

基建大盘股明显超跌 具备长期投资价值

研究员：张平 执业证书编号：S0570510120048

☎ 025-83290905 ✉ ustczp5000@yahoo.com.cn

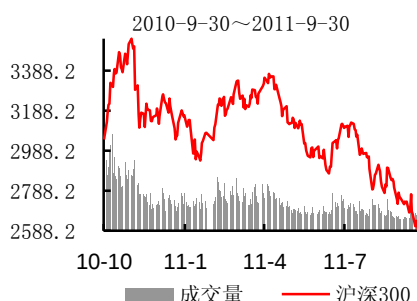
🌐 http://t.zhangle.com/4093

——四季度建筑行业策略报告

行业评级：增持(维持)

建筑

市场走势图



相关研究

- 1 《建筑(3012):201109 月度跟踪报告》2011.9
- 2 《建筑(3012):环保行业》2011.9
- 3 《中国水电(601669):受益水利水电景气提升 未来增长依然可期》2011.9
- 4 《瑞和股份(002620):市场广阔凭鱼跃 追赶策略降风险》2011.9
- 5 《建筑(3012):建筑行业中报综述》2011.9

投资要点:

◆ **FAI 保持平稳** 今年前 8 月全社会固定资产投资达到 18.06 万亿元,同比增长 25.00%,增速基本保持平稳。全球经济正呈现逐步回落态势,中国以投资拉动经济增长的方式是不可持续的,经济结构性调整势在必行,未来 FAI 增速持续下滑是大势所趋。短期来看,经济对于 FAI 的依赖性难以改变,在消费和净出口尚不足以维持经济增长的背景下,地方政府和企业投资欲望依然强烈,FAI 的增速短期仍将保持高位。

◆ **建筑板块业绩增速下滑 资金压力突显** 建筑业板块 54 家上市公司上半年实现营业收入 9512.06 亿元,同比增长 21.70%,实现营业净利润 231.49 亿元,同比增长 8.84%,增速呈持续回落态势且低于收入增速;经营性现金流净额为-648.10 亿元,较去年同期下降 288.91 亿元,创下近年来的新低,资金压力突显;存货为 5465.54 亿元,同比增加 37.22%,存货周转率为 1.66 次,同比下降 0.34 次,在建工程项目结转速度放缓。

◆ **四季度投资策略** 三季度 A 股市场在欧债危机的影响下,沪深 300 指数下跌 15.13%,同期建筑指数下跌了 16.14%,跑输大盘 1.01 个百分点,温州动车追尾突发事件引发了市场对基建投资的担忧,导致基建大盘股在行业中跌幅居前。四季度我们给予整个行业“增持”评级,在个股选择方面,主要两条思路。投资思路之一,低估值基建大盘股估值已经非常合理,进入长期投资价值区间,我们结合未来细分市场景气度,推荐水利水电板块的葛洲坝、煤化工领域的中国化学;投资思路之二,细分市场中大行业小公司的典型代表,主要推荐金螳螂、精工钢构、杭萧钢构。

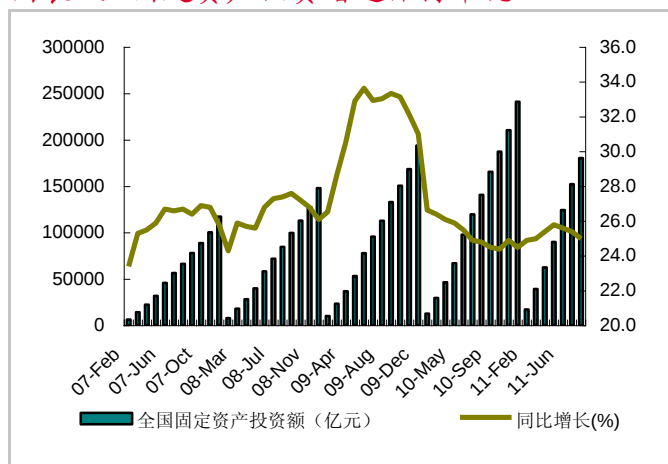
重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
精工钢构	10.67	买入	0.38	0.58	0.76	0.9	28.08	18.40	14.04	11.86
杭萧钢构	6.04	买入	0.24	0.45	0.61	0.81	25.17	13.42	9.90	7.46
葛洲坝	8.07	买入	0.4	0.58	0.9	1.15	20.18	13.91	8.97	7.02
中国化学	7.15	推荐	0.44	0.63	0.82	1.04	16.25	11.35	8.72	6.88
金螳螂	39.00	推荐	1.22	1.33	1.77	2.26	31.97	29.32	22.03	17.26

一、固定资产投资保持平稳

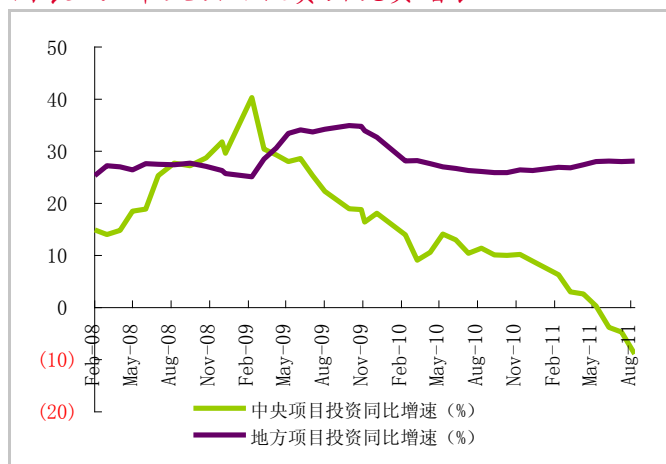
今年前8月全社会固定资产投资达到18.06万亿元，同比增长25.00%，增速基本保持平稳。从FAI的隶属关系来看，今年前8月，中央项目投资1.07万亿元同比下降了8.90% 地方项目16.98万亿元同比增长28.1%，地方项目的增速要远高于中央项目。近年来中央项目增速也仅在2008年末四万亿推出后，一度高于地方项目投资，之后一直呈现逐步回落的态势，今年6月中央项目投资出现4年来的首次负增长，截止到8月，降幅仍在持续扩大，而地方项目投资增速保持平稳。

