



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

投资策略报告

证券研究报告

2011年3月29日

主题研究

研究部

中金策略研究组

黄海洲

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010050
huanghz@cicc.com.cn

汪超

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010018
wangchao@cicc.com.cn

常宇亮

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511030016
changyl@cicc.com.cn

饶美秀

分析师，SAC 执业证书编号：S0080511010057
raomx@cicc.com.cn

房地产调控：投资总量、结构和策略分析

小春损失大春补 周期向好春天里

投资要点：

住宅投资增速的下滑可由部分基建新增投资弥补。房地产调控会导致未来投资增速出现放缓，但不会显著下滑，其原因主要来自于投资结构的变化，即以轨道交通和水利水电水运等基建行业投资力度的加大以及房地产行业内部保障房建设的弥补作用。考虑到保障房后的住宅投资，加上城市轨道交通、水利水电水运后投资为 4.96 万亿，与 2010 年可比项目增长 0.96 万亿，增速为 24%，与 2010 年固定资产投资增速基本持平。

保障房是宏观政策用来调控投资大棋盘上的众多棋子中一颗。3600 万套保障房的作用于 2008 年底的“4 万亿”有异曲同工之妙，一方面可以用来压制投资者对于商品房房价非理性上涨的预期，逐步消除房价上涨过快给社会带来的负面效应，另一方面也能切合“促民生”的政策推动趋势，切实解决中低端收入的民众的住房问题。估算 2011 年在保障房拉动下的住宅投资约 4 万亿，同比增长 17% 左右，新增投资在 0.6 万亿左右。尽管新开工面积可能下降至 9%，但房屋套数的增长依然可能维持在 17%。

新增投资带来结构性的投资机会。政策调控下的房地产行业整体投资增速将有所回落，相关产业链条上的行业可能随之出现增速下降情况；但由于新增基建投资的弥补，土建材料及相关行业的增速不会显著下滑。另外，保障房会是中低端家电家具装潢等消费行业“渠道下沉”的新形式，参与保障房建设的建筑公司及主要商圈位于保障房重点建设区域的公司也将会受益保障房建设。其次，由于城市轨道交通增速在 32% 左右，高于整体投资增速，相关专业设备制造、机电工程等行业将明显受益受益。同时，水利水电水运的投资增速可能达到 60% 以上，远高于整体投资增速，相关专业设备类公司将会大幅受益，爆破公司、节水灌溉企业以及污水处理和新材料管道等子行业也明显受益。

投资建议：

在保障房和基建相关土建工程子行业中我们更看好大型建筑公司、水泥和工程机械；在相关材料方面，我们看好煤炭、化工；在水务方面，我们看好内河水运、水电建设、污水处理和新型管材；在铁路和轨道交通领域，我们提醒投资者关注专业机电设备供应商包括列车技术、通信设备、信号设备；在家电中我们更喜欢渠道下沉、三四线网络较强的厂商；此外，建议投资者关注受房价影响较大的银行及房地产行业本身，只要政策不继续紧缩，房价得到控制的情况下，这两个行业具有良好的配置价值。

我们分别列出了值得投资者关注的 A 股和港股股票池，并简单介绍投资亮点，具体请参阅正文十九页。

目录

调控与转型推动投资结构性变化	3
新增投资对产业链的拉动效应	9
积极把握新增投资带来的机会	17
行业及上市公司配置建议	19

图表

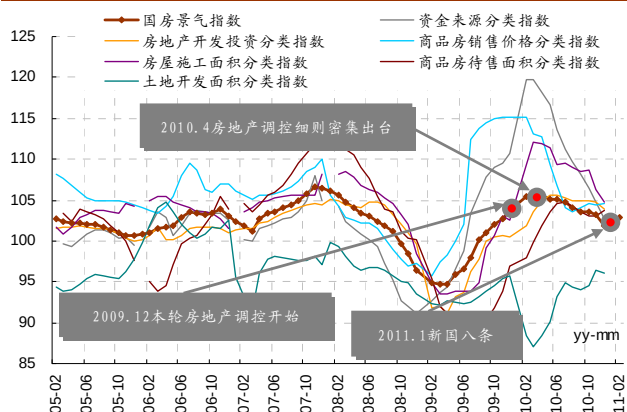
图表 1: 房地产调控下国房景气指数明显回落	3
图表 2: 预计十二五期间住宅新开工面积情况	3
图表 3: 保障房类型结构 (预计套均面积 60 平方米)	4
图表 4: 住宅新开工面积增长 9%, 但套数增长 17%	4
图表 5: 预计 2011 年土地购置成本会有所下降	4
图表 6: 预计十二五期间保障房新增投资情况	4
图表 7: 2011 年根据保障房完成进度与商品住宅开发投资增速测算的房地产投资情景分析	4
图表 8: 媒体披露十二五规划相关行业项目预计投资金额	5
图表 9: 投资结构的变化发展趋势	6
图表 10: 房地产、基建及制造业投资占 FAI 逾 80%	7
图表 11: 04 年至今三支柱产业的增速维持较为平衡	7
图表 12: 房地产投资对 FAI 增长的直接和间接贡献	7
图表 13: 基建及房地产投资影响制造业投资	7
图表 14: 铁路投资已至高峰, 高增长恐难继续	8
图表 15: 城市轨道交通有望成为新的投资热点	8
图表 16: 十二五期间水利水电港口投资将大幅提升	8
图表 17: 今年投资增速不会显著下滑, 基建投资弥补住房投资增速 10% 左右	8
图表 18: 假设建筑地产业投资增长 10% 的情况下, 对产业链及相关服务行业的拉动效应	9
图表 19: 建筑地产行业的产业链	10
图表 20: 保障房投资对产业链收入贡献测算	10
图表 21: 房地产行业进程的领先指标对于产业链配置的意义	11
图表 22: 新开工面积与工程机械	11
图表 23: 在建面积与水泥产量	11
图表 24: 竣工面积与家电产量	11
图表 25: 保障房对建筑公司的利润有明显提升作用	11
图表 26: 新增保障房省区分布及与各省市人均 GDP 和人口总数的关系	12
图表 27: 保障房带来相关消费业 “渠道下沉” 的新形式	12
图表 28: 新增住宅投资对家电行业拉动的测算	12
图表 29: 假设铁路轨道交通投资增长 10% 的情况下, 对产业链及相关服务行业的拉动效应	13
图表 30: 铁路轨道交通行业的产业链	14
图表 31: 重点跟进轨道交通产业链上的特殊设备	14
图表 32: 地铁投资构成及主要参与方	15
图表 33: 水利水电水运建设产业链	15
图表 34: 水利水电水运产业链上的最受益行业	16
图表 35: 新增投资对产业拉动的结构性变化	17
图表 36: 钢铁水泥等核心土建材料需求增速不会明显下降	18
图表 37: A 股重点受益股票池	19
图表 38: 港股重点受益股票池	23

调控与转型推动投资结构性变化

房地产调控将有效抑制商品房投资

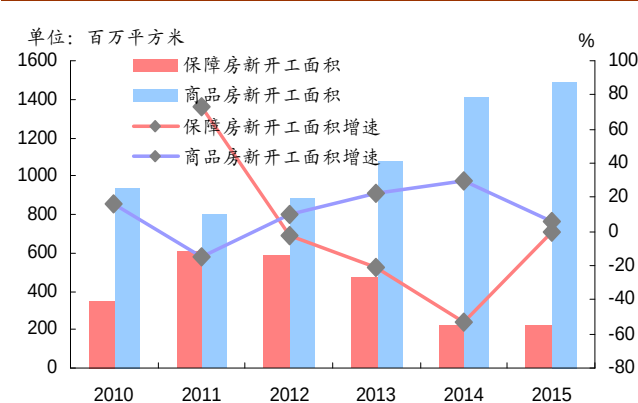
由美国次贷危机引发的金融危机对中国的房地产行业而言可真称得上“福祸相依”。在金融危机发生前的 07 年，国内主要大城市的房地产行业正因涨幅过快饱受调控困扰；随着 08 年金融危机的全面爆发，政府为防止经济下滑不得不对房地产从打压转为扶持，利用房地产行业强大的产业拉动效应刺激中国经济复苏；如今，危机的阴影已经逐渐消散，而房地产做为短期刺激工具的弊端也开始显现出来，迅速上涨的房价不但引发了通胀和过度投机，还可能导致社会和政治风险的出现，在此情况下，政府从 09 年末开始了本轮的房地产调控，随着房价的高涨，调控也在不断加强，从图表 1 可以看出，从 10 年 4 月房地产调控政策密集出台至今，国房景气指数已有明显回落，尤其是资金来源指数和销售价格指数下降的最为明显。进入 2011 年，调控力度在房价“死扛”下有增无减，新国八条的限购政策有效抑制了投机需求，3600 万套的保障房计划则会迅速扩大住宅供给，我们认为在此形势下，未来国房景气指数的持续下降已毋庸置疑，房地产投资尤其是商品房投资增速将会得到有效抑制。

图表 1：房地产调控下国房景气指数明显回落



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 2：预计十二五期间住宅新开工面积情况



资料来源：WIND，中金公司研究部

投资增速不会明显回落

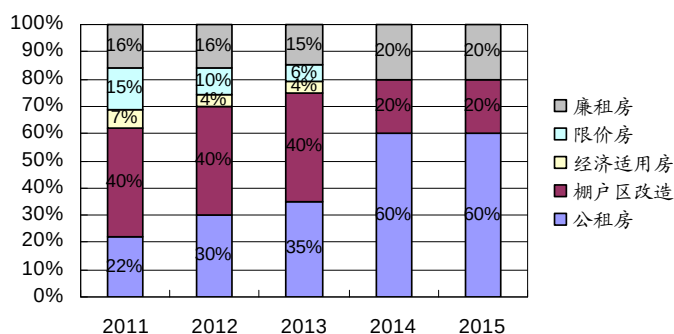
由于在中国经济的发展过程中，房地产行业在固定资产投资中一直占据着主要位置，在金融危机期间，房地产行业甚至一度上升到“战略支柱产业”的高位，因此，未来房地产投资的下降引发了市场对经济增速下滑的担忧。我们认为，房地产调控可能会导致未来投资增速出现放缓，但不会显著下滑，其原因主要来自于投资结构的变化，即以基建产业为主的轨道交通和水利水电水运等行业投资力度的加大以及房地产行业内部保障房建设对其投资的弥补作用；往后看，固定资产投资增速有下降的风险，但仍需要观察政策对于“棋子”的布局。以下我们将对此结论做具体的阐述：

结论一：预计 2011 年房地产投资整体增速有所下降 保障房可发挥一定程度弥补作用。

首先，从住宅结构来看，未来保障性住房是以租赁模式为主，即公租房和廉租房，棚户区改造的规模逐渐减小，经济适用房和限价房比重也逐渐下降并最终退出历史舞台。据中金房地产组预测¹，房地产调控下，2011 年住房新开工面积增长约为 9%。由于其中保障房的占比较高，而保障房套均面积大致为 60 平方米，商品房的平均面积约为 90 平方米，因此新开工住宅套数的增长要高于新开工面积的增长，根据 2011 年政府规划和 2010 年保障房建设情况测算，其增长约为 17%。

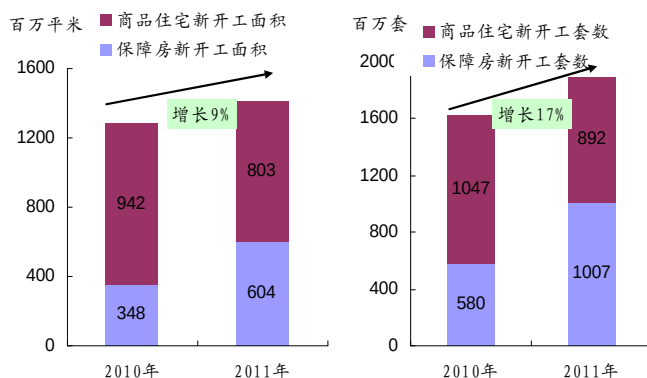
¹ 具体分析请参考《土地财政、地方债务及保障性住房分析》（中金公司地产组 白宏炜 2011.3.14）

图表3:保障房类型结构(预计套均面积60平方米)



