棕榈园林	27.70	0.62	0.87	1.11	45	32	25	106	谨慎增持
消费升级	园林	装饰园林	东方园林	88.30	3.28	4.84	6.65	27	18	13	133	谨慎增持
资产重组	央企重组	水利工程	葛洲坝	10.25	0.59	0.80	1.04	17	13	10	357	增持
资产重组	地方国企	水利工程	粤水电	10.73	0.32	0.43	0.59	34	25	18	36	谨慎增持
资产重组	央企重组	国际工程	中材国际	29.11	2.17	2.75	3.33	13	11	9	265	增持
资产重组	央企重组	铁路建设	中国中铁	4.09	0.43	0.52	0.65	9	8	6	871	谨慎增持
资产重组	上海国资证券化	地铁施工	隧道股份	10.62	0.96	1.09	1.25	11	10	8	78	谨慎增持
资产重组	央企重组	国际工程	中工国际	26.00	1.03	1.40	1.84	25	19	14	115	增持
资产重组	央企重组	冶金化工	中国化学	7.12	0.42	0.51	0.59	17	14	12	351	谨慎增持
资产重组	央企重组	冶金化工	东华科技	25.80	0.75	1.11	1.43	34	23	18	115	谨慎增持
资产重组	地方国企	水利工程	安徽水利	11.83	0.81	1.04	1.25	15	11	9	40	谨慎增持
资产重组	上海国资证券化	房屋建筑	上海建工	14.34	1.23	1.54	1.94	12	9	7	149	谨慎增持
资产重组	央企重组	轻工制造	中国海诚	18.48	0.82		-	23			21	-
资产重组	央企重组	路桥施工	路桥建设	14.75	0.70	0.82		21.22	18.05	-	60	-
资产重组	央企重组	国际工程	北方国际	20.05	0.72	-	-	28	-		33	-
资产重组	央企重组	铁路建设	中铁二局	8.90	0.87	1.07	1.29	10	8	7	130	-
资产重组	地方国企	路桥施工	四川路桥	9.98	0.29	-	-	34	-	-	30	-
资产重组	上海国资证券化	路桥施工	浦东建设	15.43	1.37	1.89	1.15	11	8	13	53	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

注：未覆盖公司采用 wind 一致性预期

表 35：建筑企业分季度盈利预测

EPS (元)	2010A					2011E				
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
精工钢构	0.06	0.18	0.17	0.17	0.58	0.07	0.20	0.18	0.21	0.66
鸿路钢构	-	0.56	0.35	0.70	1.61	0.21	0.50	0.48	0.73	1.91
金螳螂	0.08	0.17	0.17	0.40	0.81	0.24	0.31	0.32	0.48	1.35
亚厦股份	0.10	0.15	0.14	0.23	0.62	0.15	0.33	0.34	0.48	1.30

广田股份	0.10	0.20	0.18	0.19	0.67	0.18	0.34	0.30	0.35	1.18
洪涛股份	0.14	0.09	0.21	0.21	0.65	0.16	0.18	0.29	0.30	0.93
东方园林	0.05	0.54	0.57	0.55	1.72	-0.06	1.09	1.10	1.15	3.28
棕榈园林	0.05	0.14	0.09	0.17	0.44	0.07	0.23	0.21	0.27	0.78
中国建筑	0.05	0.10	0.07	0.09	0.31	0.07	0.13	0.08	0.12	0.40
中国中铁	0.08	0.08	0.10	0.10	0.35	0.08	0.10	0.13	0.12	0.43
中国中冶	0.06	0.06	0.04	0.12	0.28	0.06	0.07	0.05	0.15	0.33
宏润建设	0.12	0.16	0.19	0.25	0.72	0.11	0.19	0.25	0.29	0.84
安徽水利	0.05	0.05	0.03	0.78	0.91	0.19	0.28	0.28	0.37	1.12
葛洲坝	0.09	0.10	0.08	0.11	0.39	0.12	0.16	0.13	0.17	0.61
粤水电	0.05	0.10	0.05	0.07	0.27	0.03	0.10	0.05	0.14	0.32
中材国际	0.35	0.48	0.41	0.63	1.88	0.48	0.66	0.57	0.88	2.60
中工国际	0.16	0.18	0.15	0.57	1.07	0.26	0.27	0.20	0.61	1.34
中国化学	0.06	0.07	0.07	0.14	0.34	0.06	0.09	0.11	0.17	0.42
中国铁建	0.11	0.16	-0.11	0.18	0.34	0.04	0.13	0.07	0.20	0.44
中铁二局	0.11	0.21	0.16	0.19	0.67	0.09	0.26	0.13	0.39	0.87
浦东建设	0.02	0.70	-0.00	-0.05	0.66	0.10	0.80	0.30	0.17	1.37
上海建工	0.08	0.32	0.29	0.19	0.88	0.15	0.45	0.40	0.27	1.23
隧道股份	0.12	0.25	0.13	0.26	0.75	0.10	0.32	0.23	0.32	0.96
东华科技	0.03	0.24	0.10	0.34	0.71	0.12	0.36	0.18	0.54	1.20
新疆城建	-0.01	0.09	0.08	0.10	0.27	-0.27	0.15	0.15	0.27	0.30
光正钢构	-0.01	0.07	0.05	0.01	0.12	0.01	0.08	0.07	0.02	0.17

数据来源：国泰君安证券研究，10、11 年 EPS 均按照最近股本计算

作者简介:**韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名, 2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

白晓兰 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110030026

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 复旦大学经济学硕士, CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所, 高级审计师。2009 年加入国泰君安证券。

张琨 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090085

电话: 021-38674754

邮箱: zhangkun008742@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 上海财经大学数量经济专业硕士, 2010 年加入国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		