

建筑装饰

政策持续刺激基建，营收稳健增长，毛利率存在上升空间——2018H1 建筑央企行业财报汇总分析

上半年去杠杆不断深化致新签增速大幅下降

从公布的数据看，各大央企二季度新签合同增速较去年同期出现大幅下降。上半年由于去杠杆持续深化，PPP 政策趋紧，资管新规出台提高融资难度等因素，8 家央企的国内订单增速在二季度普遍快速下滑。近期财政部对 PPP 的积极表态、持续合规带动信用边际改善，预期新签 PPP 项目占比将有所提高。下半年地方专项债的发放、中国 PPP 基金的投资增多等因素都会降低企业的融资难度，订单增速可能有所改善。边际改善的情况已有迹可循，央企 7、8 月订单增速均有小许回升。

大部分央企营收增速放缓，毛利率提升仍有空间

营收增速趋缓原因与订单增速放缓原因相似，但随着地方债发行致地方政府偿付能力增强，以及基建补短板政策惠及，下半年收入结转速度将加快，但增长幅度或较为有限。毛利率方面，行业整体毛利率为 11.22%，较去年同期上升 0.47 个百分点。目前财税改革正逐步进行、增值税下降、发改委拟推出一大批新举措降低要素成本、央企投资类业务开始增多，行业集中度提升带来龙头话语权显著增强，多方因素致未来毛利率增长空间依然存在。

研发支出增加致期间费用率提升、所得税率下降，净利率小幅上升

大建筑央企 2018 上半年的期间费用率有所上升。管理费用率的增长主要是由于研发投入的增加及职工薪酬的增加，销售费用率基本持平，上半年整体信用趋紧背景下财务费用率略有提升。行业资产减值损失占收入比值为 0.49%，略微下降 0.06 个百分点。与研发支出增加对应的是，多家央企子公司成为高新技术企业，行业实际所得税率有一定幅度下降。大建筑央企归母净利润增速为 12.53%，较去年同期下降 2 个百分点，与营收增速趋势较为契合。建筑央企社保缴纳非常规范，严缴对利润冲击不大，且政策导向也旨降社保费率，为企业减负。

资产负债率稳步下降，付现比上升带动经营现金流恶化，下半年或改观

大部分大建筑央企的资产负债率近年来稳步下滑，行业 2018 年上半年资产负债率为 77.97%，同比降低 0.6 个百分点。资产周转率略有下降，2018 年上半年该指标为 0.31，同比下降了 2.31%。收现比相比 2017 年上半年上升 1.22 个百分点，付现比则同比增加了 9.38 个百分点，增长速度大于收现比增速。整体的经营性现金流净额相比去年同期有所恶化，2018 上半年的净流出 1936.69 亿元，但投资性现金流略有改善。预计在下半年资金环境逐渐宽松及前期项目回款加速的情况下，大建筑央企的经营现金流情况将得以改善。

投资建议

随着地方债加速发行及基建补短板力度加大，下半年收入结转速度预期加快，但考虑到上半年订单增速普遍不高，可能营收增长较为有限。增值税税率下降以及头部话语权显著增强等多方因素致未来毛利率存在持续上升空间。目前来看，社保严缴对于建筑央企净利润没有太大影响，反而会间接提升行业集中度，建筑央企具有相对优势。随着资金环境的逐渐宽松、地方专项债发行加速致政府偿付能力的提升，大建筑央企的现金流情况预期将得到改善。总之，在目前政策环境和融资环境逐渐改善的情况下，建筑央企业绩有望稳健增长，结合目前较低的估值水平，可以适度乐观一些。维持对于行业“强于大市”的评级。

风险提示：汇率风险、项目推进不及预期、应收账款回收不及预期

证券研究报告

2018 年 09 月 20 日

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

联系人

xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰

联系人

chenhangjie@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:行业上半年订单汇总分析:基建新签增速普遍下滑,政策转向下订单增速有望回升》
2018-08-21



内容目录

1. 上半年去杠杆不断深化致新签增速大幅下降	4
2. 大部分央企营收增速放缓，毛利率仍存提升空间	5
2.1. 大部分央企营收增速趋缓，PPP 表外收入占比提升显著	5
2.2. 增值税下降和龙头效应渐显致毛利率存持续上升空间	6
3. 研发支出增加致期间费用率提升、所得税率下降，净利率小幅上升	7
3.1. 大建筑央企三费率均有提升，研发费用普遍增加	7
3.2. 资产减值损失占比小幅下降，实际所得税率小幅下降	10
3.3. 总体净利率小幅上升，社保新规实施下建筑央企具有相对优势	11
4. 资产负债率稳步下降，付现比上升带动现金流恶化	12
4.1. 资产负债率同比下降，去杠杆稳步推进	12
4.2. 资产周转率略有下降，个股 ROE 情况出现分化	13
4.3. 付现比上升较快，现金流有所恶化	15
5. 投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

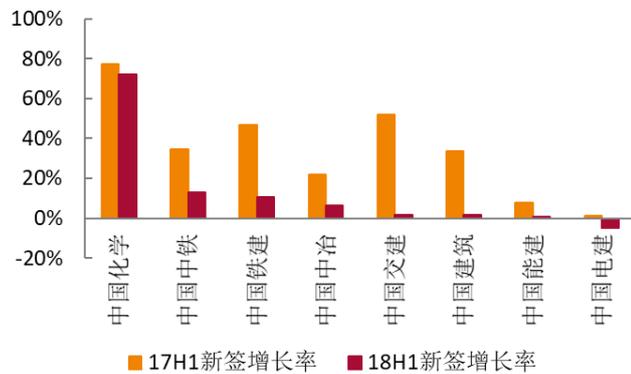
图 1: 建筑国企 2018H1 累计新签合同额 (亿元)	4
图 2: 2018H1 新签订单收入占比	4
图 3: 2017H1、2018H1 重大 PPP 项目数量占比	4
图 4: 2014~2018H1 央企板块营收同比增速及固定资产投资完成额累计同比增速	5
图 5: 2017H1、2017、2018H1 央企板块个股营收增速	5
图 6: 建筑央企与 PPP 等投资项目出表相关的联合合营企业个数	5
图 7: 建筑央企 PPP 等投资业务出表收入占比	5
图 8: 2017H1、2018H1 建筑央企板块境内毛利率	6
图 9: 2017H1、2018H1 建筑央企板块境外毛利率	6
图 10: 2014~2018H1 建筑央企板块毛利率	7
图 11: 2017H1、2017、2018H1 建筑央企板块个股毛利率	7
图 12: 2014~2018H1 大建筑央企销售费用率	8
图 13: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企个股销售费用率	8
图 14: 2014~2018 上半年大建筑央企业管理费用率	8
图 15: 2017H1、2017、2018H 大建筑央企个股管理费用率	8
图 16: 2014~2018H 大建筑央企财务费用率	8
图 17: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企个股财务费用率	8
图 18: 2017 上半年、2018 上半年汇兑损失 (百万)	9
图 19: 人民币汇率变动	9
图 20: 2014~2018H 大建筑央企期间费用率	9
图 21: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企个股期间费用率	9