资料来源: 中金公司研究部

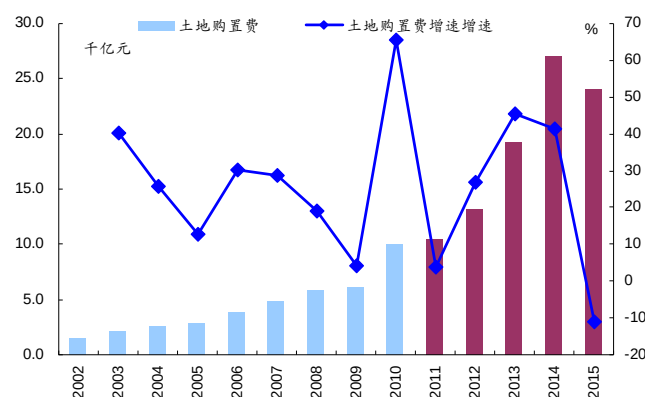
图表4:住宅新开工面积增长9%,但套数增长17%



资料来源: WIND, 中金公司研究部

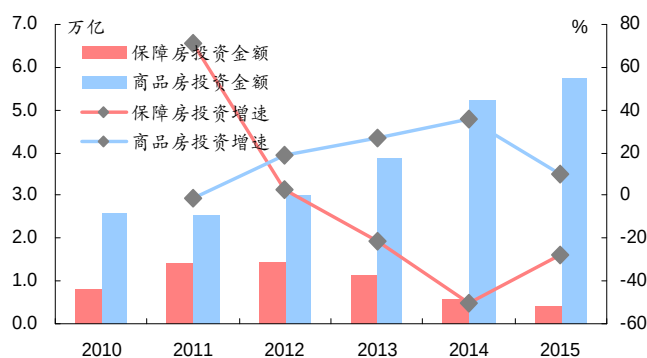
其次,从土地出让来看,由于地方政府面临的高负债现状,预计未来的保障房建设将以让利土地成本的方式将其转嫁给开发商为大概率事件,据中金房地产组测算,若地方保障房均采用这种方式,开发商的土地购置费用将下降10%左右。

图表5:预计2011年土地购置成本会有所下降



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表6:预计十二五期间保障房新增投资情况



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表7:2011年根据保障房完成进度与商品住宅开发投资增速测算的房地产投资情景分析

		商品住宅开发投资增速															
		20%		10%		5%		0%		-1%		-5%		-10%		-20%	
保障房完成进度	40%	3.7	8%	3.4	1%	3.3	-3%	3.2	-7%	3.1	-8%	3.0	-11%	2.9	-15%	2.6	-22%
	50%	3.8	12%	3.6	5%	3.4	1%	3.3	-3%	3.3	-4%	3.2	-7%	3.0	-11%	2.8	-18%
	60%	4.0	16%	3.7	9%	3.6	5%	3.4	1%	3.4	0%	3.3	-3%	3.2	-6%	2.9	-14%
	80%	4.2	25%	4.0	17%	3.9	13%	3.7	9%	3.7	9%	3.6	6%	3.5	2%	3.2	-6%
	100%	4.5	33%	4.3	25%	4.1	21%	4.0	18%	4.0	17%	3.9	14%	3.7	10%	3.5	2%
	110%	4.7	37%	4.4	29%	4.3	26%	4.1	22%	4.1	21%	4.0	18%	3.9	14%	3.6	6%
	120%	4.8	41%	4.5	34%	4.4	30%	4.3	26%	4.3	25%	4.2	22%	4.0	18%	3.8	11%

* 假设2011年保障房建设标准进度是1000万套,需要投资约1.4万亿;商品住宅开发投资2010年基数为2.58万亿

资料来源: 中国国家统计局, 中金公司研究部

最后，从投资金额来看，2011年建1000万套保障房约投资1.4万亿，综合之前分析的住房结构调整及土地购置成本下降因素，再结合10年的保障房建设情况，预计2011年保障房投资完成计划、商品住宅投资增速下滑1%为大概率事件。按此假设我们估算2011年住宅投资约4万亿，同比增长17%左右，新增投资在0.6万亿左右。保障房方面的新增投资将是2011年房地产投资维持增长的关键。同时，我们也要看到相较2010年32%的增长，房地产投资整体增速将出现较为明显的回落，保障房只可以起到一定程度上的效果，无法完全弥补商品房的投资增速下滑。

结论二：政策投资项目规划众多，“保障房”只是其中一颗“棋子”。

从各主流媒体披露的十二五规划项目来看，投资项目主要覆盖了房地产、交通、高端装备制造、环保、能源、安防、生物医药、信息产业等领域，部分基建产业及新兴产业有望在未来五年获得跳跃式发展。尽管我们对这些项目实施的力度和进度持审慎态度，但至少从中可以获取两点有价值的结论：一是固定资产投资的空间依然宽广，各投资项目对于宏观调控政策而言只是大棋盘上的众多棋子，目前来看，可以下的“棋子”仍然不少。二是“保障房”是众多“棋子”中份量较重的一颗；3600万套保障房的作用于2008年底的“4万亿”有异曲同工之妙，一方面可以用来压制投资者对于商品房房价非理性上涨的预期，逐步消除房价上涨过快给社会带来的负面效应，另一方面也能切合“促民生”的政策推动趋势，切实解决中低端收入的民众的住房问题。3600万套保障房如果完全实施可以基本覆盖城镇20%左右的人口，似乎有“过剩”的嫌疑，特别资金来源也有“不明”之惑，但政策上对此还是有可调整的空间，“4万亿”也没有完全实施，就达到了预期的效果。

图表8：媒体披露十二五规划相关行业项目预计投资金额

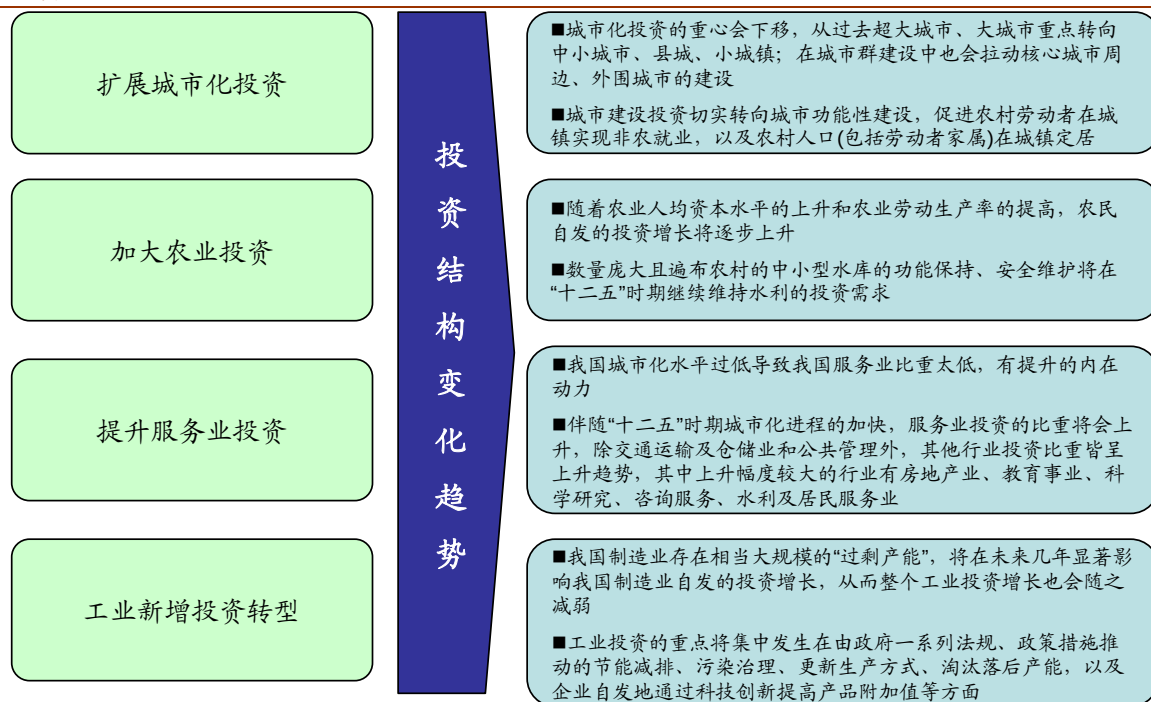
板块	行业	项目	估算投资 (万亿元)	附注(信息来源及估算方法)
房地产			5.00	
	保障房		5.00	《中国证券报》2011年保障性安居工程投资或将达1.4万亿元人民币。按此估算则十二五期间3600万套保障房需投
交通			8.70	
	铁路		3.50	铁道部《中长期铁路规划》
		高铁	1.88	铁道部《中长期铁路规划》
		城市轨道交通	1.20	铁道部《中长期铁路规划》
	公路		3.50	《经济观察报》2011-1-01交通部十二五第一年2011年投资定盘超7000亿元投向城市公路，估算5年共3.5万亿
	航空		1.50	民航局局长李家祥在2011-1-12讲话
	内河水运		0.20	《21世纪经济报道》2011-1-05十二五铁路公路机场铁公机规划扩容预建综合交通运输体系
其他高端装备制造业			8.35	
	高端装备制造业		3.50	《中国证券报》2010-11-23掘金“十二五”十大领域成长股曝光：每年社会投资5000亿元，并带动设备采购投资
	科研投入		4.60	《上海证券报》2010-10-13高端制造领衔战略性新兴产业成“十二五”规划重点
	海洋工程		0.25	《上海证券报》2010-10-21十二五期间海洋工程装备总投资将超过2500亿元
环保			3.20	
	脱硝		0.20	《上海证券报》2011-2-05十二五火电脱硝时间表意外提前 多家公司分享2000亿份额
能源	节能环保		3.00	《中国证券报》2011-1-06十二五节能环保产业规划3万亿 重点打造龙头环保企业
			7.05	
	电源投资		2.75	《华夏时报》2011-1-01电力工业十二五发改委南宁收尾煤电谈判电企开展疯狂囤煤
	水利		2.00	《人民日报》2011-1-24“十二五”时期我国水利投资将达2万亿元
	水电		0.70	《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》2011-1-25
	电网		1.60	《21世纪经济报道》2011-1-11十二五国网发力特高压：5000亿开建“三纵三横”，11年投资3220亿元，估算5年1.67
	特高压		0.50	《上海证券报》2010-8-13国家电网“十二五”特高压投资规划出台
安防	农村电网		0.30	《21世纪经济报道》2011-1-07十二五新一轮农村电网改造升级：谁将分食3000亿盛宴？
			0.50	《上海证券报》2011-1-14“十二五”安防产业规模将翻番 视频监控巨头空间大 每年1000亿，估算5年0.5万亿
生物医药卫生			0.14	
	健康卫生		0.10	2011-1-12医药卫生部十二五规划目标国民健康水平居发展中国家前列
信息产业	新药专项		0.04	《中国证券报》2011-1-07十二五生物医药重大新药研发创制将获400亿元资金支持
			2.00	
	物联网			
	智能交通		0.04	《中国证券报》2010-12-14物联网十二五规划锁定十大领域
	电信宽带		2.00	《中国证券报》2010-11-23掘金“十二五”十大领域成长股曝光

资料来源：主流媒体网站及相关部门报告，中金公司研究部

结论三：固定资产投资将发生结构性变化，部分基建投资产业尤其是轨道交通和水利水电水运的投资增速可部分弥补房地产投资下滑的影响。

首先，经济结构的转型必将带来投资结构的变化。随着地方政府和各部委陆续公布十二五规划及两会的召开，十二五的基本方针已经有了大致的轮廓，关注民生，防止经济进入“中等收入陷阱”是未来工作的核心内容。发展方向的调整相应的是经济结构的转型，而经济结构的转型必将带来投资结构的变化。未来投资结构的变化将主要体现在四个方面，即扩展城市化投资、加大农业投资、提升服务业投资及工业新增投资转型。从这个意义上讲，目前的房地产调控便是经济结构转型中的一个必经之路，因为其既涉及到了未来的城镇化能否顺利发展，又体现了“改善民生”这个发展主题。

图表 9：投资结构的变化发展趋势



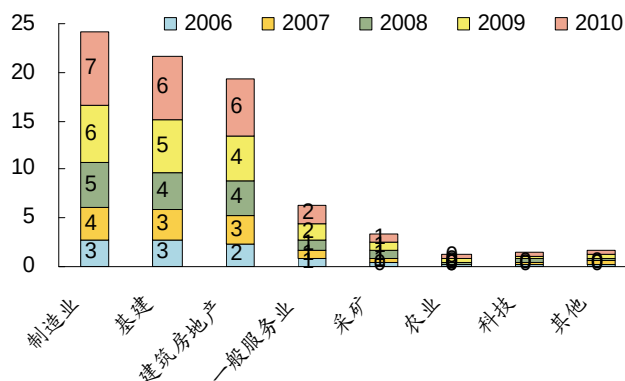
资料来源：中金公司研究部

其次，从固定资产投资静态结构来看，抑制房地产投资增速，加大基建投资的“弥补”效应或为大概率事件。房地产、基础设施建设以及制造业投资是构成固定资产投资的三大支柱，从90年有统计数据至今这三个行业投资一直占整个固定资产投资80%以上。04年至今这三个支柱产业投资增速维持在15%-40%之间上下浮动，从总体上支撑固定资产投资增速的延续。未来房地产投资增速的下降将为大概率事件，但增大更多与民生相关的基建投资或许会用来弥补房地产投资增速的下滑，以维持整体的投资增速，进而保证经济的稳定运行；而一般服务业（特别是教育、医疗服务等领域）、农业及科技等投资领域，或许是更为长期的投资增量的主要来源。

