

建筑施工行业 2011年下半年报告

评级：增持 维持评级

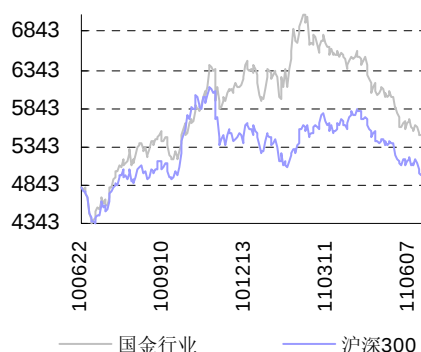
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

回款周期拉长对建筑企业影响有限

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	35.50
市场优化平均市盈率	22.57
国金建筑施工指数	5525.31
沪深 300 指数	2909.07
上证指数	2646.48
深证成指	11509.98
中小板指数	6071.12



投资建议

- **建筑装饰**：近期股价大幅下挫，主要反映了市场对于后续回款拖延、以及随之而来的收入、盈利预测下调的担忧；我们认为下半年“已签项目的拖延”有望在全社会的货币逐渐宽松中终结，装饰、园林行业的高成长性并未发生变化，目前股价表现正在反映对盈利和回款方面的担忧，已经进入了左侧投资区间，建议开始布局。
- **园林行业**：根据我们的调查情况，东方园林、棕榈园林目前的回款风险被资本市场放大，但是两个公司在风险管控、发展质量上确实有非常积极的变化，比如今年以来东方园林要求所有项目的回款都必须有所担保，再比如棕榈园林聊城 17 亿元大单所作的种种风险控制。建议买入棕榈园林、东方园林、铁汉生态。
- **钢结构行业**：仍然坚持行业观点，看好在新产品、新模式的探索上取得积极成果的龙头钢结构公司；其中鸿路的制造商模式是与总包合理分工、各自发挥比较优势的模式，可在短期之内取得快速增长，长期亦能向产业链的其他领域延伸，甚至向总包延伸。推荐买入：鸿路钢构、东南网架、精工钢构等。
- **保障房、水利建设后续政策值得期待**：我们认为保障房、水利建设不但作为解决实际问题的手段，同时也是对冲经济下滑风险的利器，在目前的货币与财政政策背景下，大力加强、切实落实保障房、水利建设有着不同寻常的意义。近日发改委制定的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》已下发到地方政府，明确允许投融资平台公司申请发行企业债券筹措资金，**就是鲜明的信号**；建议买入受益于以上两个方面的投资标的：中国建筑、中国中冶、上海建工，以及葛洲坝、安徽水利、粤水电等。
- **高速成长、回款较为确定，在调整中估值受到压缩的公司**：包括中材国际、中工国际等。中材国际经历了较大幅度的调整，我们要强调的是：目前估值就是历史底部，预计装备平台整合的效果在今年 4 季度开始显现，即使今年业绩增速只有 25%，2012 年仍能够对设备有所期待。中工国际 I-PMP 系统逐渐成熟，为大项目战略的实施提供了软条件，公司绝大部分项目都由出口信用保险公司提供担保，回款顺畅，资金充裕，增长或超预期。
- 此外，我们也十分看好煤化工行业规划带来的投资机会：推荐中国化学、东华科技等。

风险提示

- 经济硬着陆，全社会资金紧张状况持续时间超出预期。

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

内容目录

从实业角度看建筑企业的担忧点.....	4
新签订单仍在同比快速增长.....	4
预付款比例降低、回款放缓明显	4
已签订单的施工、回款周期可能拉长	5
回款周期拉长对企业的影响有限.....	6
建筑装饰—雄厚资金储备使公司收放自如	6
园林行业—高毛利使资金占用或好于预期	7
钢结构—看好龙头钢结构公司在盈利模式上的突破.....	8
对外工程承包—回款和业绩有着高度的确定性	8
大建筑股—基本面仍在悄然发生变化	10
从历史表现看建筑股投资机会	11
建筑股投资机会来源多样化.....	11
建筑行业下半年的投资机会	12