图表1：固定资产投资增速保持平稳



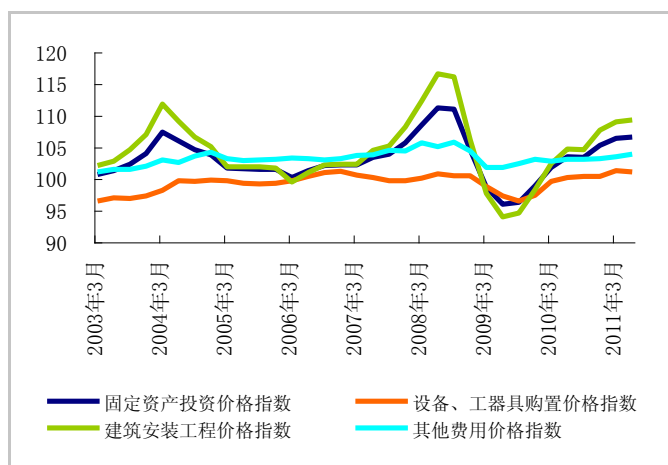
资料来源：统计局 华泰证券

图表2：中央项目投资出现负增长



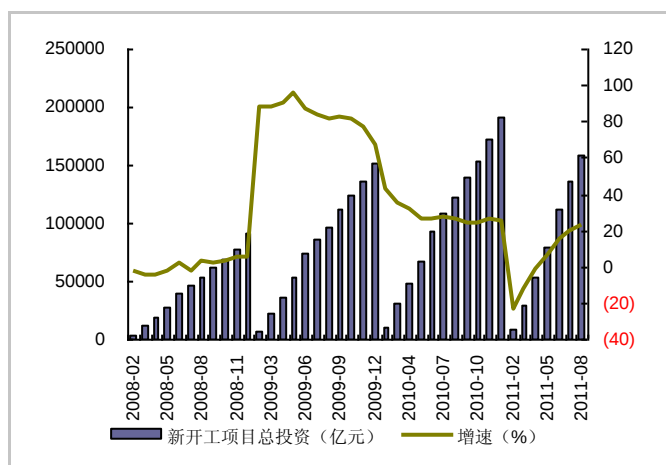
资料来源：统计局 华泰证券

图表3：固定资产投资价格指数持续攀高



资料来源：统计局 华泰证券

图表4：新开工项目情况



资料来源：统计局 华泰证券

受通胀压力影响，上半年固定资产价格指数达到 106.70，指数持续攀高，其中设备、工器具购置价格同比上升了 1.20%；建筑安装工程价格同比上升了 9.40%；其他价格同比上升了 4.00%；在建筑安装价格中材料费用同比上升了 9.00%；人工费同比上升了 13.50%；机械费同比上升了 5.00%。

全球经济正呈现逐步回落态势，中国以投资拉动经济增长的方式是不可持续的，经济结构性调整势在必行，未来 FAI 增速持续下滑是大势所趋。短期来看，经济对于 FAI 的依赖性难以改变，在消费和净出口尚不足以维持经济增长的背景下，地方政府和企业投资欲望依然强烈，FAI 的增速短期仍将保持高位。

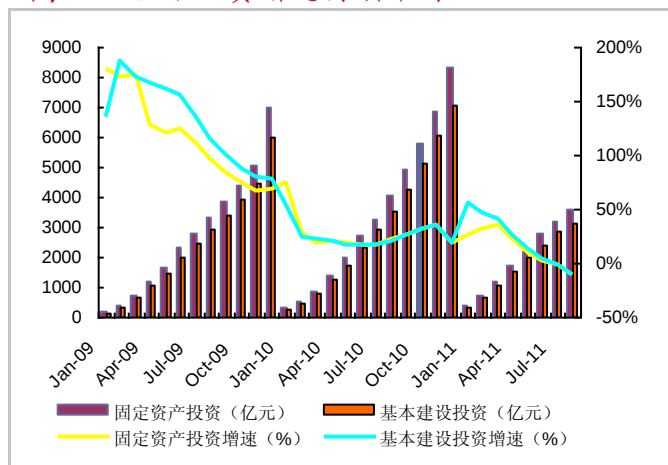
二、铁公基投资高峰已过

1、温州动车事故加快铁路投资下滑趋势

今年前 8 个月铁路固定资产投资 3577.23 亿元，同比下滑 11.75%；其中基本建设投资 3164.69 亿元，同比下滑 11.14%，从单月数据来看，8 月实现固定资产投资和基本建设投资 353.04 亿元和 330.39 亿元，分别同比下滑了 54.29%和 49.54%。温州 7.23 动车追尾事故之后铁道部展开全面的安全检查，新建铁路招标基本停滞，今年以来招标量尚不足去年的十分之一，同时铁道部负债率达到 58%，融资难度加大建设资金压力突显，目前很多在建项目因资金短缺处在停工状态，突发事件导致铁路投资短期的大幅下滑。