通过我们的回归分析，发现从制造业、基建、房地产三者的关系来看，制造业与（基建+房地产）投资总量非常相关，从理论方面考虑，基建及房地产投资也是直接影响着制造业投资。因此扩大基建产业的投资力度，不但会在静态上弥补房地产投资增速下滑的直接影响，同时也会在动态上改善房地产调控导致的制造业增速的下降。

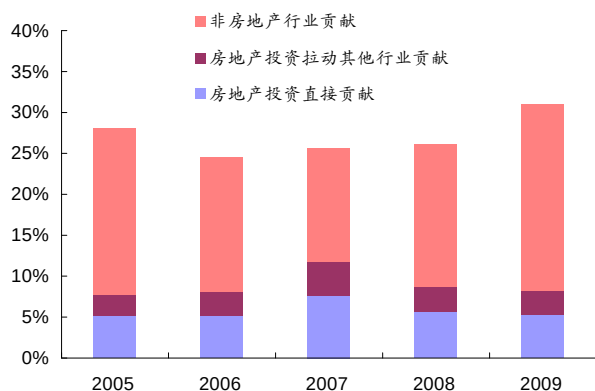
当然，制造业目前存在普遍的产能过剩现象，这将会显著影响其自发的投资增长，但政策上会对其进行合理的引导，重点扶持节能减排、淘汰落后产能及科技创新方面，特别是高端装备制造业的投资，这也是对传统制造业投资的一种“弥补”。

图表 10: 房地产、基建及制造业投资占 FAI 逾 80%



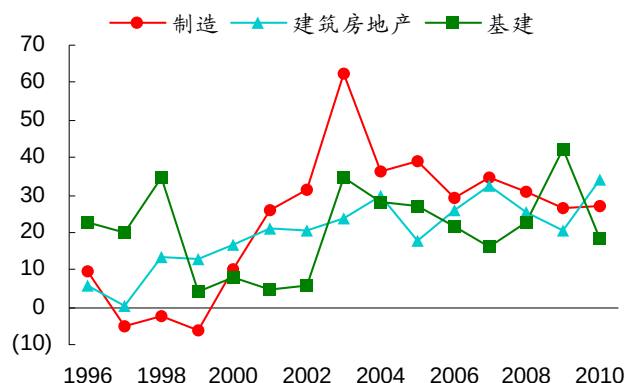
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 12: 房地产投资对 FAI 增长的直接和间接贡献



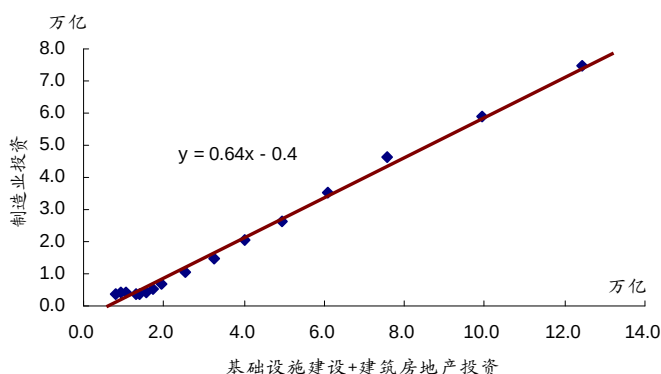
资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 11: 04 年至今三支柱产业的增速维持较为平衡



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 13: 基建及房地产投资影响制造业投资



资料来源: WIND, 中金公司研究部

最后, 轨道交通和水利水电水运的投资将是新增投资的主要来源。在已获知投资金额较大的几个领域中, 高铁和城市轨道交通、水利水电水运等行业的投资最引人注目。

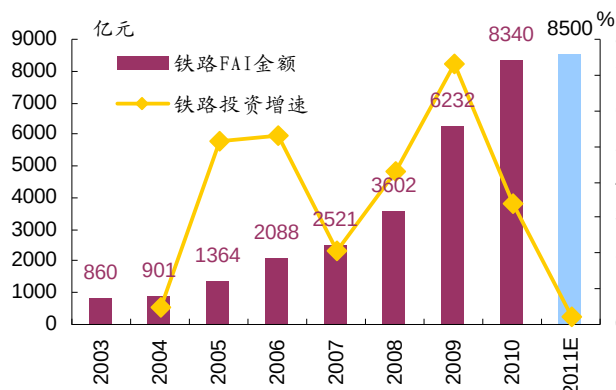
1) 根据铁道部十二五规划, 未来 5 年铁路固定资产投资将在 3.5 万亿左右, 平均每年投资 7000 亿元, 较 10 年 8300 亿的水平是有所下降的, 虽然从地方政府的铁路发展计划来看, 铁路未来的实际投资可能要超过 3.5 万亿的目标, 尤其是 11 年和 12 年, 铁路投资仍有可能维持 8000 亿以上的投资额², 但铁路特别是高铁投资已近顶峰, 增速未来放缓将是不争的事实。但随着未来几年高铁交付运营量的大幅增加, 相关设备及下游产业将有所受益。

2) 国际经验表明, 当一国城市化率超过 60%, 城市轨道交通将实现高速发展以解决大城市交通拥堵问题, 城市轨道交通建设投资迅速增加。从当前时点来看, 北京、上海等大城市正处在这个阶段当中, 而且随着其他城市化进程的逐步加速, 我国城市轨道交通建设有望迎来黄金发展期, 据建筑工程组预计, 未来十年我国城市轨道交通建设投资有望超过 3 万亿元。城市轨道交通有望成为十二五的增长点 (十五为公路和港口, 十一五为铁路, 包括高铁)。

3) 根据中金建筑工程组预计, 水利水电水运投资在未来几年有量的飞跃, “十二五”期间, 内河建设总投资有望达到近 4,000 亿元, 是“十一五”的 3.3 倍; 水利投资有望达到 2 万亿元以上, 是“十一五”的 3 倍; 水电建设投资总规模有望达到 8,000 亿元, 是“十一五”期间的 1.9 倍。

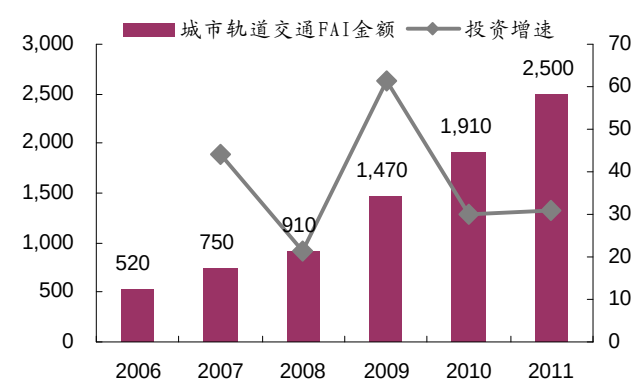
² 具体内容请参见《水路、水利、水电建设专题报告》(中金建筑工程组, 吴慧敏, 张松 2011.3.9)

图表 14: 铁路投资已至高峰，高增长恐难继续



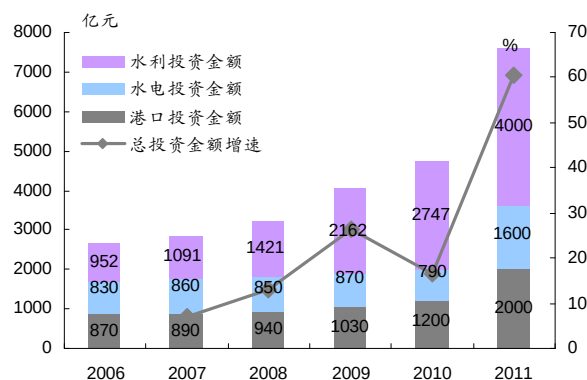
资料来源：WIND，铁道部，中金公司研究部

图表 15: 城市轨道交通有望成为新的投资热点



资料来源：中国固定资产投资年鉴，中金公司研究部

图表 16: 十二五期间水利水电港口投资将大幅提升

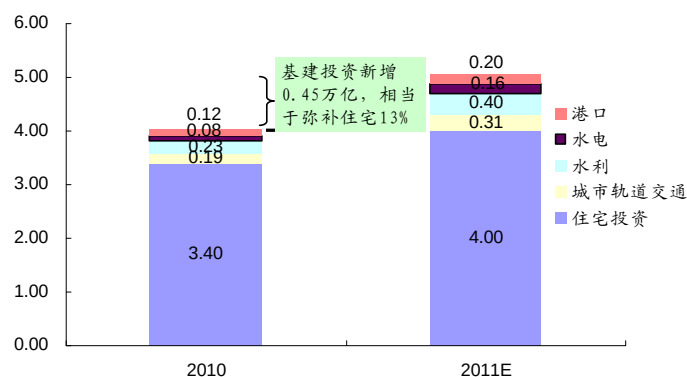


资料来源：WIND，水利部，中金公司研究部

通过前文分析，我们估算出 2011 年“基建+房地产”的大致增速情况，如图 17 所示，将加上城市轨道交通、水利水运水电后的住宅投资为 4.96 万亿，与 2010 年可比项目增长 0.96 万亿，增速为 24%，与 2010 年固定资产投资增速基本持平。因此，2011 年住房投资增速小于 2010 年，但下降的幅度有限。

图表 17: 今年投资增速不会显著下滑，基建投资弥补住房投资增速 10% 左右

单位：亿元	2010年 投资金额	2011年 投资金额	增速
商品房	2.58	2.55	-1%
保障房	0.80	1.40	75%
住宅投资			17%
轨道交通	0.19	0.25	32%
水利	0.23	0.40	74%
水电	0.08	0.16	100%
港口	0.12	0.20	67%
总计	4.00	4.96	24%



资料来源：中金公司研究部

新增投资对产业链的拉动效应

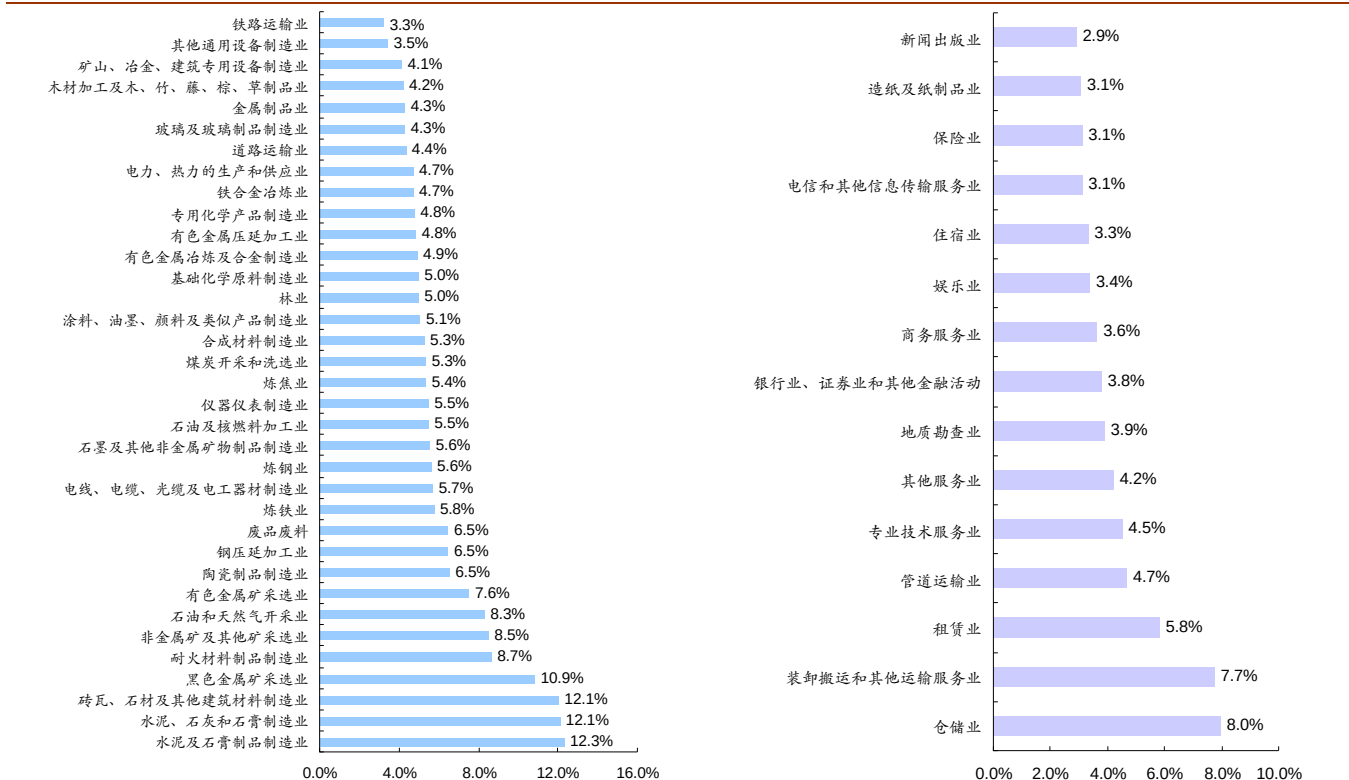
分析投资结构的根本目的是寻找投资机会，通过之前分析，我们明确了保障房建设、轨道交通以及水利水运水电是下一阶段新增投资的主要来源，因此，我们有必要将这些产业进行更为深入的分析，找出与之相关的收益行业。