图表目录

图表 1: 中国建筑经营情况简析	4
图表 2: 中材国际今年公告订单总数已近 200 亿元	4
图表 3: 中工国际“大项目战略”促订单飞速增长.....	4
图表 4: 部分建筑企业新签订单的预付款比例下降.....	5
图表 5: 1 季度收现比整体偏弱	5
图表 6: 几个装饰公司应收+预付-应付-预收占收入比例.....	5
图表 7: 已签项目施工、回款周期将影响公司收入、回款情况.....	6
图表 8: 仅考虑应收款对流动资金占用情况下的资金需求（亿元）	6
图表 9: 考虑向供应商转移资金压力（以近三年中占款最大的年份为基准） ..	6
图表 10: 考虑只能向供应商转移部分资金压力	7
图表 11: 园林的毛利率普遍较高	7
图表 12: 园林流动资金占用或好于预期.....	7
图表 13: 棕榈园林向上游转移资金压力的能力突出	7
图表 14: 鸿路钢构年加工量快速上升（万吨）	8
图表 15: 鸿路经营模式可更好的利用行业生态环境.....	8
图表 16: 精工钢构超额收益与钢价指数关系图	8
图表 17: 精工钢构历史 PE 估值情况	8
图表 18: 我国 FDI inflows 在全球占比逐年下滑.....	9
图表 19: 印度 FDI inflows 增速快于我国	9
图表 20: 我国部分支持企业“走出去”政策.....	9
图表 21: 良好的管理与协调能力是中工国际的显著竞争优势	10

图表 22: 保障房建设的盈利模式多样化.....	10
图表 23: 城市综合开发模式带来持续性超值盈利空间	10
图表 24: 建筑板块子行业众多	11
图表 25: 中工国际超额收益情况	11
图表 26: 中材国际超额收益情况	11
图表 27: 金螳螂超额收益情况	11
图表 28: 精工钢构超额收益情况	11
图表 29: 中国化学超额收益情况	12
图表 30: 葛洲坝超额收益情况	12
图表 31: 中国中铁超额收益情况	12
图表 32: 中国建筑超额收益情况	12
图表 33: 重点公司估值表	13

从实业角度看建筑企业的担忧点

- 建筑类上市公司的分类有许多种，也包括多个子行业，在准备下半年投资策略的过程中，我们倾向于从实业调查的角度回顾过去、调查现在、预测未来。

新签订单仍在同比快速增长

- 从观察和调研的情况来看，不论上市、非上市公司，还是大建筑、小建筑公司 5 月份之前的每月新签订单都维持了快速增长的势头，企业普遍反映目前业主并不缺少投资项目；随着时间推移，资金逐渐开始紧张，部分企业自 5 月中下旬之后的订单增长显著放缓。

图表1：中国建筑经营情况简析

中国建筑经营情况	累计同比增长					单月同比增长				
一、建筑业务情况	1月	2月	3月	4月	5月	1月	2月	3月	4月	5月
新签合同额	81.40%	98.00%	95.00%	88.50%	65.50%	81.40%	110.14%	91.04%	69.66%	-4.16%
施工面积	45.20%	44.10%	45.20%	45.60%	43.50%	45.20%	21.83%	57.41%	51.39%	0.21%
新开工面积	46.40%	50.00%	45.60%	45.90%	42.20%	46.40%	58.79%	41.21%	46.59%	27.87%
竣工面积	32.30%	6.40%	-0.50%	-4.80%	2.50%	32.30%	-62.31%	-3.05%	-15.95%	72.54%
二、地产业务情况										
销售额	91.80%	76.20%	43.30%	48.30%	79.20%	91.80%	52.88%	10.38%	61.47%	244.34%
销售面积	73.00%	64.60%	36.20%	23.20%	29.70%	73.00%	49.21%	6.92%	-7.94%	53.16%

