

建筑装饰

从分析盈利到分析资产：一个全新的建筑股估值体系

以盈利为基础的估值方式存在诸多不足，以资产负债表为基础的PB估值提供全新视角。长期以来建筑股估值以盈利为核心，市盈率（PE）是最主要的估值方法，但在去杠杆与投资增长放缓之际，其缺陷逐渐显现出来，如盈利持续增长的预期逐渐被打破、难以评估公司盈利质量和可持续性、难以识别潜在风险等。而以分析资产负债表为基础的PB估值则提供了更加静态和保守的视角。建筑企业的账面净资产可以看做企业将应收款、存货等资产全部回收变现，再付清应付款与其他债务后所得的净现金，即建筑企业立即清算的变现价值，因此PB=1具有明确的经济含义。以资产负债表为分析基础进行估值不仅可以给出建筑公司较为明确的价值底线，还可更加清晰的观测其经营质量与潜在风险。本篇报告将详细阐述这一估值体系及其重要意义。

传统PB估值具有两方面缺陷，我们构建新的PB估值新框架平衡风险与成长性。传统PB估值存在两方面缺陷：1）部分资产存在不能回收的可能性，PB=1可能高估了股权价值；2）未考虑未来净资产的成长性，PB=1可能低估了股权价值。针对第一个缺陷，我们需对资产负债表的主要资产科目逐一分析，评估其回收变现的风险，在计算净资产时进行合理调整，在PB=1的基础上对其打折估值。针对第二个缺陷，我们引入ROE来反映企业净资产未来的成长性，充分考虑其继续经营情况下净资产的增长潜力，在PB估值时给予一定的溢价。最终结果需结合两方面调整。在此框架中，并非对所有公司给予统一的PB水平，而是针对不同公司的资产质量与净资产增长能力（细分行业前景与公司能力），给予不同的PB水平予以定价。

根据新的PB估值框架，当前建筑龙头存在明显低估，已具备较好配置价值。根据我们新的估值框架，当前市值与理论市值之比小于1的公司主要为建筑央企中的中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国化学等，地方国企中的隧道股份、四川路桥、山东路桥等，装饰龙头金螳螂等。我们认为当前板块已具备较好配置价值，重点推荐显著低估的建筑央企中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国化学等，以及装饰龙头金螳螂。

建筑业的反思：期待打破规模信仰，追求高质量发展。在过往追求规模与盈利增长的行业信仰下，盈利加速增长被认为应给予更高的市盈率估值水平，因而企业有动力增加垫资、忽视应收款等资产质量、增加杠杆，以期求得增长加速与估值提升。这样的增长不仅无法持续，而且还会埋下诸多风险隐患。从投资者角度看，如果给予加杠杆垫资所获得的盈利更高的估值倍数，不仅是鼓励企业增加风险去追求不可持续的增长，而且一旦企业无法保持增速，势必也会遭遇市盈率下降的“双杀”而承受投资损失。我们通过这篇报告，不仅希望为投资人提供一个全新的视角去评估企业，也希望让企业意识到追求有质量的盈利（不一定需要增长）比追求低质量的增长更为重要。我们相信这也是适应我国经济进入高质量增长阶段应有的转变。

风险提示：模型假设的局限性、融资环境收紧、项目进展不达预期等。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：地产融资持续收紧，基建稳增长重要性不断提升》2019-08-11
- 2、《建筑装饰：“贸易摩擦+地产严控”背景下，下半年基建成稳投资核心工具》2019-08-04
- 3、《建筑装饰：Q2 央企订单加速+持仓新低，板块配置正当时》2019-07-28



内容目录

以盈利为核心的估值方式存在不足	5
从分析盈利向分析资产负债转变，构建新的 PB 估值框架	5
资产科目分析与调整	7
建筑板块资产构成分析	7
应收账款	7
存货（合同资产）	10
投资类项目相关资产（含 PPP 资产）	12
其他资产	14
永续债与优先股	16
负债分析与风险评估	18
负债在计算净资产时的处理	18
区分有息负债和经营负债	18
经营类负债科目与资产综合分析垫资情况	19
在手现金与短期刚性负债来判断流动性情况	20
有息负债的期限与资产结构的匹配情况	21
新的 PB 估值框架解析	24
调整后账面净资产的计算	24
引入 ROE 考虑成长性	24
板块净资产仍在持续增长	24
PB-ROE 结合的估值公式	25
风险综合评估后的调整建议	27
新 PB 估值框架下的具体实例	28
中国建筑	28
中国铁建	29
金螳螂	30
隧道股份	31
尚需解决的问题与方法的局限性	32
建筑业的反思：期待打破规模信仰，追求高质量发展	32
投资策略：当前龙头存在低估，具备较好的配置价值	33
风险提示	35

图表目录

图表 1: 调整的 PB 估值框架.....	6
图表 2: 建筑板块主要资产类别历年的占比.....	7
图表 3: 建筑板块应收账款与票据及占总资产的比.....	8
图表 4: 建筑各细分板块应收账款与票据占总资产的比 (2018 年数据)	8
图表 5: 建筑板块应收账款占总资产的比重.....	8
图表 6: 应收账款评价标准.....	9
图表 7: 建筑板块应收账款周转率.....	9
图表 8: 主要建筑上市公司的账龄结构汇总.....	9
图表 9: 40 家样本公司坏账准备占应收账款比值.....	10
图表 10: 40 家样本公司坏账核销占应收账款比值.....	10
图表 11: 建筑板块存货 (含合同资产) 及占总资产的比.....	11
图表 12: 各细分板块存货 (含合同资产) 占总资产的比 (2018 年数据)	11
图表 13: 建筑板块存货周转率.....	11
图表 14: 建筑板块存货跌价准备与存货的比值.....	12
图表 15: PPP 相关资产.....	12
图表 16: 建筑板块长期应收款及占总资产的比.....	13
图表 17: 各细分板块长期应收款占总资产的比 (2018 年数据)	13
图表 18: 长期应收款占总资产比例较高的建筑公司.....	13
图表 19: 建筑板块无形资产及占总资产的比.....	14
图表 20: 各细分板块无形资产占总资产的比 (2018 年数据)	14
图表 21: 无形资产占比较大的公司情况.....	14
图表 22: 建筑板块历年商誉/总资产.....	15
图表 23: 建筑个股历年商誉/总资产比例排名前 20.....	15
图表 24: 建筑板块历年递延所得税净资产/总资产.....	15
图表 25: 建筑个股历年递延所得税净资产/总资产比例排名前 20.....	16
图表 26: 建筑股其他权益工具及占总资产的比.....	17
图表 27: 建筑板块优先股和永续债发行情况 (亿元)	17
图表 28: 分年份各公司优先股和永续债发行量 (亿元)	18
图表 29: 各行业资产负债率与有息资产负债率 (2018 年)	19
图表 30: 建筑细分板块有息负债率.....	19
图表 31: 建筑细分板块垫资杠杆比例.....	20
图表 32: 垫资杠杆为负、垫资杠杆最高、最低的个股.....	20
图表 33: 建筑细分板块在手现金与短期刚性债务的比值.....	21
图表 34: 2018 年年报在手现金与短期刚性债务比最低的前二十标的.....	21
图表 35: 建筑板块资产结构分析.....	22
图表 36: 建筑板块非流动资产占总资产的比例.....	22
图表 37: 长期融资占 PPP 类资产的比例.....	23
图表 38: 铁汉生态相关指标.....	23
图表 39: 龙元建设相关指标.....	23
图表 40: 资产负债表科目调整情况.....	24
图表 41: 建筑板块净资产 (亿元) 及其增长情况.....	25
图表 42: 建筑板块 ROE 情况.....	25
图表 43: 部分重点公司新框架下估值情况.....	27
图表 44: 负债风险评估后的估值调整建议.....	28
图表 45: 中国建筑净资产调整科目.....	28

图表 46: 中国建筑风险评估.....	29
图表 47: 中国铁建净资产调整科目.....	29
图表 48: 中国铁建风险评估.....	30
图表 49: 金螳螂净资产调整科目.....	30
图表 50: 金螳螂风险评估.....	31
图表 51: 隧道股份净资产调整科目.....	31
图表 52: 隧道股份风险评估.....	32
图表 53: 年初至今各板块涨幅.....	33
图表 54: 各行业 PE 估值对比.....	34
图表 55: 各行业 PB 估值对比.....	34
图表 56: 申万建筑指数 PE/沪深 300 指数 PE.....	34
图表 57: 申万建筑指数 PB/沪深 300 指数 PB.....	35
图表 58: 历史各季度末基金对建筑板块持仓情况.....	35

以盈利为核心的估值方式存在不足

建筑板块估值长期以来基本以盈利为核心，市盈率（PE）估值是最主要的方法。但2018年建筑行业整体面临宏观去杠杆的严厉环境，基建投资显著放缓，部分企业甚至出现流动性风险，行业估值显著下移，这些都充分暴露出以盈利为核心的估值方法存在较多不足。具体来看：

- 1) **不能适应投资减速的新时期。**中国经济进入新常态，固定资产投资增速已降至6%左右，其中房地产投资增速在2015年跌至1%，基建投资增速在2018年跌至3%。在行业增长减速甚至未来出现下滑的背景下，原来对建筑企业盈利持续增长的预期逐渐被打破，业绩可能会出现波动而不是持续增长，市场因而会担心目前的低市盈率未来会因盈利下滑反而升高。正因为如此，目前即便不足10倍的市盈率亦难对投资者产生足够的吸引力。使用PE方法估值越来越面临局限。
- 2) **难以评估公司的经营质量和盈利的可持续性。**由于不同公司承接项目种类、客户种类、业务模式等存在不同，在垫资比例、回款进度、回款确定性等方面存在差异，导致当期利润规模相同但质量可能完全不同。同时公司的经营策略、管理团队、融资结构、行业景气度等因素的变化也对盈利的可持续性产生较大影响。单纯依靠分析利润表，尤其是唯盈利规模论，难以评估其盈利质量和持续性。
- 3) **难以识别潜在的风险。**由于追求盈利，建筑公司往往会通过融资和负债实现不同程度的垫资，当外界环境或公司经营出现负面变化，回款或融资放缓时，可能会出现流动性风险。不同企业为了实现同一个利润规模，所承担的债务风险可能完全不同，但如果仅用市盈率估值，两个公司将获得同样的估值。在逆向选择下，这会鼓励企业去冒险负债以追求更大盈利。因此仅分析利润表无法识别潜在风险，进而无法对公司准确定价。

从分析盈利向分析资产负债转变，构建新的PB估值框架

从以盈利为核心转为资产负债表的研究。由于盈利为核心的估值方式存在诸多不足，我们认为在建筑行业低增长的新时期，以研究资产负债表为核心的估值方式将会有更强的指导意义。具体来看：1) 使用市净率（PB）估值是一种更加静态和保守的视角，可以提供一个较为明确的价值参考。2) 对资产与负债的详细分析，有助于判断公司盈利的质量和持续性，同时及时识别潜在的风险。

PB是相对估值法的一个重要指标，主要适用于资金依赖型行业及成熟期行业。PB估值一般适用于重资产行业，即营收和利润更大程度依赖于资金，如银行、钢铁、化工等传统行业。此外当行业处于稳定期时，也一般适用于PB估值法。而消费品、传媒、咨询等行业相对来说更加依赖于品牌、渠道、人力等无法使用会计方法准确计量的资产，因此PB估值都相对较高。

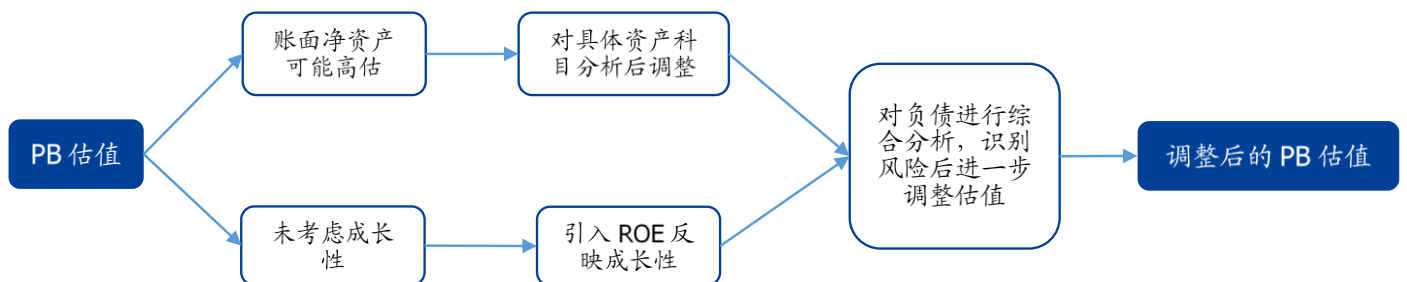
从资金依赖的角度看，PB估值对建筑行业有一定合理性。从建筑企业的财务报表上看，资产端主要是现金、应收款项、存货（已完工未结算的应收款）等，负债端主要是银行贷款、债券、应付款项（供应商欠款）等，由此可见建筑企业所持有资产基本都是金融类或流动资产，设备、厂房类固定资产极少。这是由于建筑行业本质上虽然是属于服务

业，但因为行业竞争激烈，大多数时候都需要垫资施工，因此建筑企业承担了很大一部分的融资功能，资金实力是企业能否获取项目的重要考察标准，资金也是驱动规模不断扩大的因素之一。从资金依赖的角度来看，PB 估值方法对于建筑行业具备一定的合理性。

建筑企业 PB 具有明确的经济含义——即企业当即清算价值的倍数，是一种静态和保守的估值方式。建筑企业的账面净资产可以看做是企业将应收工程款（包括应收账款及存货中的“工程施工”等）全部回收，再付清应付账款与其他债务后所得的净现金，即建筑企业立即清算的变现价值，它理论上构成一定底线价值，因此 $PB=1$ 具有明确的经济含义。但建筑公司普遍仍具有持续获取订单能力，在手订单是收入的数倍，未来仍有持续经营能力，PB 未考虑净资产的增长，是一种静态和保守的估值。

构建调整的 PB 估值框架来平衡风险与成长性。传统 PB 的估值有两方面的缺陷：1) 部分资产账面价值可能存在高估，如市场担心在一些情况下，建筑企业的应收账款可能部分无法回收，存在潜在损失。2) 未考虑未来净资产的增长。并不是所有企业都面临极端风险，大部分企业都有持续经营的能力，仅静态考虑当前净资产账面价值忽略了未来的成长性，难以真正评估价值。因此我们尝试构建一个新的估值框架：针对第一个缺陷，我们通过对资产负债表的资产端一些主要科目的具体分析，评估具体风险，在计算净资产时进行合理调整，来解决潜在高估的问题。针对第二个缺陷，我们引入 ROE 来反映未来净资产的潜在增长，并假设未来一段时间（例如 5-10 年）公司仍可继续经营，从而计算出未来的账面净资产反映公司的成长性。在进行完以上两个改进后，我们对负债科目进行综合分析，对公司的风险进行评估，对公司的估值进行进一步调整。

