



证券研究报告
(优于大市, 维持)

《建筑行业研究方法探讨》

杜市伟 (建筑工程行业首席分析师)

SAC 号码: S0850516080010

2018年7月18日

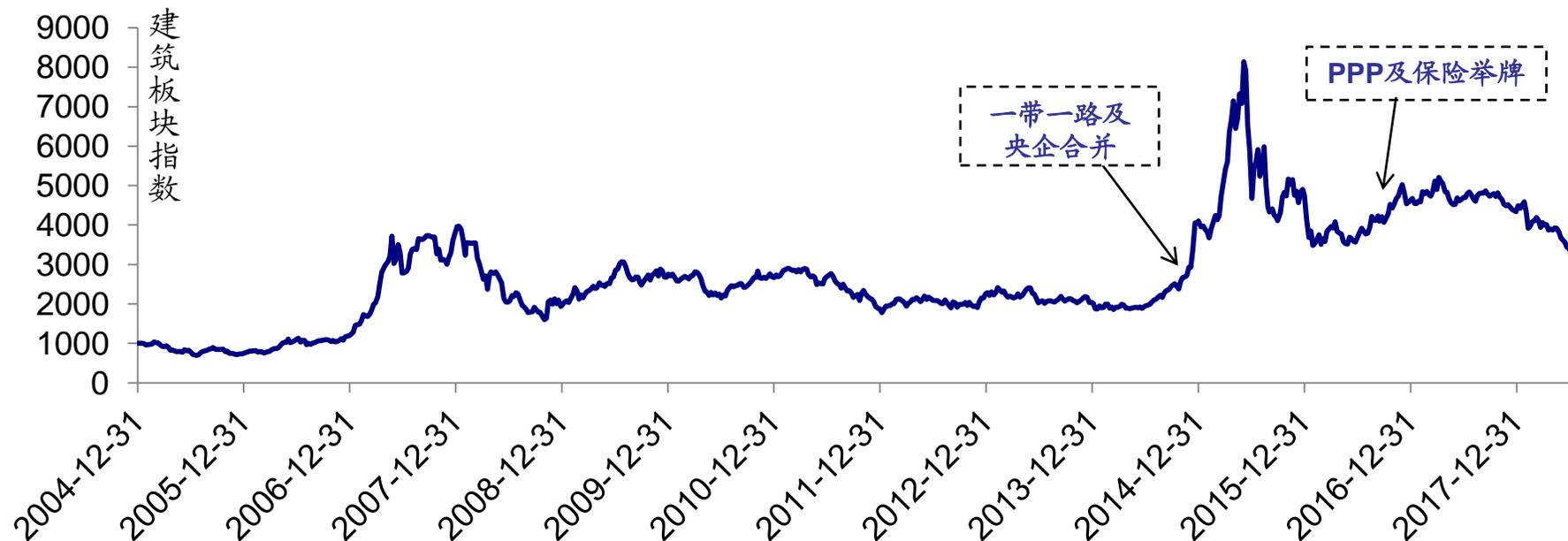
看历史：能记住的“行情”

2012年-2013年：铁路投资恢复性增长

2014年-2015年：“一带一路”及“央企合并”

2016H2：PPP和保险举牌

图：建筑板块历史行情



看历史：能记住的“逻辑”

“大行业、小公司”

“在手资金”和大订单

“稳增长”

“订单保障倍数”

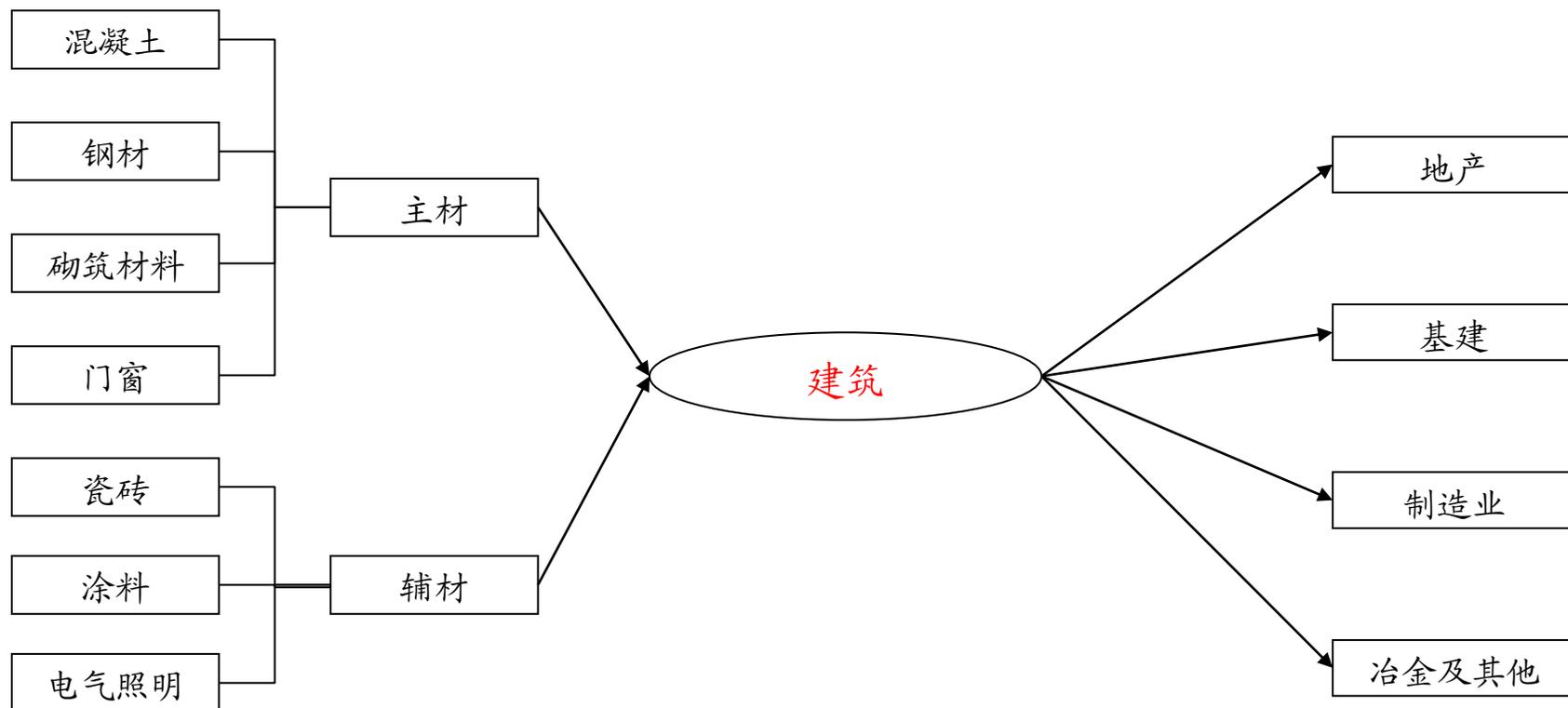
困惑1: 业绩靠“猜”: 按照工程进度确认收入

困惑2: 估值靠“拍”

结论: 赚钱靠“命”?

