



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011年8月19日

建筑与工程

研究部

吴慧敏

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030004
wuhm@cicc.com.cn

张松

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010055
zhangs2@cicc.com.cn

行业稳定增长, 更加看好对外承包工程市场

建筑业十二五规划简评

行业近况:

住建部颁布了建筑业发展“十二五”规划, 重点制定了“十二五”发展目标, 具体包括产业规模、人才队伍、技术、建筑节能、市场监管、安全监管等。其中: 产业规模、技术进步和建筑节能值得关注:

- ▶ **产业规模目标:** 以完成全社会固定资产投资建设任务为基础, 全国建筑业总产值、建筑业增加值年均增长 15% 以上; 全国工程勘察设计企业营业收入年均增长 15% 以上; 全国工程监理、造价咨询、招标代理等工程咨询服务企业营业收入年均增长 20% 以上; 全国建筑企业对外承包工程营业额年均增长 20% 以上;
- ▶ **技术进步目标:** 大型骨干工程勘察设计单位的年度科技经费支出占企业年度勘察设计营业收入的比例不低于 3%, 其他工程勘察设计单位年度科技经费支出占企业年度营业收入的比例不低于 1.5%; 施工总承包特级企业年度科技经费支出占企业年度营业收入的比例不低于 0.5%;
- ▶ **建筑节能目标:** 建筑产品施工过程的单位增加值能耗下降 10%, C60 以上的混凝土用量达到总用量 10%, HRB400 以上钢筋用量达到总用量 45%, 钢结构工程比例增加。新建工程的工程设计符合国家建筑节能标准要达到 100%, 新建工程的建筑施工符合国家建筑节能标准要求。

评论:

- ▶ **整体行业规模仍稳定增长:** 根据“十二五”规划, 建筑行业总产值年均增长 15% 以上, 虽然低于“十五”期间 22.6% 和“十一五”期间 22.5% 的实际完成值, 但考虑到中国建筑行业经过近几年的高速发展, 2010 年基数已经接近十万亿, 以年均 15% 计算, 十二五末建筑业产值将达到接近二十万亿的水平, 行业仍稳定增长;
- ▶ **对外承包工程将快速发展:** 2010 年我国对外承包工程完成营业额 922 亿美元, 按照 20% 的增速计算, 十二五末对外承包工程完成营业额将达到 2,294 亿美元; 我们判断, 未来五年中国对外承包工程区域分布将依然以亚洲为主, 拉美和俄罗斯地区未来占比将提升。从我们覆盖的建筑上市公司来看, 中国建筑和中建海外业务收入规模最大, 未来将利用现有平台, 加速海外业务的发展; 而从海外收入占公司营业收入比重来看, 葛洲坝和中交建占比分别为 12.4% 和 10.0%, 占比最高, 对公司业绩贡献的弹性最大;
- ▶ **技术进步和建筑节能目标利好大型建筑公司发展:** 大型建筑公司的规模, 科研实力及标准、绿色施工作业等优势, 更符合国家对于建筑行业“十二五”规划的目标, 建筑企业仍将是强者恒强的局面。

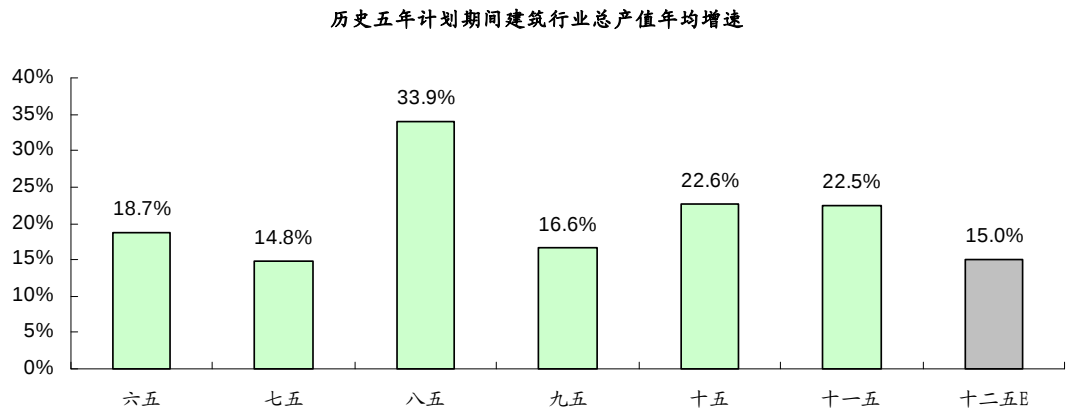
估值与建议:

当前股价下, A 股建筑板块 2011、2012 年 PE 平均为 14.2、11.4 倍, 四大龙头公司 2011、2012 年 PE 平均为 8.1、7.0 倍, H 股 2011、2012 年 PE 平均为 7.4 和 6.1 倍, 在建筑业“十二五”规划出台的背景下, 市场将增强对大型建筑公司未来持续增长的信心。从建筑业“十二五”规划分析, 我们更加看好对外承包工程市场, 从海外业务规模和业绩弹性两个维度, 我们认为中国建筑、中交建以及葛洲坝将是最大受益者。

风险提示:

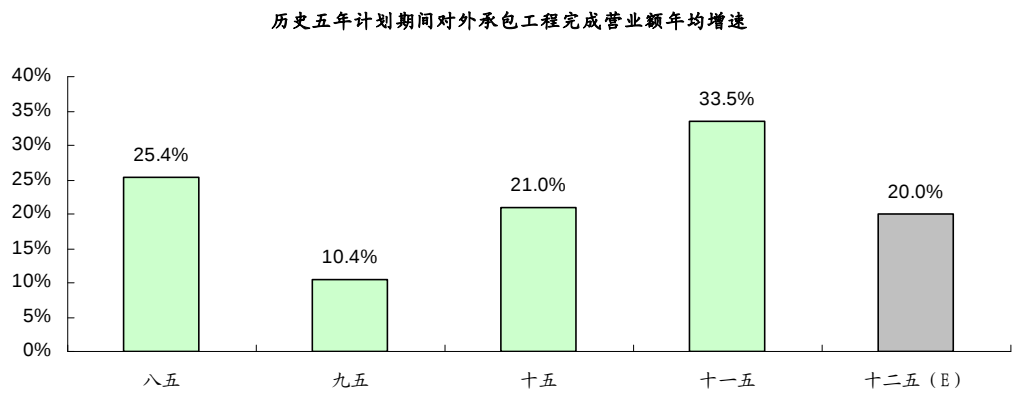
流动性收紧对基建投资进度的影响, 限购政策出台影响房地产销售, 原材料和人工成本的上涨, 海外政治风险。

图表 1: 历史五年计划期间建筑行业总产值年均增速



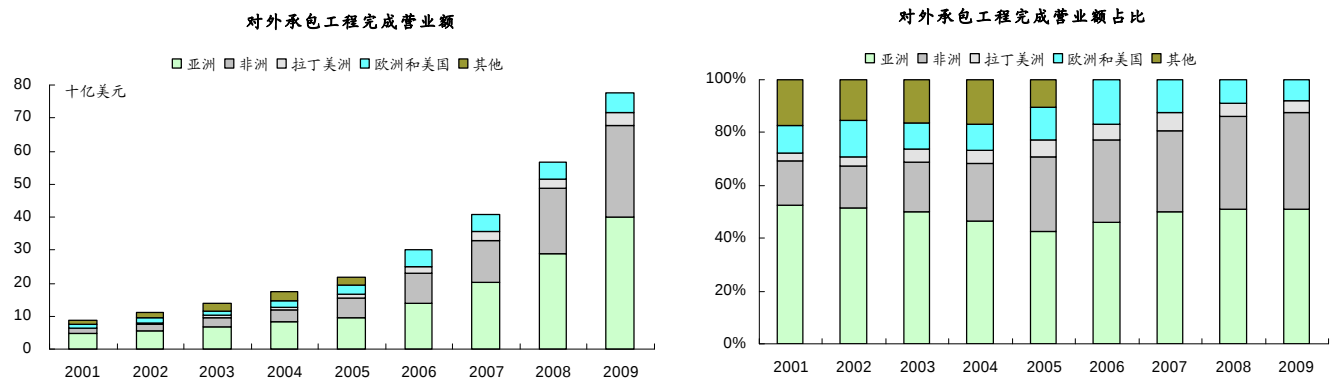
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 2: 历史五年计划期间对外承包工程完成营业额年均增速