图表 1: 调整的 PB 估值框架



资料来源：国盛证券研究所

资产科目分析与调整

建筑板块资产构成分析

根据 2018 年年报数据，建筑板块资产类别中，占比最大的几类资产分别为存货（含合同资产）、货币资金、应收账款与票据、长期应收款，分别占总资产的 27%/15%/14%/9%，其余类别的资产占比均较小。

从趋势上看：

(1) 存货（含合同资产）：自 2013 年占比最高达到 31.5% 后呈逐年下降的趋势，2018 年占比 26.6%，较上年下降 0.8 个 pct。

(2) 货币资金：占比呈现出波动的特征，近 3 年占比逐渐下降，2018 年占比 15.1%，较上年下降 0.8 个 pct。

(3) 应收账款与票据：自 2014 年占比最高达到 17.2% 之后呈逐年下降的趋势，2018 年占比 13.6%，较上年下降 2.5%。

(4) 长期应收款：长期应收款占资产的比自 2009 年以来一直处于上升趋势中，2018 年占比已达 9.4%，较上年提升 0.8 个 pct。

图表 2: 建筑板块主要资产类别历年的占比

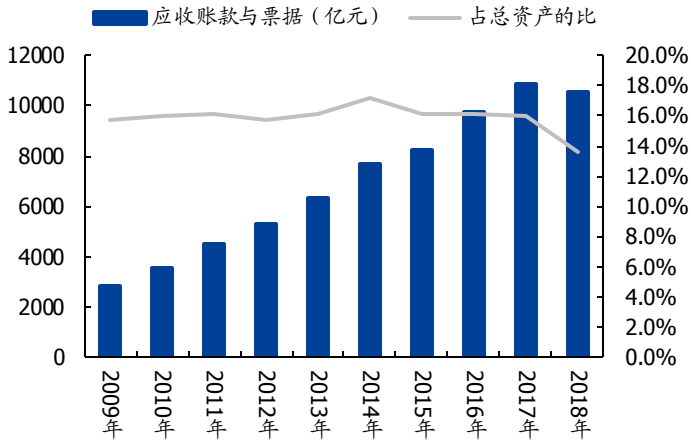
	货币资金	存货与合同资产	应收账款与票据	其他应收款	长期股权投资	固定资产+在建工程	无形资产	长期应收款	其他资产
2009年	20.0%	20.7%	15.8%	5.0%	1.6%	12.8%	5.2%	2.8%	16.2%
2010年	17.2%	24.7%	15.9%	4.4%	1.9%	12.1%	5.4%	3.9%	14.3%
2011年	16.9%	25.7%	16.1%	4.1%	1.8%	11.0%	5.5%	4.5%	14.3%
2012年	16.4%	30.7%	15.8%	4.6%	1.8%	10.0%	5.6%	5.6%	9.5%
2013年	15.2%	31.5%	16.2%	4.5%	1.7%	9.2%	5.6%	6.5%	9.6%
2014年	14.2%	30.7%	17.2%	4.8%	1.3%	8.5%	6.2%	7.2%	10.1%
2015年	16.2%	29.2%	16.1%	4.9%	1.3%	8.3%	6.9%	6.9%	10.3%
2016年	17.9%	28.3%	16.2%	4.7%	1.6%	7.7%	6.6%	6.6%	10.4%
2017年	15.9%	27.4%	16.0%	4.9%	2.4%	7.1%	6.8%	8.6%	11.0%
2018年	15.1%	26.6%	13.6%	4.4%	3.1%	6.8%	7.1%	9.4%	14.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

应收账款

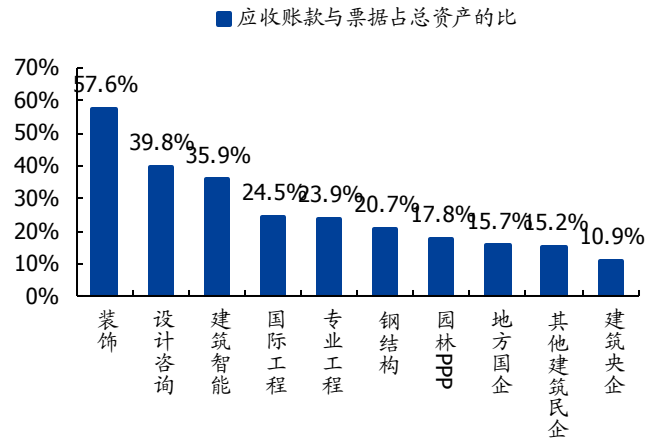
建筑施工行业整体壁垒不高，竞争较为激烈，建筑公司在产业链地位相对较弱，因此较大规模的应收账款是行业的普遍现象。出现应收账款主要有三个原因 1) 本身正常的工程结算存在一定周期。2) 市场竞争激烈，建筑企业普遍为了获取订单主动给予业主更长的账期。3) 业主方原因的工程款拖欠。建筑板块应收账款与票据占总资产的比重呈逐年下降的趋势，2018 年绝对额也有所下降。其中从细分板块上看，装饰、设计咨询、建筑智能 3 个行业的应收账款与票据占总资产的比最大，2018 年分别为 57.6%/39.8%/35.9%，而建筑央企的占比最低，2018 年仅为 10.9%。建筑行业的应收账款占资产比例为 13.5%，排在所有行业的中游。

图表 3: 建筑板块应收账款与票据及占总资产的比



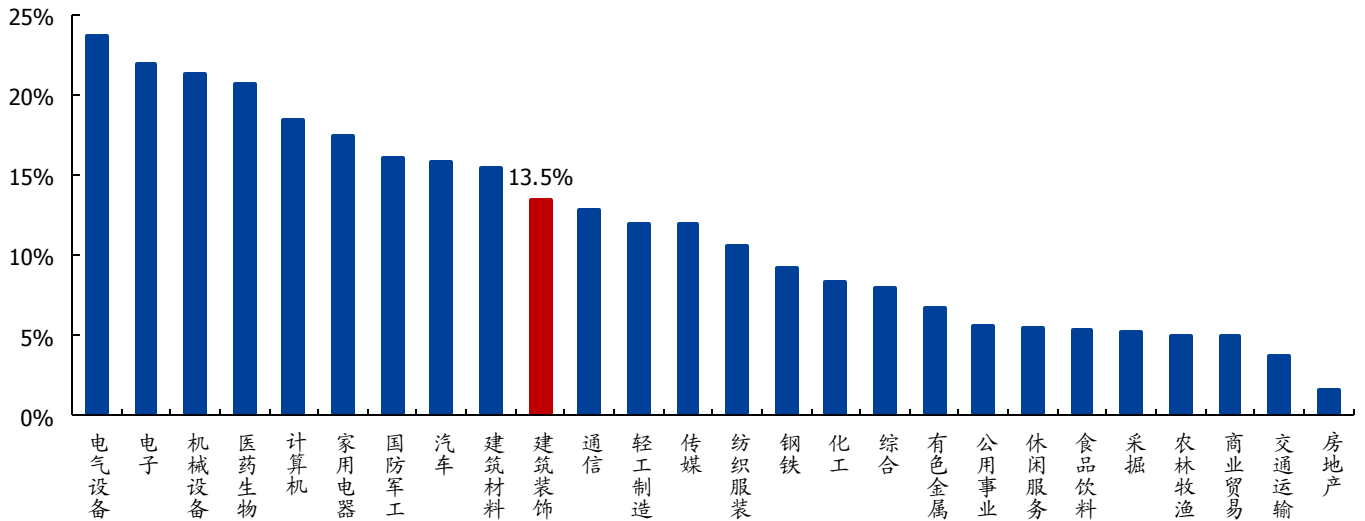
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 建筑各细分板块应收账款与票据占总资产的比 (2018年数据)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 建筑板块应收账款占总资产的比重



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三维分析应收账款质量。我们认为可以从以下三个方面分析建筑企业应收账款的质量
 1) 应收账款的运营效率。2) 减值准备的计提情况。3) 客户的分散度和信用情况。应收账款的运营效率: 主要分析指标包括应收账款周转率, 应收账款占总资产的比例, 账龄结构等。应收账款的减值准备计提, 我们主要分析应收账款坏账准备占应收账款规模的比例、每年实际发生与收回坏账情况。客户的分散度主要分为两个方面衡量, 1) 单笔应收账款的分散度, 如前五大客户集中度情况。2) 客户本身所处行业的分散程度。客户的信用情况主要关注客户的性质, 如客户是房企还是政府, 是民企还是国企, 客户的历史信用情况 (是否出现过违约或拖欠工程款情况), 客户自身的资金压力。

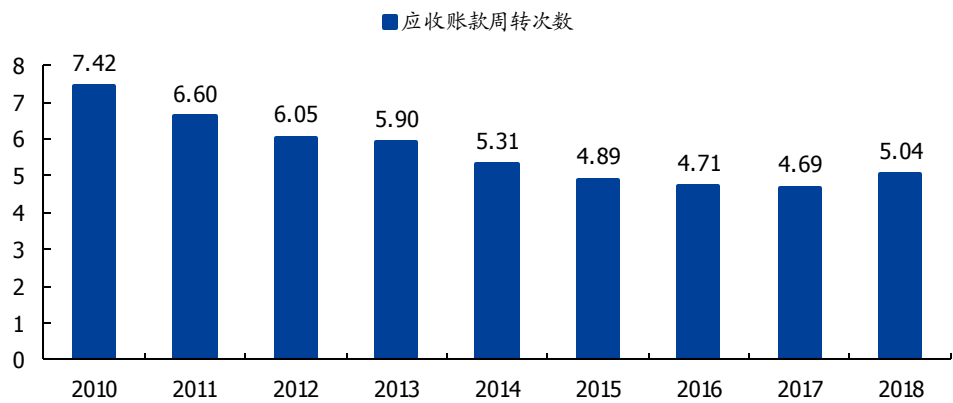
图表 6: 应收账款评价标准

应收账款评价	参考指标
应收账款运营效率	应收账款/总资产、应收账款周转率、账龄结构
减值计提的情况	坏账准备/应收账款、每年实际发生坏账
客户情况	客户属性（国企、民企、政府）、客户的行业（基建、房建、制造业）、客户集中度（前五大占比）等

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上市建筑公司应收账款周转率。由于行业发展增速放缓,下游客户资金紧张,存在结算和付款进度拖延的情况,应收账款周转率都处在持续下降的趋势中,但 2017 年下降趋势变缓。2018 年应收账款周转率出现了回升。但 2018 年行业周转率的回升我们认为并不是趋势性的,出现回升的主要原因可能是: 1) 由于外部融资非常紧张,部分企业开展了较多的应收账款保理业务或者应收账款的资产证券化业务来加速回款。2) 由于 PPP 业务的开展,并表的 PPP 项目完成的产值计入长期应收款,应收账款相应增速放缓。

图表 7: 建筑板块应收账款周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

上市建筑公司账龄结构变化。我们统计汇总了 40 家主要建筑上市企业的账龄情况。可以看出总体来看样本公司的账龄结构 2008-2015 年期间整体呈现老化的趋势,一年以内的应收账款占比从 80.3% 下降至 70.4%,但自 2015 年后账龄开始有所改善。2015 年是行业历史上最困难的时期之一,行业订单出现负增长,外部经济下行压力较大。2016 年后随着 PPP 的推广,行业出现一定的改善。整体看账龄结构并没有继续大幅恶化。

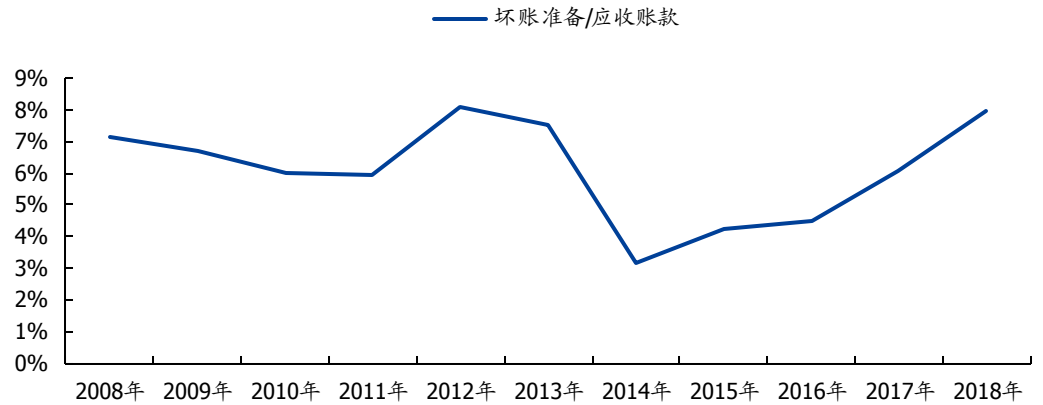
图表 8: 主要建筑上市公司的账龄结构汇总

账龄分类	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	总计
1年以内	80.3%	82.1%	80.0%	79.3%	77.2%	76.4%	74.8%	70.4%	75.6%	74.9%	72.9%	75.9%
1-2年	11.5%	10.3%	11.9%	12.7%	13.4%	13.7%	14.5%	16.7%	12.8%	12.1%	14.0%	13.3%
2-3年	3.9%	4.2%	4.6%	4.1%	5.2%	5.3%	5.8%	6.7%	5.7%	6.3%	5.8%	5.5%
3年以上	4.2%	3.4%	3.5%	3.9%	4.2%	4.5%	4.8%	6.2%	5.9%	6.6%	7.3%	5.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

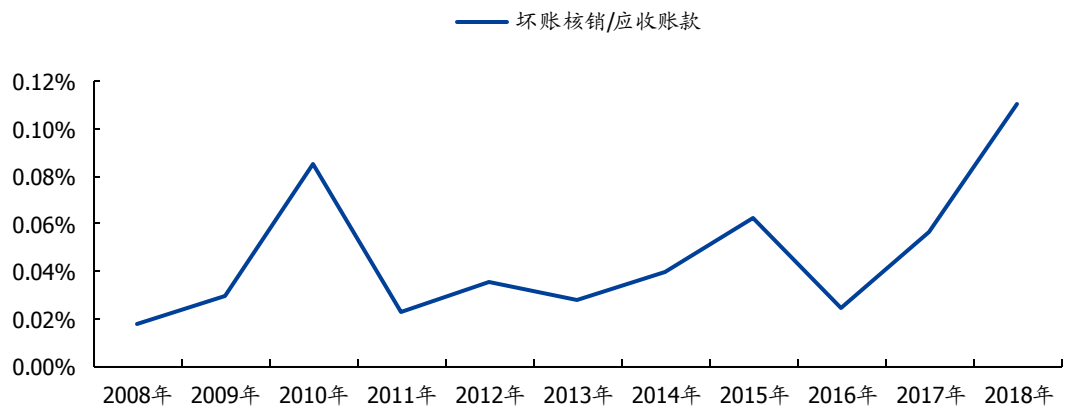
上市公司应收账款计提情况分析。通过对 40 家样本公司应收账款坏账累计计提准备及坏账核销的分析,可以看出坏账准备与应收账款的比值存在一定波动,样本公司累计计提坏账准备占应收账款的比例 10 年平均为 6.13% 左右。而每年核销坏账占总应收账款的比例最高为 0.1%。因此已计提应收账款坏账准备比例大幅覆盖了实际核销坏账,具备一定安全边际。

