

# 建筑工程行业 2008 年投资策略

## 转型改变企业，寻找行业龙头和细分领域专业承包商

王飞 建筑行业 研究员  
电话：020-87555888-638  
eMail: wf2@gf.com.cn

### 宏观调控紧缩下的建筑业景气依旧，期待产业转型到来

建筑业作为实现固定资产投资最重要的行业，由其所承担的建筑安装工程在固定资产投资中的比重长期稳定在 60%以上，对于来自宏观调控的压力将如何左右行业未来的发展呢？对此，我们认为，建筑工程行业 2008 年景气依旧，期待中的产业转型有可能正逐步走来。历史运营状况分析显示：建筑业整体维持较高增长，盈利能力仍在低点徘徊。行业将迎来市值膨胀时代。

### 四个细分领域分析显示行业迎来最好发展时机

铁路建设爆发性增长时期已至，公路工程市场增长可期，城市轨道交通建设市场容量巨大。对外工程承包实现突破性增长，单项合同金额勇创新高，但是国际承包工程模式发展下凸显中国建筑企业综合服务能力不足。

### 行业展望：微观运行环境驱动企业变革提速

在过度竞争较长时期存在、增收不增利现象难以迅速改变的微观环境下，企业惟有积极开展运营管理、改变传统施工角色才能适应市场变化。通过分析显示：相对于纵向价值链上下游延伸的多元化经营模式，基于横向价值链延伸的一体化综合服务模式才是适宜中国建筑企业发展的路径选择。

### 行业投资策略：把握真正行业龙头，寻找细分行业运营管理开拓者和专业工程承包商

我们认为以下几类公司值得重点关注：普受益于中国基建建设投资高速增长、拥有明确垄断红利和未来预期的真正行业龙头上市公司，如中国中铁；细分行业领域，享受需求旺盛引致的行业景气，精于专业化运作和资本运营的上市公司，如金螳螂和隧道股份；在专业工程领域中，受益于所处下游行业景气提升、进入壁垒高、附加值大、市场集中度较高而实现的寡头竞争格局的上市公司，如东华科技。

中国中铁（601390）：买入      金螳螂（002081）：买入  
隧道股份（600820）：买入      东华科技（002140）：持有

## 行业评级

持有

前次评级

持有

## 行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-15.65%	-26.07%	128.44%
上证综指	-8.27%	-10.05%	114.47%

## 目录索引

<b>一、宏观调控紧缩下的建筑业 .....</b>	<b>4</b>
(一) 景气不改, 期待产业转型到来 .....	4
(二) 回顾: 建筑业整体维持较高增长, 盈利能力仍在低点徘徊 .....	7
(三) 翘首期待央企上市, 行业迎来市值膨胀时代 .....	8
<b>二、四个细分领域显示行业迎来最好发展时机 .....</b>	<b>10</b>
(一) 铁路建设市场: 铁路建设爆发性增长时期已至 .....	10
(二) 公路工程市场增长可期 .....	12
(三) 城市轨道交通建设市场容量巨大 .....	13
(四) 对外工程承包市场分析 .....	14
<b>三、行业展望: 微观运行环境驱动企业变革提速 .....</b>	<b>16</b>
(一) 过度竞争现象较长时期存在, 增收不增利现象难迅速改变 .....	16
(二) 积极实施运营管理, 拓宽盈利渠道和提高盈利能力 .....	17
<b>四、行业投资策略及推荐公司点评 .....</b>	<b>23</b>
(一) 综合考虑宏观环境和微观企业现状, 给予行业“持有”评级 .....	23
(二) 行业投资策略 .....	23
(三) 推荐公司点评 .....	24

## 图表索引

图 1: 全社会固定资产投资和 GDP 比较 .....	4
图 2: 建筑安装工程和固定资产投资比较 .....	4
图 3: 2001 年-2006 年固定资产投资资金来源 .....	5
图 4: 建筑业企业和企业家信心指数 .....	7
图 5: 建筑业分行业企业景气指数 .....	7
图 6: 建筑业总产值、增加值及增速 .....	7
图 7: 建筑业总产值、增加值及 FAI 增速比较 .....	7
图 8: 建筑业利润总额及增速 .....	8
图 9: 建筑业总产值、增加值及利润增速 .....	8
图 10: 建筑业 A 股上市公司总市值及占 A 股总市值比重 .....	8
图 11: 中国及其他主要国家货运密度、客运密度比较 .....	10
图 12: 中国铁路基本建设投资及增速 .....	11
图 13: 2006 年中国铁路建设资金来源 .....	12
图 14: 历年铁路建设债券发行额度 .....	12
图 15: 交通基建固定资产投资及增速 .....	13
图 16: 交通基建分行业固定资产投资状况 .....	13
图 17: 交通建设分行业投资增速 .....	13
图 18: 全国高速公路的现有及规划里程数 .....	13
图 19: 我国对外承包工程完成营业额及增速 .....	14
图 20: 历年对外承包工程新签合同额及增速 .....	14
图 21: 中国对外承包工程历年新签合同额和最大合同额 .....	15
图 22: 对外承包商的价值链模型 .....	15
图 23: 建筑企业实施资本运营的路径选择 .....	17
图 24: Centex 业务结构演变图 .....	18
图 25: 工程总承包的主要实施方式 .....	20
图 26: BOT 及其主要变式 (BOOT、BOO) .....	21
表 1: 2007 年 1-10 月份固定资产投资情况 .....	6
表 2: 2006 年中国承包商前 10 强及上市情况 .....	9
表 3: 中国铁路建设“十一五”规划目标 .....	11
表 4: 中国建筑行业的绝对集中度 .....	16
表 5: 建筑行业部分 A 股上市公司开展房地产业务情况 .....	19
表 6: 建筑行业部分上市公司设计咨询业务毛利率情况 .....	20
表 7: 国内建筑类上市公司的 BOT 运营情况概览 .....	22
表 8: 重点推荐公司业绩预测及评级 .....	26

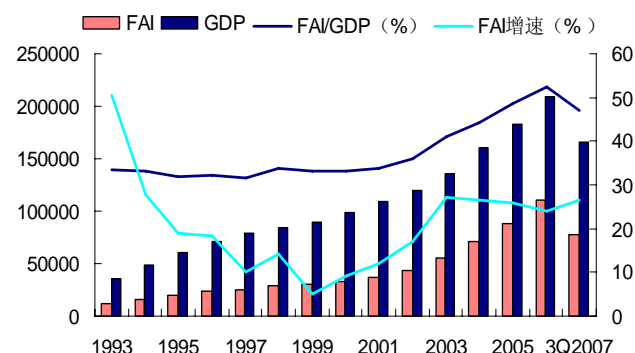
## 一、宏观调控紧缩下的建筑业

### （一）景气不改，期待产业转型到来

建筑业的发展规模和需求基本是由固定资产投资规模决定的，因此对于建筑业的分析有必要首先考察固定资产投资和GDP的增长情况。

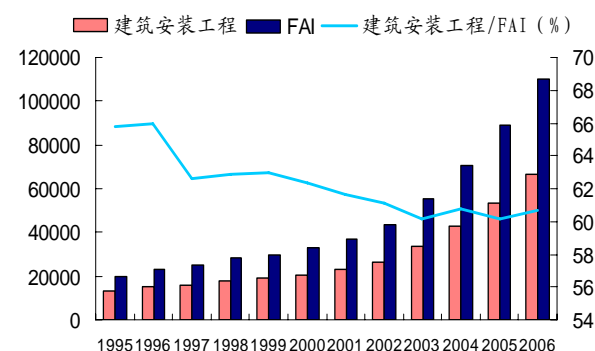
自中国1992年提出建立社会主义市场经济体制、逐步向市场经济过度以后，市场经济意义的宏观调控逐渐走上中国经济发展的历史舞台，成为我们解读中国经济的“关键词”。如果以这个时间为起点，第一轮针对1992年经济过热的紧缩性宏观调控从1993年开始，大约持续到1997年，在此期间，固定资产投资增速从1993年50.6%的历史高位急挫而下，直到1999年的历史低点。由于国内商品供应矛盾逐渐由卖方市场转向买方市场以及东南亚金融危机导致的外需不足，1998年开始实施扩张性的宏观调控，一直持续到2002年，由此使中国经济进入新一轮景气周期。固定资产投资增速自1999年触底反弹后开始急速上升，自2003年以来一直维持在24%或以上的高位，与此对应的是，固定资产投资占GDP比重也一路攀升并在2006年突破50%。

图 1：全社会固定资产投资和 GDP 比较（亿元）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 2：建筑安装工程和固定资产投资比较（亿元）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

针对我国经济发展过程中出现的投资过度和低水平重复建设问题，新一轮的紧缩性宏观调控自2003年开始，在此轮宏观调控中，固定资产投资呈现高位平稳运行状态。作为此轮宏观调控的延续，从2006年开始宏观调控的目标转为调整中国国际收支失衡和由此带来的流动性过剩问题。而时至今日，2007年的中央经济工作会议把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务，货币政策由“适度从紧”转变到“从紧”。

与此同时，对于新开工项目过多、造成投资增速过快影响经济稳定运行，中央政府再次动用行政手段对新开工项目予以严格控制。国务院办公厅2007年11月17日发出通知，加强和规范新开工项目管理，新开工项目的控制引入公开机制，同时国务院要求，各类投资项目开工建设必须符合国家产业政策、发展建设规划、土地供应政策和市场准入标准，要完成审批、核准和备案手续八项要求。

