

成长性评级

X

估值分析

X

财务分析

X

行业分析

Q I P I N G J I A  
EVALUATION  
REPORT ENTERPRISE  
GROWTH

西藏天路股份有限公司

# 企业成长性评价报告

ASSESSMENT REPORT

最具洞察力的「价值发现工具」



企评家

报告生成日期: 2023年07月

## 免责声明

本报告是由塔米狗企业并购融资信息平台（简称：塔米狗平台）运用传统估值方法，结合大数据、云计算、人工智能等先进技术，通过机器学习算法程序自动生成。信息来源于本报告发布之时的市场公开数据、塔米狗数据库（收录源为公开数据）、第三方专业机构数据及用户提供的数据。本报告不对相关信息的真实性和准确性负责，北交金科金融信息服务有限公司也不因此承担任何法律责任，在对相关信息进行变更或更新时亦不会另行通知。

北交金科金融信息服务有限公司不保证报告中的结论或其它陈述在未来不会发生任何变更，在不同时间点，可发出与本报告所载观点不一致的内容。本报告不构成买卖任何权益类标的物（包括股权、债权、期权、基金份额等）的交易推荐或建议，亦不构成财务审计、法律、税务、投资建议、投资咨询意见或其他意见，任何人不得将本报告作为其投资交易的依据，对任何因直接或间接使用本报告涉及的信息和内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，北交金科金融信息服务有限公司不承担任何法律责任。

本次企业评价由塔米狗平台“企评家”企业成长性评价系统提供，解释权归北交金科金融信息服务有限公司所有。

欲知更多企业详情请扫码关注塔米狗公众号或下载塔米狗APP及塔米狗官网（<https://www.tamigos.com/>）进行查询：



微信公众号



塔米狗App下载

## 摘要

西藏天路股份有限公司（以下简称该企业），统一社会信用代码 91540000710905111C，于1999年03月29日在西藏拉萨市成立，注册资本92100.0万元，法定代表人：扎西尼玛。业务范围包括许可项目：建设工程施工；第二类医疗器械生产；国际道路货物运输；有毒化学品进出口；公路管理与养护；路基路面养护作业；施工专业作业；住宅室内装饰装修；建筑劳务分包；输电、供电、受电电力设施的安装、维修和试验；发电业务、输电业务、供（配）电业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：建筑材料销售；建筑工程用机械销售；机动车修理和维护；工程塑料及合成树脂制造；工程塑料及合成树脂销售；第二类医疗器械销售；机械电气设备销售；机械电气设备制造；电气设备销售；电气设备修理；机械设备销售；对外承包工程；货物进出口；交通设施维修；承接总公司工程建设业务；土石方工程施工；合同能源管理；储能技术服务；充电桩销售；蓄电池租赁；电动汽车充电基础设施运营；充电控制设备租赁；太阳能热利用装备销售；太阳能热利用产品销售（除依法须经批准的项目外，自主开展法律法规未禁止、限制的经营活动）

经塔米狗企评家企业成长性评价系统评定：西藏天路成长性得分 **421**，已超越塔米狗数据库该行业 31% 的企业，已超越全行业 18% 的企业。企业成长性等级为 **C**。与同一规模下的行业企业相比，该企业的成长性得分相当于行业平均水平，具有一般的成长性。目前该企业正处于快速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性日益显著。与其他上市公司和新三板企业相比，西藏天路的成长性得分领先 3% 的企业。依据该公司的历史数据，通过运用绝对估值法和相对估值法，估值其 2022 年总内在价值区间为 142.45 亿元 ~ 767.18 亿元，企业投资价值等级为 A4。

成长性评价各评价维度结果：

测评维度	企业得分	行业均值	对比	已超越企业
创新能力	90	45	↑	98%
盈利能力	95	55	↑	100%
信用水平	50	81	↓	19%
风险水平	90	88	↑	100%
经营能力	80	58	↑	95%
产业特点	10	23	↓	77%

企业估值各模型结果：

估值方法	总内在价值区间（亿元）
FCFF	425.59 ~ 767.18
FCFE	142.45 ~ 186.47

## 目录

- 一、基本信息
- 二、成长性评价
  1. 评价维度
  2. 成长性得分
  3. 能力测评
  4. 维度解析
- 三、估值分析
  1. 估值假设
  2. 估值结果
  3. 估值方法
  4. 企业指标
- 四、财务分析
  1. 资产构成
  2. 成长能力
  3. 偿债能力
  4. 营运能力
  5. 盈利能力
  6. 杜邦分析
- 五、行业分析
  1. 行业介绍
  2. 产业链描述
  3. 国家政策

4. 国内主要公司及商业模式

5. 并购综述

## ● 六、附录

附件1. 企业原始数据

附件2. 分数和等级参考

附件3. 名词解释

## 一、基本信息

统一社会信用代码	91540000710905111C	经营状态	存续
工商注册号	5400001000128	注册资本	92100.0万元
成立时间	1999年03月29日	纳税人识别号	91540000710905111C
公司类型	股份有限公司(上市、国有控股)	营业期限	1999-03-29至2049-03-29
核准日期	2021-12-06	实缴资本	
人员规模		参保人数	
登记机关	西藏自治区市场监督管理局	注册地址	西藏自治区拉萨市城关区夺底路14号
英文名称	Tibet Tianlu Co.,Ltd.	组织机构代码	710905111
行业	铁路、道路、隧道和桥梁工程建筑		
经营范围	许可项目：建设工程施工；第二类医疗器械生产；国际道路货物运输；有毒化学品进出口；公路管理与养护；路基路面养护作业；施工专业作业；住宅室内装饰装修；建筑劳务分包；输电、供电、受电电力设施的安装、维修和试验；发电业务、输电业务、供（配）电业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准为准）一般项目：建筑材料销售；建筑工程用机械销售；机动车修理和维护；工程塑料及合成树脂制造；工程塑料及合成树脂销售；第二类医疗器械销售；机械电气设备销售；机械电气设备制造；电气设备销售；电气设备修理；机械设备销售；对外承包工程；货物进出口；交通设施维修；承接总公司工程建设业务；土石方工程施工；合同能源管理；储能技术服务；充电桩销售；蓄电池租赁；电动汽车充电基础设施运营；充电控制设备租赁；太阳能热利用装备销售；太阳能热利用产品销售（除依法须经批准的项目外，自主开展法律法规未禁止、限制的经营活		

## 二、成长性评价

### 1. 评价维度

“企评家”企业成长性评价系统评价维度是基于公开大数据、塔米狗数据库企业数据、专业机构数据及认证用户提供的数据，综合企业六大维度得分，运用信息技术和大数据、云计算、人工智能等先进技术，通过机器学习算法自动生成结果，以便多角度解析企业发展能力。六大维度具体介绍见表 1。分数及等级参考请见附录 2。

表 1 企评家成长性评价系统介绍

评价维度	维度描述
创新能力	衡量企业系统完成与创新有关的各项活动的的能力，包括企业拥有的专利、著作权、作品著作权、商标信息等
盈利能力	衡量企业经营业绩好坏和持续稳定发展的能力，包括财务指标如营业收入、净利润等
信用水平	衡量企业的信用水平，包括企业债务等级、法院资信状况以及企业税务评级、进出口信用评级等第三方数据
风险水平	衡量企业整体的风险水平，以经营风险为主，包括企业风险、相关高管风险等
经营能力	衡量企业经营战略与计划的决策能力，包括企业是否正常经营、供应商、企业购地信息、招投标等
产业特点	衡量企业所属产业的特色、热度、竞争力及其成长力，包括产业在研发投入、企业招聘、招投标、融资特点



## 2. 成长性得分

经塔米狗企评家企业成长性评价系统评定：西藏天路成长性总分为 **421** 分，成长性等级为 **C**。与同一规模下的行业企业相比，该企业的成长性得分相当于行业平均水平，具有一般的成长性。目前该企业正处于快速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性日益显著。与同行业公司相比，西藏天路的成长性得分领先同行业 31% 的企业。与其他上市公司和新三板企业相比，西藏天路的成长性得分领先 3% 的企业。依据该公司的历史数据，通过运用绝对估值法和相对估值法，评估其 2022 年总内在价值区间为 142.45 亿元 ~ 767.18 亿元，企业投资价值等级为 A4。

表 2 企业成长性评价结果

成长性分数	成长性等级
421	C

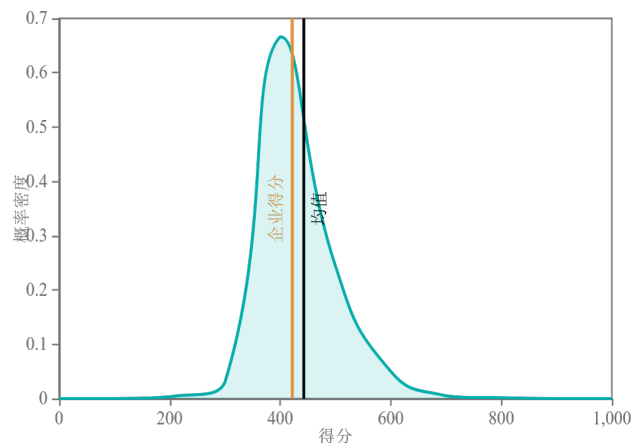


图 1 企业成长性得分

## 3. 能力测评

表 3 企业成长性能力测评对比

测评维度	企业得分	行业均值	对比	已超越企业
创新能力	90	45	↑	98%

盈利能力	95	55	↑	100%
信用水平	50	81	↓	19%
风险水平	90	88	↑	100%
经营能力	80	58	↑	95%
产业特点	10	23	↓	77%

