

中性 (维持)

## 基建加码之受益板块分析

2012年5月24日

### 基建专题研究

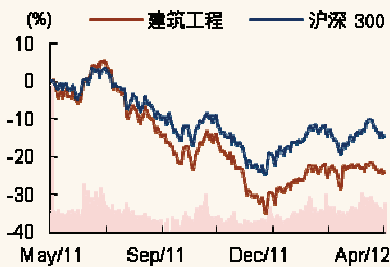
上证指数 2363

#### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	42	2.1
总市值 (亿元)	5518	2.5
流通市值 (亿元)	1130	1.5

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.1	-6.8	-26.9
相对表现	-1.1	-5.5	-8.8



资料来源: 港澳资讯、招商证券

#### 相关报告

近期基建投资加码的预期在强化, 结合领导讲话、前期调研和过往稳增长扩投资的经验, 我们认为水利水电、西部基建和文体卫生受益的确定性强, 程度高, 时间早。重点推荐中国水电、江河幕墙, 重点关注葛洲坝、成都路桥和洪涛股份。

- **基建投资加码的预期在强化。**一是中央领导视察地方的发言更突出危机意识, 中央有关部门开始进行调研; 二是中央有关部门加快项目审批步伐; 三是地方政府开始为加快重点项目建设进行铺垫。
- **水利水电与西部基建受益确定性强, 程度高, 时间早。**(1) 需求与调研看方向: 西部基建、新城建设、市政、文体卫生、铁路、水利水电和保障房可能是政府投资加码的重点方向。(2) 地方投资计划看确定性和时间, 水利水电、西部基建受益确定性强, 且时间上优先。
- **重点关注板块与公司。**(1) 水利水电板块: 投资增长确定性较强, 受益程度大时间早, 重点推荐中国水电, 关注葛洲坝; (2) 西部基建和市政: 投资增长确定性较强, 受益时间早, 重点关注成都路桥; (3) 重点推荐江河幕墙: 定位高端, 部分项目是省市重点项目; (4) 文体卫生板块: 受政策鼓励, 可能受益于财政政策结构性调整, 重点关注洪涛股份。
- **风险因素。**政策利好低于预期。

孟群

0755-25310921  
mengqun@cmschina.com.cn  
S1090511030002

#### 重点公司主要财务指标

	股价	11EPS	12EPS	13EPS	12PE	13PE	PB	评级
中国水电	4.6	0.38	0.49	0.60	9.3	7.6	1.6	强烈推荐-A
葛洲坝	7.3	0.44	0.61	0.73	12.0	10.0	2.2	强烈推荐-A
江河幕墙	16.7	0.61	0.99	1.28	16.9	13.0	2.3	强烈推荐-A
成都路桥	12.4	0.57	0.80	1.02	15.4	12.1	3.0	审慎推荐-A
洪涛股份	12.4	0.30	0.46	0.65	0.87	27.0	4.2	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、基建投资加码预期在强化 .....	3
二、基建投资加码过程中的受益板块 .....	5
1、政策导向 .....	5
2、调研体会 .....	5
3、以往稳增长扩投资的经验 .....	6
三、从地方投资计划看板块受益确定性和时间 .....	8
四、重点板块与公司 .....	10
1、水利板块，重点关注中国水电和葛洲坝 .....	10
2、西部基建和市政板块：重点关注成都路桥 .....	10
3、重点项目推进：关注江河幕墙 .....	11
4、文体卫生医疗建设：关注洪涛股份 .....	11

## 图表目录

图 1：经济波动与基建投资 .....	6
图 2：1997-1998 年稳增长而扩大投资中不同细分行业增速 .....	6
图 3：2008-2009 年稳增长而扩大投资中不同细分行业增速 .....	7
图 4：2012 年全国及分区域重点项目计划投资增速 .....	8
图 5：2012 年全国及分区域水利计划投资增速 .....	8
图 6：2012 年全国及分区域交运计划投资增速 .....	9
图 7：目前规划中轨道交通历年开工与拟开工量 .....	9
图 8：2011-2012 年分区域轨道交通开工与拟开工量 .....	9
表 1：近期行业主要动态 .....	3