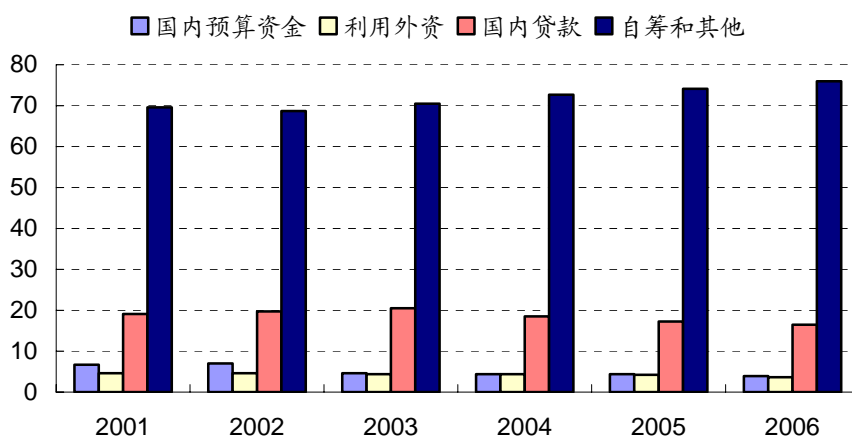
至此我们似乎可以认为，建筑业的未来发展笼罩在宏观调控的阴霾之下。

固定资产投资按照构成可以分为建筑安装工程、设备工具器具购置和其他费用三类。建筑业作为实现固定资产投资最重要的行业，由其所承担的建筑安装工程在固定资产投资中的比重长期稳定在60%以上。对于一个受固定资产投资变动如此明显的行业来说，这种来自宏观调控的压力将如何左右行业未来的发展呢？对此，我们认为，建筑工程行业2008年景气依旧，期待中的产业转型有可能正逐步走来。我们的观点和判断基于以下理由：

### 1、诸多因素限制固定资产投资大幅回落的可能性不大

正如上面的分析，防止经济过热和通胀风险已是2008年宏观调控的首要任务，货币政策“从紧”的基调已经奠定，投资将成为调控的重点，调控手段除了控制信贷总量之外，估计窗口指导和行政调控力度将大幅加大。但是考虑到中国经济发展前景良好，企业投资回报较高、企业融资渠道拓宽、信贷调控的影响减弱等因素将对投资起到直接推动作用。此外，从投资项目来源结构看，无论就资金占比还是投资增速而言，地方政府的投资热情明显高于中央直接投资，但考虑到政府换届的进行，我们对此项投资的控制程度也并不乐观。我们预计固定资产投资全年增速仍将保持较快增长水平，年度增速有望达到25%以上。而且，我们认为这一趋势也将在今后比较长的一段时间内得到维持。

图 3：2001 年-2006 年固定资产投资资金来源（%）



数据来源：WIND 资讯

### 2、结构性调控或许成为宏观调控主要操作方式

作为目前中国经济增长的重要驱动因素，采取简单压缩固定资产投资规模的方式并不是管理层的初衷，我们认为国家对固定资产投资调控的操作方式将针对不同行业具有结构性差异。

从2007年1-10月份城镇固定资产的分行业完成情况来看，房地产、煤炭、非金属、有色金属等行业投资增长较快。这些领域的投资大多与国家调控政策以及节能减排目标并不一致，基于微观层面追逐利益的冲动与宏观层面和谐发展的导向之间亟需进一步的协调，这些行业有可能成为未



来宏观调控的重点。此外，固定资产的宏观调控可能对于未来形成产能过剩或低水平重复建设的行业更有着重。相比较之下，作为国家经济增长的基础性工程，基建建设投资目前其实处于一种被压抑的状态，无论铁路建设、公路建设还是城市轨道建设加大投资都是非常必要的。

我们否认管理层可能采取不分行业、“一刀切”的调控方式，但我们仍旧对管理日渐娴熟的调控手段充满希望。至于加大基建建设投资力度的必要性我们将在后面做进一步分析。

表 1：2007 年 1-10 月份固定资产投资情况

项目	数额	同比增长
城镇固定资产投资	88953亿	26.9%
中央项目投资	8830亿	13.8%
地方项目投资	80123亿	28.6%
从行业看：		
采矿业	3638.88亿	22.3%
制造业	27490.1亿	36.5%
电力、燃气及水的生产和供应	6902.95亿	11.3%
建筑业	1015.38亿	23.2%
交通运输、仓储和邮政	9494.46亿	15.7%
其中：铁路运输	1589.92亿	7.9%
道路运输	5244.12亿	12.0%
城市公共交通业	801.36亿	32.5%
房地产业	21600.1亿	33.2%
水利、环境和公共设施管理业	6860.65亿	26.1%

数据来源：国家统计局

### 3、紧缩性宏观调控推进建筑产业结构转型速度

我们在以前的报告中曾经就建筑行业的过度竞争现象进行过深入的分析，我们认为产业集中度低所引发的生产能力相对过剩和产品的同质化是过度竞争存在的根本原因，通过进一步分析我们认为对“规模经济”的片面追求而造就的建筑企业规模趋同的现实又是建筑行业集中度较低的直接原因。总之，已经形成的不合理行业结构可以说是建筑行业诸多问题的根源。

固然可以通过市场的竞争逐步推动行业结构的优化，但经验证明这个过程是漫长的。如果可以借助紧缩性宏观调控等外部因素的刺激，我们相信这个进程将大大加快。

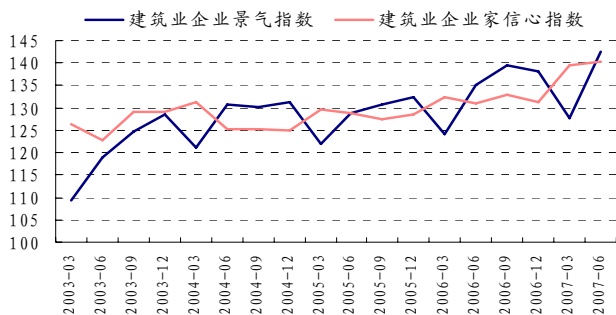
通过市场竞争机制和政府宏观调控手段，有重点地培育出一批科研、设计、施工、咨询服务等综合能力强的大型企业，通过规模优势、集约使用资金能力、技术开发能力和承包能力，推动企业向技术密集型、资金密集型方向发展。在减少大型企业数量的同时，相对扩大中小型企业数量，促使其向专业化方向发展。逐步形成由完成单位工程的承包企业和完成生产任务的专项分包企业共同构成的两个层次的企业结构。这样，才能有针对性地提高企业运营效率，提高资产收益率，否则“大而全”将会成为前

进的包袱。

在上面的分析中，我们试图通过两种视角来判断紧缩性宏观调控对建筑行业未来发展和景气周期的影响，分析的结果让我们对行业未来发展依然充满乐观。

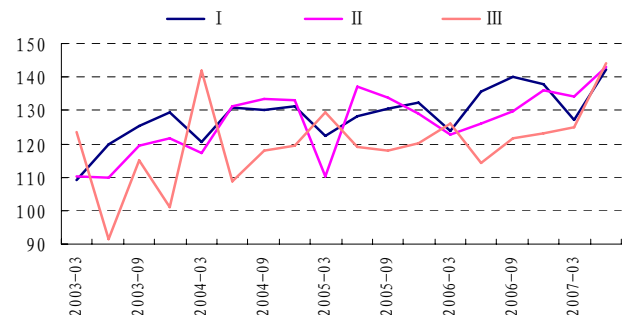
此外，一个比较直观的佐证是：无论是从建筑业整体的企业景气指数和企业信心指数还是从建筑业分行业企业景气指数来看，指数均处在140以上的高度景气运行状态，并且初步呈现出上扬加速的势头。指数高位运行表明建筑业企业家对本行业和企业未来发展变化充满乐观预期。

图 4：建筑业企业和企业家信心指数



数据来源：WIND资讯

图 5：建筑业分行业企业景气指数



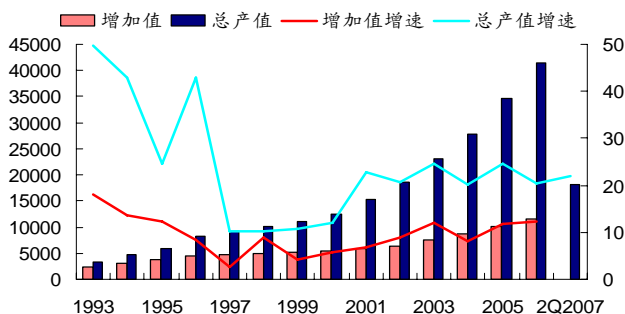
数据来源：国研网 I、II和III分别表示房屋和土木工程建筑企业景气指数、建筑装饰业景气指数、建筑安装业景气指数

## （二）回顾：建筑业整体维持较高增长，盈利能力仍在低点徘徊

随着中国经济的发展，建筑业的行业整体规模不断扩大，虽然在增速方面有所波动，但是整体增长的趋势没有改变，长期以来，建筑业增加值占GDP的比重一直稳定在5%以上的位置。正如前面的分析，建筑业是实现固定资产投资的最主要行业，固定资产投资中的基本建设投资60%~70%是由建筑业完成的，固定资产投资的规模基本决定了建筑业的市场规模，因此建筑业和固定资产投资的增长表现出较强的相关性。

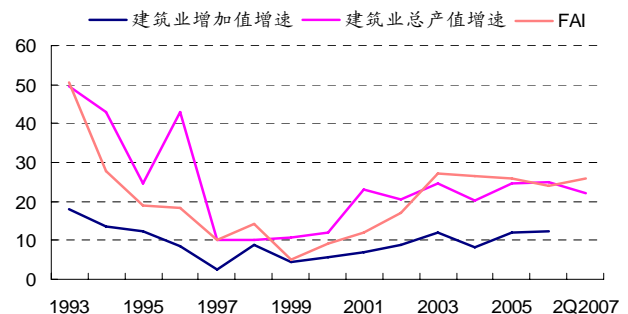
在考察建筑总产值和增加值的增速时我们发现，在1999年以前，两者增长的趋势背离甚大，而之后则表现出较为一致的同向增长趋势。

图 6：建筑业总产值、增加值及增速（亿元）



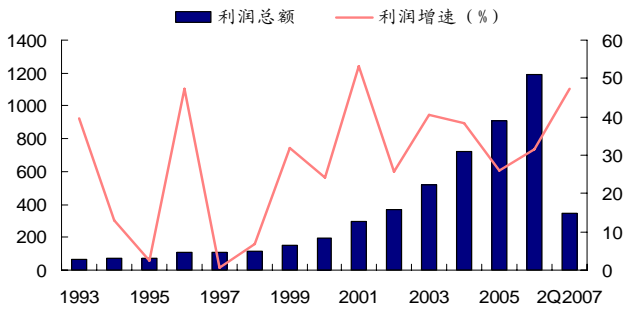
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7：建筑业总产值、增加值及 FAI 增速比较（%）