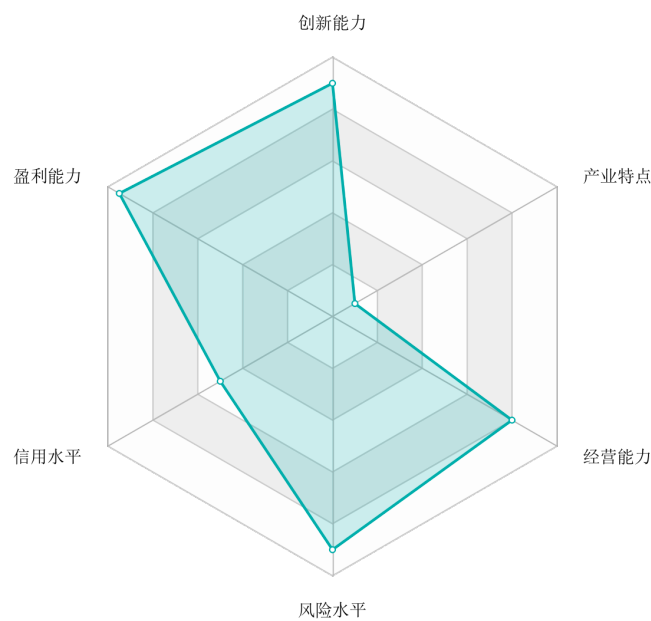


图2 企业成长性能力测评雷达图

## 4. 维度解析

### 创新能力: 90分; 行业均值: 45分

西藏天路的创新能力指标总体较好，属于行业龙头水平。西藏天路专利数量多于行业平均专利数量。该企业与创新能力有关的各项活动能力多于同类型企业的平均水平。该企业在技术创新、产品创新、管理创新等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

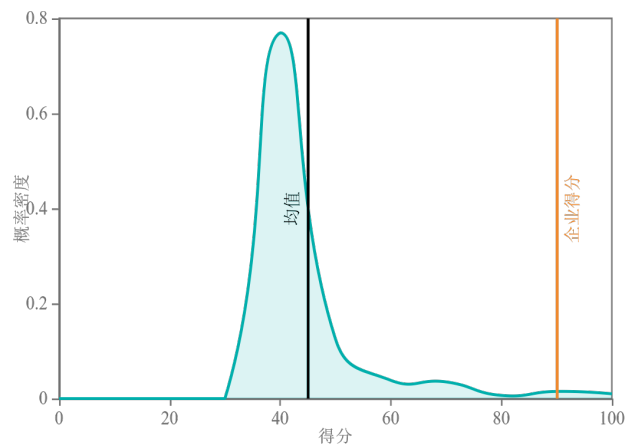


图3 同类型企业创新能力分布图

### 盈利能力: 95 分; 行业均值: 55 分

西藏天路的盈利能力指标总体较好，属于行业龙头水平。该企业与盈利能力有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在妥善经营、维持企业等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

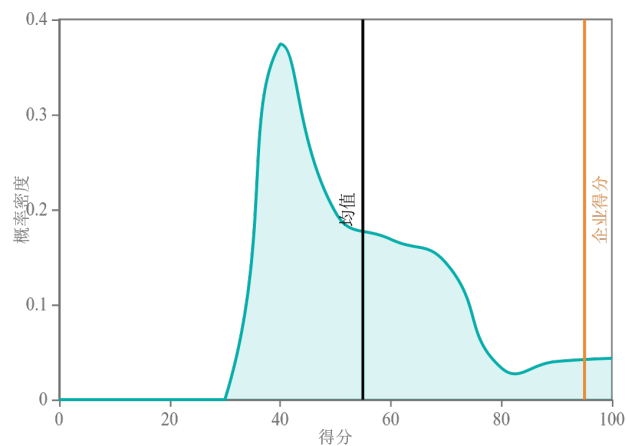


图4 同类型企业盈利能力分布图

### 信用水平: 50 分; 行业均值: 81 分

西藏天路的信用水平指标总体较差，属于行业中下水平。该企业与信用水平有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在拥有第三方良好的信用记录等方面的能力在同规模行业企业中具有较差的竞争力。

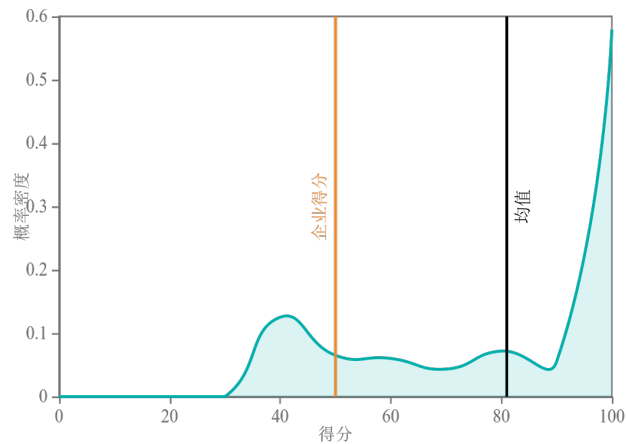


图 5 同类型企业信用水平分布图

### 风险水平: 90 分; 行业均值: 88 分

西藏天路的风险水平指标总体较好，属于行业一般水平。该企业与风险水平有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在企业经营风险管理等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

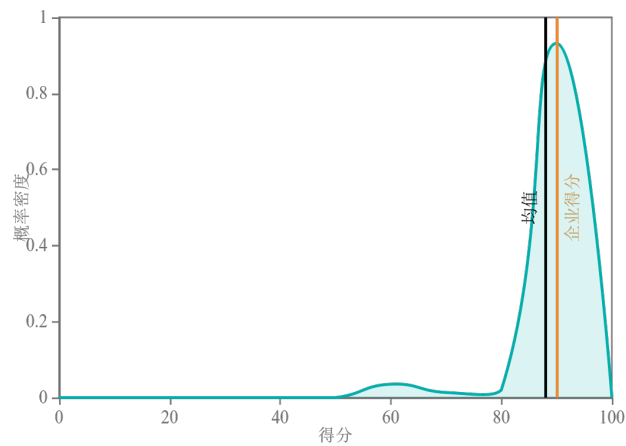


图 6 同类型企业风险水平分布图

### 经营能力: 80 分; 行业均值: 58 分

西藏天路的经营能力指标总体较好，属于行业中上水平。该企业与经营能力有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在制定经营战略和计划决策等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

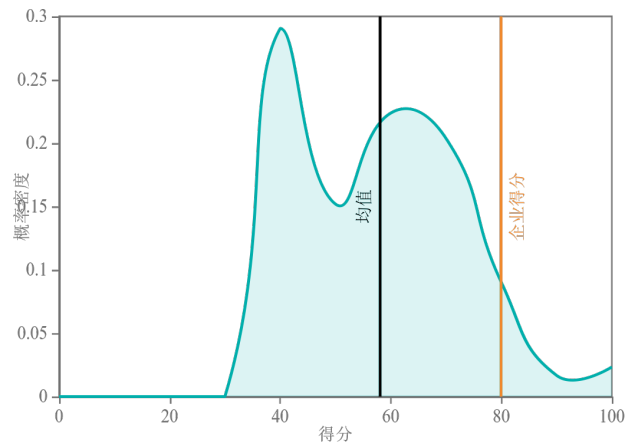


图7 同类型企业经营能力分布图

### 产业特点: 10分; 产业均值: 23分

截止目前，西藏天路的产业特点指标得分较低，属于中下水平。西藏天路属于劳动密集型产业，该产业市场规模小，人力投入较为突出，产品和服务的附加值较低，产业具有较差的成长性。

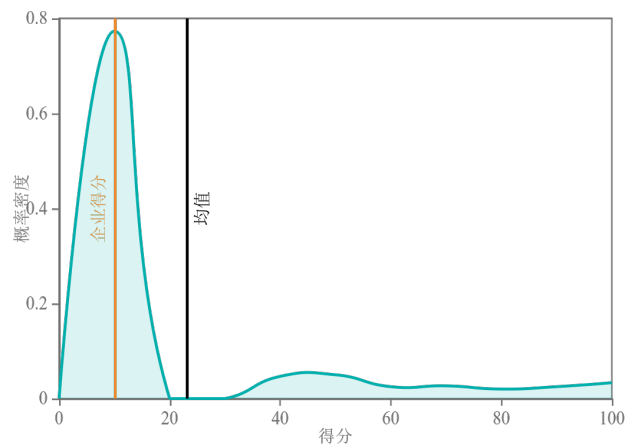


图8 同类型企业产业特点分布图

## 三、估值分析

### 1. 估值假设

- (1) 假设评价基准日后国家政治、宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
- (2) 假设被评价单位在经营过程中完全遵守所有相关的法律法规；
- (3) 假设国家有关信贷利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化；
- (4) 假设评价基准日后被评价单位持续经营，经营范围、经营方式与目前保持一致，且管理层是负责、稳定并有能力担当其职务的；
- (5) 假设评价基准日后被评价单位采用的会计政策和编写评价报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
- (6) 假设评价基准日后无不可抗力对被评价单位造成重大不利影响。
- (7) 报告期数据截止日期为 2023 年 07 月的数据。