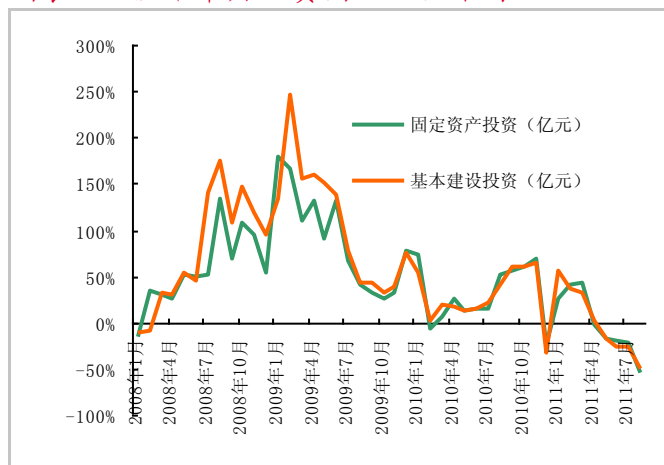
根据铁路投资的十二五规划，“十二五”期间新线投产总规模控制在 3 万公里以内，安排基建投资 2.8 万亿元。到 2015 年全国铁路营业里程将由现在的 9.1 万公里增加到 12 万公里左右，其中快速铁路 4.5 万公里左右、西部地区铁路 5 万公里左右，复线率和电化率分别达到 50%和 60%以上。十二五期间平均每年铁路基建投资 5600 亿元，与 2010 年 7091.04 的基建投资相比，增速下滑在市场预期范围之内，温州动车事故只是突发事件，在事实上却加快了投资下滑的趋势。对于铁路建设企业而言，铁路招标放缓、铁道部的资金短缺已经给铁路建设企业带来了巨大的业绩压力。

图表 5：铁路投资增速持续下滑



资料来源：铁道部 华泰证券

图表 6：铁路单月投资同比大幅下滑



资料来源：铁道部 华泰证券

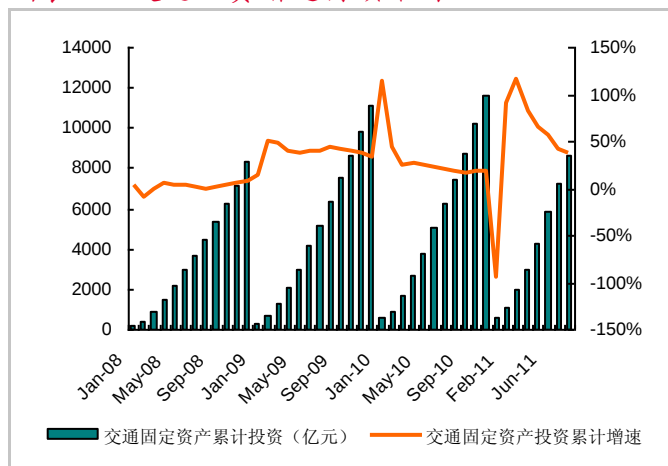
从投资主体来看，铁道部一家独大的局面仍未改变，目前保持在80%以上的投资占比，我们认为铁路投资是个长期的过程，大规模借贷偿债压力也会影响长期投资的可持续性，进一步加快铁路投融资改革是保障铁路大规模投资顺利实施的基础。

2、交通投资将保持平稳

根据最近交通部出台的《交通运输“十二五”规划》，“十二五”期间，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，覆盖90%以上的20万以上城镇人口城市，二级及以上公路里程达到65万公里，国省道总体技术状况达到良等水平，农村公路总里程达到390万公里；港口码头结构进一步优化，深水泊位达到2214个；内河航运“两横一纵两网十八线”1.9万公里高等级航道70%达到规划标准，高等级航道里程达到1.3万公里；运输机场数量达到230个以上建成100个左右铁路、公路、城市交通有效衔接的综合客运枢纽，建设200个功能完善的综合性物流园区或公路货运枢纽。预计总投资6.2万亿元，平均每年投资额在1.2万亿，与2010年投资规模相当，预计“十二五”期间公路投资将保持平稳。

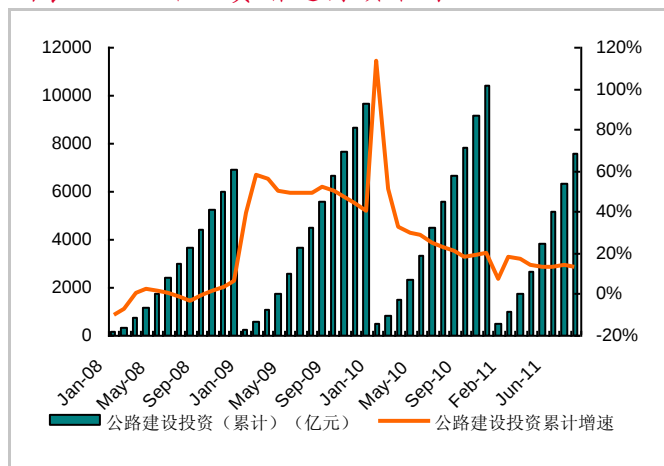
今年前8月交通固定资产投资8596.79亿元，同比增长14.78%，公路固定资产投资7553.91亿元，同比增长12.71%。增速均呈现逐步回落态势。