图 22: 2017H1、2017、2018H1 建筑央企资产减值损失/收入	10
图 23: 投资收益 (百万)	10
图 24: 营业外支出 (百万)	10
图 25: 营业外收入 (百万)	10
图 26: 实际所得税率	11
图 27: 建筑央企净利润增速	12
图 28: 建筑央企净利率	12
图 29: 2014~2018H1 大建筑央企板块资产负债率	13
图 30: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股资产负债率	13
图 31: 2014~2018H1 大建筑央企板块权益乘数	13
图 32: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股权益乘数	13
图 33: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股总资产周转率	14
图 34: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股应收账款周转天数	14
图 35: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股存货周转天数	14
图 36: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股长期应收款周转天数	14
图 37: 2014~2018H1 大建筑央企板块收现比	15
图 38: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股收现比	15
图 39: 2014~2018H1 大建筑央企板块付现比	15
图 40: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股付现比	15
图 41: 2014~2018H1 大建筑央企板块经营性现金流净额(百万)	16
图 42: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股经营性现金流净额(百万)	16
图 43: 2014~2018H1 大建筑央企板块投资性现金流净额(百万)	16
图 44: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股投资性现金流净额(百万)	16
表 1: 各公司按照最低标准和按照实际工资水平应缴社保金额 (元/月/人)	12
表 2: 2018H1 与 2017H1 大建筑央企板块个股杜邦分析	14

1. 上半年去杠杆不断深化致新签增速大幅下降

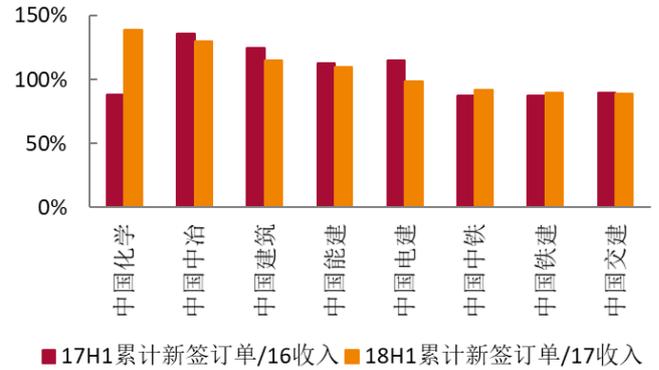
上半年由于去杠杆、PPP 政策趋紧、资管新规等事项持续开展，各大央企为控制负债率谨慎接单，再加上财金 [2018] 23 号文件对资本金穿透提出了较高要求，因此 PPP 项目的数量占比也明显下降，导致 8 家央企除中国化学依然保持着与上期相近的增速外，其他央企新签合同增速均有大幅下降。新签订单收入比也相应下滑，主因国内订单增速不高，同时海外订单大幅下降，不过海外订单占比较小，故而整体新签订单收入占比没有太大下降。

图 1：建筑国企 2018H1 累计新签合同额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018H1 新签订单收入占比

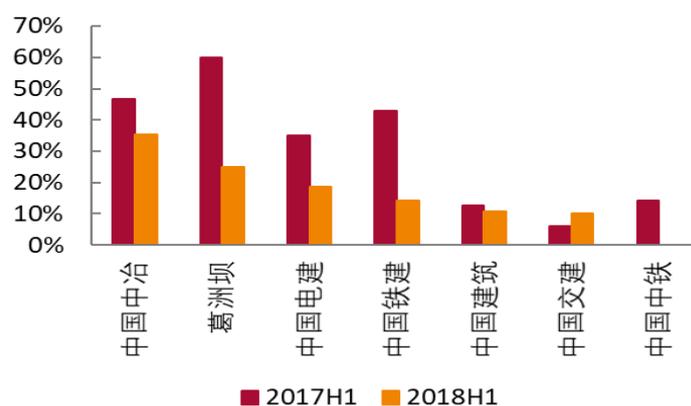


资料来源：Wind，天风证券研究所

从新签订单角度来看，2018 上半年建筑央企国内新签订单增速普遍不高，除中国化学的该值处于高位（56%），其他公司的相应增速较去年同期均有较大幅度下滑，其中中国电建（-10%）和中国能建（-17%）国内新签增速为负，其他央企仍维持正增长态势。

PPP 数量占比方面，根据所披露的重大订单统计，各央企新签 PPP 项目个数占国内新签重大订单数量的比例均出现较大幅度下降：葛洲坝下降 35.00 个百分点，中国铁建下降 28.57 个百分点，中国中铁下降 14.29 个百分点（2018 年未有重大 PPP 项目披露），中国中冶下降 11.18 个百分点。行业国内新签增速下滑及 PPP 数量占比下降主要是上半年推进的一系列政策趋严使然。

图 3：2017H1、2018H1 重大 PPP 项目数量占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

预计大建筑央企下半年订单量会有边际改善，原因如下：

第一，近期政策方面出现利好，财政部明确表示合规的中长期 PPP 支出不属于地方隐性债务，我们认为承接主体央企将抓住机遇，承接更多合规 PPP 项目以带动新一轮订单增长。第二，基建业务情况将有所改善。8 月 14 日财政部在官网公布了《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》明确提出加快专项债券发行进度，这会改善地方政府的财政情况和偿债能力。第三，发改委近期释放积极信号，抓紧向民间资本推介一批重点项目，同时还