### 2. 估值结果

表 4 估值结果汇总

绝对估值法	FCFF	FCFE
估值结果（亿元）	475.70	94.94
估值区间（亿元）	142.45 ~ 767.18	
投资价值等级	A4	

西藏天路的行业发展前景为中、企业规模为微型、企业总内在价值低于净资产、企业成长性等级为 C，综合评价得出，西藏天路当前投资价值等级为 A4。投资价值等级说明请参见附录 2。

### 3. 估值方法

## 绝对估值法

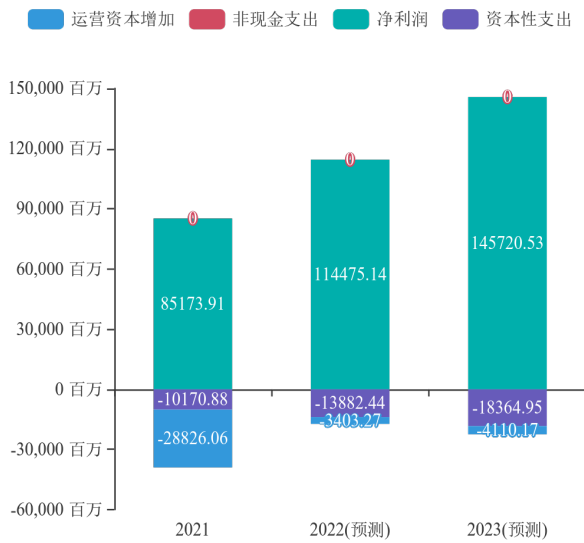


图9 现金流预测

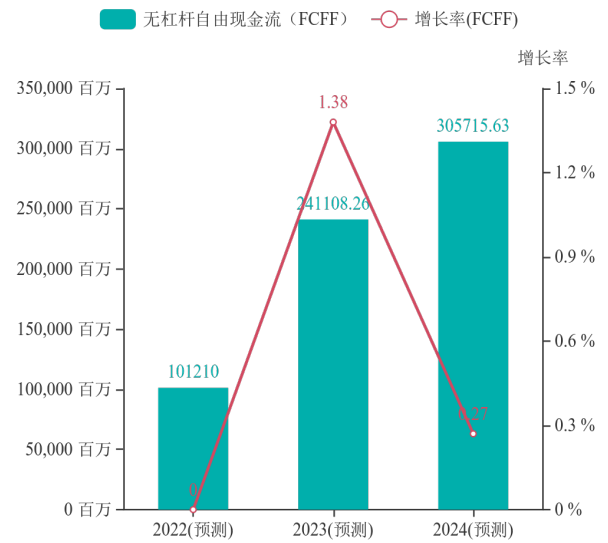


图10 现金流趋势

## 4. 企业指标

表5 企业指标

	2020	2021	2022(预测)	2023(预测)	2024(预测)
营业收入(万元)	707,700.00	577,700.00	780,501.59	1,065,322.22	1,409,304.12
EBITDA(万元)	94,370.65	28,367.10	93,109.48	127,087.00	168,122.12
净利润(万元)	79,900.00	10,000.00	85,173.91	114,475.14	145,720.53
营业收入增长率	25.90%	-18.37%	35.10%	36.49%	32.29%
EBITDA增长率	-4.30%	-69.94%	228.23%	36.49%	32.29%
净利润增长率	-4.08%	-87.48%	751.74%	34.40%	27.29%
ROE	21.03%	2.39%	19.29%	22.83%	25.47%

(注：上表资料基于企业财务报表计算得到。)

## 四、财务指标

### 1. 资产构成

资产构成分析通过对企业资产进行不同的划分，来分析不同类型的资产对企业风险、收益和流动性的影响，有利于提高企业对不同类型资产的运用效益。该分析一般关注企业的金融资产、长期股权投资和经营资产占总资产的比重。

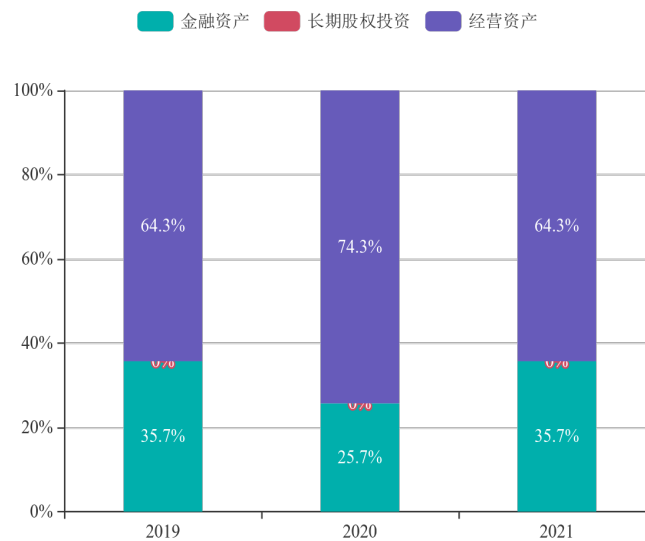


图 11 资产构成占比图

2021 年，企业共拥有价值大约 1101506.52 万元资产，其中金融资产占比 35.7%，长期股权投资占比 0.0%，经营资产占比 64.3%。从资产占比来看，公司属于重资产经营。

### 2. 成长能力

成长能力呈现企业的长远扩展能力和企业未来生产经营实力，包括营业收入增长率、营业利润增长率和净利润增长率三个指标，增速越快的企业其成长能力越强。



## 营业收入增长率：-18.37%

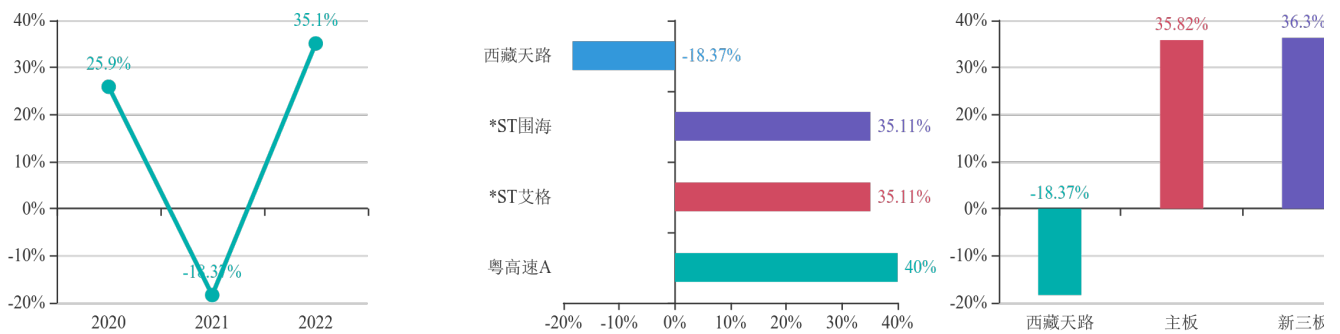


图 12 营业收入增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路营业收入增长率为 -18.37%，低于行业主板均值，低于新三板均值。该指标低于 10%，说明企业目前经营状况较差。过去三年，企业的营业收入持续下降，且下降速度较慢，2021 年较上年增速有所放缓。

## 营业利润增长率：-81.83%

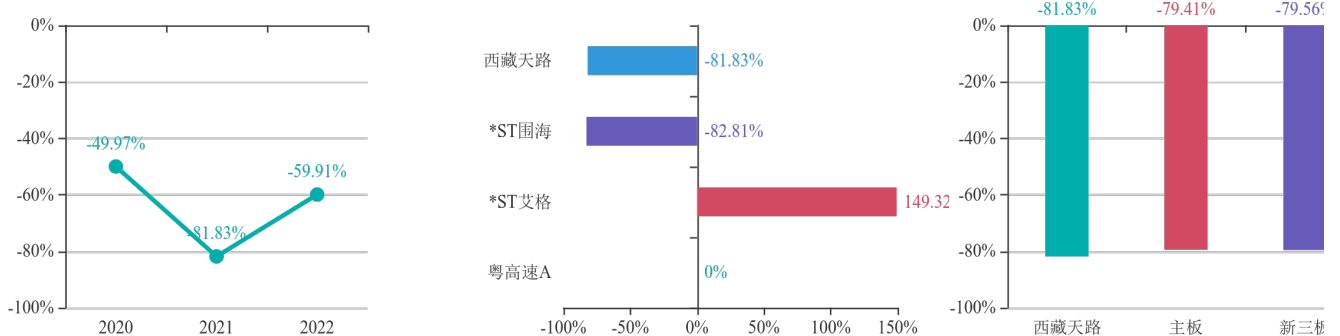


图 13 营业利润增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路营业利润增长率为 -81.83%，低于行业主板均值，低于新三板均值。过去三年，企业营业利润下降，且下降速度很快，2021 年较上年增速有所放缓。此指标与产品销售数量，单位产品售价，制造成本，以及企业控制管理和销售费用的能力有关。