图表 7：交通投资增速持续下滑



资料来源：交通部 华泰证券

图表 8：公路投资增速持续下滑



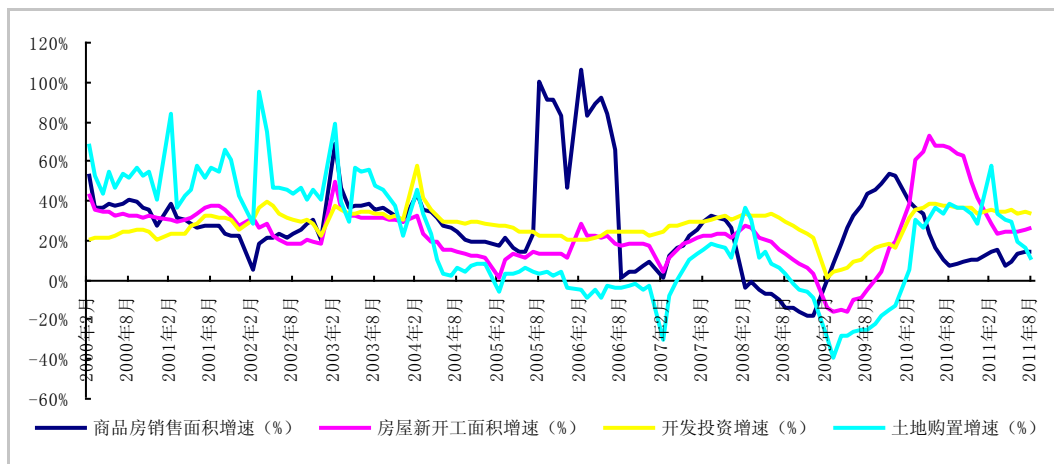
资料来源：交通部 华泰证券

三、房地产市场投资仍在高位 保障性住房政策护航

1-8月，全国房地产开发投资37781亿元，同比增长33.2%。其中，住宅投资27118亿元，增长36.4%。全国商品房销售面积59854万平方米，增长13.6%。其中，住宅销售面积增长13.1%。尽管目前投资增速依然保持平稳，在限购扩大和信贷紧缩短期难以消除背景下，先行指标房地产销售、土地购置及新开工增速均处在低位，目前房

地产投资增速难以维持，四季度将持续下滑。

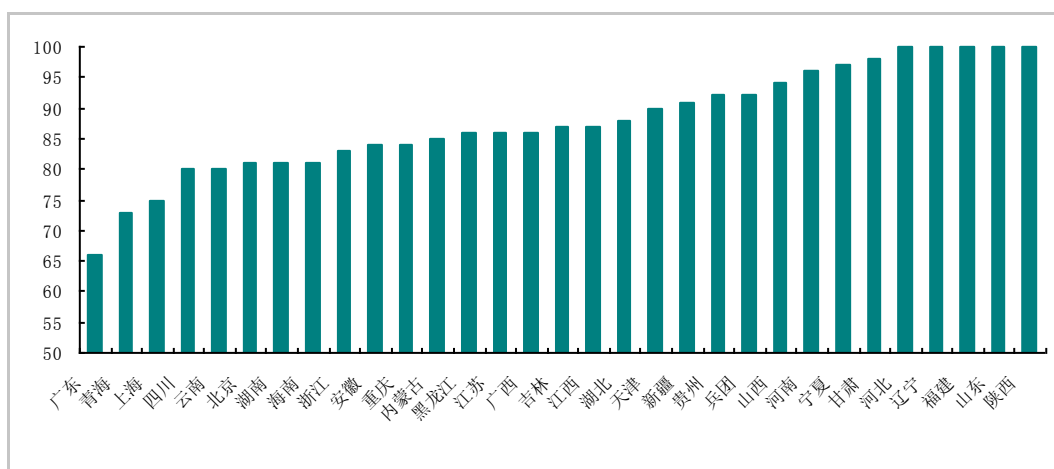
图表 9: 房地产投资、销售、新开工及土地购置情况



资料来源: 统计局 华泰证券

今年 1-8 月，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已实物开工 868 万套，开工率 86%。在高压政策之下，今年保障性住房建设能够完成 1000 万套规划，目前在保障性住房建设中“钱”与“地”始终困扰参与各方，尤其是资金缺口非常大，明年 1000 万套开建，再加上今年 1000 万套在建，资金压力仍将持续增大。对于建筑企业而言，参与保障房建设可以获取稳定回报。尤其是具有勘察设计、施工与开发全产业链的大型企业，通过保障房建设总承包（EPC），综合回报比较可观。

