

水利、保障房、钢结构引领新一轮投资，大浪淘沙选金股

中性 维持评级

核心观点：

● 上一轮投资计划渐远，行业增长略现隐忧

随着上一轮政府投资计划的退出，固定资产投资增速趋缓；而新开工计划 总投资增速仍在低位水平、中央项目投资负增长，给建筑行业的增长带来一丝隐忧。

● 新一轮中央投资，由交通建设转向民生工程

2011 年，保障性住房开工 1000 万套，总投资 1.4 万亿；水利建设投资 4000 亿。

随着“四万亿”水利投资、1000 万套保障性住房建设等计划的出台，中央投资逐渐由交通建设领域转向民生工程。

● 产业化发展加速，钢结构住宅前景广阔

我们假设未来 5 年我国年均房屋竣工面积为 20 亿平米，钢结构住宅占房屋建筑总面积的 7%，“十二五”期间钢结构住宅的用钢量将达到 3500 万吨。

● 海外承包工程市场回暖，风险防范成为首要任务

2011 年 1-5 月，我国对外承包工程实现新签合同额 559.8 亿美元，同比增长 23.2%，显示出全球逐渐走出金融危机影响，全球建筑市场逐渐复苏，新兴市场基建投资开始活跃；而地区性政治风险、汇率和价格风险等因素的叠加，考验着成长中的中国承包商。

● 行业评级及投资主线

目前，A 股建筑行业 2011-2013 年的市盈率为 24 倍、18 倍、14 倍，我们维持对行业“中性”的投资评级。

投资主题：（1）看好受益政府投资的保障房建设和水利水电建设（2）正处在高速增长阶段的建筑钢结构、园林建设行业值得期待（3）项目数量明显增加，煤化工建设行业景气度明显提高。

分析师

郝飞飞

✉: haofeifei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8843

执业证书编号: S0130511060002

相关研究

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS (元)			PE (X)			11-13EPS	ROE2010
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	复合增长率	
中国中冶	601618	3.94	0.35	0.42	0.55	11.26	9.38	25.36%	12.7%
东华科技	002140	8.68	0.33	0.45	0.6	26.30	19.29	34.84%	12.19%
杭萧钢构	600477	26.82	0.75	1.11	1.56	35.76	24.16	44.22%	25.24%

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

建筑业是实现固定资产投资的行业，投资是建筑业的直接驱动力量。

2011 年 1-4 月，新开工项目计划投资总额同比下降 1.1%；中央施工项目计划投资总额同比增长仅为 2.6%

“十二五”交通建设投资 6.2 万亿，年均 1.24 万亿，低于 2010 年 1.32 万亿的水平。

“十二五”期间，铁路投资计划为 2.8 万亿，年均基建投资 5600 亿，低于 2009-2010 年的 6000-7000 亿的水平。

2011 年保障性住房开工 1000 万套，总投资 1.4 万亿；水利投资翻倍，达到 4000 亿。

根据建筑钢结构行业“十二五”规划的发展目标，未来五年钢结构住宅建设将占到房屋总建筑面积 15% 左右。我们假设未来 5 年我国年均房屋竣工面积为 20 亿平米，钢结构住宅占房屋建筑总面积的 7%， “十二五”期间钢结构住宅的用钢量将达到 3500 万吨。

我们与市场不同的观点:

市场有两种截然不同的观点。一种观点是，投资增速放缓趋势十分明显，基建投资的下降将使行业面临增长危机；另一种观点认为，“四万亿”水利大投资和五年 3600 万套保障性住房建设目标超过预期，我国将迎来新一轮建设高峰。

我们认为，降低对投资拉动经济增长的依赖是大势所趋。本轮中央投资出台的目的与上一轮具有明显差异，上一轮基建大投资是短期的经济性刺激政策，而本轮大投资源于保障性住房和水利建设的明显滞后和不足，过于悲观和乐观都是不明智的。

估值与投资建议:

目前，A 股建筑行业 2011-2013 年的市盈率为 24 倍、18 倍、14 倍，高于国际建筑行估值水平的均值。结合行业估值水平和行业景气状况，我们维持对行业“中性”的投资评级。

我们认为，2011 年下半年在行业整体中性评级的背景下，建筑行业虽难有表现机会，但个股表现将强于上半年。

投资主题: (1) 看好受益政府投资的保障房建设和水利水电建设; (2) 正处在高速增长阶段的建筑钢结构、园林建设行业值得期待; (3) 项目数量明显增加，煤化工建设行业景气度明显提高。

行业表现的催化剂:

新一轮投资计划的实施速度超预期，投资增速保持高位。

主要风险因素:

- 1、新增建设项目数量继续下降，投资增速持续下滑。
- 2、原材料和劳动力成本短期内快速上涨，不利于建筑企业毛利率的提升。
- 3、海外承包工程市场的政治风险、经济风险。

目 录

一、上一轮投资计划渐远，行业增长略现隐忧.....	1
（一）政府投资计划驱动上一轮建筑业发展.....	1
（二）投资增速放缓，行业增长现隐忧.....	2
二、新一轮中央投资，由交通建设转向民生工程.....	3
（一）“大交通”建设，逐渐驶离快车道.....	3
（二）保障性住房、水利水电等民生工程是新一轮投资的重点.....	6
三、产业化发展加速，建筑钢结构行业发展渐入佳境.....	7
（一）与传统建筑相比，钢结构建筑优势明显.....	7
（二）我国钢结构建筑占比较低，行业前景广阔.....	7
（三）钢结构住宅是未来行业的主要增长点.....	7
四、海外承包工程市场回暖，风险防范成为首要任务.....	10
五、行业评级及投资主线.....	11
（一）行业估值与评级.....	11
（二）行业投资主线.....	14
六、主要风险因素.....	16
七、重点公司.....	17
东华科技：煤化工建设景气提升，公司业绩增长动力强.....	17
插图目录.....	20
表格目录.....	20

一、上一轮投资计划渐远，行业增长略现隐忧

(一) 政府投资计划驱动上一轮建筑业发展

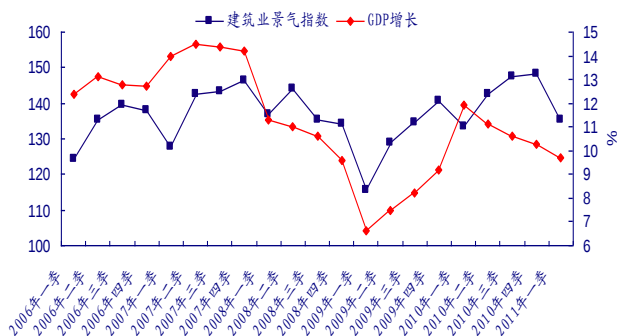
我们从以下 4 张图，回首上一轮建筑行业表现：

1、2008 年 3 季度末，“四万亿”投资计划出台，固定资产投资增速在 08 年四季度略有下降；随着投资计划的实施，2009 年上半年，投资增速达到 33.6%的阶段高点。

2、建筑业景气指数在 2009 年一季度达到阶段低点，滞后投资增速一个季度；建筑业景气指数在 2010 年四季度达到顶点，同样滞后投资数据一个季度。

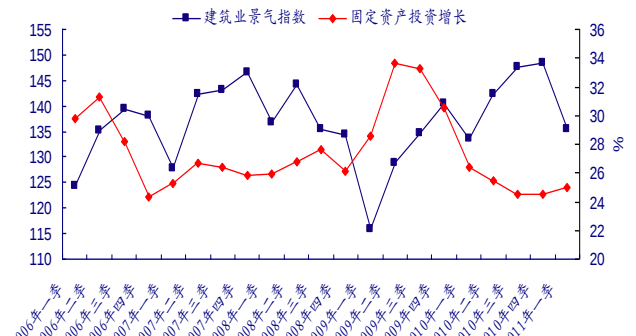
2011 年一季度，建筑业景气指数高位回落，对建筑业未来景气的判断取决于对投资增速的判断。