净利润增长率：**-87.48%**

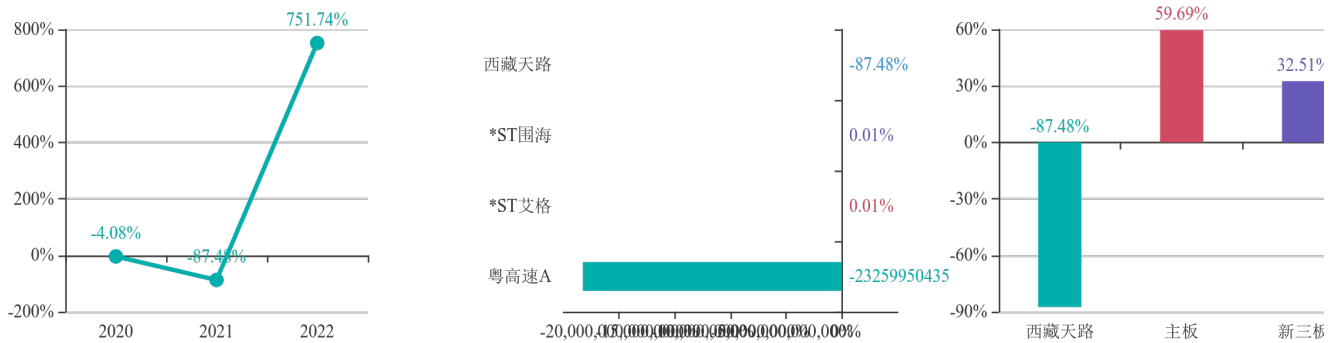


图 14 净利润增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路净利润增长率为 -87.48%，低于行业主板均值，低于新三板均值。过去三年，企业净利润下降，且下降速度非常快，2021 年较上年增速有所放缓。利润的质量判断需考量净利润是否有足够的现金来支撑，需结合盈利能力部分的经营现金流净利率这一指标进行分析。

### 3. 偿债能力

偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，反映企业财务状况和经营能力的重要标志。短期偿债能力包括流动比率和速动比率两个指标，比率越大反映偿债能力越好，但会对企业的盈利能力产生影响；长期偿债能力包括资产负债率和长期偿债比率两个指标，比率越小反映偿债风险越小。

流动比率：**1.96**

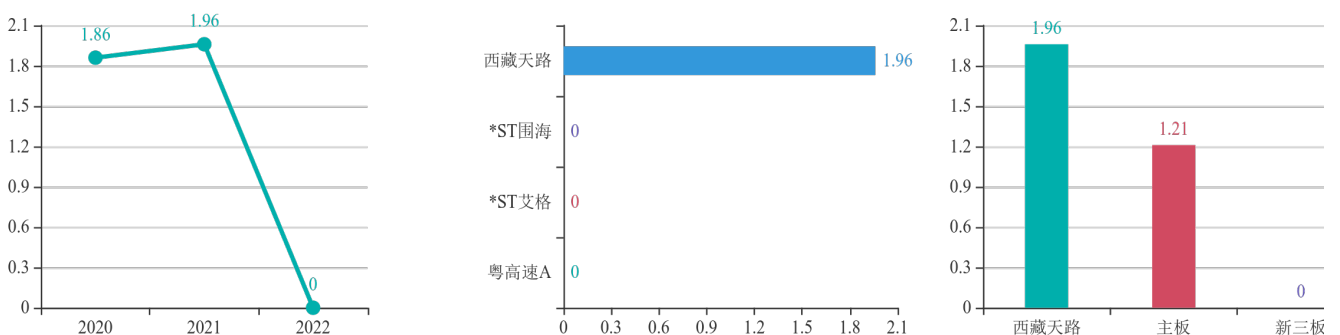


图 15 流动比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路的流动比率为 1.96，高于行业行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，该指

标有所上升，上升速度较慢。通常认为正常的流动比率为2，低于2的流动比率被认为是短期偿债能力偏低。

### 速动比率：1.43

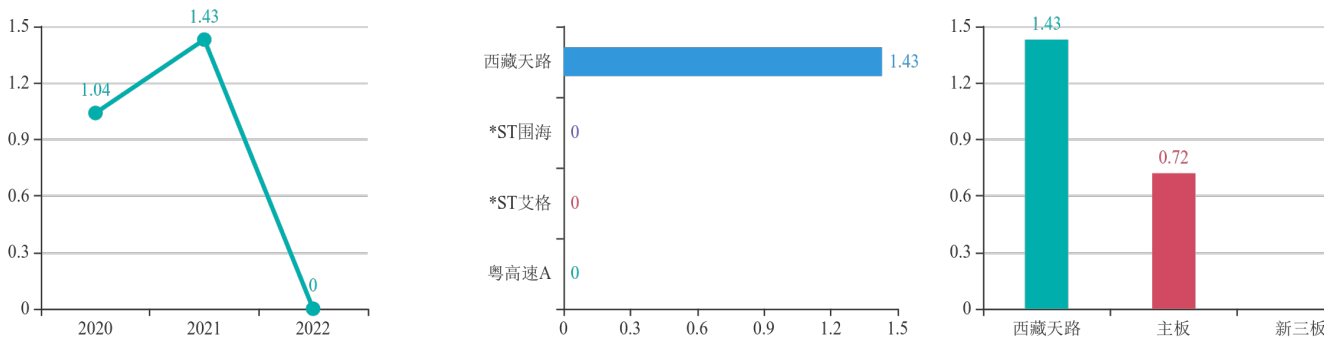


图 16 速动比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021年，西藏天路的速动比率为1.43，高于行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，该指标有所上升，上升速度较快。速动比率是对流动比率局限性的补充，反映了流动资产的流动性，让短期偿债能力的估值更加直观可信。通常认为正常的速动比率为1，低于1的速动比率被认为是短期偿债能力偏低。

### 资产负债率：53.46%

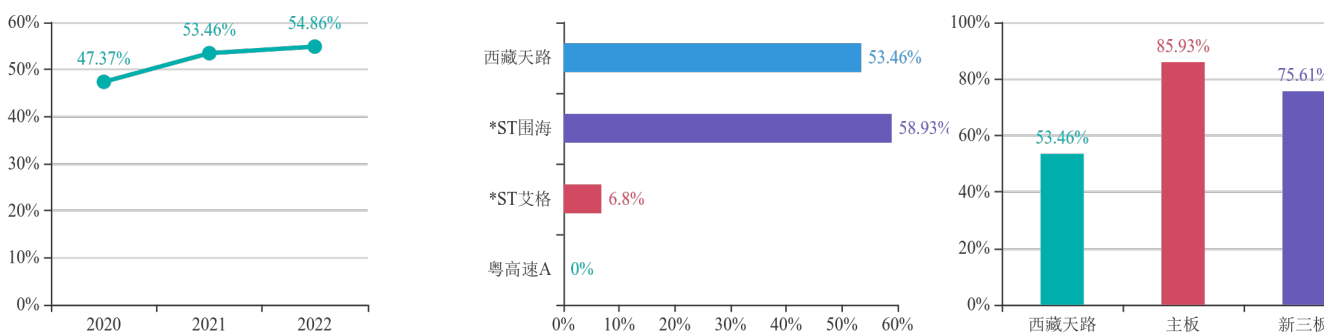


图 17 资产负债率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021年，西藏天路资产负债率为53.46%，高于行业主板均值，高于新三板均值。财务杠杆比率较高，整体偿债能力一般。过去三年，该指标有所上升，上升速度较快。

长期负债比率：0.0%

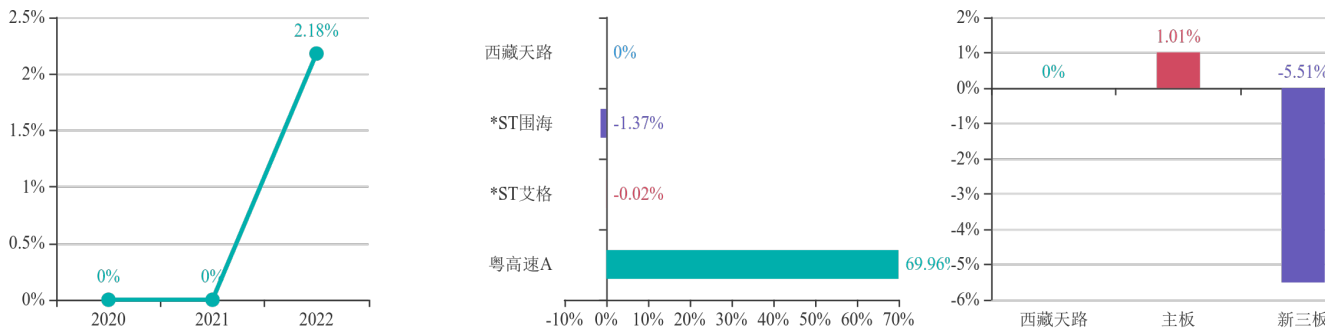


图 18 长期负债比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路长期负债率为 0.0%，高于行业主板均值，高于新三板均值。表明企业利用非流动负债较多，企业的长期偿债能力一般。过去三年，该指标有所无增长，无增长速度很快。

## 4. 营运能力

营运能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小，包括存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率三个指标，周转率越大，表示资产的使用效率越高，营运能力越强。