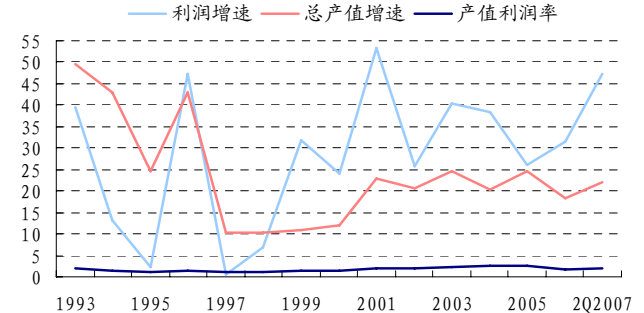
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8: 建筑业利润总额及增速 (亿元)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 9: 建筑业总产值、增加值及利润增速 (%)



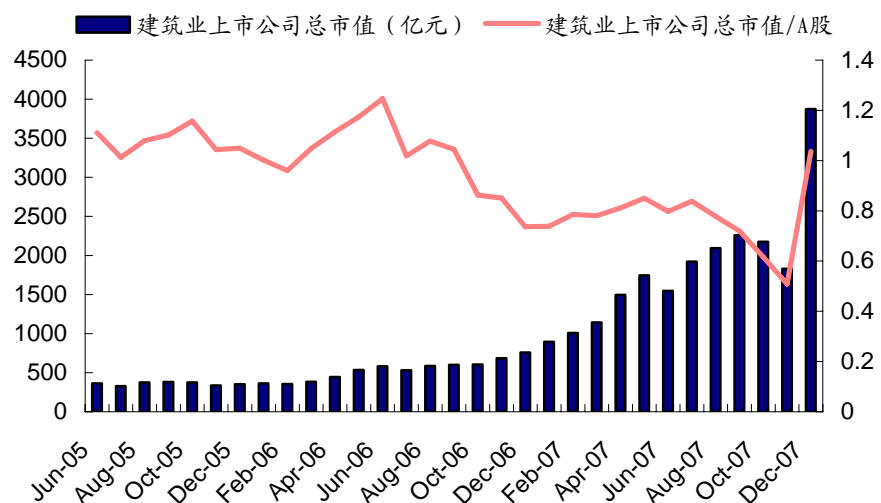
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

在利润增长方面, 总体来看, 建筑业的利润增长呈现较大的波幅震荡, 虽然 2007 年上半年实现利润 345 亿元, 同比增长高达 47.4%, 但是建筑业利润这种振荡巨大的增长常态使我们无法乐观的估计其后续的发展, 因此我们对其未来的利润增长保持谨慎预期。而且, 相对于建筑业总产值超过万亿的基数, 几百亿规模的利润即使有大幅增长仍旧无法掩盖整体盈利能力低下的事实。我们可以看到, 作为衡量建筑业盈利水平的重要指标——产值利润率却一直处于 2% 的较低水平。

### (三) 翘首期待央企上市, 行业迎来市值膨胀时代

建筑施工行业是典型的资金饥渴型行业, 无论是从企业承接项目还是从企业的发展来讲, 资金运作和融资能力都是建筑业成功经营的关键性因素。而对于参与国际工程市场竞争的企业来讲, 因为由承包商垫付工程款、交钥匙工程以及项目融资等方式参与工程开发运营的带资承包模式的盛行, 融资能力更是直接影响着承包商的竞争地位。国际工程的业主对总承包商的资金实力要求远远大于技术要求, 因为总承包商只要有雄厚的资金或融资能力, 完全可以在承包工程之后请好的设计院和施工方来完成工程的设计和施工。

图 10: 建筑业 A 股上市公司总市值及占 A 股总市值比重



数据来源: WIND 资讯、广发证券发展研究中心



建筑企业迫切渴望通过资本市场提升自身的融资实力以获取项目承揽能力的提高。而目前来看，建筑业A股上市公司总市值占A股总市值的比重仅在1%左右，这相对建筑业增加值所占GDP5.6%的比重显然过小，建筑业在国民经济中的支柱地位在中国资本市场得不到体现。

但是，这种尴尬的境况将随着若干建筑业央企的陆续上市得到改观。种种迹象表明，中国最大的建筑企业正加快上市步伐。中国和亚洲最大的多功能综合性建设集团中国中铁已于12月3日登陆A股市场，并同时完成H股的发行；中国第二大建筑企业中国铁道建筑总公司独家发起设立中国铁建股份有限公司也于11月6日获准成立，为中铁道的整体上市做好铺垫。此外中国建筑、中交建和中冶总公司也在积极筹备上市事项，我们预计从2008年一季度开始，中国建筑行业的巨无霸集团将陆续登陆A股市场。

中国建筑企业的重组、并购的结果是政府主导下的行为，而非市场化的行为，但作为有限资源和有限信息拥有者的政府是不可能对企业集团的规模作出精确计算的，这也是目前众多企业集团组建后成本居高不下的一個原因，同时，政府强制组建的集团内部的协同效应也非常缺乏。如中国中铁主要是由下面若干旗鼓相当的企业组成，彼此间业务重合非常严重，互相之间既为对手，如此一来的集团组建虽然具备了规模形式，但其实既没有实现协同效应，更削弱了整体的竞争力。我们通过分析发现，对于毛利率水平基本稳定的建筑企业，费用的控制对于公司盈利能力的提升是最关键因素，而央企可以借助整体上市的契机重新整合其旗下资产，优化业务结构，提升公司的治理和管理水平，真正做大做强，成为中国建筑业未来的行业领导者和参与国际建筑市场的强有力竞争者。

表 2: 2006 年中国承包商前 10 强及上市情况

排名	公司名称	总营业额 (百万美元)	国内部分 (百万美元)	上市情况概述
1	中国中铁	15736	14897	已于12月3日实现整体上市
2	中国铁道建筑总公司	14960	13943	已成立中国铁建，预计2008年初
3	中国建筑工程总公司	13026	10578	预计2008年一季度
4	中国交通建设集团有限公司	10091	8022	2006年H股上市，预计2008年回归
5	中国冶金建设集团公司	8271	7986	预计2008年下半年或2009年初
6	上海建工集团总公司	4538	4023	-
7	北京建工集团有限责任公司	2393	2344	-
8	浙江省建设投资集团有限公司	2182	2084	-
9	中国东方电气集团公司	2169	1975	-
10	北京城建集团有限责任公司	2155	2154	-

数据来源：ENR、广发证券发展研究中心

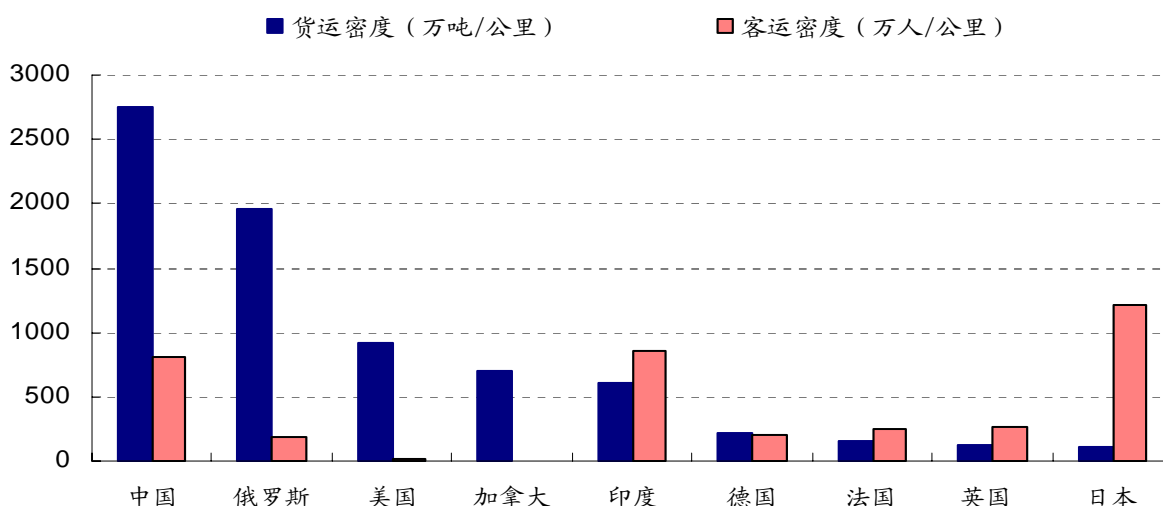
## 二、四个细分领域显示行业迎来最好发展时机

### （一）铁路建设市场：铁路建设爆发性增长时期已至

#### 1、铁路运力瓶颈亟待解决

铁路运输在中国国民经济中处于重要地位，虽然中国铁路的营业里程在2006年底已达到7.7万公里，但目前的铁路客运和货运均处于严重供不应求的状态。根据国家统计局的数据，2005年铁路客运量比2001年提高了9.9%，而货运量增加了39.4%，国内铁路的运输密度尤其是货运密度非常高。根据铁道部的数据，目前我国铁路网大约仅能满足国内需求的40%，中国以占全球6%的铁路线承担了相当于全球1/4的运输任务。

图 11：中国及其他主要国家货运密度、客运密度比较



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

与美国国土面积相当的中国，其铁路运营里程仅占美国的1/3不到。尽管“十一五”规划提出五年拟建1.7万公里、年均3400公里的目标相比过去大大提速铁路建设规模，但这样的年均建设里程还不及美国19世纪80年代平均建设量的1/3。据有关资料统计显示，美国在1880年至1890年的十年时间里，铁路运营里程由15万公里增加到26.8万公里，年均建设1.18万公里，是我国“十一五”规划年拟建规模的3.6倍。因此，我们认为，即使国家目前加大了对铁路建设的投资力度，但相对于交通运输业对一个国家工业化的重要影响，“十一五”规划的投资力度仍旧太小。