1. 上游竞争充分，下游是关键
2. 行业：分类、特征、业务模式
3. 公司：订单业绩、现金流及研究框架
4. 估值：方法、寻找投资机会
5. 未来机会判断及PPP看法
6. 数据来源和参考资料

建筑行业是各产业落地的重要载体，是需求判断的重要观测对象



上游及成本分析: 竞争相对充分、价格相对透明、成本加成定价模式

开口合同&闭口合同: 关乎成本转嫁, 降低原材料价格波动风险

图: 东方园林2017年工程业务成本结构

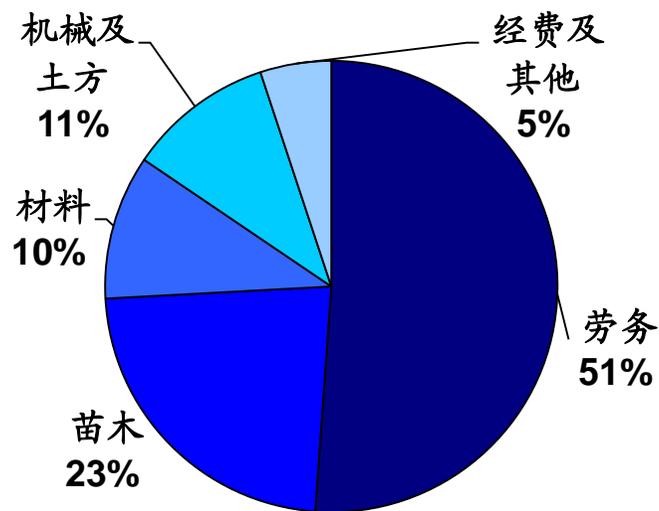
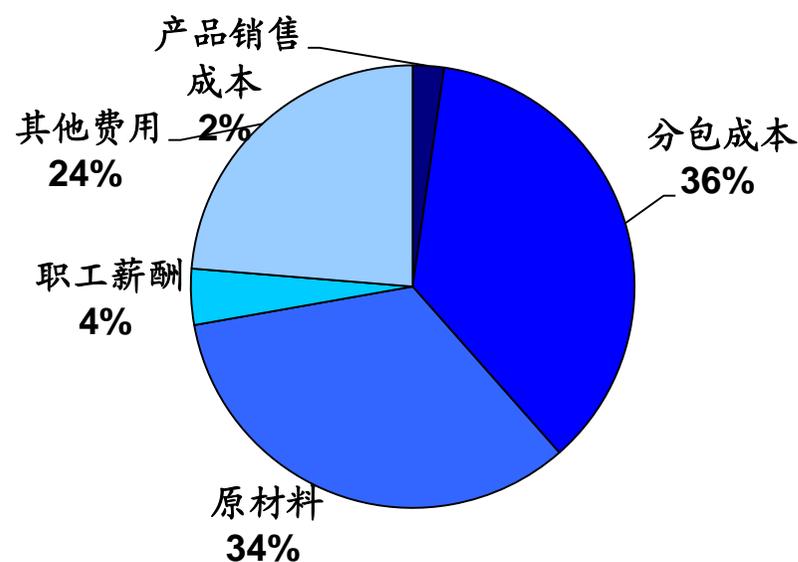
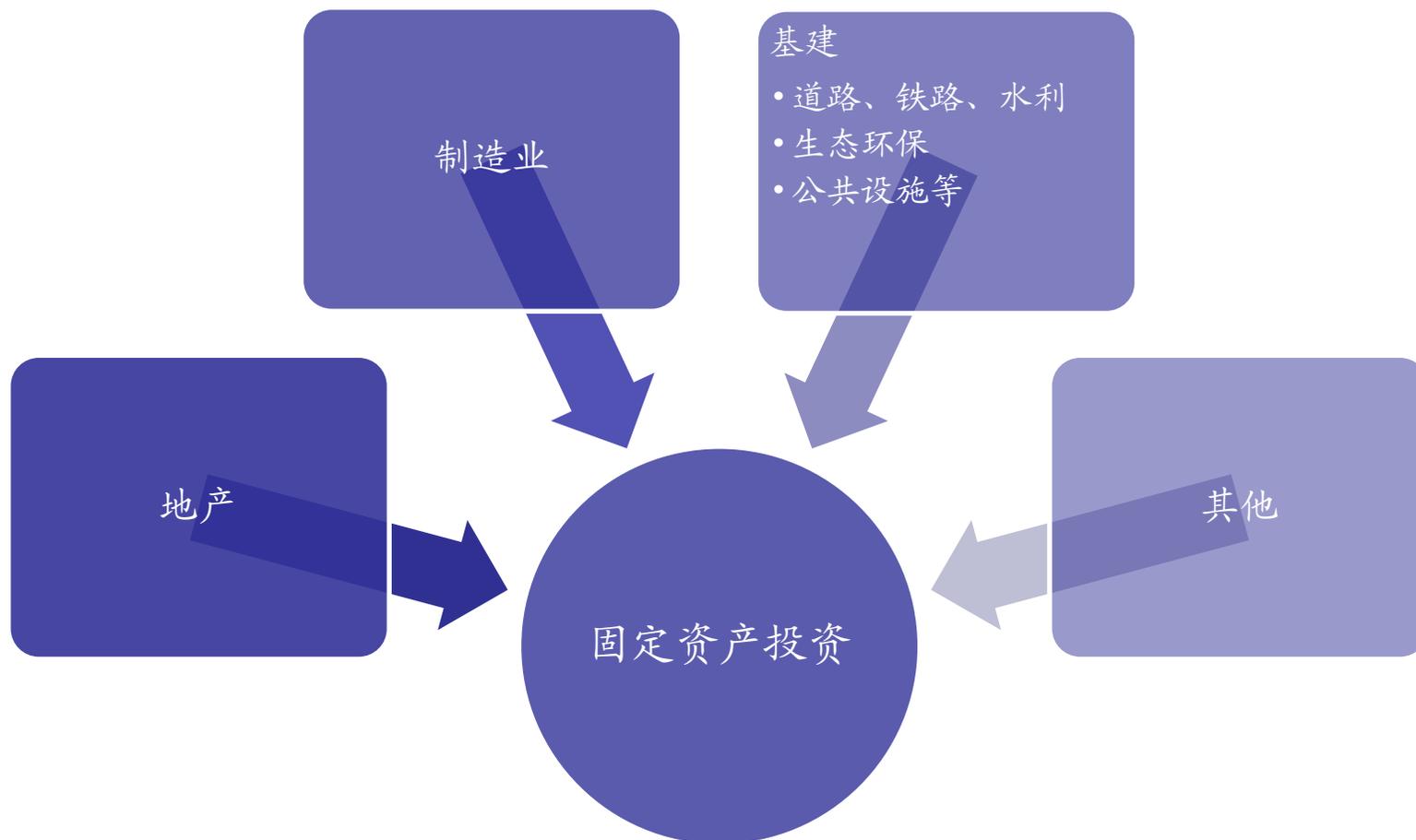