表示要加大基建补短板力度，稳定有效投资，一系列举措直接惠及建筑央企。第四，融资渠道不畅通的现象有所改善。理财新规暂缓执行放宽了银行资金对 PPP 项目的投资，国务院 8 月推出降税降费等五大政策组合拳促进银行放贷意愿，中小银行和商业银行的放贷能力均有提高，也有利于更多订单落地。

边际改善的情况已有迹可循，部分央企 8 月订单增速均有小许回升。中国建筑前八个月建筑业务累计订单额为 14735 亿元，较去年同期增长 3.90%，较 6 月的 1.60%和 7 月的 2%均有小幅提高。中国中冶前八个月累计订单额 3938.4 亿元，增长率为 8%，与 7 月 8.80%的增长率有略微下降，但与 6 月份 6.40%的增速相比仍有较大提升。中国电建扭转 5、6 月份连续两个月负增长率的颓势，在 7 月份订单增速回升至 4.77%，8 月又回升到 9.5%，与这两个月月国内新签增速环比显著提升有关。

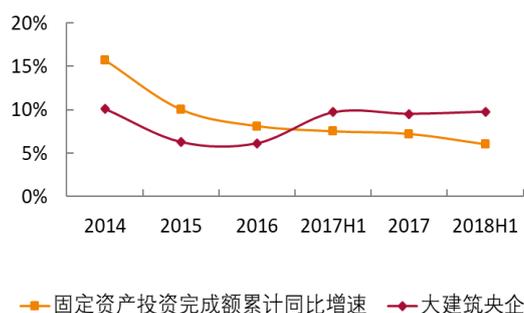
2. 大部分央企营收增速放缓，毛利率仍存提升空间

2.1. 大部分央企营收增速趋缓，PPP 表外收入占比提升显著

2018 上半年建筑央企营业收入总额为 17555.12 亿元，较去年同期增长 9.63%。增速上升下降 0.07 个百分点。个股方面，中国化学和中国中冶的营收提升显著，增速分别为 36.34%、24.76%，较去年同期增长 35.85 和 19.27 个百分点，其余公司除葛洲坝外均维持正增长态势，但增速较往年有所放缓。

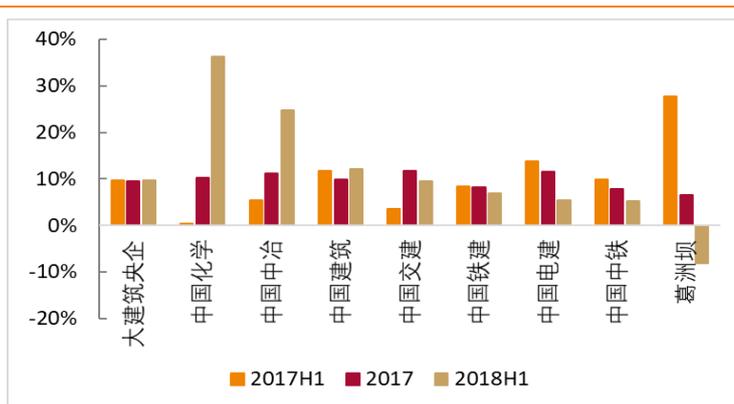
中国化学营收快速增长主要得益于国内大合同本期执行增加以及房地产项目实现销售致境内营收增速靓丽，为 43.67%。中国中冶营收稳健增长主因公司持续加大由传统冶金工程向基本建设领域、新兴市场的转型力度，市场份额持续扩大，实现冶金工程和交通基础设施业务分别同增 24%和 38%。葛洲坝营收增速为-8.12%，去年同期环保和建筑类 PPP 项目中标较多，收入实现高速增长，而今年多个重大环保类 PPP 项目已竣工验收，加之环保政策强监管形势下环保业务收入确认减少，导致营收增长率出现下滑。大部分公司营收增速下降的原因与订单放缓的原因类似。

图 4：2014~2018H1 央企板块营收同比增速及固定资产投资完成额累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

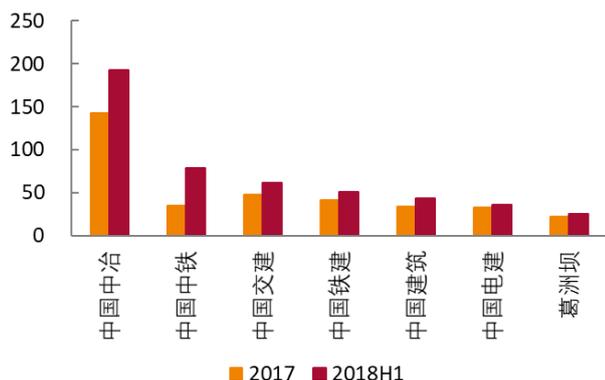
图 5：2017H1、2017、2018H1 央企板块个股营收增速



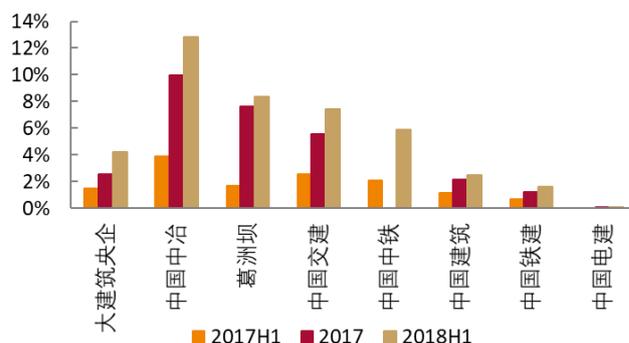
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：建筑央企与 PPP 等投资项目出表相关的联营合营企业个数

图 7：建筑央企 PPP 等投资业务出表收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

除中国化学（公司本身很少涉及 PPP 业务）外，其他 7 家央企与 PPP 等投资项目出表相关的合营联营企业数量较 2017 年年底均有所增加。由此带动上半年相应的出表收入占比有所提升，约为 4.21%，较去年同期约 1.49% 的比例提升 2.72 个百分点，所列 7 家央企的该值均有不同程度的增加。

