

建筑装饰

证券研究报告
2019年05月08日

营收稳健增长凸显经营稳定性，资产负债结构持续优化——建筑央企 2018 年年报及一季报汇总分析

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《建筑装饰-行业专题研究:行业 19Q1 基金持仓报告:装饰、园林获小幅增仓,基建减仓;行业吸引力有待提升》
2019-05-01
- 2 《建筑装饰-行业深度研究:发展趋势+政策东风,市域快轨步入建设快车道》
2019-04-19
- 3 《建筑装饰-行业点评:基建投资结构性强势仍在,后期反弹有望持续》
2019-04-17

央企新签订单增速普遍降低, 订单增速计划趋于保守

2018 年大建筑央企新签订单总额为 8.37 万亿, 较去年同期增长 10%。多家央企 2018 年新签订单同比增速呈下降趋势, 去年持续去杠杆, 加之去年上半年大基建项目批复停滞, 固定资产投资增速下滑, 或成大建筑央企新签订单增长乏力的主因。随着后续整体经济步入结构性宽松的阶段, 以及财政相关支出的快速投入所表现的通过合规基建建设适度“托底”的意愿, 我们预计大建筑央企未来订单量会有边际改善。

大部分央企营收稳步提升, PPP 表外收入占比持续上升

2018 年建筑央企行业整体营收较上年同期增长 15.66%, 增速较上年同期增长 5.6 个百分点。在 2018 年整体市场环境不佳的情况下, 建筑央企仍能实现较好的营收增速, 凸显经营稳健性。建筑央企与 PPP 等投资项目出表相关的联营企业和合营企业数量自 2016 年以来均呈现上升趋势, 由此带动的建筑央企 2018 年相应的出表收入占比也有所提升。由于 PPP 项目既可适当减少资金沉淀, 减轻央企资金压力, 但考虑到 PPP 新政策加强了对项目运作的监管, 预计未来 PPP 表外收入占比能有所增长, 但增幅有限。2018 年和 2019 年一季度大建筑央企行业整体毛利率均较上年同期有所增加。大部分建筑央企在境内非施工业务、境外毛利率方面均有所提升。

期间费用率增加, 净利率小幅下降

2018 年、2019 年一季度大建筑央企板块行业整体期间费用率均较上年同期上升, 各家公司管理费用率上升或为主要原因。2018 年大建筑央企板块行业整体研发费用率呈上升趋势, 增加 0.25 个百分点至 1.62%。呈现上升趋势的各家央企的共性在于积极投入研发工作, 提升了研发费用占比。但考虑到财税新规, 我们认为企业大力增加研发费用有一定抵税动机。2018 年大建筑央企归母净利润增速为 8.01%, 较去年同期大幅下降 8.36 个百分点, 低于同期营收增速。费用率增加、少数股东损益增加是主要因素。

资产负债率稳步下降, 付现比上升议价能力有所弱化

2018 年大建筑央企板块行业整体资产负债率为 76.84%, 2019 年一季度行业整体资产负债率环比 2018 年末微幅增加 0.07 个百分点。各家央企通过集中清理低质量项目、市场化债转股、PPP 收入出表、资产证券化等措施优化资产负债结构。

投资建议

在 2018 年整体市场环境不佳的情况下, 净利率小幅下降, 但建筑央企依靠其充足的在手订单维持着稳健的增速。但考虑到一季度订单增速普遍不高, 未来营收增长压力加大。PPP 表外收入占营收比重持续增加, 我们预计未来 PPP 等投资业务表外收入占比将有所提升, 但严监管下增幅可能有限。建筑央企通过集中清理低质量项目、市场化债转股、PPP 收入出表、资产证券化等措施优化资产负债结构, 同时其现金流情况预计将得到一定程度的改善。目前, 各家建筑央企估值仍处于较低水平, 年初至今涨幅位列所有行业倒数。随着基建链条发力持续性进一步增强, 应有较好的投资机会。综上, 我们维持“强于大市”的评级。

风险提示: 项目推进不及预期、固定资产投资增速下滑

内容目录

1. 央企新签订单增速普遍降低，订单增速计划趋于保守	4
2. 大部分央企营收稳步提升，PPP表外收入占比持续上升	5
2.1. 大部分央企营收稳健增长，凸显稳健经营	5
2.2. SPV 数量持续增加带动 PPP 表外收入占比显著提升	6
2.3. 行业景气度提升，建筑央企毛利率空间有望小幅提升	7
3. 期间费用率增加，净利率小幅下降	8
3.1. 大部分建筑央企期间费用率小幅上升，管理费用率增加成主因	8
3.2. 资产减值损失占营收比重持续降低，后续有望持续	11
3.3. 总体净利率小幅下降，或受期间费用率上升影响	12
4. 资产负债率稳步下降，付现比上升议价能力有所弱化	13
4.1. 资产负债率同比下降，去杠杆稳步推进	13
4.2. 资产周转率持续下降，投资类业务增长导致回款结转速度减慢	13
4.3. 付现比上升，或受环保督察影响议价能力减弱	15
5. 投资建议	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 2017、2018 年建筑央企新签订单金额同比增长率	4
图 2: 2018Q1、2019Q1 建筑央企新签订单金额同比增长率	4
图 3: 2017、2018 建筑央企营收增速	6
图 4: 2018Q1、2019Q1 建筑央企营收增速	6
图 5: 建筑央企出表 SPV 数量	6
图 6: 投资业务出表收入占比	6
图 7: 2015-2019Q1 建筑央企剔除营改增后毛利率	7
图 8: 2017、2018 年建筑央企个股毛利率	7
图 9: 2018Q1、2019Q1 建筑央企个股毛利率	7
图 10: 2017、2018 年境内毛利率	8
图 11: 2017、2018 年境外毛利率	8
图 12: 2015Q1-2019Q1 建筑央企期间费用率	9
图 13: 2017、2018 建筑央企个股期间费用率	9
图 14: 2018Q1、2019Q1 建筑央企个股期间费用率	9
图 15: 2017、2018 建筑央企销售费用率	9
图 16: 2018Q1、2019Q1 建筑央企销售费用率	9
图 17: 2017、2018 建筑央企业管理费用率	10
图 18: 2018Q1、2019Q1 建筑央企业管理费用率	10
图 19: 2017、2018 建筑央企财务费用率	10
图 20: 2018Q1、2019Q1 建筑央企财务费用率	10

图 21: 2017、2018、2019Q1 研发费用率	11
图 22: 2017、2018 建筑央企资产减值损失/营收	12
图 23: 2018Q1、2019Q1 建筑央企资产减值损失/营收	12
图 24: 2017、2018 年建筑央企净利率	12
图 25: 2018Q1、2019Q1 建筑央企净利率	12
图 26: 2017、2018 年建筑央企净利润增速	12
图 27: 2018Q1、2019Q1 建筑央企净利润增速	12
图 28: 2017、2018 建筑央企资产负债率	13
图 29: 2018、2019Q1 建筑央企资产负债率	13
图 30: 2017、2018 建筑央企总资产周转率	14
图 31: 2018Q1、2019Q1 建筑央企总资产周转率	14
图 32: 2017、2018 建筑央企应收账款及应收票据周转天数	14
图 33: 2018Q1、2019Q1 建筑央企应收账款及应收票据周转天数	14
图 34: 2017、2018 年建筑央企长期应收款项占营收比重	15
图 35: 2018Q1、2019Q1 建筑央企长期应收款项占营收比重	15
图 36: 2015-2019Q1 建筑央企付现比	15
图 37: 2017、2018 建筑央企付现比	15
图 38: 2018Q1、2019Q1 建筑央企付现比	15
图 39: 2015-2019Q1 建筑央企收现比	16
图 40: 2017、2018 建筑央企收现比	16
图 41: 2018Q1、2019Q1 建筑央企收现比	16
图 42: 2015-2019Q1 建筑央企经营性现金流净额 (百万)	17
图 43: 2017、2018 建筑央企经营性现金流净额 (百万)	17
图 44: 2018Q1、2019Q1 建筑央企经营性现金流净额 (百万)	17
表 1: 建筑央企 2018 年新签订单完成情况及 2019 年新签订单计划	4
表 2: 建筑央企 2018 年营收完成情况及 2019 年营收计划	5
表 3: 建筑央企 2018 年订单保障系数	5

1. 央企新签订单增速普遍降低，订单增速计划趋于保守

2018 年大建筑央企新签订单总额为 8.37 万亿，较去年同期增长 10.08%。从完成订单及营收计划的角度来看，中国交建未完成 2018 年新签订单目标，或因港口建设及铁路建设 2017 年基数太高，2018 年订单下滑导致作为主营业务的基建订单减少。