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图表 3: 对外承包工程完成营业额区域分布



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

图表 4: 对外承包工程完成营业额主要国别

国别/地区 (万美元)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR (00-09)
亚洲	479,477	466,288	573,791	692,664	814,158	931,788	1,377,173	2,035,295	2,890,266	3,981,117	26.5%
中国香港	202,782	169,976	213,750	263,732	254,278	178,277	175,485	199,401	168,569	179,860	-1.3%
印度	919	1,360	5,764	8,485	23,773	40,100	110,271	193,955	420,856	579,396	104.7%
印度尼西亚	1,196	2,704	8,134	14,414	26,303	52,363	70,934	121,727	223,671	264,688	82.2%
伊朗	36,029	19,962	38,208	32,844	37,195	64,086	74,886	104,122	111,434	210,376	21.7%
中国澳门	9,789	6,411	7,934	17,041	21,776	37,280	79,227	117,173	87,900	53,413	20.7%
马来西亚	9,478	7,059	12,827	23,308	21,394	22,647	43,012	64,985	75,669	115,398	32.0%
巴基斯坦	32,042	42,044	35,455	61,473	57,423	66,088	90,063	135,568	191,586	173,330	20.6%
沙特阿拉伯	1,588	3,059	5,323	3,485	11,634	31,729	102,082	127,614	245,371	359,158	82.6%
新加坡	65,421	51,104	54,026	49,933	65,626	76,758	83,253	87,439	132,048	199,893	13.2%
泰国	8,645	11,499	18,428	11,411	16,556	30,099	62,518	51,942	48,238	52,682	22.2%
阿联酋	2,638	2,511	5,823	13,331	32,170	28,039	88,918	140,293	210,954	354,167	72.4%
越南	6,715	9,491	14,700	16,148	27,784	27,530	55,202	116,972	192,343	237,106	48.6%
哈萨克	N.A	14,369	24,072	21,023	10,914	36,918	58,315	104,143	95,943	140,555	33.0%
非洲	109,621	152,406	181,357	260,125	381,310	609,222	932,406	1,237,608	1,974,905	2,809,899	43.4%
阿尔及利亚	3,843	9,023	21,158	47,176	80,528	105,043	168,609	234,031	420,227	587,726	74.9%
安哥拉	315	-	408	3,407	7,935	30,402	99,478	115,808	322,203	486,189	126.1%
埃塞俄比亚	4,624	8,410	15,656	18,048	20,476	18,218	31,666	59,712	98,252	119,583	43.5%
尼日利亚	5,504	11,145	14,416	26,428	48,884	77,435	110,496	138,776	161,353	200,352	49.1%
苏丹	11,466	26,264	43,327	47,691	72,565	132,998	173,817	220,554	262,174	207,843	38.0%
欧洲	35,446	56,367	90,931	116,053	139,367	213,281	342,337	358,596	329,932	317,464	27.6%
希腊	-	-	2,245	6,960	7,224	7,836	34,244	53,928	32,311	3,970	8.5%
俄罗斯	N.A	9,018	9,952	8,671	19,173	27,341	41,961	76,151	99,637	88,382	33.0%
拉丁美洲	N.A	26,284	34,722	64,800	80,789	141,309	191,296	287,786	299,547	364,418	38.9%
巴西	N.A	2,444	1,382	1,325	6,460	24,868	15,539	76,882	93,145	111,156	61.1%
委内瑞拉	3,451	5,706	15,811	8,657	18,838	36,868	53,284	67,022	77,418	92,847	44.2%
北美洲	12,914	24,542	57,304	16,105	24,872	43,246	120,856	98,526	58,825	93,595	24.6%
美国	12,539	23,897	55,940	15,365	23,677	40,858	114,181	85,207	54,462	83,472	23.4%
合 计	837,897	889,957	1,119,358	1,383,736	1,746,829	2,176,324	2,999,281	4,064,258	5,661,168	7,770,611	28.1%