## 一、基建投资加码预期在强化

- 随着经济面临的压力加大，政府进行预调微调的预期越来越强。
  - 一是中央领导视察地方的发言更突出危机意识，中央有关部门开始进行调研；
  - 二是中央有关部门加快项目审批步伐；
  - 三是地方政府开始为加快重点项目建设进行铺垫。
- 温家宝总理在不同场合分别强调：把稳增长放在更加重要的位置。确保国家重大在建续建项目资金需求，有序推进“十二五”规划重大项目按期实施。加强农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等建设。
- 水利板块，截至目前，6个水电项目获国家发改委核准，总装机容量880万千瓦，已相当于2011年全年核准量的69.4%。3月份七部分发布从金融上支持水利发展，4月份水利部敦促加快工程建设进度，5月份江西省水利投资集团有限公司成功获批发行10亿元企业债券，成为全国省级水利融资平台通过企业债券融资的首例。
- 铁路板块：2月份至今，温家宝总理在多个场合强调预调微调，强调在建续建项目一定要保证资金，确保开工。盛光祖部长4月表示要确保按计划全面兑现“十二五”铁路建设目标。5月份普通客车2500辆招标启动，同时信息反映铁道部截至2011年末获得的银行意向授信规模超过2万亿元。
- 公路板块：交通部发言人何建中指出：国家高速公路网（8.6万公里）目前还有将近40%的路段没有建成。4月份媒体报道说有关部门正酝酿对《国家高速公路网规划》进行调整，修编后的规划或较原规划增加2万公里里程。这些表示可能为加大公路建设提供铺垫。另外交通部发布了鼓励民间投资的意见，山西引入煤炭企业拓展交通业。

表 1：近期行业主要动态

分类	时间	主题	主要内容
宏观经济	4月	政策支持	温家宝在广西钦州，福建泉州等调研，指出预调微调当前一个重点就是在建、续建项目一定要保证资金，今年铁路5000亿元的投资要到位，使在建的铁路线路开工。
	5月	政策支持	温家宝在武汉调研并主持召开河北、辽宁、江苏、湖北、广东、陕西六省经济形势座谈会。指出要贯彻稳中求进的总基调，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，把稳增长放在更加重要的位置。
水利板块	1月	水电核准	云南金沙江鲁地拉水电站，总装机容量216万千瓦，年均发电量99.6亿千瓦时。
	2月	水电核准	四川大渡河安谷水电站，总装机容量77.2万千瓦，年均发电量31.44亿千瓦时。
	2月	水电核准	云南金沙江龙开口水电站，总装机容量180万千瓦，年均发电量73.96亿千瓦时。
	3月	融资支持	央行、水利部等7部委日前联合发布《关于进一步做好水利改革发展金融服务的意见》，鼓励民间资本进入水利建设领域，多渠道解决水利建设投入不足问题。
	3月	政策支持	福建：出台十项措施加快推进重大水利项目建设
	3月	水电核准	枕头坝一级电站，装机容量72万千瓦，年发电量32.9亿千瓦时。
	3月	水电核准	沙坪二级电站，装机容量34.8万千瓦，年发电量16.42亿千瓦时。
铁路板	4月	项目建设	水利部敦促，要抓住汛前有利时机，在确保质量和安全的前提下，加快工程建设进度，确保工程形象面貌满足安全度汛要求。
	5月	融资支持	江西省水利投资集团有限公司成功获批发行10亿元企业债券，成为全国省级水利融资平台通过企业债券融资的首例
	5月	水电核准	金沙江观音岩水电站项目，总装机容量300万千瓦，年均发电120.68亿千瓦时。
铁路板	2月	融资支持	国务院总理温家宝就《政府工作报告》征求各界意见的座谈会上指出，现在铁路建