来源：公司公告 国金证券研究所

- 大型建筑企业（如中国建筑、中国中冶、中国中铁、中国铁建等）往往处于建筑产业链的前端，对于业主的投资意愿、资金状况相对更敏感，从上面中国建筑的经营状况表可以看出，新签合同额在 5 月份同比转负，但是销售数据仍然未现显著下滑态势；对于装饰、园林、钢结构等处于建筑产业链后端的企业而言，订单仍然大幅增长。
- 对外工程承包（如中材国际、中工国际等）企业的订单增长十分明显，从中材国际、中工国际今年以来的订单公告来看，企业在国际市场的竞争力进一步增强。

图表2：中材国际今年公告订单总数已近 200 亿元

公告日期	业主方	金额
2011-5-27	马来西亚NSC 公司	207,500,000 美元 +27,000,000 欧元
2011-4-14	尼日利亚Dangote Cement Plc 等	1,426,228,358 美元
2011-3-29	海德堡水泥集团Scancem International DA 多哥子公司	149,199,090 美元 +8,200,000 欧元
2011-3-23	云维保山有机化工有限公司	53000 万元
2011-3-18	哈密天山水泥有限责任公司	53967 万元
2011-1-26	关联交易	约753575.3 万元

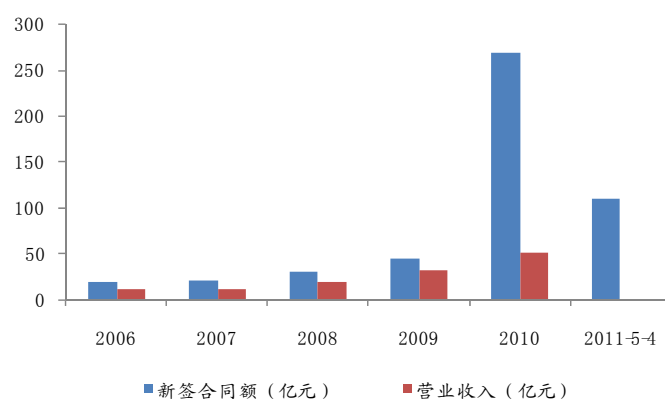
来源：公司公告 国金证券研究所