保障房——以投入产出为核心的产业链分析

通过统计局制定的《2007年中国投入产出表》，我们可以量化测算建筑地产投入对相关行业的拉动效应，进而计算保障房建设对各个行业的影响。如图18所示，建筑地产业投资对上游行业拉动最为明显的分别是水泥、石材、黑色金属、有色金属以及石油燃气。对下游拉动较为突出的是仓储、运输及租赁行业。形成的产业链如图19所示。

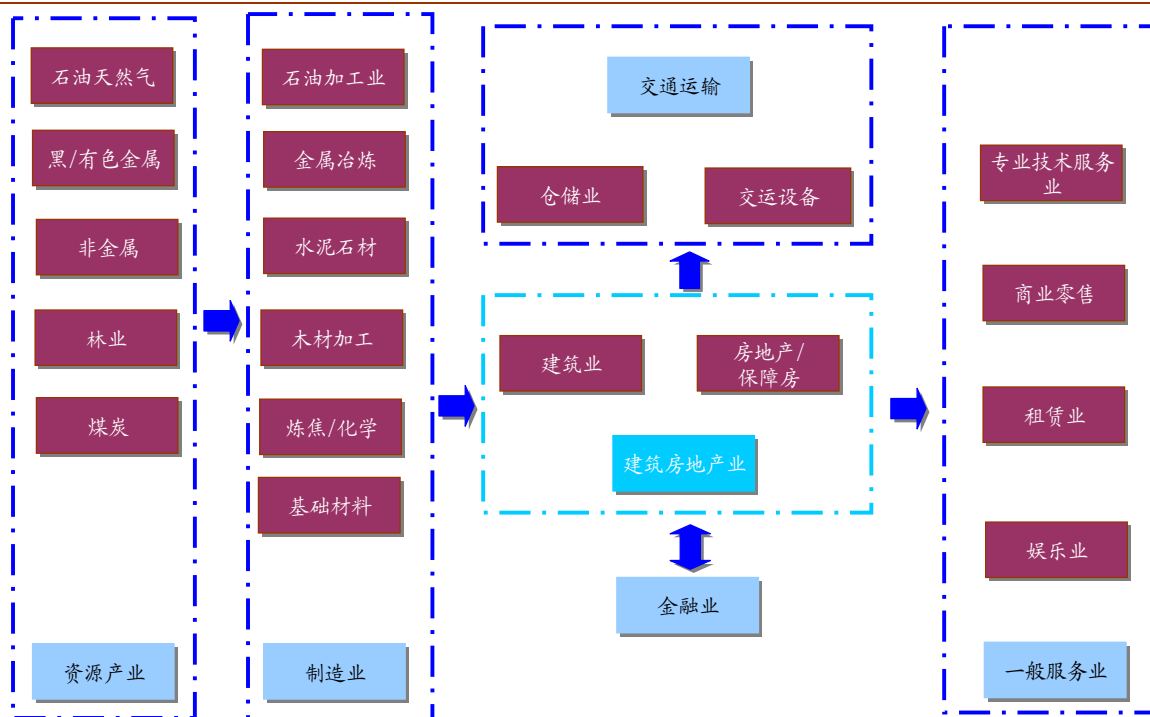
按1000万套保障房完成进度100%，商品房投资增速下降1%的假设下，2011年新增住宅投资约为0.6万亿，根据投入产出表，我们可以得出房地产行业的投入产出比约2.3，即利用以保障房建设为主的新增投资0.6万亿，可以拉动其他各个行业的新增产出约1.38万亿。如图表20所示，我们以2010年的各行业主营业务收入为基准，估算这些新增产出对各个行业的具体贡献。**拉动最明显的行业主要有以水泥石材为主的非金属采选业以及金属及能源相关产业。**这里需要指出的是，投入产出表的优势在于其可以较为直接的量化分析保障房建设的受益行业，但是这种分析有一定的不足，即投入产出表只能涉及到与建筑地产有着直接或间接产出关系的行业，一些与房地产有着密切联动关系但无明显产出投入关系的行业如家电家具等，在以产出表为核心的产业链中难以体现，需要单列出来进行分析。

图表18：假设建筑地产业投资增长10%的情况下，对产业链及相关服务行业的拉动效应



资料来源：《2007年中国投入产出表》，中金研究部

图表 19: 建筑地产行业的产业链



资料来源：《2007 年中国投入产出表》，中金研究部

图表 20: 保障房投资对产业链收入贡献测算

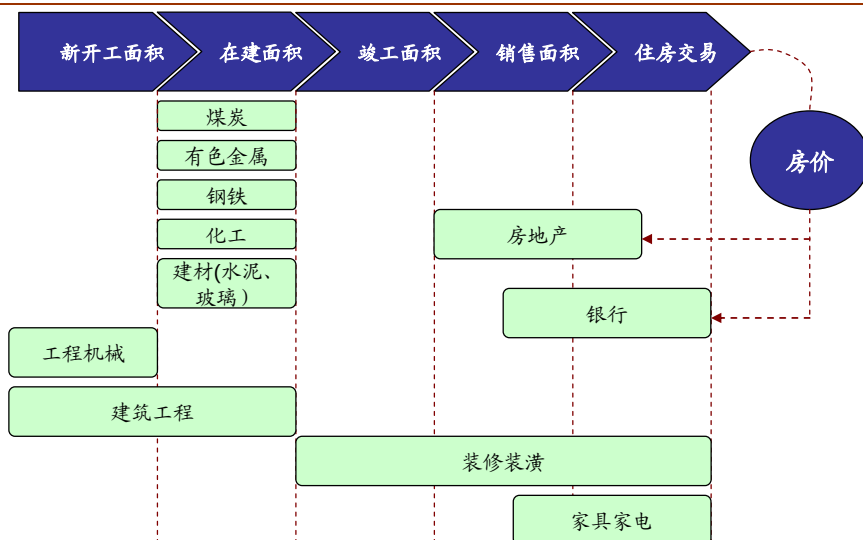
行业	2010 行业 主营业务收入(亿元)	产出拉动 (亿元)	贡献收入比 %
废品废料	2,091.46	305.09	14.59
非金属矿采选业	2,771.35	360.24	13.00
石油和天然气开采业	9,109.99	889.15	9.76
黑色金属矿采选业	4,953.86	437.70	8.84
非金属矿物制品业	28,255.69	2,404.11	8.51
有色金属矿采选业	3,381.06	223.68	6.62
化学原料及化学制品制造业	42,746.10	2,479.29	5.80
金属制品业	17,853.40	896.18	5.02
金属冶炼及压延加工业	75,585.69	3,771.54	4.99
石油加工、炼焦及核燃料加工业	26,299.97	1,302.06	4.95
电力、热力的生产和供应业	34,607.10	1,656.70	4.79
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	6,666.64	305.17	4.58
食品制造业	10,118.79	411.79	4.07
仪器仪表及文化办公用机械制造业	5,808.74	222.41	3.83
印刷业和记录媒介的复制	3,107.31	118.85	3.82
水的生产和供应业	1,032.16	38.96	3.77
造纸及纸制品业	9,166.67	326.08	3.56
塑料制品业	12,205.03	400.88	3.28
煤炭开采和洗选业	21,154.96	563.14	2.66
电气机械及器材制造业	37,708.12	995.99	2.64
通用、专用设备制造业	50,005.53	1,182.60	2.36
工艺品及其他制造业	5,067.18	119.09	2.35
橡胶制品业	5,379.17	111.47	2.07
烟草制品业	5,197.93	94.03	1.81
文教体育用品制造业	2,867.85	47.31	1.65
燃气生产和供应业	2,144.71	35.05	1.63
化学纤维制造业	4,476.47	71.28	1.59
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	48,677.67	698.45	1.43
纺织服装、鞋、帽制造业	11,133.69	158.01	1.42
交通运输设备制造业	48,931.06	578.46	1.18
家具制造业	3,793.08	44.35	1.17
纺织业	25,252.23	256.94	1.02

资料来源：《2007 年中国投入产出表》，中金研究部

保障房——以投资进程为主体的投资链条分析

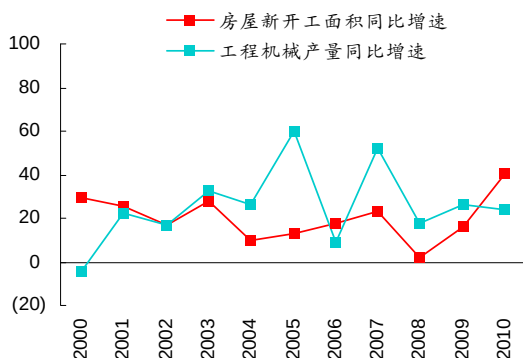
在分析投入产出关系后，我们遵循建筑地产行业的生产进程“新开工->在建->竣工->销售->住房交易”，把握不同阶段下建筑地产对于其他产业链拉动效应的领先指标。

图表 21：房地产行业进程的领先指标对于产业链配置的意义



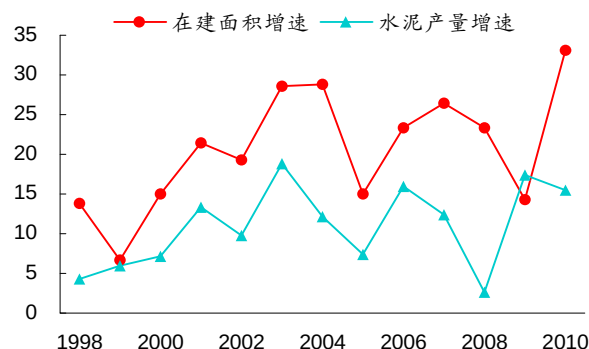
资料来源：中金公司研究部

图表 22：新开工面积与工程机械



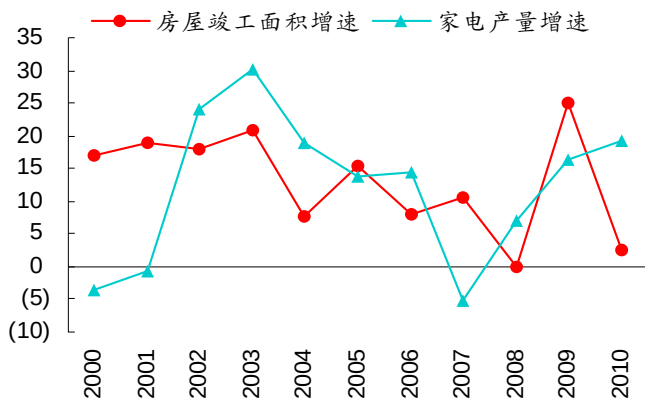
资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 23：在建面积与水泥产量



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 24：竣工面积与家电产量



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 25：保障房对建筑公司的利润有明显提升作用

模式	内容	价格	开发收益
施工总承包	施工总承包	确定总价/确定单价	3%-6%
限价开发	限价开发	支付开发补偿款，得到划拨土地/限价房、竞地价	3%-10%
提供服务	成本加酬金竞标	政府定价划拨地价，售价设定浮动标准，向社会公开	3%-6%
投资开发（BT）	BT	竞价、议价	n.a.
城市综合开发	城市综合开发	政府限价地、房价	8%

资料来源：中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

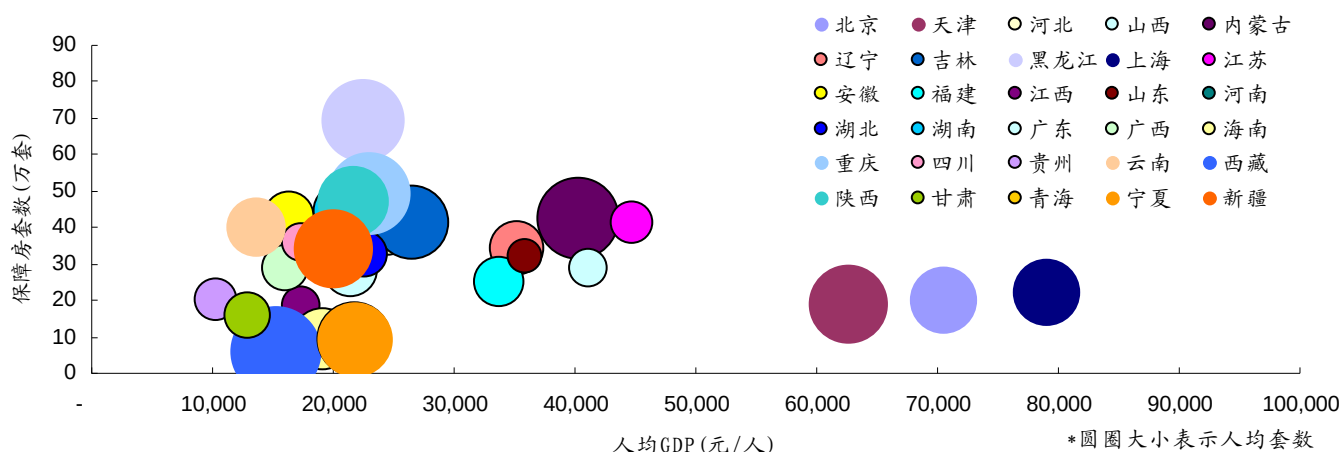
从图表 22、23 和 24 中可以非常明显的观察到这些相关产业与房地产行业的进程关系，工程机械产量与房地产新开工面积相关性很高，水泥等建材产量则与在建面积更相关，家电产量明显与竣工面积关联度更高。