块		设资金紧张,我们准备采取的办法,一是国家资金保障,二是财政担保发行债券,三是在统筹规划下,明确政策,有序引入民间资本。
	2月	资金保障
	2月	项目建设
	4月	政策支持
	4月	规划目标
	5月	客车招标
	5月	融资支持
	5月	融资支持
	3月	长期空间
	4月	融资支持
	4月	长期空间
	5月	项目批准
公路板 块	5月	加快建设
	5月	资金支持
	5月	融资支持
	2月	加快建设
	2月	加快建设
	2月	规划目标
	2月	项目招标
轨道交 通	3月	项目开工
	4月	建设目标
	4月	加快建设
	4月	规划目标
	5月	项目审批

资料来源:互联网,招商证券



## 二、基建投资加码过程中的受益板块

从政策导向、调研体会和过往经验三个角度看，我们认为在基建加码过程，受益程度较高，确定性较强的板块包括西部基建、新城建设、市政、文体卫生、铁路、水利水电和保障房。

### 1、政策导向

基建投资的结构变化是我们一直思考的问题。这种思考体现在平时的调研与研究中。

#### ➤ 首先从领导讲话来看

- 温家宝总理在多个场合强调确保国家重大在建续建项目资金需求，有序推进“十二五”规划重大项目按期实施。加强农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等建设。

#### ➤ 其次从近年来的政策导向上看

- 2011 年以来，国家陆续发文支持水利建设和文化产业建设，将水利和文化产业建设提升到国家战略高度。越来越强调民生需求。另外城市交通拥堵情况越来越严重，市政建设的需求也越来越迫切，轨道交通是重点。

### 2、调研体会

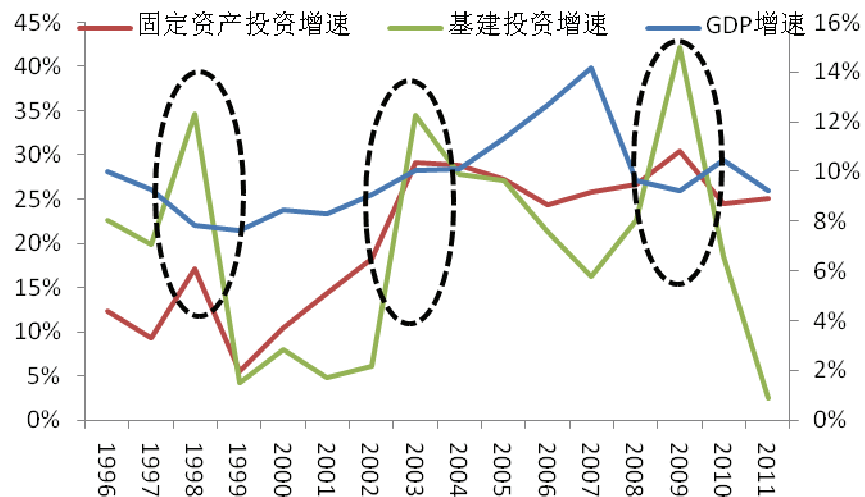
调研河南、安徽和江苏等省市，我们的感受到未来政府投资的重点方向依次可能是：

- 新城建设：新城建设通常作为地方产业结构调整的基础设施或者新的商业金融中心，投资空间大阻力小。
- 市政建设：市政建设相当于对原有城区的装修过程，包括市政道路交通（含轨道交通）、城市管网和城市绿化等。不同发展进程的城市，投资空间不一样。
- 文体卫生建设：包括文化场馆、体育场馆和医院的建设。虽然规模不大，但可能是未来投资快速增长的一个领域。主要是因为供需矛盾，以及中央政策鼓励导致贷款较容易，而且项目本身具有盈利能力。
- 铁路建设：虽然“十一五”铁路建设力度很大，且受到刘志军和“723”事件，以及铁路改革的影响，但目前中国人均铁路密度为 6.8 厘米，中国每平方公里的土地上铁路加密度只有 9.5 米。远低于同期人口密度高于中国和人口密度低但城市化率高于中国的国家，更远低于美国和日本高峰时期的水平。未来铁路投资空间仍然很大。
- 水利水电建设：作为重要的民生工程项目，自改革开放以来建设比较滞后，现在受政策鼓励，投融资方式在不断调整，其中水电项目由于盈利能力好，非常受地方政府青睐。
- 保障房建设：作为重要的民生工程项目，受到政策鼓励，同时可作为地方政府维持经济稳定发展的可选项之一。