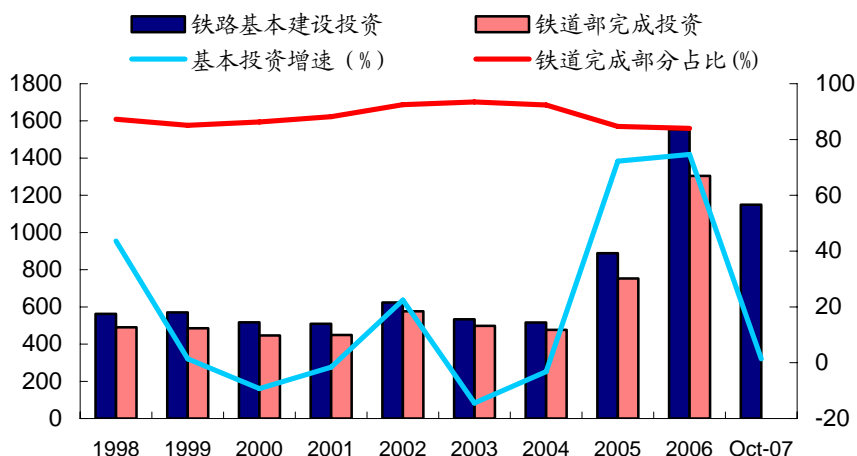
而在我们看来，交通运输业不仅仅影响到区域经济本身，甚至影响到人类文明和财富中心的转移，对于中国这样一个拥有如此广袤国土的国家来说，无论如何强调交通建设的重要性都不为过，况且我国交通运输业的发展已经严重滞后于经济发展的实际需求。

#### 2、铁路“十一五”规划拉开新一轮铁路大规模建设序幕

正是为了解决铁路运输目前供不应求的现状，2004年1月国务院审核通过《中长期铁路网规划》，为中国铁路发展描绘出的宏伟蓝图，规划设

想到2020年，铁路营业里程达到10万公里，主要繁忙干线实现客货分线，复线率和电气化率达50%，也正是从2004年，中国开始新一轮的铁路建设高峰期。同时，根据《中长期铁路网规划》和《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》编制的《铁路“十一五”规划》对铁路建设的近期目标作了详细的计划。根据铁路“十一五”的规划，从2006年到2010年，中国将投资12500亿元人民币，年均投资2500亿，建设17000公里铁路新线。

图 12：中国铁路基本建设投资及增速（亿元）



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

表 3：中国铁路建设“十一五”规划目标

	2005 年	2006 年	2010 年	平均新建能力
铁路营业里程(万公里)	7.54	7.7	> 9.0	0.34
复线铁路(万公里)	2.56	2.64	> 4.05	0.30
电气化铁路(万公里)	2.02	2.44	> 4.05	0.44
客运专线(万公里)			0.70	0.14
煤炭通道总能力(亿吨)			18	1.02

数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

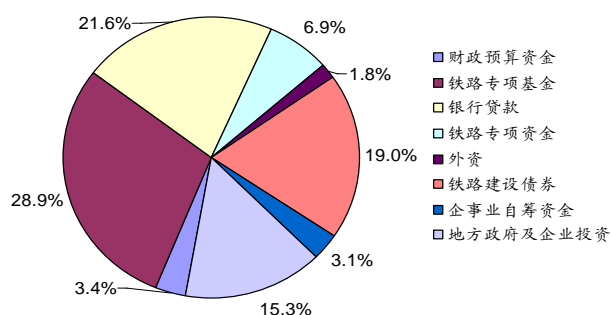
从图11我们可以看到，中国铁路基本建设投资长期处于低潮，但我们相信这种低潮建设期已经开始被打破。从2005年开始，铁路建设基本投资迎来巨幅增长，作为铁路“十一五”规划的第一年，2006年全年实现铁路基本建设投资完成额1552.75亿，首次超过1500亿元，2007年截至10月份完成的铁路基本建设投资也达到创纪录的1149.36亿元。

但是对比铁路“十一五”规划的年均实现2500亿的建设目标，从2006年和2007年的完成情况来看不容乐观，我们认为其原因仍旧是长期困扰中国铁路建设的资金短缺问题。造成中国铁路建设资金短缺的原因是多方面的，既有政策上的和管理体制上的，也有运行机制方面的。而铁路建设资金的来源渠道和投资渠道单一、投资模式僵化是其中最重要的原因。时至今日，关于铁路建设的投融资问题仍尚未得到较好的解决。

如果需要做进一步分析，我们可以得知我国铁路建设投融资存在如下问题：

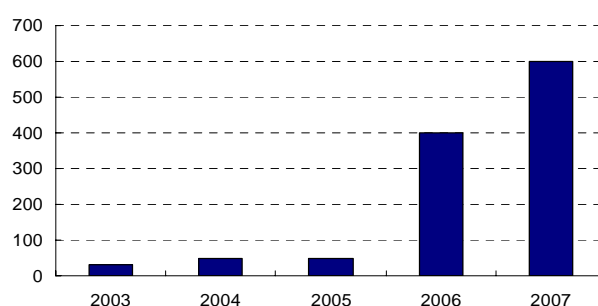
- 铁路网络性特征下的信息非对称使得外部经济主体没有确定收益保障，难以对投资作出深入判断和决策，从而丧失投资积极性
- 铁路行业运输价格一直为政府控制，致使运价长期处于超低水平，一定程度上使外部投资主体望而却步
- 铁路体制改革落后，铁路的公益特征导致国家铁路财务状况恶化，因而使得政府千方百计设置审批行政门槛，限制民间资本进入铁路经济收益区域，大大打击了外资和民间资本投资的积极性

图 13: 2006 年中国铁路建设资金来源



数据来源：铁道部《2006年铁道统计公报》

图 14: 历年铁路建设债券发行额度（亿元）



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

但是目前这种铁路基本建设投资的窘境有望得到逐步改变，铁道部在《2006年铁路统计公报》中首次提到2006年铁路建设吸引外资27.72亿元，而这在以往的统计公报中从未提及，这是铁路建设引进社会资本的重要突破，可视为铁道部释放出来的一个积极信号。而且地方政府和企业参与的规模渐次在扩张，2006年，地方政府及企业投资235.12亿元，接近“十五”的总和。作为铁路建设的重要融资渠道——铁路建设债券自2006年的发行额度也实现创历史记录400亿，2007年更是达到了600亿。从目前京沪高速铁路的融资方案来看，社会资本表现出极大的投资热情，种种迹象表明铁路基本建设投资的困境正逐步得以缓解。

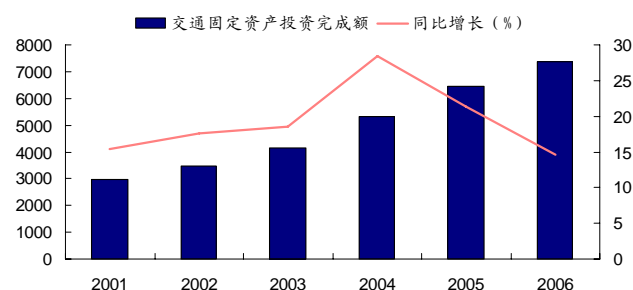
我们相信，随着铁路投融资体制改革的不断推进，铁路建设资金短缺问题一旦得到有效解决，铁路建设投资的爆发性增长将会延续，总体来看，我们对于铁路“十一五”规划目标的实现充满信心。

## （二）公路工程市场增长可期

作为交通基础设施建设的两个指导性文件《公路、水路交通“十一五”规划》和《国家高速公路网规划》已经为未来十年的交通基建作了一个比较详细的规划，通过仔细阅读这些文件，我们可以对中国交通基础设施在未来一段时间的发展有一个比较清晰的认识。

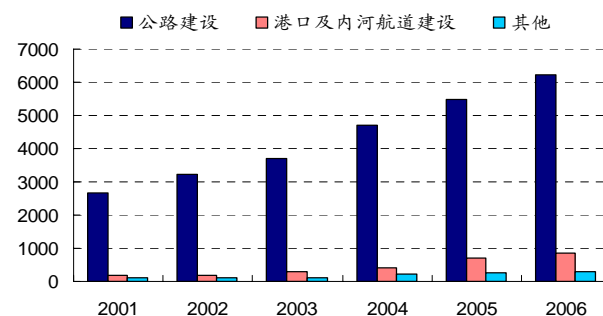
交通基建领域的投资基本是由政府主导的。纵观2001年至2006年的发展情况，交通基建领域的固定资产投资稳步上涨，但增速以2004年为界呈现先增后减的“V”型。分行业来看，公路建设一直在基建投资中占绝对比重。各行业的投资增速也成较大波幅震荡，这种宽幅震荡也正是反映了政府主导投资的特点。根据“十一五规划”将有3.8万亿人民币投向交通基建领域，这相比“十五”期间增长了73%。

图 15: 交通基建固定资产投资及增速 (亿元)



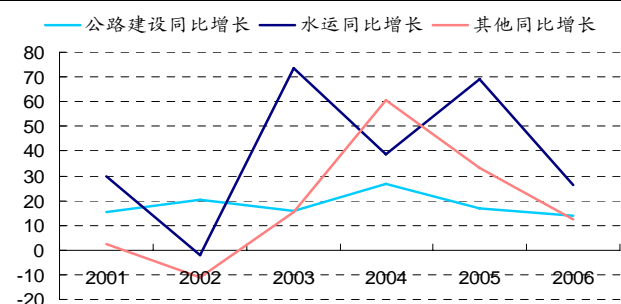
数据来源: 交通部、广发证券发展研究中心

图 16: 交通基建分行业固定资产投资状况 (亿元)



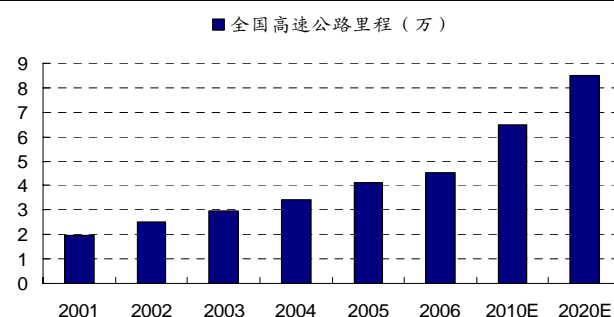
数据来源: 交通部、广发证券发展研究中心

图 17: 交通建设分行业投资增速 (%)