表 1：建筑央企 2018 年新签订单完成情况及 2019 年新签订单计划

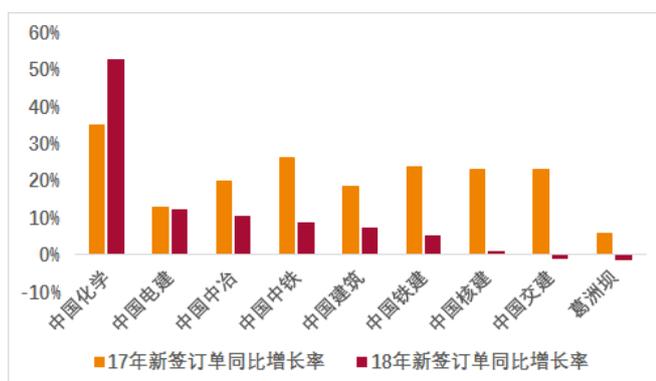
公司名称	2018 年订单目标	2018 年实际新签订单金额	2018 年订单实际增速	2019 年订单目标	2019 年订单计划增速
中国建筑	超 2.6 万亿	2.63 万亿	1.15%	2.82 万亿	7.22%
中国中铁	1.48 万亿	1.69 万亿	14.19%	1.8 万亿	6.5%
中国铁建	1.51 万亿	1.58 万亿	4.64%	1.66 万亿	5.1%
中国交建	新签合同额增长 8% (2017 年新签合同额为 9000.2 亿)	8908.73 亿元, 完成目标的 94%	-6%	新签合同额目标计划为同比增速不低于 8%	8%
中国中冶	未披露	6657.44 亿	-	未披露	
中国电建	4475 亿	4558.14 亿	1.86%	4930 亿	8.2%
中国化学	1100 亿	1450.11 亿	31.83%	1616 亿	11.44%
中国核建	875 亿	878.94 亿	0.45%	921 亿	4.8%
葛洲坝	2200 亿	2230.74 亿	1.4%	2320 亿	4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

除中国化学外，其余 8 家央企 2018 年新签订单同比增速均呈不同程度的下降趋势，其中，中国交建和葛洲坝更出现负增长。去年整体市场环境不佳，加之 2018 年上半年大基建项目批复停滞，固定资产投资增速下滑，或成大建筑央企新签订单增长乏力的主要原因。

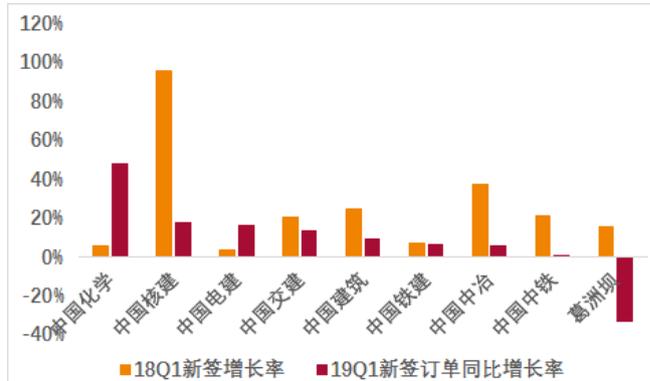
从个股情况看，中国化学订单高速增长主因公司确立“突出主业、相关多元化”的发展方向，非化工市场订单持续增长。中国交建受基建投资下滑影响，新签订单增速-1.02%，较上年同期的 23%大幅下滑，但注意到公司 Q4 新签订单增速已改善至 10%，在 2019 年基建投资增速明朗背景下，公司订单增速有望实现回升。葛洲坝全年新签合同额为 2230.74 亿，同减 1.32%，订单增速稍有回落但维持相同体量，未来有望受益高潜力市场多元化布局、基建投资回暖和一带一路推进而改善，推动业绩增速回到正常水平。

图 1：2017、2018 年建筑央企新签订单金额同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018Q1、2019Q1 建筑央企新签订单金额同比增长率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年一季度大建筑央企新签订单增速普遍较低，除中国化学该值处于高位 (48%)，中国电建较同期小幅提升 (+12.41%)，中国铁建基本持平上年外，其他央企增速较上年同期均有不同幅度的下滑。其中，中国化学较上年同期增长 42.68 个百分点，主要受益于公司多元化战略，订单增速持续走高；中国核建 (-78.5%) 下滑幅度最大，或因核电项目审批停滞等原因，致使公司军工工程板块新签订单数量同比大幅下滑，核电工程板块增长不明显；葛洲坝 (-33%) 因国内新签订单增速大幅下滑致使新签订单增速为负。

预计大建筑央企未来订单量会有边际改善，原因如下：第一，后续整体经济有可能步入结构性宽松的阶段，基建投资或受益于货币政策的结构性宽松，基建是各种经济主体中难得可控的、历来被用于对冲经济下滑的有效措施之一，作为基建领域龙头企业的建筑央企在资金环境改善下受益；第二，从基建投资分项中的结构差异，以及财政相关支出的快速投入仍然可以看到通过合规基建建设适度“托底”经济的意愿，基建补短板的政策目前看来依然具有延续性。作为基建建设的主力军，建筑央企有望承担较大部分基建补短板的任务并从中受益。

2. 大部分央企营收稳步提升，PPP 表外收入占比持续上升

2.1. 大部分央企营收稳健增长，凸显稳健经营

2018 年建筑央企行业整体营收较上年同期增长 12.01%，增速较上年同期增长 2.94 个百分点。主因大部分建筑央企 2018 年超额完成营收目标，营收增速良好。在 2018 年整体市场环境不佳的情况下，大建筑央企仍能实现较好的营收增速，凸显建筑央企经营的稳健性。

表 2：建筑央企 2018 年营收完成情况及 2019 年营收计划

公司名称	2018 年营收目标	2018 年营收计划增速	2018 年实际营收金额	2018 年营收实际增速	2019 年营收目标	2019 年营收计划增速
中国建筑	超 1.1 万亿	4.29%	11993 亿	13.71%	1.27 万亿	5.9%
中国中铁	6700 亿	-3.37%	7404.4 亿	6.79%	7500 亿	1.29%
中国铁建	7008 亿	2.91%	7301.2 亿	7.22%	7508 亿	2.83%
中国交建	4900	6.02%	4908.72 亿	6.21%	营业收入目标计划为同比增速不低于 10%	10%
中国中冶	2580 亿	5.74%	2895 亿	18.65%	3050 亿	5.35%
中国电建	2835 亿	6.25%	2946.78 亿	10.44%	3151 亿	6.93%
中国化学	670 亿	14.39%	814.45 亿	39.05%	935 亿	14.8%
中国核建	470.5 亿	3.44%	513.55 亿	12.9%	577 亿	12.36%
葛洲坝	1300 亿	21.71%	1006.25 亿	-5.79%	1150 亿	14.29%

资料来源：Wind，天风证券研究所

虽然 2018 年建筑央企的新签订单增速都表现出不同程度的下滑趋势，但仍能保持良好的营收增速，原因或许在于：第一，各家央企的在手订单情况良好，能够有效帮助企业维持稳定收入；第二，2018 年地产表现出明显回暖迹象，多家建筑央企地产板块因此受益。

表 3：建筑央企 2018 年订单保障系数

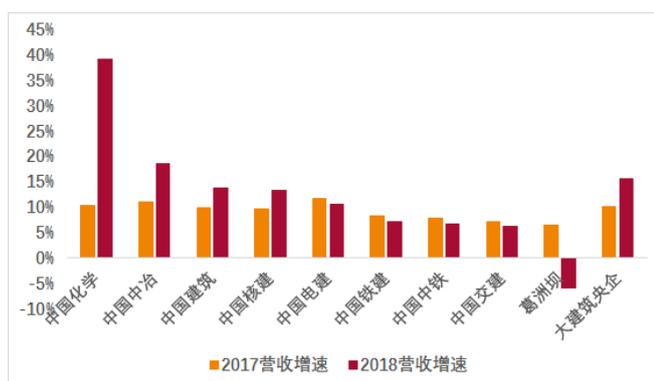
	2017 年末在手订单 (亿)	订单保障系数
中国建筑	31000	3.23
中国中铁	25719	4.00
中国铁建	23966	3.81
中国交建	16897	3.91
中国电建	8666	3.63
中国核建	1250	3.01
葛洲坝	2987	2.98

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：中国交建 2017 年营收中已扣除振华重工部分。

从个股来看，中国化学营收增速从 2017 年的 10.35% 增加了 28.7 个百分点，增幅位列第一，主要受益于化工产品涨价、煤化工的经济性凸显、政策支持力度加大。中国中冶、中国建筑、中国核建分别上升 7.53、3.95、3.65 个百分点。葛洲坝营收增速由正转负，主要系基建投资增速下行、国际工程项目进度低于预期以及环保督查等因素所致，但考虑到 2018 年四季度单季营收 332 亿，较同期增长 2.2%，呈现回暖迹象，我们认为随着基建回暖以及

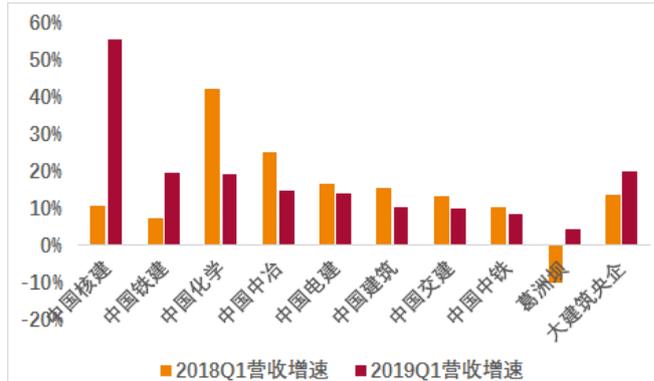
公司管理层调整完成，2019 年全年营收增速有望稳步回升。

图 3：2017、2018 建筑央企营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2018Q1、2019Q1 建筑央企营收增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年一季度大建筑央企营业收入总额为 9038 亿元，较去年同期增长 12.23%，增速下滑 0.47 个百分点。个股方面，2019 年一季度中国核建增速靓丽，达 55.35%，较上年同期增长 44.93 个百分点，主要是市场开发效果良好，板块收入增加所致。2019 年 4 月公司顺利发行 30 亿元可转债，募集资金将主要用于投资建设 4 个 PPP 项目，公司在手订单充足，随着基建、地产等领域行业整体景气修复，公司营业收入有望迎来新一轮的增长。