图表 9: 40 家样本公司坏账准备占应收账款比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 40 家样本公司坏账核销占应收账款比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

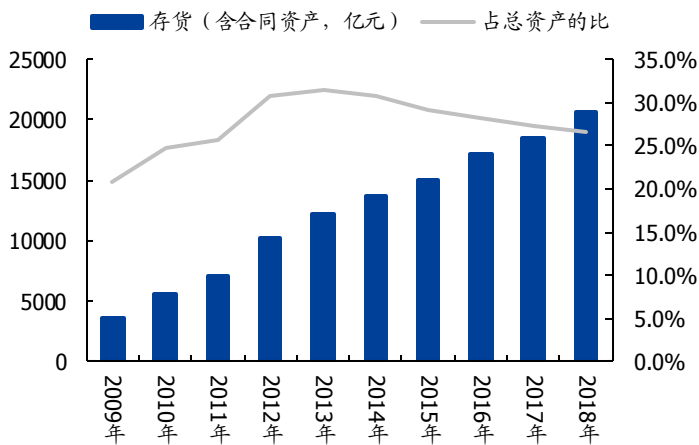
应收账款在计算净资产时的处理。实际核销坏账数远低于已计提坏账准备, 应收账款具备较强安全垫, 变现价值强。实际发生无法收回的坏账时, 先抵扣已经计提的坏账准备, 不会损失净资产, 坏账准备可以看做安全垫。目前出现破净的情况, 主要是市场担忧企业无法完全收回应收账款, 但从历史数据来看, 真正核销无法收回的坏账占比极低, 远小于已经计提的坏账准备, 且目前账面应收款均为扣除坏账准备后的净值, 已具备较强的安全边际。

存货 (合同资产)

建筑企业的存货与大多数行业不同, 存货中占比最大的部分为建造合同形成的已完工未结算资产。由于最新的会计准则调整, 部分企业已经将该部分存货单独计入“合同资产”科目。理解存货 (合同资产) 科目需要注意两点: 1) 该部分已完工未结算资产已经全部计入收入, 并且投入了相关资金, 并不存在隐藏利润留到未来释放的情况。2) 该部分资产可以理解为未来的应收账款, 只是暂时未得到业主的结算认可, 本质上属于应收款。

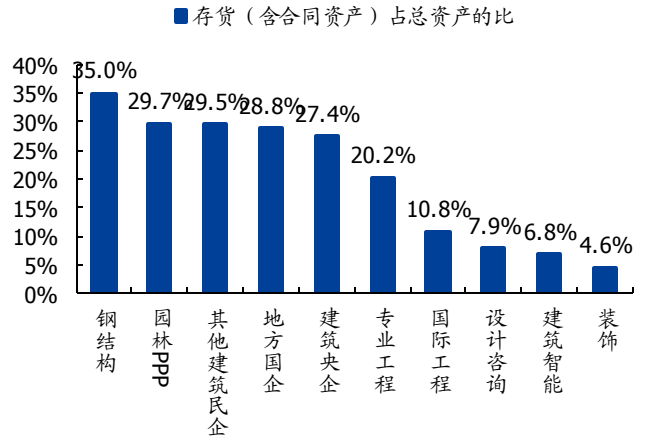
建筑板块存货的数额每年呈递增的趋势，但占总资产的比近年来持续下降。从建筑各子板块看，钢结构存货占比高，已达 35%；园林、民企、地方国企、央企的占比都处于同一水平，约 28%；装饰、建筑智能、设计咨询板块的占比明显较低，均低于 10%。主要原因是这三个行业大部分公司采取的是直接将完工项目计入应收账款的会计处理，与其他建筑施工行业不同，这可能和这些行业的项目周期较短有关，因此这些行业的应收账款占总资产比相应大幅上升，同时计提减值准备会相应增加，这些行业的利润相对来说可能质量更高。

图表 11: 建筑板块存货(含合同资产)及占总资产的比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 各细分板块存货(含合同资产)占总资产的比(2018年数据)

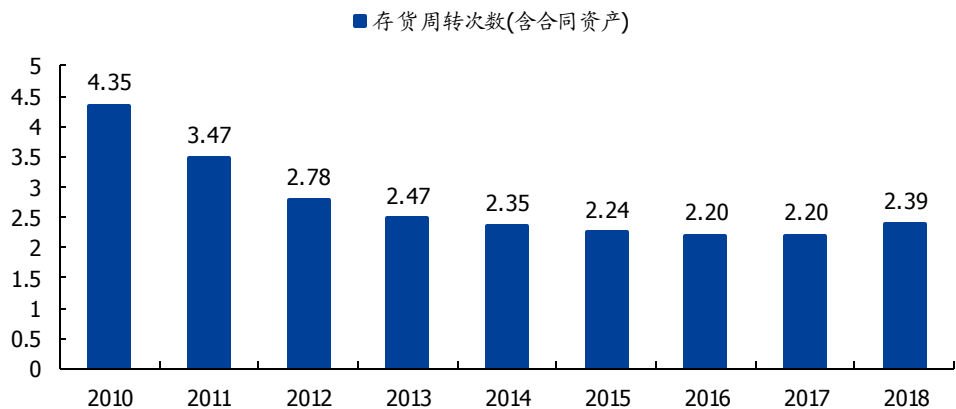


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

与应收账款分析类似，但要注意减值准备的分析。由于存货的本质是未来的应收账款，其分析重点与应收账款类似，也主要注重的是存货的效率，减值准备的计提，以及客户的分散性和信用情况等。值得注意的是存货的减值准备计提。由于存货是未来的应收账款，理论上也应该计提相应的减值准备，但实际情况是建筑公司普遍计提减值很少，因此含金量低于应收账款。

存货周转率分析。整体来看存货的周转率自 2008 年以后也在持续下滑，与应收账款类似，也在 2015 年后下降幅度趋缓，2018 年出现了回升，预计可能和 PPP 业务的开展以及会计准则的变化有关。值得注意的是，存货的规模显著大于应收账款，且周转率自 2008 年至 2018 年下滑了 45%，而应收账款同期周转率下降了 32%。存货的周转率下滑幅度大于应收账款，说明同期业主结算进度大幅放缓，存货向应收账款转化速度下降。

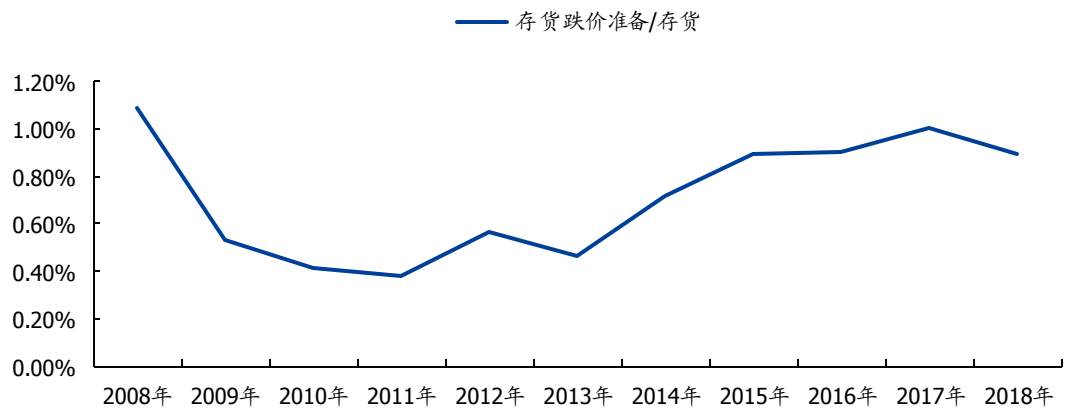
图表 13: 建筑板块存货周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

存货跌价损失准备。通过对样本公司存货跌价准备与存货比例的分析，我们看出存货减值准备与存货的比例平均不到1%，最高年度也只有1.09%，平均比例为0.71%，远低于应收账款减值准备6.1%的计提比例。存货周转效率较应收账款低，且计提减值相较应收账款不充分，因此存货的资产质量低于应收账款。

图表 14: 建筑板块存货跌价准备与存货的比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

存货在计算净资产时的考虑。考虑到建筑公司的存货大部分都是已完工未结算的工程，实际上是公司未来的应收账款，但周转更慢。当前建筑公司存货跌价准备计提比例（平均0.7%）明显小于应收账款的计提比例（平均6.13%），因此我们在计算存货价值的时候相应额外扣除一定比例的减值准备。由于存货的质量较应收账款更低，因此在计算净资产时，我们需要在当前存货价值的基础上减去5.43%（6.13%-0.7%）的资产减值准备。

投资类项目相关资产（含PPP资产）

2015年后上市建筑公司大多积极拓展PPP业务，对资产负债表产生了较大影响。由于PPP业务回款的长期性，一般公司将相关的资产科目计入非流动资产，使得非流动资产占比上升，总资产周转率趋于下降。上市公司由于会计处理方法不一，PPP业务所形成的资产计入的科目也不相同。在SPV并表的情况下，政府付费类PPP项目形成的资产一般计入长期应收款，而使用者付费类（如高速公路BOT项目）一般计入无形资产。当SPV项目不并表时，上市公司可能将相关资本金投资计入其他非流动资产（如东方园林）、股权投资、金融资产（通过产业基金等持股）等科目。

图表 15: PPP相关资产

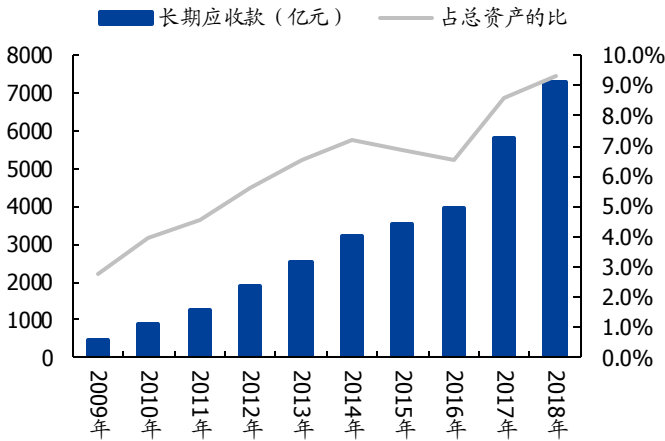
分类	情况分类	具体科目	代表公司
并表	政府付费类项目	长期应收款	龙元建设
	使用者付费类项目	无形资产	中国交建
不并表	不并表的资本金出资	其他非流动资产	东方园林
	不并表的资本金出资，形成合营或联营企业	长期股权投资	中国建筑
	使用金融工具持有的SPV股权	金融资产	中国交建

资料来源: 国盛证券研究所

(1) 长期应收款

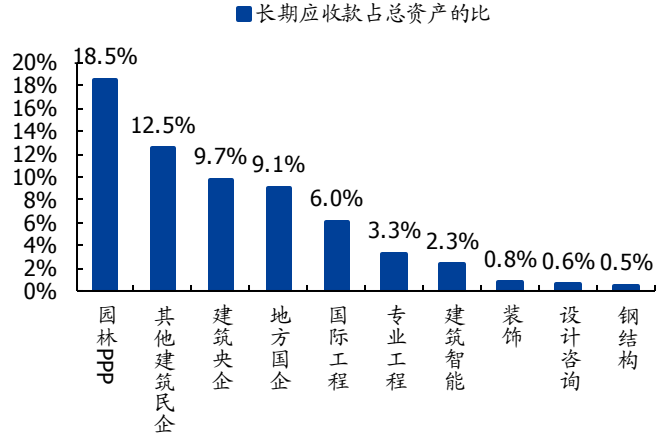
长期应收款的出现主要是因为上市公司承接 BT 项目或政府付费类 PPP 项目，金额包括前期费用、施工费用、合理的融资回报等，当项目完工进入到回购期或运营期后，相关科目会随着项目本金的收回而逐步抵减。长期应收款较多的公司主要集中在园林 PPP 企业，以及部分 BT 项目较多的公司（如围海股份等）。建筑板块长期应收款在 2017 年随着 PPP 行业的发展绝对额有所跳升，占总资产的比重也持续上行。细分板块看，园林 PPP 板块长期应收款的占比明显较大，达 18.5%；其次为其他建筑民企、央企及地方国企，占比约 10%左右；钢结构、设计咨询、建筑智能的占比较小，都小于 1%。

图表 16: 建筑板块长期应收款及占总资产的比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

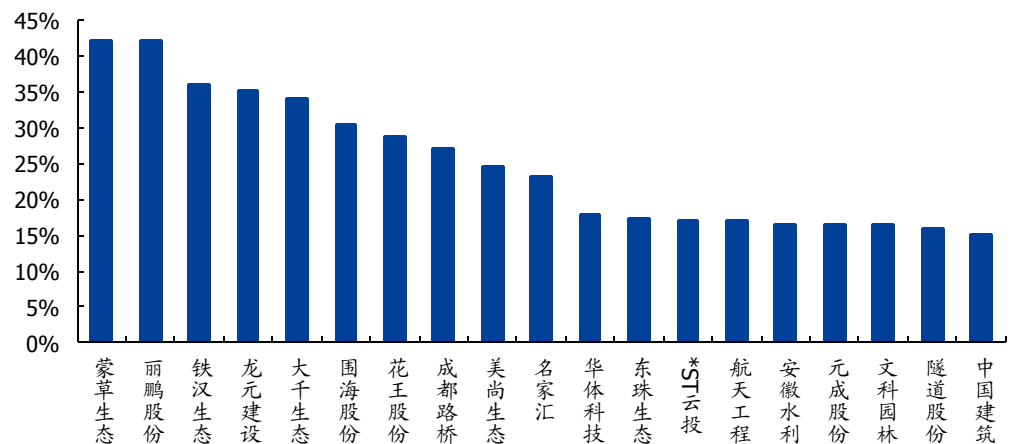
图表 17: 各细分板块长期应收款占总资产的比 (2018 年数据)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

长期应收款需要着重分析 PPP 项目的质量，如所处地区政府的财政能力、社会资本的专业程度、是否获得合规的 PPP 贷款等。由于长期应收款回收周期长，也基本没有计提减值准备，因此我们在计算净资产时需要相应的扣除一定的减值准备。长期应收款的业主主要是地方政府，因此整体回款风险可控，减值准备参考应收账款扣除比例，即计提 6.13% 的减值准备。

