

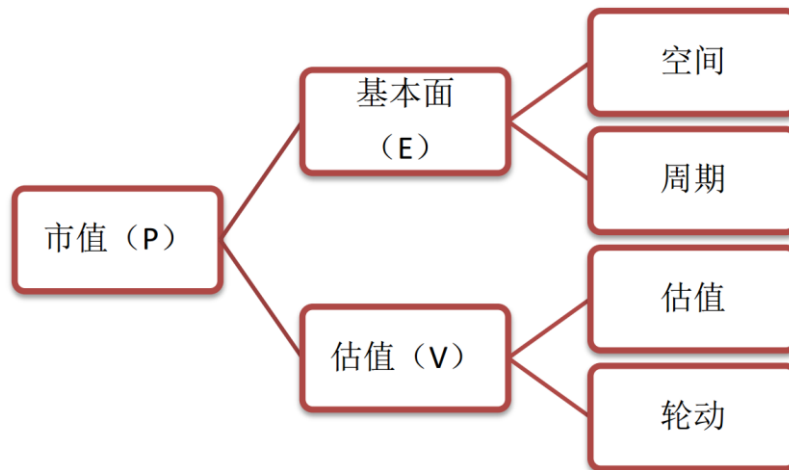
建筑工程行业研究框架二

——建筑估值研讨

通用研究框架：

基本面研究中最主要的两个方面，一个是基本面，一个是估值，两者构成影响市值变化的主要因素，对应到对股价（P）的判断，就是对 EPS 和 P/E（以 P/E 为例）的分析。在建筑基本面研究框架中，主要分为空间和周期两个维度，空间对应未来的成长性，周期对应所处的行业阶段；估值研究框架中，主要分为估值和轮动两个维度，估值对应市场给予的价值评判，轮动对应市场表现的先后顺序，此四者对应的四维空间是对建筑工程研究的基本框架。

建筑研究的四维空间



由于近 3 年内来建筑工程的下游需求整体增速仍处于大周期下行阶段，**新增需求主要来自基建（PPP 和一带一路）**。A 股建筑板块**最显著的变化是行业结构和竞争格局**的变化，这种基本面的变化延伸出了市场对大建筑估值的重新审视。因此探讨建筑的估值变化情况，有助于持续地指导投资实践。

框架一已就建筑实体经济的历史、现状和未来趋势进行了探讨。框架二将自上而下地建立“市场估值-建筑业估值-建筑子行业估值-建筑业公司估值”的估值分析框架。核心探讨如下三个问题：

- （1）建筑估值现状：建筑行业目前的绝对估值与相对估值水平如何？
- （2）建筑估值影响因素：建筑业估值受哪些因素的影响，其影响程度和作用机制是怎样的？业绩增速、规模、ROE 三大因素对估值的影响发生了怎样的变化？
- （3）建筑估值趋势：结合目前估值现状及影响因素，建筑业估值的趋势如何？从估值的角度，应进行怎样的投资布局？

建筑估值现状：

PE、PB 与 ROE

理论研究表明，股票估值水平应该与 ROE 正相关，PE 能反映当期净资产收益状况，PB 更加注重反映未来净资产收益水平。股权资本一定时，估值还与净资产增长率和净资产规模等有关。PE、PB 和 ROE 之间存在恒等关系：

$$P/B = P/E \times ROE$$

经“建筑业 PE 估值影响因素回归分析”，行业平均 PE 是影响企业估值的首要因素，这一现象为“估值扩散效应”，即建筑业企业估值受所属行业估值水平的影响较大。市场给予该行业的估值水平越高，业内上市企业的估值也就越高。而整体来看，公司成长能力指标对估值的影响并不大。同时，公司规模对估值也有显著影响，之前是公司规模越大，估值水平越低，称之为“估值规模效应”。但自 16 年以来，大市值个股的估值提升比例更加显著。此外，ROE 也是影响 PE 估值的另一重要因素，这反映了 A 股市场对建筑基本面的反映程度。

总结如下：（1）建筑业估值存在扩散效应。建筑子行业估值平均水平是影响建筑上市公司估值的首要因素，公司所属子行业平均估值越高，公司估值越高。

（2）PE 估值受当期 ROE 影响大，但实际影响方向与理论方向相反。实际上当期 ROE 越高，估值越低。（3）PB 估值受未来 ROE 预期值影响最大，实际影响方向与理论方向相同。