个股方面，中国中冶 PPP 等投资业务表外收入占比为 12.80%，占比较去年提升 8.91 个百分点，占比和提升幅度均位列第一。与合营联营企业数量急剧上升以及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有关。葛洲坝 PPP 表外收入占比为 8.34%，较去年同期提升 6.65 个百分点。中国交建 PPP 表外收入占比为 7.45%，位居第三，较去年同期增加 4.86 个百分点。预计未来不并表 PPP 收入还会增多，原因在于（1）PPP 属于投资类业务，天然带有高杠杆属性，并表后会增加企业资产负债率，且在国资委去杠杆要求下，各央企对于并表 PPP 的承接更为谨慎。（2）出表 PPP 可适当减少资金沉淀，一部分资本金投入可由合营/联营方承担。

近期，地方债加速发行，合规 PPP 项目形成的中长期财政支出已被确认不属于地方隐性债务，以及基建补短板力度加大等利好政策会使下半年收入结转速度加快，但考虑到上半年订单增速普遍不高，我们认为下半年营收增速提升幅度或较为有限。

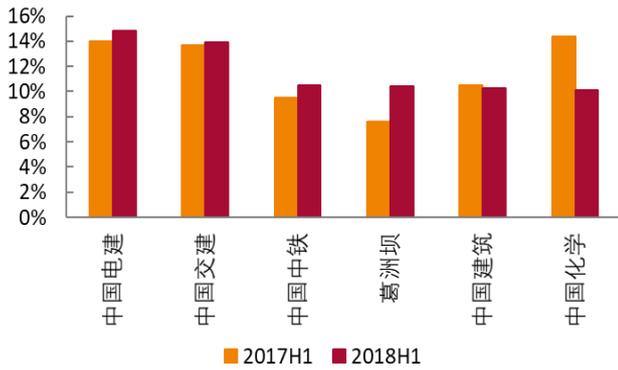
2.2. 增值税下降和龙头效应渐显致毛利率存持续上升空间

毛利率方面，2018 上半年行业整体毛利率为 11.22%，较去年同期上升 0.47 个百分点。葛洲坝、中国电建、中国交建毛利率水平位居前三，分别为 15.78%、14.47%、13.87%。

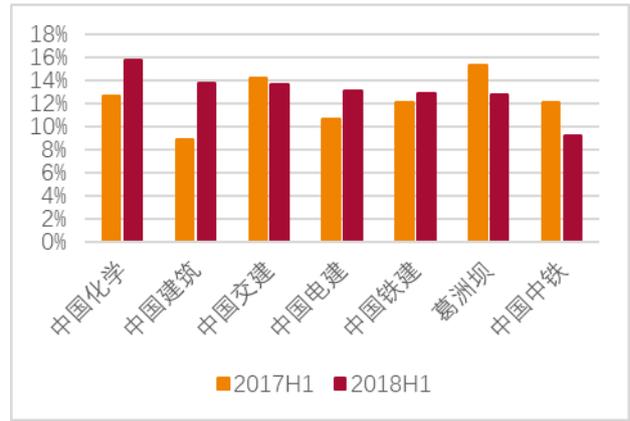
所列 8 家央企中除中国中冶和中国化学外，其他 6 家公司毛利率均出现不同程度的提升，其中葛洲坝、中国电建、中国铁建毛利率提升幅度位列前三，分别提升 4.22、1.28、0.85 个百分点。葛洲坝毛利率提升主要得益于房地产和水泥业务利润的显著提升；中国电建主要是因为房地产开发业务中存在部分成本较低的二线城市项目，以及境外业务毛利率提高。从中我们发现各公司房地产业务的毛利率普遍提升，对整体毛利率产生了有利影响，增值税税率的下降也使得工程施工类业务的毛利率有小幅上升。值得注意的是，中国化学毛利率下降了 1.83 个百分点主因成本上升压缩了利润空间所致，但考虑到公司煤化工良好盈利能力持续存在，精细化管理和集中采购降低成本，我们认为未来毛利率提升应为大的概率事件。

图 8：2017H1、2018H1 建筑央企板块境内毛利率

图 9：2017H1、2018H1 建筑央企板块境外毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



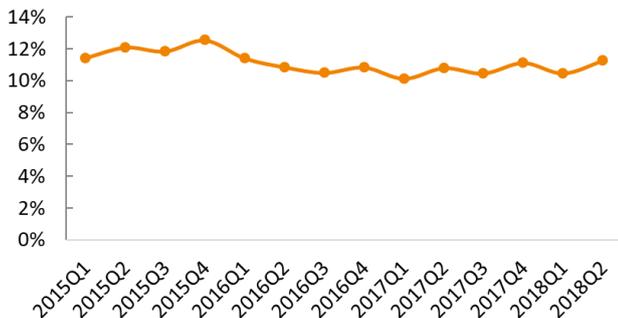
资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 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剔除。

境外毛利率方面, 除中国中铁、中国交建和葛洲坝外, 其余 4 家央企境外毛利率均有所提升。中国建筑境外毛利率为 13.80%, 同比提升 4.90 个百分点, 中国化学境外毛利率为 15.72%, 同比提升 3.05 个百分点。主因去年海外订单呈现高速增长, 且订单多分布在项目生效容易的地区。中国建筑去年新签了较多毛利率较高的房建和地产开发业务相关订单, 拉高了整体毛利率。中国化学采取精细化管理和集中式采购, 严控成本开支, 使得项目盈利能力增强。

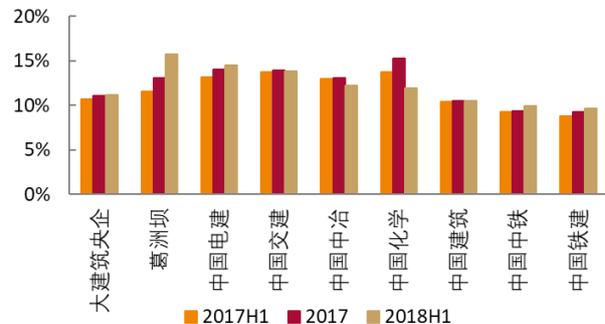
目前财税改革正逐步进行, 增值税下降, 发改委拟推出一大批新举措降低要素成本, 央企投资类业务开始增多, 毛利率较高的 PPP 项目预期增多, 行业集中度提升带来龙头话语权显著增强, 我们认为未来毛利率仍存持续上升空间。