存货周转率：12.17（次）

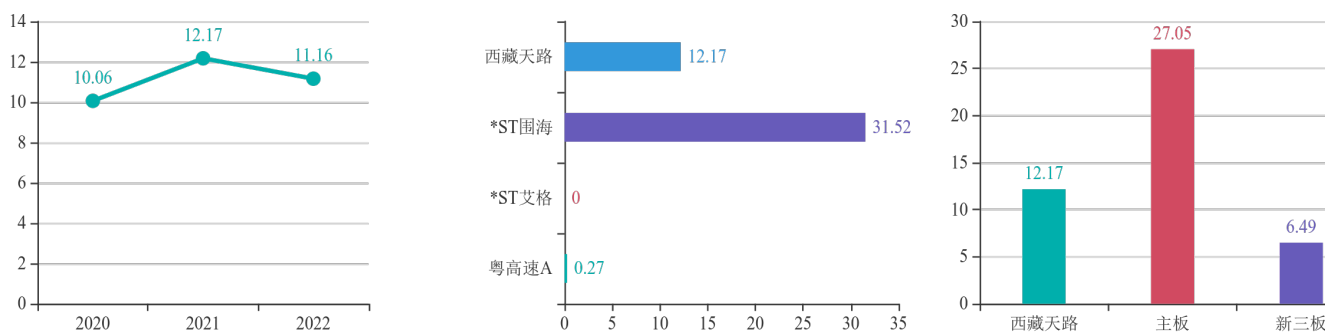


图 19 存货周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路存货周转率为 12.17（次），低于行业主板均值，高于新三板均值。反映了企业存货周转速度较慢。过去三年，企业的存货周转率有所上升，上升速度较快，说明该公司资金的使用效率有

所提高。

### 应收账款周转率：3.27（次）

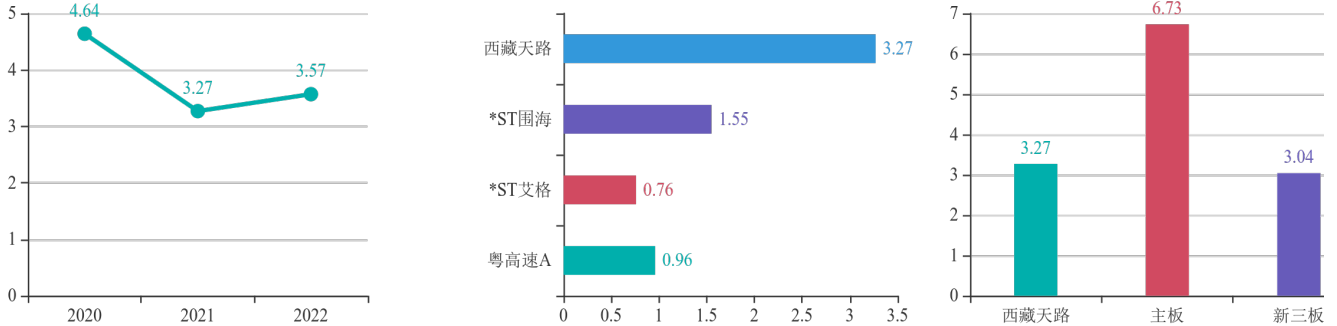


图 20 应收账款周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路应收账款周转率为 3.27（次），低于行业主板均值，高于新三板均值，表明企业应收账款周转速度较慢。过去三年，应收账款周转率有所下降，下降速度较慢，表明企业应收账款管理水平下降。

### 应付款项周转率：0.0（次）

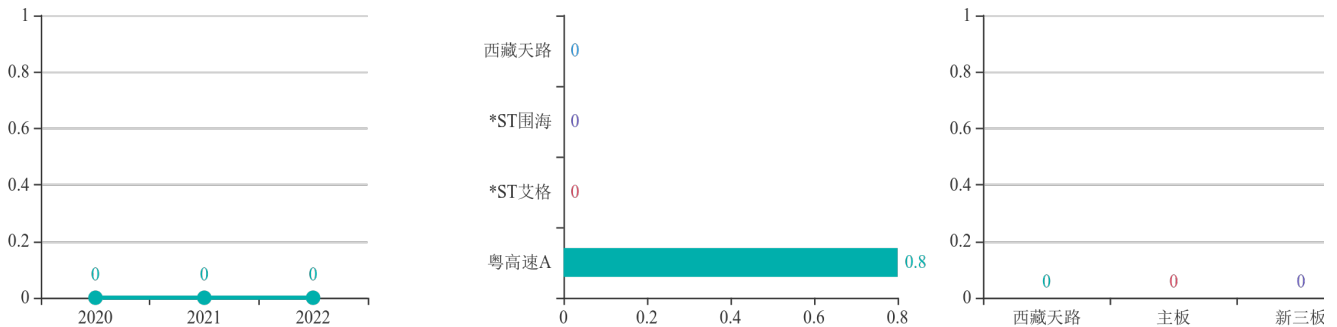


图 21 应付款项周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路应付账款周转率为 0.0（次），高于行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，应付账款周转率有所无增长，无增长速度较慢。该指标较高，说明公司占用供应商货款较低，信用水平高，还债能力强，但也可能预示原材料供应紧俏甚至吃紧，存在上游供应商要求快速回款情况的可能。相反，该指标较低，则说明占用供应商货款较高，存在一定的还款压力，但预示着对于上游企业更强的议价能力。

## 5. 盈利能力

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，包括销售毛利率、销售净利率、股东权益报酬率三个指标，指标数值越大表明企业盈利能力越好。

**销售毛利率：16.17%**

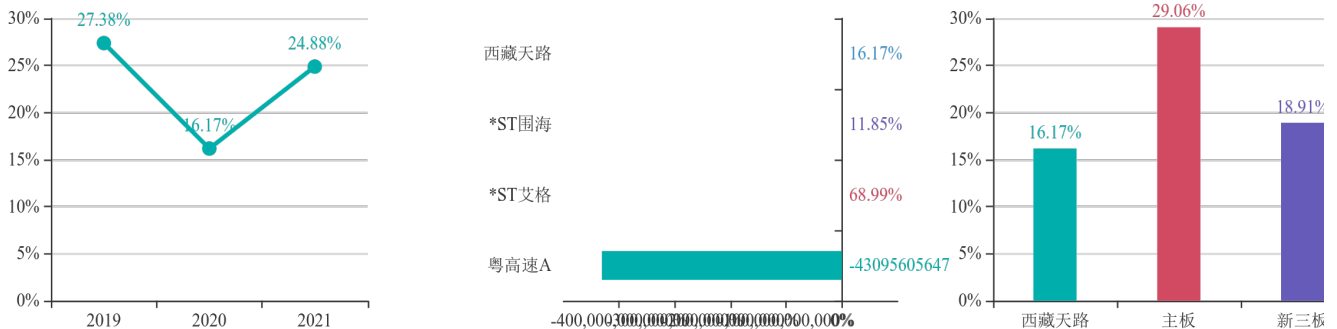


图 22 毛利率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路的销售毛利率为 16.17%，高于行业主板均值，高于新三板均值，表明公司盈利能力较好。过去三年，企业销售毛利率有所下降，下降速度较慢。销售毛利率的影响因素比较复杂，应结合其他指标一起分析才能准确估值企业的盈利能力。

**销售净利率：1.73%**

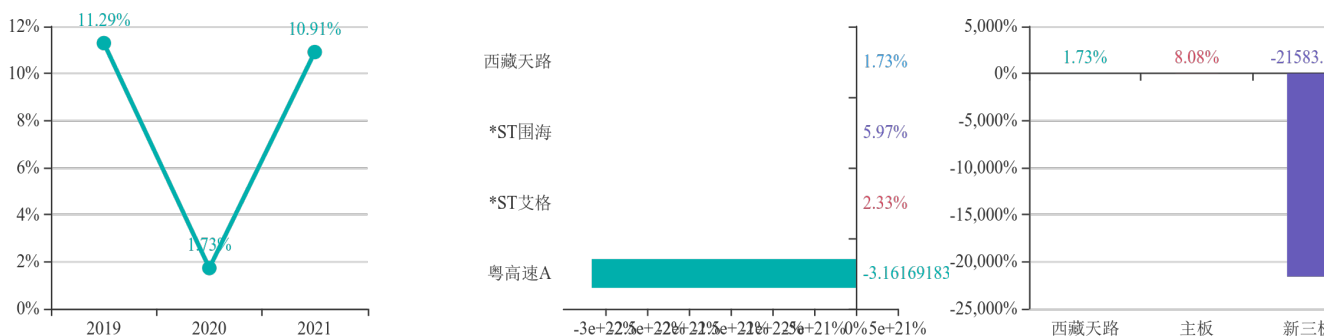


图 23 净利率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路的销售净利率为 1.73%，高于行业主板均值，高于新三板均值，表明企业的盈利能力较好。过去三年，企业的销售净利率有所下降，下降速度较慢。该指标高，表明企业在增加销售收入的同时，控制了成本费用的增加，内部营运效率较高，盈利情况好。反之，盈利情况则不好。