图 1：建筑业景气指数高位回落



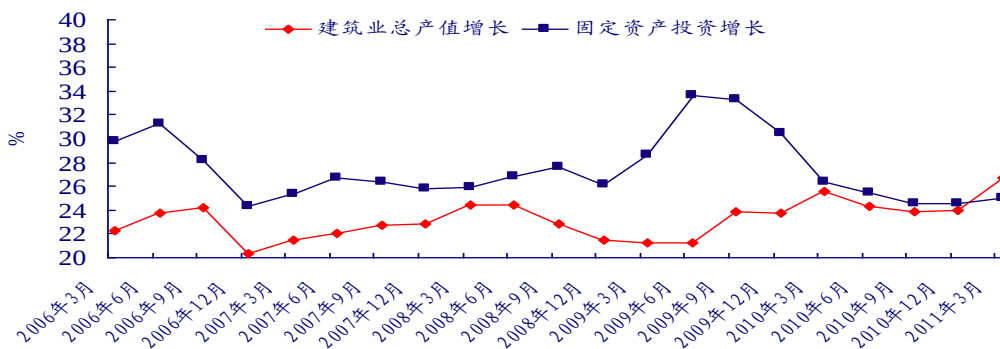
资料来源：WIND 资讯 中国银河证券研究部

图 2：2009 年上半年投资增速达到顶点



资料来源：WIND 资讯 中国银河证券研究部

图 3：固定资产投资增长和建筑业总产值增长



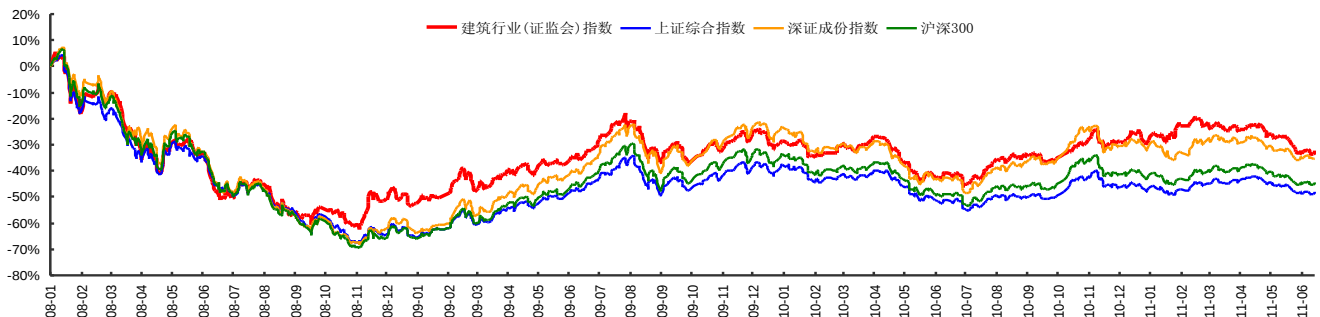
资料来源：WIND 资讯 中国银河证券研究部

3、从市场层面来看，建筑行业指数（883005）自 2008 年以来强于上证指数。在投资政策的支持下，建筑行业表现明显超越大盘。

市场认为，政府“大投资”计划的出台可以使建筑业成为在全球金融危机下独善其身的行业。因此，在“大投资”计划出台的初期（2008 年 4 季度到 2009 年上半年），建筑业的表现

明显超越整体市场。

图 4: 建筑行业在 2008 年 4 季度明显强于市场



资料来源: WIND 资讯 中国银河证券研究部

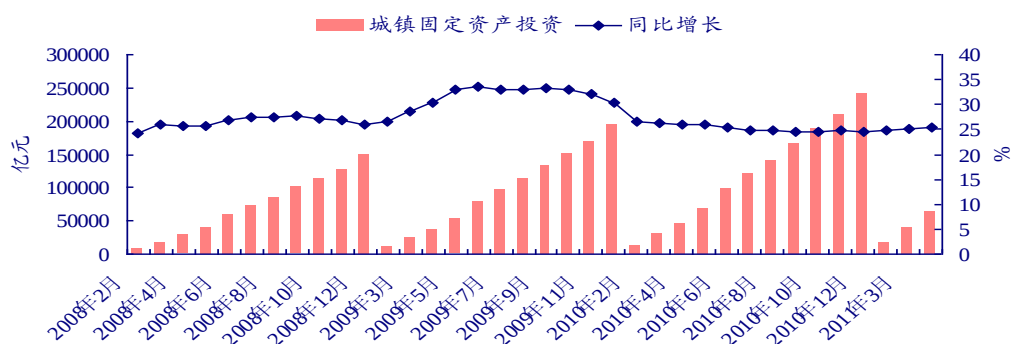
随着“十大产业振兴规划”的出台,使其他行业逐渐走出金融危机的阴影,建筑业逐渐失去比价优势。经历了短暂的“狂喜”后,市场也逐渐意识到“大投资”仅是“保增长”的调控手段,而建筑业是实施投资的工具,行业的受益仅限于“大投资”期间。市场逐渐开始担心当前的“大投资”是“花今天的钱,做明天的事”,是对未来投资计划的透支,因此建筑行业的整体估值进入下行轨道。

我们认为,建筑行业是周期性行业。作为实施投资的工具,建筑行业的周期也受到宏观经济政策的影响;宏观经济政策可以使建筑业的周期发生变化(如延后原有的周期),但无法改变行业的周期性。化工建设、水泥建设、房地产建设等细分建设行业的周期由下游市场所处的周期决定。

(二) 投资增速放缓,行业增长现隐忧

正如前面的图表所示,2011 年一季度建筑业景气指数高位回落;而固定资产投资增速也自 2009 年 6 月以来持续下降(剔除价格因素,投资增速下降更为明显)。

图 5: 1-4 月固定资产投资增长 24.5%



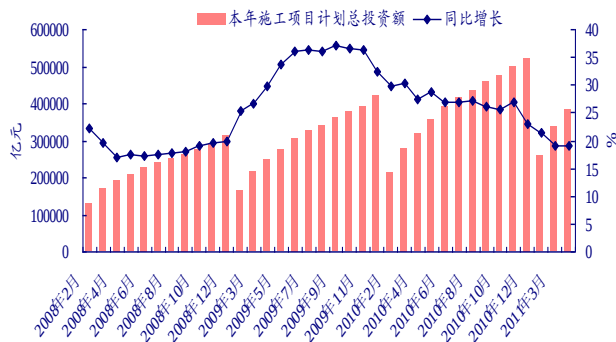
资料来源: 国家统计局

我们从**施工项目/新开工项目计划投资**和**中央项目/地方项目计划投资**两个细分角度来看: 2011 年 1-4 月,施工项目计划投资总额为 385,096 亿元,同比增长 19.1%,增速略有提升;而

新开工项目计划投资总额为 53,389.3 亿元，同比下降 1.1%，增速明显回落。

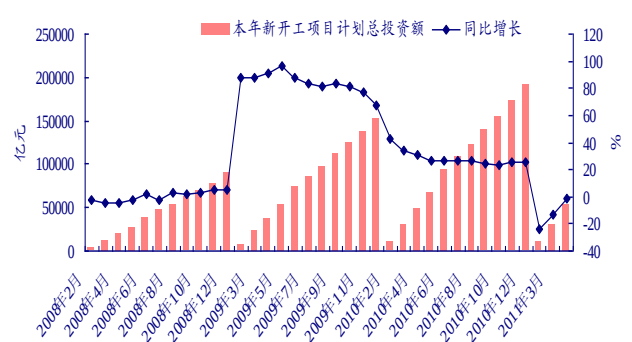
2011 年 1-4 月，中央施工项目计划投资总额为 4123.49 亿元，同比增长仅为 2.6%；地方施工项目计划投资总额为 58592.74 亿元，同比增长 27.4%，仍保持在高位。

图 6：1-4 月施工项目计划投资总额增长 19.1%



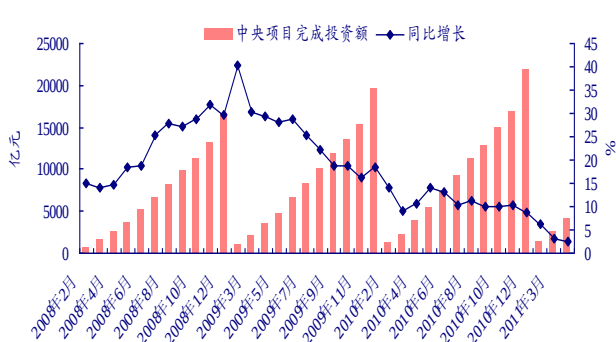
资料来源：国家统计局

图 7：1-4 月新开工项目计划投资总额下降 1.1%



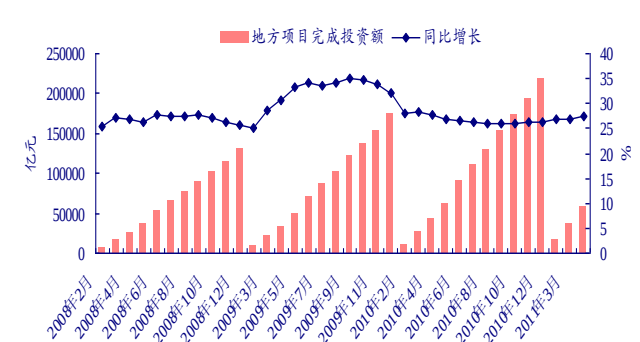
资料来源：国家统计局

图 8：1-4 月中央项目投资增长 2.6%



资料来源：国家统计局

图 9：1-4 月地方项目投资增长 27.4%



资料来源：国家统计局

总体来看，随着上一轮政府投资计划的退出，固定资产投资增速趋缓；而新开工计划总投资增速仍在低位水平、中央项目投资负增长，给建筑行业的增长带来一丝隐忧。

二、新一轮中央投资，由交通建设转向民生工程

根据铁道部和交通部公布的最新规划显示，在“十二五”期间公路、铁路等基建市场的投资规模虽然较“十一五”期间均有较大的增长，但年均投资均低于 2009-2010 年的水平。