图: 中国建筑2017年房建业务成本结构



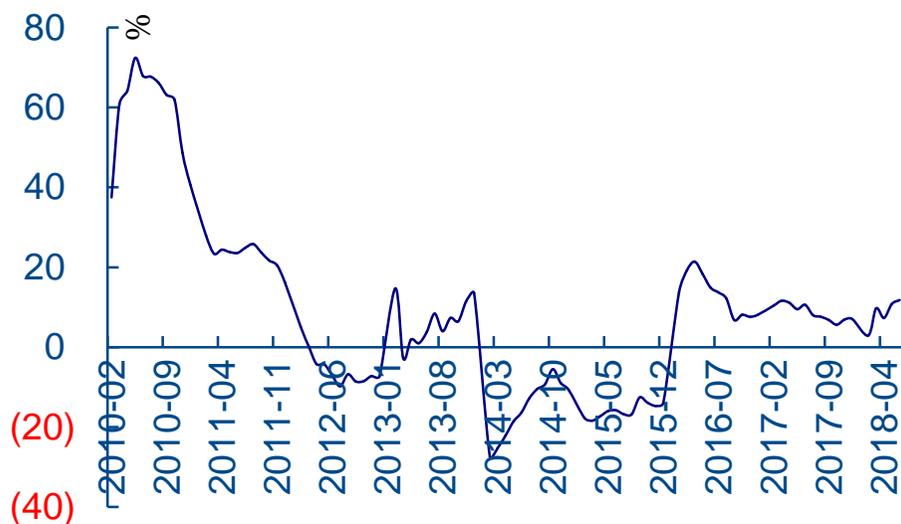
国家统计局数据显示，2017年投资:基建投资、地产投资、制造业投分别占27.4%、22.1%、30.7%; 三者占80.2%



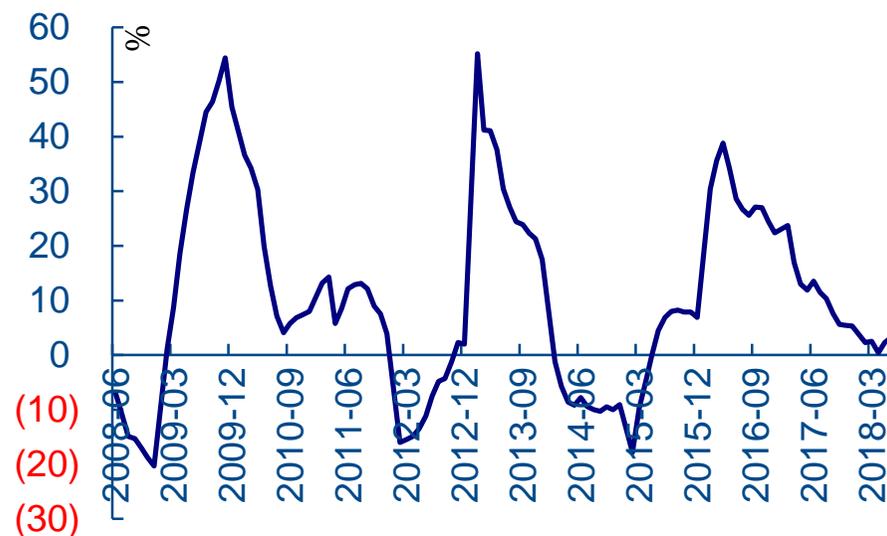
地产行业：地产政策、土地购置、销售、库存、新开工

各类型：住宅、办公楼、商业

图：2018H1地产新开工面积同比增长11.8%



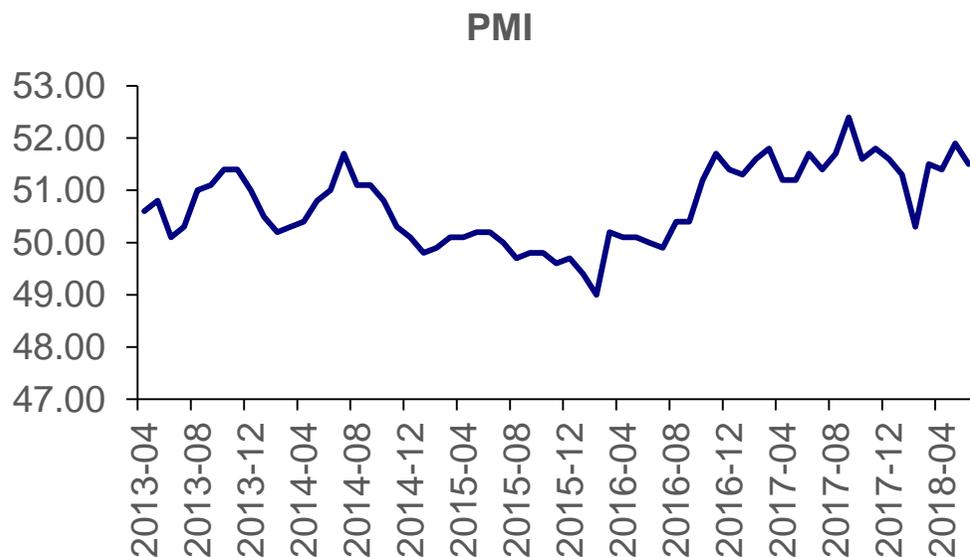
图：2018H1地产销售面积增速同比增长3.3%



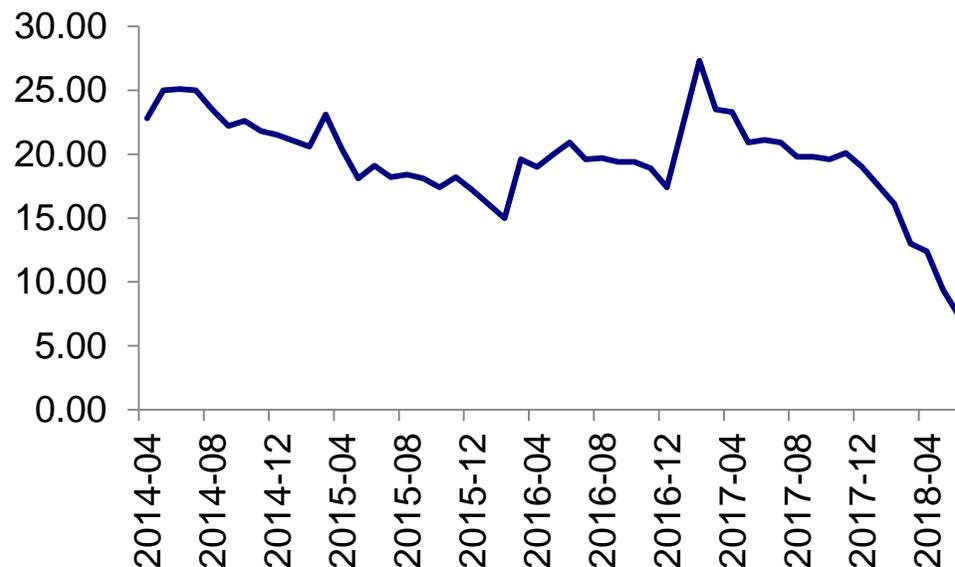
制造业: PMI、周期判断

基建: 政策、资金来源（地方债务、PPP落地等）

图：PMI显示制造业景气度（%）



图：基建逆周期特征：基建增速（%）



1. 上游竞争充分，下游是关键
2. 行业：分类、特征、业务模式
3. 公司：订单业绩、现金流及研究框架
4. 估值：方法、寻找投资机会
5. 未来机会判断及PPP看法
6. 数据来源和参考资料

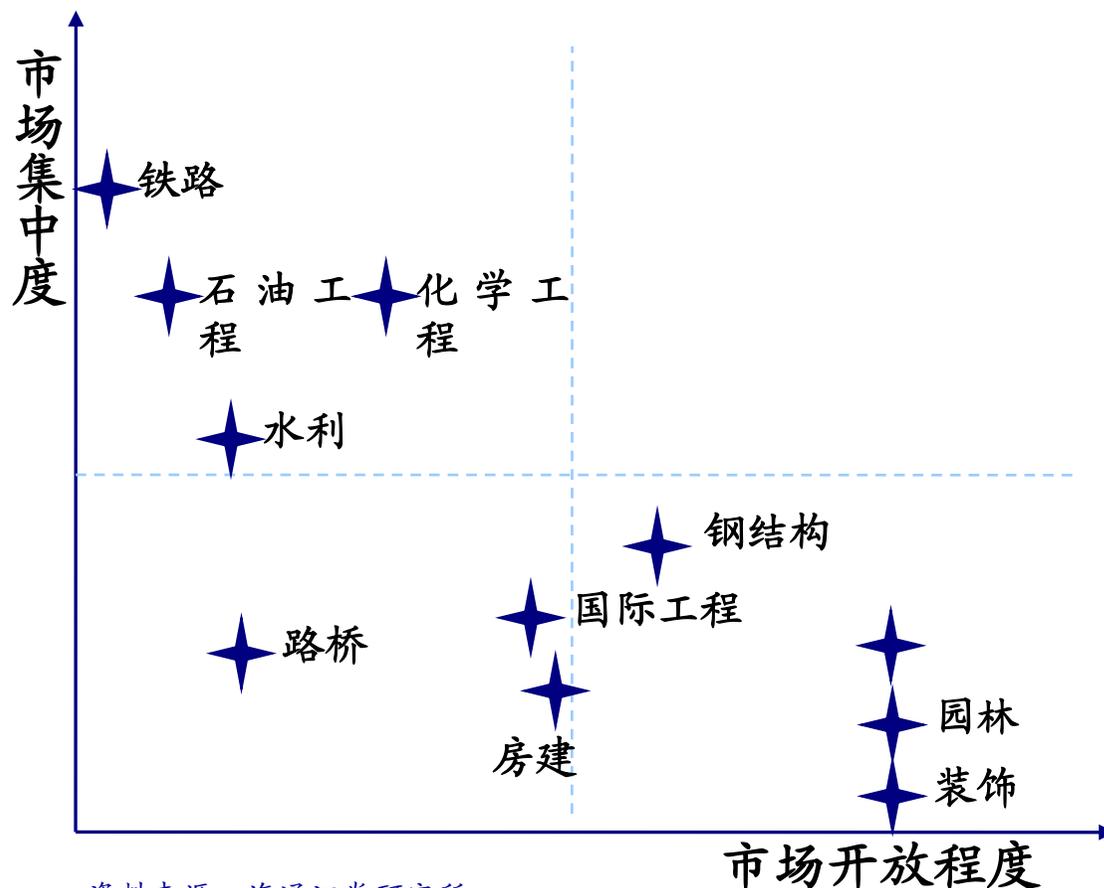
按照业务分类：房建、装饰、园林、钢结构、专业工程、国际工程、工程咨询等。

按照主题分类：一带一路、国企改革、PPP、绿色建筑、水利等。

按照性质分类：央企、地方国企、民营企业

（融资及订单承接优势）

图：建筑子行业的市场集中度和市场开放程度



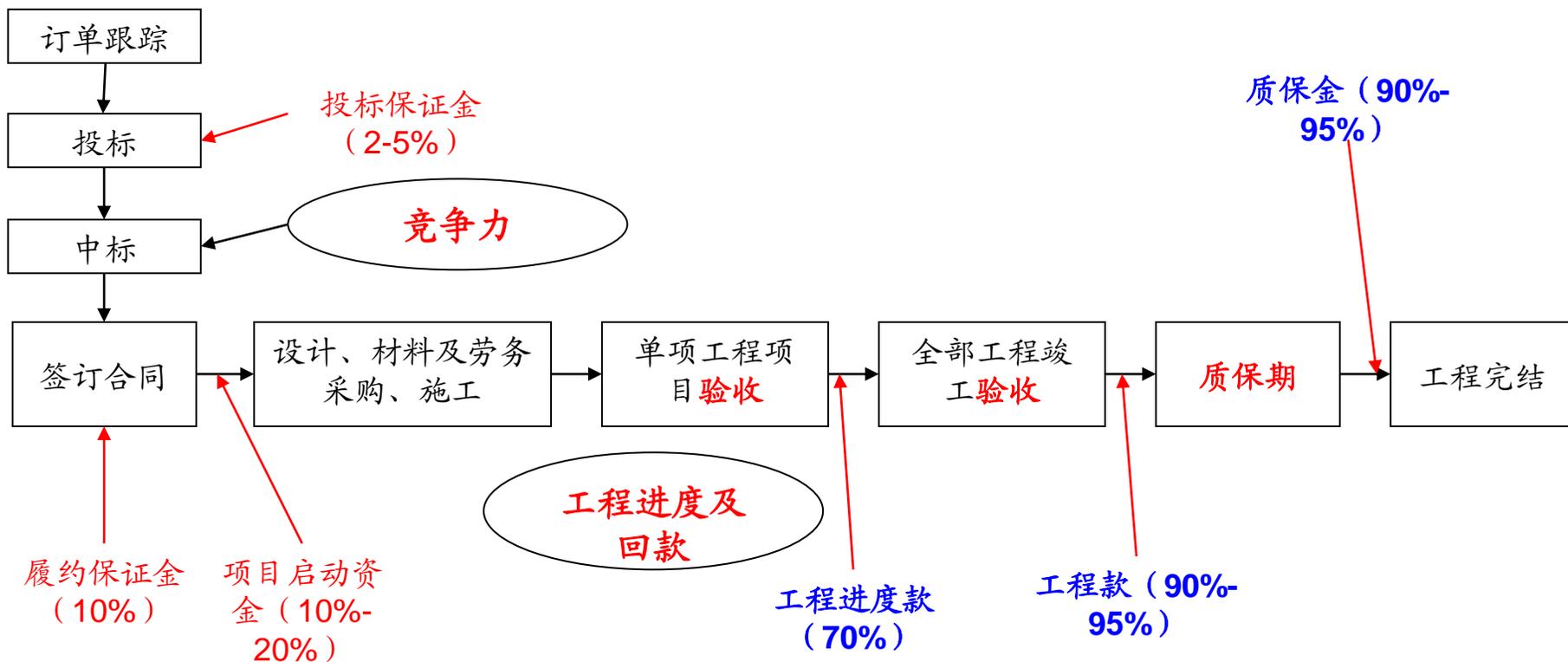
资料来源：海通证券研究所

竞争特征：低集中度（规模效应不突出、区域壁垒）、供给弹性大、轻资产

财务特征：按工程进度确认收入、高杠杆推升ROE、现金流相对较差

2017年建筑板块整体净利率在全市场中排名24/29，但ROE（摊薄、整体）排9/29，其主要原因是行业杠杆率较高，资产负债率在全市场排4/29，资产周转排10/29。

投资特征：长期逻辑短期化



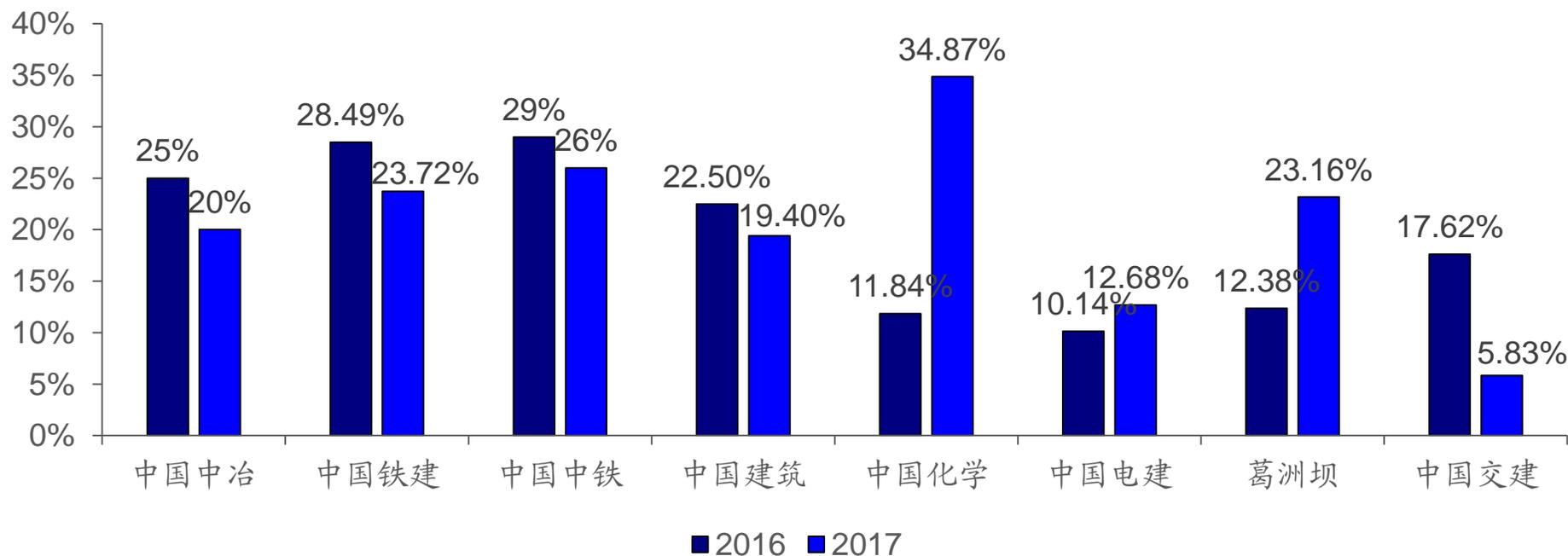
1. 上游竞争充分，下游是关键
2. 行业：分类、特征、业务模式
3. 公司：订单业绩、现金流及研究框架
4. 估值：方法、寻找投资机会
5. 未来机会判断及PPP看法
6. 数据来源和参考资料

业务竞争力: 资质、品牌、工程经验、资金及其他资源

订单业绩转化: 工期、施工进度

“订单保障倍数”幻觉

图：部分建筑企业订单增速



- 业绩增长来源

- 合同（存量合同量、新签合同量、合同转化收入）
- 毛利率（价格/成本）
- 费用率（管理能力提升）
- 业务结构改善

- 业绩预测的主要假设

- 合同（存量合同、新签合同及合同转化率）-收入
- 毛利率（分项分析合同报价及成本变化）
- 费用率（营业费用率、管理费用率）

资金占用

- 保证金;
- 结算进度占款; “存货+应收账款”
- “预付账款-预收账款”
- 质保金

现金流与利润表

用现金流来换利润比较普遍

- 业务量变化：新签合同量、未完成合同量及构成
- 业务结构：收入来源构成、业务链构成
- 竞争优势：专业化、一体化、差异化、内部管理
- 发展战略：清晰、契合公司文化、符合行业发展之特点（管理层分析）
- 内部管理：成本费用控制是否得力、资产营运效率是否领先
- 增长驱动力：规模扩张、景气提升、产业链一体化、管理提升

- 总体研究方法：自上而下与自下而上相结合

- 自上而下，把握行业周期发展趋势和影响因素是决定行业投资的重要因素
- 自下而上，分析具体公司的业务结构、管理能力、营销能力、跟踪合同

- 小公司倾向于自下而上、大公司倾向自上而下

- 个性化较强的特点导致行业主要采用“自下而上”的研究方法
- 较为分散的行业自下而上分析较为有效
- 较为集中的行业，受益主体也集中，适合自上而下

1. 上游竞争充分，下游是关键
2. 行业：分类、特征、业务模式
3. 公司：订单业绩、现金流及研究框架
4. 估值：方法、寻找投资机会
5. 未来机会判断及PPP看法
6. 数据来源和参考资料