数据来源: 交通部、广发证券发展研究中心

图 18: 全国高速公路的现有及规划里程数 (万)



数据来源: 交通部、广发证券发展研究中心

高速公路建设是交通基建领域的亮点。根据交通部2005年出台的《国家高速公路网规划》，国家将在2020年建成采用放射线与纵横网格相结合布局、总规模为8.5万公里的国家高速公路网，并且提出了到2007年底建成4.2万公里、2010年建成5-5.5万公里的近期建设目标。而根据交通部给出的统计公报，我们可以看到在2006年底中国已经建成高速公路4.53万公里，已经提前完成近期目标。而交通部《公路、水路交通“十一五”规划》也将2010年前的建设目标由5-5.5万公里提高至6.5万公里，建设速度明显加快，因此整个高速公路的建设目标必将提前较多时间完成，分配到每年的基建投资也相当可观，未来几年的公路建设市场的较快增长仍可期待。

### (三) 城市轨道交通建设市场容量巨大

城市轨道交通在提高城市交通资源利用效率、缓解城市交通拥堵方面作用明显，目前中国城市的轨道交通建设尚处在发展初期。

据建设部统计，内地目前已有北京、上海、广州等10个城市陆续修建地铁及轻轨线路并已投入运营，建成投入运营试运营的线路共有22条，运营及试运营里程共602.3公里。其中，北京、天津、上海、广州、深圳和南京已经实现地铁运营，截至2006年底的营运里程达440公里。目前，包括北京、上海、广州等12个城市有36条轨道交通线路正在建设。

全国有25个城市已经制定了具体的城市轨道交通发展计划方案，其中北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、南京、杭州、武汉、成都、哈尔滨、长春、沈阳、西安、苏州等15个城市的城市轨道交通建设规划已得到



批复。在未来10余年里，15个城市建设轨道交通线路总长约1700公里，总投资达到6200亿元。

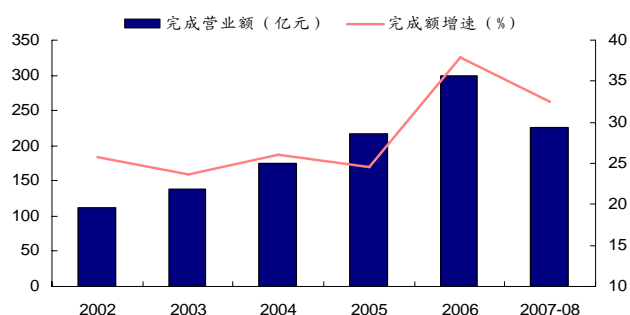
从上面的分析我们可以看到，在中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

#### （四）对外工程承包市场分析

我们特将建筑企业的对外承包工程领域作为一个特殊的细分领域处理，其目的在于尽管目前国内的建筑产品需求形势仍旧旺盛，但由于建筑行业特有的产业结构和竞争态势，建筑企业能够提高的产能是相对过剩的，相比较而言，建筑企业开拓海外市场不仅有利于目前企业盈利能力的提高，从长远看来更能提高企业的国际竞争实力，毕竟随着全球经济一体化的发展，中国建筑企业走向世界、参与国际竞争是必然的趋势。

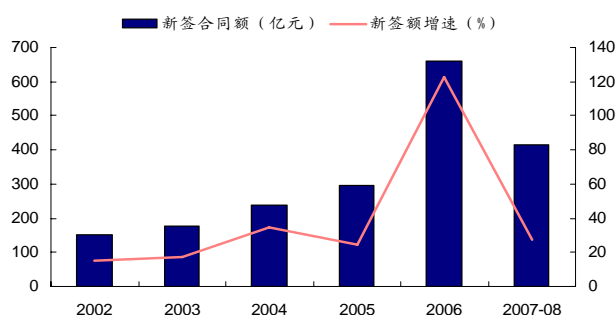
##### 1、对外承包工程实现突破性增长、单项合同金额创新高

图 19: 我国对外承包工程完成营业额及增速



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 20: 历年对外承包工程新签合同额及增速

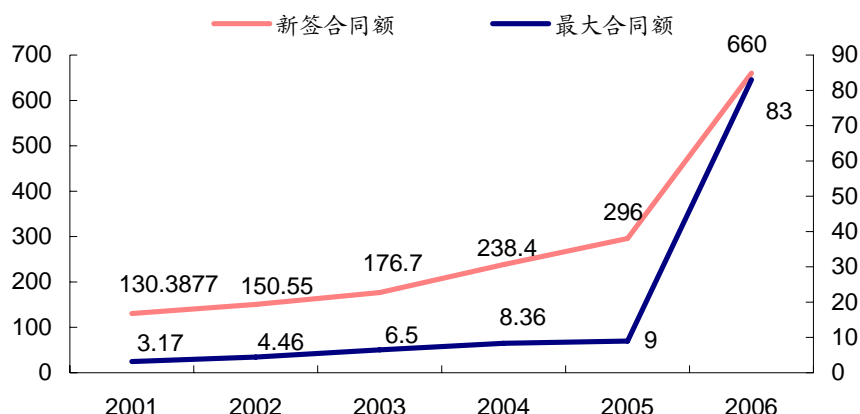


数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

自我们统计的2002年以来，对外承包工程完成营业额一直维持在20%-40%的增长速度上，新签合同额也以15%的速度增长，而这种相对稳定的增长速度在2006年得到爆发。2006年新签合同额达到660亿美元，同比增长123%，并且交通运输业新签合同金额首次超过房屋建筑业跃居第一。同时，我国对外承包工程大型化趋势也日益显著，2006年新签合同金额超过10亿美元以上的项目有7个。由中国铁道建筑总公司下属的中土公司中标的尼日利亚现代化铁路项目总投资83亿美元，成为至今为止中国公司在境外中标的最大工程项目，标志着我国对外承包工程业务已经迈入可以承揽大型工程项目的新发展阶段。

在地区分布方面，亚洲和非洲仍旧是最大的市场，并且在中东、美洲和欧洲等地区逐步占据了一定的市场份额。相比而言，非洲在我国对外承包工程业务的重要性不断增强，已经成为多元化市场格局中的新亮点，我国企业2006年在国外中标的几个超大型项目都集中在非洲市场。我们相信随着中非合作机制的不断深化和非洲基础设施建设的不断高涨，我国企业在非洲建筑市场的发展将大有可为。

图 21: 中国对外承包工程历年新签合同额和最大合同额 (亿元)



数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

## 2、国际承包工程模式发展下中国建筑企业综合服务能力不足

随着工程项目日益大型化和复杂化的特点, 业主越来越希望由一家大型承包商来承担设计、采购和施工的全部责任。EPC、PMC等一揽子式的交钥匙工程模式以及BOT、PPP等带资承包方式成为国际大型工程项目中广为应用的模式。在基础设施特别是公共工程领域, 国际大型承包商已经开始越来越早的介入到项目前期规划的过程中, 从承包项目转向策划项目、发展项目并进行投资。在这种发展模式和背景下, 中国建筑企业长期集中在施工领域的经营特点已经严重不适应。这种不适应主要表现为企业综合服务能力不足(项目规划、开发、融资、运营于一体), 正是由于我国对外承包企业在综合服务能力和融资能力的相对弱势, 我国对外承包工程长期处在行业的低端, 从事的承包工程主要是技术含量较低的工作, 这些较低端的项目和领域自然对应着较低的利润率。

我们认为, 随着国内建筑市场的相对过剩和国际建筑市场长期的稳定增长, 作为中国“走出去”战略的重要组成部分, 将有更多的建筑企业选择走出国门, 参与国际建筑市场竞争和开辟新的业务领域, 这种趋势将不可逆转, 但我们更关注的是在这种趋势背景下, 对外承包企业能否适应这种竞争、提升自身的综合服务能力。

图 22: 对外承包商的价值链模型



数据来源: 广发证券发展研究中心

### 三、行业展望：微观运行环境驱动企业变革提速

#### （一）微观运行环境：过度竞争较长时期存在，增收不增利现象难迅速改变

作为吸收农村劳动力就业最重要的行业，国内普通工业和民用建筑行业是最早市场化以及引入竞争者的行业之一。竞争增强导致竞争主体利润率的下降，但竞争本身将不会导致一个行业长期在微利、薄利的边缘徘徊。建筑业的竞争已经不是一种市场经济中的正常竞争或者良性竞争问题，这种竞争已经表现为一种偏离正常竞争轨迹的恶性过度竞争，建筑业过度竞争现象的存在必然使得建筑企业整体的盈利状况趋向恶化。但是在分析问题的时候，仅仅局限于形成问题原因的表象将无助于问题的解决，理清建筑业过度竞争得以形成的细枝末节，才能够站在一个更高的角度来对建筑业未来的发展进行展望。

已有研究和文献对中国建筑业的绝对集中度进行测定，尽管实证结果不尽一致，但所得出的一致结论是中国建筑业的绝对集中度过低，在结合贝恩对产业垄断和竞争程度类型划分的六种市场理论，可以判断中国建筑业处在企业数极其多、不存在集中现象的“原子型”竞争市场。我们选用的部分研究成果附在表4。需要说明的是，尽管中国建筑业呈现出绝对集中度不断上升的趋势，我们不能盲目乐观的认为，中国建筑业的产业集中度已与发达国家接近，这是因为：这种产业集中度迅速提高的原因主要来自政府主导的产业内的企业联合、整合，而不是来自市场竞争发展起来的一般企业，产业集中度的提升可能只是数量上的，而在质量和内涵上仍与西方发达国家存在较大差距。

表 4：中国建筑行业的绝对集中度 单位：亿元

年份	建筑业总产值	前10企业产值	CR10
1996	8282.25	505.2137	6.1%
1997	9126.48	657.1066	7.2%
2000	12497.6	1112.286	8.9%
2002	18527.18	2427.061	13.1%
2003	23083.87	3670.335	15.9%
2004	27745.38	4800.44	17.3%

数据来源：姚宽一《中国建筑业产业竞争力研究》、中国建筑业年鉴(2006)

在以上分析得以成立的前提下，我们可以得到如下结论：

（1）我国建筑业市场过度竞争和缺乏实力突出的超强大型承包商企业，任何经济性质的企业都不能在建筑市场占据客观的份额，即便曾经辉煌的国有企业也不得不为了生存而进行残酷的市场竞争。过度竞争造成建筑企业在招投标中互相倾轧，住宅市场低价竞标和垫资施工非常普遍，甚至违法招揽工程，由此导致建筑企业利润率降低。

（2）相对集中度较低反映了我国建筑业过度竞争的主要原因是建筑业规模相差不大、市场竞争缺乏层次。大型建筑企业规模相差不大和数量过多直接导致建筑企业竞争环境非常激烈（而不单纯是企业数量过多的问题，事实上，企业数量的多少并不必然导致竞争的加剧），许多大企业不

得不进入技术含量较低的普通住宅市场，与三、四级企业争夺市场。过度竞争导致我国大型建筑企业的效益水平不高，另外由于产业技术进步的主要推动者应该是市场中具有较强支配力量的大型建筑企业或集团，而这些企业由于效益水平不高以及疲于应付市场竞争无心进行技术革新，这又可能使得行业整体的技术含量和水平不高。

## （二）积极实施运营管理，变革建筑企业传统角色

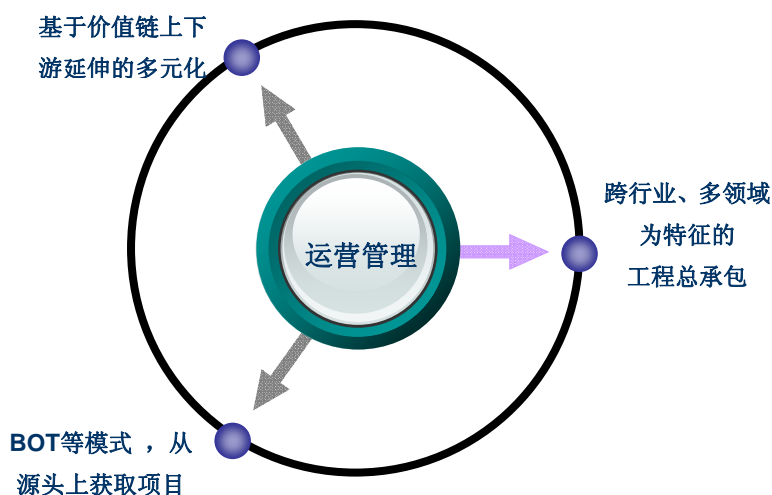
上面的分析指出产业集中度低所引发的生产能力相对过剩和产品的同质化是过度竞争存在的根本原因，我们寄希望于通过优化建筑行业结构来改变建筑企业生存的这种恶劣境况，但不得不承认这个优化的过程终究还是漫长的。然而在现阶段，建筑企业可以通过借助运营管理手段拓宽盈利渠道、变革盈利模式，该过程的进行也势必促进产业结构优化的进程。而事实上，受制于整个行业的竞争态势，一些建筑企业已经积极实施运营管理并且初见成效。

从企业的角度来看，运营管理是把企业所拥有的一切有形和无形的存量资产变为可以增值的活化资本，通过资本市场实现重组扩张，以最大限度地实现资产增值的目标。运营管理的方式可以采取收购和兼并其他企业的方法，也可以通过购买部分产权以控股和参股的形式进入某一企业，还可以通过出售部分产权来盘活存量资产、调整产业结构。企业运营管理还包括将运营管理的原则和方法应用于企业的经营管理，即企业经营要通过不断提高资本配置和资本运行的效率，来实现资本最大程度的增值。

对建筑企业而言，可供选择的资本运营的具体途径有：

- 围绕自己的核心业务，进行价值链上（建筑配套产品）下（房地产）游的延伸，实现同一价值链的多元化经营
- 以国际上通行的具有人才密集、管理密集、技术密集、跨行业、多领域为特征的工程总承包方式
- 主动参与并通过项目策划、项目融资，以BOT等模式为发展方向，从源头上获取项目，进入高端市场

图 23：建筑企业实施资本运营的路径选择



数据来源：广发证券发展研究中心

需要说明的是，从根本来讲，建筑企业的这种运营管理的实现都是基于建筑产业链上业务的延伸，这里有必要区分建筑产业链延伸上的两种形式：纵向产业链和横向产业链。

我们将建筑企业围绕自己的核心业务，进行价值链上（建筑配套产品，如建材）下（房地产）游的延伸成为纵向产业链延伸，这种延伸不可避免的造成企业的多元化经营模式。

与此相对，我们将建筑企业摆脱单纯的传统施工角色，集勘察、设计、采购、施工和后期运营于一身，走向综合一体化服务模式的价值链延伸称为横向价值链延伸，这也即所谓的“工程总承包”模式。

两种建筑价值链延伸方式决定了企业截然不同的发展路径，我们试图结合国外建筑企业的发展历史对适合中国建筑企业发展成长的路径作一选择。

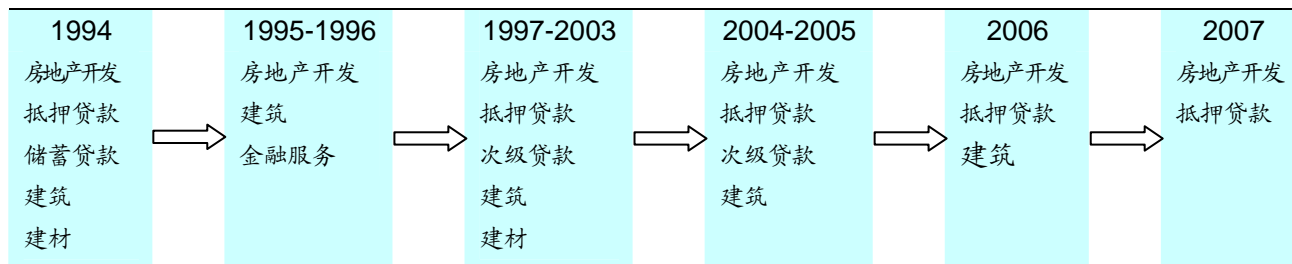
### 1、纵向价值链延伸：渐成潮流的相关多元化经营并不适合中国建筑企业的发展路径

经营协同理论为企业的相关多元化提供了理论支撑。在目前传统工程施工领域毛利率长期维持在较低水平的现实情况下，很多企业开始试图通过相关多元化经营模式开辟新的利润增长点，并以此规避行业风险。

从已实施多元化经营的建筑企业来看，多元化经营战略的开展都是围绕自己的核心业务，进行价值链上下游的延伸，实现同一价值链的多元化经营。如中铁二局在房地产高涨的气氛下，通过定向增发收购集团公司的八家房地产公司，由此开始涉足房地产开发行业，并逐渐向施工和房地产开发双主业的经营模式转变。再如宏润建设2007年11月21日发表公告，公司向宏润控股非公开发行不超过4,000万股（含4,000万股）股票，收购上海宏润地产有限公司100%股权，从而开始进军房地产领域。如果继续向前追溯，我们就会发现，像这种建筑企业通过进入建筑施工的上下游领域（尤其是房地产领域）而实现纵向一体化的事例已经屡见不鲜，如浙江广厦、北京城建等。我们甚至可以预见，这种基于多元化的纵向一体化经营模式将渐成潮流，但事实上，从长远来看，这种经营模式能否达到企业所设想的目标呢？

我们以曾经是美国最大的房地产开发商和第二大建筑承包商的Centex为例作一简单分析。

图 24：Centex 业务结构演变图



数据来源：证券市场周刊（2007年第38期）、广发证券发展研究中心

Centex于1950年成立于美国德克萨斯州，在上世纪90年代达到发



展的巅峰，成为全美最大的房地产开发商和第二大建筑承包商。历数Centex的发展历程，我们就会发现Centex经历了一个在相关多元化模式中不断摸索、最终走向专业化的过程。在其将近60年的发展历程中，Centex的经营业务几乎涉及了与房地产开发相关的每个行业，包括建材、建筑、与房地产开发相关的金融服务如抵押贷款、次级贷款和房地产投资。可是从图24我们可以看到，从2004年Centex开始逐渐收缩其业务范围；到2006年，公司只剩下三项业务：房地产开发、抵押贷款和建筑，而其中无论是从收入还是利润贡献来看，房地产开发都占到了80%以上的份额，建筑业务部分仅占到3%左右。而今年，Centex又进一步将其建筑公司剥离，从而成为专门的房地产开发企业。正如杜丽虹在《相关多元化陷阱》中论述到：“尽管Centex多元化进入的业务领域具有较强的经营协同性，但从金融特性上看，这些业务之间的差异是较大的...把这些金融性质完全不同的业务放在一起，其结果非但不能形成金融上的互补，还会导致业务间相互扯后腿、彼此争夺现金流的现象”。可以说，正是因为这种金融上的不能协同迫使Centex在经历相关多元化的实践之后，毅然选择精简业务走向专业化发展的道路。

我们不想在这里就此案例作进一步阐述，我们只想通过Centex案例来说明目前中国建筑行业上市公司试图通过进入建筑施工下游的房地产开发领域的行为可能是一条不归路，在经历过建筑和房地产开发混合多元化经营之后，他们可能走向另一条专业化发展道路，而这条道路极有可能不再是进一步作强建筑施工业务的道路。也正因为如此，我们对此类公司的未来发展前景无法做到较为确定性的判断，而对于现阶段立志于做大做强的建筑企业来说，这条道路显然是不适合他们的一条发展路径。

表 5：建筑行业部分 A 股上市公司开展房地产业务情况

公司名称	业务范围	房地产收入占比情况
宏润建设	土木工程施工（2007年11月21日发表公告收购上海宏润地产有限公司，从而开始进军房地产领域）	-
中铁二局	铁路及非铁路工程施工、房地产	3.26%
安徽水利	水利工程施工、房地产及其他	20.01%
大连国际	工程承包、国际劳务合作、房地产以及进出口贸易等	21.29%
新疆城建	城市基础设施建设、房地产、新型建材等	51.34%
中国五夷	工程承包、房地产开发	65.45%