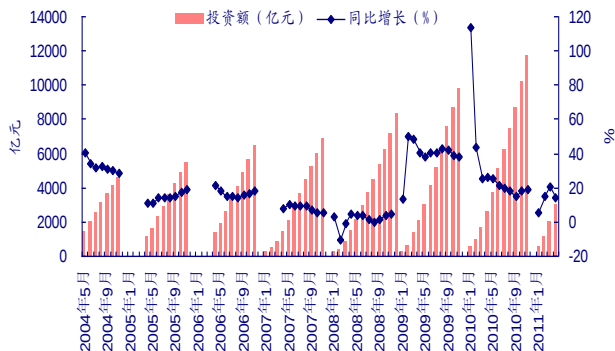
虽然“大交通”建设呈现减速趋势，但随着“四万亿”水利投资、1000 万套保障性住房建设等计划的出台，中央投资逐渐由交通基础设施领域转向民生工程领域。

（一）“大交通”建设，逐渐驶离快车道

1、“十二五”期间交通投资增长 31.9%，年均投资低于 2010 年水平

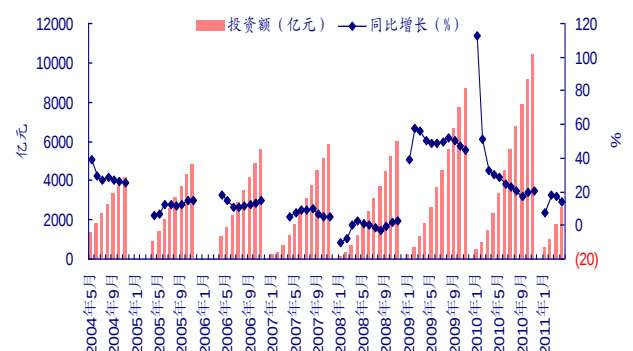
2011 年 1-4 月，交通运输部门完成固定资产投资 3015.1 亿元，同比增长 14.5%；仅为去年同期增速 26.1%的一半左右。

图 10: 1-4 月交通固定资产投资增长 14.5%



资料来源：交通部 中国银河证券研究部

图 11: 1-4 月公路建设投资增长 13.0%

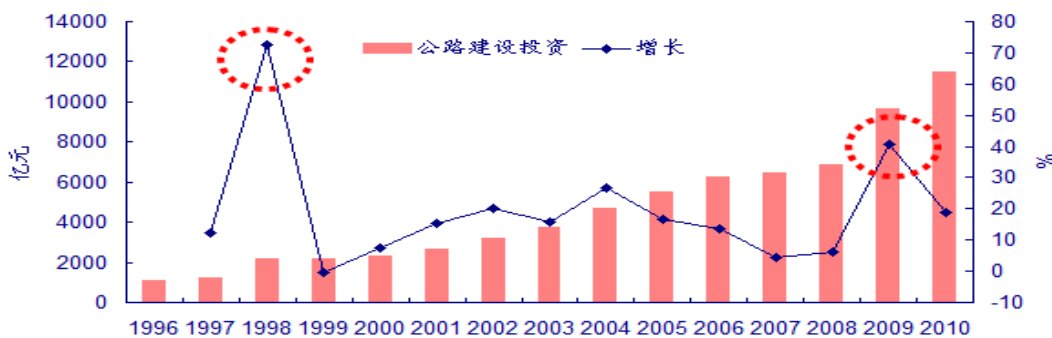


资料来源：交通部 中国银河证券研究部

公路投资占交通投资（仅包括公路、水运投资）的 85%以上，我们以从公路投资视角来看交通建设行业发展。

1997 年亚洲经济危机和 2008 年全球金融危机的时候，公路建设都成为“保增长”的重要力量。图表显示，1998 年和 2009 年都成为公路建设投资增速最高的年份，公路投资“十年”一个周期，投资增速随之逐年下降。

图 12: 公路投资十年一轮回



资料来源：交通运输部 中国银河证券研究部

近期，交通“十二五”规划出台。规划显示，未来五年我国交通基本建设投资总规模约 6.2 万亿元，比“十一五”期间总投资增长 31.9%。2010 年，我国公路等交通建设实现投资 1.32 万亿元，这就意味着未来 5 年交通年均投资将低于 2010 年的水平。

表 1: “十二五”目标与“十一五”期间对比

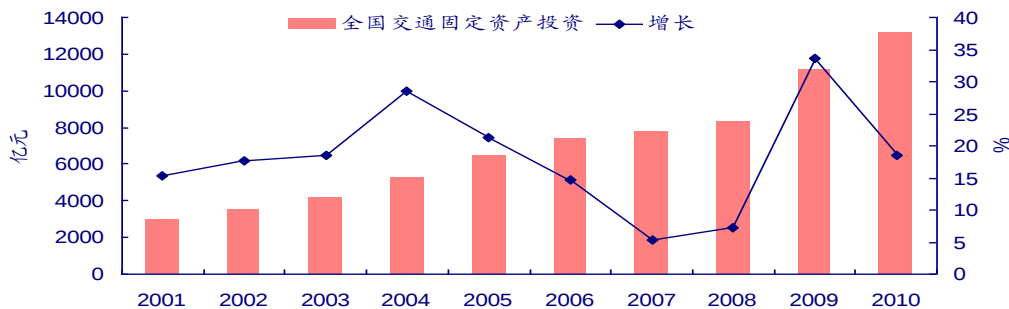
	交通投资 (亿元)	增长 (%)	公路里程 (万公里)	高速公路里程 (万公里)
十五	22354.61		十一五	66.3
十一五	47851.64	114.1	十二五	49.18
十二五	6.2 万亿	31.9	增量	-17.1
				4.18

资料来源：交通运输部 中国银河证券研究部整理

交通“十二五”规划提出，到“十二五”，我国公路总里程达到 450 万公里，国家高速公路网基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里。

与“十一五”期间的公路建设相比，交通“十二五”规划的公路建设总里程目标低于“十一五”公路实际完成值，但高速公路建设目标高于预期。

图 13: 2010 年交通固定资产投资 1.32 万亿，增长 18.6%



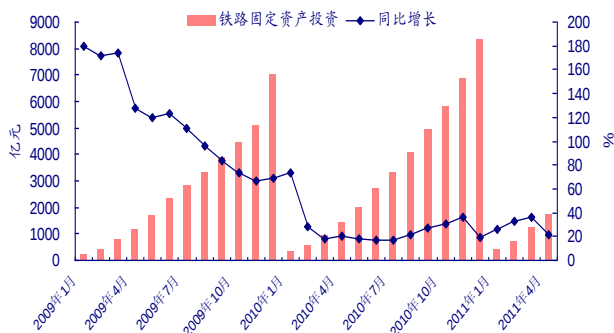
资料来源：交通运输部

2、“十二五”期间铁路年均投资 5600 亿，2011 年铁路投资缩减 1000 亿

2011 年 1-4 月，铁路部门完成固定资产投资 1732.7 亿元，同比增长 22%；实现铁路基本建设投资 1562.2 亿元，同比增长 25.7%，与上月将近 40% 的增长相比，增速下降明显。

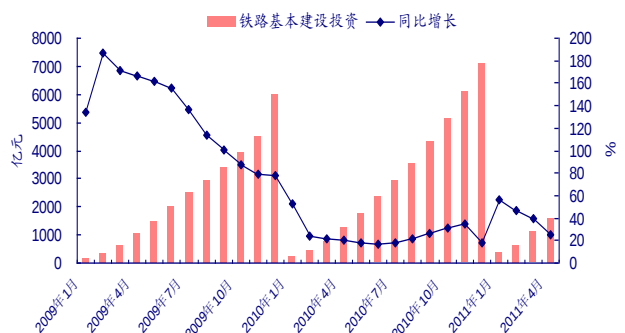
4 月份，铁路部门完成固定资产投资 516.57 亿元，同比增长-2.54%，环比增长 1.69%；铁路基本建设完成投资 472.07 亿元，同比增长 2.03%，环比增长 4.92 %。