- 估值方法—综合使用多种方法，相互验证

- P/E法：最常用的建筑相对估值方法，方便，弊端在于受主观可比样本及市场影响较大
- P/B法：适用周期性较强的行业，但对账面价值变化反映不足；

- 合理估值水平（横向及纵向对比）

- **P/E法**

- 横向对比：2018年7月17日PE（TTM）国内11.0倍，国际13倍
- 纵向对比：国内建筑股PE（TTM）低谷时7.9倍，高峰时达33倍。

- **P/B法**

- 横向对比：2018年7月17日PB（算术平均）国内3倍，国际2倍
- 纵向对比：PB（算术平均）在2.42-9.1倍间波动

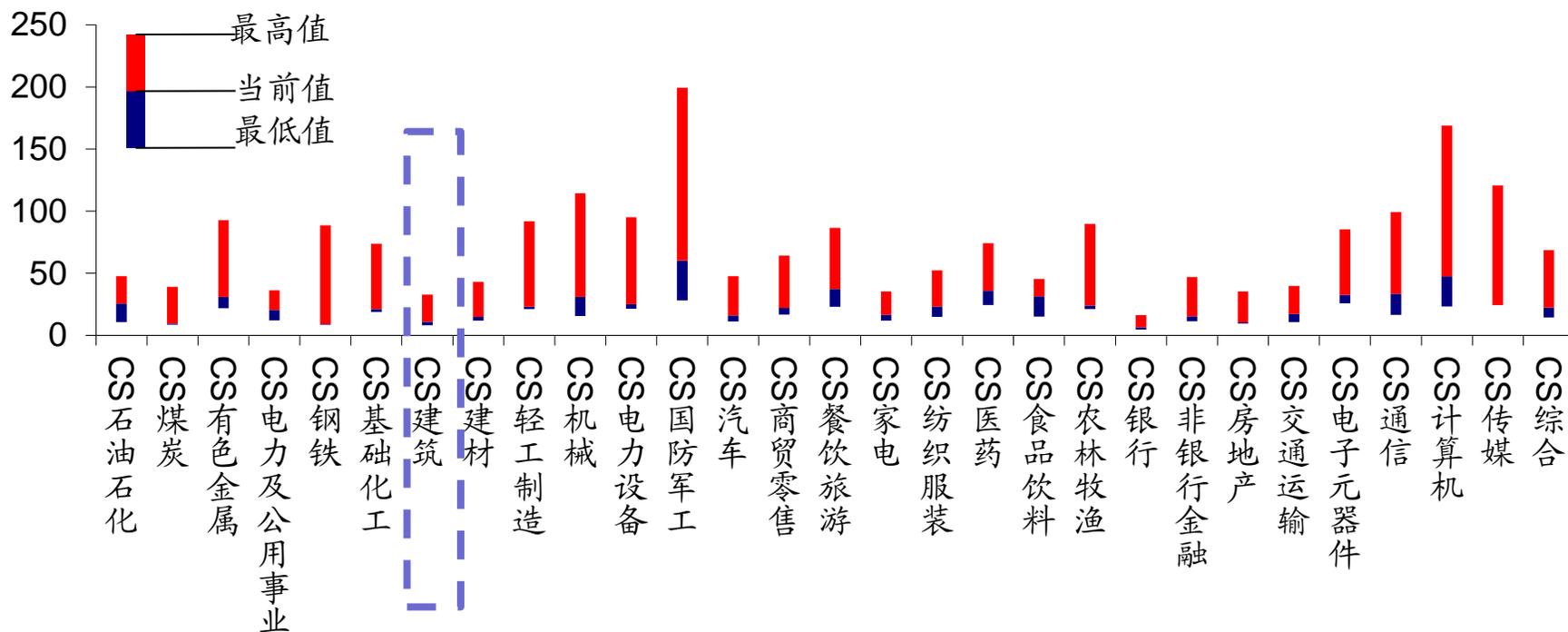
- **历史维度**

估值——长期逻辑重要、历史维度被低估

估值：反映市场对未来预期、主导因素拐点判断估值顶与底

目前（2018年7月17日）板块估值PE（TTM）11.0倍：对投资长期趋势不乐观，成长逻辑不顺

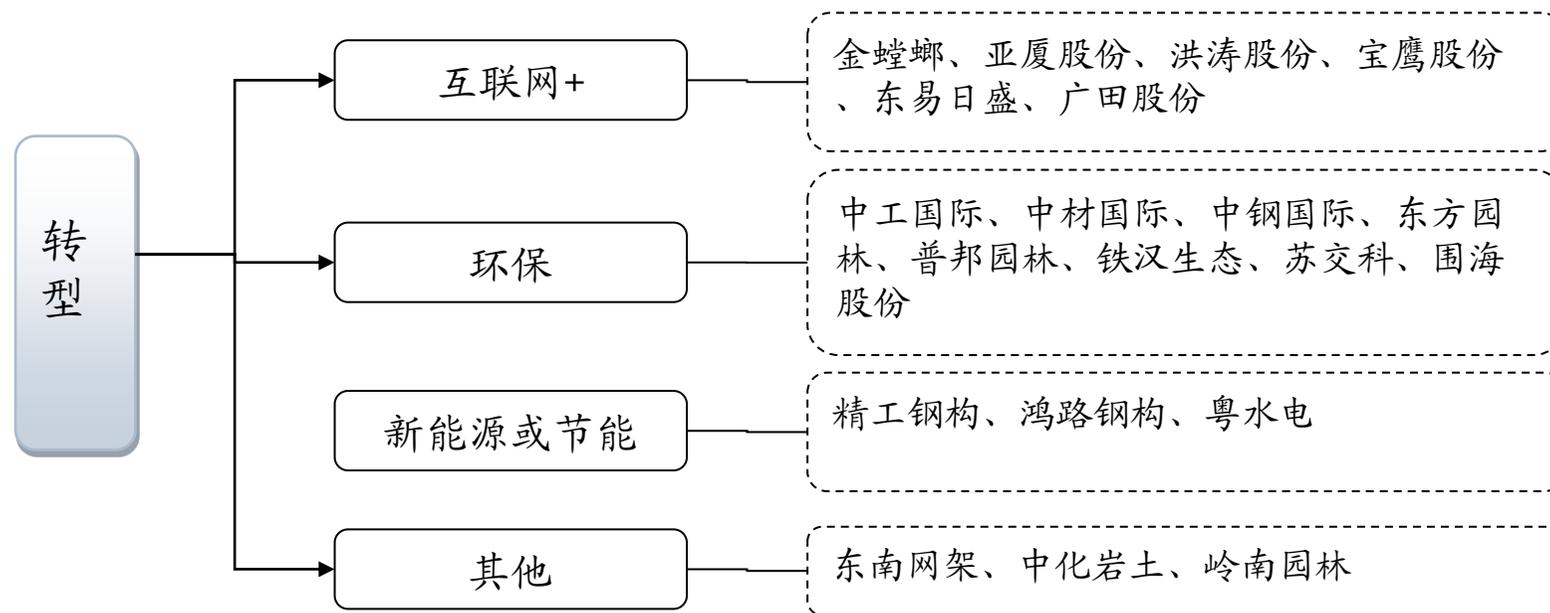
图：2010年以来A股29个行业估值水平（历史TTM，整体法，倍）



两类投资机会:

低估值基础上的板块轮动、牛市带来的估值提升机会

个股主动或被动转型带来的业绩、估值提升机会



1. 上游竞争充分，下游是关键
2. 行业：分类、特征、业务模式
3. 公司：订单业绩、现金流及研究框架
4. 估值：方法、寻找投资机会
5. 未来机会判断及**PPP**看法
6. 数据来源和参考资料