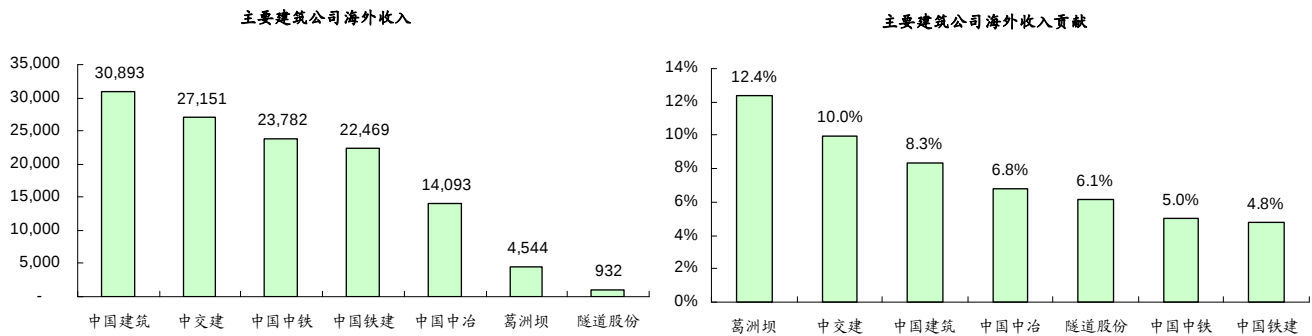
资料来源：中国统计年鉴，中金公司研究部

图表 5: 分区域投资规模及预测

十亿美元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	CAGR (2010-2015E)
发达国家和地区	7,993	6,412	6,943	7,527	8,061	8,556	9,019	9,454	6.4%
同比增长	1.7%	-19.8%	8.3%	8.4%	7.1%	6.1%	5.4%	4.8%	
其中：欧元区	2,977	2,353	2,332	2,457	2,564	2,663	2,761	2,853	4.1%
同比增长	8.2%	-20.9%	-0.9%	5.3%	4.4%	3.9%	3.7%	3.3%	
其他	5,016	4,059	4,610	5,070	5,497	5,893	6,258	6,601	7.4%
同比增长	-1.8%	-19.1%	13.6%	10.0%	8.4%	7.2%	6.2%	5.5%	
新兴市场国家	3,667	3,002	3,748	4,437	4,935	5,387	5,897	6,463	11.5%
同比增长	19.3%	-18.1%	24.9%	18.4%	11.2%	9.2%	9.5%	9.6%	
其中：中欧和东欧	476	304	366	416	453	492	530	570	9.3%
同比增长	18.8%	-36.2%	20.6%	13.7%	8.9%	8.5%	7.7%	7.6%	
独联体国家	542	306	415	606	725	791	890	1,001	19.3%
同比增长	21.3%	-43.6%	35.8%	46.0%	19.7%	9.0%	12.6%	12.4%	
亚洲发展中国家（中国除外）	849	861	1,104	1,272	1,432	1,614	1,824	2,062	13.3%
同比增长	10.3%	1.5%	28.2%	15.2%	12.6%	12.7%	13.0%	13.1%	
拉丁美洲及加勒比海	1,023	802	1,054	1,231	1,341	1,443	1,538	1,643	9.3%
同比增长	22.9%	-21.6%	31.5%	16.8%	8.9%	7.6%	6.6%	6.9%	
中东和北非	569	536	577	652	705	753	804	858	8.3%
同比增长	25.9%	-5.9%	7.6%	13.1%	8.0%	6.9%	6.7%	6.8%	
撒哈拉以南非洲地区	208	194	231	259	279	294	311	329	7.3%
同比增长	20.8%	-7.0%	19.5%	12.0%	7.6%	5.5%	5.9%	5.5%	

资料来源：IMF，中金公司研究部

图表 6: 主要建筑公司海外收入及占比 (2010 年)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值表