图 14: 1-4 月铁路固定资产投资增长 22%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部

图 15: 1-4 月铁路基本建设投资增长 25.7%

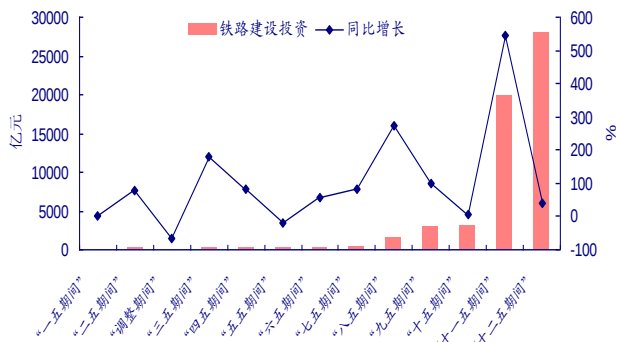


资料来源：铁道部 中国银河证券研究部

铁道部确定的 2011 年铁路投资规模为 7455 亿元；其中，基本建设投资规模 6000 亿元，与去年相比减少 1000 亿。这就意味着，2011 年铁路固定资产投资将下降 11.53%，铁路建设投资下降 15.19%。

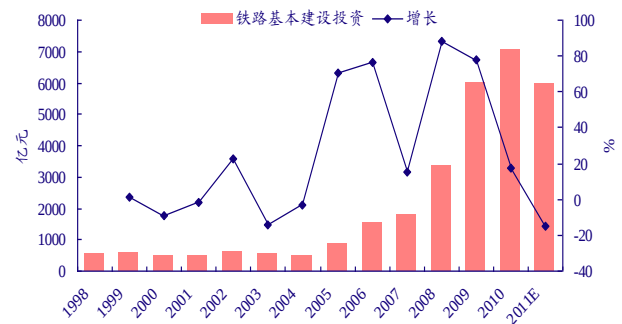
在“十二五”期间，铁路部门计划安排 2.8 万亿的投资计划，较“十一五”期间增长 41.43%，年均投资约 5600 亿，低于 2009-2010 年的 6000-7000 亿的水平。

图 16: “十二五”铁路建设投资增长 41.43%



资料来源: 铁道部 中国银河证券研究部

图 17: 2011 年铁路建设投资下降 15.19%



资料来源: 铁道部 中国银河证券研究部

（二）保障性住房、水利水电等民生工程是新一轮投资的重点

1、2011 年保障性住房开工 1000 万套，总投资 1.4 万亿

2010 年，全国各类保障性住房和棚户区改造住房开工 590 万套，基本建成 370 万套；农村危房改造开工 136 万户，基本竣工 108 万户。2010 年，中央财政实际下达保障性安居工程补助资金达到 811 亿元。

2011 年，我国计划建设保障性住房 1000 万套，相比于 2010 年的 590 万套，增长 70%。据测算，1000 万套保障性住房需要 1.3 万亿至 1.4 万亿元资金，约占全国房地产投资的 20%。

为保证实现开工 1000 万套的目标，住房和城乡建设部代表保障性安居工程协调小组与各省级人民政府签订了目标责任书。今年 4 月，国务院办公厅组织 8 个督查组对 16 个省市保障性安居工程建设进展情况进行了检查。

住建部表示，各地的保障房项目必须在 11 月末以前全部开工；其中，主体结构完工的要占到 1/3 以上；而上年结转的项目也要加快建设进度，确保年内基本建成 400 万套以上。

截至 2011 年 5 月底，在各地、各部门的共同努力下，全国城镇保障性住房和各类棚户区改造住房已开工 340 万套，占计划的 34%。

“十二五”期间，我国将建设 3600 万套保障性住房，涉及投资总额约在 4.5 万亿以上。

2、未来十年水利投资“四万亿”，2011 年水利投资 4000 亿

2011 年《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》出台。文件指出，要建立水利投入稳定增长机制，多渠道筹集资金，力争通过 5 年到 10 年努力，从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。

按照中央一号文件的要求，力争今后十年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。2010 年我国水利投资是 2000 亿元，高出一倍就是 4000 亿元，未来 10 年水利投资将高达 4 万亿元。

经初步测算，“十二五”期间，全国水利建设总投资规模约 2 万亿元，其中中央投资 1 万亿元左右。

三、产业化发展加速，建筑钢结构行业发展渐入佳境

1996 年，在钢产量超过 1 亿吨后，建设部编制了《1996-2010 年建筑技术政策》提出要合理使用钢材，发展钢结构、开发钢结构制造和安装施工新技术。

进入 21 世纪，随着工业化和城镇化的发展，建筑钢结构行业迎来了发展的春天。2000 年 5 月，全国建筑钢结构技术发展研讨会提出“2005”和“2010”年建筑钢结构用材分别达到全国钢材总产量的 3%和 6%的目标。

（一）与传统建筑相比，钢结构建筑优势明显

钢结构建筑与传统建筑方式相比，具有自重轻、抗震性能好、施工周期短、循环利用率高、环境污染少、具备工业化生产条件等优点。

1、自重轻。钢结构住宅高层建筑自重约为 900-1000kg/m²，传统混凝土约为 1500-1800 kg/m²，钢结构建筑的自重低于传统建筑 30-40%。

2、抗震性好。钢结构有较好的延性，抗震性能好。在高烈度地震区，有设防要求的高层建筑，若自重减轻一半，相当于降低抗震设防度一度。

3、工业化生产，施工周期短。钢结构的构件在工厂生产，其安装容易。相比传统建筑，现场施工的工作量较低，施工周期较短。

4、节能环保、循环利用率高。钢结构建筑大量采用干式作业取代湿法作业，现场施工的作业量大幅减少，污染排放也明显减少（一般节材率 20%以上，节水率 60%以上）。当建筑物拆除时，钢结构主体结构材料回收率在 90%以上，较传统混凝土垃圾排放量减少约 60%。

（二）我国钢结构建筑占比较低，行业前景广阔

目前，美国和日本的钢结构建筑分别占国内建筑总量的 45%和 67%，而在我国这个指标仅为 2%-3%。

2010 年，我国钢产量达 6.27 亿吨。根据中国建筑金属结构协会测算，2010 年钢结构行业对钢材的需求量约在 2500 万吨-2800 万吨。

2010 年，建筑钢结构需求占全国钢产量的比例低于 4.5%，低于“十一五”期间 6%的规划目标，与发达国家普遍 10%的比例仍有不小的差距，建筑钢结构市场前景广阔。

钢结构建筑可以实现更大的跨度，大量的厂房采用轻钢结构，带动轻钢产品的市场认可度和普及水平的提高。超高层建筑、大跨度公共设施目前基本上都是采用钢结构形式。因此，轻钢结构和空间钢结构行业的增长将伴随着经济发展和城镇化建设实现同步增长。

（三）钢结构住宅是未来行业的主要增长点

钢结构住宅抗震性能好、节能降耗，提高了房屋的品质和业主的生活质量；而工业化的生产模式，将逐渐降低钢结构住宅的造价，将加快钢结构住宅产业的发展。目前，钢结构住宅的

发展已具备了较好的物质和技术基础，我国钢结构住宅产业将进入一个新的发展阶段。

1、全生命周期环保、节能、降耗，钢结构住宅快速发展是大势所趋

相关统计表明，全世界 40% 的二氧化碳排放量是由建筑物能耗引起的。根据住房和城乡建设部统计，我国建筑垃圾数量已占到城市垃圾总量的 30%-40%。目前，推广绿色建筑、推进建筑行业节能减排已成为全世界的共识。

2009 年，温家宝总理在哥本哈根气候变化领导人会议上承诺，到 2020 年，中国单位 GDP 排放的二氧化碳要比 2005 年下降 40%~45%。同年，建设部要求全国新建建筑施工阶段执行节能强制性标准的比例达要到 90% 以上，推动有条件的城市执行新建建筑 65% 的节能标准。

2011 年 5 月，财政部、住房和城乡建设部联合下发了《关于进一步推进公共建筑节能工作的通知》，通知指出在“十二五”期间，我国争取实现公共建筑单位面积能耗降低 10%，其中大型公共建筑单位面积能耗降低 15%。

相对于传统建筑，钢结构住宅在“生产、安装、使用、回收”整个生命周期中，都实现了节能和环保要求。

（1）生产和安装过程，省材降耗，低排放

相关数据表明，钢结构住宅在建造过程中的 CO₂ 排放量约为 480kg/m²，较传统混凝土碳排放量 740.6 kg/m² 降低 35% 以上。

钢结构预制件在工厂标准化生产，现场安装，大量干式作业取代湿法作业，现场施工的作业量大幅减少，污染排放也明显减少。

钢结构住宅装配化的施工过程使施工周期的缩短，降低施工现场噪音扰民、废水排放及粉尘污染。

（2）使用过程，保温效果好，降低能源消耗

钢结构建筑自重轻，可以采用硅钙板和纤维水泥板作为围护材料和系统。而 CCA 轻质灌浆墙体（纤维水泥板）具有良好的自保温功能，为传统砖墙保温性能的 3 倍，大幅降低运行能耗，CCA 墙板以工业废料石英砂尾矿为主材，又实现了资源的再利用。

（3）回收与再利用效率高，大大减少垃圾填埋量

钢结构住宅的主体材料是钢铁，钢结构住宅主体结构材料回收率在 90% 以上，减少建筑垃圾填埋对土地资源占用和垃圾中有害物质对地表及地下水源污染，较传统混凝土垃圾排放量减少约 60%。

2、标准化设计生产、装配化施工，使钢结构住宅成为住宅产业化发展的方向

钢结构住宅所需的大部分构件在工厂按照标准化的要求预制完成，以现场装配化方式通过螺栓、焊接等可靠方式连接、组装及装配成整体，缩短工期、减少施工污染，是未来住宅产业化发展的方向。

近年来，在住房和城乡建设部、中国钢铁工业协会及中国钢结构协会推动下，国内有 13

家钢结构企业在北京、天津、山东、安徽、上海、广东、浙江等地兴建了低层、多层、高层钢结构住宅试点示范工程共 32 个，完成近 300 万平方米的试点工程建筑，为建立钢结构住宅体系、扩大钢结构建筑市场起到了有力的推动作用。

2010 年底，国内首个“国家钢结构住宅产业化基地”落户杭州，钢结构住宅进入了新的发展阶段。

3、钢结构住宅设计和技术规范出台，推动钢结构住宅产业进入发展新阶段

上世纪 90 年代，建设部和国家经贸委一致通过，将“轻型钢结构住宅建筑通用体系的开发和应用”作为我国建筑业用钢的突破点，并正式列入国家重点技术创新项目，这一举措为我国的钢结构发展奠定了基础。

由于造价偏高、围护体系不成熟、缺乏技术标准与规范等原因，钢结构住宅的推广与我国城镇化速度相比明显滞后。

2009 年，《钢结构住宅设计规范》颁布实施；2010 年，我国首部关于钢结构住宅的规范《轻型钢结构住宅技术规程》JGJ209 颁布，使钢结构住宅“有法可依，有据可循”。

表 2：钢结构住宅行业政策

时间	部门	政策\规划\会议	主要内容和作用
1999 年	国务院		指示要发展钢结构住宅，扩大钢结构住宅的市场占有率，加速住宅产业化过程
1999 年	国家建设部和冶金工业局		要求各省市区在建筑钢工程中推广应用国产 H 型钢，并出台了相关政策。
2000 年	国家经贸委	《2000 年建筑业技术发展方向和重点》	要求建立现代化住宅产业工业体系，重点进行轻钢结构体系、住宅节能体系和新型建筑材料的开发
2001 年底	建设部	《钢结构住宅建筑产业化技术导则》、《钢结构住宅设计规程》	确定了“钢结构住宅建筑体系及关键技术研究”的立项工作
2005 年	建设部	《国家钢结构住宅国家标准图》	根据钢结构住宅特点，就每种类型的钢结构住宅结构体系、墙体构造、屋盖体系和楼盖体系及其技术要求，均用文字和建筑构造详图详细表达，并表示了楼梯的构造做法及与楼地面的连接构造、门窗与墙体的连接构造，墙体与基础、墙体与楼板、墙体与屋盖等的连接构造以及墙面、楼地面、屋面的工程做法等。
2009 年	建设部	《钢结构住宅设计规范》	不仅包括钢结构设计部分，还包括通风、给排水、设备、防火等，是一本多个专业集成的规范。
2010 年 4 月	住房和城乡建设部	《轻型钢结构住宅技术规程》JGJ209	总结和分析了我国多年来钢结构住宅工程实践，并做了大量的科学试验和调查研究的基础上，提出了一种符合中国国情的、与国家现行标准保持一致的“轻型钢结构住宅”新体系。

资料来源：建设部 中国银河证券研究部整理

4、钢结构住宅建造成本接近传统建筑，综合经济性更胜一筹

单纯从工程成本来看，钢结构住宅的工程造价高于钢混住宅 10%-15%。但是，工程造价一般占到项目投资总额的 50%，而结构造价只占工程造价的 30%。因此，钢结构在工程总投

资中占比约在 10%左右，对工程造价的总体影响有限。

由于钢结构“容重与强度比”更高，钢结构住宅较混凝土结构在基础造价上可节约 30%。而钢结构的施工断面小，钢结构住宅的“得房率”较混凝土高 8%-10%。另外，钢结构住宅的施工工期也可缩短约 30%，从而也可省下不菲的管理成本。因此，就成本来看，钢结构住宅与传统住宅建造成本比较接近，但钢结构项目的经济性更胜一筹。

从武汉的经济适用房项目“黄金口岸一期经济适用房”的定价来看，钢结构小高层住宅，每平方米销售价格为 2783 元；框架结构小高层住宅，每平方米最高 2761 元，两者的销售价格基本无差异。

5、我国房屋建筑市场容量巨大，钢结构住宅市场前景广阔

据资料显示，钢结构住宅在发达国家应用非常普遍，达到总建筑面积 40%以上；而钢结构住宅仅占我国新建住宅的 2%左右，钢结构住宅行业前景广阔。

2010 年，我国建筑业实现房屋竣工面积 26 亿平米，其中住宅竣工面积 16.06 亿平米，若按照 2%的占比计算，钢结构住宅的建筑面积为 3212 万平米。按照 50 公斤/平米的用钢量计算，钢结构住宅的用钢量为 160 万吨。

根据建筑钢结构行业“十二五”规划的发展目标，未来五年钢结构住宅建设将占到房屋总建筑面积 15%左右。我们假设未来 5 年我国年均房屋竣工面积为 20 亿平米，钢结构住宅占房屋建筑总面积的 7%，“十二五”期间钢结构住宅的用钢量将达到 3500 万吨。

四、海外承包工程市场回暖，风险防范成为首要任务

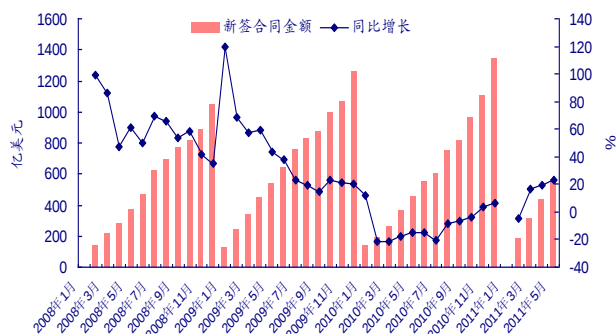
2011 年 3 月，Global Construction Perspectives 和 Oxford Economics 发布了《Global Construction 2020》报告。报告预测，未来十年全球建筑市场的总投资将达到 97.7 万亿美元，到 2020 年全球建筑业的产值将从当前的 7.2 万亿美元增至 12 万亿美元，增幅接近 70%；而中国、美国和印度对增量的贡献将超过一半。

对我国建筑企业而言，欧美、日本、印度等市场的进入壁垒较高。亚洲、非洲是我国建筑业对外承包工程的传统市场，中东是我国建筑业海外承包工程的主要新兴市场。亚洲、非洲、中东市场占我国海外建筑业新签合同额的 85%以上。

“十一五”期间，我国对外承包工程完成营业额是“十五”期间的 4 倍，年均增长率 32.5%。2010 年，我国对外承包工程业务完成营业额 922 亿美元，同比增长 18.7%；新签合同额 1344 亿美元，同比增长 6.5%，增速下降 14 个百分点以上，均低于“十一五”期间平均水平。

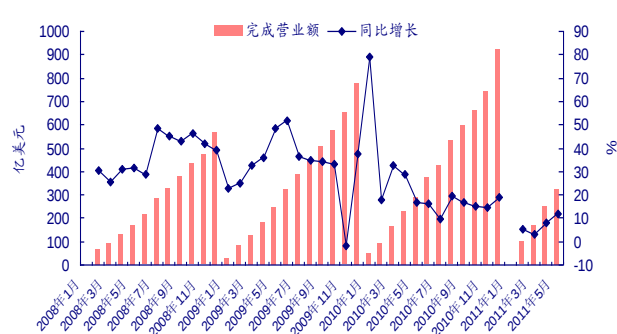
2011 年 1-5 月，我国对外承包工程实现新签合同额 559.8 亿美元，同比增长 23.2%；完成营业额 323 亿美元，同比增长 11.7%，显示出全球逐渐走出金融危机影响，全球建筑市场逐渐复苏，新兴市场基建投资开始活跃。