图表 18: 长期应收款占总资产比例较高的建筑公司

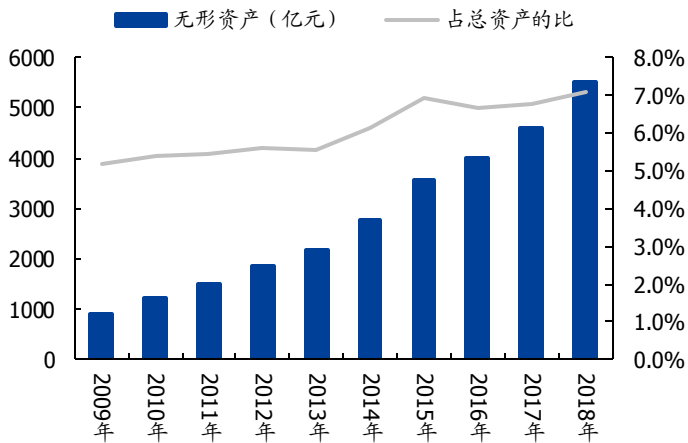


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(2) 无形资产

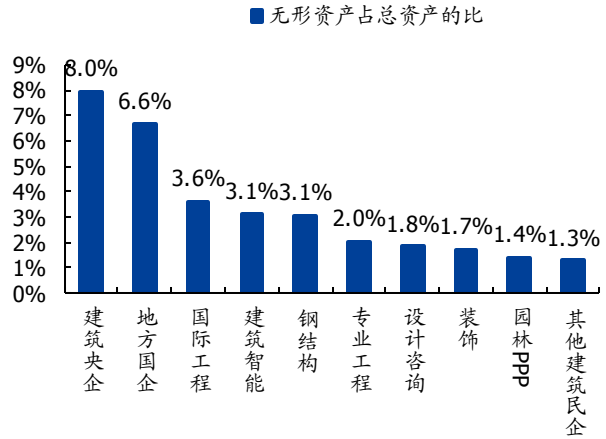
建筑上市公司的无形资产主要是 BOT 类项目形成的特许经营权，以高速公路、污水处理厂、发电站为主。建筑板块无形资产规模呈逐年上升趋势，且占总资产的比重在近几年也有小幅提升。从细分板块上看，建筑央企和地方国企的无形资产占比较高，2018 年分别为 8.0% 和 6.6%；国际工程、建筑智能、钢结构的占比处于同一水平，均在 3%-4% 之间；其他建筑民企、园林 PPP、装饰、设计咨询等板块占比较小。

图表 19: 建筑板块无形资产及占总资产的比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 各细分板块无形资产占总资产的比 (2018年数据)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

具有一定经营效益的 BOT 项目特许经营权所对应的无形资产的回报比较稳定，现金流较好，整体资产质量较为优质，风险相对较小。例如 2017 年中国交建转让中交贵瓮、中交榆佳、咸宁四航和南京纬三路等几条高速公路，处置对价 52.79 亿元，处置收益为 7.09 亿元，说明一般该类资产公允价值高于账面价值。其他常见无形资产主要为土地使用权，一般按照历史成本入账，当前公允价值高于账面价值。因此我们在计算净资产时不对无形资产进行减值。

图表 21: 无形资产占比较大的公司情况

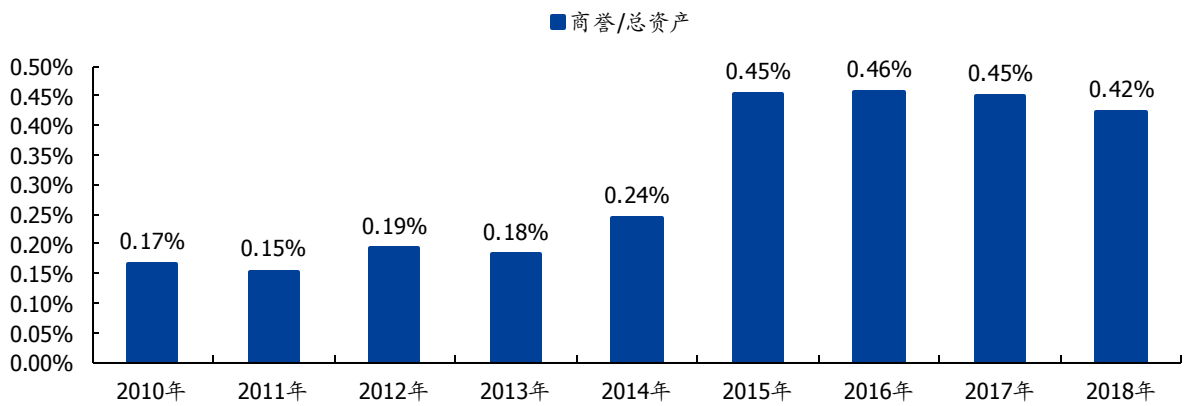
公司	总资产(亿元)	无形资产(亿元)	无形资产占比	无形资产大概构成
四川路桥	861	278	32%	高速公路 BOT 特许经营权 277 亿
中国交建	9,605	1,983	21%	高速公路 BOT 特许经营权 1854 亿，土地使用权 102 亿
中国电建	7,133	1,413	20%	高速公路与电厂特许经营权 1281 亿元，土地使用权 57 亿
北方国际	114	17	15%	老挝水电 BOT 项目特许经营权 14.98 亿元

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其他资产

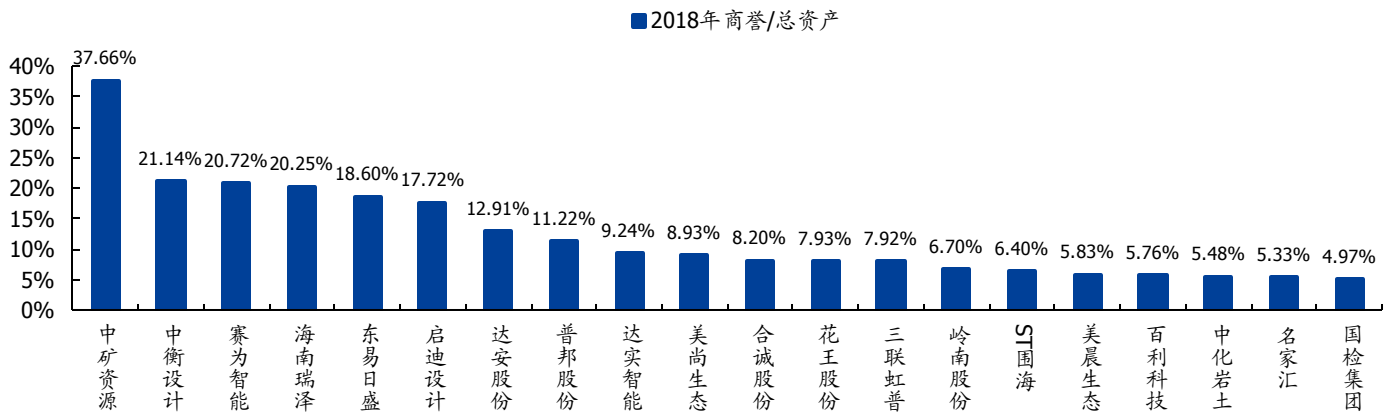
商誉: 商誉是被收购企业净资产在收购日的公允市价大于其账面价值的差额，存在的前提是被收购企业存续业务可以持续经营。如果考虑企业的变现价值，商誉也就没有存在的前提，因此在计算账面净资产时需要扣除。

图表 22: 建筑板块历年商誉/总资产



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

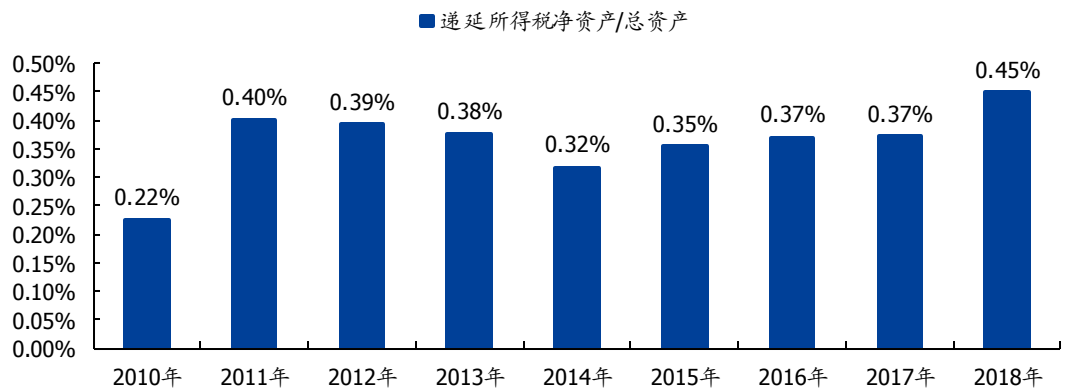
图表 23: 建筑个股历年商誉/总资产比例排名前 20



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

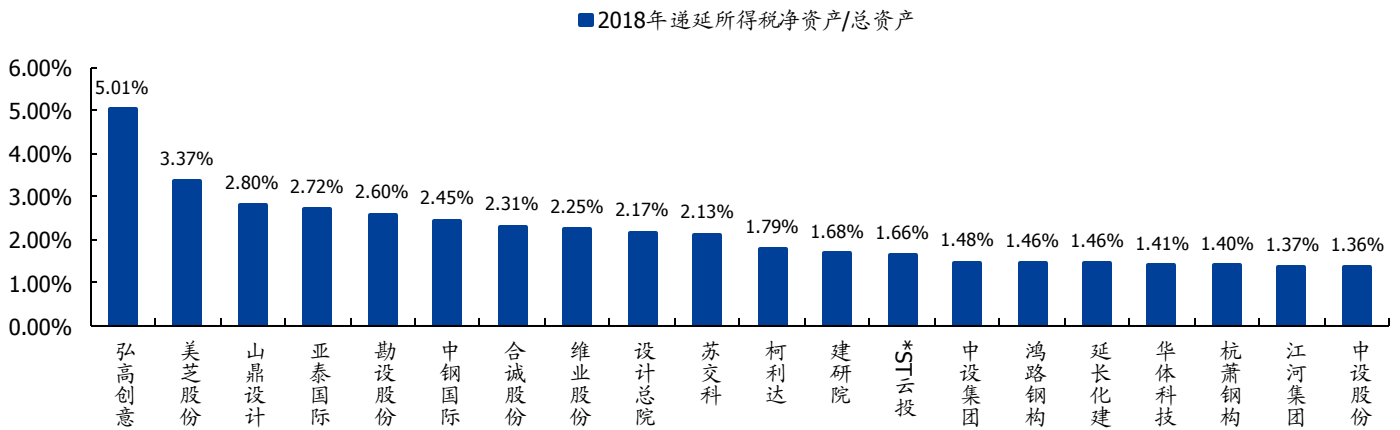
递延所得税资产: 递延所得税资产可以理解为企业未来预计可以用来抵税的资产, 而递延所得税负债是指根据应纳税暂时性差异计算的未来期间应付所得税的金额。两者存在的前提也是企业未来的持续经营, 因此当企业清算变现时也应该从账面价值中扣除。

图表 24: 建筑板块历年递延所得税净资产/总资产



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 建筑个股历年递延所得税净资产/总资产比例排名前 20



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其他非流动资产: 由于其他非流动资产种类较多, 如固定资产、长期股权投资等变现相对于流动资产困难, 在计算调整净资产时可以适当给予 5%折价。

永续债与优先股

优先股与永续债等其他权益类工具。 优先股和永续债均具有债和股的双重属性, 持有者无权参与公司的红利分配, 只享受固定的股息或利息, 优先于普通股股东分配利润。因此上市公司普通股估值并不包含优先股和永续债, 公司清算时普通股股东也无法获得这一部分价值, 因此在计算账面价值的时候需要将优先股和永续债等其他权益工具扣除。

目前建筑板块中共有 11 家公司发行过优先股或永续债, 主要为建筑央企和地方国企, 其中中国中铁发行存量余额规模最大, 为 319 亿元; 葛洲坝的占比最高, 优先股和永续债规模合计占总资产的 7.35%。

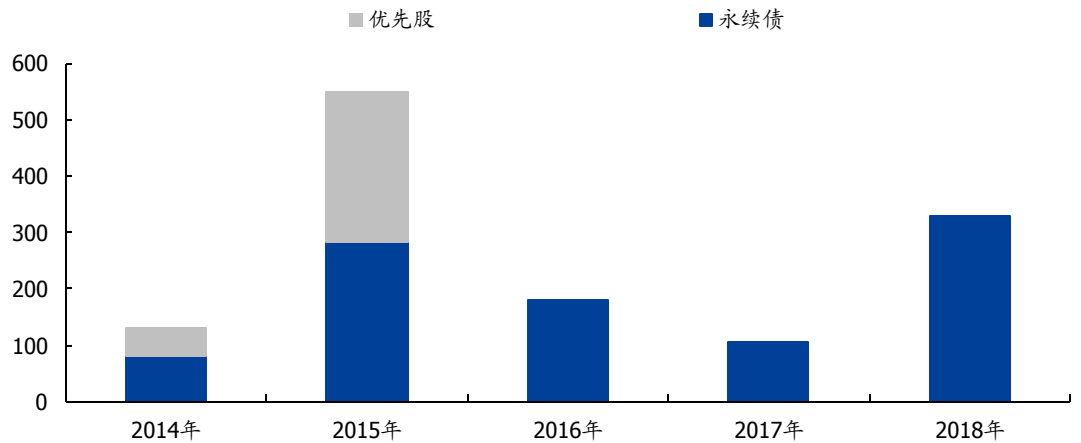
从发行年份上看, 建筑公司发行优先股和永续债始于 2014 年, 但发行量不大; 2015 年发行优先股和永续债开始变得频繁, 年内共有 9 家公司发行优先股或永续债, 期间中国建筑完成 150 亿元优先股的发行, 中国交建完成了 95 亿元的优先股和 50 亿元的永续债发行。2016 年葛洲坝完成 160 亿永续债的发行; 2017 年中国中冶完成 80 亿永续债的发行; 2018 年永续债发行规模开始变多, 中国中铁、中国交建、中国建筑分别完成 200/50/60 亿永续债的发行。

图表 26: 建筑股其他权益工具及占总资产的比

证券简称	优先股 (亿元)	永续债 (亿元)	合计 (亿元)	(优先股+永续债)/总资产
中国中铁		319.31	319.31	3.29%
中国交建	144.68	99.40	244.09	2.51%
中国建筑	149.75	79.97	229.72	1.19%
葛洲坝		160.00	160.00	7.35%
中国中冶		159.24	159.24	3.54%
上海建工		65.00	65.00	3.14%
中国电建	19.58	39.88	59.46	0.79%
中国核建		33.00	33.00	3.41%
安徽水利		21.49	21.49	2.81%
中铝国际		17.00	17.00	3.49%
重庆建工		5.00	5.00	0.75%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 建筑板块优先股和永续债发行情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 分年份各公司优先股和永续债发行量 (亿元)

类别	证券简称	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
永续债	中国中铁		30	90			200
	中国交建			50			50
	中国建筑		20				60
	葛洲坝				160		
	中国中冶			99		80	-20
	上海建工			20		10	35
	中国电建		31	9			
	中国核建			13			
	安徽水利			0	8	7	7
	中铝国际			2	12	5	-2
	重庆建工					5	
	优先股	中国交建		50	95		
中国建筑				150			
中国电建				20			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