环比 2018 年四季度，中国交建 2019 年一季度营收实现明显回暖，或因基建投资复苏态势。葛洲坝（3.9%）或因水泥业务和环保收入政府补助收入增加，推动营收增速转正；中国化学、中国中冶增速下滑明显，分别下降了 23.1 和 10.61 个百分点，中国中铁、中国交建、中国建筑、中国电建均有小幅下降。中国化学或因处理部分投资使得投资收益减少、一季度捐赠支出同比增加、信用减值损失大幅增加导致营业收入下降显著。

2.2. SPV 数量持续增加带动 PPP 表外收入占比显著提升

从大建筑央企的年报和半年报中，我们在公司披露的联营企业和合营企业中进行仔细筛选，剔除不符合要求的各类装备企业、投资公司等，逐一甄别特殊目的载体（SPV），跟踪建筑央企各年度 SPV 公司数量变化情况。此外，我们根据公司披露的关联方交易金额，从中筛选出各家央企的 PPP 表外收入，将其与公司营收进行比较。由于 PPP 项目既可适当减少资金沉淀，减轻央企资金压力，又具有天然的高杠杆属性，因此明确投资业务出表收入占营收的比重对于剖析央企实际经营状况至关重要。

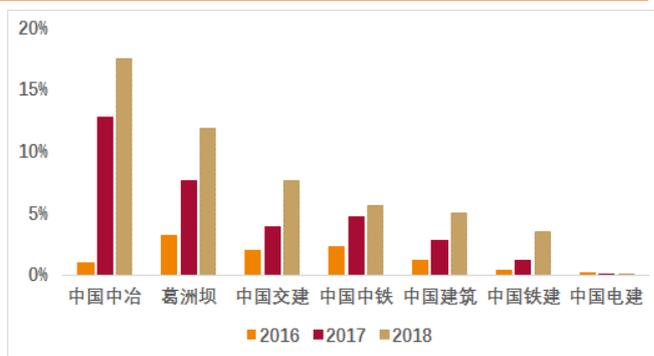
我们发现，除中国化学（公司本身很少涉及 PPP 业务）、中国中冶因本身 SPV 公司数量众多，或受 PPP 项目清理影响，在 2018 年 SPV 公司显著减少之外，其余 6 家建筑央企与 PPP 等投资项目出表相关的联营企业和合营企业数量自 2016 年以来均呈现上升趋势。

图 5：建筑央企出表 SPV 数量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：投资业务出表收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

与 PPP 等投资项目出表相关的联营企业和合营企业数量逐年增加，由此带动的建筑央企 2018 年相应的出表收入占比也有所提升，约为 5.73%，较 2017 年的 3.53% 提升了 2.2 个百分点。所列 7 家央企除中国电建（公司 PPP 业务占比极小）外，该值均有不同程度的增加。

个股方面，中国中冶 2018 年 PPP 等投资业务表外收入占比约为 17.48%，占比较上年同期的 12.78% 上升了 4.7 个百分点，占比和增幅均位列第一。这与中国中冶联营合营企业数量大、公司大力发展高端房建、高速公路、市政交通基础设施、地下综合管廊等非钢工程市场的公司战略有关。葛洲坝 2018 年 PPP 等投资业务表外收入占比 11.9%，较去年同期提升 4.28 个百分点，这与公司实施生态环保战略，积极承接环境治理类 PPP 项目有关。中国交建 2018 年 PPP 等投资业务表外收入占比约为 7.59%，较上年同期增加 3.64 个百分点。

我们预计未来 PPP 等投资业务表外收入占比将有所提升，但增幅可能有限，原因在于：

（1）PPP 项目属于投资类业务，具有高杠杆属性，并表后会使得企业资产负债率提高。在国资委要求去杠杆的要求下，建筑央企对于并表 PPP 项目的承接将会更加谨慎；

（2）出表 PPP 可适当减少资金沉淀，一部分资本金的投资可由合营企业和/或联营企业承担；

（3）PPP 政策文件持续约束，对于 PPP 项目运作提出更为严格的限制条件，使得建筑央企承接 PPP 项目较为不利。

综合上述原因，我们认为 2019 年全年建筑央企收入结转能够保持稳定增速，但由于一季度订单增速普遍不高，要提升全年营收增速幅度，后期的增长压力或许较大。

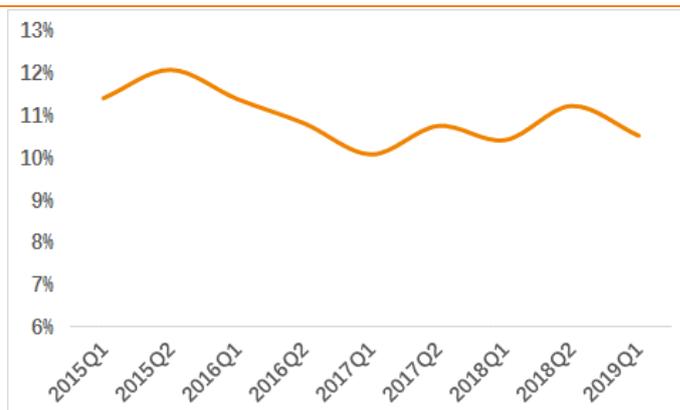
2.3. 行业景气度提升，建筑央企毛利率空间有望小幅提升

2018 年大建筑央企行业整体毛利率为 11.68%，较上年同期增加 0.59 个百分点。除中国交建、中国中冶、中国化学外，其余央企 2018 年毛利率均有不同程度的上升。

中国交建毛利率下降主要系基建建设业务、基建设计业务毛利率下降所致；中国中冶毛利率下降主要系项目竞争激烈及分包材料成本上升导致利润空间压缩；中国化学毛利率下降主要系全球石油价格上涨导致原材料涨价挤压了利润。

葛洲坝 2018 年毛利率 16.33%，同比增加 3.26 个百分点，主因水泥板块受益行业高景气度、毛利率较高的地产及运营板块收入提升。中国建筑 2018 年毛利率较上年提升 1.4 个百分点，主因前期土地获得成本低扩大了利润空间，致使地产板块毛利增幅扩大。

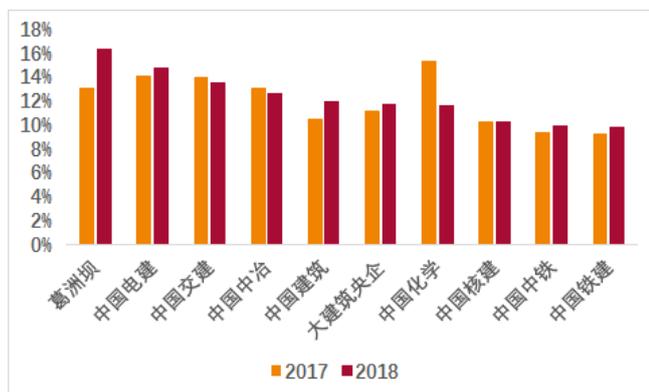
图 7：2015-2019Q1 建筑央企剔除营改增后毛利率



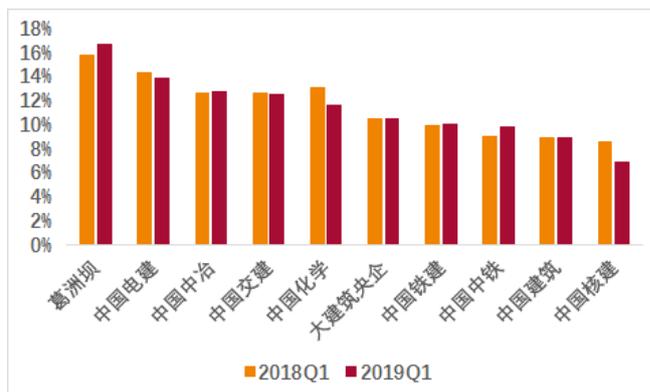
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2017、2018 年建筑央企个股毛利率

图 9：2018Q1、2019Q1 建筑央企个股毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2019 年一季度行业整体毛利率为 10.52%，较去年同期微幅上升 0.1 个百分点。

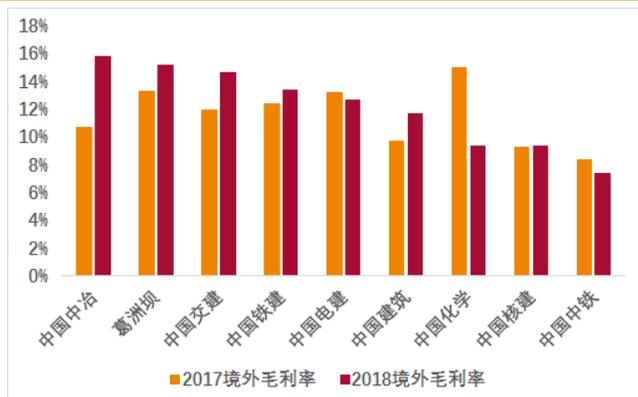
所列的 9 家央企中，中国核建、中国化学、中国电建的毛利率下降较为明显，分别下滑 1.7、1.36、0.41 个百分点；中国交建微幅下降 0.13 个百分点。其余 5 家建筑央企的毛利率水平均有不同程度的增加，其中葛洲坝和中国中铁增幅显著，分别增加 0.89 和 0.81 个百分点。由于水泥销售价格上涨，葛洲坝水泥板块或贡献较多毛利；中国中铁的装备制造、施工和房地产毛利率分别增加 2.09、0.33、0.17 个百分点，或为毛利提升的主要原因。

图 10: 2017、2018 年境内毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 2017、2018 年境外毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注：由于中国中冶未披露境内境外毛利率或相关的营收和成本数据，故在统计境内外毛利率时将其予以剔除。

我们认为毛利率仍有一定的提升空间：原因在于：（1）境内毛利率方面，大部分建筑央企均有所提升，非工程业务表现突出。葛洲坝高速公路和水利发电业务毛利率分别高达 62.05% 和 41.85%，高毛利的公路和水务运营业务的快速发展或是公司境内毛利率居高位的原因。中国建筑毛利率较上年提升 1.4 个百分点，主因地产业板块前期土地获得成本低，利润空间扩大所致。（2）境外毛利率方面，大部分建筑央企增幅明显。随着中国“一带一路”的持续推进，建筑企业“走出去”的速度和质量也在不断提升，我们预计后续建筑央企有望持续从海外订单中获益。

3. 期间费用率增加，净利率小幅下降

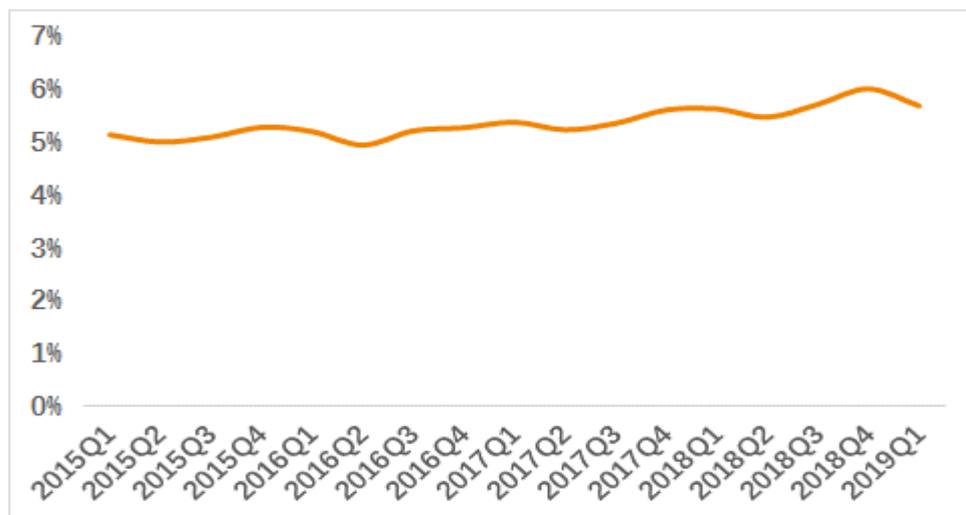
3.1. 大部分建筑央企期间费用率小幅上升，管理费用率增加成主因

2018 年 6 月 15 日，财政部发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，对尚未执行新金融准则和新收入准则的企业、已执行新金融准则或新收入准则的企业分别制定了新的财务报表格式。原管理费用拆成了管理费用和研发费用。本报告将管理费用和研发费用加总，按原有口径与之前的数据进行对比分析。

2018 年大建筑央企板块行业整体期间费用率为 6.01%，较上年同期的 5.61% 上升了 0.4 个百分点，主因各家公司管理费用率上升较为明显。从个股来看，葛洲坝上升 2.26 个百分点，从 2017 年的 8.02% 增加至 2018 年的 10.29%，中国化学下降 2.02 个百分点，从 2017 年的 8.56% 减至 2018 年的 6.54%，中国交建、中国核建小幅下降，其余央企均有不同程度的增加。

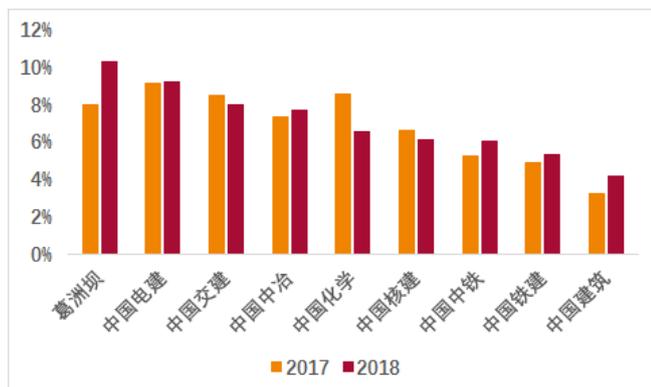
2019 年一季度大建筑央企板块行业整体期间费用率为 5.69%，较 2018 年一季度的 5.63% 小幅上升 0.06 个百分点。从个股来看，除中国化学小幅下降 0.1 个百分点降至 6.86% 之外，其余央企该值均不同程度增加。其中，葛洲坝、中国铁建、中国交建分别增加 1.16、1.1、0.83 个百分点至 10.35%、5.89%、8.26%。

图 12：2015Q1-2019Q1 建筑央企期间费用率



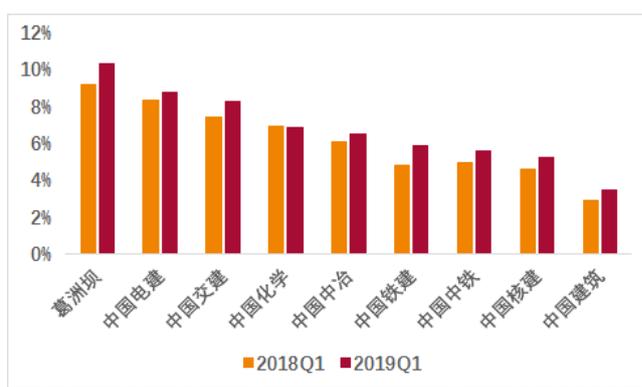
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2017、2018 建筑央企个股期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2018Q1、2019Q1 建筑央企个股期间费用率



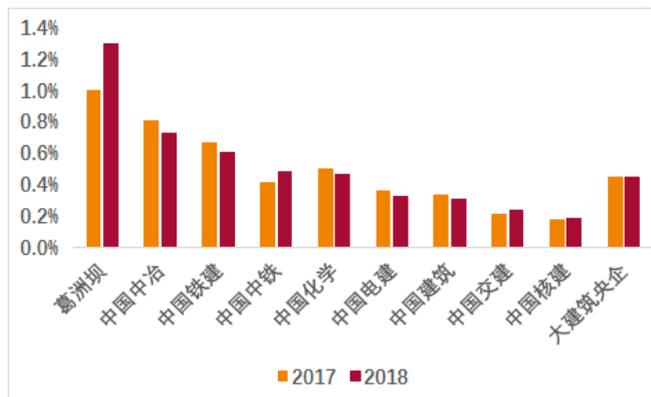
资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年大建筑央企行业整体销售费用率小幅下降 0.01 个百分点至 0.44%。从个股来看，可比的 9 家建筑央企中有 3 家表现出上升趋势，其中葛洲坝增幅最大，上升 0.29 个百分点，中国中铁和中国交建分别增加 0.07 和 0.03 个百分点，增加至 0.48% 和 0.24%。

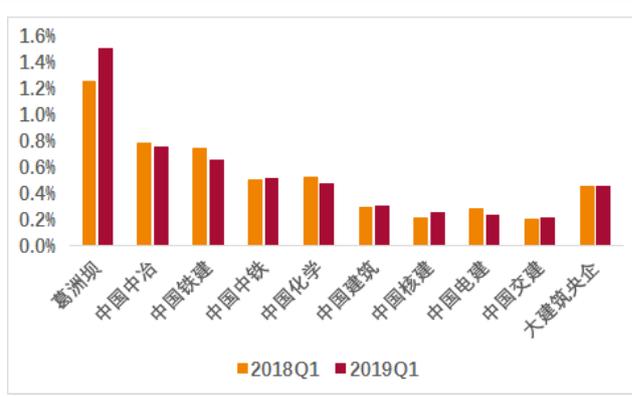
2019 年一季度大建筑央企行业整体销售费用率为 0.45%，与上年同期持平。从个股来看，葛洲坝销售费用率增加 0.25 个百分点，中国铁建、中国化学和中国电建销售费用率分别下降 0.09、0.05、0.05 个百分点。

图 15：2017、2018 建筑央企销售费用率

图 16：2018Q1、2019Q1 建筑央企销售费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



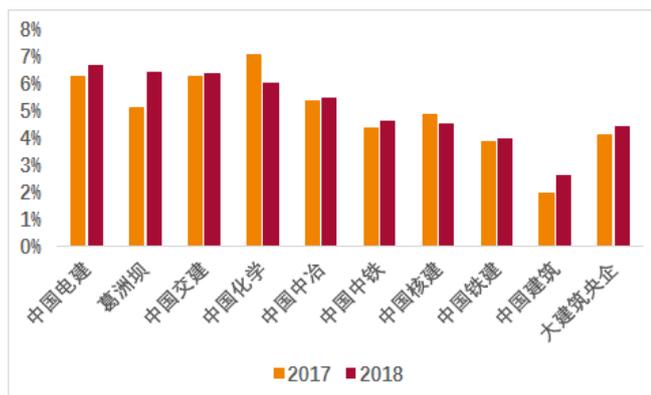
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年, 大建筑央企业管理费用率行业整体呈上升趋势, 增加了 0.33 个百分点至 4.42%。各家央企职工薪酬均随企业效益增加而提升, 或为管理费用增加的主要原因。从个股来看, 除中国化学以及中国核建因营收增幅较大导致管理费用率同比下降 1.06 和 0.39 个百分点外, 其余央企均呈正增长。葛洲坝管理费用率同比增加 1.44 个百分点, 主要是由于职工薪酬和折旧摊销有所增加。