图 10: 2014~2018H1 建筑央企板块毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 2017H1、2017、2018H1 建筑央企板块个股毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 研发支出增加致期间费用率提升、所得税率下降, 净利率小幅上升

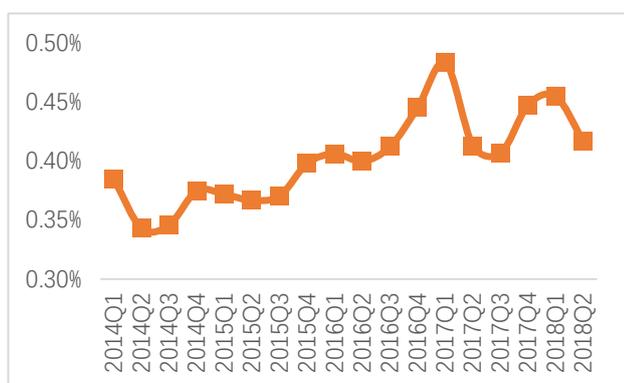
3.1. 大建筑央企三费率均有提升, 研发费用普遍增加

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。

大建筑央企 2018 上半年销售费用率为 0.42%, 较 2017 上半年上升 0.01 个百分点。

葛洲坝、中国交建、中国建筑、中国中冶 2018 上半年的销售费用率较 2017 上半年分别上升 0.30、0.04、0.04、0.01 个百分点。葛洲坝的销售费用率上升主要是水泥业务收入增长，相应的运输费用增长导致。中国铁建和中国电建的销售费用率同比下降 0.02、0.17 个百分点。

图 12：2014~2018H1 大建筑央企销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企个股销售费用率

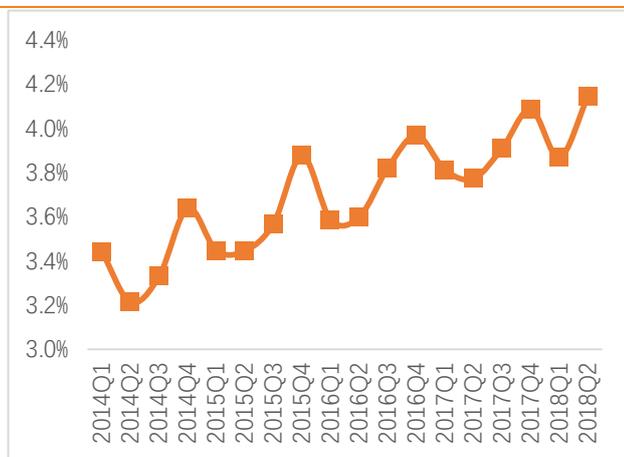


资料来源：Wind，天风证券研究所

大建筑央企 2018 上半年管理费用率为 4.14%，较 2017 上半年上升 0.37 个百分点。

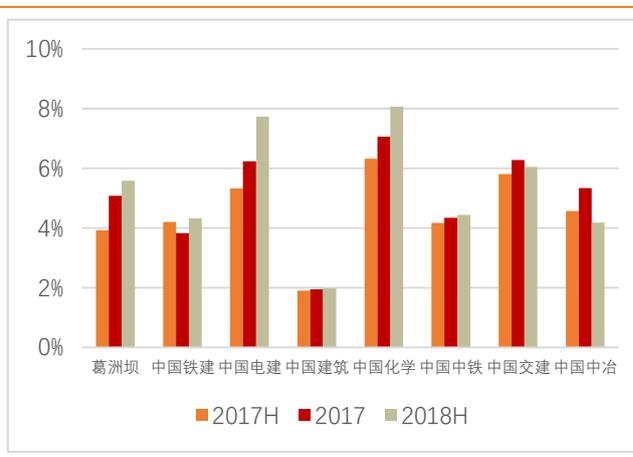
中国电建的管理费用率上升了 2.4 个百分点，中国化学的管理费用率上升了 1.74 个百分点，主要是由于研发支出上升。葛洲坝的管理费用率上升了 1.66 个百分点，主要是由于公司职工薪酬费用增长。央企遵循国资委重视科研创新、转型升级的要求，普遍增加了研发费用，研发支出较去年同期平均增长了 30% 左右。

图 14：2014~2018 上半年大建筑央企管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017H1、2017、2018H 大建筑央企个股管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 上半年大建筑央企财务费用率为 1.15%，较去年同期上升了 0.1 个百分点。

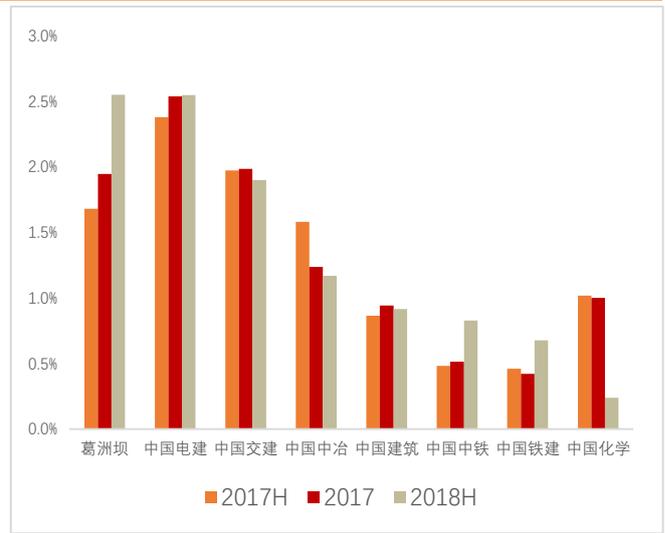
葛洲坝、中国中铁、中国铁建 2018 上半年的财务费用率为 0.87%、0.83%、0.68%，分别较去年同期增长了 0.87、0.35、0.22 个百分点。财务费用率增长的共性因素是融资利息增加，上半年融资难度加大，利息普遍增加。葛洲坝的财务费用增长是因为银行借款增长，相应的利息支出增长。中国中铁的财务费用率增加是因为外部融资规模和成本增加，以及因开展资产证券化业务而导致的利息支出增加。