负债分析与风险评估

负债在计算净资产时的处理

在计算净资产时,按照谨慎原则,要将所有负债全部扣除,并分析公司是否有潜在担保、或有负债等情况。对负债科目进行综合分析可以判断公司的经营情况,识别潜在风险。如果有异常的情况,可以对相关公司在估值时进行风险调整,甚至直接回避风险较高的企业。下文我们主要从四个方面来综合分析负债的风险情况: 1) 区分有息负债和经营性负债。2) 经营类负债科目与资产综合分析垫资效率情况。3) 在手现金与短期刚性负债来判断流动性风险。4) 有息负债的期限与资产结构的匹配情况。

区分有息负债和经营负债

建筑企业的表观资产负债率较高,主要是由于经营过程中产生的应付账款、应付票据、预收账款、应付职工薪酬等无息的经营性负债规模较大。剔除无息负债后,短期借款、长期借款、一年内到期的长期负债、应付债券等有息负债率并不是很高,排在行业的中游水平。对建筑企业负债进行分析时,需要将有息负债和无息经营负债区分开。

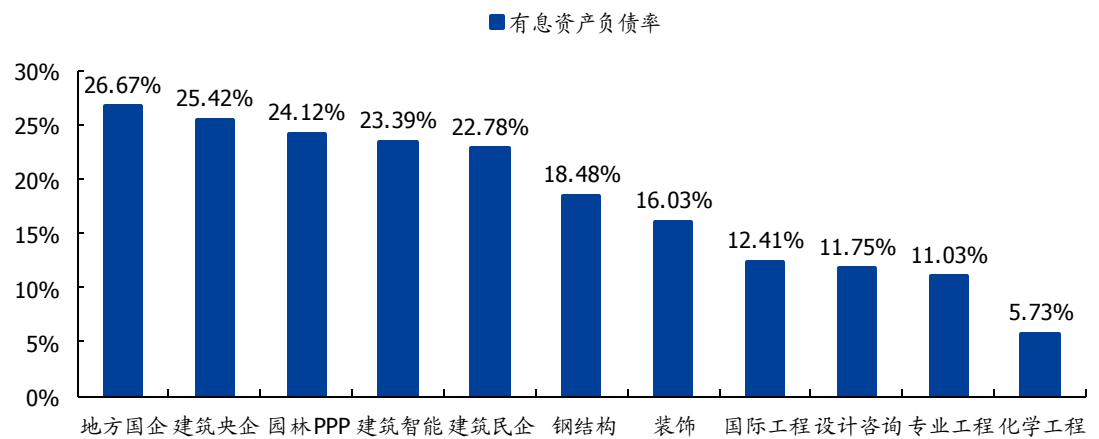
图表 29: 各行业资产负债率与有息资产负债率 (2018年)

证券简称	资产负债率	无息资产负债率	有息资产负债率	有息负债(占资产比)				无息负债(占资产比)				
				短期借款	一年内到期的长期负债	长期借款	应付债券	应付票据	应付账款	预收账款	应付职工薪酬	其他负债
电力及公用事业	64.43%	18.88%	45.55%	8.90%	5.95%	27.05%	3.64%	0.73%	5.59%	1.16%	0.26%	11.14%
有色金属	55.94%	20.54%	35.40%	17.95%	4.24%	10.59%	2.62%	3.15%	5.19%	0.99%	0.68%	10.53%
综合	64.66%	30.30%	34.36%	15.01%	6.33%	7.68%	5.33%	3.49%	6.56%	3.60%	0.51%	16.14%
交通运输	57.32%	25.82%	31.49%	8.14%	7.07%	11.13%	5.15%	1.04%	5.29%	2.23%	0.82%	16.44%
房地产	79.81%	49.24%	30.57%	2.73%	6.94%	15.02%	5.87%	0.57%	6.02%	18.56%	0.29%	23.81%
轻工制造	51.09%	22.08%	29.02%	18.10%	3.48%	5.79%	1.65%	4.30%	7.65%	1.95%	0.83%	7.35%
基础化工	50.57%	23.40%	27.17%	14.21%	3.95%	6.11%	2.91%	4.91%	8.32%	2.09%	0.85%	7.23%
农林牧渔	49.67%	23.02%	26.65%	15.92%	4.27%	4.67%	1.79%	1.80%	6.31%	2.58%	1.26%	11.07%
钢铁	57.58%	32.31%	25.27%	16.14%	2.84%	4.69%	1.61%	8.45%	11.42%	4.17%	0.58%	7.69%
电子元器件	52.25%	27.40%	24.85%	10.45%	2.82%	9.46%	2.12%	3.32%	12.85%	1.03%	1.38%	8.82%
煤炭	49.82%	25.02%	24.81%	5.33%	4.49%	10.44%	4.54%	2.74%	6.97%	0.77%	0.93%	13.61%
建筑	75.60%	51.08%	24.52%	6.05%	3.24%	12.02%	3.20%	3.16%	25.10%	5.93%	0.61%	16.28%
餐饮旅游	45.21%	23.53%	21.67%	5.79%	2.27%	12.44%	1.18%	0.30%	6.27%	3.31%	1.99%	11.68%
商贸零售	56.89%	35.50%	21.39%	10.68%	3.19%	5.03%	2.49%	3.98%	8.72%	6.96%	0.79%	15.06%
机械	54.79%	34.61%	20.18%	10.16%	3.82%	4.86%	1.34%	5.46%	13.98%	3.13%	0.98%	11.07%
电力设备	55.90%	36.35%	19.55%	9.20%	2.41%	5.97%	1.97%	6.02%	14.00%	2.33%	0.79%	13.21%
纺织服装	42.18%	22.80%	19.39%	11.64%	2.44%	2.61%	2.70%	2.91%	8.49%	2.06%	1.50%	7.84%
建材	41.86%	23.16%	18.69%	9.38%	3.68%	4.08%	1.55%	2.83%	9.19%	1.37%	0.83%	8.94%
医药	45.12%	26.76%	18.37%	10.41%	1.89%	3.16%	2.92%	3.49%	9.69%	1.23%	0.92%	11.41%
家电	62.15%	44.22%	17.93%	7.81%	1.68%	6.77%	1.67%	8.18%	14.82%	3.02%	1.48%	16.72%
石油化工	47.05%	29.50%	17.55%	4.89%	2.32%	7.05%	3.30%	0.90%	6.37%	0.75%	0.45%	21.03%
汽车	58.75%	42.90%	15.84%	7.59%	2.57%	3.87%	1.81%	7.47%	14.66%	1.61%	1.35%	17.81%
国防军工	51.63%	35.93%	15.70%	7.83%	2.04%	5.20%	0.63%	6.43%	16.47%	4.94%	0.56%	7.54%
通信	51.68%	37.51%	14.17%	9.14%	2.32%	1.73%	0.98%	3.05%	18.27%	2.08%	1.75%	12.36%
计算机	42.08%	27.92%	14.15%	7.95%	1.54%	2.64%	2.02%	1.63%	10.37%	4.90%	1.79%	9.23%
传媒	39.19%	27.29%	11.90%	4.85%	1.75%	2.95%	2.35%	0.76%	9.64%	4.57%	1.31%	11.01%
食品饮料	33.94%	26.84%	7.11%	4.59%	0.70%	1.48%	0.33%	0.60%	5.42%	6.65%	1.84%	12.33%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从细分板块看, 有息负债率较高的主要是央企、国企、园林板块, 较低的主要是设计咨询、国际工程、化学工程等板块。

图表 30: 建筑细分板块有息负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

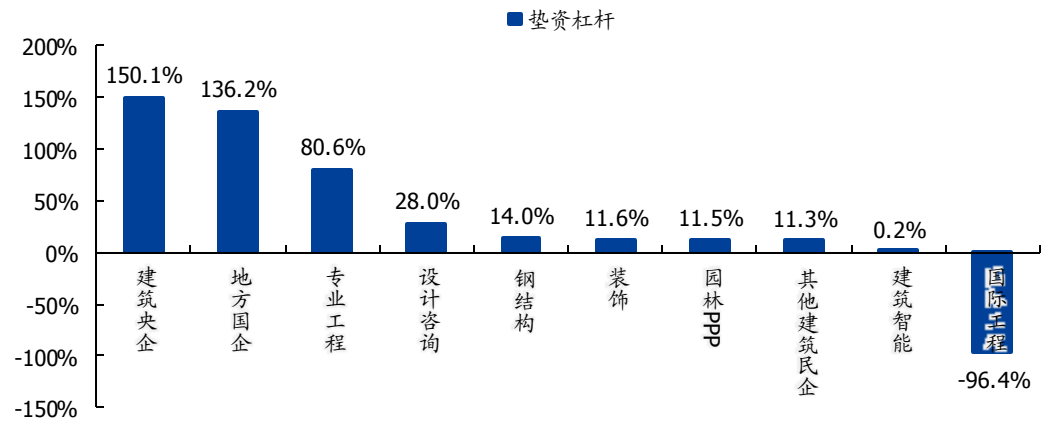
经营类负债科目与资产综合分析垫资情况

建筑公司经营过程中产生较多经营性负债, 如应付账款、应付票据、预收账款, 这些科目主要是建筑公司占用原材料供应商或劳务服务商的款项, 而应收账款、存货等资产科目为建筑公司应收客户工程款项。经营性应收预付科目与经营性应付预收科目之差即为建筑公司的净垫资情况。因此我们使用公式: 净垫资=应收预付科目之和-应付预收科目之和来计算建筑公司的垫资情况, 如结果为负数, 则说明公司不仅不用垫资, 还占用上

下游款项，经营风险较小。为了衡量公司的垫资效率，我们可以使用公式： $\text{垫资杠杆} = \text{净利润} / \text{净垫资}$ ，可以看出垫资的效率情况，即垫资1元钱可以换来多少钱的利润。

根据2018年年报数据可计算得到建筑各子板块中，垫资杠杆较高的板块为建筑央企（150%），地方国企（136%），专业工程（81%）；垫资杠杆较低的为建筑智能（0.2%），其他建筑民企（11%）、园林PPP（12%）；而国际工程板块垫资杠杆为负，意味着不仅不用垫资，还利用产业链优势或业务模式占用上下游款项。

图表 31: 建筑细分板块垫资杠杆比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 垫资杠杆为负、垫资杠杆最高、最低的个股

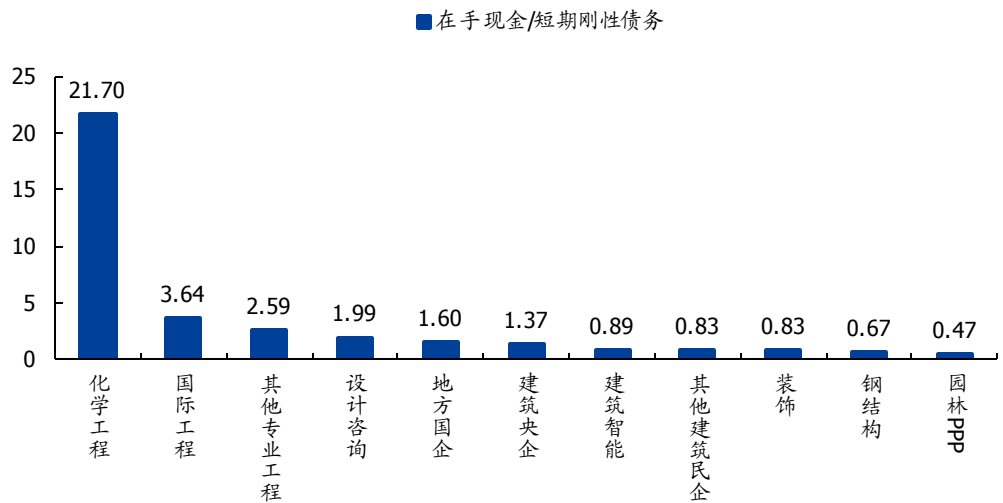
垫资杠杆为负前 10 个股		垫资杠杆最高前 10 个股		垫资杠杆最低前 10 个股	
证券简称	垫资杠杆	证券简称	垫资杠杆	证券简称	垫资杠杆
中工国际	-1298.7%	东华科技	828.5%	弘高创意	0.6%
花王股份	-461.1%	航天工程	374.6%	腾达建设	1.3%
中国中铁	-163.9%	国检集团	310.0%	棕榈股份	1.3%
中国铁建	-143.9%	四川路桥	187.7%	普邦股份	1.5%
延华智能	-123.6%	西藏天路	165.8%	中铝国际	2.6%
三联虹普	-120.3%	中钢国际	157.0%	重庆建工	3.4%
粤水电	-104.2%	设计总院	68.5%	美芝股份	4.7%
浙江交科	-98.3%	东珠生态	62.4%	富煌钢构	5.0%
中成股份	-95.7%	华建集团	61.3%	宝鹰股份	5.0%
中国电建	-94.9%	亚翔集成	52.6%	龙建股份	5.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在手现金与短期刚性负债来判断流动性情况

我们使用在手现金与短期刚性债务的比值来衡量公司的短期偿债压力。短期刚性债务我们定义为短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债（其中短融较多）之和。通过对建筑企业各个板块数据梳理，在手现金与短期刚性债务之比较低的有园林（0.47）、钢结构（0.67）、装饰（0.83），显示这些行业短期偿债压力较大，而化学工程、国际工程、专业工程的短期债务风险较低。

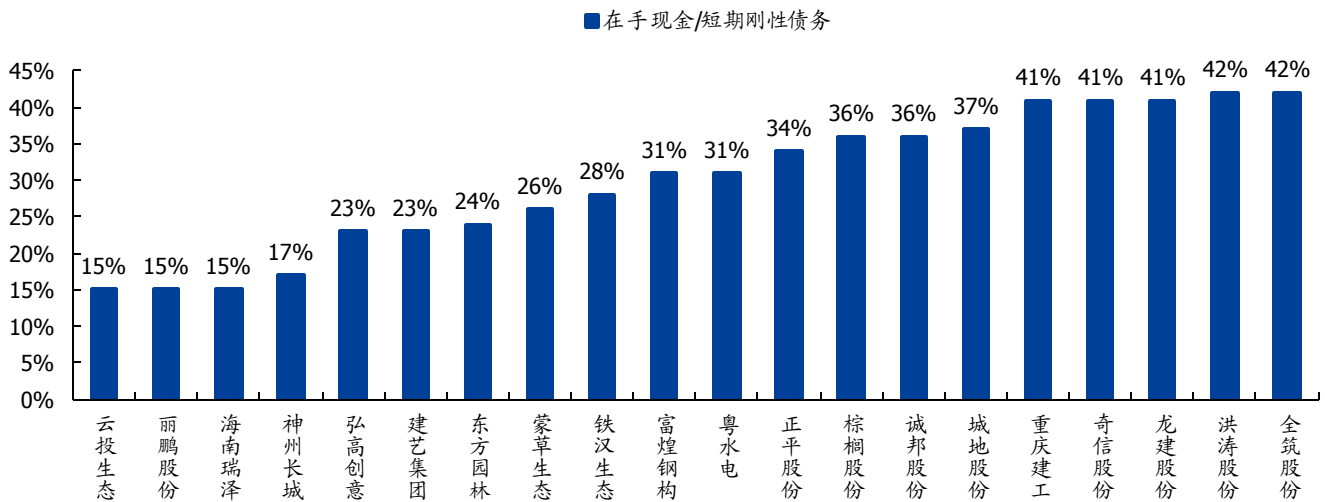
图表 33: 建筑细分板块在手现金与短期刚性债务的比值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从个股角度看, 在手现金与短期刚性债务比最低的前二十个股如下图, 主要集中在园林、装饰、地方性的国企, 该指标最低的前 5 名中已经有三家被 ST。

图表 34: 2018 年年报在手现金与短期刚性债务比最低的前二十标的

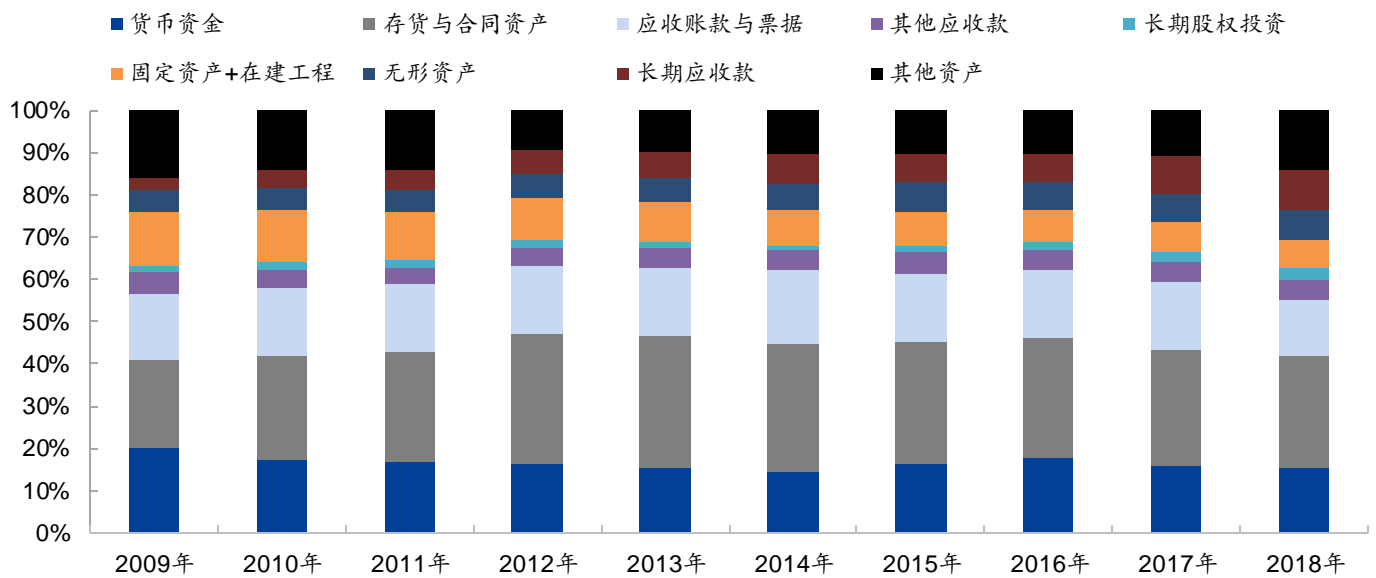


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

有息负债的期限与资产结构的匹配情况

在传统施工模式下, 建筑公司资产端基本是应收账款、存货等流动资产, 这些资产对上市公司资金形成占用, 但周期较短(一年以内), 为了完成经营资金周转, 上市公司需要安排相应债务, 这些债务的周期一般也与资产周期相匹配。因此典型的传统施工公司资产负债表结构应该是高流动资产与高流动负债。

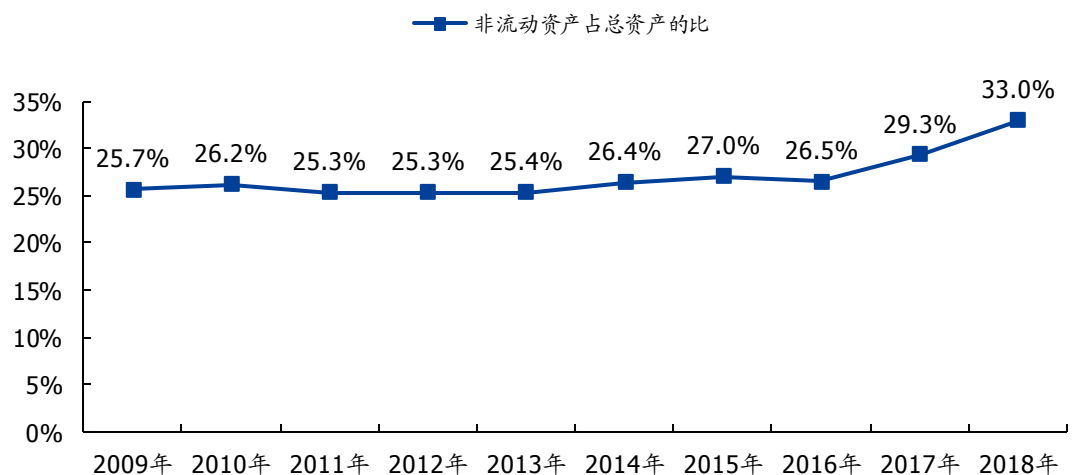
图表 35: 建筑板块资产结构分析



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于 2015 年后许多上市公司开展大量 PPP 业务, 资产负债表逐渐出现长期应收款、无形资产、其他非流动资产、股权投资等因 PPP 业务而产生的非流动资产, 这些资产的久期较长, 需要安排与之匹配的长久期融资 (如长期借款、股权融资等), 由于股权融资较为缺乏, 长期借款、永续债、优先股等是主要融资方式 (债券不能用于资本开支, 一般与 PPP 项目周期不匹配)。因此对于长期应收款、无形资产等非流动资产规模较大的公司, 需要关注长期融资的规模是否匹配, 如果长期借款等融资较少而短期借款规模上升较快, 可能存在短债长投的错配风险。

图表 36: 建筑板块非流动资产占总资产的比例



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

以 PPP 业务开展较多的央企、园林 PPP 公司作为分析。2018 年一季报铁汉生态与东方园林长期借款占 PPP 形成的非流动资产比例较低, 存在一定债务期限错配风险, 2018

年半年报，铁汉生态与东方园林长期借款未出现明显增长，进一步反映了融资结构的不合理性。

图表 37: 长期融资占 PPP 类资产的比例

公司	2018Q1	2018Q2	2018Q3
葛洲坝	96%	87%	76%
中国电建	86%	89%	90%
中国建筑	68%	71%	68%
龙元建设	65%	51%	50%
中国铁建	62%	59%	55%
中国中冶	54%	45%	55%
中国交建	53%	54%	56%
中国中铁	35%	45%	43%
铁汉生态	27%	19%	21%
东方园林	6%	6%	7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

具体实例分析。铁汉生态 2017 年 Q4 至 2018 年 Q3 长期借款几乎不增加，说明 PPP 项目贷款基本停滞，而长期应收款和短期借款大幅增加，可能存在短期资金垫资施工的错配风险。公司资金应该相对比较紧张。2018 年 Q4 与 2019 年 Q1，长期借款开始增长，短期借款出现下降，表明公司现金流紧张情况好转。龙元建设长期借款与长期应收款的比例明显高于铁汉生态，但该比例在 2017 年四季度大幅下降，长期借款不增加，表明随着 PPP 的监管银行贷款放缓。2018 年一季度长期借款开始增加，表明银行开始逐步恢复对公司 PPP 贷款。同时因二季度公司定增资金到位，长期资金充裕，短期借款始终未大幅增加，表明资金错配风险较低。

图表 38: 铁汉生态相关指标

铁汉生态	2017-3-31	2017-6-30	2017-9-30	2017-12-31	2018-3-31	2018-6-30	2018-9-30	2018-12-31	2019-3-31
长期应收款(亿元)	21.65	30.78	33.21	56.21	60.59	82.50	86.96	89.01	91.68
长期借款(亿元)	11.76	15.42	20.32	19.22	18.79	17.94	20.25	33.07	39.64
长期借款 / 长期应收款	54%	50%	61%	34%	31%	22%	23%	37%	43%
短期借款(亿元)	18.05	22.59	30.77	37.99	47.97	46.71	42.18	37.56	39.92

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 龙元建设相关指标

龙元建设	2017-3-31	2017-6-30	2017-9-30	2017-12-31	2018-3-31	2018-6-30	2018-9-30	2018-12-31	2019-3-31
长期应收款(亿元)	22.42	33.35	47.58	71.86	87.21	138.27	157.58	181.25	203.10
长期借款(亿元)	20.96	33.76	43.57	44.78	61.52	74.79	82.27	83.36	100.65
长期借款 / 长期应收款	93%	101%	92%	62%	71%	54%	52%	46%	50%
短期借款(亿元)	18.52	24.66	30.59	27.63	31.60	30.69	29.83	31.12	34.49

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

新的 PB 估值框架解析

调整后账面净资产的计算

根据上文分析，建筑公司资产中占比最大的现金与应收账款具备较好的流动性，变现价值高，我们不做调整。建筑公司报表中无形资产主要是虽然流动性较差，但一般收益稳定，公允价值高于账面价值，因此也不做调整。存货作为未来的应收款因计提减值准备比例小于应收账款，为了计算更加稳健，在计算账面净资产时应该扣除一定比例的减值。长期应收款因为回收周期长，流动性较差，且没有计提减值准备，因此也应额外扣除一定比例减值。商誉、递延所得税资产存在的前提是企业的持续经营，因此在清算变现的前提下需要剔除。优先股和永续债在公司清算时优先于普通股股东分配，因此普通股估值也应该扣除优先股和永续债。综上，我们构建如下公式来计算建筑公司调整后的账面净资产价值：

调整账面净资产价值=资产-负债-商誉-递延所得税资产-存货计提额外的减值准备-长期应收款额外计提减值准备-其他非流动资产的折价-优先股-永续债

图表 40: 资产负债表科目调整情况

科目	调整方法	备注
应收账款	不调整	减值准备已经较充分，实际核销坏账比例很低
存货	扣除一定减值准备	减值准备计提不充分，需要补计提 5.4% 的减值准备
其他流动资产	不调整	现金比例较高。其他应收款也已经做减值测试
长期应收款	扣除一定减值准备	流动性较差且没计提减值，补充计提 6.1% 的减值准备
无形资产	不调整	一般为高速公路、电厂等稳定收益类资产
商誉	全部扣除	变现需要扣除
递延所得税资产	全部扣除	变现需要扣除
其他非流动资产	扣除一定折价	流动性较差，扣除 5% 的折价
负债	全部扣除	全部扣除
优先股、永续债	全部扣除	利益普通股股东无法分享

资料来源：国盛证券研究所

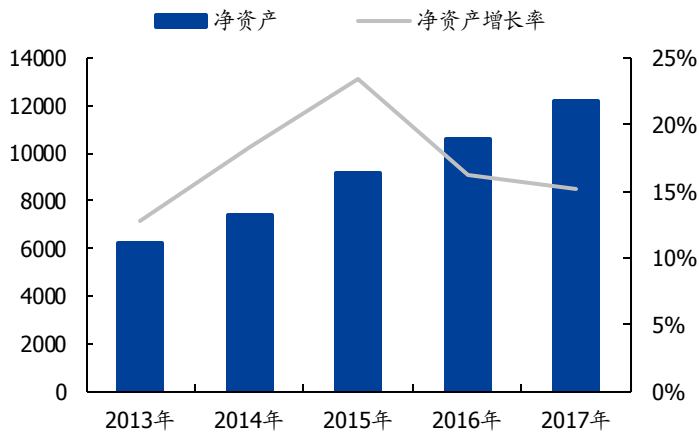
引入 ROE 考虑成长性

板块净资产仍在持续增长

净资产增长率的计算。净资产增长率=(净利润-分红-回购+股权融资)/净资产=ROE+(股权融资-分红-回购)/净资产。可以看出公司净资产增长主要依靠利润增长和股权净融资。

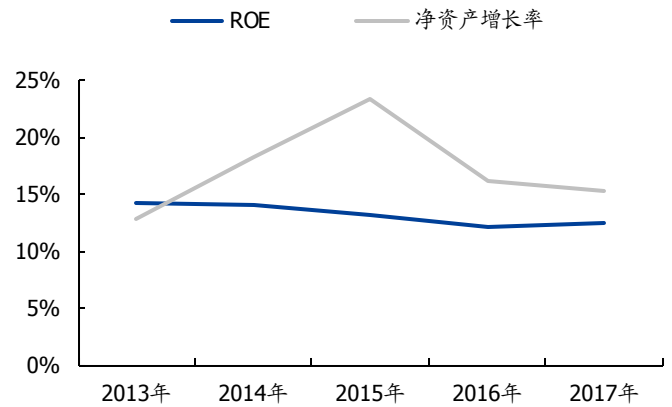
板块 ROE 维持稳定，净资产保持一定的成长性。我们选取 2013 年前上市的建筑公司作为统计样本。样本公司 2012-2017 年建筑板块 5 年净资产复合增速达 17%，同时建筑板块 2013-2017 年 5 年平均 ROE (当年利润/上一年净资产) 为 13.2%。意味着每年账面净资产仍保持一定增长，而 PB 实际上是一种静态估值，在一定程度上低估了建筑企业的成长性价值。

图表 41: 建筑板块净资产(亿元)及其增长情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 建筑板块 ROE 情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

PB-ROE 结合的估值公式

由于每年建筑公司净资产还保持一定增长,单纯使用当前 PB 估值存在一定程度的低估。因此我们将未来一段时间内建筑公司净资产的增长考虑在内,使用调整后的净资产来估算合理 PB。具体假设如下:

假设 1: 净资产的增长速度: 由于净资产的增长是 ROE 和股权净融资的共同影响,而从历史数据看建筑公司股权净融资一般大于 0,所以净资产增长速度高于 ROE。为了简化起见,我们假设未来持续经营期间建筑企业的每年的净资产增长率与以年初净资产计算出扣非 ROE 相同(即假设股权净融资为零)。

假设 2: 持续经营年份: 我们假设未来 N 年建筑企业可以持续经营,则 N 年后的净资产为 $BV_N = BV_{2018} * \prod_{i=1}^N (1 + ROE_i)$ (BV_{2018} 代表 2018 年的净资产, BV_N 代表 N 年后的净资产, ROE_i 代表第 i 年的 ROE)。

假设 3: 将第 N 年计算得到的净资产折现,折现率取 r,得出当前时点对应的现值。

假设 4: 将假设 3 中所得的净资产现值按照公式调整: **调整账面净资产价值 = 资产 - 负债 - 商誉 - 递延所得税净资产 - 存货计提额外的减值准备 - 长期应收款额外计提减值准备 - 优先股 - 永续债**。经调整后得到当前建筑企业的净资产价值。

按照以上假设可得计算公式:

$$BV_{调整} = \frac{BV_{2018} * \prod_{i=1}^N (1 + ROE_i)}{(1 + r)^N} - 调整项$$

两边同时除以 BV_{2018} , 则可以得到调整后的 PB 估值公式:

$$PB_{调整} = \frac{\prod_{i=1}^N (1 + ROE_i)}{(1 + r)^N} - \frac{调整项}{BV_{2018}}$$

以上是一个简化的公式，该公式中的部分参数可以根据具体公司情况进行调整。

1) 未来 ROE。这里有两点需要注意，第一，我们简单用 ROE 代替了当前账面净资产的增长率，即假设了股权净融资为零，而实际情况中还需要考虑公司的分红、回购、股权融资；第二，未来的 ROE 可能会下降（实际上在如若盈利全部留存投入再生产，则 ROE 必然会逐渐下降至市场平均股权回报率之下），投资者可以根据具体公司未来情况对未来 ROE 的变化进行更具体的假设来计算。

2) 持续经营年份 N。大多数公司被认为会永续经营，那么我们应该站到未来哪一年去折算净资产的现值呢（即 N 应该取多少呢）？从上面的公式可以看出，N 越大，折回来的净资产现值就越大。那么是否我们站到无限的未来，折回来的现值就会无限大呢？——并不是。前面我们提到，未来净资产的增长率（以未来 ROE 简单替代）一定会趋于下降，直至降低至折现率 r（即要求的股权回报率）为止，N 就是这一过程需要的年份数，超过这个年份数，净资产折现的价值会下降。因此要给 N 取值，实际上是要判断这个企业未来资产增长率保持在要求的股权回报率之上有多久。这涉及到对公司所处细分行业特征以及公司自身能力的评价和判断。例如，一个市场需求广阔而持续、竞争程度尚不那么激烈的细分行业，平均 ROE 可能会较高，那么企业能保持在较高 ROE 水平的时期就会很长；另一方面，即便在一个平均 ROE 不高的细分行业里，竞争力强的公司也可能会比其他公司拥有更高的 ROE 水平并保持更长的时间。关于 N 的取值问题，我们暂且用底线思维，即如果在看得见的年份（例如 M 年）里预计 ROE 不会显著降低至 r 之下，则 N 不小于 M，则该公司实际的股权价值至少不应低于取 $N=M$ 所计算得到的结果。关于 N 的更详细的分析，我们留到今后另行讨论。

3) 折现率 r。投资者可以根据自己的认识和判断，选取当前市场对股权期望回报率。

出现破净的情况分析。根据以上公式可以看出，1) 建筑股的 PB 与 ROE 成正比，ROE 越高，PB 也越高，而与折现率成反比，如果折现率已经大于当前 ROE，则会出现破净情况。2) 如果一个公司调整项占净资产比例较大，如存货与长期应收款额外减值较大、永续债等发行较多、商誉较大等，也可能出现破净的情况。

我们尝试使用新的 PB 估值框架对建筑板块重点公司进行估值。对于参数的选择我们做以下的假设：1) 未来 ROE：我们假设公司 ROE 在持续经营年份中以 2018 年 ROE 为起点，每年匀速下降（每年减少的值相同），直至第 N 年下降至 6% 的水平。2) 持续经营年份 N：因为装饰行业具备一定消费属性，我们假设该行业公司未来持续经营年份为 15 年。其余行业公司我们根据公司目前 ROE 水平假设未来可持续经营年份为 5-10 年。对于目前 ROE 小于折现率的公司我们假设 $N=0$ 。3) 折现率 r：我们选取沪深 300 指数近 5 年的复合收益率 5.26%。由于未来中国经济增长放缓，我们认为长期看该折现率对应的预期回报水平是适当的。

经过计算，当前市值低估的公司主要为建筑央企中的中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国化学等，地方国企中的隧道股份、四川路桥、山东路桥等，装饰龙头金螳螂等。

图表 43: 部分重点公司新框架下估值情况

公司名称	2018年 ROE	持续经营年份	调整值 (亿元)	理论市值 (亿元)	理论 PB	当前市值据理论市值空间
中国建筑	18%	10	994	3323	1.36	41%
中国铁建	12%	6	520	1572	0.93	26%
中国中铁	11%	6	658	1641	0.9	19%
中国交建	11%	6	561	1802	0.91	9%
隧道股份	10%	5	26	207	1.01	11%
四川路桥	9%	5	22	134	0.96	10%
山东路桥	16%	6	8	60	1.2	10%
金螳螂	18%	15	10	323	2.44	23%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

这里我们仍然要强调,本篇报告的重点是为投资者提供一个新的估值框架,对不同公司的估值结果受到参数选择的影响,不同投资者可以根据自己的理解和判断在该框架下选择不同的参数,将会得到不同的估值结果。同时还要强调,该估值结果也仅仅是从净资产视角出发的一种市值评估,对不同公司的投资决策也可参考其他角度的估值结果。

此外,该估值亦可根据新增信息动态调整。例如,当下一期年报出来,某公司的 ROE 出现了提升趋势,我们就要重新评估未来公司 ROE 下降的趋势和 N 的取值,调整参数,重新评估,相应提高目标 PB 水平。又例如,行业出现新的变化或国家出台新的政策,改变了我们对公司所处行业未来成长性的预期,或改变了我们对公司资产端回收率的预期,我们就又要动态调整估值参数和结果。

风险综合评估后的调整建议

我们前面在分析负债时重点分析了四个方面的风险,在上述估值完毕后,再根据四方面的风险评估来对估值结果进行进一步调整。1) 如果公司有息负债率较高,明显高于行业平均水平,则存在较大的付息偿债风险,可以给予一定折价。折价的幅度可以根据外部融资环境进行调整。2) 如果公司垫资杠杆为负,或垫资效率高,表明公司可以占用上下游资源,垫资很少或不用垫资,资产负债表情况较为良好。如果垫资杠杆过低,说明公司产业链地位较低,可以给予折价。3) 如果公司在手现金与短期刚性债务比例很低,例如低于 40% 或明显低于可比公司,短期流动性风险可能较高。可以暂时回避,观察公司后续情况。4) 如果公司长期应收款和无形资产等非流动资产增加较多,而长期借款、股权融资等长期融资没有增加,短期负债增速较高,则也可以暂时观察公司后续情况。

图表 44: 负债风险评估后的估值调整建议

调整风险类型	具体情形	估值调整建议
有息负债率	有息负债率明显高于行业均值	可根据当前融资环境给予一定折价
垫资杠杆	垫资杠杆过低	垫资杠杆过低的企业可以给予折价。
在手现金/短期刚性债务	该比例过低,如低于 40%,或明显低于行业可比公司	暂时回避,观察公司后续融资情况
债务期限合理性	非流动资产快速增长,而长期借款、股权融资等长期融资没有增加,同时短期负债快速增长。长期融资占非流动资产比例过低。	暂时观察公司后续融资情况

资料来源: 国盛证券研究所

新 PB 估值框架下的具体实例

中国建筑

中国建筑的理论 PB 估值。中国建筑 2018 年的账面净资产为 2439.6 亿元, 2018 年 ROE 为 17.8%, 参数假设: 1) 折现率 r: 取沪深 300 过去 5 年复合收益率 5.26%。2) 持续经营年份 N: 由于中国建筑 ROE 水平较高, 且经营稳定, 其 ROE 逐步向折现率回归的时间会较长。我们假设其继续经营年份 N=10 年, 第 11 年起 ROE 下降至折现率以下。3) ROE: 我们假设公司在持续经营期内 ROE 自 17%起每年匀速下降, 第 10 年达到 6%的 ROE 水平。根据以上假设, 计算出 10 年后折现的账面净值为 4318 亿元。中国建筑的主要调整科目较多, 具体数值如下表所示, 各科目累计需要减去 994 亿元, 因此计算出调整后的理论市值应该为 3323 亿元, 理论 PB 为 1.36, 公司当前市值为 2359 亿元, 据我们的测算值有 41%的空间。

图表 45: 中国建筑净资产调整科目

科目	账面值 (亿元)	调整值 (亿元)
其他权益工具	229.72	229.72
商誉	22.93	22.93
递延所得税资产	126.39	126.39
存货	6,349.67	342.88
合同资产	90.78	4.90
长期应收款	2,814.81	171.70
无形资产	115.94	0.00
其他非流动资产	1,918.25	95.91
合计	11,668.49	994.43

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对中国建筑的负债风险按照四项进行评估, 不需要进行调整。公司的有息负债率为 22.6%, 行业平均为 24.6%。中国建筑的垫资杠杆为 31.9%, 领先于其他建筑央企, 可

以给予一定溢价。其在手现金与刚性债务比为 2.35，短期流动性风险较低。财报中存在较大的长期应收款，主要为工程质保金、PPP 项目应收款和应收 BT 款等，但公司短期借款较少，长期借款比重较大，因此负债期限错配问题很小，整体看中国建筑的报表风险较低。

图表 46: 中国建筑风险评估

风险调整因素	中国建筑数据	调整分析
有息负债率	22.6%	央企平均为 24.6%，因此不需要进行调整
垫资杠杆	31.9%	垫资杠杆比例较高，不需要调整
在手现金/短期刚性债务	2.35	在手现金完全覆盖短期刚性债务，风险较低不需要调整
负债期限结构分析	长期应收款较多，但长期负债也大	债务期限结构错配问题小，不需要调整

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中国铁建

中国铁建的理论 PB 估值。中国铁建 2018 年的账面净资产为 1698.9 亿元，2018 年 ROE 为 12%，参数假设：1) 折现率 r: 沪深 300 指数 5 年复合收益率 5.26% 为折现率。2) 持续经营年份 N: 我们假设中国铁建未来 6 年间 ROE 逐步向折现率回归。取 N=6，即第 7 年开始 ROE 下降至折现率以下。3) ROE: 我们假设其持续经营期间 ROE 自 12% 每年匀速下降，至第 6 年达到 6%。根据以上假设计算出 6 年折现的账面净值为 2093 亿元。中国铁建的主要调整科目较多，具体数值如下表所示，各科目累计需要减去 520.44 亿元，因此计算出调整后的理论市值应该为 1572 亿元，理论 PB 为 0.93，公司当前市值为 1249 亿元，据我们在新 PB 估值框架下测算市值 26% 的空间。

图表 47: 中国铁建净资产调整科目

科目	账面值 (亿元)	调整值 (亿元)
其他权益工具	203.93	203.93
商誉	2.29	2.29
递延所得税资产	49.17	49.17
存货	1598.91	86.34
合同资产	1239.38	66.93
长期应收款	544.42	33.21
无形资产	506.67	0.00
其他非流动资产	1571.39	78.57
合计	11,668.49	520.44

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对中国铁建的负债风险按照四项进行评估，不需要进行调整。公司的有息负债率为 20.6%，行业平均为 24.6%。中国铁建的垫资杠杆为 -144%，为负值，意味着不仅不用垫资，还可以占用上下游资金。其在手现金与刚性债务比为 1.53，短期流动性风险较低。财报中存在较大的长期应收款，主要是长期工程款，而公司短期借款与长期借款相对均衡，负债期限错配问题不大，整体看中国铁建的报表风险较低。

图表 48: 中国铁建风险评估

风险调整因素	中国铁建数据	调整分析
有息负债率	20.6%	央企平均为 24.6%，因此不需要进行调整
垫资杠杆	-144%	垫资杠杆为负值，意味着不仅不用垫资，还可以占用上下游资金。
在手现金/短期刚性债务	1.53	在手现金完全覆盖短期刚性债务，风险较低不需要调整
负债期限结构分析	长期应收款较多， 短期与长期负债相对均衡	债务期限结构错配问题不大，不需要调整

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

金螳螂

金螳螂的理论 PB 估值。金螳螂 2018 年的账面净资产为 132.3 亿元，2018 年 ROE 为 18.48%。参数假设：1) 折现率 r: 取沪深 300 指数 5 年复合收益率 5.26%。2) 持续经营年份 N。由于装饰行业具备一定消费属性，且金螳螂在行业内具有显著的品牌和管理优势，我们假设公司未来 15 年间 ROE 逐步回归折现率水平，即 N=15，第 16 年起 ROE 降至折现率以下。3) ROE: 我们假设持续经营期间 ROE 自 18%起每年匀速下降，至第 15 年达到 6%。根据以上假设，我们计算出 15 年折现的账面净值为 333 亿元。金螳螂的主要调整科目较少，具体数值如下表所示，各科目累计需要减去 10 亿元，因此计算出调整后的理论市值应该为 323 亿元，理论 PB 为 2.44，公司当前市值为 263 亿元，据理论市值约 23%空间。

图表 49: 金螳螂净资产调整科目

科目	账面值 (亿元)	调整值 (亿元)
其他权益工具	0.00	0.00
商誉	4.29	4.29
递延所得税资产	3.90	3.90
存货	1.83	0.10
合同资产	0.00	0.00
长期应收款	8.52	0.52
无形资产	1.11	0.00
其他非流动资产	24.97	1.25
合计	44.62	10.05

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对金螳螂的负债风险按照四项进行评估，不需要进行调整。公司的有息负债率为 3.5%，行业平均为 18.3%。金螳螂的垫资杠杆为 29.4%，是整个公装行业中效率最高的，远远领先于其他公装企业。其在手现金与刚性债务比为 1.64，短期流动性风险较低。同时报表比较简单，基本无与 PPP 相关的无形资产和长期应收款，不存在负债期限错配的问题。因此金螳螂的报表风险较低，相比行业比较优秀。

图表 50: 金螳螂风险评估

风险调整因素	金螳螂数据	调整分析
有息负债率	3.50%	装饰行业平均为 18.3%，因此不需要进行调整
垫资杠杆	29.4%	是公装行业里垫资效率最高的，超过 20%，不需要调整。
在手现金/短期刚性债务	1.64	在手现金完全覆盖短期刚性债务，风险较低不需要调整
负债期限结构分析	几乎无长期应收款、无形资产、长期负债	不需要调整

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

隧道股份

隧道股份的理论 PB 估值。隧道股份 2018 年的账面净资产为 204.4 亿元，2018 年的平均扣非 ROE 为 10%，参数假设: 1) 折现率 r: 我们取沪深 300 指数 5 年复合收益率 5.26% 为折现率。2) 持续经营年份 N: 我们假设其可持续经营年份 N 为 5 年，第 6 年起 ROE 降至 r 以下。3) ROE: 我们假设其 ROE 在持续经营期间自 10% 每年匀速下降，至第 5 年达到 6%。根据以上假设计算出 5 年折现的账面净值为 232 亿元。隧道股份的主要调整科目较少，具体数值如下表所示，各科目累计需要减去 25.8 亿元，因此计算出调整后的理论市值应该为 207 亿元，理论 PB 为 1.01，公司当前市值为 185.5 亿元，据我们在新 PB 估值框架下测算理论市值约 11.3% 空间。

图表 51: 隧道股份净资产调整科目

科目	账面值 (亿元)	调整值 (亿元)
其他权益工具	0.00	0.00
商誉	0.44	0.44
递延所得税资产	2.36	2.36
存货	124.50	6.72
合同资产	0.00	0.00
长期应收款	122.92	7.50
无形资产	41.88	0.00
其他非流动资产	0.00	8.72
合计	292.10	25.75