图表 10: 1-8 月各地区城镇保障性安居工程开工情况

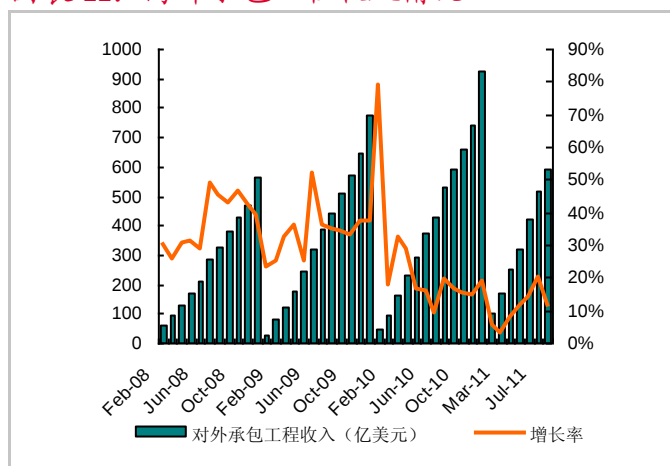


资料来源: 住建部 华泰证券

四、海外市场

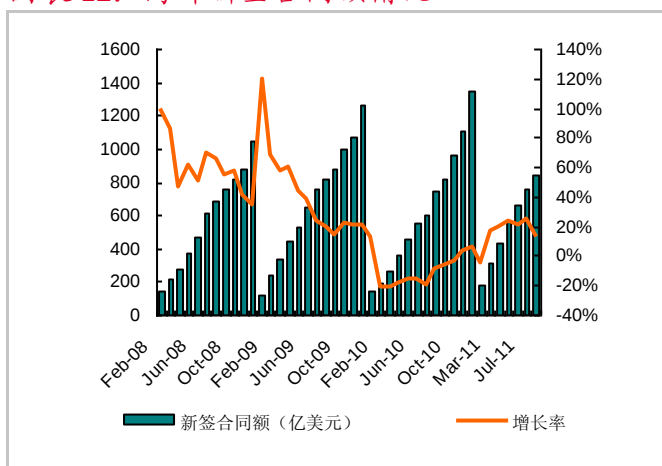
1-8月,我国对外承包工程业务完成营业额 589 亿元,同比增长 11.32%;新签合同额 841.70 亿元,同比增长 12.35%。在国内基建市场增速逐渐下滑的背景下,中国建筑企业的国际化是必然的趋势,寻求海外市场发展力度将持续加大,在国内市场积累的施工力量将逐步向海外输出,尽管这一过程中并非一帆风顺,近年来中国铁建的沙特项目、中国中铁的波兰项目和利比亚战乱导致所带来的巨额损失,但长期依然看好中国建筑企业的海外拓展之路。

图表 11: 海外承包工程收入情况



资料来源:铁道部 华泰证券

图表 12: 海外新签合同额情况



资料来源:铁道部 华泰证券

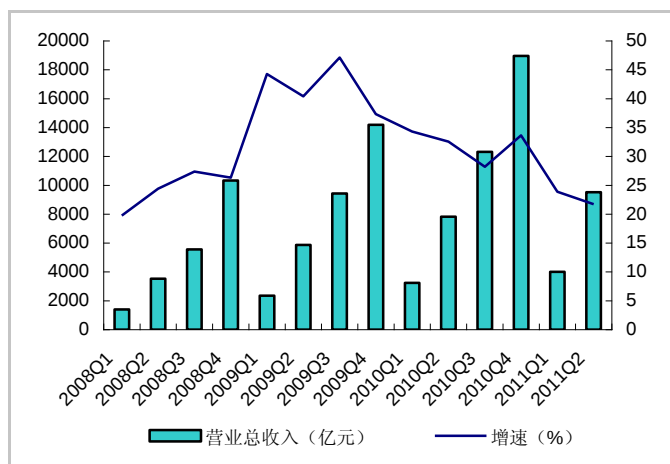
五、建筑板块业绩增速下滑 资金压力突显

1、建筑业板块收入及净利润增速放缓 景气度明显分化

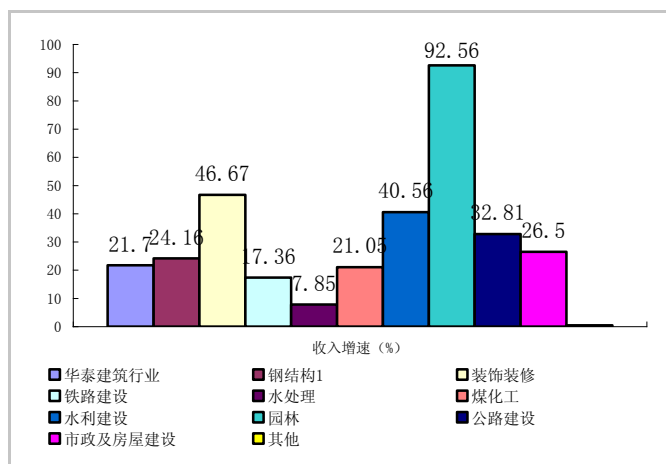
建筑业板块 54 家上市公司上半年实现营业收入 9512.06 亿元,同比增长 21.70%,增速呈持续回落态势;细分行业景气分化严重,其中园林、装饰装修和水利水电板块维持较高景气度,收入增速位居子行业前三位,分别达到 92.56%、46.67%和 40.56%。环保水处理板块收入增速最慢,仅为 7.85%。