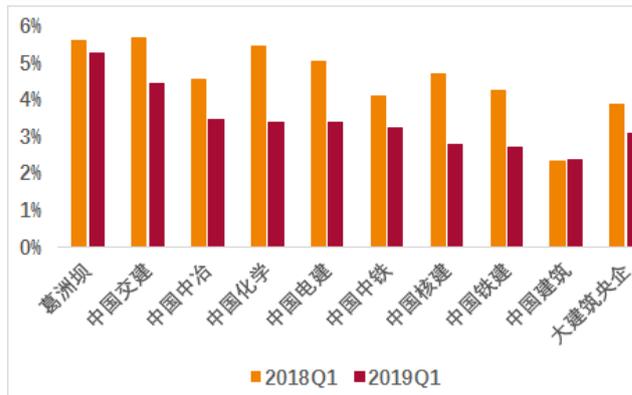
2019 年一季度大建筑央企业管理费用率同比上升 0.2 个百分点, 增至 4.07%。除中国核建和中国中冶有不同程度降低之外, 其余央企均呈上升趋势。

图 17: 2017、2018 建筑央企业管理费用率

图 18: 2018Q1、2019Q1 建筑央企业管理费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



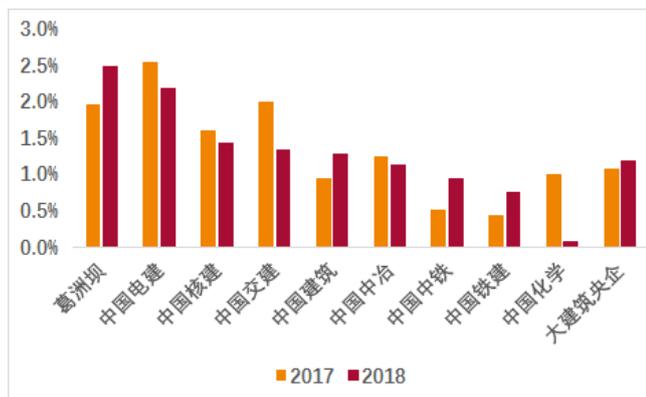
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年大建筑央企财务费用率为 1.19%，较去年同期上升了 0.11 个百分点，主因 2018 年资金压力大，融资成本提升导致利息支出增加。可比的 9 家央企中有 4 家呈上升趋势，其中葛洲坝增加了 0.53 个百分点至 2.47%，主要为借款增加、利息支出增加所致。中国化学减少 0.92 个百分点降至 0.08%，主要由于人民币贬值导致汇兑收益增加。中国电建减少 0.35 个百分点至 2.18%，主因利息收入增加与汇兑净收益减小。中国交建减少 0.66 个百分点至 1.33%，主因汇率变动实现汇兑收益。

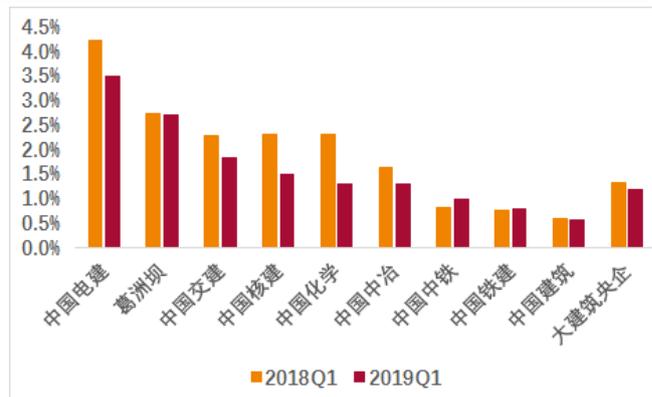
2019 年一季度大建筑央企财务费用率为 1.2%，较去年同期下降 0.11 个百分点。大建筑央企财务费用率普遍下降或因利息费用的增速小于一季度营收的增速。中国中铁财务费用率增加是因为外部融资规模和成本增加，以及因开展资产证券化业务而导致的利息支出增加。除中国中铁和中国铁建分别小幅增加 0.16 和 0.03 个百分点之外，其余央企财务费用率均成下降趋势。中国电建、葛洲坝、中国交建 2019 年一季度的财务费用率分别为 3.49%、2.7%、1.81%，分别较去年减少了 0.72、0.02、0.47 个百分点。

图 19: 2017、2018 建筑央企财务费用率

图 20: 2018Q1、2019Q1 建筑央企财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

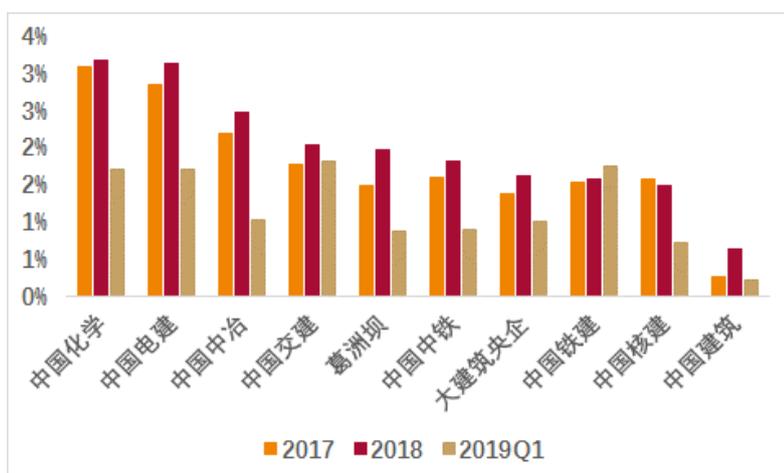


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于未披露 2018 年一季度研发费用情况，因此不同比 2019 年一季度研发费用率。

2018 年，大建筑央企板块行业整体研发费用率呈上升趋势，增加 0.25 个百分点至 1.62%。呈现上升趋势的各家央企的共性在于研发人员费用和直接材料费用增加，表现出公司积极投入研发工作，提升了研发费用占比。企业大力增加研发费用，也或许出于抵税动机（财税[2018]99 号规定，企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，在按照实际发生额的 75% 在税前加计扣除）。

图 21：2017、2018、2019Q1 研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

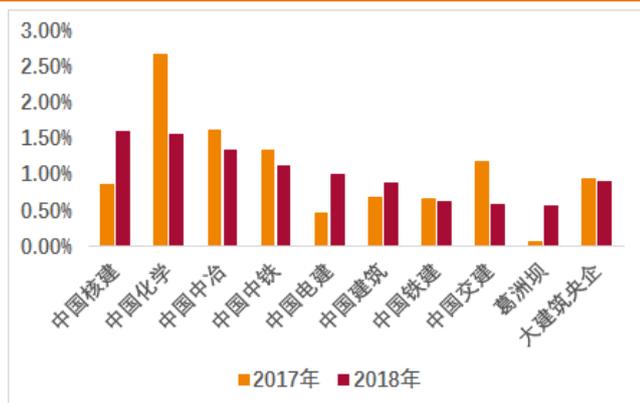
3.2. 资产减值损失占营收比重持续降低，后续有望持续

注：在对比资产减值损失时，将资产减值损失和信用减值损失加总进行对比。

2018 年，大建筑央企行业整体在资产减值损失占比方面呈微幅下降趋势，略微减少 0.03 个百分点降至 0.89%。主因年度内有 2 家央企该值下降显著，分别为中国化学（下降 1.12 个百分点）、中国交建（下降 0.61 个百分点）。主因这两家公司加强项目资金回收力度、坏账损失未有较大幅度增长（中国化学年内收回坏账准备金增加较多，坏账计提较前值有所减少）。其余央企（除中国铁建微幅下降外）该值均有不同程度的上升。其中，中国核建、中国电建、葛洲坝分别上升 0.74、0.52、0.5 个百分点。中国电建资产减值损失的增加主要是由于应收账款增加，计提的坏账准备增加所致。

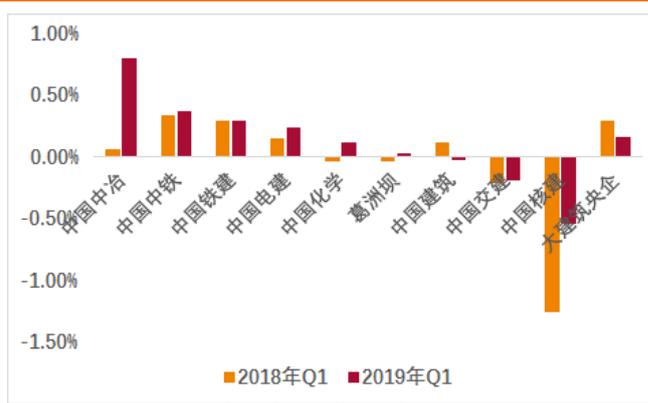
2019 年一季度大建筑央企行业整体在资产减值损失占比方面依然延续下滑趋势，减少了 0.13 个百分点降至 0.15%。其中，中国中冶资产减值损失占比大幅提升主因大量计提信用减值损失。由于中国中铁、中国交建、中国中冶、中国化学等央企在前期计提较多的资产减值损失，后续计提的金额或因控制项目质量等原因回归正常水平，因此我们预计未来建筑央企资产减值损失占营收比重会逐渐回落并保持在健康水平。