图 18: 2011 年 1-5 月我国对外承包工程新签合同增长 23.2%



资料来源：商务部

图 19: 2011 年 1-5 月我国对外承包工程营业额增长 11.7%



资料来源：商务部

虽然，我国对外承包工程业务发展取得了巨大的成就，但由于对海外市场经济、法律、政治环境的不熟悉以及对风险的低估，也使我国建筑企业在海外市场遭受了不小的损失。

对外承包工程商会表示，风险控制将成为 2011 年的关键词之一，地区性政治风险、汇率和价格风险等因素的叠加，考验着成长中的中国承包商。

五、行业评级及投资主线

（一）行业估值与评级

目前，A 股建筑行业 2011-2013 年的市盈率为 24 倍、18 倍、14 倍，高于国际建筑行估值水平的均值。结合行业估值水平和行业景气状况，我们维持对行业“中性”的投资评级。

表 3: 海外建筑公司估值水平（包括港股）

代码	名称	收盘价	EPS			PE			PB	ROE	ROA
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E			
FLR US Equity	福陆	61.44	3.306	3.952	4.41	18.58	15.55	13.93	3.09	16.13	10.98
JEC US Equity	雅克布	41.14	2.577	3.006	3.3	15.96	13.69	12.47	1.71	10.41	8.15
FWLT US Equity	福斯特惠勒	29.92	1.499	2.267	2.55	19.96	13.20	11.73	3.52	16.58	8.40
AVERAGE		44.17	2.46	3.08	3.42	18.17	14.14	12.71	2.77	14.37	9.18
EN FP Equity	布伊格	30.415	3.213	3.657	3.94	9.47	8.32	7.72	1.21	12.00	3.99
DG FP Equity	万喜	42.005	3.487	3.759	4.16	12.05	11.17	10.10	1.87	15.62	3.99
HOT GR Equity	豪赫蒂夫	60.25	1.821	4.824	5.68	33.09	12.49	10.61	1.62	6.00	2.55
GBF GR Equity	贝尔芬格伯格	64.06	5.105	5.495	5.99	12.55	11.66	10.69	1.48	14.99	3.96
SKAB SS Equity	斯堪雅	108.3	11.72	8.599	9.2	9.24	12.59	11.77	2.23	31.76	8.14
AVERAGE		61.01	5.07	5.27	5.79	15.28	11.25	10.18	1.68	16.07	4.52
1812 JP Equity	鹿岛建设	222	16.263	16.761	17.2	13.65	13.25	12.91	0.91	6.58	1.85
1802 JP Equity	大林组	336	26.756	24.999	26.3	12.56	13.44	12.78	0.74	5.80	2.15
1803 JP Equity	清水建设	318	16.043	16.305	17.2	19.82	19.50	18.49	0.85	4.11	1.37
1801 JP Equity	大成建设	175	11.453	12.486	13	15.28	14.02	13.46	0.69	4.51	2.10

AVERAGE		262.75	17.63	17.64	18.43	15.33	15.05	14.41	0.80	5.25	1.87
000720 KS Equity	现代工程	83100	5642.51	7208.95	8859.35	14.73	11.53	9.38	3.08	17.80	6.75
028050 KS Equity	三星工程	252000	14205	19008	22997	17.74	13.26	10.96	12.36	42.77	14.24
AVERAGE		167550	9924	13108	15928	16.23	12.39	10.17	7.72	30.29	10.50
GMRI IN Equity	GMR 建筑公司	31.95	0.563	1.445	2.09	56.75	22.11	15.29	1.52	2.29	0.89
IJM MK Equity	怡保工程	6.26	0.356	0.427	0.525	17.58	14.66	11.92	1.68	8.76	3.80
AVERAGE		19.11	0.46	0.94	1.31	37.17	18.39	13.61	1.60	5.53	2.35
1800 HK Equity	中国交通建设	6.41	0.731	0.817	0.98	8.77	7.85	6.54	1.31	16.39	3.57
1186 HK Equity	中国铁建	6.51	0.722	0.861	0.93	9.02	7.56	7.00	1.16	14.48	2.47
390 HK Equity	中国中铁	3.5	0.425	0.494	0.52	8.24	7.09	6.73	0.93	12.76	2.27
3311 HK Equity	中国建筑	7.35	0.419	0.561	0.685	17.54	13.10	10.73	4.93	18.84	6.73
AVERAGE		5.94	0.57	0.68	0.78	10.89	8.90	7.75	2.08	15.62	3.76
AVERAGE		27990.50	1658.32	2189.33	2659.62	18.84	13.35	11.47	2.78	14.52	5.36

资料来源: Bloomberg 中国银河证券研究部整理

表 4: A 股建筑业估值水平

名称	代码	前收盘价	EPS			PE			PB	ROE
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
细分行业\公司										
专业建设										
中材国际	600970	29.42	2.11	2.73	3.39	13.96	10.76	8.68	7.38	40.72
东华科技	002140	26.46	0.77	1.12	1.85	34.18	23.58	14.32	14.03	23.19
中国海诚	002116	18.78	0.82	0.97	1.11	22.89	19.36	16.92	4.25	12.04
中化岩土	002542	24.75	0.68	0.94	1.22	36.18	26.29	20.24	3.55	31.01
均值		24.85	1.10	1.44	1.89	26.80	20.00	15.04	7.30	26.74
钢结构										
东南网架	002135	10.01	0.36	0.55	0.69	27.55	18.31	14.58	2.93	8.07
精工钢构	600496	11.81	0.59	0.79	1.04	20.08	15.04	11.34	4.18	14.69
杭萧钢构	600477	8.68	0.41	0.53	0.63	21.34	16.32	13.67	4.10	12.92
雅致股份	002314	14.71	0.84	1.02	1.22	17.48	14.41	12.06	2.17	9.60
鸿路钢构	002541	38.48	1.79	2.47	3.23	21.50	15.56	11.91	2.87	28.73
光正钢构	002524	14.56	0.22	0.31	0.38	66.73	46.79	37.91	5.67	8.44
东方铁塔	002545	29.70	1.73	2.20	3.01	17.13	13.52	9.87	2.19	32.92
齐星铁塔	002359	12.84	0.71	0.97	1.51	17.96	13.23	8.50	3.28	16.47
均值		17.60	0.83	1.10	1.46	26.22	19.15	14.98	3.42	16.48
水电建设										
粤水电	002060	11.47	0.51	0.51	0.64	22.43	22.69	17.98	2.58	7.45
安徽水利	600502	13.50	0.53	0.70	1.25	25.47	19.42	10.83	4.96	18.35
葛洲坝	600068	11.66	0.58	0.74	0.93	20.08	15.72	12.53	3.79	15.92
均值		12.21	0.54	0.65	0.94	22.66	19.28	13.78	3.78	13.91
国际承包										

中工国际	002051	26.55	1.05	1.45	1.97	25.34	18.37	13.46	5.56	18.00
北方国际	000065	21.53	0.72	0.85	0.97	29.92	25.33	22.20	7.21	12.91
均值		24.04	0.88	1.15	1.47	27.63	21.85	17.83	6.39	15.46
路、桥、隧建设										
路桥建设	600263	14.80	0.70	0.82	0.97	21.29	18.11	15.26	2.93	11.56
浦东建设	600284	15.93	1.35	1.59	1.06	11.80	10.03	14.99	2.30	11.31
腾达建设	600512	4.62	0.10	0.15	0.21	44.81	30.80	22.00	3.10	7.55
隧道股份	600820	10.48	0.83	0.98	1.02	12.61	10.67	10.29	1.71	10.91
四川路桥	600039	9.20	0.29	0.37	0.50	31.78	24.86	18.40	2.80	9.78
西藏天路	600326	14.09	0.37	0.38	0.43	38.15	37.38	32.77	7.26	12.34
北新路桥	002307	16.08	0.48	0.76	1.06	33.85	21.16	15.16	4.04	10.26
龙建股份	600853	4.25	0.17	0.27	0.36	24.57	15.78	11.81	3.20	4.76
新疆城建	600545	8.84	0.39	0.50	0.67	22.77	17.73	13.19	3.60	12.34
均值		10.92	0.52	0.65	0.70	26.85	20.72	17.10	3.44	10.09
建筑+地产										
上海建工	600170	15.74	1.05	1.30	1.50	15.00	12.15	10.49	2.08	14.50
宏润建设	002062	11.00	0.83	1.18	1.49	13.31	9.31	7.38	2.76	17.11
龙元建设	600491	6.25	0.29	0.47	0.56	21.89	13.38	11.22	2.45	10.10
中铁二局	600528	8.55	0.91	1.10	1.30	9.43	7.76	6.57	2.53	20.36
均值		10.39	0.77	1.01	1.21	14.91	10.65	8.92	2.45	15.52
大型综合										
中国中铁	601390	3.94	0.46	0.55	0.64	8.61	7.15	6.16	1.23	12.21
中国铁建	601186	5.89	0.74	0.89	0.99	8.01	6.65	5.96	1.23	8.93
中国建筑	601668	4.03	0.40	0.52	0.64	10.09	7.79	6.26	1.56	11.77
中国中冶	601618	3.97	0.35	0.43	0.60	11.46	9.20	6.63	1.64	11.27
中国化学	601117	8.37	0.45	0.58	0.73	18.43	14.39	11.53	3.09	12.72
均值		5.24	0.48	0.59	0.72	11.32	9.03	7.31	1.75	11.38
建筑装饰										
金螳螂	002081	37.90	1.46	2.15	2.77	25.97	17.65	13.70	14.41	31.43
洪涛股份	002325	19.71	0.68	0.98	1.23	28.99	20.03	16.00	3.98	10.25
亚厦股份	002375	29.20	1.25	1.92	2.55	23.37	15.22	11.46	5.08	17.86
广田股份	002482	30.30	1.14	1.65	2.26	26.68	18.34	13.43	3.82	15.65
均值		29.28	1.13	1.68	2.20	26.25	17.81	13.65	6.82	18.80
园林建设										
东方园林	002310	86.58	3.27	5.35	7.74	26.51	16.20	11.18	9.98	21.85
棕榈园林	002431	26.42	0.85	1.38	1.97	31.02	19.11	13.40	6.07	10.10
铁汉生态	300197	63.99	1.93	3.03	4.66	33.09	21.10	13.72	3.15	30.04
均值		59.00	2.02	3.25	4.79	30.20	18.80	12.77	6.40	20.66
整体均值										
整体均值		18.4	0.84	1.15	1.50	23.66	17.54	13.71	4.21	15.68