保障房——结构差异下的独特投资机会

在前文的产业链探讨中，我们并未将保障房单独列出，而是针对于房地产整体进行分析，事实上，由于保障房投资目标的特殊性，其与普通住宅在招工承包、建筑面积、针对消费人群等方面均有着明显差异，在下文的分析中，我们将主要分析其差异化进程下的投资机会。

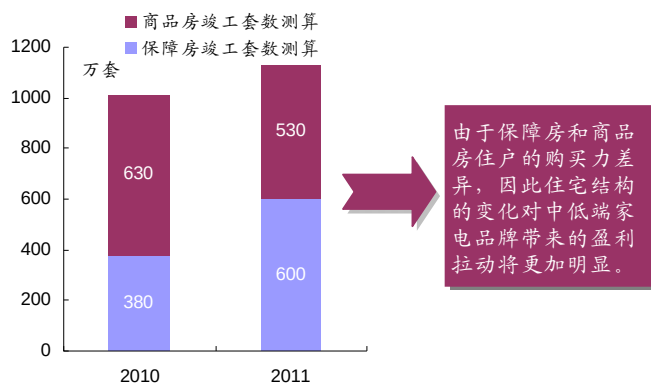
保障房会提高相关建筑公司的利润水平。如图 25 所示，房屋建筑公司参与保障房的方式大致分为五类，即施工总承包、限价开发、提供服务、投资开发及城市综合开发。现阶段房屋建筑公司营业利润率普遍在 2% 上下，而按照以下五种模式参与保障性住房建设，营业利润率普遍在 3%-6% 之间，甚至可以达到 10% 以上，即同等规模下，盈利水平有望提升 5 倍，因此从长期上看，参与保障房建设的建筑公司将有望显著提升其综合盈利水平。

图表 26：新增保障房省区分布及与各省市人均 GDP 和人口总数的关系



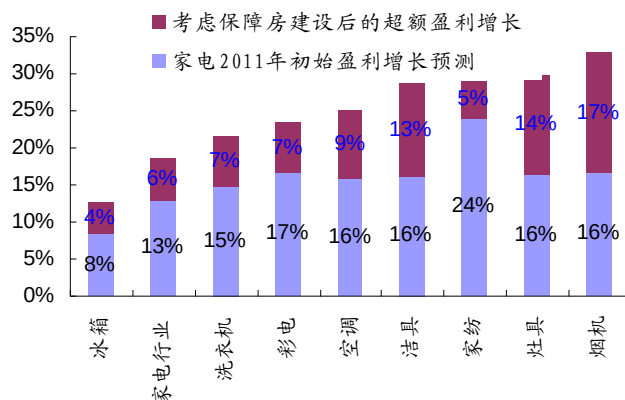
资料来源：各地方政府 2011 年工作报告，中金公司研究部

图表 27：保障房带来相关消费业“渠道下沉”的新形式



资料来源：中金公司研究部

图表 28：新增住宅投资对家电行业拉动的测算



资料来源：中金公司研究部

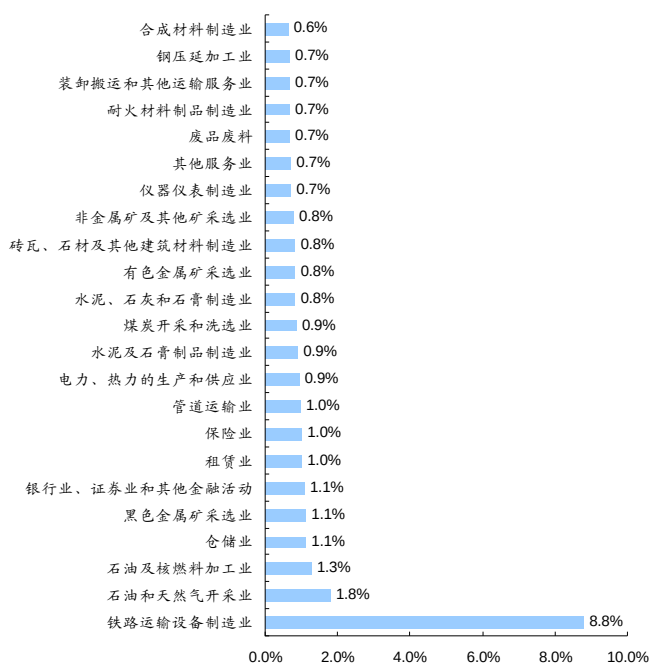
保障房将是家电家具等消费行业“渠道下沉”的新形式。我们根据各地方政府 2011 年工作报告提出的当年保障房建设目标，结合各省市人均 GDP 的情况，发现 31 个省市 3 个人均 GDP 超过 6 万元的省市建设保障房总量目标在 20 万套左右，人均 GDP 在 3 万-5 万的 6 个省市建设保障房总量目标在 20-40 万套，而剩余 22 个省市人均 GDP 在 3 万以下，建设保障房目标量占全国总目标量 70%。结合家电行业组预计 2011 年新增住宅拉动家电行业各产品增长 4%-17% 不等的结论，我们认为，由于保障房分布区域比较集中于中低端收入省份，对家电类产品的拉动将更趋向于中低端品牌，这是继“家电下乡”后房地产调控政策给家电行业带来的“渠道下沉”的新形式。当然对于住宅下游的家具及建筑陶瓷等其他行业，也会产生类似的效应，在这里就不一一赘述。

轨道交通——以投入产出为核心的产业链分析

接下来，我们仍然通过《2007 年中国投入产出表》来量化测算铁路轨道交通投入对相关行业的拉动效应。并将其与房地产的产业拉动效果进行对比。如图 29 所示，同样假设投资增长 10% 的情况下，其产业对其他产业的拉动效应大多在 2% 以下，远小于建筑地产行业的拉动效果。从水利水电及水运行业，也基本得到类似的结果，从此点可以解释我们为何在第一章做出“部分基建+房地产”的投资增速虽与 10 年相差无几，但是从整体来看此假设条件下的固定资产增速会小于 10 年的判断。

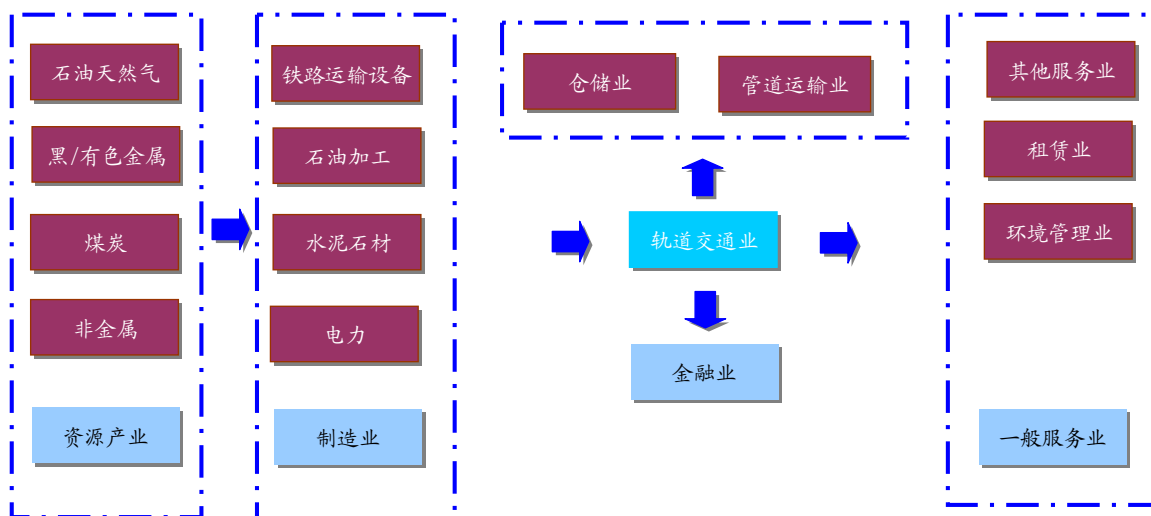
在铁路轨道交通投入拉动效应中，受益最大的是铁路运输设备制造业。

图表 29：假设铁路轨道交通投资增长 10% 的情况下，对产业链及相关服务行业的拉动效应



资料来源：《2007 年中国投入产出表》，中金研究部

图表 30: 铁路轨道交通行业的产业链

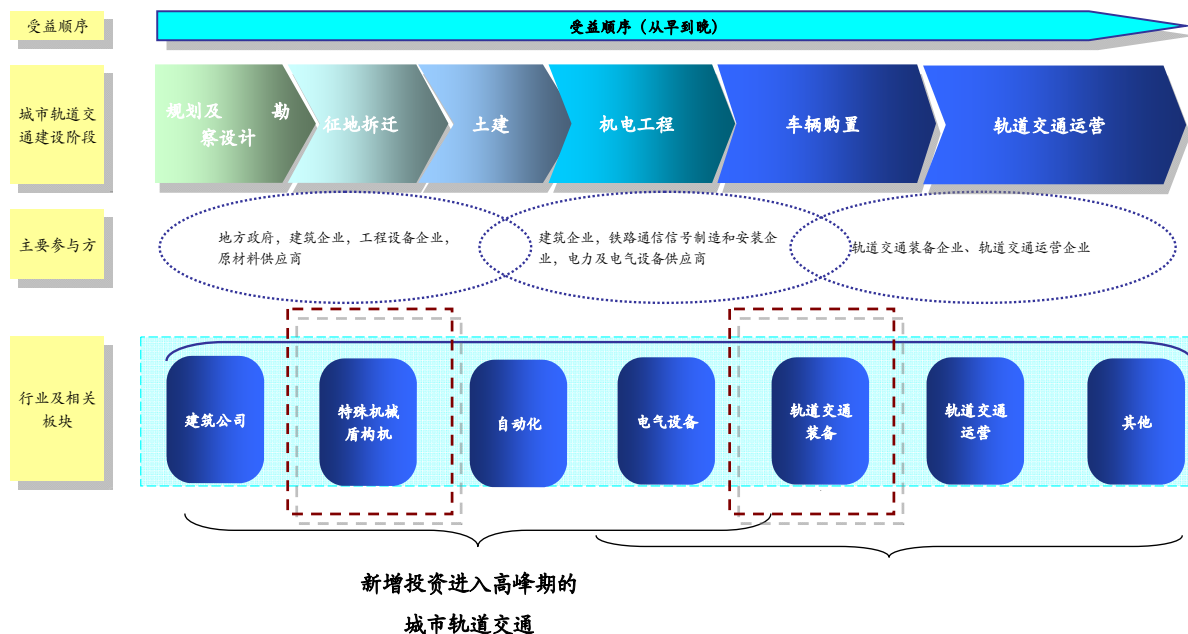


资料来源：《2007 年中国投入产出表》，中金研究部

轨道交通——以投资进程为主体的产业链分析

在分析投入产出之后，我们同样对轨道交通做以进程为主体的产业链分析。如图 31 和 32 所示，基于对北京地铁 4 号线、5 号线和 10 号线一期工程的研究，我们发现土建工程投资占整个城市轨道交通工程投资比重最高，达 38%~45%，机电工程为 14%~18%，车辆购置占 9%~15%。相应的主要参与方是建筑公司和施工机械公司，通信信号公司，轨道交通车辆生产企业。