图 22：2017、2018 建筑央企资产减值损失/营收



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2018Q1、2019Q1 建筑央企资产减值损失/营收



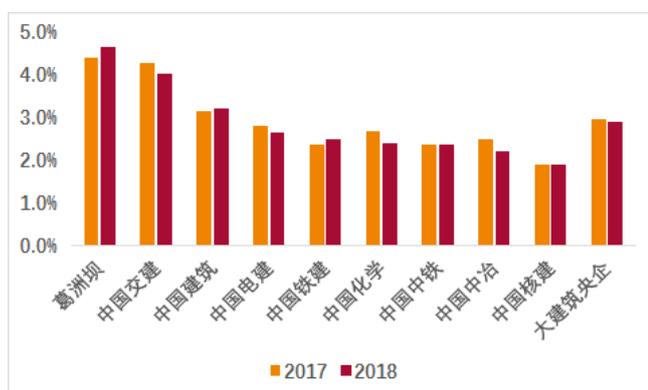
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 总体净利率小幅下降，或受期间费用率上升影响

2018 年大建筑央企行业整体净利率微幅下降 0.05 个百分点。从个股来看，葛洲坝净利率较上年同期增加 0.24 个百分点，毛利率提升推动净利率上升；中国建筑和中国铁建均有小幅增加。中国交建净利率减少 0.25 个百分点，或因毛利率下降幅度较大拖累净利率。

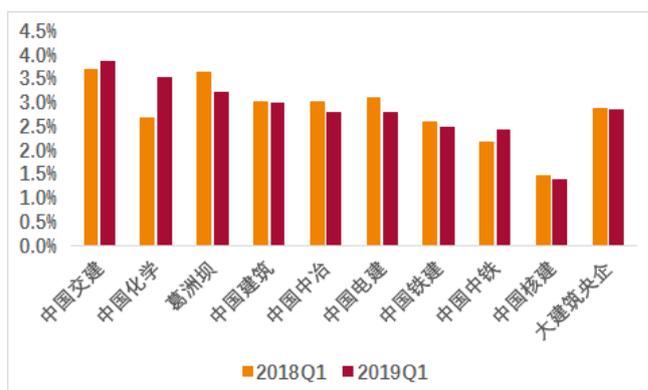
2019 年一季度大建筑央企行业整体净利率微幅下降 0.02 个百分点。除中国化学、中国中铁、中国交建之外，其余央企均呈现不同程度的下降趋势。受益于行业景气度明显回暖，石油和化工产品价格上涨，中国化学作为行业龙头率先受益，净利率明显提升。

图 24：2017、2018 年建筑央企净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2018Q1、2019Q1 建筑央企净利率



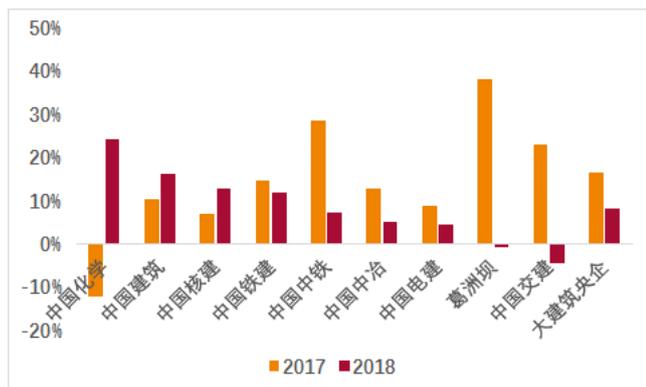
资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年大建筑央企归母净利润增速为 8.01%，较去年同期大幅下降 8.36 个百分点，低于同期营收增速约 4 个百分点。从个股来看，9 家可比公司中，中国建筑、中国核建净利润增速较去年同期上升，中国化学增速由负转正，其余 6 家建筑央企均呈下滑趋势。其中，葛洲坝、中国交建净利润增速由 2017 年的 37.94%和 22.92%转为负增长；中国化学净利润增速由 2017 年的 -12.04%转为正增长，为 24.05%。其中中国中铁由于 2017 年非全资子公司出现亏损，少数股东应计提损失，导致净利润增速大幅下降；中国电建净利润增速仅 3.79%，主系债转股的若干子公司分红较多，导致少数股东损益大幅增加所致。

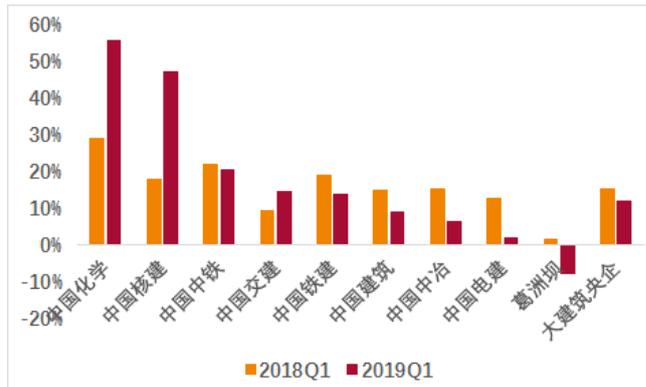
2019 年一季度大建筑央企净利润增速为 11.65%，较上年同期下降 3.44 个百分点，略低于营收增速。从个股来看，9 家可比公司中，增速较去年同期上升的有 3 家，其余 6 家均呈下降趋势。其中，中国核建和中国化学净利润增长分别为 29.36 和 26.64 个百分点，中国铁建、中国建筑、中国中冶、葛洲坝、中国电建降幅均超过 5%。随着基建表现复苏态势，毛利较高的地产板块明显回暖，我们预计大建筑央企净利润增速或能逐渐扭转下降趋势，实现稳步提升。

图 26：2017、2018 年建筑央企净利润增速

图 27：2018Q1、2019Q1 建筑央企净利润增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

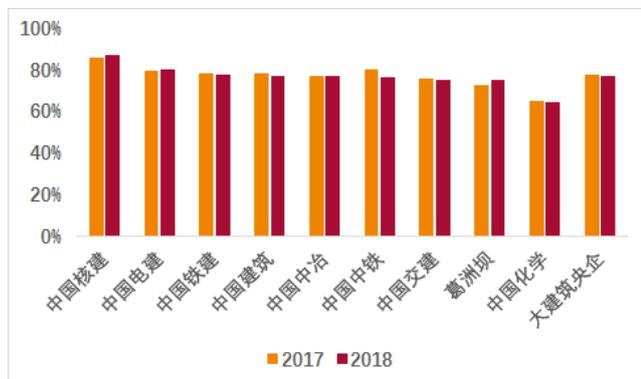
4. 资产负债率稳步下降, 付现比上升议价能力有所弱化

4.1. 资产负债率同比下降, 去杠杆稳步推进

2018 年大建筑央企板块行业整体资产负债率为 76.84%, 大幅下降 0.89 个百分点。从各个公司层面来看, 9 家央企中有 5 家资产负债率下降, 葛洲坝较去年同期增加 2.09 个百分点, 中国中冶、中国核建、中国电建资产负债率较上年同期有小幅提升。

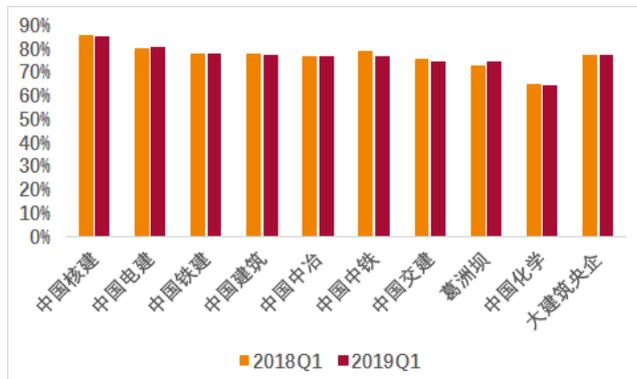
2019 年一季度大建筑央企板块行业整体资产负债率为 76.91%, 环比 2018 年末微幅增加 0.07 个百分点。从各个公司层面来看, 9 家央企中有 5 家公司资产负债率下降, 其中中国中铁资产负债率为 76.55%, 减少了 2.48 个百分点, 快速下降的原因是公司积极推进市场化债转股和应收账款资产证券化, 优化资产负债结构。而板块营收较小的葛洲坝的资产负债率则继续上升, 同比增加了 1.39 个百分点, 达到了 74.19%。

图 28: 2017、2018 建筑央企资产负债率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 2018、2019Q1 建筑央企资产负债率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

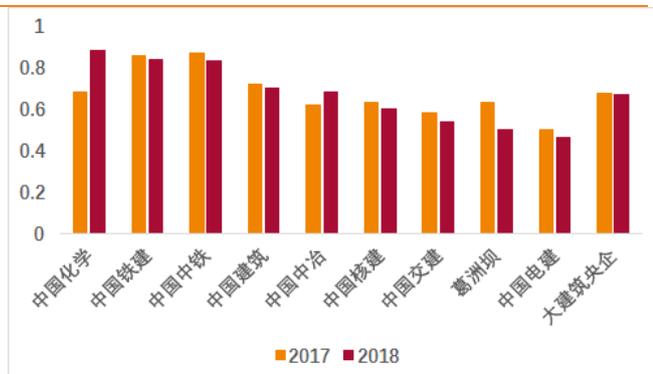
整体上看, 大建筑央企板块的资产负债率近年来在稳步下降。按照国资委目前确定的合理资产负债率控制标准 (工业企业为 70%, 非工业企业为 75%), 目前大建筑央企的资产负债率仍然超标。在国家政策调控的大背景下, 企业在“化解存量、控制增量”的原则下, 通过集中清理低质量项目、市场化债转股将部分债权转为股权、利用 PPP 出表优化资产负债表、通过资产证券化盘活资本存量等措施优化资产负债结构。