### 3、以往稳增长扩投资的经验

基建投资对整个固定资产投资具有一定的先导效应。在经济增长面临压力时，政府通常通过加大基建投资来带动固定资产投资。如 1997-1998 年（亚洲金融危机和 1998 年大洪水）、2003 年（非典）、2008-2009 年（全球金融危机）期间。

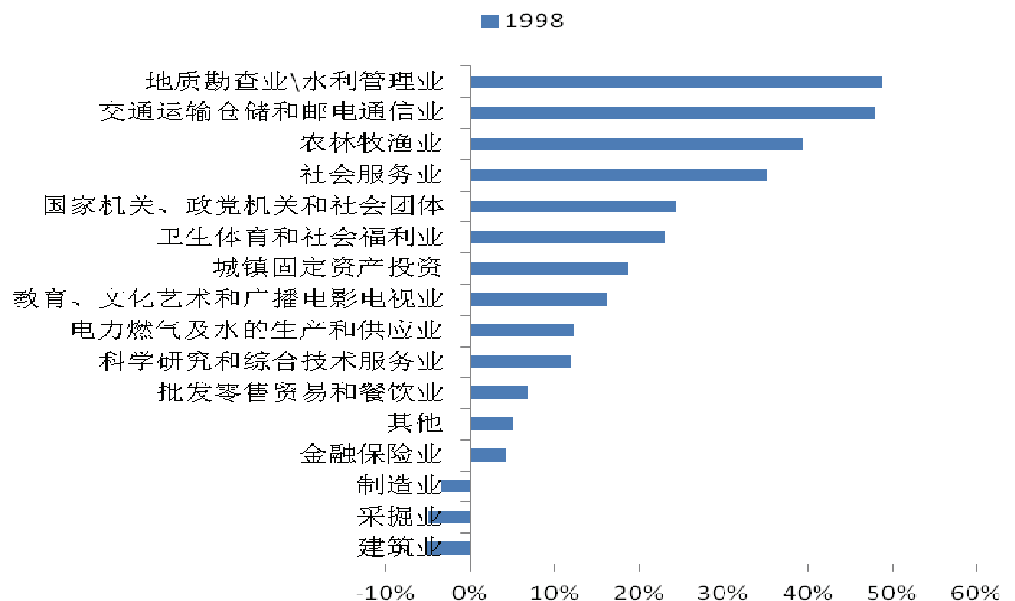
图 1：经济波动与基建投资



资料来源：国家统计局，招商证券

- 1998 年，受到亚洲金融危机和大洪水的冲击，政府采取了积极的财政政策。固定资产投资增速超过城镇固定资产投资增速的板块分别包括：地质勘查与水利管理业、交通运输仓储和邮电通信业，农林牧渔、社会服务、国家机关团体、卫生体育和社会福利业投资。

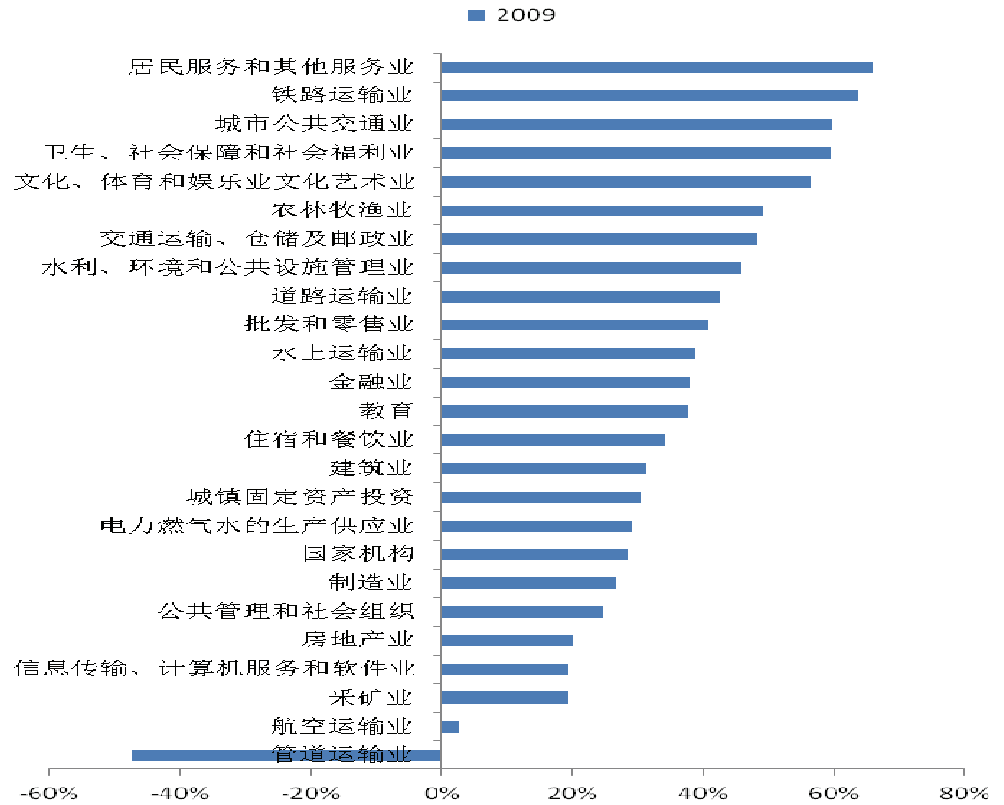
图 2：1997-1998 年稳增长而扩大投资中不同细分行业增速



资料来源：CEIC，招商证券

- 2008 年受全球金融危机的影响，经济急剧恶化，政府于 2008 年下半年采取了积极的货币政策和财政政策。2009 年投资增速超过城镇固定资产投资的板块主要包括：铁路投资、城市市政投资、文体卫生投资、农林牧渔、水利环境和公共设施管理业、批零餐饮、教育和金融业投资。

**图 3：2008-2009 年稳增长而扩大投资中不同细分行业增速**



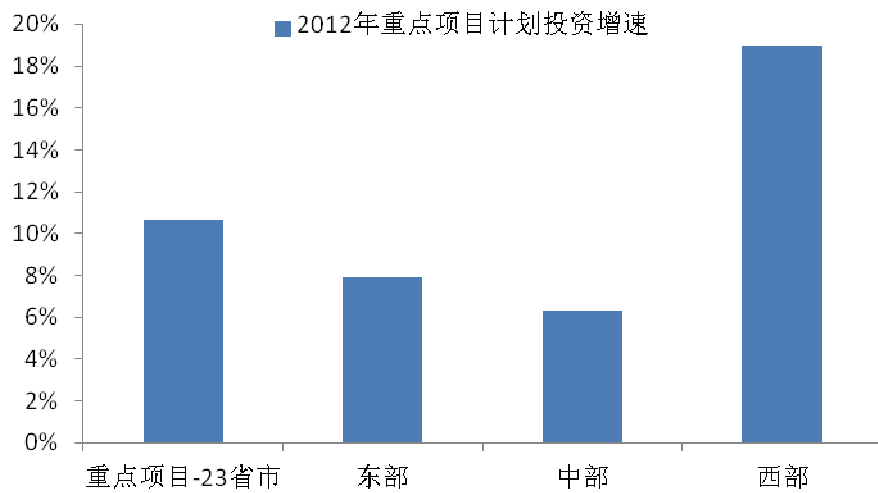
资料来源：CEIC，招商证券

### 三、从地方投资计划看板块受益确定性和时间

我们统计了全国 31 省市重点项目建设计划和最新的动态，部分省份数据缺失，我们予以剔除。

- ▶ 重点项目建设：具有可比数据的全国 23 省市，2012 年重点项目年度计划总投资 5.6 万亿人民币，比 2011 年度计划总投资增长 10.7%。其中东部增长 8%（可比省市 7 个），中部增长 6.3%（可比省市 5 个），西部增长 19%（可比省市 9 个）。

图 4：2012 年全国及分区域重点项目计划投资增速

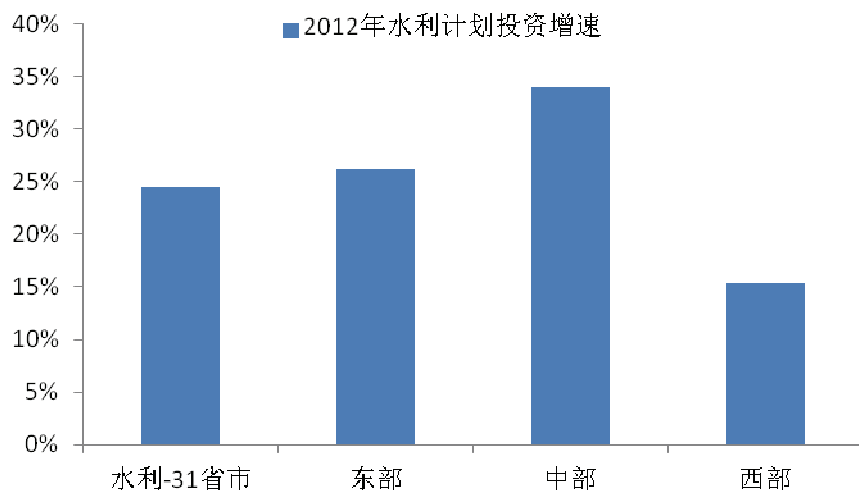


资料来源：发改委，互联网，招商证券

- ▶ 水利建设：具有可比数据的全国 31 省市，2012 年计划完成水利投资约 5000 亿，比 2011 年计划完成额增长 24.5%。其中东部增长 26.3%，中部增长 33.9%，西部增长 15.4%。

增长最快的省份一次是广东（100%）、湖南（50%）、山西（48%）、四川（46%）、吉林（43%）、福建（39%）。

图 5：2012 年全国及分区域水利计划投资增速



注明：主要是各省计划完成投资额，部分省份为落实资金口径

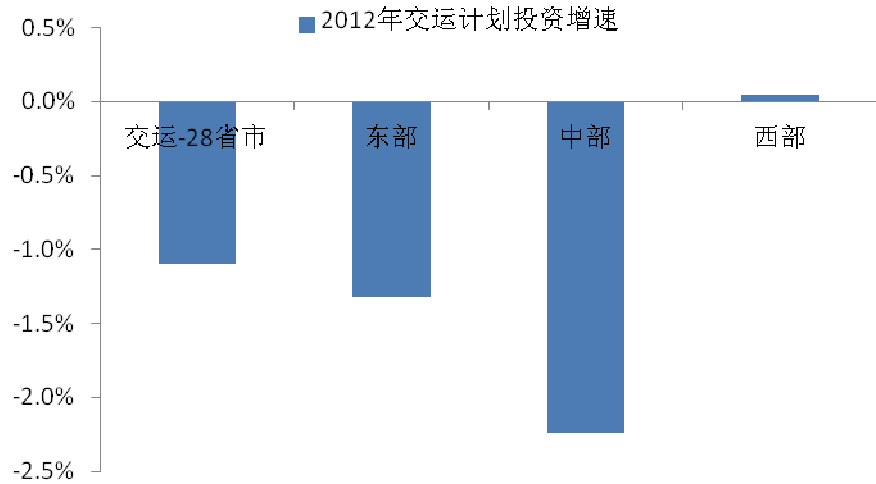
资料来源：发改委，互联网，招商证券



- 交运建设：具有可比数据的 27 省市，2012 年计划总投资 1.34 亿，比 2011 年下降 1.1%，其中东部下降 1.3%（可比省市 8 个），中部下降 2.2%（可比省市 8 个），西部持平（可比省市 12 个）