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对隧道股份的负债风险按照四项进行评估，不需要进行调整。公司的有息负债率为 23.1%，在地方国企中处于中游水平。隧道股份的垫资杠杆为 -41.3%，为负值，意味着不仅不用垫资，还可以占用上下游资金。其 在手现金与刚性债务比为 3.05，短期流动性风险较低。公司长期应收款较多，但公司短期负债较小，主要为长期负债，负债期限错配问题不大。整体看隧道股份的报表风险较低，相比行业优秀。

图表 52: 隧道股份风险评估

风险调整因素	隧道股份数据	调整分析
有息负债率	23.1%	在地方国企中处于中游水平，不用调整
垫资杠杆	-41.3%	垫资杠杆为负值，意味着不仅不用垫资，还可以占用上下游资金。
在手现金/短期刚性债务	3.05	在手现金完全覆盖短期刚性债务，风险较低不需要调整
负债期限结构分析	长期应收款规模大	基本无债务期限结构错配问题，不需要调整

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

尚需解决的问题与方法的局限性

我们本篇报告核心是介绍以分析资产负债表为核心的建筑股估值新体系，这一体系简单而言，就是基于当前企业账面净资产，对资产的潜在不可回收风险及在未来继续经营情况下净资产的潜在成长能力进行两方面调节，最终针对不同建筑公司给予不同的合理 PB 估值水平。然而，本篇报告仍有如下两方面问题需要留待今后进一步解决：

1、针对资产端科目不可回收风险的评估，本篇报告仅仅是从科目本身的行业横向比较作了统一调整。例如，认为建筑业存货整体需要类比应收账款增加计提比例，比例增加的幅度采取统一标准。这就忽略了公司与公司之间的个体差别。不同公司应收款、存货、长期应收款、无形资产等的质量应具有个体差异。这些差异的背后原因是公司的竞争力、风险偏好、管理能力等。如何针对不同公司的这些科目作个性化评估，是一个系统的工作，未来可能衍生一个研究领域。

2、在针对公司持续经营预期下净资产成长价值的评估中，对于未来净资产增长率（主要是 ROE）的预测、以及对于增长年限 N 取值（即净资产增长率持续高于要求的股权回报率的时间）仍然有极大的探讨空间。这两个问题也将是建筑行业未来发展趋势研究中的核心问题，我们也留给今后做进一步的研究。

上述两方面问题中，第一个问题是相对容易解决的，即评估一个公司的立即清算价值相比评估一个公司的成长性更容易。第二方面问题是比较难的，而且越是成长性强的行业或公司，越是难以准确估算未来的 N 值及盈利能力。我们的方法在 PB=1 的基础上所尝试做的两方面调节中，对于现实资产可回收性的评价更容易、更准确、更具指导意义，对未来成长性的调节虽然在方向上是明确的（即未来成长性越高、PB 溢价就应该越高），但对成长性的定量评估是困难的、准确度会降低，它在很大程度上取决于投资人对相关因素的自我判断。

建筑业的反思：期待打破规模信仰，追求高质量发展

在过往追求规模与盈利增长的行业信仰下，盈利加速增长被认为应给予更高的市盈率估值水平，因而企业有动力增加垫资、忽视应收款等资产质量、增加杠杆，以期求得增长加速与估值提升。这样的增长不仅无法持续，而且还会埋下诸多风险隐患。

从投资者角度看，如果给予加杠杆垫资所获得的盈利更高的估值倍数，不仅是鼓励企业增加风险去追求不可持续的增长，而且一旦企业无法保持增速，势必也会遭遇市盈率下降的“双杀”而承受投资损失。

我们通过这篇报告，不仅希望为投资人提供一个全新的视角去评估企业，也希望让企业意识到追求有质量的盈利（不一定需要增长）比追求低质量的增长更为重要。我们相信这也是适应我国经济进入高质量增长阶段应有的转变。

投资策略：当前龙头存在低估，具备较好的配置价值

当前建筑板块涨幅/估值/持仓三低：

1) 2019年年初以来申万建筑行业指数涨幅仅为-2.9%，28个申万一级行业中涨幅倒数第2，仅高于钢铁板块，估值仍然处历史底部；

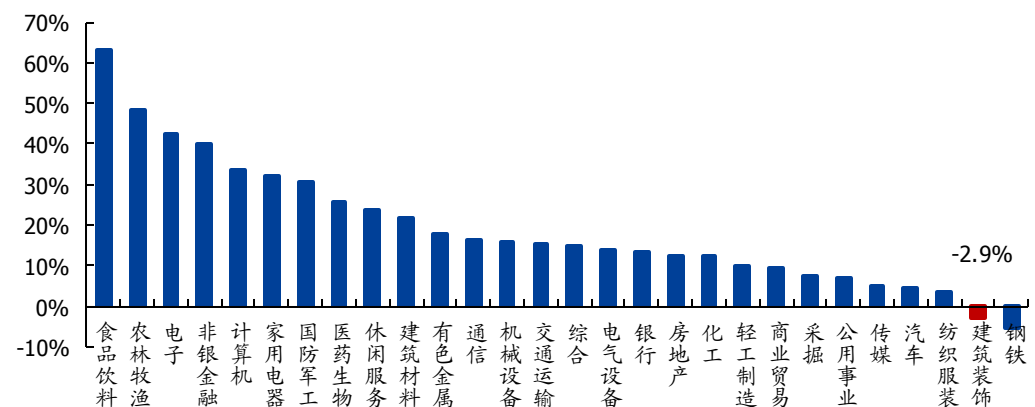
2) 目前申万建筑行业指数PE(TTM)为9.6倍，仅高于银行、钢铁行业；PB(LF)为1.03倍，仅高于钢铁、银行行业，申万建筑行业指数与沪深300的PE(TTM)与PB(LF)比值仍处于底部区域，低估值优势显著；

3) 2019Q2末基金（主动型+指数型）对建筑板块持仓占比仅为0.47%，较2019Q1末继续下降0.58个pct，持仓占比接近2008年以来的历史低点。而今年以来建筑上市公司盈利明显改善，基建龙头今年业绩有望实现较快增长，行业当前仍具有较高性价比。

根据我们新的PB框架，当前建筑龙头存在明显低估，具备较好的配置价值：

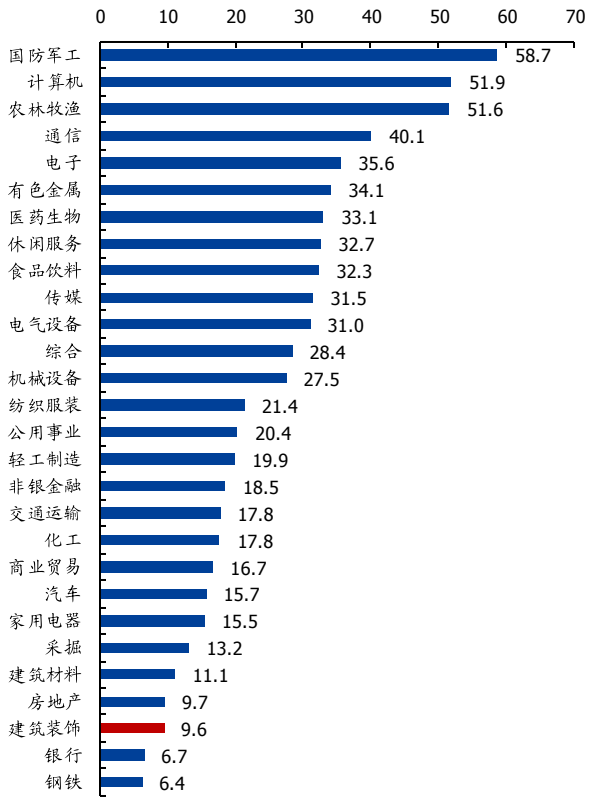
本篇报告着重介绍新视角下的估值框架，对于个股的具体估值参数仍有不少需要进一步探讨之处。尽管如此，在我们现有的测算下，当前板块的不少龙头从PB角度看已然低估，已展现出较好的配置价值。在下半年稳增长仍大概率要靠基建的背景下，重点推荐低估较为明显的建筑央企中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国化学，以及装饰龙头金螳螂。

图表 53: 年初至今各板块涨幅



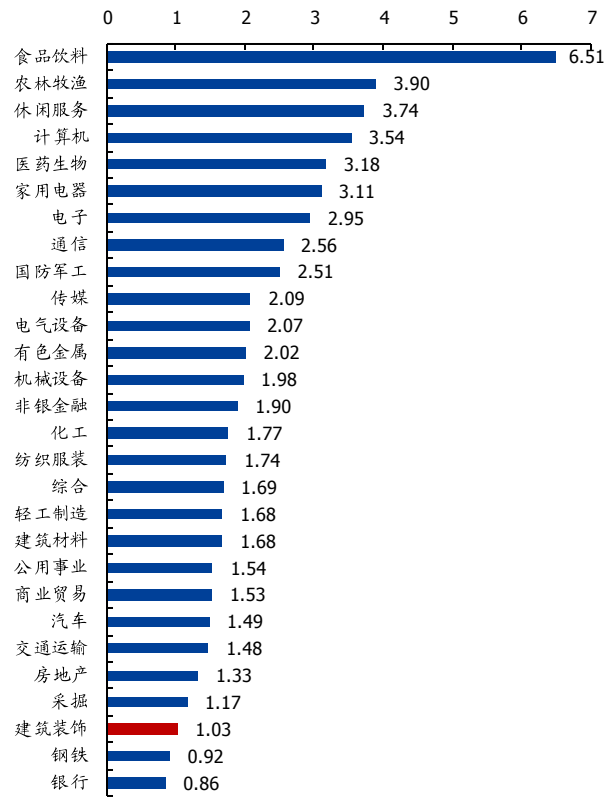
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 54: 各行业 PE 估值对比



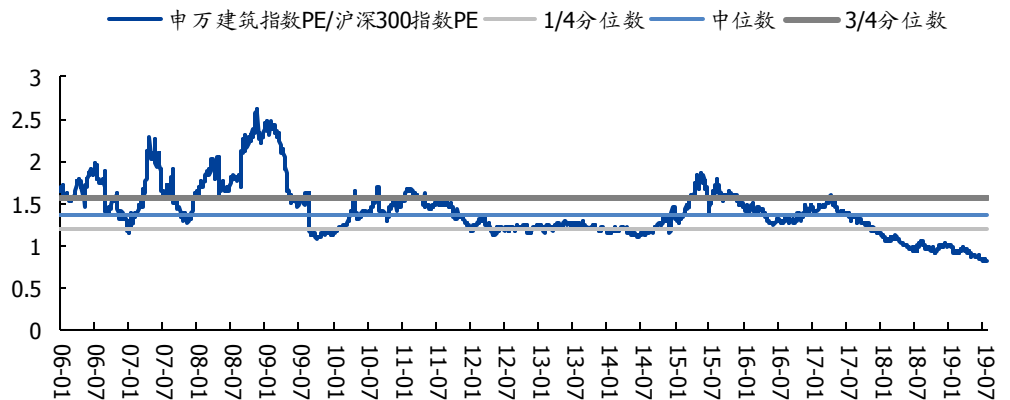
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 各行业 PB 估值对比



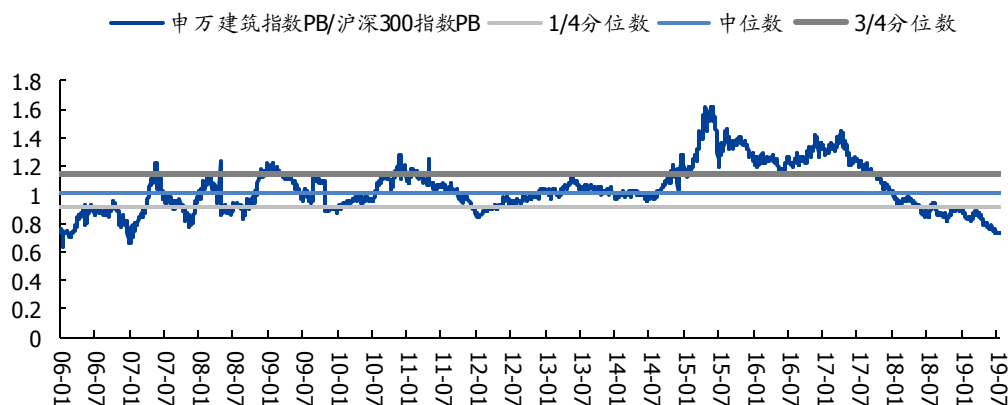
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 56: 申万建筑指数 PE/沪深 300 指数 PE



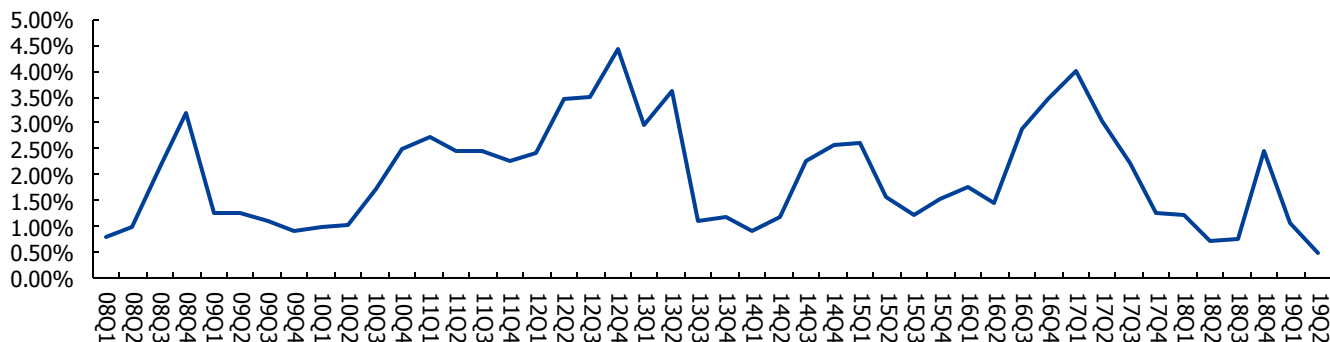
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 申万建筑指数PB/沪深300指数PB



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 历史各季度末基金对建筑板块持仓情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

模型假设的局限性、融资环境收紧、项目进展不达预期等。

(1) 模型假设的局限性

在我们的测算模型中, 将应收账款、存货(合同资产)、投资类项目相关资产、其他资产以及其他权益工具都进行了分析和调整, 以及对企业未来净资产增长率、折现年限、折现率等因素作了假设和局部简化处理, 其中调整和处理方式并非绝对合理, 也并非调整和处理的唯一方式, 采用不同的参数选择和处理可能会得到不同的估值结果, 投资者请务必注意到这一点。

(2) 融资环境收紧

年初至今货币表现出一定的宽松格局, 但如果后续社融数据快速下行, 融资环境持续恶化, 则对建筑公司项目的开展将产生不利影响, 并进一步造成建筑公司财务指标的波动。

(3) 项目进展不达预期

建筑公司项目执行持续受到业主资金、配套融资、天气、行业政策等各类因素的影响，若建筑公司订单执行进度不达预期，则可能不仅拖累建筑公司利润表增长，同时还会对建筑公司资产负债表和现金流量表产生负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com