图表 31: 重点跟进轨道交通产业链上的特殊设备



资料来源：中金公司研究部

图表 32: 地铁投资构成及主要参与方

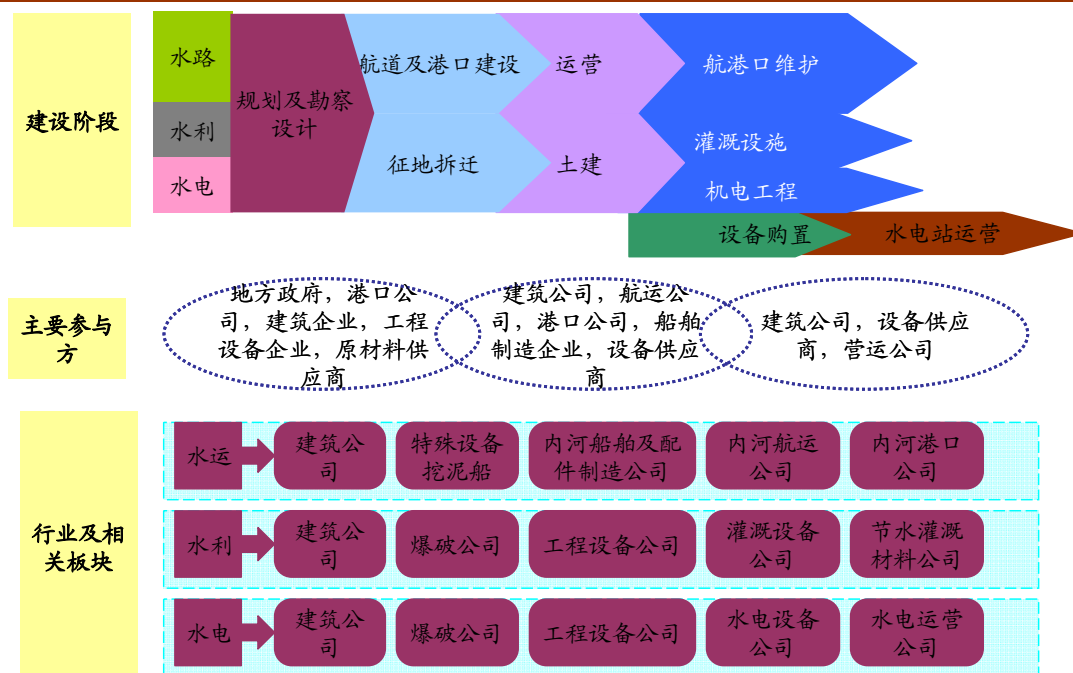
地铁总投资各项构成	占地铁总投资的比重	主要参与方
征地拆迁等前期工程	15%~18%	地方政府/建筑企业
土建工程	38%~45%	
车站工程	16%~23%	建筑企业/工程设备企业/原材料供应商
区间主体工程	12%~16%	建筑企业/工程设备企业/原材料供应商
轨道工程	1%~2%	建筑企业/工程设备企业/原材料供应商
车辆基地	3%~7%	建筑企业/工程设备企业/原材料供应商
机电工程	14%~18%	
通信系统	1%~2%	建筑企业/铁路通信信号制造和安装企业
信号系统	2%~4%	建筑企业/铁路通信信号制造和安装企业
电力及电气化	5%~6%	建筑企业/电力及电力设备企业
其他（包括设备控制、自动售检票系统等）	6%~8%	建筑企业/自动化公司
车辆购置	9%~15%	地铁车辆生产企业
其他（包括勘察设计费、监理费等）	13%~15%	建筑企业/招标公司等
合计	100%	

资料来源：中金研究部

水利水电水运——以投资进程为主体的产业链分析

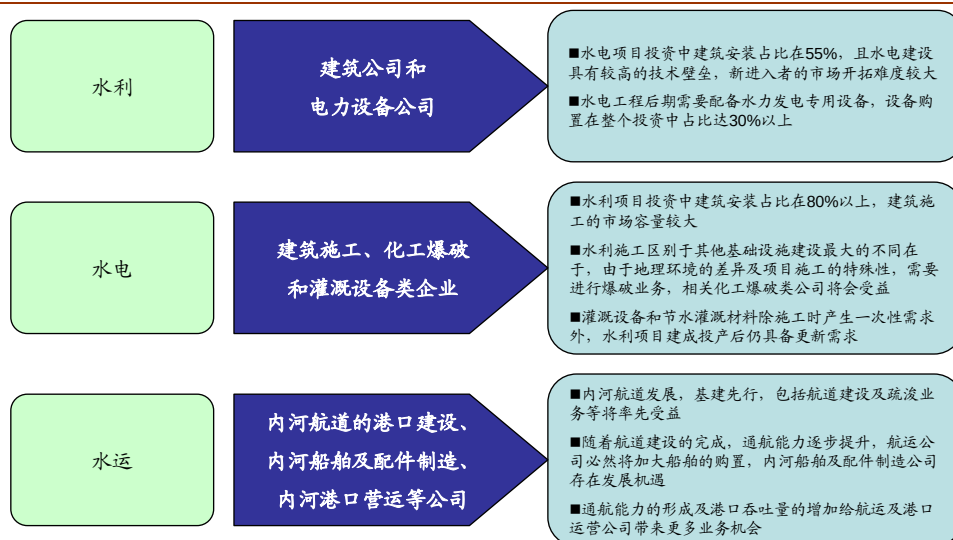
由于水运水电水利在一定程度上有相通之处，因此我们将这三个产业归总在一个产业链中分析，如图表 33 和 34 所示，除建筑公司外，受益于“水”产业的公司均为专用工程设备公司及相关材料及运营管理企业。

图表 33: 水利水电水运建设产业链



资料来源：中金研究部

图表 34：水利水电水运产业链上的最受益行业



资料来源：中金公司研究部

积极把握新增投资带来的机会

在具体投资机会的把握中，既要把握房地产领先指标进行产业链配置，特别是保障房带来的结构性机会，也要把握新增基建(轨道交通及水利水电水运)投资带来的专业设备行业的机会。

新增投资相关受益行业路线图

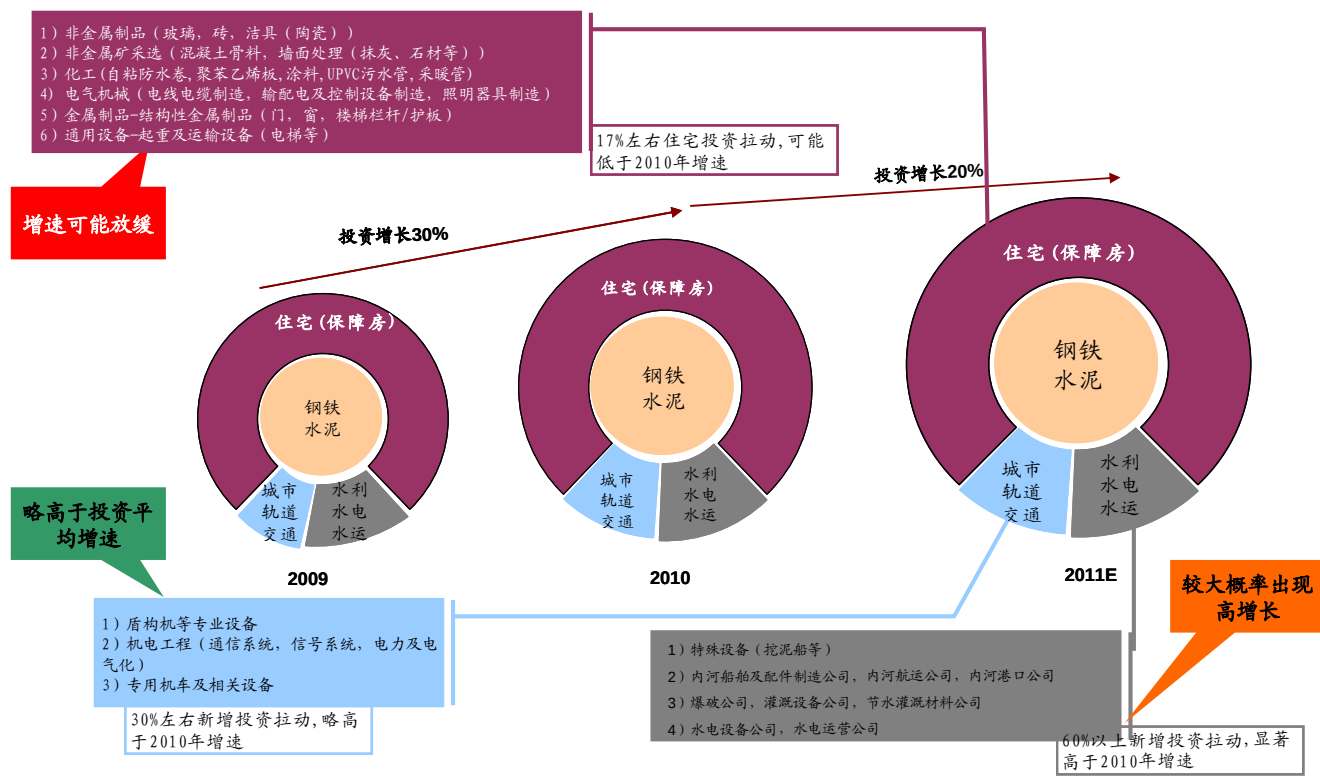
通过前文的分析，未来收益行业线路图已经清晰可见，如图表 35 所示：

首先，在政策调控下，房地产行业的整体增速将有所回落，在产业链效应之下，相关行业可能随之出现增速下降情况，增速或低于均值，如石材、化工及相关机械制造业。不过，由于保障房的特殊性因素，参与五类保障房建设的建筑公司及主要商圈位于保障房重点建设区域或以中低端家电家具装潢为相关行业的公司将会受益，值得重点关注。

其次，由于轨道交通增速在 32%左右，高于均值，因此与其相关产业，如盾构机等专业设备制造公司、机电工程等行业将会明显受益。

最后，由于水利水电水运的投资增速可能达到 60%以上，远高于整体投资增速，因此相关产业也会大幅受益，包括挖泥船等特殊设备制造公司、内河运营公司、爆破公司、节水灌溉企业等。

图表 35：新增投资对产业拉动的结构性变化



资料来源：中金公司研究部

钢铁水泥需求量不会显著下滑

无论是住宅投资、还是新增基建的轨道交通和水利水运水电投资，都需要进行传统的土建工程，我们对这些领域中钢铁水泥 2011 年的需求量做了一个综合测算，如图表 36 所示。住宅地产投资增速的下降将会导致钢铁和水泥产业投资增速的下降，而城市轨道交通和水利水电水运的拉动效果会起到一定的弥补作用，但无法完全代替住宅地产投资的拉动。预计这部分拉动钢铁的复合增长率将由之前 15.1% 下降至 10.7%，水泥的情况要比钢铁略好一些，增速可能由 15.2% 下降至 13.5%，这些领域中钢铁水泥的需求并没有显著下滑。可以见得，只要整体投资增速不下滑，原材料及相关土建材料相关行业仍能保持一定增速。

图表 36: 钢铁水泥等核心土建材料需求增速不会明显下降



资料来源：中金公司研究部

行业及上市公司配置建议

综合以上分析及与各行业分析员的深入探讨下,我们分别从 A 股市场和港股市场精选出这些新增投资领域中值得重点关注的子行业和公司,在图表 37 和 38 中分别列出。

A 股部分:

由于住房、轨道交通以及水利水电水务都需要涉及土建工程,其 2011 年投资增速有望保持在 20%以上。因此建筑工程公司直接受益于新增投资的增长,同时新增的土建工程也会对工程机械的需求保持高位。由于现有建筑业务利润率仅 2%左右,因而对于建筑公司来说,保障房 3-6%的利润率有相当的吸引力,更重要的是,这可能是一个介入地产业务的良机,形成“建筑+地产”的综合盈利模式。