4.2. 资产周转率持续下降, 投资类业务增长导致回款结转速度减慢

2018 年大建筑央企板块行业整体的总资产周转率略有下降, 从 2017 年的 0.68 降低至 2018 年的 0.67, 同比下降了 0.01 个百分点。其中葛洲坝降幅最大, 2017 年该指标为 0.63, 2018 年该指标为 0.5, 同比下降 20.63%, 主要因为总资产中 PPP 在建项目增加、BOT 项目应收款项增加以及对联营合营企业的投资增加, 使得总资产增长幅度较大; 中国化学上升幅度最大, 2017 年该指标为 0.68, 2018 年该指标为 0.88, 同比上升了 29.41%, 主要由于营业收入大幅增长。

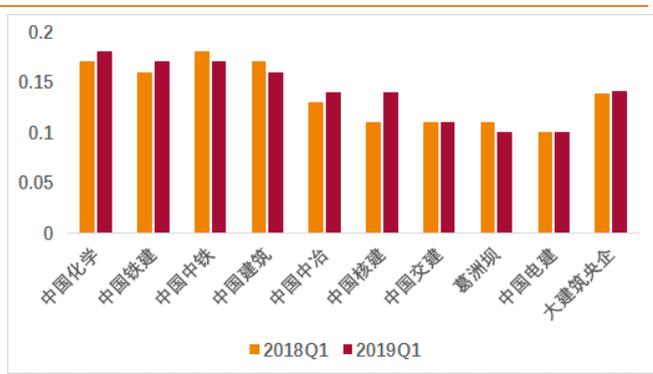
2019 年一季度大建筑央企板块行业整体的总资产周转率微幅提升，从 2018 年一季度的 0.138 增加到 2019 年一季度的 0.141。在可比的 9 家建筑央企中，中国建筑、葛洲坝、中国中铁的总资产周转率呈下降趋势，或因上述三家央企一季度承接投资类项目较多，使得总资产增幅较大；其余 6 家与上年基本持平或略有提升。

图 30：2017、2018 建筑央企总资产周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2018Q1、2019Q1 建筑央企总资产周转率

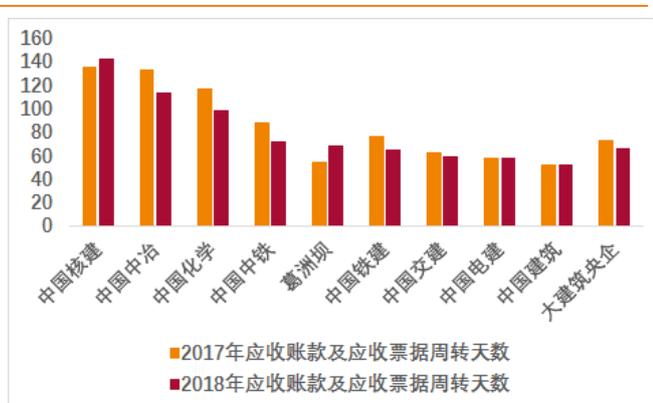


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2018 年财会（2018）15 号文件对资产负债表和利润表的列报项目进行了修订，将“应收票据”、“应收账款”合并为“应收票据及应收账款”，本文将两部分数据合并进行比较。

2018 年大建筑央企板块行业整体的应收账款及应收票据周转天数下降了 6.52 天至 65.86 天，其中中国中冶该指标的下降幅度最大，同比下降了 19.73 天，葛洲坝则大幅增加了 13.55 天。2019 年一季度大建筑央企板块行业整体的应收账款及应收票据周转天数下降了 12.48 天至 70.23 天。央企板块应收账款及应收票据周转天数的持续下降趋势或因建筑央企承接了较多的 EPC、BOT、PPP 项目，使得很大一部分资产变成了长期应收款和长期股权投资。

图 32：2017、2018 建筑央企应收账款及应收票据周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2018Q1、2019Q1 建筑央企应收账款及应收票据周转天数

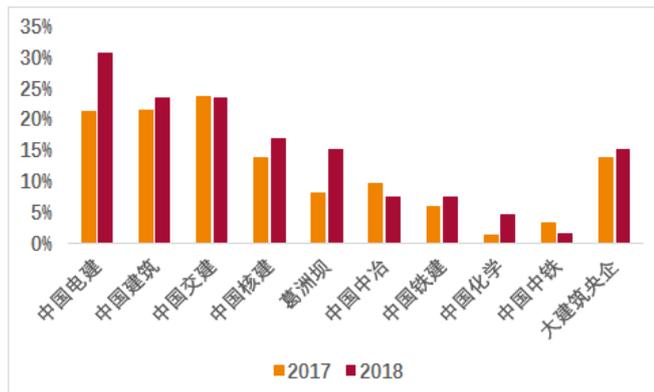


资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年大建筑央企板块行业整体长期应收款占营收比重有所上升，增加了 1.46 个百分点至 15.13%，主要由中国电建、葛洲坝、中国核建和中国建筑的占比提升带动。中国电建 2018 年长期应收款期末余额 902.56 亿元，较年初数增长 59.03%，主因 BT/PPP 项目投资形成的应收款规模增加，由此导致其占营收比重显著提升。其余几家央企也有类似的原因。

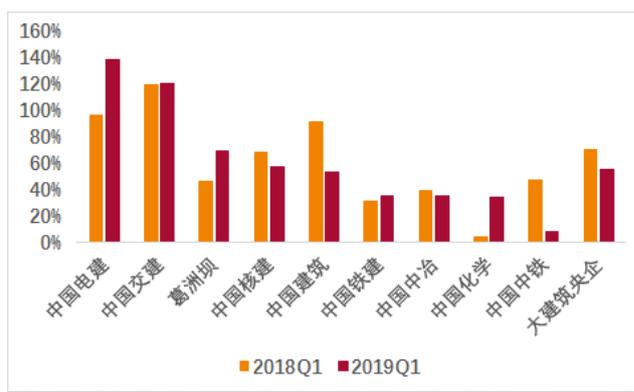
2019 年一季度大建筑央企板块行业整体长期应收款占营收比重减少了 15.05 个百分点降至 55.12%。从个股来看，中国建筑、中国中铁降幅显著，主因 2019 年一季度长期应收款确认大幅减少。

图 34：2017、2018 年建筑央企长期应收款项占营收比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：2018Q1、2019Q1 建筑央企长期应收款项占营收比重



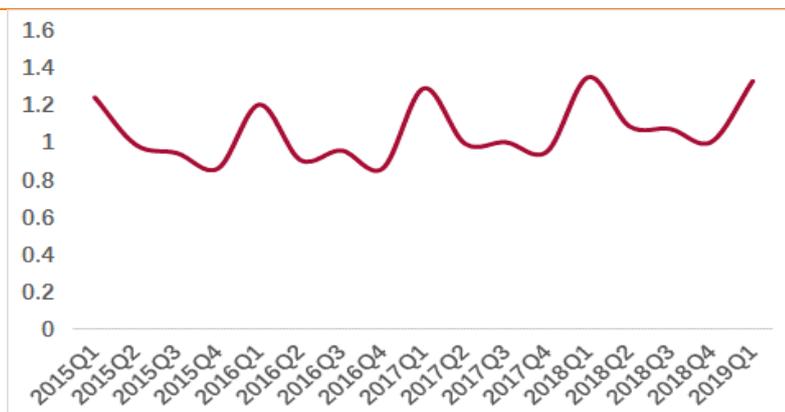
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 付现比上升，或受环保督察影响议价能力减弱

2018 年大建筑央企行业整体付现比有所上升，增加 5.13 个百分点至 1.0027，或因 2018 年环保督察等事项的开展导致原材料涨价，对上游供应商议价能力减弱。其中中国中铁、葛洲坝、中国中冶分别增加 10.77、8、6.36 个百分点，增幅位居前三。

2019 年一季度大建筑央企板块付现比相比 2018 年一季度小幅下降 2.1 个百分点至 1.3251，但相比 2018 年全年则大幅上升了 32.24 个百分点。可比的 9 家央企中，中国交建、中国中铁、中国化学付现比分别增加了 9.14、5.34、3.8 个百分点，主因对上游的现金支付增加。葛洲坝、中国核建付现比同比分别下降 31.91、30.53 个百分点。

图 36：2015-2019Q1 建筑央企付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：2017、2018 建筑央企付现比

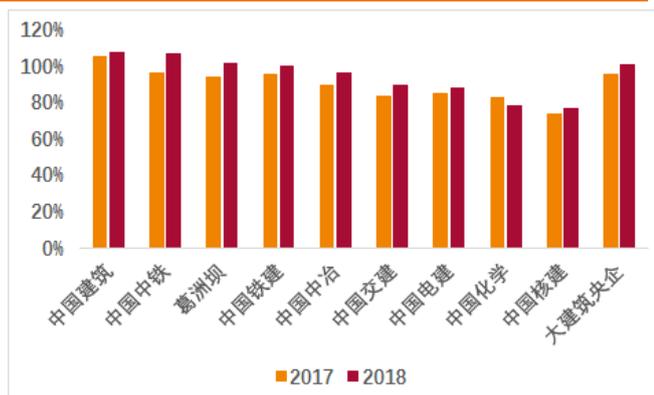
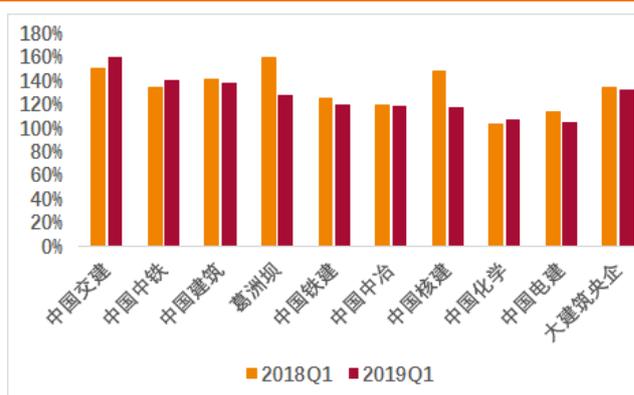


