

## 【要点】

◇在经济格局没有发生大规模改变之前,我国4万亿投资计划依然会推进,与此相关的建筑类上市公司将成为最大的受益者。我们认为,2009年业绩增长确定性强的个股将是配置的重点。

◇尽管目前基建类上市公司估值相对较高,但是考虑到我国经济目前的特殊性,由于其业绩增长的确定性较强,估值还处于合理范围内,在A股市场估值上升的前提下,估值还有进一步提高的余地,我们认为,2009年基建类上市公司投资机会依然明显。

◇重点关注投资增长确定性较强5大细分行业:铁路建设、城轨建设、水利建设、交通枢纽站场等公共建筑装修、水泥生产线建设领域。这5大子行业投资增长的确定性有效地保证了相关公司的业绩增长的确定性。

◇重点推荐9只个股:宏润建设、粤水电、四川路桥、隧道股份、中铁二局、金螳螂、中材国际、中国中铁、中国铁建。

预计中央投资超过800亿元

## 水利建设投资现高峰

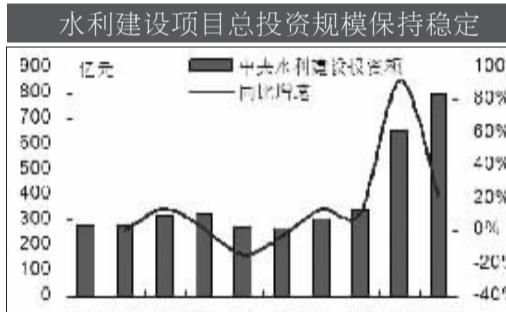
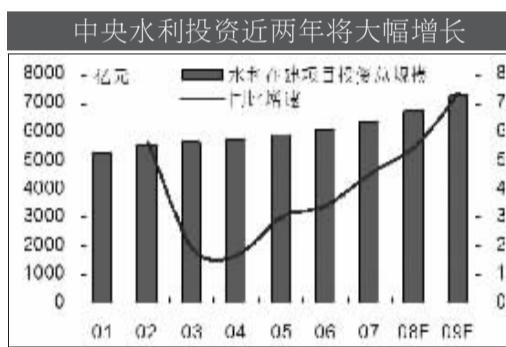
2008年中央水利建设的投资共计655.4亿元,与2007年的304.9亿元相比,增幅高达92.3%,为历史最高水平。

在应对国际金融危机、保增长、扩大内需的大背景下,中央2009年对水利建设的投资将再创历史新高。我们预计2009年中央水利投资会上新的高峰,现在初步预测可能会达到800亿元以上。

2009年水利投资主要用于水利十大工程建设,主要的方面还是农村的饮水安全、病险水库的除险加固、灌区的改造、大江大河大湖的治理,以及一些骨干的枢纽工程和水源工程的建设等等。

按照2008年病险水库除险加固、农村饮水安全和灌区改造等民生水利投资占总投资的比重(2008年占比45%以上)推算,预计2009年该类投资的比重应该在50%左右,也就是400亿元左右。

我们认为,水利投资增长的确定性将保证相关公司如粤水电等业绩增长的确定性。



| A股主要建筑类企业PE (20090203) |      |              |                 |                   |
|------------------------|------|--------------|-----------------|-------------------|
| 证券代码                   | 证券简称 | 市盈率 (PE,TTM) | 预测市盈率 (PE,最新预测) | 预测市盈率 (PE,未来12个月) |
| 600820.SH              | 隧道股份 | 35           | 30              | 22                |
| 600068.SH              | 葛洲坝  | 26           | 21              | 14                |
| 600170.SH              | 上海建工 | 26           | 24              | 19                |
| 600263.SH              | 路桥建设 | 44           |                 | 13                |
| 600528.SH              | 中铁二局 | 33           | 27              | 21                |
| 600284.SH              | 浦东建设 | 45           | 38              | 23                |
| 600491.SH              | 龙元建设 | 12           | 11              | 9                 |
| 600970.SH              | 中材国际 | 19           | 16              | 10                |
| 600206.SH              | 宏润建设 | 17           | 15              | 11                |
| 600281.SH              | 金螳螂  | 24           | 23              | 17                |
| 602135.SH              | 东南网架 | 42           |                 | 20                |
| 600214.SH              | 东华科技 | 28           | 21              | 15                |
| 600217.SH              | 延华智能 | 44           | 42              | 38                |
| 建筑类中小企业平均PE            |      | 30           | 24              | 18                |
| 601390.SH              | 中国中铁 |              | 44              | 19                |
| 601186.SH              | 中国铁建 |              | 31              | 20                |
| 两家铁路建设公司平均PE           |      |              | 37              | 20                |

## 建筑板块估值有望进一步提升

□招商证券建筑业研究小组

经济对我国经济的影响,从而使得我国总体估值要比国际估值要高。对于基建类上市公司而言,更是受益于国家拉动内需的大规模基建投资计划,使其成为了目前A股市场上少有的业绩增长性明确的板块,其估值更要比A股平均估值要高。