公司名称	当前股价	市值	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
	11-8-18	(百万美元)	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10-12	10A	11E	12E	10A	11E	12E	最近会计年度		
美国	(USD)		(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	60.55	10,524	2.01	3.31	3.95	30.1	18.3	15.3	40.2%	3.0	2.8	2.4	11%	16%	15%	54%	3%	2%
Jacobs Engineering Group	34.95	4,458	1.98	2.58	3.00	17.7	13.6	11.6	23.2%	1.5	1.4	1.2	9%	10%	10%	39%	13%	2%
Shaw Group Inc	22.81	1,648	1.10	0.30	2.34	20.7	75.0	9.8	45.8%	1.2	1.5	1.1	10%	-3%	11%	74%	8%	1%
KBR Huston	28.85	4,350	2.08	2.35	2.62	13.9	12.3	11.0	12.2%	1.9	1.7	1.5	14%	15%	14%	59%	8%	3%
平均值		5,245				20.6	29.8	11.9	30.4%	1.9	1.8	1.6	11%	10%	13%	56%	8%	2%
中间值		4,404				19.2	15.9	11.3	31.7%	1.7	1.6	1.3	11%	13%	13%	56%	8%	2%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	34.70	28,162	3.35	3.50	3.77	10.4	9.9	9.2	6.1%	1.7	1.5	1.4	16%	16%	15%	77%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	22.66	11,937	3.03	3.17	3.62	7.5	7.1	6.3	9.3%	0.9	0.8	0.8	12%	12%	12%	70%	n.a.	3%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	91.70	6,083	9.76	11.73	8.61	9.4	7.8	10.7	-6.1%	1.9	1.7	1.6	19%	32%	16%	73%	10%	3%
Hochtief AG (EUR)	47.29	5,238	4.31	1.26	4.94	11.0	37.6	9.6	7.1%	1.2	1.1	1.0	10%	5%	13%	72%	n.a.	1%
平均值		12,855				9.6	15.6	8.9	4.1%	1.4	1.3	1.2	14%	16%	14%	73%	10%	3%
中间值		9,010				9.9	8.9	9.4	6.6%	1.4	1.3	1.2	14%	14%	14%	72%	10%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	339	3,488	-8.73	14.84	16.04	-38.8	22.9	21.1	n.a.	0.9	0.9	0.9	-1%	4%	4%	80%	6%	0%
Kajima Corp.	235	3,242	13.03	14.74	16.26	18.0	15.9	14.4	11.7%	1.0	0.9	0.9	5%	6%	7%	85%	5%	1%
Taisei	199	2,961	19.74	11.61	11.45	10.1	17.1	17.4	-23.8%	0.8	0.8	0.8	7%	4%	5%	80%	9%	1%
Obayashi	368	3,465	-74.21	23.08	26.76	-5.0	15.9	13.8	n.a.	0.8	0.7	0.8	-15%	5%	6%	77%	1%	-4%
平均值		3,289				-3.9	18.0	16.7	-6.1%	0.9	0.8	0.8	-1%	5%	5%	81%	5%	-1%
中间值		3,354				2.6	16.5	15.9	-6.1%	0.8	0.8	0.8	2%	5%	5%	80%	5%	0%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	2.30	9,697	0.42	0.52	0.58	5.5	4.4	4.0	17.7%	0.6	0.5	0.5	11%	12%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	3.80	8,466	0.41	0.92	1.02	9.3	4.1	3.7	57.7%	0.7	0.6	0.5	13%	14%	14%	83%	6%	1%
中交建	5.28	10,041	0.79	0.97	1.13	6.7	5.5	4.7	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	17%	17%	77%	9%	4%
中交建 (A股IPO后)	5.28	10,041	0.64	0.78	0.91	8.2	6.7	5.8	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	17%	17%	77%	9%	4%
中国中冶	2.26	8,790	0.33	0.37	0.44	6.8	6.1	5.2	14.7%	0.8	0.7	0.6	12%	12%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	6.97	3,207	0.29	0.41	0.53	24.1	17.2	13.1	35.4%	5.4	2.5	2.2	22%	15%	17%	75%	11%	9%
平均值		8,020				10.5	7.4	6.1	29.0%	1.7	1.1	0.9	15%	14%	15%	80%	8%	3%
中间值		9,415				6.8	5.5	4.7	19.2%	0.8	0.7	0.6	13%	14%	14%	81%	9%	3%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	3.16	9,697	0.35	0.42	0.47	9.0	7.5	6.7	15.6%	1.0	0.9	0.8	11%	12%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	4.64	8,466	0.34	0.74	0.83	13.5	6.2	5.6	54.9%	1.0	0.9	0.8	7%	14%	14%	83%	6%	1%
中国建筑	3.42	16,062	0.31	0.41	0.51	11.1	8.4	6.7	29.2%	1.3	1.2	1.1	12%	14%	16%	74%	8%	2%
中国中冶	3.13	8,790	0.28	0.30	0.35	11.2	10.3	8.9	12.7%	1.3	1.2	1.1	12%	12%	12%	81%	10%	3%
葛洲坝	9.76	5,329	0.39	0.54	0.70	24.7	18.2	13.9	33.4%	3.3	3.0	2.6	13%	16%	19%	76%	12%	4%
中铁二局	6.64	1,517	0.67	0.76	0.84	9.9	8.8	7.9	12.3%	2.0	1.7	1.4	20%	19%	18%	83%	4%	2%
隧道股份	8.79	1,009	0.75	0.72	0.85	11.7	12.1	10.4	6.1%	1.5	1.3	1.2	12%	11%	12%	78%	9%	4%
粤水电*	10.61	552	0.27	0.35	0.46	38.9	30.7	23.2	29.5%	2.4	2.3	2.2	6%	8%	9%	76%	8%	2%
安徽水利*	14.64	767	0.61	0.58	0.74	24.1	25.3	19.8	10.3%	5.7	4.5	3.7	24%	18%	19%	75%	14%	5%
平均值		5,799				17.1	14.2	11.4	22.7%	2.2	1.9	1.7	13%	14%	15%	79%	8%	3%
中间值		5,329				11.7	10.3	8.9	15.6%	1.5	1.3	1.2	12%	14%	14%	78%	8%	2%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司或其关联机构为中国建筑提供过投资银行服务。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED