

建筑行业周观点

再论中国特色估值体系与建筑板块的关系

超配

核心观点

建筑央企减值计提充分，资产质量有保障。但是若充分分析应收账款的结构，龙头建筑央企在手项目质量较高，回款能力更强，减值计提充分，其资产质量被严重低估。截止 2022 年底，中国建筑 3 年以上应收账款占比仅 4%，而应收账款总共计提了 10.8% 的减值准备，比较同业的话地方国企上海建工 3 年以上应收占 8.8%，计提 11%，账期更长，但只比中国建筑多计提了 0.2 个百分点，民企龙元建设 3 年以上应收账款占 30% 以上，只计提了 6% 的减值准备。再看他们三者的 PB，中国建筑是 0.68，上海建工 0.86，龙元建设 0.65，中国建筑 PB 小于上海建工和龙元建设相当。

国企改革驱动建筑央企争取更高的 ROE 水平。今年国务院国资委提出了“一利五率”考核指标的概念，从考核净利率改成考核 ROE，从考核营业收入利润率改为考核营业现金比率，即增强了对资产运用效率和现金流的考核。建筑企业的普遍采用高杠杆经营策略，国资委又要求资产负债率控制在 75% 以内，这就需要建筑企业重新权衡净利率和周转率，以实现更高的 ROE 考核目标。在中特估值体系下，考核指标将更加重视对股东利益的保护，建筑央企有望积极采取措施进行市值管理，采取更有利于股东的经营策略。

专项债：本周发行 320 亿元，年初至今已发行 9757 亿元。年初至今，地方专项债已发行 9757 亿元。过去一周，共发行专项债规模 320 亿元，环比上期减少 70%。投向领域方面，民生工程、城市更新、乡村振兴等领域占比明显提升。

城投债：单周净融资 715 亿元，2 月净融资累计同比+89%。2.6-3.12 城投债发行 2182 亿元，净融资 938 亿元。年初至今，城投债发行 1.19 万亿元，净融资 4471 亿元。2 月份以来城投债发行节奏持续加快，净融资规模持续为正。

建材价格：主要建材价格普遍上涨。本期主要建材价格均有所上涨，水泥、混凝土价格指数上涨 1.02 和 1.10 个点，螺纹钢价格上涨 76 元/吨，石油沥青价格上涨 43 元/吨。春季集中开工对主要建材均体现出较强的需求支撑，建材价格上涨趋势开始显现。

投资建议：建议积极布局建筑龙头。年后可以看到市场对今年需求端的投资力度或者财政力度的预期开始缓慢释放，叠加国企改革和一带一路催化，从现在看建筑板块尤其是建筑央企是非常好的配置时机。重点推荐**中国中铁、中国建筑、中国铁建、中国交建**。

风险提示：相关政策推进不及预期；重大项目审批进度不及预期；国企改革推进不及预期。

行业研究 · 行业周报

建筑装饰

超配 · 维持评级

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《建筑行业周观点-专项债限额和赤字率目标提升，后续政策力度仍值得期待》——2023-03-06

《建筑行业 2023 年 3 月投资策略-基建高景气，地产企稳复苏，建议积极布局建筑龙头》——2023-03-02

《建筑行业周观点-房建开工超预期，基建资金到位将更加前置》——2023-02-27

《建筑行业周观点-开工节奏加快，高景气可期》——2023-02-20

《建筑行业周观点-开工高峰在即，基建稳增长确定性再加强》——2023-02-13

内容目录

本周核心观点	4
再论中国特色估值体系与建筑板块的关系	4
专项债：本周发行 320 亿元，年初至今已发行 9757 亿元	5
城投债：单周净融资 715 亿元，2 月净融资累计同比+89%	5
建材价格：主要建材价格普遍上涨	6
市场表现回顾	7
板块：下跌 1.87%	7
个股：34%个股上涨	7
行业政策要闻	8
公司公告要闻	9

图表目录

图1： 房屋建设板块不同性质企业应收账款情况对比（单位：%）	4
图2： 历年专项债发行规模（单位：亿元）	5
图3： 过去一周专项债金额投向（单位：%）	5
图4： 周度城投债发行量和净融资规模整理（单位：亿元）	5
图5： 水泥价格指数（单位：点）	6
图6： 混凝土价格指数（单位：点）	6
图7： 螺纹钢价格（单位：元/吨）	6
图8： 石油沥青价格（单位：元/吨）	6
图9： 近半年建筑装饰板块与沪深 300 走势比较	7
图10： 近 1 周建筑装饰板块与沪深 300 走势比较	7
图11： A 股各行业过去一期涨跌排名（2023. 3. 6-2023. 3. 10）	7
图12： 涨跌幅前五个股	8
图13： 板块上涨、下跌及持平家数	8
表1： 近期行业政策一览（2023. 3. 6-2023. 3. 10）	8
表2： 近期公司公告一览（2023. 3. 6-2023. 3. 10）	9

本周核心观点

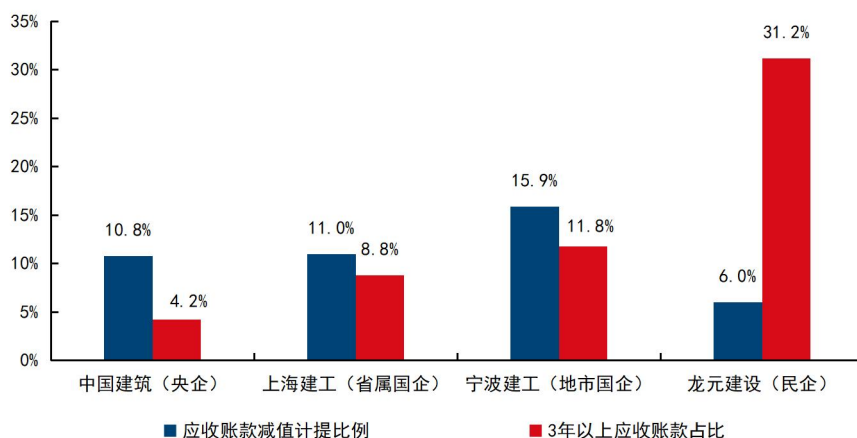
再论中国特色估值体系与建筑板块的关系

证监会主席易会满在 2022 年 11 月金融街论坛年会上提出：要加快完善契合国企等各类企业特点的估值方法，扭转国企在资本市场大幅“折价”趋势。随后上市建筑央企持续上涨，以市净率作为观测指标，中国建筑 PB 由 2022 年 11 月最低点 0.55 上升至 0.68，中国交建由 0.48 上修至 0.72，中国铁建由 0.51 上修至 0.64。但是目前主要建筑央企仍然处于较大幅度破净状态，建筑央企长期破净的原因可以从两个方面解读：

- ◆ 从 PB 的意义来讲，市场对建筑央企资产质量缺乏信心。受到地方政府债务和房地产风险的影响，建筑央企大多在 2020-2021 年计提了很多的信用减值损失，导致市场对其应收账款质量有所疑虑。
- ◆ 从 PB 的拆分来讲，ROE 是建筑央企 PB 估值的重要变量。我们把 PB 拆分为 $PE \times ROE$ ，PE 方面，建筑央企 PE 较低主要来源于对其规模增长不可持续的预期，城市化建设总体节奏放缓，未来建筑业零增长甚至负增长可能是难以避免的趋势。ROE 方面，建筑央企 ROE 普遍偏低，仅中国建筑 ROE 高于 10%。

建筑央企减值计提充分，资产质量有保障。但是若充分分析应收账款的结构，龙头建筑央企在手项目质量较高，回款能力更强，减值计提充分，其资产质量被严重低估。截止 2022 年底，中国建筑 3 年以上应收账款占比仅 4%，而应收账款总共计提了 10.8% 的减值准备，比较同业的话地方国企上海建工 3 年以上应收占 8.8%，计提 11%，账期更长，但只比中国建筑多计提了 0.2 个百分点，民企龙元建设 3 年以上应收账款占 30% 以上，只计提了 6% 的减值准备。再看他们三者的 PB，中国建筑是 0.68，上海建工 0.86，龙元建设 0.65，中国建筑 PB 小于上海建工和龙元建设相当。

图1：房屋建设板块不同性质企业应收账款情况对比（单位：%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

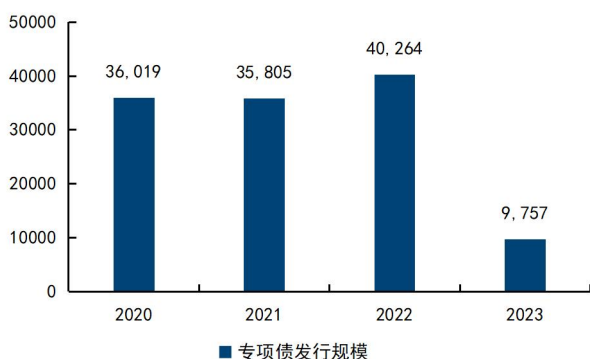
国企改革驱动建筑央企争取更高的 ROE 水平。今年国务院国资委提出了“一利五率”考核指标的概念，从考核净利率改成考核 ROE，从考核营业收入利润率改为考核营业现金比率，即增强了对资产运用效率和现金流的考核。建筑企业的普遍采用高杠杆经营策略，国资委又要求资产负债率控制在 75% 以内，这就需要建筑

企业重新权衡净利率和周转率，以实现更高的 ROE 考核目标。在中特估值体系下，考核指标将更加重视对股东利益的保护，建筑央企有望积极采取措施进行市值管理，采取更有利于股东的经营策略。

专项债：本周发行 320 亿元，年初至今已发行 9757 亿元

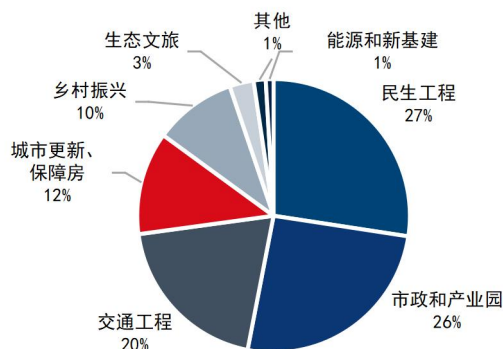
年初至今，地方专项债已发行 9757 亿元。过去一周，共发行专项债规模 320 亿元，环比上期减少 70%。投向领域方面，民生工程、城市更新、乡村振兴等领域占比明显提升。

图2：历年专项债发行规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图3：过去一周专项债金额投向（单位：%）

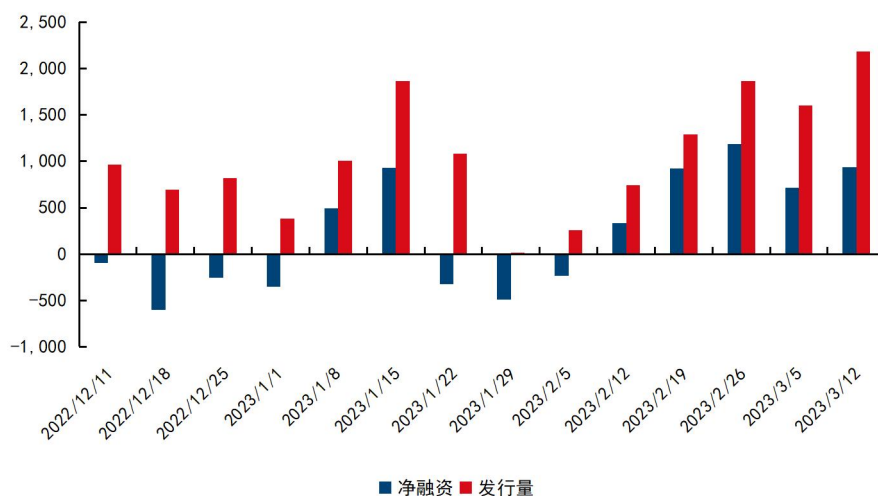


资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

城投债：单周净融资 715 亿元，2 月净融资累计同比+89%

2.6-3.12 城投债发行 2182 亿元，净融资 938 亿元。年初至今，城投债发行 1.19 万亿元，净融资 4471 亿元。2 月份以来城投债发行节奏持续加快，净融资规模持续为正。

图4：周度城投债发行量和净融资规模整理（单位：亿元）

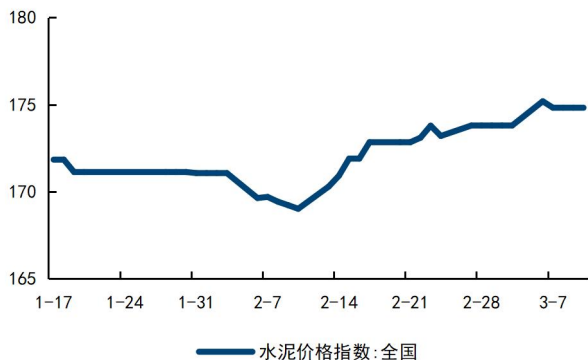


资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

建材价格：主要建材价格普遍上涨

本期主要建材价格均有所上涨，水泥、混凝土价格指数上涨 1.02 和 1.10 个点，螺纹钢价格上涨 76 元/吨，石油沥青价格上涨 43 元/吨。春季集中开工对主要建材均体现出较强的需求支撑，建材价格上涨趋势开始显现。

图5: 水泥价格指数（单位：点）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图6: 混凝土价格指数（单位：点）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图7: 螺纹钢价格（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图8: 石油沥青价格（单位：元/吨）



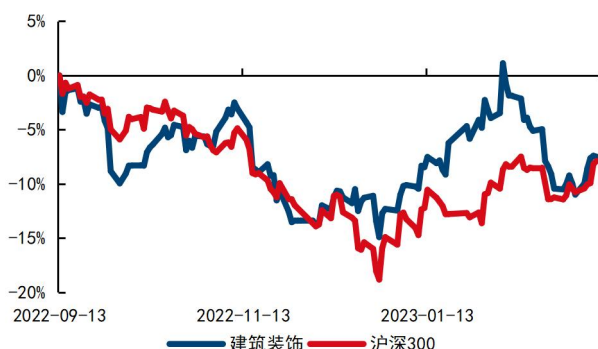
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

市场表现回顾

板块：下跌 1.87%

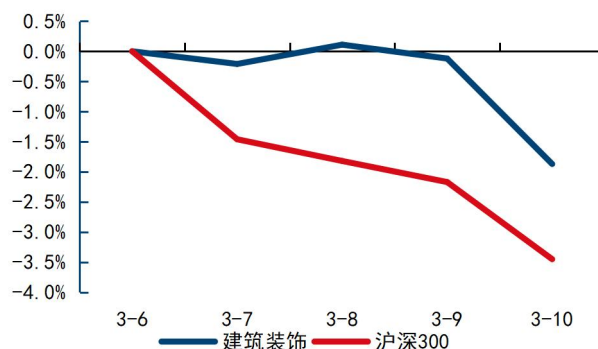
2023. 3. 6–2023. 3. 10 期间，沪深 300 指数下跌 3.45%，建筑装饰指数（申万）下跌 1.87%，建筑装饰板块跑赢沪深 300 指数 1.58 个百分点，位居所有行业第 10 位。近半年以来，沪深 300 指数下跌 3.50%，建筑装饰指数（申万）上涨 3.29%，建筑装饰板块跑赢沪深 300 指数 6.79 个百分点。

图9：近半年建筑装饰板块与沪深 300 走势比较



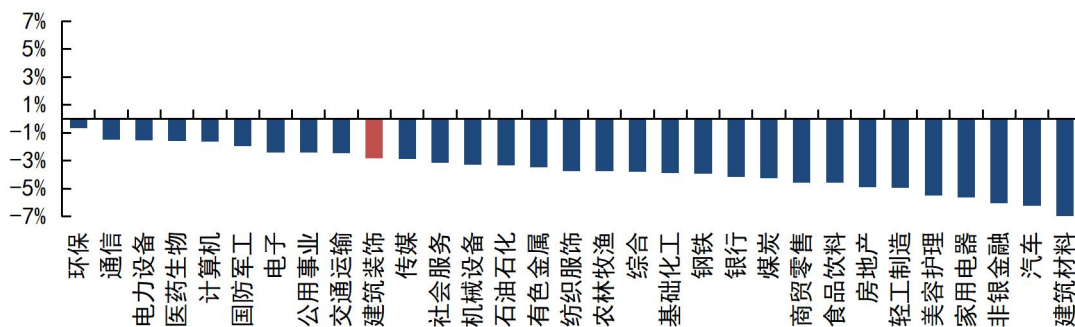
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：近 1 周建筑装饰板块与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：A 股各行业过去一期涨跌排名（2023. 3. 6–2023. 3. 10）

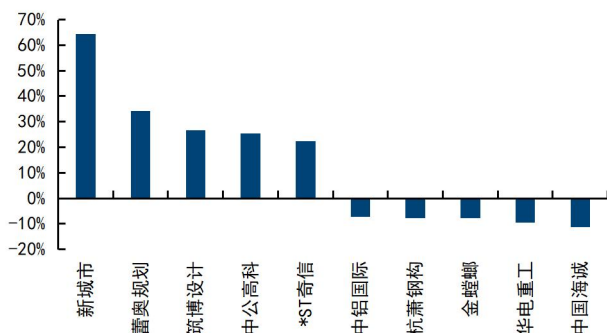


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

个股：34%个股上涨

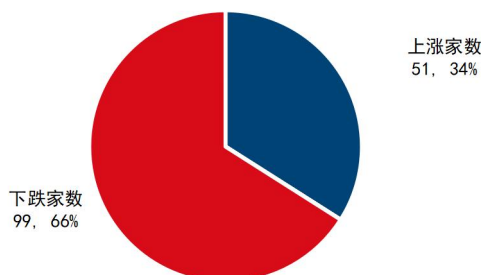
2023. 3. 6–2023. 3. 10 期间，51 只个股上涨，99 只个股下跌，占比分别为 34%、66%。涨跌幅居前 5 位的个股为：新城市（64.26%）、雷奥规划（34.25%）、筑博设计（26.60%）、中公高科（25.49%）、*ST 奇信（22.36%），居后 5 位的个股为：中铝国际（-7.37%）、杭萧钢构（-7.74%）、金螳螂（-7.82%）、华电重工（-9.60%）、中国海诚（-11.24%）。

图12: 涨跌幅前五个股



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 板块上涨、下跌及持平家数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业政策要闻

2023. 3. 6-2023. 3. 10 期间, 行业政策要闻主要包括以下内容: ①山东: 出台建筑防水工程技术施工标准。②云南: 2025 年城镇新建绿色建筑占比达 100%。③济南: 2023 年新增绿色建筑 1000 万平方米以上, 装配式建筑占新建建筑比例达到 50%。④深圳: 交通工程建设将推广装配式技术。⑤福建: 加快老区振兴发展 对口合作务实铺开。⑥全国人大代表黄毅: 建议出台一系列 REITs 基金支持政策

表1: 近期行业政策一览 (2023. 3. 6-2023. 3. 10)

序号	日期	涉及地区	政策/新闻	主要内容	部门
1	3. 7	山东	政策	山东省住房和城乡建设厅官方网站发布了《山东省建筑防水工程技术导则》, 该《导则》由青岛市建管中心主编, 3 月开始实施, 技术内容分为 8 大部分, 从防水材料、设计、施工、验收等方面做出了详细规定, 旨在切实做好房屋渗漏防治专项治理, 强化对防水工程的质量管控, 有效解决住宅渗漏常见质量问题, 全面提升我省建筑工程质量水平。	山东省住建厅
2	3. 8	云南	政策	云南省人民政府办公厅发布通知称, 《云南省深化质量提升三年行动方案(2023—2025 年)》(以下简称《方案》)已经省人民政府同意。《方案》中提出, 到 2025 年, 云南城镇新建建筑绿色建筑占比达到 100%。《方案》中的总体要求为, 到 2025 年, 云南新产品、新业态蓬勃发展, 产品、工程、服务质量水平显著改善, 制造业产品质量合格率提高到 96%, 食品安全评价性抽检合格率保持在 98. 5%以上, 工程质量抽查符合率不断提高。	云南省人民政府
3	3. 8	济南	新闻	济南市委市政府召开“凝心聚力抓项目 蓄势赋能促发展”主题系列新闻发布会的第 15 场, 围绕济南住建系统“锚定‘项目突破年’ 凝心聚力抓落实”的有关情况展开介绍。目前, 新增绿色建筑 1000 万平方米以上, 太阳能建筑应用面积 600 万平方米以上, 新开工装配式建筑 700 万平方米以上, 新开工装配式建筑占新建建筑比例达到 50%。”	济南市委市政府
4	3. 9	深圳	政策	深圳在交通基础设施建设中, 将大力推进四新技术、BIM 技术、建筑工业化、绿色建造、智慧工地等智慧应用。其中, 在装配式技术应用方面, 到 2025 年, 我市桥梁上部结构装配率不低于 65%、下部结构装配率不低于 45%。	深圳市交通运输局
5	3. 10	福建	政策	中共福建省委宣传部“稳经济 促发展”系列主题新闻发布会继续召开, 介绍了福建乡村振兴和老区苏区振兴发展的成效和规划。福建是全国著名的革命老区, 2022 年全省老区苏区 GDP 达到 3. 69 万亿元, 是 2012 年的 2. 56 倍; 人均 GDP 达到 11 万元, 是 2012 年的 2. 35 倍。	中共福建省委宣传部
6	3. 10	全国	新闻	黄毅表示, 建议从国家层面出台一系列对 REITs 基金的支持政策, 通	全国人大代表黄毅

过政策引导其支持基础设施建设、降低融资成本、支持实体经济高质量发展,同时为广大投资者提供更好的投资渠道。建议出台更加完善的支持政策,扩大 REITs 的适用范围。推动公募基础设施 REITs 参与到更多基础设施建设项目,如产业园区、物流园区、保障性住房、新能源、水利工程、新基建,甚至住宅、工业用房等。

资料来源:各地政府官网、国信证券经济研究所整理

公司公告要闻

2023.3.6-2023.3.10 期间,公司公告要闻主要包括以下内容:公司公告要闻主要包括以下内容:①永福股份:关于签订日常经营重大合同的公告。②利柏特:关于签订重大合同的进展公告。③浦东建设:浦东建设 2022 年度业绩快报公告。④正平股份:正平股份项目中标公告。⑤节能铁汉:关于签订《湖北省黄冈市英山县白莲河源头生态产品价值实现 EPC 总承包项目总承包合同》的公告。⑥圣晖集成:圣晖集成关于签订日常经营合同的公告。

表2: 近期公司公告一览 (2023.3.6-2023.3.10)

日期	公司	主要内容
3.6	永福股份	2023 年 1 月,公司与国家电网有限公司签订了《输变电工程勘察设计合同》,合同金额为人民币 2,478 万元(含税,最终以结算金额为准)。近日,公司收到与国家电网有限公司签订的《可行性研究委托合同》,合同金额为人民币 679 万元(含税)。
3.6	利柏特	近日,公司及利柏特建设分别与中国寰球签订了《PAR 模块合同》及《土建安装综合工程 B 标段施工承包合同》 合同类型:模块建造合同、工程施工合同。 合同金额:合同一合同金额为人民币 2 亿至 2.5 亿元(最终以竣工结算数额为准)、合同二合同金额为人民币 4 亿至 4.5 亿元(最终以竣工结算数额为准)。 合同履行期限:合同一履行期限约 18 个月、合同二履行期限约 27 个月。
3.7	浦东建设	2022 年度,公司完成合并营业收入为 1,408,428.68 万元,较上年同期增加 268,950.07 万元,增长 23.60%;实现利润总额 59,546.56 万元,较上年同期增加 3,713.88 万元,同比增长 6.65%;实现归属于上市公司股东的净利润 56,754.21 万元,较上年同期增加 3,269.60 万元,同比增长 6.11%。
3.8	正平股份	正平路桥建设股份有限公司及控股子公司贵州水利实业有限公司中标四项工程,中标合同价合计 310,416,110.42 元,约占公司 2021 年经审计营业收入的 6.06% 1、海北州门源县花都路浩门河大桥建设项目标段一施工 该项目计划工期 575 日历天,中标合同价为 104,220,372.29 元,约占公司 2021 年经审计营业收入的 2.03%。 2、贵州省黔南州贵定县骨干水网联通工程项目 C2 标段施工 1 该项目计划工期 730 日历天,中标合同价为 180,681,918.67 元,约占公司 2021 年经审计营业收入的 3.53%。 3、务川县泥溪镇新舞沟重点山洪沟防治工程施工 该项目计划工期 300 日历天,中标合同价为 15,098,247.09 元,约占公司 2021 年经审计营业收入的 0.29%。 4、息烽县两岔河水库“三通一平”及导流隧洞工程施工标 该项目计划工期 150 日历天,中标合同价为 10,415,572.37 万元,约占公司 2021 年经审计营业收入的 0.20%。
3.9	节能铁汉	中节能铁汉生态环境股份有限公司与公司全资子公司铁汉生态建设有限公司组成的投标联合体为“湖北省黄冈市英山县白莲河源头生态产品价值实现 EPC 总承包项目”的中标单位。项目名称:湖北省黄冈市英山县白莲河源头生态产品价值实现 EPC 总承包项目。签约合同价:10,054.8760 万元。计划工期:320 日历天。
3.10	圣晖集成	公司于 2022 年 6 月 15 日与客户、总承包方签订《合同》。近日,经三方友好协商,总承包方与圣晖集成就《合同》事项签订《补充协议》 合同类型:日常经营性合同。合同总金额:合计人民币 343,069,580.00 元(含 9%增值税)。

资料来源:各公司网站、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032