### 股东权益报酬率：2.39%

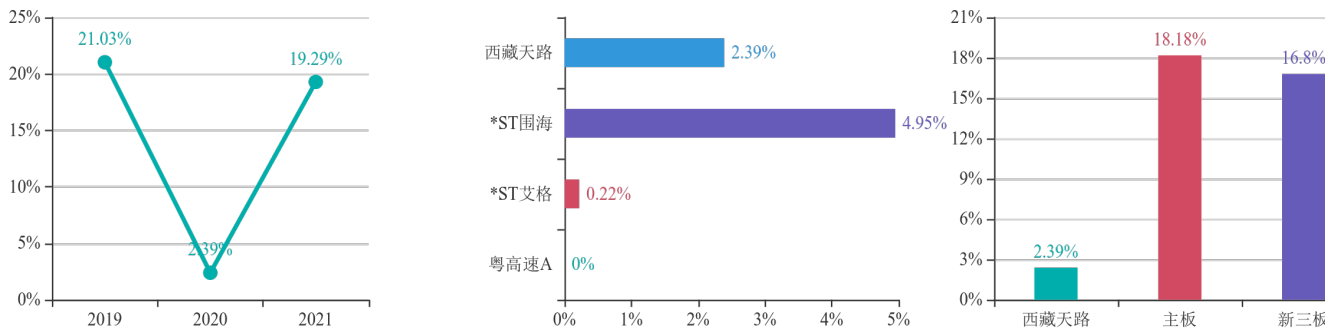
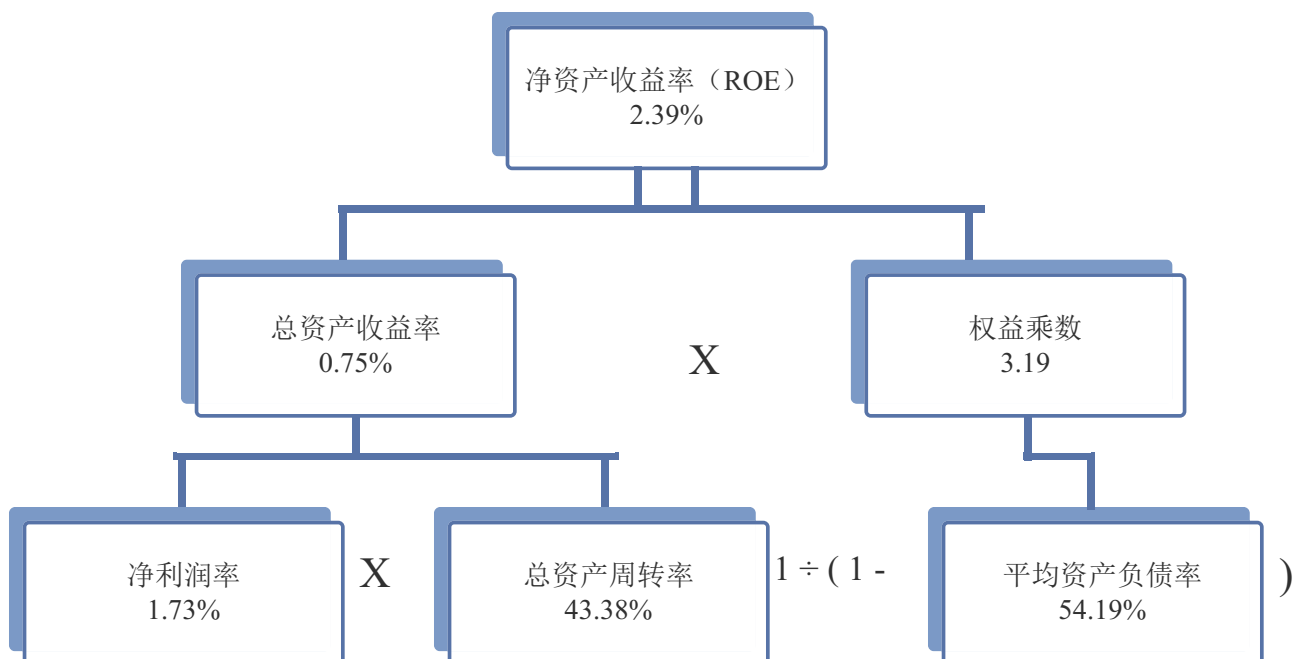


图 24 净资产收益率(ROE)三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，西藏天路的企业股东权益报酬率（又称净资产收益率，ROE）为 2.39%，高于行业主板均值，高于新三板均值。表明普通股投资者委托公司管理人员应用其资金所获得的投资报酬较多，公司的运营模式良好，盈利能力较强，债权人风险水平较低。过去三年，该指标持续下降，下降速度较慢。

## 6. 杜邦分析



杜邦分析的核心是净资产收益率（ROE），其反映了所有者投入资本的获利能力和企业筹资、投资、资产运营等活动的效率。ROE 的高低取决于总资产收益率和权益乘数的水平。主要因素有三个方

面：净利润率、总资产周转率和权益乘数。

表 6 杜邦分析指标对比

杜邦分析体系	2019	2020	2021	主板均值	新三板均值
净利润率 (%)	14.82	11.29	1.73	8.08%	-21583.6%
总资产周转率 (%)	0.0	59.1	43.38	58.29%	74.23%
权益乘数	0.0	3.15	3.19	6.4	-5.78
净资产收益率 (%)	0.0	21.03	2.39	-	-

**净利润率：**2021 年西藏天路净利润率为 1.73%，高于行业主板均值，高于新三板均值。

净利润率是指经营所得的净利润占销货净额的百分比，或占投入资本额的百分比。这种百分比能综合反映一个企业或一个行业的经营效率和盈利能力。提高净利润率能够提升净资产负债率，使公司达到最优运营模式。提高净利润率的途径有两种：提高公司议价权或降低成本费用。

**总资产周转率：**2021 年西藏天路总资产周转率为 43.38%，高于行业主板均值，高于新三板均值。

总资产周转率是企业一定时期的销售收入净额与平均资产总额之比,它是衡量资产投资规模与销售水平之间配比情况的指标。它体现了公司对总资产的利用效率。在不能有效提高毛利率的情况下，企业可通过提高总资产周转速度实现较好的净资产收益率。

**权益乘数：**2021 年西藏天路权益乘数为 3.19，低于行业主板均值，高于新三板均值。

权益乘数反映了企业财务杠杆的大小，权益乘数越大，说明股东投入的资本在资产中所占的比重越小，财务杠杆越大。其主要受资产负债率的影响，但同时也应考虑到相关风险因素，如：偿债风险、资金周转风险等。



## 五、行业分析

### 1. 行业介绍

建筑业门类具体分为房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装业及建筑装饰和其它建筑业。近几年来，国际工程承包市场的行业分布变化不大。世界最大承包商主要以美国、加拿大及欧洲为代表。我国国际工程承包状况主要表现为起步晚，发展快，2004年完成对外工程承包营业额174.7亿美元；但我国国际工程承包市场仍主要集中在亚洲、非洲地区。除此之外随着20世纪80年代中期国际工程承包市场劳动密集型工程的萎缩和复杂工程项目的增多，市场布局和承包工程的结构相应发生了调整，承包方式更加灵活多样，如工程技术服务、施工管理服务、经营和维护工程、建设经营转让工程及联合承包等，行业竞争也日趋激烈。

#### (1) 行业竞争状况

2006年，美欧日等发达国家大承包商资金充足，交付方式多种多样，在国际市场中占垄断地位，合同额占90%以上。

发展中国家在工程承包市场中的份额低主要有两个方面的原因。一是因为20世纪80年代以来劳动密集型工程和使用标准设备的工程逐渐减少，技术密集型的复杂工程项目比重增大，这种工程需专用设备、专门设计技术、专门施工技术和专门管理技术，除个别行业外，发展中国家的承包商在这类项目的竞争中处于劣势。二是1982年以来，发展中国家重要市场中东市场萎缩，市场规模急剧下降，而这一时期，北美市场一直比较繁荣。

#### (2) 市场容量日趋扩大

据世界银行预测，未来10年世界经济将保持3%左右的增长率，其中发展中国家的增长率达到5%以上。作为世界经济重要组成部分的工程建筑业，其市场规模也将随经济的增长而扩大。

#### (3) 技术水平发展迅速

在科技革命的推动下，国际工程承包领域日益注重运用新技术、新材料和新工艺等，随着国际工程承包市场的日趋成熟，对单一工程施工的用户需求趋于减少，对全面服务的需求大大增加，客户更多的是要求承包商提供一揽子工程项目解决方案，如BOT、DDB（开发+设计+建设）、DBFM（设计+建设+设施经营）、FPDBFM（融资+采购+设计+建设+设施经营）等项目日渐增多。

目前在国际工程承包招标和投标的过程中，垫付资金占项目融资的多少往往成为发包商决策的重要依据，发包商经常将工程包给那些报价较高但垫付资金较多的公司。带资承包和项目融资取代了由总承

