



对房建和房产开发的高度依赖，使得中国建筑的业绩很大程度上取决于房地产市场的景气度，在当前的市场环境下，公司的基本面正趋势性变差。

1、房建市场增速放缓

房建市场是公司的传统优势领域，中国建筑代表着我国房屋建筑领域的最高水平，是中国乃至全球房屋建筑领域的领先者。当前，全国绝大多数的300米以上超高层建筑，以及众多技术含量高、结构形式复杂的建筑均由中国建筑承建。

当前，房地产行业正从增量模式走向存量模式，城市更新领域虽蕴藏着巨大的空间和机遇，但房建市场增速放缓已是必然趋势。

2、基建市场增速放缓

当前，国内基建市场在特定领域仍有空间，如在特大城市和中心城市的公共服务基础设施、人居环境打造方面，在城市群之间的连接网络完善方面，以及在县域乡镇的补短板方面，仍有较大的改善空间。

就细分领域来看，轨道交通、地下空间、生态环保、电信设施等领域建设仍有望保持快速增长；同时，伴随着5G商用加速，以人工智能、工业互联网、物联网等为特点的新型基础设施建设也有望迎来新机遇。但总体上看，国内基础设施建设已较为

成熟，高速增长的时代已一去不返。

2015年以来，中国建筑估值水平持续下行



市场短期是无效的，但站在三五年的视角看，市场通常是有效的。中国建筑估值水平持续数年下行，已不能用“市场无效”来解释。

就中国建筑而言，由于房产开发和房产建筑两块业务贡献了近八成的毛利，公司估值表现与房地产景气度密切相关。近年来，房地产行业整体步入下行周期，中国建筑营收和净利润虽仍能保持年均10%以上的增速，但市场对其建筑业务的应收款质量、PPP项目的现金流、未来增长空间等均存在忧虑，导致其估值水平一路走低，反弹无力。

以应收账款为例，按照行业惯例，建筑工程承包合同按工程形象进度和一定比例支付工程款，已完工但尚未支付部分形成应收账款，在项目竣工或质保期结束后收回。根据公司历史数据，政府及央企客户应收款预期信用损失率为4.95%，海外客户应收款预期损失率为13.6%，其他客户应收款预期损失率为10.4%。2021年6月末，公司应收账款坏账准备提取率为13.32%，相比历史平均损失水平，安全边际有限。鉴于当前国内房地产行业低迷，且公司国内外客户均受到疫情不同程度影响，市场担心公司应收款质量继续恶化，压制其估值水平。

再看PPP项目。截止2021年6月末，公司在手的PPP项目权益投资额6458亿元，是其净资产的1.07倍，行业分布结构为，交通运输类35.7%、市政工程类34.4%、城市综合开发类16.8%、文体医疗及保障安居房9%、生态环保类4.1%。由于市场对PPP项目现金流的可持续性存疑，较高的PPP参与度也成为拉低公司估值水平的重要因素。

至于未来增长空间，虽然房建、房地产开发、基建等市场仍未饱和，公司作为龙头有望逆势增长，但想象空间已然有限。

综上所述，中国建筑的低估值是有道理的。投资需面向未来，对于未来增长空间受限的公司，市场总是吝啬给出高估值。当前，中国建筑的估值处于低位，买入并长期持有未尝不可，但投资者切不可憧憬靠这类股票赚大钱。

【注：市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本订阅号所载信息或所表述意见仅为观点交流，并不构成对任何人的投资建议。】

本文由“苏宁金融研究院”原创，作者为苏宁金融研究院副院长薛洪言