建筑企业走多元化道路是其发展的必经之路,同时多元化也是提升公司经营利润的最有效办法。建筑企业所处的发展阶段有如金字塔结构——金字塔顶端是以资本、技术、管理为竞争优势,以综合型、跨领域为特征的高度多元化的建筑企业;金字塔中端则是利用施工主业优势打造施工上下游业务一体化的施工企业;金字塔底端是数量众多的、单纯以施工为主的施工企业。

我们认为,多元化提升了公司的ROE水平,同时对公司的估值也有一个“加速器”的作用。在经济景气中,多元化将进一步提升建筑企业的估值;而在经济不景气中,多元化可能加剧建筑上市公司PE的下降。

专业化程度高的大型公司,由于参与不同产业领域,通过资本、管

理、技术等优势,能够获得比原有传统建筑领域更高的利润。比如西班牙ACS、法国的VINCI、BOUYGUES,正因为他们参与了更为广阔的产业领域如能源、电讯、媒体等,使得他们在2008年的经济萧条中不受美国市场的影响,牢牢把持世界建筑企业排名的前三甲。

反观我国的建筑企业,多元化战略还有待进一步提升。2008年,我国进入世界企业500强的企业,基本上是单一的以施工业为主,尽管有多

元化,但是基本上是属于施工行业的上下游的一体化,而且占比很低,一般仅在5%-10%以内。从最新的数据可以看出,我国的建筑企业营业利润率、人均产值排名均靠后,尤其是人均产值一块,排名倒数第一。

尽管目前我国基建类上市公司估值相对较高,但是考虑到我国经济目前的特殊性,这类基建类上市公司由于其业绩增长的确定性较强,其估值还处于合理范围内,在A股市场估值上升的前提下,估值还

有进一步提高的余地。

我们认为,2009年基建类上市公司投资机会依然明显。2009年配置建筑板块,主要的思路是:重点关注基建领域投资增长确定性较强的5大子行业,如铁路建设、城轨建设、水利建设、交通枢纽场馆等公共建筑装修、水泥生产线建设领域;重点推荐5大子行业的9只个股:中国中铁、中国铁建、中铁二局、四川路桥、隧道股份、宏润建设、粤水电、金螳螂、中材国际。

业绩增长确定性公司估值对比表(20090203)

| 代码     | 公司   | EPS  |      |      | 盈利增长率 |      |      | PE | PB | ROE | 市值(亿元) |
|--------|------|------|------|------|-------|------|------|----|----|-----|--------|
|        |      | 07   | 08E  | 09E  | 07    | 08E  | 09E  |    |    |     |        |
| 601390 | 中国中铁 | 0.15 | 0.06 | 0.26 | 92%   | -58% | 309% | 36 | 87 | 21  | 8.90%  |
| 601186 | 中国铁建 | 0.26 | 0.32 | 0.49 | 154%  | 24%  | 55%  | 38 | 31 | 20  | 12.30% |
| 600528 | 中铁二局 | 0.42 | 0.34 | 0.49 | 592%  | 31%  | 42%  | 14 | 17 | 12  | 14.90% |
| 600970 | 中材国际 | 1.51 | 1.75 | 2.92 | 4%    | 16%  | 66%  | 25 | 22 | 13  | 45.20% |
| 600820 | 隧道股份 | 0.32 | 0.39 | 0.55 | 54%   | 48%  | 44%  | 36 | 30 | 21  | 3.4    |
| 002062 | 宏润建设 | 0.7  | 1.25 | 1.76 | 68%   | 115% | 41%  | 27 | 15 | 11  | 2.5    |
| 002081 | 金螳螂  | 0.96 | 0.99 | 1.2  | 35%   | 55%  | 21%  | 22 | 22 | 18  | 4.2    |
| 002060 | 粤水电  | 0.35 | 0.31 | 0.42 | 35%   | 31%  | 42%  | 22 | 25 | 19  | 8.00%  |
| 600039 | 四川路桥 | -    | -    | -    | -     | -    | -    | -  | -  | -   | -      |
| 平均     |      | 0.28 | 0.26 | 0.4  |       |      |      | 36 | 33 | 20  | 2.6    |
|        |      |      |      |      |       |      |      |    |    |     | 346    |

铁路土建工程投资金额4000亿元

## 铁路建设投资增长确定

在4万亿投资计划中,相对来说,铁路投资是最为确定的。

根据有关专家统计,我国2008年底在建铁路项目总金额将达到1.87万亿元左右,按照平均工期3.5-4年计算,2009年全年在建工程投资金额在4700亿元-5400亿元之间。而根据铁道部的规划,2009年将新批70个项目,总投资规模达到1.5万亿元左右,同样按照平均工期3.5-4年计算,2009年全年新建项目投资为3800亿元-4300亿元左右。上述两者相加,2009年铁路建设固定资产总投资在8500亿元-9700亿元之间。