其中增长比较快的省份主要集中在西部地区，西部地区海南（39%）、甘肃（30%）、河南（23%）、四川（20.6%）、贵州（15.4%）、青海（18.5%）。

**图 6：2012 年全国及分区域交运计划投资增速**

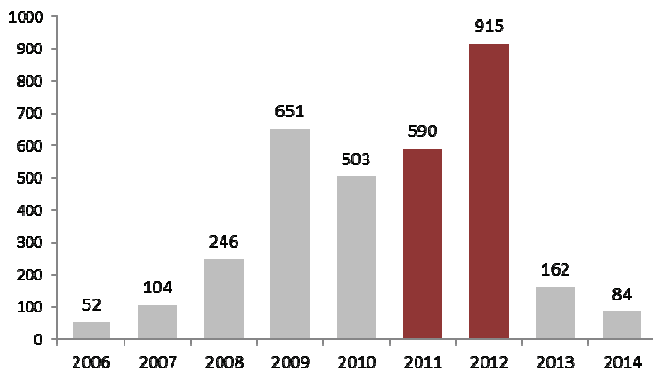


注明：交通运输计划投资额不包括铁路  
资料来源：发改委，互联网，招商证券

- 轨道交通：根据我们对各城市轨道交通建设的统计，2012 年新开工轨道交通里程将达到 915 公里，比 2011 年增长 55%。

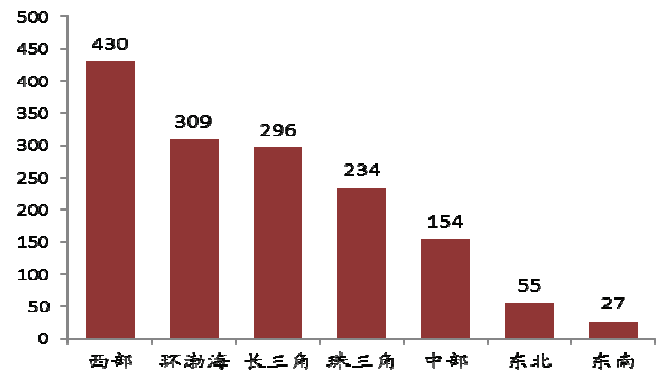
从 2011-2012 年开工量来看，西部地区达到 430 公里，其次是环渤海、长三角和珠三角，分别是 309 公里、296 公里和 234 公里。

**图 7：目前规划中轨道交通历年开工与拟开工量**



资料来源：招商证券

**图 8：2011-2012 年分区域轨道交通开工与拟开工量**



## 四、重点板块与公司

### 1、水利板块，重点关注中国水电和葛洲坝

- 中长期来看：中国进入水利建设高峰期，2012年-2014年将是水利投资拔高期。
- 短期来看：推动水利投资加快发展的因素正在发酵过程中。主要包括：水利投资规划、水利资金筹措和水利项目审批进度等。
- 近期动态看：各地方政府重点投资的领域中，水利板块计划投资增速是最高的，达到24.5%。而近期随着经济的恶化，地方政府将越来越倾向于通过重点项目带动固定资产投资，水利将是受益的板块之一。
- 从投资角度：参考高铁板块的历史经验，我们认为水利板块将取得明显的相对正收益和市值拔高期。
- 重点推荐中国水电：（1）2012年-2014年水利订单拔高期，对应市值拔高期和相对正收益，中国水电受益；（2）中水顾问资产注入时点可能更靠前，采取现金+股权组合支付对价的概率大，上市公司股价上涨对公司有利；（3）受益于海外业务、电力投资与运营和房地产业务占比提升，2012年毛利率回升；（4）预计2012年EPS0.49元，2012-2014年净利润复合增长27.4%。当前股价对应PE9.2倍，按2012年12.5倍，对应股价6.13元。
- 建议关注葛洲坝：（1）2012年-2014年水利订单拔高期，对应市值拔高期和相对正收益，葛洲坝受益；（2）葛洲坝多元业务的估值，在不考虑煤炭板块估值的情况下，折合每股8.2-10.7元，比当前市值高15%-50%；