图表 13: 建筑行业收入增速放缓

图表 14: 子行业收入增速情况



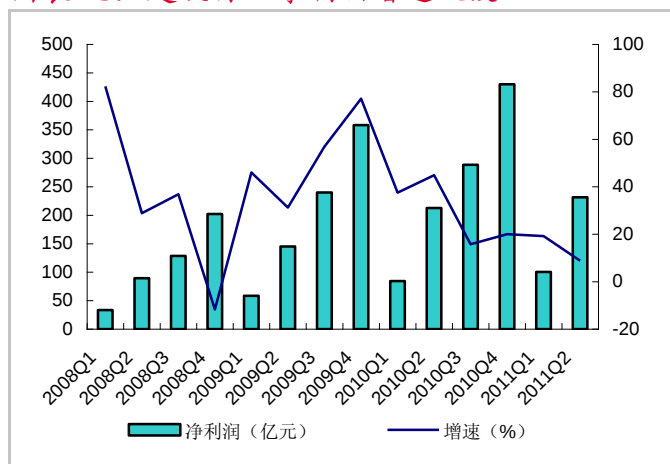
资料来源：华泰证券 WIND



资料来源：华泰证券 WIND

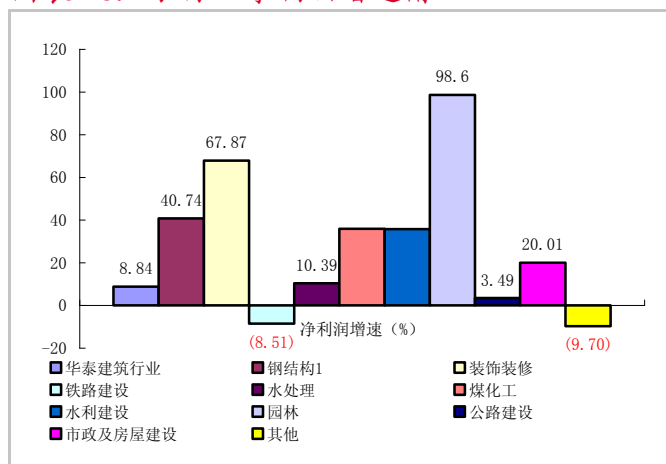
建筑业板块上半年实现营业净利润 231.49 亿元，同比增长 8.84%，增速呈持续回落态势且低于收入增速；其中园林、装饰装修和钢结构净利润增速位居子行业前三位，分别达到 98.60%、67.87%和 40.74%。而铁路基建板块净利润同比下滑 8.51%。

图表 15: 建筑行业净利润增速放缓



资料来源：华泰证券 WIND

图表 16: 子行业净利润增速情况



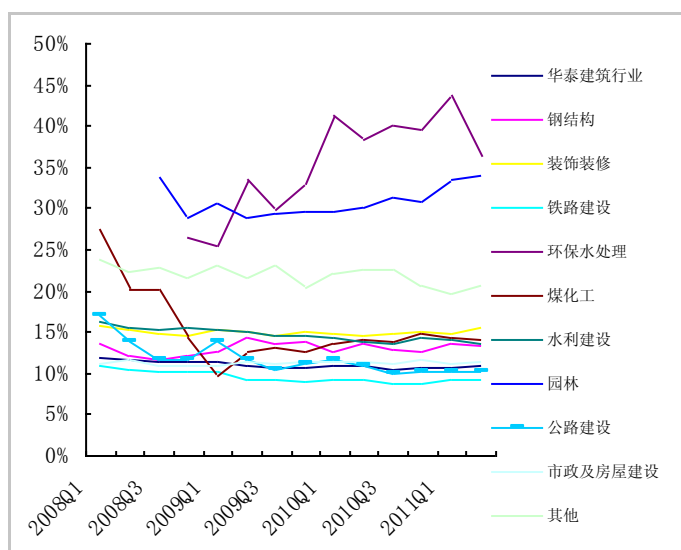
资料来源：华泰证券 WIND

2、行业整体盈利能力稳中略降

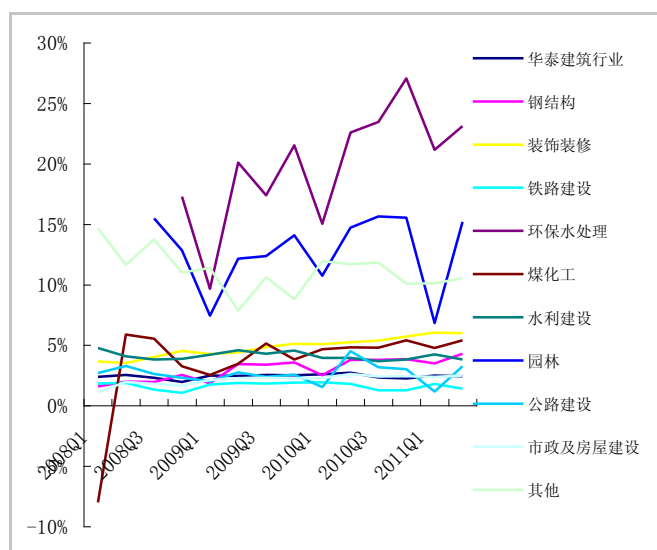
建筑业板块上半年整体毛利率 10.88%，同比下滑了 0.12，净利率为 2.43%，同比下滑了 0.29 个百分点；细分板块来看，园林和装饰装修毛利率同比上升了 3.76 和 0.92 个百分点；行业的整体盈利能力稳中略降，并未受原材料价格和人员工资上涨影响，体现出良好的向下游转移成本的能力。