考虑到铁路新线建设投资分为四大块:第一块是静态投资,主要是征地拆迁和各项工程的费用,有11项内容,加上基本预备费,一共12项。该部分约占总投资的85%;第二块是动态投资,主要是建设期利息,约占工程总投资的3%-5%;第三块是机车车辆购置费,约占总投资的10%;第四块是铺底流动资金,约占总投资的1%~2%。扣除建设期利息、机车购置费以及铺底流动资金,静态投资约为7200-8200亿元。

我们认为,未来中国铁路投资的重心不在客运专线,而在普通铁路,其理由是客运专线投资成本较高,票价同样也将定价较高,大部分的普通民众将难以承受这样的高票价,这样将不能有效地解决我国民生运输问题,有违我国和谐社会精神。

我们断定,未来2至3年内铁道部投资铁路建设的重点将由目前的高速客运铁路转向普通铁路,投资的区域重点将集中在四川、云南、贵州等西部各省。

从“十五”轨道项目不完全统计表中我们发现,四川、云南铁路投资达到5000亿元(其中,四川铁路达到3300亿元左右,云南铁路投资达到1700亿元),远远大于国内其他区域的铁路投资总额,未来这两个省份的铁路投资仍将加大。

2009年铁路建设土建投资估算表(单位:亿元)

|                              | 2008年     | 2009年     | 合计        | 备注   |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|--|
| 固定资产总投资                      | 4700-5400 | 3800-4300 | 8500-9700 | 其它投资占比15%左右,主要为建设期利息、机车购置费、铺底流动资金              |
| 工程静态投资                       | 4000-4600 | 3200-3600 | 7200-6200 | 征地及拆迁费用占静态投资的10%-20%,新建工程第一年拆迁费用占当年静态投资30%-40% |
| 站前工程(施工准备、路基、桥梁、轨道等)         | 600-700   | 1000-1200 | 1600-1900 | 静态投资30%-40%                                    |
| 后方工程(通信、电力、电气化、信号、站房、动车段工程等) | 2400-2600 | 1400-1600 | 4000-4100 | 此为09年当年土建施工估算总金额                               |
| 其它费用(建设单位管理费、监理费、前期费、勘察设计费等) | 200-230   | 160-180   | 360-410   | 一般占静态投资4%-5%之间。                                |

尽管业内认为我国的水泥依

然处于产能过剩的状态,将可能影响我国水泥固定资产投资增速。然而,我们也应看到,在2008年底,国家出台政策策动内需,刺激了水泥工业的发展,2008年我国的水泥固定资产投资增速仍然较快。随着4万亿投资计划的不断落实,2009年我国水泥固定资产投资仍将保持稳定增长。

以四川为例,本次投资拉动内需政策拟投资1万亿元用于灾后重建,由此带动水泥固定资产投资增

速迅猛,2008年四川省水泥投资增幅排名全国第一就是明显的证明。实际上,汶川地震后,众多龙头水泥企业相继进入四川市场,掀起了四川新型干法水泥生产线建设热潮。根据四川省经贸委的消息,目前四川省在建项目和开展前期工作的项目共有70余个。

我们认为,受淘汰落后产能腾出市场空间和国家鼓励大型企业建设新干法等因素驱动,2009年水泥生产线建设投资增长的确定性增强。

2010年总产值将达2.1万亿元

## 建筑装修行业年均增长20%

2007年,我国建筑装饰业总产值

首次突破1.5万亿元。伴随着中国经济的快速增长以及相关行业的蓬勃发展,建筑装饰行业愈加显示出其巨大的发展潜力,市场增长空间以平均每年20%左右的速度递增,预计2010年我国建筑装饰行业总产值将达到2.1万亿元左右。

我们认为,尽管2009年国内经济情况不容乐观,由此带动房地产业、酒店业可能持续低迷,但是,随

着4万亿投资计划的提出,我国公路车站、航空机场、铁路枢纽车站等交通枢纽站场等公共建筑所带

来的需求将大幅增加,预计2010年我国建筑装饰行业总产值将达到2.1万亿元左右。

我们认为,尽管2009年国内经济情况不容乐观,由此带动房地产业、酒店业可能持续低迷,但是,随

着我国各城市的交通日益拥堵,这些城市的地方政府都出台了相关的城市轨道规划。目前国内已开通、已批准城市轨道交通的城市共计有15个,规划线路总长达1700公里,总投资将突破6000亿元。另外,宁波、郑州、厦门、东莞、昆明、长沙等6个城市正在编制规划。

长三角区域是我国城市轨道的重点区域。上海是目前我国地铁及城轨建设市场最大的城市,2012年前地铁里程规划将达到510公里,预计2020年远期规划达到1000公里。按照上海地铁建设单价5亿元/公里计算,总投资额将达到5000亿元。而2015年前长三角其他主要城市将累计建设330多公里城市铁路,投资总额可能达到2000亿元,市场巨大。

珠三角将成为城市轨道发展最

快的区域。从2004年开始,广州地铁平均每年将开通35公里,预计2010年