图表 37: A 股重点受益股票池

上市公司	分析员	证券代码	评级	股价		每股收益		市盈率			盈利增长		
				2011-3-25	09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
土建工程相关													
葛洲坝	吴慧敏	600068.SH	审慎推荐	12.52	0.67	0.47	0.62	33.36	26.80	20.29	61.45	23.16	32.09
中国中铁	吴慧敏	601390.SH	中性	4.55	0.32	0.39	0.49	14.03	11.56	9.31	519.58	21.77	24.15
隧道股份	吴慧敏	600820.SH	审慎推荐	11.51	0.49	0.63	0.83	21.19	18.13	13.85	36.36	29.13	10.23
中国建筑	吴慧敏	601668.SH	推荐	3.66	0.25	0.30	0.37	20.29	12.24	9.84	97.11	56.62	24.36
万科A	白宏伟, 宁静鞭	000002.SZ	推荐	8.72	0.48	0.64	0.89	17.49	13.55	9.78	35.88	32.75	34.56
水务													
国统股份	罗炜, 关雪	002205.SZ	审慎推荐	31.00	0.52	0.57	0.82	65.76	54.52	37.61	4.73	27.81	44.98
利欧股份	n.a.	002131.SZ	n.a.	21.73	0.65	0.41	0.57	61.23	52.52	38.43	52.19	27.95	36.67
水电水运													
川投能源	陈俊华	600674.SH	审慎推荐	17.28	0.27	0.42	0.49	69.83	41.15	35.23	(35.63)	128.13	16.80
重庆港九	n.a.	600279.SH	n.a.	12.71	0.12	0.39	0.51	0.00	48.22	37.30	0.00	228.11	86.48
专业设备													
中国南车	吴慧敏	601766.SH	审慎推荐	7.68	0.14	0.24	0.36	53.18	31.62	21.39	23.51	71.36	47.83
众合机电	n.a.		n.a.	24.39	0.34	0.26	0.56	77.36	94.66	43.91	340.04	(16.97)	115.57
三一重工	吴慧敏	600031.SH	推荐	27.87	1.32	1.14	1.65	66.82	24.42	16.86	71.36	194.36	49.07
安徽合力	吴慧敏	600761.SH	推荐	21.20	0.31	0.97	1.29	91.26	21.78	16.42	(56.03)	211.38	27.24
材料相关													
中国神华	蔡宏宇	601088.SH	推荐	29.19	1.52	1.84	2.15	17.73	15.84	13.55	23.15	21.03	15.26
兖州煤业	蔡宏宇	600188.SH	审慎推荐	33.18	0.79	1.57	1.78	38.30	21.16	18.61	(34.27)	98.72	13.75
巨化股份	高崢	600160.SH	推荐	27.04	0.17	0.62	0.94	219.69	43.77	28.76	12.04	431.42	27.64
中国玻纤	高崢	600176.SH	推荐	31.94	(0.36)	0.52	1.00	987.55	61.10	31.98	(94.34)	244.34	107.22
烟台万华	高崢	600309.SH	审慎推荐	26.84	0.64	0.81	1.29	37.17	33.00	20.81	(20.45)	26.85	40.22
华新水泥	罗炜, 关雪	600801.SH	推荐	50.51	1.24	0.89	2.01	42.29	57.05	25.16	4.79	(28.60)	126.71
海螺水泥	罗炜, 关雪	600585.SH	推荐	40.27	2.01	1.55	2.19	38.61	25.90	18.38	41.34	54.96	40.91
祁连山	罗炜, 关雪	600720.SH	推荐	23.20	0.94	1.10	1.55	27.34	21.09	14.97	128.40	28.04	49.81
保障房消费相关													
青岛海尔	郭海燕, 黄文倩	600690.SH	推荐	29.87	0.86	1.46	1.87	34.57	20.49	16.00	50.74	69.93	28.07
格力电器	郭海燕, 黄文倩	000651.SZ	审慎推荐	23.96	1.55	1.37	1.84	24.38	17.51	13.05	40.81	32.32	21.01

资料来源: WIND, 中金公司研究部(中金公司研究覆盖公司盈利预测用研究员预测, 没有覆盖的公司用朝阳永续一致预期)

- 中国建设 (601668.CH, 推荐):** 中国建筑是中国最大的建筑房地产综合企业集团、发展国家和地区最大的跨国建筑公司以及全球最大的住宅工程建造商。公司既有国企背景,这是参与保障性住房建设是企业战略所需,又跟地方政府、地方银行关系深厚,资信等级较高,而且现金流相对稳定,可以支持项目开发,因此将是保障房建设的最大收益者之一。据不完全统计,公司自 2010 年以来承接住房施工项目规模超过 1,000 万平方米,占其全部施工面积的 4%;公司目前保障性住房投资类合同额达 42.1 亿元,占其全部在手订单的比例达 10.8%。预计 2010、2011 年市盈率分别为 13.2 倍和 10.4 倍,兼具估值优势。

- ▶ **葛洲坝 (600068.CH, 审慎推荐)**: 葛洲坝是由国务院国资委管理的中国葛洲坝集团公司控股的上市公司, 拥有水利水电工程总承包特级资质, 占我国建国以来水电装机容量 1/4 以上, 与中国水利水电建设集团形成水利水电建设的寡头垄断。未来必将受益于十二五规划。预计 2010、2011 年归属母公司净利润为 16.7 和 20.2 亿元, 对应每股收益分别为 0.48 和 0.58 元, 分别同比增长 26.1% 和 21.5%。
- ▶ **中国中铁 (601390.CH, 中性)**: 公司主要受益于以铁路为主的基建近几年的爆发性增长。目前, 公司未完工合同充足, 近三年新签合同金额远高于营业收入及同比增速, 未完工合同超过 8500 亿元, 约是公司 2009 年营业收入的 2.5 倍, 其中基建合同占 7800 亿元, 依然保持绝对的比重且增速依然强劲。未来公司将进一步受益于十二五期间高铁和轨道交通的大力投资。
- ▶ **隧道股份 (600820.CH, 审慎推荐)**: 公司是一家专门从事软土隧道施工的企业, 依靠多年从事隧道及地下工程的技术优势, 积极拓展土木工程施工领域, 公司业务以地铁和越江隧道工程, 逐步扩展到污水排水、电厂取排水隧道、市政管道工程、基坑围护、地基处理工程。公司有较强的创新及自主研发能力, 其研制的我国首台自主研发大型泥水平衡盾构机已在上海打浦路隧道复线工地安装启动。未来将收益与盾构机等专业设备在轨道交通建设中的需求增长。预计公司 2011、2012 年对应每股收益分别为 0.78 和 0.86 元。
- ▶ **万科 A (000002.CH, 推荐)** 万科虽然目前尚未开展保障房业务, 但是公司做为房地产的龙头企业, 现金流相对充裕, 品牌知名度高, 未来非常可能以城市综合开发或限价开发的方式参与保障房建设。
- ▶ **三一重工 (600031.CH, 推荐)**: 公司为多元化程度最高的中国工程机械生产商, 在大部分产品领域中拥有最大的市场份额。2010 年前三季度实现营业收入 259.0 亿元, 同比增长 82.5%, 实现归属于母公司所有者净利润 44.4 亿元, 同比增长 124.7%, 对应每股收益 0.88 元, 估值合理, 我们看好公司作为行业龙头的长期发展前景, 未来将收益与保障房建设对相关机械的拉动作用。
- ▶ **安徽合力 (600761.CH, 推荐)**: 公司为叉车行业龙头, 未来投资机构的转变以及保障房建设均对国内物流业构成利好, 物流行业的广阔前景将给公司核心产品带来高增长。公司 2010 年实现营业收入 50.8 亿元, 同比增长 63.4%, 实现归属母公司净利润 3.6 亿元, 同比大幅增长 224.5%, 对应每股收益 1.01 元, 预计 2011、2012 年盈利同比增长分别为 30.7% 和 26.1%, 有着较强的盈利能力。

同样受益于新增投资增长, 水泥及煤炭化工子板块直接或间接受益。水泥和煤炭板块从估值上看, 相较于历史中值尚有 10% 以上的空间, 这两个行业稳健的盈利增长将驱动当前估值水平继续修复, 其中水泥行业存在盈利上调的可能性; 化工部分子行业 (氟化工、MDI 和玻纤) 的盈利增速在政策中性情况下都存在超预期可能性, 潜在的盈利上调空间将成为推动股价继续上涨的动力。

- ▶ **海螺水泥 (600585.CH, 推荐)**: 公司是我国最大的水泥生产企业, 主要产销地在东南沿海一带, 主要市场如上海的市场占有率较高, 将充分受益于行业集中度的提高。公司有望在 4 月份联合其他厂商限产提价, 中期看来, 盈利的进一步上调将继续推动股价上行。目前 2011 年市盈率 18 倍, 未来两年盈利复合增长 34%, 给予“推荐”评级。
- ▶ **华新水泥 (600801.CH, 推荐)**: 公司主要经营水泥、水泥设备、水泥包装制品的制造与销售, 作为中部水泥龙头, 区域水泥需求较快增长, 且区域新增供给大幅缩减, 业绩确定性强且未来存在进一步超预期的可能。同时, 由于所处中部地区, 未来也会受益于保障房投资, 水利和高铁建设对水泥需求的拉动效应, 我们研究员预计公司 2011 年水泥销量将在 3,800 万吨左右, 每股收益上调至 2.01 元, 2012 年每股收益 2.76 元。

- ▶ **祁连山 (600720.CH, 推荐):** 公司是以国有大型骨干企业永登水泥厂为主体改制设立的上市公司, 为甘肃省最大的水泥企业和西北地区特种水泥生产基地, 与华新水泥类似, 公司未来亦将受益于区域内保障房建设和供需情况的好转。2010 年实现营业收入 29.87 亿元, 同比增长 21.5%。
- ▶ **中国神华 (601088.CH, 推荐):** 公司以能源为主业, 集煤矿、电厂、铁路、港口、航运为一体, 实施跨地区、跨行业、多元化经营, 是我国最大的煤炭企业, 未来将受益于保障房的拉动效应。2010 年实现营业收入 1521 亿元, 增长 25.3%, 有着扎实的基本面以及良好的增长前景。
- ▶ **兖州煤业 (600188.CH, 审慎推荐):** 公司为东北亚市场, 中国华东、华南市场最具竞争力的大型煤炭企业之一。主要从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输, 与中国神华类似, 公司同样受益于基建和保障房的产出拉动。2010 年实现营业收入 348 亿元, 增长 62.1%; A 股净利润为 90.1 亿元, 增长 132%。预计 2011 年每股 EPS1.68 元, 有着较强的安全边际。
- ▶ **巨化股份 (600160.CH, 推荐):** 公司为全国最大的氟化工基地和浙江省最大的化工基地。2010 年公司实现营业收入 54.86 亿元, 同比上升 45.15%, 利润总额 6.71 亿元, 净利润 5.86 亿元, 同比上升 407.9%, 每股收益 0.96 元。2010-2012 净利润复合增长率有望达到 46%。2011 年以来, 伴随着空调需求的超预期增长, R22 (家用空调制冷剂) 价格也创出了新高。
- ▶ **中国玻纤 (600176.CH, 推荐):** 我国玻纤消费结构, 建筑占比 34%、电子占 21%、交通占 16%。公司是国内玻纤行业龙头, 在吸收合并巨石集团股权后, 公司业绩将得到显著增厚。而且中国玻纤业绩对产品价格敏感, 巨石集团已经决定提升玻纤产品出厂价格 7-12%。此举验证玻纤行业景气度向上, 且企业盈利能力大幅上升。预计公司 2010~2012 年业绩为 0.41 元、1.22 元和 1.83 元。
- ▶ **烟台万华 (600309.CH, 审慎推荐):** 公司主要从事 MDI 为主的异氰酸酯系列产品、芳香多胺系列产品、热塑性聚氨酯弹性体系列产品的研究开发、生产和销售, 是亚太地区最大的 MDI 制造企业。MDI 是下游冰箱冰柜、热水器及消毒柜、仿木家具、PU 板材等产品的重要材料。目前, 公司共有两套 MDI 装置, 产能达到 36 万吨/年, 产品质量和单位消耗均达到国际先进水平。2010 年公司营业收入 94.30 亿元, 同比增加 45.23%, 预计 11 和 12 年业绩预测分别为 1.31 元和 1.68 元。

水利水电水运将是“十二五”期间的重点投资领域, 我们看好相关龙头公司以及一些专业设备提供商。

- ▶ **川投能源 (600795.CH, 审慎推荐):** 公司是四川省投资集团旗下从事水电生产的上市公司; 目前主业有三块: 电力生产、光缆和铁路自动化控制设备制造。水电资产是公司的主要利润来源, 是公司未来发展的主要方向。“十二五”期间公司两大水电项目将进入建设和投产期, 会显著增加公司投资收益。预计 10 年和 11 年每股收益分别为 0.42 元和 0.49 元, 盈利较 09 年会有较大幅度提升。
- ▶ **重庆港九 (002131.CH, 未评级):** 公司地处长江上游, 主要从事水上客货运输、货物装卸、内河货运、水陆中转、集装箱、物资、商品存储、物流配送等业务的港口企业, 是西南地区最大的水陆客货中转港和唯一的水陆联运外贸口岸。十二五规划中, 尤其强调加大对长江内河航运投资, 这意味着公司在长江内河航运投资过程中会有政策优惠, 将降低营运成本和利息费用。预计 10 年和 11 年每股收益分别为 0.39 元和 0.51 元。
- ▶ **国统股份 (002205.CH, 审慎推荐):** 公司为我国第二大 PCCP(预应力钢筒混凝土管)生产企业, 产品 PCCP 是主要用于水利行业、市政基础设施建设的输水管材。公司目前具有年产 220 公里 PCCP 标准管的生产能力。2010 年 12 月向特定对象非公开发行募资主要投向公司 5 个 PCCP 项目和 2 个地铁盾构环片项目的建设。项目投产后, 2011 年底 PCCP 标准管产能将扩至 480 公里, 盾构环片生产线产能 12000

环，公司收入有望大幅增长。以 2010 年公司净利润率估算，新增 PCCP 管产能达产将增厚 EPS0.49 元，如果盾构环片年均产量 8000 环/生产线，盾构环片项目预计增厚 EPS0.3 元左右。