我们认为60%的城镇化率决定了总量增速下滑是必然趋势，但依然有增长空间。

PPP进入规范化阶段后，行业订单大概率会出现1-2年左右下滑周期。因此结构性、阶段性是未来建筑板块投资机会的关键词，具体来说：

1) 产业结构优化意味着投资结构变化，大趋势下的细分领域机会。

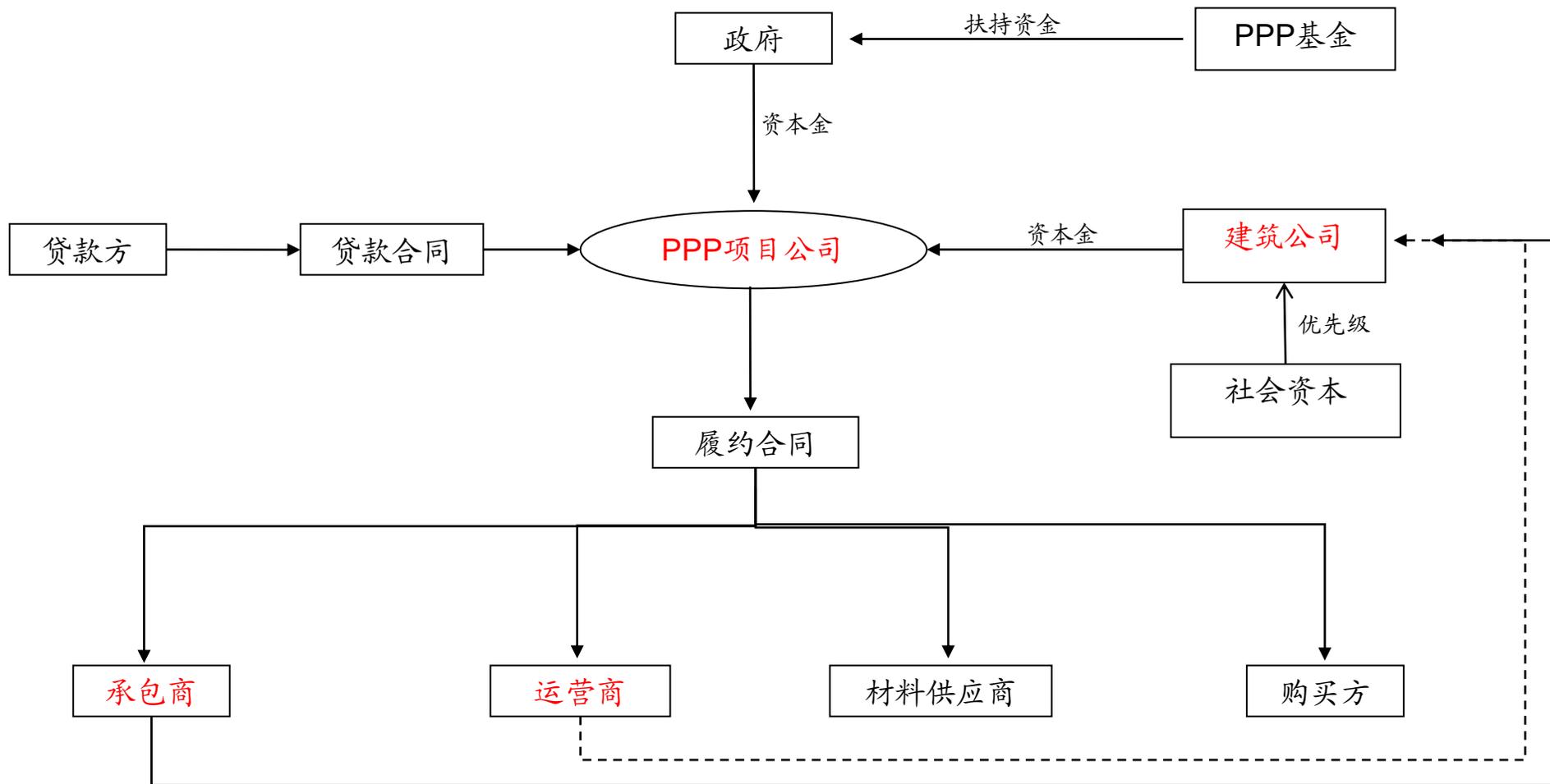
比如展示领域、家装领域、国际工程、生态环保等。

2) 阶段性货币放松或财政扩张带来的“小周期”机会。

如果发生，基建设计、PPP或成为率先反弹板块。

3) 集中度提升的投资机会。

资金或成重要触发因素。



本质：提高产品供给效率、改善投融资机制的金融产品

三大特征

- 1、单体项目规模大、订单周期长
- 2、从协议签署到贡献业绩周期长
- 3、交易结构对项目收益率及风险影响较大

• PPP的三个关键竞争要素

金融产品设计、融资及风险控制能力

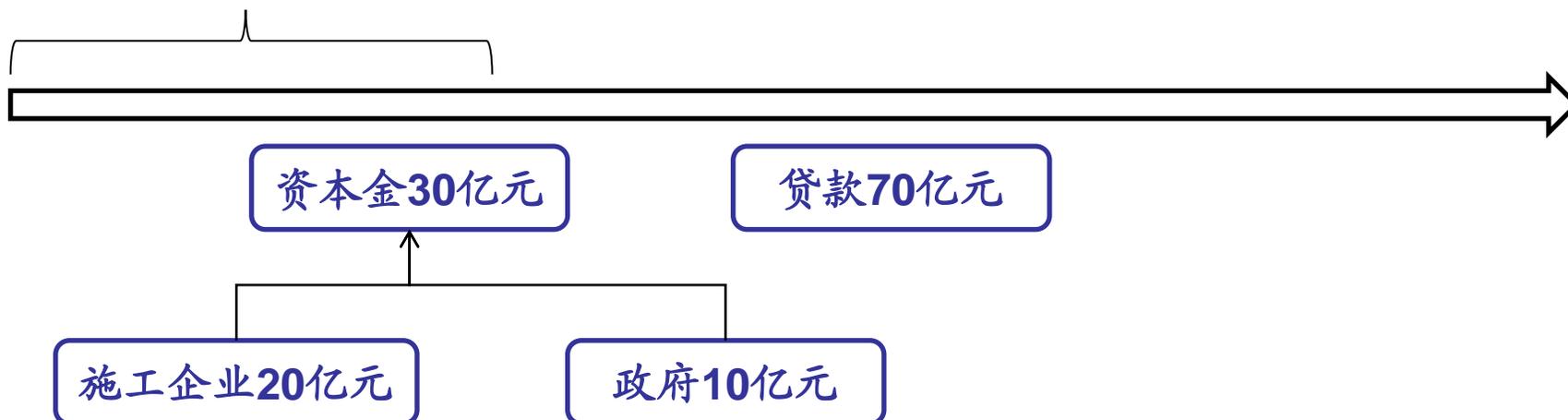
政府关系

产业链整合能力(运营、综合能力)

PPP在去杠杆过程中的问题关键？ 融资难持续多久

图：PPP项目举例示意

施工期：2-3年、投入70亿元



1. 上游竞争充分，下游是关键
2. 行业：分类、特征、业务模式
3. 公司：订单业绩、现金流及研究框架
4. 估值：方法、寻找投资机会
5. 未来机会判断及PPP看法
6. 数据来源和参考资料

网站或数据库

- 国家建设部 (www.cin.gov.cn)
- 交通部 (www.moc.gov.cn)
- 铁道部 (www.china-mor.gov.cn)
- 中国建筑业协会 (www.zgjzy.org)
- Wind、CEIC、聚源

报刊杂志

- 《中国建筑报》
- 《建筑经济》杂志

风险提示：政策风险、项目落地风险、信用风险等

分析师声明

杜市伟

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

建筑工程研究团队:

建筑工程行业首席分析师

杜市伟

SAC执业证书编号: S0850516080010

Email: dsw11227@htsec.com

建筑工程行业高级分析师: 张欣劼

SAC执业证书编号: S0850518020001

Email: zxj12156@htsec.com

建筑工程行业分析师: 李富华

SAC执业证书编号: S0850518050001

Email: lfh12225@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。