### 2、西部基建和市政板块：重点关注成都路桥

- 从工业化和城市化的角度，中西部基建和市政的空间仍然较大，其中西部地区更优。
- 从2012年规划情况来看：西部地区重点项目计划投资增速19%，比全国平均值高8个百分点。交通运输投资增速4.2%，全国平均水平为下降3.4%，西部地区轨道交通开工里程最高。
- 近期随着经济的恶化，地方政府将越来越倾向于通过重点项目带动固定资产投资，西部地区基建和市政领域是最受益的板块之一。
- 重点关注成都路桥：（1）2012年新签订单目标40亿，增长48%彰显信心，近期新签订单陆续实现；（2）四川及成都两会和西部十二五规划强调交运建设，且四川和贵州2012年交运计划完成额分别增长21%和15%，全国是下降1.1%；（3）上市为契机寻求“做大做强”，结合上市和行业环境，2012-2013年将是公司规模快速上升期；（4）2012年EPS预计为0.8元，动态PE15.4倍，行业；（5）2012年存在业绩超预期的可能性：①公司资本金翻番，可承接业务的上限大幅上升，目前已经在订单上有所体现；②中西部基建可能受益于财政政策的结构性微调。

### 3、重点项目推进：关注江河幕墙

重点项目的范围比较广泛，包括基础设施、工业、能源和商业项目。江河幕墙主要从事高端幕墙项目，有相当一部分是各省市的重点投资项目，业主实力较为雄厚。

地方加快推进重点项目建设，按以往的情况看，会带动一批固定资产投资。江河幕墙有望受益，值得关注。

另外我们近期发布了江河幕墙的深度研究报告，主要观点如下：

- 幕墙行业快速发展，江河幕墙复制能力强。幕墙行业 2009-2015 年均增速 24%，江河幕墙定位高端，复制能力强，公司从进入市场到成为领导者的时间不断缩小，如北京、上海、广深和中西部分别耗时 4 年、3 年、2 年和 1 年。6 年成全国第 2，目前全球第 4。
- 快速复制能力升级，长期盈利能力提升。过去依靠低成本和样板工程，面临发展瓶颈和财务制约；未来依靠标准化和综合实力，突破瓶颈并导致长期盈利能力的修复。另外公司将在一定程度内由高端向中高端延伸，将有助于提升市场份额和盈利能力。
- 拟收购香港内装企业，提升成长能力和盈利能力。国内幕墙市场规模 1500 亿，江河幕墙收入 57.6 亿；国内内装市场规模 23500 亿，承达集团收入折合人民币 14.2 亿，且港澳业务占比超 50%。另外其净利率 7.1%，ROE26.7%，高于江河幕墙目前的盈利水平（净利率 5.9%和 ROE13.4%）。
- 看好江河幕墙在内装领域的发展。主要基于优秀的团队、成功拓展幕墙的经验、以及内装技术和资金壁垒低于幕墙，加上内外装的产业协同效应。
- 投资思路方面：投资思路应当从关注估值空间（收购完成之前）转向关注市值空间（收购完成之后），最后转向关注并购效果。目前江河幕墙市值相当于金螳螂的 40%，提升空间较大。

### 4、文体卫生医疗建设：关注洪涛股份

2009 年稳增长政策措施下，文体卫生医疗投资增速超过了 50%。2011 年以来，中央进一步出台了鼓励文化产业建设的政策。从调研感受来看，文体卫生医疗建设受到政策鼓励，贷款比较容易。上市公司中，装饰公司可能受益，尤其是公装占比较高的洪涛股份。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**孟群**，经济学硕士，4年证券从业经验。2008年加盟招商证券，从事房地产研究，现为招商证券建筑工程行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