图 16：2014~2018H 大建筑央企财务费用率

图 17：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企个股财务费用率



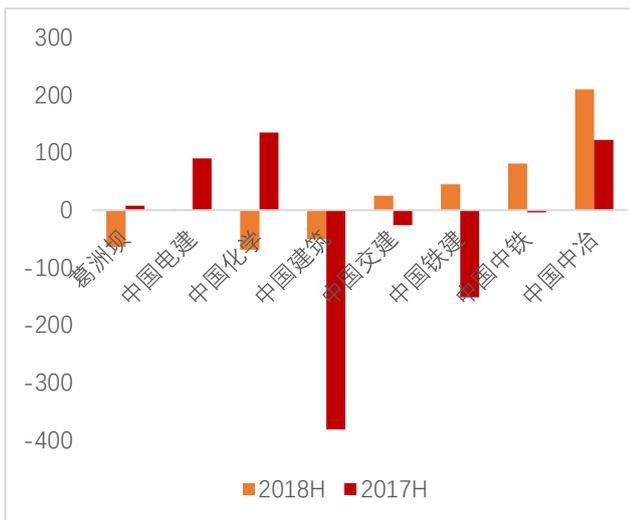
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 上半年人民币较去年同期有小幅贬值, 葛洲坝、中国化学、中国建筑因人民币贬值实现了小幅的汇兑收益, 分别为 0.64 亿、0.69 亿、0.5 亿。下半年预计人民币汇率如果稳定在目前水平, 汇兑收益将进一步增加, 但央企加大了汇率风险的管控, 对财务费用率的正向影响可能有限。

图 18: 2017 上半年、2018 上半年汇兑损失 (百万)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 人民币汇率变动

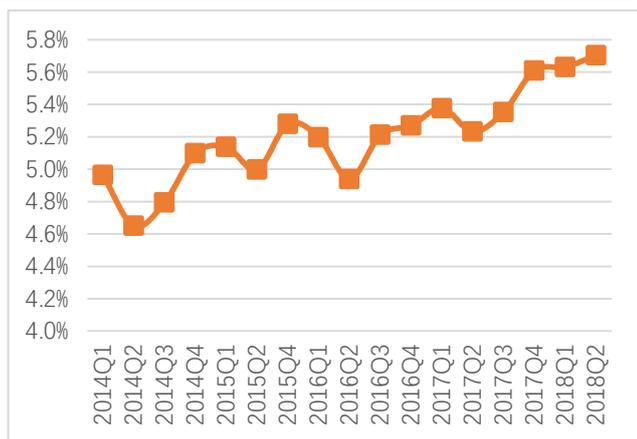


资料来源: Wind, 天风证券研究所

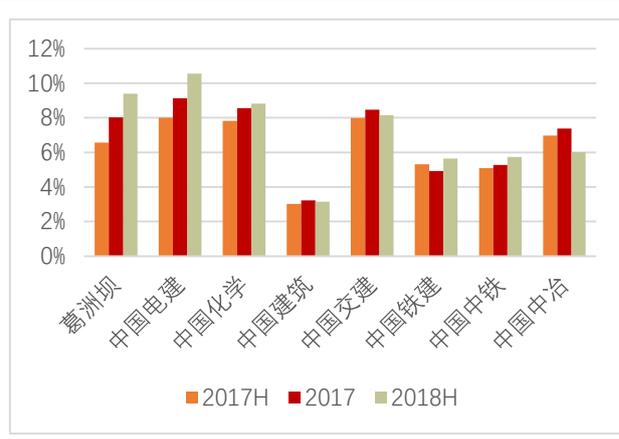
大建筑央企 2018 上半年期间费用率为 5.70%, 较 2017 上半年上升 0.47 个百分点。葛洲坝、中国电建、中国中铁 2018 上半年期间费用率较 2017 上半年分别上升了 2.83、2.55、0.65 个百分点; 中国中冶下降了 0.22 个百分点。期间费用率的增长主要由管理费用率增长引起, 而管理费用率增长又由研发费用率增长引起, 各大国企下半年依旧将推进科研创新、转型升级, 我们预计下半年期间费用率仍将有小幅提升。

图 20: 2014-2018H 大建筑央企期间费用率

图 21: 2017H1、2017、2018H1 大建筑央企个股期间费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



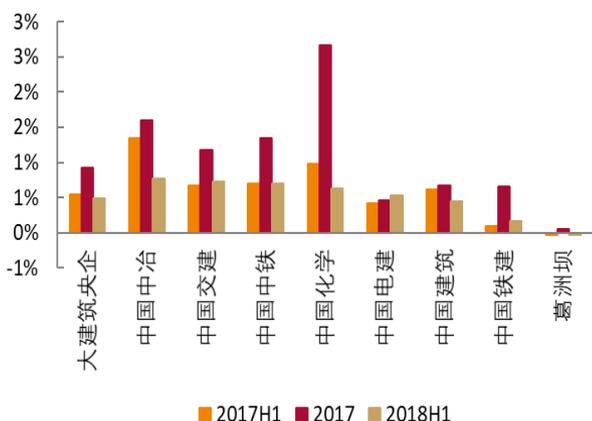
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 资产减值损失占比小幅下降, 实际所得税率小幅下降

资产减值损失方面, 由于中国交建、中国中铁、中国建筑和葛洲坝采用新的会计政策, 把原来计入资产减值损失的应收账款坏账部分计入信用损失科目里, 故在此将上述 4 家公司 2018 上半年的资产减值损失与信用损失加总与去年同期资产减值损失进行同口径比较。