数据来源：广发证券发展研究中心

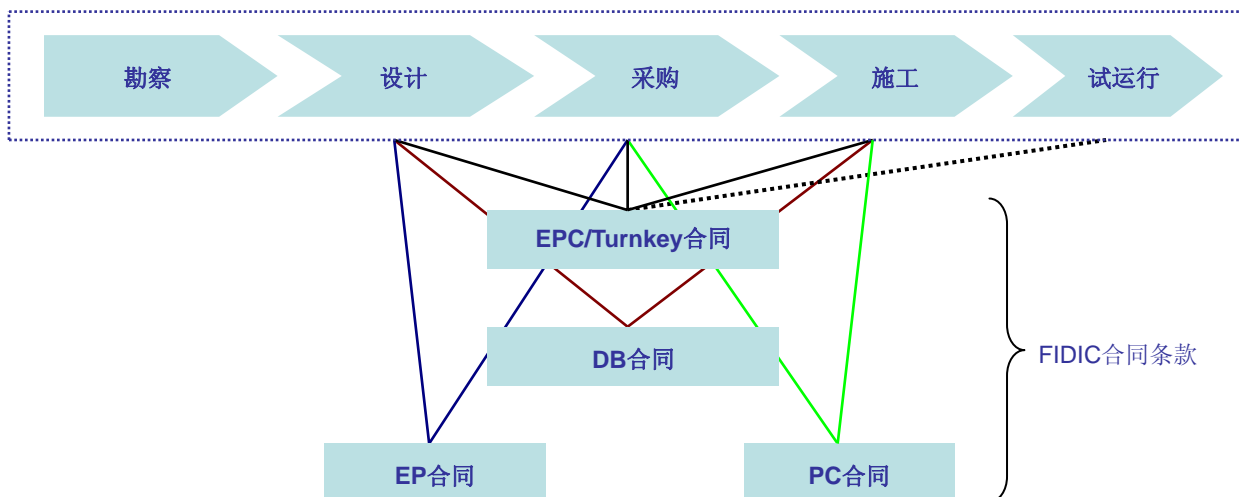
## 2、横向价值链延伸：工程总承包——提升一体化综合服务能力的必然选择

相对于纵向价值链上下游延伸的多元化经营模式，我们认为基于横向价值链延伸的一体化综合服务模式才是适宜中国建筑企业发展的路径选择。

我们在前面已经就建筑企业的整体运营环境进行了阐述，我们认为行业景气度的提升并不一定意味着给企业带来发展机遇，这是两个层次的问题。从宏观面来看，受益于基建建设投资规模扩大等诸多次级因素，行业整体面临着前所未有的发展机遇；而从微观层面来看，一直纠缠困扰建筑

行业健康发展的过度竞争现象一直没有得到有效改善。因此，即使在行业景气度得到维持的前提下，如果建筑企业固执拘泥于传统施工领域而自身不求发展和创新，势必在日益激烈的竞争惨遭淘汰。

图 25: 工程总承包的主要实施方式



数据来源：广发证券发展研究中心

相对于传统单纯的施工领域，无论其前向伸展的勘察、设计和咨询领域还是后向延伸的维护、运营阶段都是建筑行业内高附加值的领域，我们从建筑行业上市公司仅有的几家专业从事工程设计和咨询企业的毛利率水平就可以看到，相对于普通建筑施工领域不到10%的毛利率，设计咨询业务高达20%以上的毛利率确实显示出其高附加值的特性。

表 6: 建筑行业部分上市公司设计咨询业务毛利率情况

上市公司	设计咨询业务毛利率
中国中铁	38.5% (2004年)、38.66% (2005年)、37.78% (2006年)
中国海城	设计: 23.57%, 咨询: 42.18%, 监理: 16.82% (2007年中期)
东华科技	27.57% (2004年)、26.03% (2005年)、20.51% (2006年)
中材国际	设计: 44.33%, 监理: 48.97% (2007年中期)

数据来源：广发证券发展研究中心

但不可否认，并不是每一个建筑企业都能够成为集勘察、设计、采购、施工与运营为一体的综合承包商，国外建筑企业的发展历程也已证明只有那些行业或者区域龙头企业才具备成为综合性建筑承包商的潜质和实力，更多的建筑企业承担着施工专业承包和劳务分包的角色，从而构成的合理产业结构和集中度的提升也是我们所期待的。

纵览现阶段建筑企业，的确有一些企业已经具备相当的工程总承包能力，如中国和亚洲最大的多功能建设集团中国中铁和即将上市的中国排名前五的建筑集团如中国铁建、中国建筑、中交建和中冶建。此外，一些区域的龙头建筑企业凭借自身努力不和并购等手段不断做大作强，也已具备了相当的工程总承包能力，如龙元建设，公司从2004年投资新建成立龙

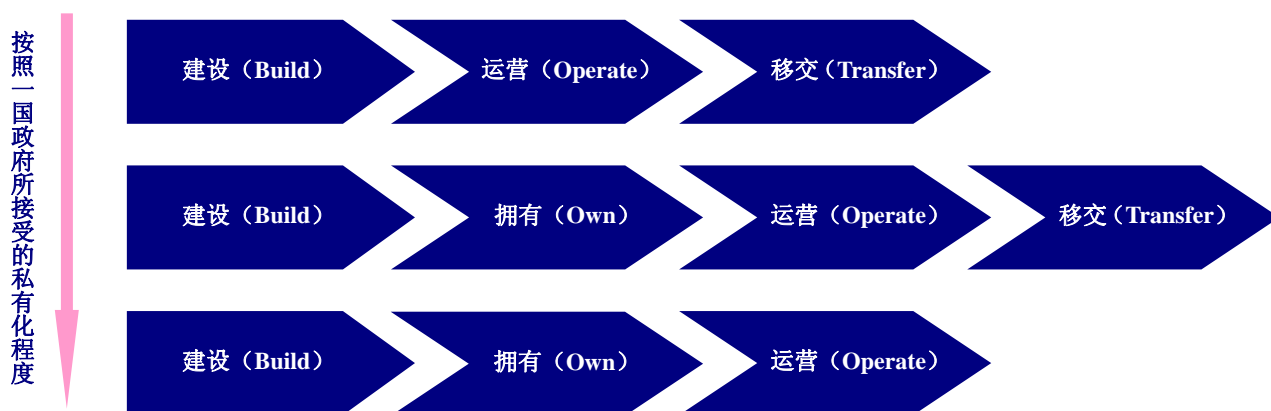
元安徽水泥，开始涉足水泥熟料的生产；2005年收购大地钢结构、大地网架开始钢结构等建筑原料的制造；2006年，公司收购上海房屋建筑设计院51%的股权，迈步进入施工设计领域；2007年7月增发，收购上海信安幕墙建筑有限公司；至此，公司完成了“设计—原料采购—施工安装”的一体化战略部署。

### 3、BOT等模式——变革建筑企业传统角色和盈利模式

BOT模式的理论依据是：发展基础设施项目是政府的责任，但是政府没有财力做；或者即使政府有财力，但由其直接投资和经营项目往往效率低下；虽然可以将项目交给私人投资者建设和运营，但项目具有公益事业的性质，最终的财产所有权应由政府代表公众拥有；政府负责项目与社会公共利益的协调，不管项目多么私营化，公共服务的价格须由政府确定。可见，BOT项目既鼓励了私人投资，又保留了政府的最终控制权，可以较好地实现投资人、政府和公众之间的利益平衡，因此BOT模式被称为“暂时私有化”过程。

BOT项目对建设企业主要有两种类型的定位。多数BOT项目是投资人中标后将工程转包给建设企业，属于间接参与。少数超大型项目或国外的项目由政府需要建设企业作为投资人和建设运营商直接承揽项目，属于直接参与。这里所要阐述的是后者。

图 26：BOT 及其主要变式（BOOT、BOO）



数据来源：广发证券发展研究中心

BOT融资模式下，建筑企业通过投入资本金，直接参与设立项目公司，从源头上获取项目，控制项目的建设和运营管理，掌握项目的现金流量，占据高端市场。已有的运营结果显示，相比传统施工业务不足2%的净利润率，BOT项目的净收益率可达到10%以上。

BOT融资模式下的建筑企业的角色和地位发生了深刻的变化，建筑企业由传统承包模式下单一的承包商角色（如设计单位、施工单位或者设备供应商）转变为既是传统模式下的承包商，又是项目的直接投资者、项目的经营者和管理者，甚至还可能是项目发起人的多重角色。

纵观全球性的建筑企业和行业巨人，许多跨国性的建筑企业正是通过运营管理来完成蜕变。如全球最大的建筑工程及服务承包商法国Vinci（万

喜)公司在BOT项目融资方面具有强大的实力和丰富经验,并且为公司贡献了巨大的利润。从2006年公司的业务收入和利润构成来看,公司的运营业务仅占到收入的17%,却贡献了60%以上的利润;与此相反的是,建筑施工业务的收入占比为41%,却只贡献了利润总额的19%。

中国的建筑企业只有以经济效益为中心,以资本运营为手段,形成以建筑业为基础,逐步从施工生产经营专项资本化经营和实业经营,才能走出目前低利润率的泥潭,实现企业的可持续发展。

表 7: 国内建筑类上市公司的 BOT 运营情况概览

公司名称	运营状况概述
中国中铁	太中银铁路和苏尼特铁路BOT、临策铁路以及若干处于建设期的公路BOT
隧道股份	运营业务的毛利高达48.13%,运营业务收入占比已达到5%
上海建工	包括三条公路上海段的运营,公路运营业务毛利率为34.9%以上,收入占比为0.86%
路桥建设	与母公司中交建组成联合体中标贵阳至都匀高速公路BOT,公司占51%权益
浦东建设	若干BT和BOT项目

数据来源: 广发证券发展研究中心

## 四、行业投资策略及推荐公司点评

### （一）综合考虑宏观环境和微观企业现状，给予行业“持有”评级

我们认为目前紧缩性宏观调控政策对行业有一定影响，这种影响主要表现在固定资产投资规模的增速可能发生回落，纵然从需求角度来看，固定资产投资规模增速的放缓在一定程度上抑制了这种对建筑产品的需求，但综合来看，我们认为这种影响不能单纯的看作是一种负面影响，而且从整个行业的长期健康运行环境来看，甚至是偏正面的，这可能也是本报告和一般报告观点的不同之处。