注：中材国际 1 月 26 日公告的关联交易额为全年预测值；中工国际截至 5 月 4 日公告订单约 110 亿元，为 2010 年营收的 217.63%。

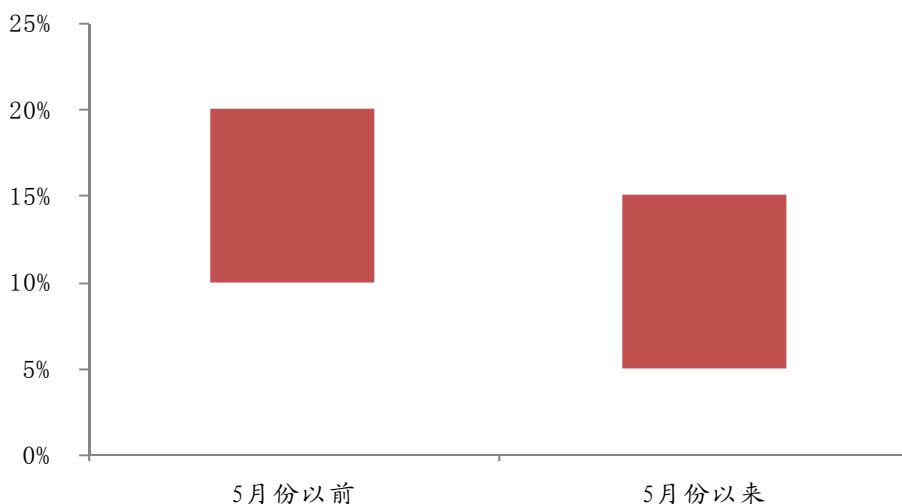
预付款比例降低、回款放缓明显

- 调查显示，大部分企业自 5 月始，新签订单的预付款比例有所下滑，这从侧面反映了业主的资金紧张状况；同时工程款也略有放缓。

图表3：中工国际“大项目战略”促订单飞速增长



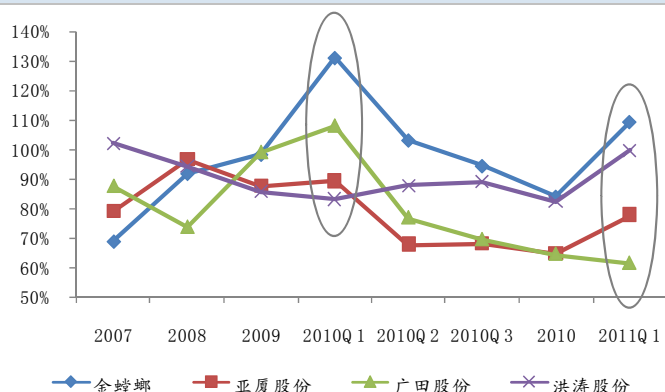
图表4：部分建筑企业新签订单的预付款比例下降



来源：调研资料 国金证券研究所

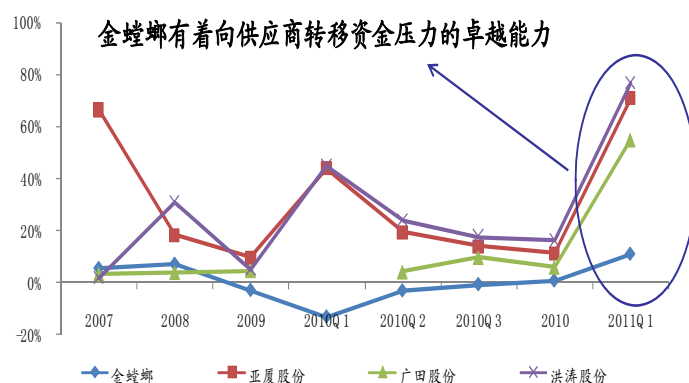
- 事实上对 1 季度的数据分析显示，装饰公司的以应收+预付-应付-预收来刻画流动资金占用的指标有所恶化。

图表5：1 季度收现比整体偏弱



来源：公司财务数据 国金证券研究所

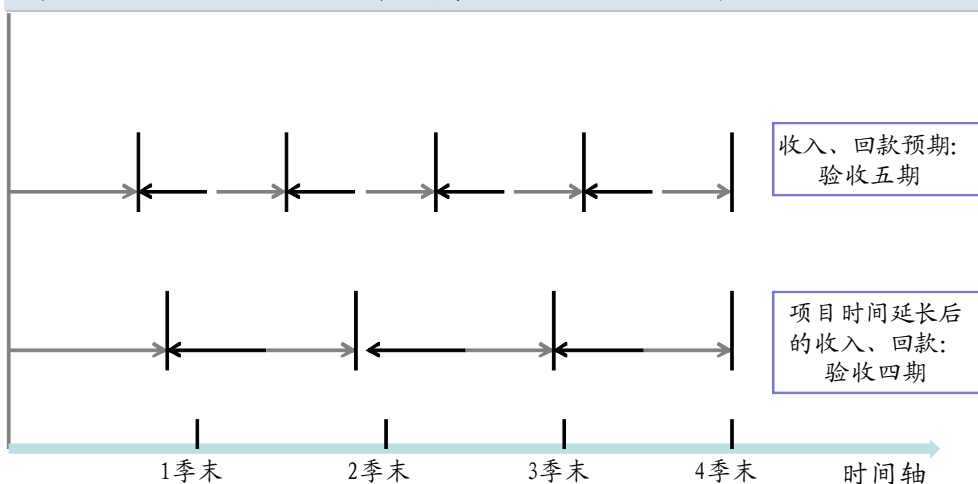
图表6：几个装饰公司应收+预付-应付-预收占收入比例



已签订单的施工、回款周期可能拉长

- 尽管在合同中对于结算、回款通常有着严格的规定，但在实际操作中腾挪的余地非常大，比如以工程细节、质量、节点等为理由造成的人为的工程验收拖延。这将使得施工工期、结算周期、回款周期出现超预期的拖延，而这个也是建筑企业的“后周期”特点的主要原因。