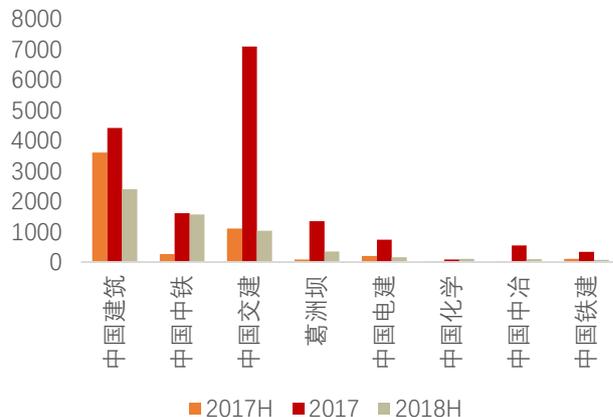
2018 上半年行业资产减值损失占收入比值为 0.49%, 略微减少 0.06 个百分点。主因有 3 家公司该值有较大幅度下降, 分别为中国中冶 (下降 0.58 个百分点)、中国化学 (下降 0.35 个百分点), 中国建筑 (下降 0.17 个百分点)。主因这 3 家公司营收增速较快, 加强项目资金请收力度, 坏账损失未有较大幅度增长 (中国化学本期收回坏账准备金增加较多, 坏账计提较前值有所减少)。其余公司该值均小幅上升或与去年持平, 其中中国电建、中国铁建、中国交建分别上升 0.11、0.07、0.05 个百分点, 中国电建资产减值损失的增加主要是应收账款增加, 计提的坏账准备增加所致。

图 22: 2017H1、2017、2018H1 建筑央企资产减值损失/收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 投资收益 (百万)



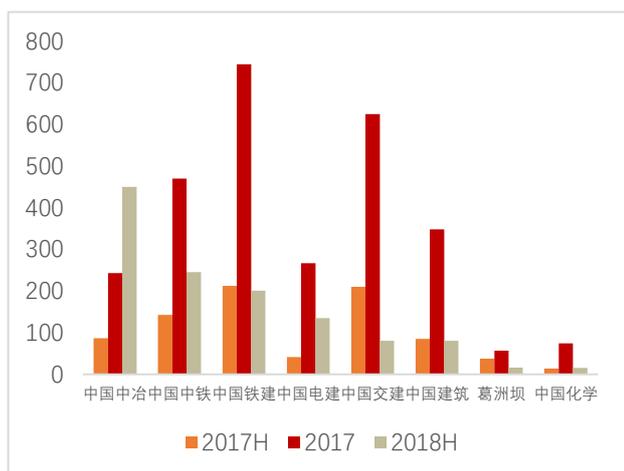
资料来源: Wind, 天风证券研究所

中国交建 2018 上半年的投资收益是 10 亿, 较 2017 上半年略有下降, 但是比 2017 下半年的 70 亿元下降很多。2017 下半年投资收益的增加主要由于报告期内转让振华重工 29.99% 的股权产生收益, 2018 年可预期投资收益大幅减少, 预期交建利润增速会下降。中国中铁 2018 上半年的投资收益为 15.72 亿元, 较去年同期的 2.61 亿元增长了 5 倍, 主要是各种股权投资收益、债权利息和处置交易性金融资产取得的收益。

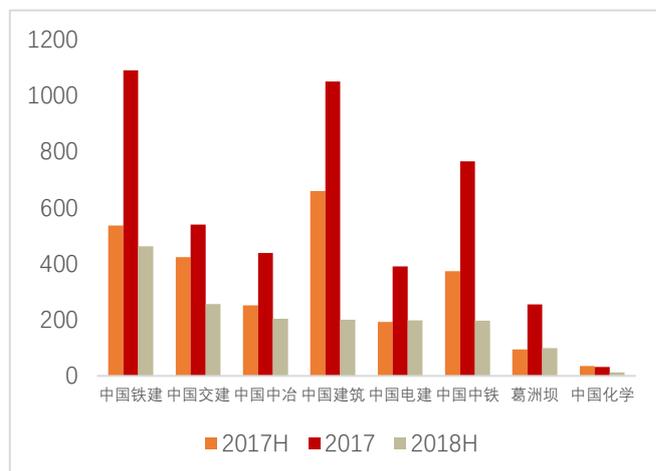
大型建筑央企的营业外收支较去年同期没有大幅改变。

图 24: 营业外支出 (百万)

图 25: 营业外收入 (百万)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

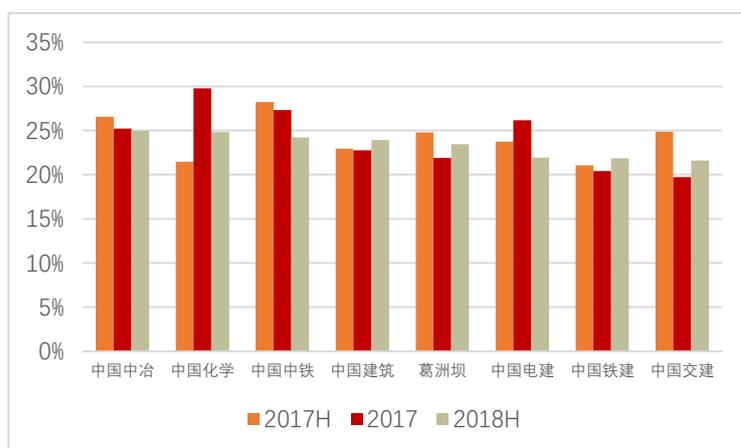


资料来源: Wind, 天风证券研究所

与研发支出相对应的是, 部分大建筑央企的实际所得税率有一定下降, 个别企业的实际所得税率下降是由于受到了高新技术企业税收优惠政策。

中国中铁的所得税率较去年同期下降 4.01 个百分点, 主要是由于更多的子公司, 如中铁一局集团城市轨道交通工程有限公司等 25 个个子公司, 经有关部门联合审批, 通过高新技术企业认证获高新技术企业认证, 2018 上半年适用 15% 的企业所得税优惠税率。中国交建的所得税率下降了 3.24 个百分点, 主要也是由于本年享受低税率优惠单位增多及免税收益增加所致。