图表 17: 建筑行业毛利率情况

图表 18: 建筑行业净利率情况



资料来源：华泰证券 WIND

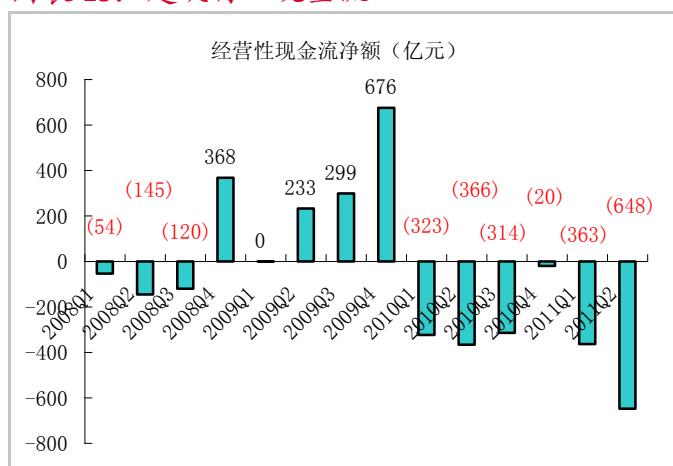


资料来源：华泰证券 WIND

3、经营性现金流凸显资金链压力仍存

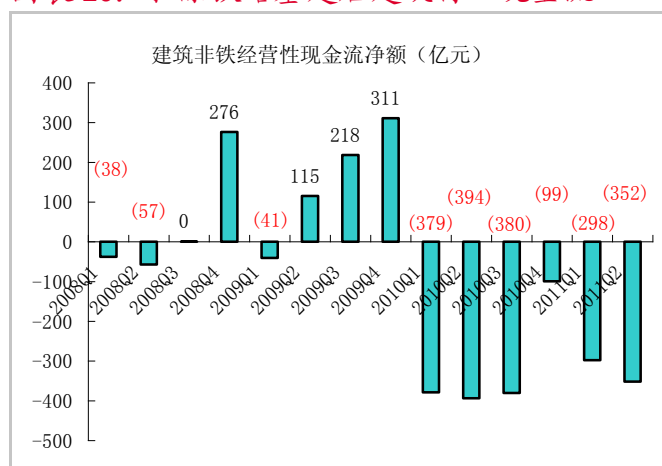
建筑业板块上半年经营性现金流净额为-648.10 亿元，较去年同期下降 288.91 亿元，创下近年来的新低，其中铁路基建三家公司受铁道部资金链紧张影响，上半年现金流严重恶化，经营性现金流净额为-296.34 亿元，较去年同期下降了 323.83 亿元，扣除铁路基建板块后，建筑板块的经营性现金流净额为-351.77，较去年同期上升了 41.83 亿元；货币政策的持续收紧，也导致建设方资金链紧张，建筑行业从 2010 年以来现金流压力持续增大。

图表 19：建筑行业现金流



资料来源：华泰证券 WIND

图表 20：扣除铁路基建后建筑行业现金流

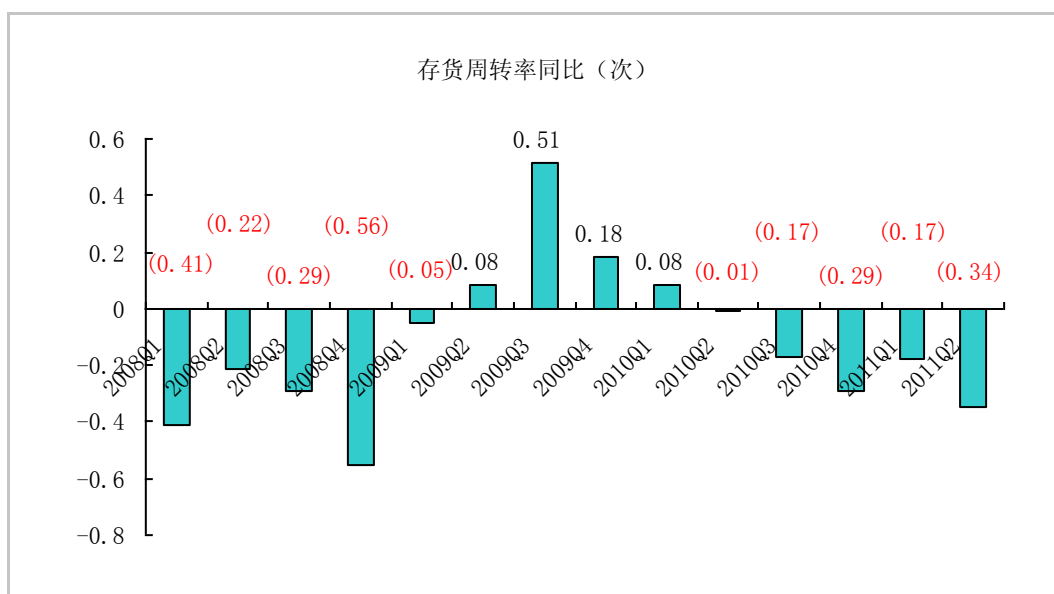


资料来源：华泰证券 WIND

4、存货周转率下降 项目结算速度减慢

建筑业板块上半年存货为 5465.54 亿元，同比增加 37.22%，存货周转率为 1.66 次，同比下降 0.34 次，由于建筑行业的结算特点，已完工尚未结算的成本在存货中比重较大，存货周转比同比下降，更多是反应了建设方资金链紧张背景下，减缓在建项目结算速度从而减小项目付款压力。