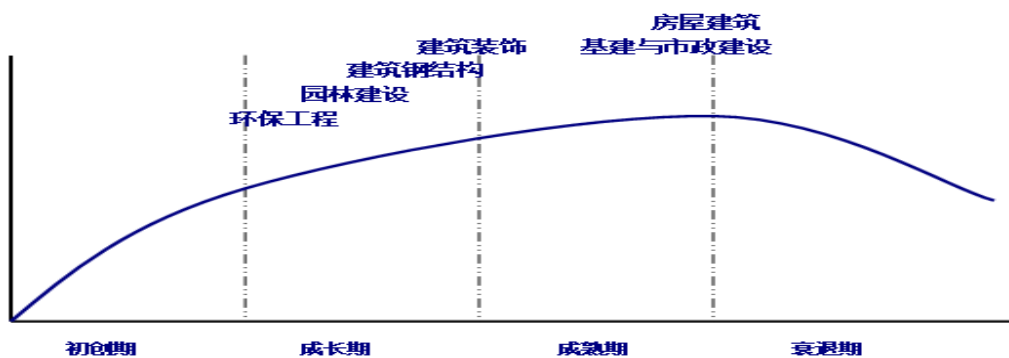
资料来源: WIND 资讯 中国银河证券研究部整理

（二）行业投资主线

我们认为，2011 年下半年在行业整体中性评级的背景下，建筑行业虽难有表现机会，但个股表现将强于上半年。

总体来看，2011 年上半年建筑业景气度有所下降，主题投资仍是相对理想的投资主线。我们仍然延续长期以来的投资思路，通过多维度来选股，配置投资组合。

图 20：细分建筑行业所处的发展阶段



资料来源：中国银河证券研究部

1、政策视角：看好受益政府投资的保障房建设和水利水电建设

正如我们在前面分析的，“大交通”建设呈现减速趋势，中央投资逐渐由交通基础设施领域转向保障性住房、水利水电等民生工程领域。

水利水电建设行业：项目小型化，难以实现“大干快上”

与交通建设项目的“大型化”趋势不同，水利水电项目市场呈“金字塔”分布，小型项目数量占整个市场的 85%以上；而对上市公司而言，大型项目才是企业的选择。

大型水电项目对环境的要求和影响远大于任何其他建设领域。因此，大型水利水电建设相对其他建设领域而言，“赶工”要求并不明显。从市场的角度来看，水利水电建设更多的是短期机会。

保障性住房建设行业：“时间紧，任务重”，考验建设企业实力

中央对各地保障性住房的开工时限和建设规模有着严格要求，地方上也分别立了“军令状”，短期内保障性住房市场的建设规模巨大。

为实现保障性住房的建设目标，地方政府需要多渠道筹措巨额建设资金，政府直接投资、开发商配建、企业融资滚动开发等多种模式被采用。

对于具有较强的融资渠道优势、大型成片开发能力的建筑央企，将成为保障性住房建设的主要受益者。特别是，“先知先觉”的中国中冶成为国内保障房建设的主力军，其参与的深度、广度、速度都成为众多建筑央企之首。

2、正处在高速增长阶段的建筑钢结构、园林建设行业值得期待

建筑钢结构：钢结构住宅是新兴市场，前景广阔

我们在前面分析过，钢结构产品正处在市场占有率逐渐提升过程中，钢结构住宅是我国实现住宅产业化发展的重要载体，走在前面的杭萧钢构将明显受益。

园林建设行业：驶入增长的快车道

虽然各类园林建设（市政、房地产等）也随着经济发展和固定资产投资的增长实现了较快的发展。但是，园林建设的大发展也不超过 10 年。在十年以前，园林建设仅仅是“找地方建造公园+绿化”的概念。

在近几年，园林设计理念才在国内展开，苗木搭配、景观设计、环境治理等需求才在园林建设方面得到体现。我们认为，未来 10-15 年将是园林行业发展的黄金阶段。

园林建设的需求主要分为几个方面：

（1）伴随性需求（配套需求）：体现在与城镇化建设相符合而必须建设的园林项目，源于绿化指标等需求（不低于 30% 的绿化率），与区域内新建建筑总规模相匹配的园林建设需求。

（2）更新性需求（也包括以苗木升级为主的维护性需求）：源自于原有园林和绿化项目的升级和换代，包括苗木更新和园林设计更新带来的建设需求。

（3）提升性需求（主要是功能性的提升）：一些城市将绿化指标提升、兴建生态湿地、荒山、矿山的植被恢复等。

（4）追赶性需求：风景是一座城市做好的名片。很多二线、三线城市，特别是旅行城市，都将环境治理与美化放在与经济发展同等重要的地位，提升城市的竞争力。从很多园林建设企业接到的大单中，也有所体现。

目前园林建设行业呈现如下特点：（1）行业内规模大的企业数量少（2）规模相对较大企业，其业绩增长并不依靠市场占有率的提高。（3）行业毛利率在过去相当长的一段时间到现在依然维持在一个比较高的水平。

因此，从时间上看，在仅有 10 年高增长，而市场需求和容量不断提高，行业内企业规模又较小的园林建设行业，保持 10-15 年的高速发展是显而易见的。

3、项目数量明显增加，煤化工建设行业景气度明显提高

2011 年 3 月，发改委公布《关于规范煤化工产业有序发展的通知》，对煤化工领域内的细分行业都做出了产能规模的严格限制，煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷气、煤制乙二醇等五类新型煤化工项目是鼓励发展方向。

2010 年 4 季度以来，新上的煤化工项目陆续增多，显示出随着能源价格的逐渐攀高，新型煤化工建设行业景气度明显提高。

表 5: 煤化工项目信息

日期	项目	投资额	建设周期
2011/1/5	年产 40 万吨煤制乙二醇项目	300000	2011 至 2012
2011/1/6	年产 2 × 600 万吨褐煤热解五联产项目	704034	2011 至 2013
2011/1/25	年产 15 万吨煤焦油资源综合利用工程	15000	2011 至 2012
2011/2/10	年产 22 万吨裂解焦油等建设项目	34000	2010 至 2011-7
2011/2/14	天然气制甲醇装置原料替代改造项目	100000	2011-3 至 2013-1
2011/2/15	蒙大新能源化工基地开发有限公司年产 60 万吨煤制甲醇项目	357385	2011 至 2013
2011/3/2	皖北煤电煤化一体化合作项目	2420000	2011 至 2014
2011/3/2	河南鑫磊集团控股有限公司煤化工研发中心项目	15000	2011-3 至 2012-12
2011/3/10	中国石化贵州织金煤化一体化（一期）项目	1800000	2012 至 2014
2011/4/2	年产 60 万吨煤制甲醇项目	357385	2010 至 2013
2011/4/12	日产 120 万立方米煤气（二期）工程	40000	2011 至 2012
2011/4/22	年产 300 万吨煤制油项目	2500000	2013 至 2015
2011/4/26	合成气制乙二醇、煤焦油加氢多联产循环项目	800000	2010 至 2012
2011/5/3	年产 20 万吨煤焦油制备清洁燃料油工业示范工程	42000	2011 至 2012-5
2011/5/13	年产 16 亿立方米煤制合成气配套原料分质清洁高效利用工程	298690	2011 至 2012