图 38：2018Q1、2019Q1 建筑央企付现比



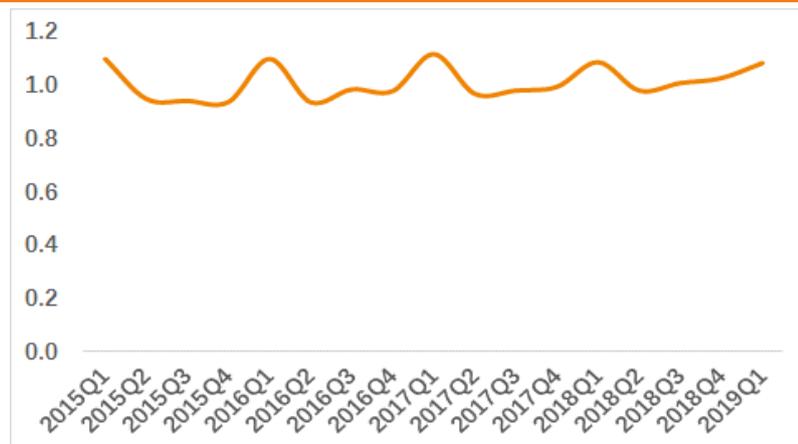
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年大建筑央企板块收现比相比 2017 年小幅上升，增加了 3.21 个百分点至 102.27%。其中葛洲坝、中国中铁、中国中冶分别增加了 15.03、7.04、4.9 个百分点至 104.49%、113.38%、102.4%，收入结转状况良好，高于行业水平。从个股来看，葛洲坝收现比增幅显著或系回款增强所致，中国中铁地产收入和合约销售额大幅增加或为收现比显著增加的重要原因，中国中冶多元化业务回款加强催收或使其收现比提升。

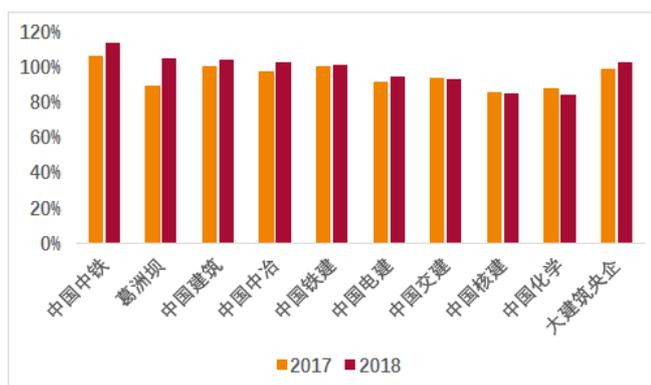
2019 年一季度大建筑央企板块收现比相比 2018 年一季度小幅下降 0.38 个百分点至 107.93%，相比 2018 年全年小幅增加 5.66 个百分点。中国电建、葛洲坝 2019 年 Q1 收现比分别同比增加 18.33、11.16 个百分点。中国核建、中国交建、中国化学则同比分别减少 37.29、10.97、8.24 个百分点。

图 39：2015-2019Q1 建筑央企收现比



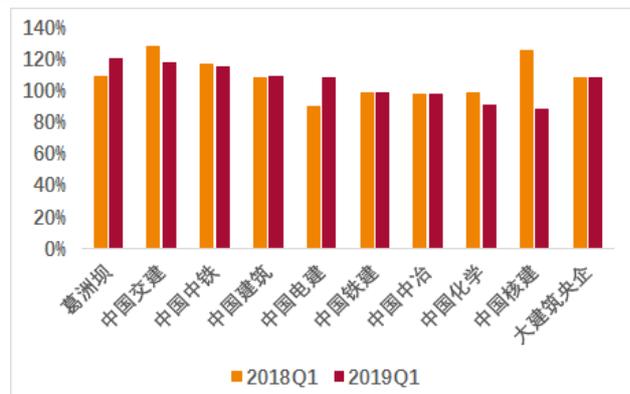
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2017、2018 建筑央企收现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：2018Q1、2019Q1 建筑央企收现比



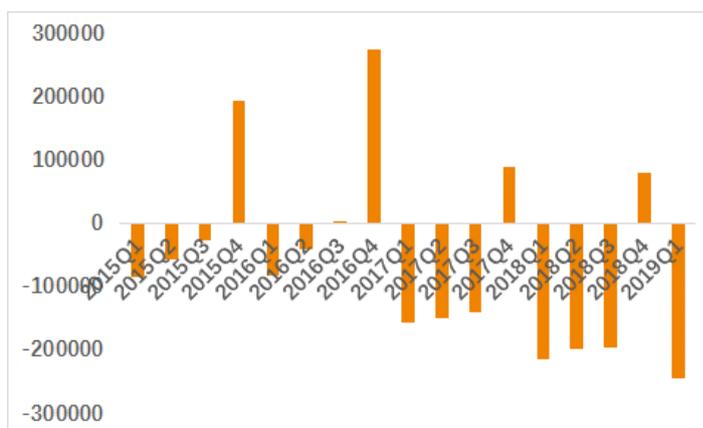
资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年大建筑央企板块经营性现金流情况仍为正数已实属不易，但绝对额较上年同期减少 94 亿，同比降低 10.9%。从个股来看，中国建筑经营性现金流净额由负转正，主因由于工程和销售回款情况良好；中国电建逆势增长显著，同比增长 244.43%，系年末集中收到大额工程款同比增加。

虽然付现比呈下降趋势，但 2019 年一季度大建筑央企的经营性现金流净额相比去年同期有所恶化，从 2018 年一季度净流出 2138 亿增加至 2019 年一季度净流出 2441 亿，主要是由于中国交建、中国中铁等营业收入占比较大的央企经营性现金流净额下降幅度较大所致。中国中国交建和中国中铁 2019 年一季度的经营性现金流净额分别为 -382.85 亿和 -374.74 亿，较上年同期分别多流出 224 亿和 107 亿。考虑到 2019 年全年资金环境逐渐放松，PPP

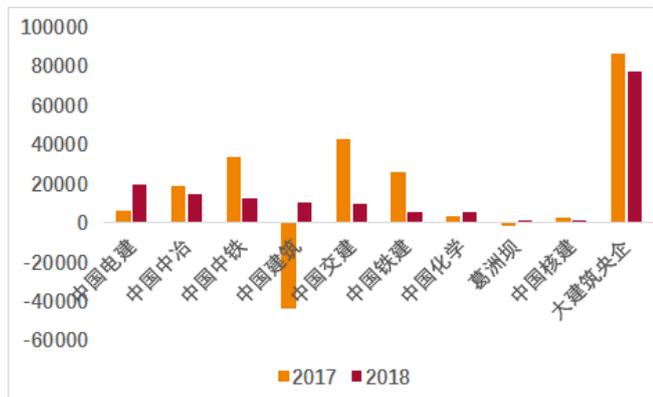
项目清理结束，预计该板块 2019 年全年经营性现金流将进一步好转。

图 42：2015-2019Q1 建筑央企经营性现金流净额（百万）



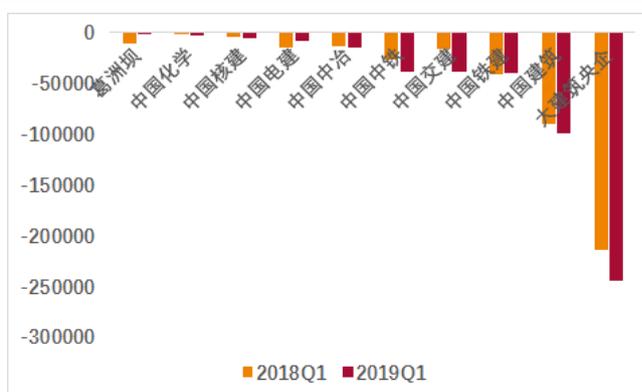
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：2017、2018 建筑央企经营性现金流净额（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：2018Q1、2019Q1 建筑央企经营性现金流净额（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

在 2018 年整体市场环境不佳的情况下，净利率小幅下降，但建筑央企依靠其充足的在手订单维持着稳健的增速。但考虑到一季度订单增速普遍不高，未来营收增长压力加大。PPP 表外收入占营收比重持续增加，我们预计未来 PPP 等投资业务表外收入占比将有所提升，但严监管下增幅可能有限。建筑央企通过集中清理低质量项目、市场化债转股、PPP 收入出表、资产证券化等措施优化资产负债结构，同时其现金流情况预计将得到一定程度的改善。目前，各家建筑央企估值仍处于较低水平，年初至今涨幅位列所有行业倒数。随着基建链条发力持续性进一步增强，应有较好的投资机会。综上，我们维持“强于大市”的评级。

6. 风险提示

项目推进不及预期、固定资产投资增速下滑

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com