

行业投资评级

**强大于市|维持**

个股表现



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	6040.90
52周内低	515.13
收盘点位	3113.68

研究所

分析师: 丁士涛  
 SAC 登记编号: S1340522090005  
 Email: dingshitao@cnpsec.com

研究助理: 刘依然  
 SAC 登记编号: S1340122090020  
 Email: liuyiran@cnpsec.com

## 重铸市场信心, 建筑央企估值有望修复

### ● 事项

11月21日证监会主席易会满在2022金融街年会上表示, 要深刻认识市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征, 深入研究成熟市场估值理论的适用场景, 把握好不同类型上市公司的估值逻辑, 探索建立具有中国特色的估值体系, 促进市场资源配置功能更好发挥。

### ● 观点

目前房地产景气度低迷, 投资者对地方政府的财政能力及建筑央企订单持续性存怀疑态度, 建筑装饰行业最新 PE 为 9.34、PB 为 0.88, 明显低于历史平均估值。截至 2022 年 Q3, 七大建筑央企市占率提升至 40%, 新签订单增速超过行业水平 15.2%。建筑央企具备优秀的盈利能力和抗风险能力, 估值修复空间有望持续释放。

### ● 投资建议

目前经济下行压力依然存在, 但政府拉动基建投资意愿明显强烈, 头部建筑央企项目优质, 回款能力和盈利能力优势显著, 以静态估值为参考, 当前市场价值被严重低估。在再融资放开和重构估值体系的双重利好下, 头部建筑央企估值有望迎来较大修复空间。建议关注: 中国建筑\*、中国能建\*、中国电建\*、中国交建\*、中国中铁\*。(标\*暂未覆盖)

### ● 风险提示

回款不达预期; 专项债申报进展不达预期; 国内疫情反复。

### 重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601668.SH	中国建筑	无	5.17	2290.00	1.35	1.51	4.03	3.61
601868.SH	中国能建	无	2.32	872.10	0.16	0.22	15.04	10.54
601669.SH	中国电建	无	7.07	1127.00	0.68	0.84	10.43	8.43
601800.SH	中国交建	无	7.09	1062.00	1.12	1.42	6.46	5.09
601186.SH	中国中铁	无	7.09	945.40	2.18	2.14	3.45	3.52

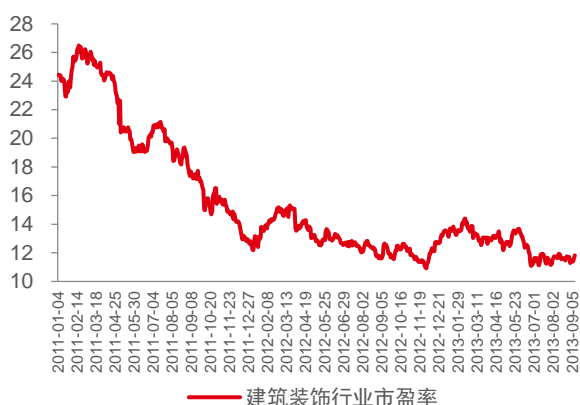
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

注: 股价为 2022 年 11 月 22 日收盘价, 未评级公司盈利预测来自 iFinD 一致预期

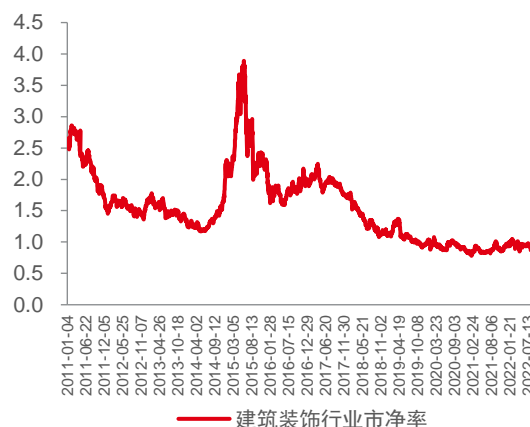
## 1 建筑行业估值正处于历史低位

不确定因素加大，板块估值处于低位。国内房地产行业景气度持续下行，2022年1-10月全国房地产开发投资11.39万亿元，YOY-8.8%；商品房销售面积11.12亿m<sup>2</sup>，YOY-22.3%；土地购置面积7432万m<sup>2</sup>，YOY-53.0%，土地成交价款6061亿元，YOY-46.9%。随着地产行业投资和销售数据的下滑，加之国内疫情反复不定，地方政府财政压力增大，导致投资者信心持续下滑，建筑行业估值已触及谷底。截至11月22日，建筑装饰行业市盈率为9.34，市净率为0.88，明显低于历史平均水平。

图表1：2011年至今建筑装饰行业PE水平



图表2：2011年至今建筑装饰行业PB水平

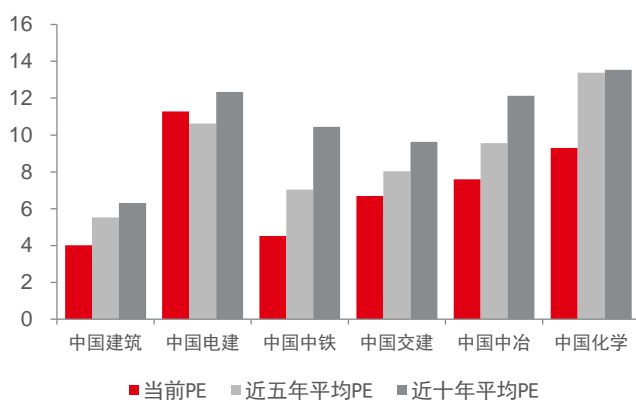


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

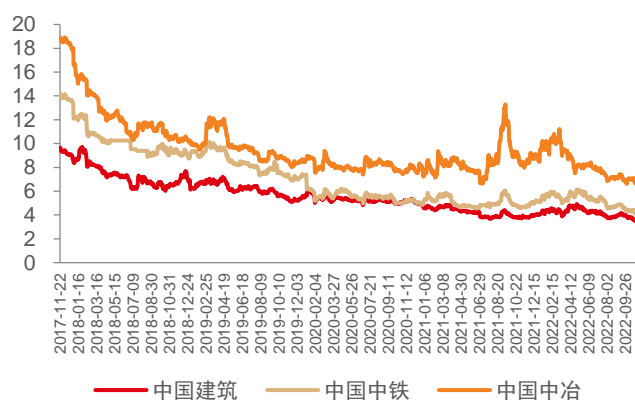
建筑类央企估值低于历史平均水平。我们以建筑类央企如中国建筑/中国电建/中国中铁/中国交建/中国中冶/中国化学作为参考，截至2022年11月22日收盘，市盈率分别为4.0/11.3/4.5/6.7/7.6/9.3，均低于近五年和近十年平均PE水平，当前建筑类央企估值已处于历史低位。

图表3：头部建筑企业不同阶段PE对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：近五年头部建筑企业PE走势



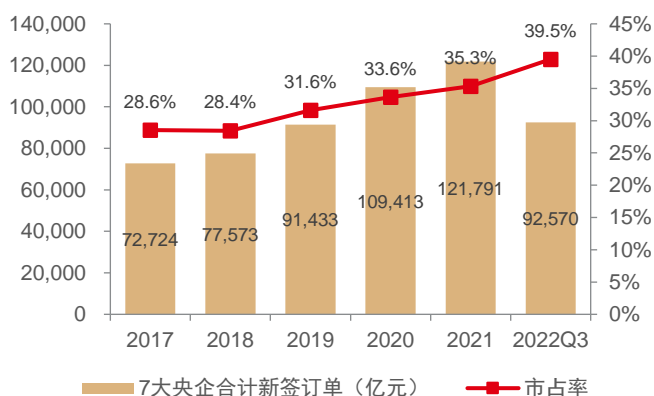
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2 建筑央企经营稳健，增长韧性持续

建筑类央企市占率不断提升，增速超过行业平均水平。截至 2022 年第三季度，国内 7 大央企市场占有率已上升至 39.5%，行业集中度不断提升；新签订单较上年同期增长 22%，超过行业增速 15.2%。

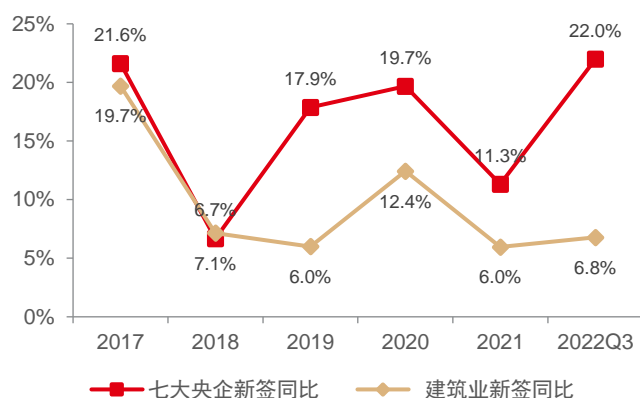
建筑央企经营能力优秀，抗风险能力强劲。以建筑行业央企/省属国企/地方国企/民营企业的代表公司中国建筑/山东路桥/宁波建工/成都路桥为例，截至 2022 年前三季度，应收账款周转天数分别 35/57/347/270 天，ROE 分别为 11.7%/10.3%/-3.2%/-1.3%，建筑央企营运水平和盈利能力优势明显。

图表5：七大央企新签订单金额及市占率



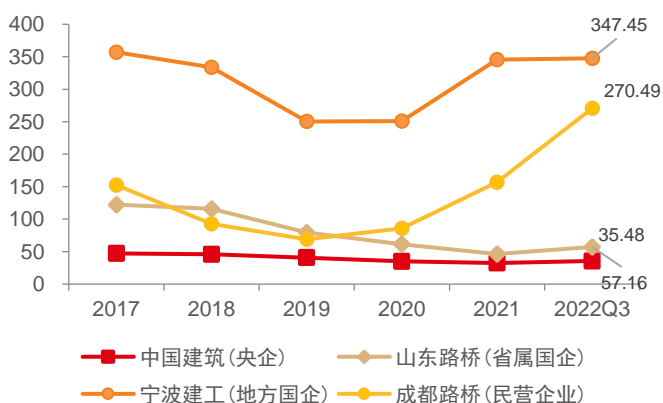
资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

图表6：七大央企与行业新签金额增速对比



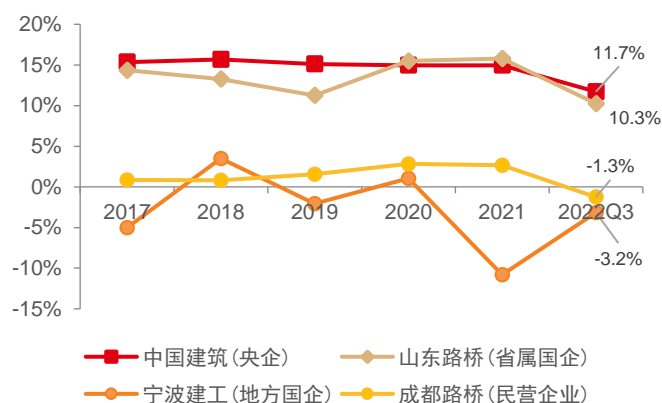
资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

图表7：2017-2022Q3 不同建筑企业应收账款周转天数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：2017-2022Q3 不同建筑企业 ROE

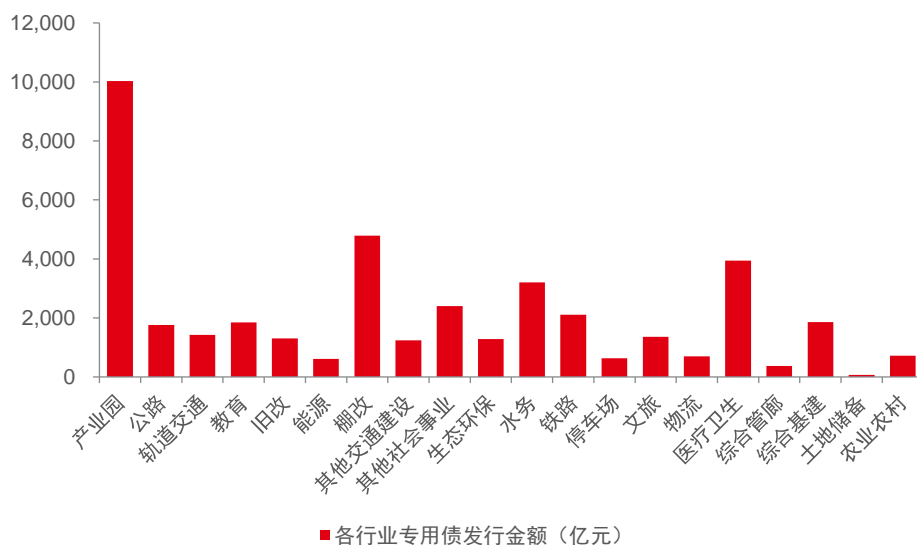


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

新基建背景下头部建筑央企融资优势明显。财政部在《关于申报 2022 年新增专项债券项目资金需求的通知》中明确提出 2022 年专项债券将重点投向交通基础设施、市政工程、产业园基础设施、保障性安居工程等领域。当前地方政府财政压力较大，通过传统土地拍卖加强基建投资的难度不断递增，各地转向通过申报专项债扶持建设工程。由于债券发行后的资金主要用于

公益性资本支出，因此地方借助大型公益项目（城市基建、水利水电等）申报专项债额度，对建筑央企融资形成实质性利好。

图表9：各行业专用债发行金额



资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

### 3 建筑央企估值空间有望得到系统性修复

**涉房企业股权再融资放开，建筑央企有望加强市值管理。**10月20日晚，证监会相关人士表示，在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。由于建筑央企基本都存在涉房业务，再融资放开有助于提升资金实力，对后期扩张带来实质性利好。但除了受地产政策约束外，再融资还受到PB=1的考核约束，预计建筑央企市值管理的积极性将得到加强。

**投资者认知有望重构，建筑央企估值空间有待修复。**11月21日证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上指出，要深入研究成熟市场估值理论的适用场景，亟需完善中国特色现代资本市场以更好服务国家战略，加快完善国有企业特点的估值方法，扭转当前大幅折价趋势。2022年房地产行业持续下行，投资者对地方政策财政能力存疑，对建筑企业订单增长的可持续性抱有悲观态度。抛开成长性因素，建筑企业静态估值均已探底，而“中字头”建筑央企市占率较高，经营能力稳健，具备良好的回款能力和盈利能力，抗风险能力更强，当前估值具有安全边际和良好性价比，在利好政策加持下有望迎来系统性修复，建议关注：中国建筑\*、中国能建\*、中国电建\*、中国交建\*、中国中铁\*。（标\*暂未覆盖）

### 4 风险提示

**建筑企业回款不达预期：**若下游房地产公司资金紧张，工程款支付延缓，建筑类央企回款或将受到影响；

**专项债申报进展不达预期：**申报项目未纳入当地重大项目规划，专项债额度下发延迟；

**疫情导致房地产行业恶化：**疫情反复影响房地产项目施工进度，基本面持续恶化。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。