资料来源：中国建设招标网、中拟在建项目网、中国银河证券研究部整理

六、主要风险因素

- 1、新增建设项目数量继续下降，投资增速持续下滑。
- 2、原材料和劳动力成本短期内快速上涨，不利于建筑企业毛利率的提升。
- 3、海外承包工程市场的政治风险、经济风险。

七、重点公司

东华科技：煤化工建设景气提升，公司业绩增长动力强

关键指标预测

投资评级 推荐

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1770.40	1835.84	2745.71	4106.90	5921.15
EBITDA（百万元）	161.04	247.57	371.35	551.13	784.34
净利润（百万元）	129.98	196.97	335.75	493.99	696.88
摊薄 EPS（元）	0.93	0.71	0.75	1.11	1.56
PE（X）	23.96	31.62	29.68	20.17	14.30
EV/EBITDA（X）	13.51	22.07	24.11	16.17	11.30
PB（X）	4.45	7.11	8.38	7.12	5.94
ROIC	18.46%	22.77%	26.66%	33.71%	40.07%
总资产周转率	0.76	0.75	1.03	1.35	1.59

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

公司业务主要源于化工行业新增产能增长，即化工建设领域。2011 年 3 月，发改委公布《关于规范煤化工产业有序发展的通知》，对煤化工领域内的细分行业都做出了产能规模的严格限制，五类新型煤化工项目是规划鼓励发展的方向。产能规模的“高门槛”使项目大型化，利于公司的发展。

随着资源价格的攀升，煤化工建设景气提高。我们预计，2011-2013 年公司收入增长为 50%、50%、45%；公司毛利率保持在 23%。

我们与市场不同的观点：

市场有观点认为，作为公司未来战略发展重点的煤化工建设领域，是国家限制产能的主要行业，未来公司业绩难以持续增长。

我们认为，国家对煤化工行业的限制主要源于投资规模巨大；而煤制二甲醚、石油、天然气等项目需要消耗大量的水等其他不可再生能源。但是 FMTP（煤经甲醇制烯烃）和煤制乙二醇前景广阔，项目体量大，公司又具备技术优势。因此，我们认为公司业绩持续增长动力强劲。

公司估值与投资建议：

DCF 估价模型显示，在 WACC = 7.8%，G = 1% 的假设条件下，公司合理价值为 50 元。2010-2012 年，公司 EPS 为 0.74 元、1.11 元、1.56 元，对应市盈率为 53 倍、36 倍、25 倍。考虑 FMTP 技术带来的巨大潜在订单规模，我们给予公司“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

FMTP 项目设计合同在 2011 年完成，公司获得施工订单，带来业绩快速增长。

风险因素：

化工品价格持续低迷，新增生产线建设需求下降。

表 6: 东华科技 (002140) 公司财务预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	769.1	1018.4	1060.3	1114.1	营业收入	1835.8	2745.7	4106.9	5921.2
应收票据	146.9	135.4	202.5	292.0	营业成本	1418.0	2108.6	3156.8	4559.9
应收账款	135.1	202.0	302.1	435.6	营业税金及附加	34.5	50.8	76.0	109.5
预付款项	431.9	431.9	431.9	431.9	销售费用	17.6	26.7	40.0	57.7
其他应收款	21.8	32.7	48.9	70.5	管理费用	133.3	192.2	287.5	414.5
存货	655.6	734.4	1099.4	1588.1	财务费用	-3.9	-14.0	-19.0	-22.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	13.4	0.0	0.2	0.2
长期股权投资	85.3	85.3	85.3	85.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	223.4	18.3	26.3	29.2	投资收益	4.9	6.0	6.0	6.0
在建工程	39.0	19.5	9.8	4.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	227.8	387.4	571.4	807.3
无形资产	69.4	66.6	63.8	61.0	营业外收支净额	2.3	3.0	3.0	3.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	230.0	390.4	574.4	810.3
资产总计	2585.4	2744.5	3330.4	4112.6	减: 所得税	32.5	53.7	79.0	111.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	197.5	336.7	495.4	698.9
应付票据	20.8	52.0	77.8	112.4	归属于母公司的净利润	197.0	335.7	494.0	696.9
应付账款	665.2	704.1	1054.1	1522.7	少数股东损益	0.5	1.0	1.4	2.0
预收款项	846.9	846.9	846.9	846.9	基本每股收益	0.71	0.75	1.11	1.56
应付职工薪酬	74.3	74.3	74.3	74.3	稀释每股收益	0.71	0.75	1.11	1.56
应交税费	87.2	87.2	87.2	87.2	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	14.8	14.8	14.8	14.8	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	3.7%	49.6%	49.6%	44.2%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	53.4%	58.1%	48.8%	42.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	51.5%	70.5%	47.1%	41.1%
负债合计	1709.2	1779.3	2155.2	2658.3	盈利性				
股东权益合计	876.2	1188.7	1398.7	1677.7	销售毛利率	22.8%	23.2%	23.1%	23.0%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.7%	12.2%	12.0%	11.8%
净利润	197	337	495	699	ROE	22.5%	28.2%	35.3%	41.5%
折旧与摊销	15	4	5	5	ROIC	22.77%	26.66%	33.71%	40.07%
经营活动现金流	-104	254	302	446	估值倍数				
投资活动现金流	-49	6	6	6	PE	31.6	29.7	20.2	14.3
融资活动现金流	-31	-10	-266	-398	P/S	3.4	3.6	2.4	1.7
现金净变动	-184	249	42	54	P/B	7.1	8.4	7.1	5.9
期初现金余额	953	769	1018	1060	股息收益率	6.7%	1.9%	2.9%	4.2%
期末现金余额	769	1018	1060	1114	EV/EBITDA	22.1	24.1	16.2	11.3

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

公司战略和竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是一家专业从事工程设计、咨询与工程总承包业务的大型工程公司，尤其在化学工业建设的诸多细分领域具有较强的技术优势、领先的市场地位和较高的市场占有率，在煤化工领域是目前国内唯一同时拥有国际上最先进的 Texco、Shell、GSP 三种煤气化技术以及工程设计业绩的工程公司。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值: 4.3
优势	公司技术优势明显，市场占有率高	分值: 5
劣势	公司业务量受化工周期影响	分值: 3
机会	FMTP 项目的工业化规模在 120 亿，前景广阔	分值: 5
威胁	政策限制煤化工产能，海外专业建设企业进入市场	分值: 4

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值: 4
供应商力量	原材料价格市场化，供应商力量一般	分值: 4.5
新进入壁垒	专业建设行业，进入壁垒高	分值: 4.5
客户力量	买方市场，项目业主的议价能力都较强	分值: 4
替代产品	建筑物和构筑物没有替代品	分值: 3
竞争对手	公司与其他化工建设企业主要经营的细分行业不同	分值: 4

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来转好，-表示未来变差

插图目录

图 1: 建筑业景气指数高位回落	1
图 2: 2009 年上半年投资增速达到顶点	1
图 3: 固定资产投资增长和建筑业总产值增长	1
图 4: 建筑行业在 2008 年 4 季度明显强于市场	2
图 5: 1-4 月固定资产投资增长 24.5%	2
图 6: 1-4 月施工项目计划投资总额增长 19.1%	3
图 7: 1-4 月新开工项目计划投资总额下降 1.1%	3
图 8: 1-4 月中央项目投资增长 2.6%	3
图 9: 1-4 月地方项目投资增长 27.4%	3
图 10: 1-4 月交通固定资产投资增长 14.5%	4
图 11: 1-4 月公路建设投资增长 13.%	4
图 12: 公路投资十年一轮回	4
图 13: 2010 年交通固定资产投资 1.32 万亿, 增长 18.6%	5
图 14: 1-4 月铁路固定资产投资增长 22%	5
图 15: 1-4 月铁路基本建设投资增长 25.7%	5
图 16: “十二五”铁路建设投资增长 41.43%	6
图 17: 2011 年铁路建设投资下降 15.19%	6
图 18: 2011 年 1-5 月我国对外承包工程新签合同增长 23.2%	11
图 19: 2011 年 1-5 月我国对外承包工程营业额增长 11.7%	11
图 20: 细分建筑行业所处的发展阶段	14

表格目录

表 1: “十二五”目标与“十一五”期间对比	4
表 2: 钢结构住宅行业政策	9
表 3: 海外建筑公司估值水平 (包括港股)	11
表 4: A 股建筑业估值水平	12
表 5: 煤化工项目信息	16
表 6: 东华科技 (002140) 公司财务预测	18

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

郝飞飞，建筑行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908