包商同业主进行结算并以现汇支付方式为主的传统方式，出口卖方信贷、出口买方信贷等项目融资方式运用日趋普遍，成为国际工程承包的发展趋势。

#### （4）进入本行业主要障碍

我国现行的国际工程承包管理方式是采用经营许可制度，我国加入 WTO 后，服务贸易领域没有承诺完全开放，国际工程承包仍然继续采用经营许可方式。

##### A. 需以审批方式取得经营许可

根据原外经贸部《关于重新核定现有企业对外承包工程劳务合作和设计咨询经营范围的通知》（[1999]外经贸合发第583号的相关规定），申请全行业对外承包工程经营权的企业必须具备如下条件：  
（1）近三年在国外实施过3个以上、不同行业、单项营业额在1000万美元以上的工程项目；（2）企业注册资本超过2亿元人民币，资产负债率小于80%；（3）拥有不少于60名的工程预算、报价和管理人员，其中中级职称的专业技术人员不少于40人，高级职称的不少于15人，并有15名以上的项目经理；（4）三年来无对外承包工程经营劣迹，未受过外经贸部或其他有关主管部门的处罚。

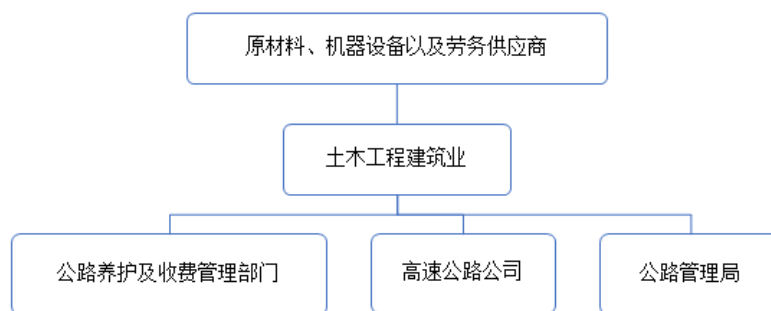
根据原外经贸部《关于部分调整对外承包工程、劳务合作经营资格条件的通知》（外经贸发展字[2001]735号）的有关规定：上年出口额达到5000万美元（中西部地区3000万美元）的经营机电设备为主（占年出口额60%以上）的外贸流通公司，可申请对外承包工程经营权。沿海地区申请企业的注册资本应在500万元人民币以上，中西部地区的应在300万元人民币以上。

##### B. 行业壁垒较高

国际工程承包业务是一种跨国经营行为，它受国际政治、经济等因素的影响和地缘、人缘等不确定条件的制约，因此对外承包工程和成套设备出口涉及我国对外关系，具有复杂的政治和经济因素，对技术和商务谈判有较严格的要求，国际工程承包具有较高的行业进入壁垒。

## 2. 产业链描述

土木工程建筑业产业链上游产业主要是基建所需的原材料供应商、机械设备的供应商和租赁方以及劳务供应商等，下游主要为公路养护及收费管理部门、高速公路公司、公路管理局等公路投资业主方。土木工程建筑行业的上下游产业链关系见下图：



土木工程建筑业的上游主要是基建所需的原材料供应商、机械设备的供应商和租赁方以及劳务供应商等。土木工程建筑业的主要原材料有沥青、水泥和钢材，原料和设备行业属于充分竞争市场。近年来，劳动力价格上涨是影响本行业利润的主要因素。

土木工程建筑业的下游行业主要为公路养护及收费管理部门、高速公路公司、公路管理局等公路投资业主方，业主发包项目通常通过招标方式开展业务，下游行业的影响主要体现在施工项目投资规模、进度安排以及工程款结算、回款等方面，对施工企业盈利性、现金流等财务指标影响比较直接。

土木工程建筑业本身并不存在区域性，但因项目业主多为地方公路主管部门的下属单位或公司，除了部分需要特级资质的项目由大型央企参与外，区域性公司一般利用其深入了解当地市场，具备当地团队、施工经验、合作伙伴等方面的优势，主要开拓当地市场，因而呈现一定的区域性特征。由于土木工程建筑施工主要在露天野外进行，受季节的影响较为明显，雨水较多季节或冬天寒冷季节对工程建设施工进度会造成较大影响。

目前国内的工程建筑企业正在稳步推进经营模式转型，逐步脱离劳动密集型经的旧模式，通过技术、管理、资金等手段提升盈利能力，中长期来看，未来我国建筑业企业利润水平有望缓步提升。

### 3. 国家政策

发布机构	名称	发布日期	相关内容
住建部	《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》	2016-05-20	进一步明确了发展工程总承包业务的重要意义和作用，积极鼓励建设单位优先采取工程总承包建设模式，并从完善工程总承包管理制度、提升工程总承包能力等方面提出了一系列意见

住建部	《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》	2016-07-06	主要阐明“十三五”时期，全面推进住房城乡建设事业持续健康发展的主要目标、重点任务和重大举措，是指导住房城乡建设事业改革与发展的全局性、综合性、战略性规划。
国务院办公厅	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	2017-02-21	统筹推进“五位一体”总体布局和协调推进“四个全面”战略布局，牢固树立和贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，按照适用、经济、安全、绿色、美观的要求，深化建筑业“放管服”改革，完善监管体制机制，优化市场环境，提升工程质量安全水平，强化队伍建设，增强企业核心竞争力，促进建筑业持续健康发展，打造“中国建造”品牌
国务院	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	2017-02-28	到 2020 年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化
住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	2017-04-26	“十三五”时期，我国经济发展进入新常态，增速放缓，结构优化升级，驱动力由投资驱动转向创新驱动。以发挥市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用为核心的全面深化改革进入关键时期。新型城镇化、京津冀协调发展、长江经济带发展和“一带一路”建设，形成建筑业未来发展的重要推动力和宝贵机遇。

住建部、发改委	《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》	2017-05-17	统筹城市交通系统、城市地下管线系统、城市水系统、城市能源系统、城市环卫系统、城市绿地系统、智慧城市7个方面提出“十三五”时期发展目标、规划任务和重点工程以指导各地城市市政基础设施建设有序发展
国务院办公厅	《关于开展工程建设项目审批制度改革试点的通知》	2018-05-14	文件提出在16个省市地区进行试点改革，其中提出要精减审批事项和条件。取消不符合上位法和不合规的审批事项。取消不合理、不必要的审批事项。对于保留的审批事项，要减少审批前置条件，公布审批事项清单。取消施工合同备案、建筑节能设计审查备案等事项。社会投资的房屋建筑工程，建设单位可以自主决定发包方式。

#### 4. 国内主要公司及商业模式

##### 中国铁建（601186）：

中国铁建股份有限公司主要业务为工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易。公司具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资等完善的行业产业链,具备为业主提供一站式综合服务的能力。在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域,确立了行业领导地位。中国铁建是中国乃至全球具实力、具规模的特大型综合建设集团之一,2018年《财富》“世界500强企业”排名第58位、“全球250家大承包商”排名第3位,2017年“中国企业500强”排名第14位。

##### 葛洲坝（600068）：

中国葛洲坝集团股份有限公司是以建筑工程及相关工程技术研究勘察设计及服务、基础设施投资建设及经营、房地产开发经营为核心业务，业务范围涵盖工程建设、工业制造、投资运营和综合服务。主要产品有工程建设、水泥生产、民用爆破、环保、高端装备制造、房地产业务、公路运营业务、水务业务、

融资租赁。公司是国家创新型企业，建立有完善的科技研发体系和技术专家体系。

#### 天健集团（000090）：

深圳市天健(集团)股份有限公司是一家以房地产开发行业、工程施工业、物业租赁为主的企业；公司主要提供商品住宅的开发及销售、工程施工劳务、物业租赁服务；天健集团位列“深圳企业100强排名”第62位，“广东省企业500强”第191位。天健物业位列“全国物业管理百强企业”第25位、“深圳市物业服务企业”第13位。市政总公司为国家高新技术企业，获广东省土木建筑科技创新先进企业、自主创新品牌称号。

#### 中钢国际（000928）：

中钢国际工程技术股份有限公司以工业工程与工业服务、市政工程与投资运营、节能环保和高新技术为主营业务的企业；中钢设备及其下属企业拥有冶金、建筑行业工程设计甲级、钢铁、建筑专业工程咨询甲级、环境工程专项设计、生态建设和环境工程咨询甲级、建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包贰级、特种设备设计、设备成套、设备监理、对外承包、对外贸易经营、环境污染治理设施运营等齐备的资质,拥有国家环境保护工业烟气控制工程技术中心、国家工业烟气除尘工程技术研究中心,通过了质量、职业健康安全和环境体系认证。