图表7：已签项目施工、回款周期将影响公司收入、回款情况



来源：国金证券研究所

回款周期拉长对企业的影响有限

- 如上所述，已签订单施工、回款周期的变化，将影响建筑企业的收入增速与现金回流情况，从而改变市场对于企业后续经营状况的预期；我们依此做了简单测算，周期拉长对于企业影响不大。

建筑装饰—雄厚资金储备使公司收放自如

- 建筑装饰板块中，除金螳螂上市时间较早，其他几个企业都是近年上市，超募资金储备雄厚。
- 通过对应收款（包括其他应收款）对流动资金占用情况下的资金需求考察，分析了资金占用的简单情况，从历史数据来看，广田股份资金储备所能保障的后端收入增长最为可观。

图表8：仅考虑应收款对流动资金占用情况下的资金需求（亿元）

2011资金需求测算1	近三年应收平均占收入比重	收入增长30%	收入增长50%	收入增长80%	收入增长100%	2010年末现金情况
金螳螂	36.83%	7.34	12.23	19.56	24.45	5.74
亚厦股份	52.90%	7.12	11.87	18.99	23.74	18.49
广田股份	26.62%	3.35	5.59	8.94	11.18	22.36
洪涛股份	58.00%	2.62	4.37	7.00	8.75	8.03

来源：公司财务报告 国金证券研究所

注：此处的应收款包括其他应收款

- 考虑到企业会将资金压力向上游传导，将这一考虑加入分析，如下图所示，几个企业目前资金都足以支撑 2011 年 100%以上的收入增速。前面提到过，金螳螂向供应商转移资金压力的能力相对较强，因此目前公司资金储备实现预期的增长问题不大。

图表9：考虑向供应商转移资金压力（以近三年中占款最大的年份为基准）

2011资金需求测算2	近三年应收+预付-应付-预收占收入比例最大的年份	近三年应收+预付-应付-预收占收入比例最大的数额	收入增长30%	收入增长50%	收入增长80%	收入增长100%	2010年末现金情况
金螳螂	2008	7.11%	1.42	2.36	3.78	4.72	5.74
亚厦股份	2008	18.15%	2.44	4.07	6.52	8.15	18.49
广田股份	2010	5.73%	0.72	1.20	1.92	2.40	22.36
洪涛股份	2008	30.92%	1.40	2.33	3.73	4.66	8.03

来源：公司财务数据 国金证券研究所

- 在实际经营中，企业不可能将资金压力全部转移给上游，考虑到这一点，我们分析了向供应商转移部分资金压力的情况，

图表10：考虑只能向供应商转移部分资金压力

2011资金需求测算3	应收+预付-应付-预收占收入比例	收入增长30%	收入增长50%	收入增长80%	收入增长100%	2010年末现金情况
金螳螂	10%	1.99	3.32	5.31	6.64	5.74
亚厦股份	25%	3.37	5.61	8.98	11.22	18.49
广田股份	10%	1.26	2.10	3.36	4.20	22.36
洪涛股份	35%	1.58	2.64	4.22	5.28	8.03