建筑估值现状：围绕 PB 提升，估值趋于国际化

PE 趋于合理，PB 纵向提升

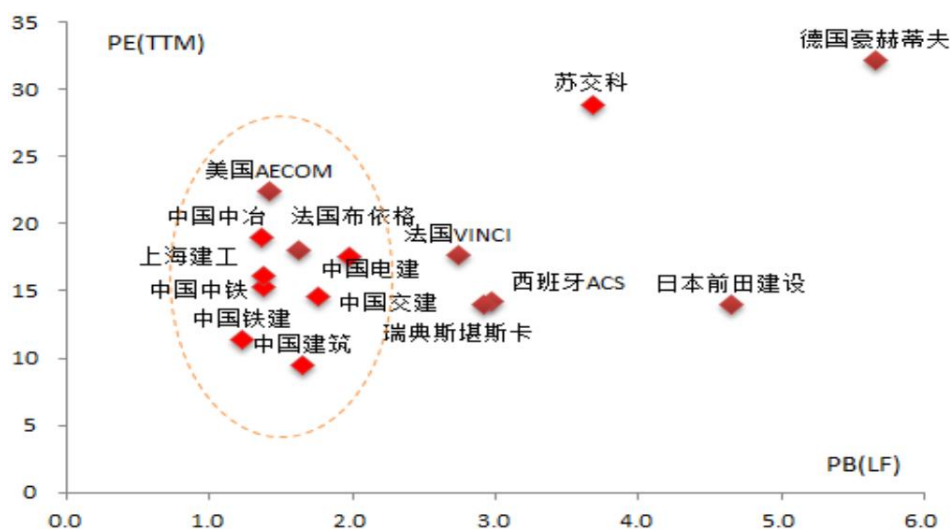
从建筑历史估值的静态比较来看，自 2000 年以来，建筑 PE（TTM）的均值为 31.65 倍，中位数为 28.09；PB（MRQ）历史均值为 2.70，中位数为 2.37。截止 2017 年 7 月 21 日，建筑 PE 为 18.48，PB 为 1.65，均低于历史中位数和均值，但这种静态比较忽略了 A 股估值的整体下移和建筑下游投资整体下行的变化。

PB 横向比较仍然较低

以申万 28 个行业的估值进行横向比较，截止 2017 年 6 月 30 日，建筑 PE（TTM）为 17.94 倍，PB（MRQ）为 1.92 倍，其中 PE 仅高于银行（6.90）和地产（16.27），PB 高于银行（0.93）、采掘（1.39）和钢铁（1.59）。这种横向时点比较无法说明建筑处于横向低估，因为银行和地产的估值体系有所不同，从 PE/PB 角度看一般比建筑都要低。但建筑估值相对全体行业较低相对银行地产高的现象为解释估值轮动提供了一个有益的启示，即每次地产和银行大涨提升了板块估值，建筑板块往往也会跟随涨价，即所谓的水涨船高。

与国际建筑个股估值相比，中国大型工程企业的 PB 估值普遍较低。截止 6 月末，主要施工企业 PE (TTM) 在 10-15 倍区间，PB 在 1.2-1.7 之间，而国际可比工程企业 PE (TTM) 在 14-18 倍区间，PB 在 1.5-3.0 之间，其中**中国建筑**和**中国铁建**的 PE 估值低估最为显著。而国内建筑企业的 PB 普遍较国际通行要低，预计主要和国外企业运营类资产较多、而国内企业经营性负债较多有关。同时国内市场赋予工程咨询等轻资产企业的估值水平相对要高。

2017 年 6 月末国际建筑企业估值比较



结合行业基本面的逻辑观察，自 2011 年至 2015 年，建筑业产值的同比增速连续下滑，而建筑估值呈现先下降后上升的态势。建筑板块相对沪深 300 的 PE 和 PB 比值均相互靠近，从一个更长的时期来看，PE 的下降与 PB 的上升使得建筑 A 股估值更向国外建筑股靠近，PE 比不断下降，而 PB 比不断上升。

建筑板块估值的整体空间趋势是由（高 PE，高 PB）向（低 PE，低 PB）变动，这与建筑行业产值同比增速和 ROE 的整体下行相对应。但由于 PPP、一带一路等细分行业机遇和竞争格局的转变，部分龙头企业市场份额快速上升，带动净利率快速上行，最终实现市值的增长。这种产业竞争格局的转变使得建筑整体板块 PE、PB 在近几年呈现价值与周期型的反复震荡，并逐渐在（低 PE，高 PB）区间集中。

资金偏好转变撬动大建筑行情

竞争格局的转变解释了业绩增速更加看重内生和持续稳定的较高 ROE 这两个因素对建筑估值的影响和变化，因为只有细分行业龙头才是具备这两方面优势的，从而使得在建筑股估值整体下行过程中能够维持甚至提升估值。但除了竞争格局的转变，市场资金偏好的改变也是带动大建筑股估值提升的重要因素。资金偏好的转变既有内部资金由于市场波动率下降、白马蓝筹相对收益提升导致

的偏好转换，也有外部资金本身具有的不同投资风格因素。

存量博弈的市场格局下，内部资金的机构化和外部资金的进入是导致建筑估值趋于国际化的重要因素。其中，内部资金的机构化可能来自于中小创板块存量资金的调仓、保险资金等中长线资金，也可能来自于类似机构化资金的部分。关于外部资金方面，随着沪港通、深港通、加入 MSCI 等举措的实施，A 股估值的国际化程度也在不断提升，这也是建筑股 PB 不断提升的重要原因。尽管建筑工业整体更偏周期，但类似**中国建筑**、**葛洲坝**等个股因价值属性趋于增强，预计将持续获得青睐。