#### 山东路桥（000498）：

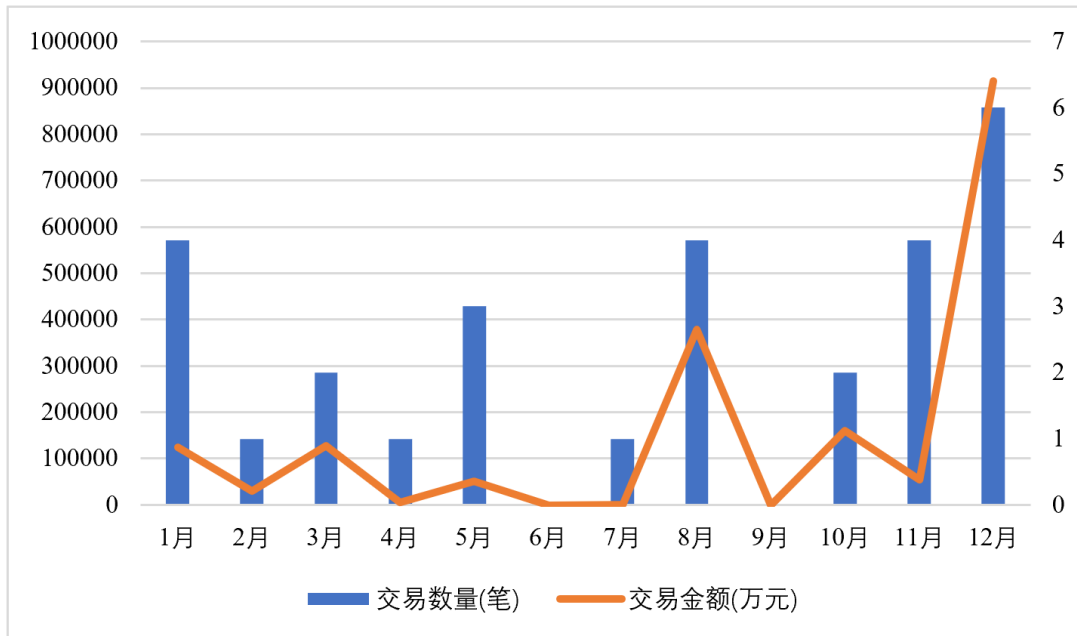
山东高速路桥集团股份有限公司系山东省路桥集团有限公司2012年于深交所上市,成为山东高速集团有限公司旗下上市公司之一。集团公司拥有公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级,工程设计公路行业甲级、市政行业甲级,建筑工程施工总承包一级,钢结构工程、桥梁工程、公路路面工程、公路路基工程、公路交通工程(公路安全设施)专业承包一级,隧道工程专业承包二级等资质,同时具有对外援助成套项目总承包企业资格。

## 5. 并购综述

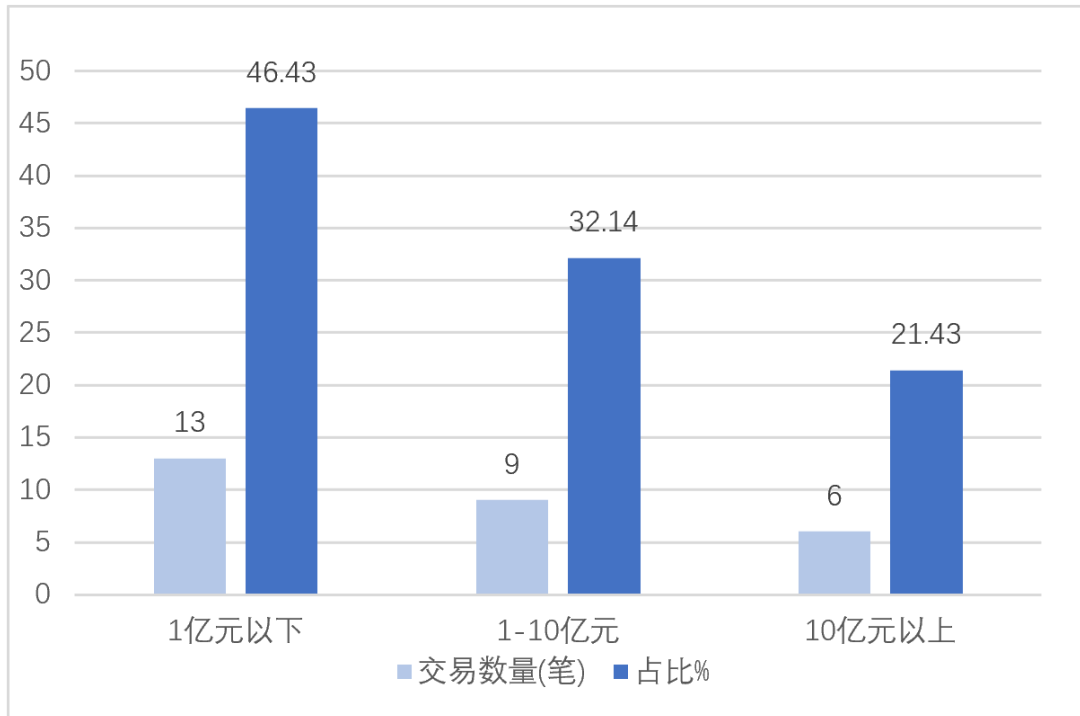
2019年1-12月，我国建筑业上市公司共完成并购交易28笔，披露的交易金额为184.64亿元，披露交易金额的并购交易中平均每笔交易金额为6.59亿元。从交易金额来看，发生最多的月份为2019年12月，金额达91.57亿元，其中中国中铁收购邦达公司涉及金额高达54.48亿元，这也是今年最大的一笔并购交易。另外，今年6月和9月没有并购交易完成。从交易笔数来看，2019年12月共完成6笔并购交易，远超其他月份，表现最为突出。（外币计价的交易均用当时汇率折算成人民币进行统计）2019年1-12月，我国建筑业上市公司共完成并购交易28笔，披露的交易金额为184.64亿元，披露交易金额的并购交易中平均每笔交易金额为6.59亿元。从交易金额来看，发生最多的月份为2019年12月，金额达91.57亿元，其中中国中铁收购



邦达公司涉及金额高达54.48亿元，这也是今年最大的一笔并购交易。另外，今年6月和9月没有并购交易完成。从交易笔数来看，2019年12月共完成6笔并购交易，远超其他月份，表现最为突出。（外币计价的交易均用当时汇率折算成人民币进行统计）



建筑业上市公司的并购交易金额普遍偏小，单笔交易在1亿元以下的并购有13笔，占比46.43%。交易金额在1至10亿元之间的有9笔交易，占比28.57%。单笔交易超过10亿元的并购有6笔，占比25.00%，分别为中工国际收购中国中元100%股权，交易金额12.71亿；北新路桥收购北新渝长100%股权，交易金额为10.82亿；葛洲坝向楚天高速及湖北交建转让其子公司葛洲坝集团公路运营有限公司100%股权，交易金额为34.57亿；中船科技收购海鹰集团100%股权，交易金额为21.10亿；中国中铁收购邦达公司60%股权，交易金额为54.48亿；宁波建工将公司29.92%的股权转让给宁波交通投资控股有限公司，交易金额为12.41亿。



(注：以上数据及文字均通过公开资料整理所得)



## 六、附录

## 附件 1：企业原始数据

附表 1-1 企业成长性评价原始数据

数据类别	变量名	数值	数据类别	变量名	数值
成长性指标	融资历史	4	经营能力	经营异常	0
	投资事件	3		招投标	161
	招聘	0			
创新能力	专利	21		动产抵押	0
	著作权	18		知识产权出质	0
	作品著作权	0		土地质押	
	商标信息	96		购地信息	0
	网站备案	1		行政处罚	0
	证书	62		欠税公告	0
信用水平	司法拍卖	0		严重违法	0
	限制消费令	0		股权出质	0
	被执行人	0		税收违法	0
	失信人	0		环保处罚	0
	法律诉讼	24		供应商	40
	开庭公告	18	电信许可	0	
	法院公告	1	送达公告	0	

	税务评级	6	风险水平	立案信息	19
	进出口信用	一般信用企业		风险信息	
盈利能力	分支机构	11		企业风险	141
	对外投资	26		法人风险	
	营业收入	577700.0			
	净利润	10000.0			

## 附录 2：分数和等级参考

附表 2-1 企评家成长性评价系统成长性等级描述

成长性得分分数范围	等级	企业评价描述
0-250	E	目前该企业正处于缓慢成长期，企业成长性的各项指标低于市场平均水平，成长性逐步提升。
250-400	D	目前该企业正处于低速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性逐步提升。
400-600	C	目前该企业正处于快速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性日益显著。
600-800	B	目前该企业正处于高速成长期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性日益显著。
800-1000	A	目前该企业正进入繁荣发展期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性十分显著。

## 附录 3：名词解释

### 1. 法人风险

“法人风险”记录了企业法人和高管的风险信息，本文所用数据为风险条数，包含法人和高管涉及的

法律诉讼条数等。

## 2. 绝对估值法

上市公司的绝对估值法与相对估值法相对，主要采用的是现金流贴现和红利贴现的方法，主要包括公司自由现金流(FCFF)、股权自由现金流(FECE)和股利贴现模型(DDM)。贴现现金流模型是运用收入的资本化定价方法来决定普通股票的内在价值。

## 3. 相对估值法

相对估值法是挖掘那些具有扎实基础但是市场价值相对较低的公司的一种简单的方法。其特点是采用乘数来评定上市公司的相对价值和绩效，较为简便，如市盈率估值法、市净率估值法、企业价值乘数法、市盈增长率估值法、市销率估值法、市售率估值法等。

## 4. FCFF 模型

FCFF 模型 (Free cash flow for the firm) 由美国学者拉巴波特于 20 世纪 80 年代提出，指利用公司自由现金流对整个公司进行估价，而不是对股权。自由现金流概念是指企业产生的、在满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供企业资本供应者/各种利益要求人 (股东、债权人) 分配的现金。

## 5. FCFE 模型

FCFE 股权自由现金流模型 (Free Cash Flow to Equity) 的来源是现金流贴现定价模型，这种方法只对杠杆企业项目所产生的属于权益所有者的现金流量进行折现，折现率为权益资本成本。