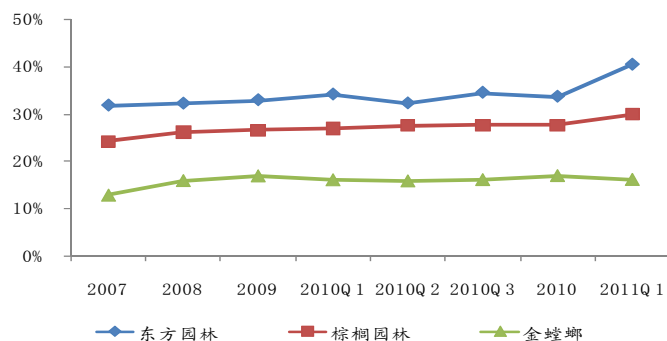
来源：公司财务数据 国金证券研究所

- 综上，我们逐步深入地分析了装饰企业流动资金占用情况，由图 10 可以看出，由于上下游的资金链传导，实现预期增长所需要的增量资金并不多。但是上述分析并未考虑业主主动放缓工程施工、回款周期的情况。

园林行业—高毛利使资金占用或好于预期

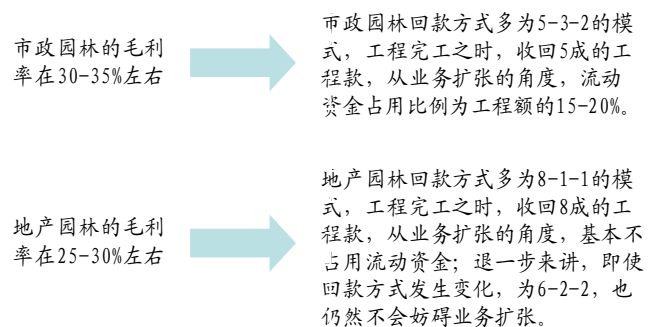
- 园林行业也是需要占用流动资金的行业，但是从已签合同施工周期拉长的角度来看，流动资金占用或将好于预期，以市政园林为例，毛利率达到 30-35%，而回款方式多为 5-3-2 的模式，因此在工程完工之时，流动资金占用的比例为工程额的 15%-20%。

图表11：园林的毛利率普遍较高



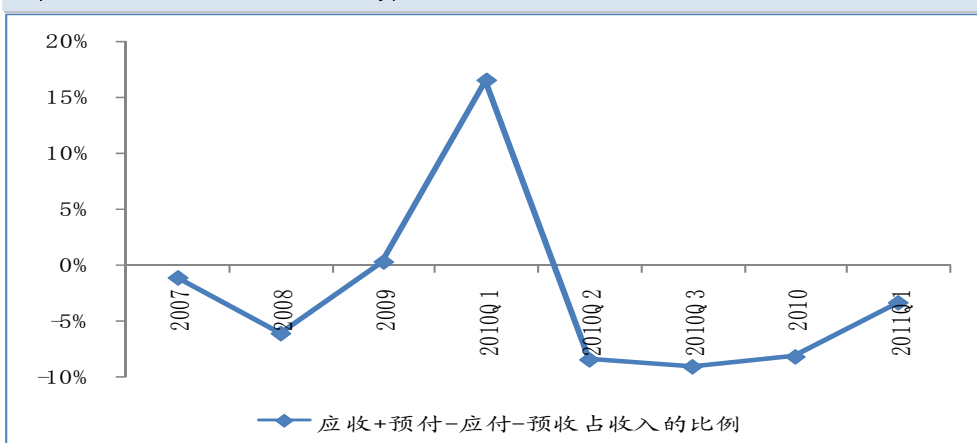
来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表12：园林流动资金占用或好于预期



- 东方园林基本面的积极变化：市政业务的回款速率是资本市场对东方园林的主要担忧之一，据了解，自今年始，公司所有的合同都会要求业主以一定的担保物来保障回款，目前资本市场表现已经反映了对回款的担忧。
- 棕榈园林在流动资金占用方面的主动管理：以 17 亿元聊城订单为例，整个项目分为 6 期滚动开发，6-2-2 的付款方式，可以实现很好的事前、事中、事后的风险控制；而且采用了第三方担保的方式来保障回款。

图表13：棕榈园林向上游转移资金压力的能力突出



来源：公司财务报告 国金证券研究所