紧缩性的宏观调控政策减少了对建筑产品的直接需求，一方面可以起到优化建筑产业结构、提升产业集中度、逐步消除目前这种恶性竞争的困境；另一方面，激烈的市场竞争也迫使建筑企业通过借助资本运营等手段拓宽盈利渠道、变革盈利模式，进行价值链上下游的延伸挖掘，我们认为随着该过程的推进也势必造成建筑企业的分化，起到促进产业结构优化的作用。

我们看好整个行业未来的发展，但不可不否认微观企业整体的运行环境难以在短期内有实质性改观，综合考虑行业的宏观环境和微观企业现状，我们暂时给予整体行业“持有”评级。

### （二）把握真正行业龙头，寻找细分行业运营管理开拓者和专业工程承包商

从国内看，在决定国内建筑行业未来需求的固定资产投资增长和GDP增长仍然维持较高水平的预期下，整个建筑行业的高增长趋势将维持不变；从国际视角看，随着全球经济的持续增长，国际建筑投资同样呈现持续增长的趋势，国际工程承包市场依然充满活力，中国优秀建筑企业可以走出国门，投身到发展前景更为广阔的国际建筑市场中，寻求和开辟新的业务领域和利润增长点。综合全球的建筑投资增长趋势来看，我们认为建筑行业处于高度景气周期中，虽然在目前通货膨胀预期下的宏观调控政策可能将密集出台，但正如前面的分析，我们认为这对建筑业的影响有限。

从供给角度看，建筑行业存在的进入门槛低、行业集中度低、竞争过度等问题导致整个行业增收不增利的现象短期内难以迅速改变；在国际工程承包市场中，由于中国建筑企业综合服务能力较差、融资能力薄弱导致的市场规模快速扩大与盈利能力不高的矛盾凸现。

我们认为，建筑行业的宏观景气和微观劣势决定了我们应该实行差异化投资策略，结合我们在报告的第三部分对于行业未来发展的展望，我们认为只有顺应行业发展趋势的建筑企业才值得我们关注，具体到2008年来说，我们所主张的投资策略为：把握真正行业龙头，寻找细分行业资本运营开拓者和受益于下游景气度、进入壁垒高、附加值大专业工程承包商。

具体而言，以下几类公司值得重点关注：

- 普通基建领域，受益于中国基建建设投资高速增长、拥有明确垄断红利和未来预期的真正行业龙头上市公司，如中国中铁
- 细分行业领域，享受需求旺盛引致的行业景气，精于专业化运作和运营管理的上市公司，如金螳螂和隧道股份



- 在专业工程领域中,受益于所处下游行业景气提升、进入壁垒高、附加值大、市场集中度较高而实现的寡头竞争格局的上市公司,如东华科技

### (三) 推荐公司点评

#### 1、中国中铁(601390): 拥有明确垄断红利和未来预期的行业龙头

中国中铁是中国和亚洲最大的多功能综合性建设集团,公司能够提供包括基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造以及房地产开发等“一站式”的全套建筑相关服务,拥有多元化的业务平台和收入来源。

从公司所处的行业来看,铁路“十一五”规划拉开新一轮铁路大规模建设序幕,铁路建设市场迎来爆发性增长;公路建设在未来几年也将保持平稳增长,高速公路建设成为基建投资两点;中国城市轨道交通建设尚处于初步阶段,未来市场容量巨大。公司凭借其在中国基建领域的垄断地位,必将受益于基建建设投资规模的扩大。

公司拥有强大的专业化技术能力、强大的研发实力以及丰富的运营经验和良好的政府关系。我们认为未来可以引发公司增长的几个驱动因素包括工程总承包施工模式的推广、海务业务市场的开拓以及公司在资源整合和组织架构精简方面所作的努力。

我们预计公司2007-2009年的EPS分别为0.15元、0.24元和0.30元,对应目前股价公司2007-2009年的PE分别为58.73倍、36.71倍和29.37倍,公司短期来看股价已经偏高,超出我们当初给出的新股合理定价区间,但是考虑到公司在中国基建领域的绝对主导地位和公司上市后在资源整合、业务结构精简方面尚有较大潜力,我们给予公司短期“持有”、长期“买入”的评级。

#### 2、金螳螂(002081): 精于装饰专业化的高成长选择

公司是连续五年排名行业第一的民营建筑装饰企业,将是城市化进程加快以及北京奥运、上海市博会等事件引致的巨大公共建筑装饰市场的最大受益者,我们非常看好公司的成长性。

公司从今年开始,业务结构开始发生转变,公司有意扩大国内外连锁酒店业务在收入中的占比,相对削减政府工程的承接数量,公司已与诸多跨国酒店连锁巨头如香格里拉、索菲特、万豪、艾美和雅高形成稳定合作关系,这些跨国连锁酒店集团未来几年在中国皆有较大的扩张计划,与他们建立合作关系可以保证公司在此细分领域的快速成长。同时,房屋精装修市场将是公司未来业务的又一重点拓展方向。

公司长期以来的“不挂靠、不转包”的经营原则为行业树立了规范经营的榜样,公司依靠强大的竞争能力连续五年获得建筑装饰行业第一名的强大实力见证,以及公司在今年10月份承办了中国建筑装饰行业百强企业峰会,都无疑说明了公司管理层对“金螳螂”品牌建设的重视和对已有品牌效应的珍惜。公司继2006年获得4项中国建筑工程鲁班奖之后,在公示不久的2007年鲁班奖名单中又有5项斩获,这在建筑装饰企业中是绝无仅有的。我们相信在行业并购浪潮尚未到来之前,公司坚持做强而不盲目扩张的经营理念是一种较好的选择。

公司突出的竞争优势和巨大的品牌效应为公司赢来大量订单，公司目前业务应接不暇，公司有相当余地挑选优质客户进行合作。从公司目前的情况来看，影响公司未来发展的主要因素是人才瓶颈导致公司在项目承接能力不足，人才数量与业务扩张不能形成良好的匹配。

正是同样的考虑，公司与苏州大学合作共建“苏州大学金螳螂城市建设学院”，为公司未来的发展积极做好人才储备的准备，并且为公司的在职人员提供再教育和培训的机会。

我们预计公司2007-2009年的每股收益分别为0.91元、1.31元和1.68元，对应现在股价的PE分别为51.98倍、36.95倍和28.15倍，我们看好公司所处的外部发展环境和自身的高成长性，给予长期“买入”评级。

### 3、隧道股份（600820）：细分行业领域精于专业化运作和资本运营坚守者

作为城市轨道交通行业的龙头，公司坚持在细分行业中精耕细作，经过长时间的积累，公司通过不断加强技术研发和产品升级，形成在技术和人才方面的核心竞争力。

公司目前形成了以工程施工、盾构制造、运营业务加工程咨询的“3+1”主营业务模式，通过纵向一体化完成企业价值链上下游的整合。正如前面所述，建筑企业的这种走价值链整合和资本运营的发展战略正是我们非常欣赏的。

中国的城市轨道交通业正处在发展初期，市场容量巨大，全国重点城市纷纷规划未来几年的地铁修建计划，公司必然深深受益于这种行业景气度提升。公司所处的上海未来将有巨量的投资用于城市轨道交通建设，根据上海“十一五”规划纲要，上海市到2010年轨道交通运营里程将达到400公里，同时加大上海长江隧道工程建设。公司凭借其强有力的竞争优势，已经牢固占据上海地铁工程50%的市场份额，并且垄断了上海所有的越江隧道建设，如此巨大的工程承包必然为公司将来的业绩释放提供保证。

我们预计公司2007年至2009年的EPS分别为0.42元、0.55元和0.76元，对应现在股价的2007年至2009年的PE分别为33.95倍、25.93倍和18.76倍，我们认为其估值存在一定程度的低估，给予“买入”评级。

### 4、东华科技（002140）：化工专业领域开展工程设计咨询及总承包的领先企业

公司是一家专业从事化工行业工程设计、咨询与工程总承包的大型工程公司。涉及的主要细分业务为化肥、无机化学品、涂料及精细化工等领域。公司在大型甲乙酮建设市场处于垄断地位，在大型硫酸、甲醇建设市场占有率有65%和30%的市场份额，在磷复肥、尿素及合成氨建设市场占有率有65%和30%的市场份额，由此可见，公司在多个细分化工建设领域具有较高的市场占有率和领先地位。

公司所处行业的下游——化工行业的景气度直接决定了公司的发展前景，化工行业的建设需求是公司面对的直接市场需求，化工行业未来较大的发展空间决定了化工勘察设计行业的发展前景仍然广阔。

工程总承包是公司的主要收入来源，其收入总额已经占到了公司主营业务收入的70%以上，2006年已经达到了79.5%。正如我们前面的分析，工程总承包模式将是建筑行业未来的主要发展方向，而公司作为行业先行

者紧随行业发展趋势,这种施工模式所带来的盈利能力显然高于传统的施工模式,从公司的运行状况看,公司总承保业务的平均毛利率在20%左右,远远高于普通基建领域10%左右的毛利率水平。

我们预计公司2007年至2009的EPS分别为1.05元、1.22元和1.43元,对应现在股价的PE分别为94.45倍、78.84倍和67.26倍,虽然公司在化工细分领域工程设计咨询及总承包的具有领先地位以及公司正在执行的合同较多,但是考虑到市盈率水平较高,我们暂时给予公司“持有”评级。

表 8: 重点推荐公司业绩预测及评级

公司名称	公司代码	收盘价	EPS			PE			评级
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	
中国中铁	601390	8.81	0.15	0.243	0.30	58.73	36.71	29.37	买入
金螳螂	002081	47.30	0.91	1.31	1.68	51.98	36.95	28.15	买入
隧道股份	600820	14.26	0.42	0.55	0.76	33.95	25.93	18.76	买入
东华科技	002140	96.18	1.05	1.22	1.43	94.45	78.84	67.26	持有

注: 市盈率计算选用2007年12月14日的收盘价

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

## 广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



## 相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。