- **利欧股份 (002131.CH, 未评级)**: 公司主要从事微型小型水泵和园林机械的研发、设计、制造和销售。公司是国内小型水泵的龙头企业，市场份额排名第一。小型水泵主要应用于家庭供水、家庭排水(雨水、污水和地下室积水)、花园及庭院浇灌、楼宇供水、农林灌溉、市政及工业供排水等领域。未来将受益于水利及保障房建设。预计 10 年和 11 年每股收益分别为 0.41 元和 0.57 元。

我国大规模高铁投资从 2008/09 年开始，未来两年将有大量土方建设工程完工，项目进入运营通车阶段，同时城市轨道交通的投资高峰此时需要大量机车及相关设备公司。

- **中国南车 (601766.CH, 审慎推荐)**: 轨道交通技术是公司的核心竞争优势，控股股东南车集团也已确定将公司作为轨道交通装备及其专有技术延伸产业的唯一整合平台。公司目前在手订单接近 1000 亿元，其中动车组订单超过 550 亿元，机车订单超过 170 亿元，地铁订单超过 100 亿元，货车和客车订单超过 60 亿元，新产业订单超过 80 亿元。2010 年公司新签订单预计超过 750 亿元。这些订单将保障公司今明两年的业绩增长。预计公司 2010 年实现归属母公司净利润 27.3 亿元，同比增长 62.5%。
- **众合机电 (000925.CH, 未覆盖)**: 在轨道交通业务方面，公司是国内有资格参与轨道交通信号系统招投标的少数几家企业之一，目前为止公司已经中标了 7 条信号系统、4 条自动售检票系统、2 条清分系统，其中有两套信号系统已经开通。公司非公开发行股票方案完成之后，预计轨道交通业务会取得高速的增长。

鉴于 2009 和 2010 年新开工面积增长较快，我们对今年房地产竣工面积增长较为乐观，今年商品房新开工面积可能下滑，但保障房新开工在去年和今年有较大增长，有望使得 2012 年竣工面积仍维持在较高增速，家电生产商将受益于地产竣工面积的高速增长。考虑到保障房更多建设在人均收入较低的城市，我们看好渠道下沉、三四线销售网络较强的家电厂商。

- **青岛海尔 (600690.CH, 推荐)**: 公司作为世界白色家电第一品牌、中国最具价值品牌，是家电行业的龙头企业。公司目前重点拓展三四线城市的分销业务，加强与各地经销商联系的发展策略与前文论述的“保障房引致家电渠道下沉新形式”趋势非常相符，将有利于公司在家电营销中占据先手，未来盈利有望进一步扩大。预计 11 年和 12 年公司净利润增速为 30%和 23%。
- **格力电器 (000651.CH, 审慎推荐)**: 公司是目前全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的专业化空调企业。2010 年内销量市场份额 36%，收入增长 43%。预计 2011 年 1 季度收入增长能够达到 40%左右，品牌和技术将保证其竞争优势。

对于港股部分，

保障房和基建相关的子行业里，我们比较偏好建筑公司、水泥和工程机械。此外，内河建设将是“十二五”期间的重点投资项目，投资额将达 4000 亿，是“十一五”的 3.3 倍，中交建作为港口建设龙头企业将受益；我们认为水泥行业有望在未来两年进入高利润率时代，主要原因来自过去几年政府对高耗能产业产能扩张的持续限制和由此导致的行业集中度不断提高，该变化更多是结构性的，我们偏好集中度较高的东南沿海地区龙头企业；工程机械是我国优势产业，主要龙头公司已形成相当程度的产业集中，“十二五”期间政府对保障房、水利水运的持续投入将使对工程机械的需求维持在高位；我们对重卡销量较为乐观，预计较高的固定资产投资增速和蓬勃发展的物流业将推动销量增长，但相对于整车厂，我们更加偏好议价能力较强的关键零部件供应商。

- **中国建筑 (03311.HK, 推荐)**: 公司目前主要收入来自海外基建项目，但我们建筑分析师预计公司将逐步把发展中心转向中国，成为中国建筑集团 (601668.CH, 推

荐)在国内基建投资领域的旗舰。我们看好公司在中国大陆以及香港市场的增长前景,尤其是在中国保障性住房市场的发展,目前保障性住房投资类合同额达 42.1 亿元,占其全部在手订单的比例达 10.8%。给予“推荐”评级,其中港股目标价为 8.2 港币。

图表 38: 港股重点受益股票池

上市公司	分析员	彭博代码	评级	股价 03/25/11	目标价 (HK\$)	流通市值 (US\$ mn)	市盈率			市净率			分红收益率		
							09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
建筑															
中国建筑国际	吴慧敏	3311 HK Equity	推荐	7.14	8.2	2,736	31.3	20.6	14.7	6.0	4.6	2.1	0.8%	1.2%	1.7%
中国交通建筑	吴慧敏	1800 HK Equity	审慎推荐	7.46	7.5	14,190	13.5	9.5	7.7	1.8	1.6	1.3	1.8%	2.6%	3.2%
水泥															
海螺水泥	罗炜, 关雪	914 HK Equity	推荐	44.6	56	20,217	39.1	23.7	12.0	4.8	4.0	2.9	0.4%	0.6%	1.2%
金隅集团	n.a.	2009 HK Equity	n.a.	13.0	n.a.	13,979		15.9	11.9		2.4	2.1		0.9%	1.3%
机械															
中联重科	吴慧敏	1157 HK Equity	推荐	19.6	23	15,851		22.7	16.4		3.5	3.0		0.5%	0.9%
潍柴动力	郑栋	2338 HK Equity	推荐	46.1	70	9,855	19.8	10.2	7.6	5.8	3.4	2.2	0.6%	0.6%	0.6%
水务															
北控水务	黄文龙	371 HK Equity	推荐	2.5	3.23	2,197	57.3	20.0	19.1	4.2	3.5	4.1	0.0%	0.0%	0.0%
中国联塑	n.a.	2128 HK Equity	n.a.	6.7	n.a.	2,594		14.1	11.0		4.4	3.3		1.8%	2.3%
铁路															
和利时	陈华	HOLI US equity	推荐	12.65	19	689	27.0	22.4	16.9	4.0	3.2	2.7	0.0%	0.2%	0.3%
中国智能交通	n.a.	1900 HK Equity	n.a.	4.6	n.a.	920		20.5	14.0		4.7	3.6		0.0%	0.0%
家电															
海尔电器	郭海燕, 黄文倩	1169 HK Equity	推荐	8.14	10	2,322	38.9	20.6	14.3	10.0	7.5	5.3	0.0%	0.0%	0.0%
创维数码	郭海燕, 黄文倩	751 HK Equity	中性	4.32	5.4	1,438	8.3	12.0	9.8	1.8	1.6	1.5	3.9%	2.7%	3.3%

资料来源: Factset, 中金公司研究部(中金公司研究覆盖公司盈利预测用研究员预测, 没有覆盖的公司用 I/B/E/S Estimates)

- 中国交通建筑 (01800.HK, 审慎推荐):** 公司是中国最大的港口承建商, 将受益于“十二五”期间水路投资的高速增长(“十二五”投资 4000 亿), 此外, 得益于国际海运贸易的持续回暖和海工业务的广阔前景, 我们机械分析员预期振华港机(900947.CH)将在未来 2-3 年逐步复苏。公司目前 2011 年市盈率 7.7 倍, 3.2% 股息收益率, 下行空间有限, 给予“审慎推荐”评级, 港股目标价 7.5 港币。
- 海螺水泥 (00914.HK, 推荐):** 公司是我国最大的水泥生产企业, 主要产销地在东南沿海一带, 主要市场如上海的市场占有率较高, 将充分受益于行业集中度的提高。公司有望在 4 月份联合其他厂商限产提价, 中期看来, 盈利的进一步上调将继续推动股价上行。目前 2011 年市盈率 12 倍, 未来两年盈利复合增长 34%, 给予“推荐”评级, 港股目标价 56 港币。
- 金隅集团 (02009.HK, 未覆盖):** 公司是京津地区的水泥龙头企业, 北京市场占有率超过 65%, 2009 年收入中北京和河北占比合计超过 85%, 将是华北地区水泥价格上涨的主要受益者。公司同时还是北京最大的保障房建设企业, 未来几年房地产业务(2009 收入占比 30%)的增长主要来自这一领域。根据市场一致预期, 目前 2011 年市盈率 12 倍, 未来两年盈利复合增长 35%。
- 中联重科 (01157.HK, 推荐):** 公司是全球第十大、中国第二大工程机械制造商, 主要产品集中在混凝土机械和起重机, 将充分受益于保障房和水利水运建设增长, 未来几年主要增长动力来自挖掘机业务。我们对公司未来增长较市场更为乐观, 预期盈利将被持续上调, 目前 2011 年市盈率 16.4 倍, 给予“推荐”评级, 目标价 23 港币。
- 潍柴动力 (02338.HK, 推荐):** 公司是中国最大的独立重卡发动机供应商, 占整体市场份额 40%左右, 占独立发动机供货市场份额达 90%, 在固定资产投资和物流业持续增长的背景下, 公司将充分受益于重卡销售量的增长, 并享有一定议价能力, 我们汽车行业分析师预计公司主要客户福田汽车和陕汽集团有望在 2011 年实现 30%以上的增长。目前 2011 市盈率 7.6 倍, 给予“推荐”评级, 目标价 70 港币。

在水务相关的子行业中，我们更加偏好污水处理，因为其商业模式在目前环境下较为成熟（向政府而不是居民收费，合同锁定25年收益），同时考虑到中国目前污水处理率仅50%，行业增长前景非常可观；此外，考虑到环保、耐用等方面，我们很看好塑料管道作为新兴材料替代原有传统供水、排水管道（钢或铝），这也是政府“十二五”期间大力推行的方向（参见《国家化学建材产业十五计划和2015年发展规划纲要》）。

- ▶ **北控水务（00371.HK，推荐）**：作为污水处理行业的龙头企业，公司管理层拥有丰富的行业经验，结合母公司北控集团（392.HK，推荐）在资金和政府关系等方面的大力支持，公司有望通过兼并收购和内生动力实现快速增长，我们公共事业分析员预期公司未来两年盈利复合增长将达到30%，给予“推荐”评级，目标价3.23港币。
- ▶ **中国联塑（02128.HK，未覆盖）**：公司是中国最大的塑料管道、管件生产商，09年占全国市场份额10%，已形成较强规模效应（成本领先）。公司下游主要是房屋和基建项目的供水（占2010收入39%）和排水（37%），将同时受益于水利和保障房建设。根据市场一致预期，目前2011年市盈率11倍，未来两年盈利符合增长26%，股息收益率2.3%。

随着我国大规模高铁投资土方建设工程的大量完工，项目进入运营通车阶段，我们相信安装机电系统包括信号和通信系统子行业的需求高峰正在逐步到来，由此看好系统自动化和智能交通解决方案供应商。此外，“十二五”期间城市轨道交通领域的投资也将高速增长，十分需要良好的系统解决方案来增强安全性，增开班次、舒缓拥堵，以及减少污染。

- ▶ **和利时（HOLI.US，推荐）**：公司主要产品为工业自动化控制系统解决方案，除了工业应用，公司积极介入了轨道交通信号控制系统业务，目前公司在250公里每小时高铁信号系统中市场份额占到了70%，在手订单中39%来自高铁，28%来自城市轨道交通，公司将充分受益于“十二五”期间国家在轨道交通上的大力投入。目前2011年市盈率17倍，而未来两年盈利复合增长达到33%，给予“推荐”评级，目标价19美元。
- ▶ **中国智能交通（1900.HK，未覆盖）**：公司是中国领先的交通通信方案提供商，专注于高速公路、铁路及城市交通，未来盈利增长动力主要来自轨道（在手订单中铁路占43%和城市交通占11%）专业通信系统和业务结构的进一步优化（高毛利的售后增值服务占比逐步增大）。根据市场一致预期，2011年市盈率为14倍，未来两年盈利复合增长22%。

同前面A股部分对于家电行业的逻辑，我们看好港股中渠道下沉、三四线销售网络较强的家电厂商。包括：

- ▶ **海尔电器（01169.HK，推荐）**：公司是国内家电领头羊，主要资产是洗衣机和热水器业务，随着去年完成对日日顺的注入，公司已转型成为一个三四线家电经销为主的通路商，我们看好公司的网络价值，预计未来两年盈利复合增长37%，目前2011年市盈率14.3倍，给予“推荐”评级，其中港股目标价10港币。
- ▶ **创维数码（00751.HK，持有）**：公司是国内领先的平板彩电厂商，国内市场份额居第二位，今年以来高毛利的LED电视实现了较快增长，将拉动公司一季度综合毛利率上升，中期来看，我们认为公司较强的三四线销售网络将帮助实现快速增长。目前2011年市盈率10倍，未来两年盈利复合增长16%，给予“持有”评级，目标价5.4港币。

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/或机构投资者提供。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。

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

北京市朝阳区建外大街甲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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路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

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



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