图表 21：固定资产投资增速保持平稳



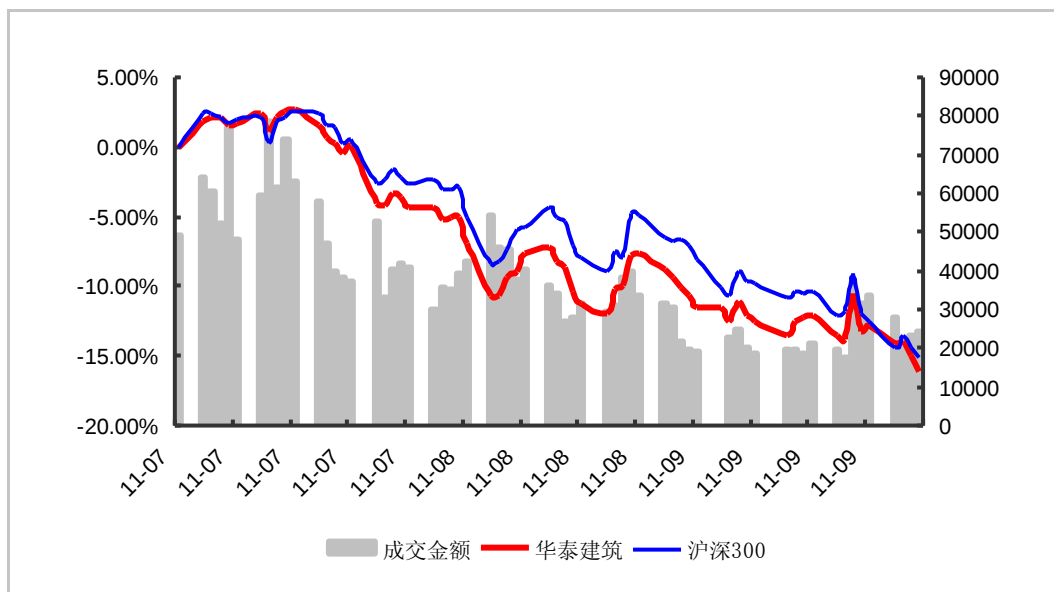
资料来源：华泰证券 WIND

六、建筑板块业绩增速下滑 资金压力突显

1、上季回顾

三季度 A 股市场在欧债危机的影响下，沪深 300 指数下跌 15.13%，同期建筑指数下跌了 16.14%，跑输大盘 1.01 个百分点，其中温州动车追尾突发事件引发了市场对基建投资的担忧，导致基建大盘股在行业中跌幅居前。

图表 22: 三季度行业小幅跑输大盘



资料来源：华泰证券 WIND

四季度建筑行业策略

国务院公布的国民经济与社会发展“十二五”规划纲要，水利水电、保障性住房将成为 2011 年的投资主要增长点；建筑“十二五”规划中重点提示了装饰装修、钢结构等细分市场的发展前景。随着国家现代煤化工示范工程的建成运行，新一轮的煤化工投资热潮有望来临，煤化工建设企业的景气将持续提升。而在“十一五”期间大放异彩的铁公基领域，未来仍将处在大投资时代，但增速将持续回落。

图表 23: 行业景气度分化

子行业	未来景气度	上市公司
铁公基	维持	重庆路桥 浦东建设 中铁二局 龙建股份 中国铁建 中国中铁 北新路桥
水电水利	提升	葛洲坝 安徽水利 粤水电 围海股份
装饰装修	提升	金螳螂 洪涛股份 亚厦股份 广田股份 瑞和股份
园林	维持	东方园林 棕榈园林
钢结构	提升	东南网架 杭萧钢构 精工钢构 光正钢构
环保水处理	提升	万邦达 碧水源 中电环保
房建	维持	上海建工 龙元建设 新疆城建 中国建筑
市政及轨道交通	维持	宏润建设 腾达建设 隧道股份
国际业务承包	维持	大连国际 中国国际
特种装备制造	维持	中材国际 海油工程 延华智能
冶金工程建设	维持	中国中冶
轻工、化工建设	提升	东华科技 中国海诚

资料来源：华泰证券

四季度我们给予整个行业“增持”评级，在个股选择方面，主要两条思路。

投资思路之一，低估值基建大盘股估值已经非常合理，进入长期投资价值区间，我们结合未来细分市场景气度，推荐水利水电板块的葛洲坝、煤化工领域的中国化学；

投资思路之二，细分市场中大行业小公司的典型代表，主要推荐金螳螂、精工钢构、杭萧钢构。

图表 24：重点关注公司盈利预测及估值

股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
精工钢构	10.67	0.38	0.58	0.76	0.9	28.08	18.40	14.04	11.86
杭萧钢构	6.04	0.24	0.45	0.61	0.81	25.17	13.42	9.90	7.46
葛洲坝	8.07	0.4	0.58	0.9	1.15	20.18	13.91	8.97	7.02
中国化学	7.15	0.44	0.63	0.82	1.04	16.25	11.35	8.72	6.88
金螳螂	39.00	1.22	1.33	1.77	2.26	31.97	29.32	22.03	17.26
东华科技	23.83	0.71	0.70	1.15	1.72	53.96	34.04	20.72	13.85
碧水源	37.62	1.31	0.93	1.52	2.35	68.75	33.21	21.78	14.88
中材国际	23.70	1.88	1.86	2.27	2.70	15.15	11.88	9.09	7.42
中国中铁	2.96	0.35	0.32	0.35	0.41	8.42	9.25	8.46	7.22
中国铁建	4.38	0.34	0.62	0.70	0.72	12.73	7.06	6.26	6.08
中国中冶	3.04	0.28	0.31	0.38	0.45	10.92	9.81	8.00	6.76
中国建筑	3.39	0.31	0.40	0.52	0.63	11.01	8.48	6.52	5.38
中电环保	18.57	0.6	0.6	0.92	1.26	40.73	30.95	20.18	14.74
鸿路钢构	35.18	1.61	1.80	2.51	3.21	29.21	19.50	14.04	10.95

资料来源：华泰证券

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。