图 26: 实际所得税率



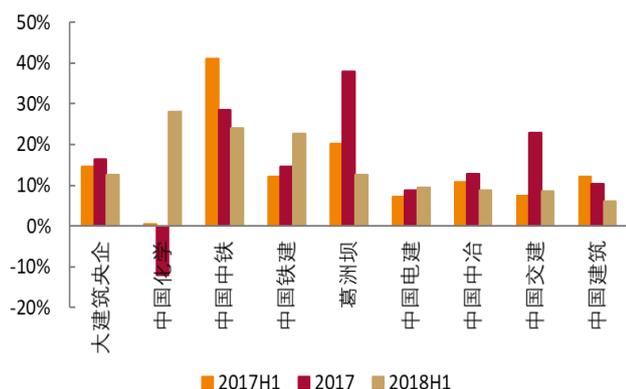
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 总体净利率小幅上升, 社保新规实施下建筑央企具有相对优势

净利润方面, 2018 年上半年大建筑央企归母净利润增速为 12.53%, 较去年同期下降 2 个百分点, 与营收增速趋势较为契合。分公司来看, 8 家可比公司中 2018 年上半年增速较 2017 年全年上升和下降各占 4 家, 其中中国化学和中国铁建增幅超过 10%, 而中国中铁、葛洲坝和中国建筑降幅均超过 5%。净利率方面, 2018 年上半年行业整体净利率为 3.11%, 较去年同期上升 0.08 个百分点, 整体波动较小。其中葛洲坝、中国中铁、中国铁建分别上升 0.78、0.46、0.33 个百分点。

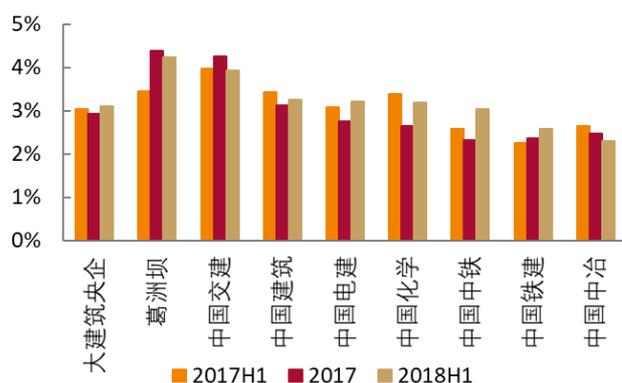
结合上述分析, 我们发现有点因素对净利率产生了正向影响: 毛利率有所提升, 实际所得税率出现一定幅度下降, 我们认为随着龙头话语权提升和国家实质性减税政策出台, 这两项具有一定持续性。另一方面, 期间费用率上升对净利率产生了负向影响, 由于各央企越来越重视研发投入, 研发费用增加或将延续, 而央企信贷优势渐显或可适当降低财务费用率。

图 27：建筑央企净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：建筑央企净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：各公司按照最低标准和按照实际工资水平应缴社保金额（元/月/人）

公司名称	社保基数上限	社保基数下限	平均月工资	按照各地最低标准缴纳的社保费用支出	按照实际工资水平缴纳的社保费用支出	补缴费用	总补缴费用/17 年净利润
中国铁建	25401	5080	16724	1229.43	5150.88	3921.45	6.06%
中国中冶	25401	5080	16043	1229.43	4941.10	3711.67	5.41%
中国交建	25401	5080	26307	1229.43	8102.70	6873.27	3.77%
中国中铁	25401	5080	15946	1229.43	4911.23	3681.80	7.35%
中国化学	25401	5080	8973	1229.43	2763.65	1534.22	4.00%
中国电建	25401	5080	14820	1229.43	4564.64	3335.21	5.43%
中国建筑	25401	5080	16409	1229.43	5054.00	3824.57	2.22%
葛洲坝	17990	3093	13033	893.34	2476.26	1888.59	1.12%

资料来源：wind，天风证券研究所

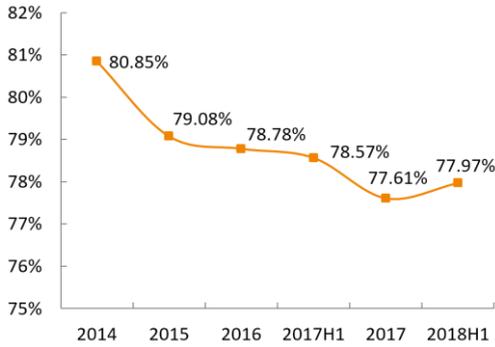
社保方面，由于近期出台的《国税地税征管体制改革方案》中规定自 2019 年 1 月 1 日起，各项社会保险费由税务部门统一征收，表明征收力度将会加大。我们简要计算了改革方案对于大建筑央企各公司的影响，若按照实际工资水平缴纳社保，2017 年各公司拟补缴社保费用占当年净利润在 1.12%-7.35%之间，故社保严缴对于建筑央企利润不存在太大影响。并且，在社保缴费增加下，叠加前期营改增因素，行业的头部化集中趋势将更加显著，中小企业的营业成本提升压力或大于上市大建筑央企公司。2018 年 9 月 6 日的国务院常务会议指出“在社保征收机构改革到位前，各地要一律保持现有征收政策不变，同时抓紧研究适当降低社保费率，确保总体不增加企业负担”，这即符合“稳就业”的基本方针，也同时在引导社会预期向好。故社保新规有望促进行业集中度的提升，加之国资委加大多域补短板力度稳定有效投资举措，政策环境总体利好建筑央企。

4. 资产负债率稳步下降，付现比上升带动现金流恶化

4.1. 资产负债率同比下降，去杠杆稳步推进

大建筑央企板块 2018 年上半年资产负债率为 77.97%，同比降低 0.6 个百分点。从权益乘数上看，板块 2018 年上半年权益乘数为 4.54，同比降低了 0.13。从各公司层面来看，8 家公司中有 6 家资产负债率下降，其中中国铁建资产负债率为 77.76%，同比下降 3.19 个百分点，快速下降的原因是公司通过可转债、永续期公司债券、资本市场融资渠道等举措不断优化负债结构。而板块营收占比较小的葛洲坝和中国化学的资产负债率则延续了上升的态势，同比分别上升 6.44、1.61 个百分点，达到了 74.99%和 66.78%。

图 29：2014~2018H1 大建筑央企板块资产负债率



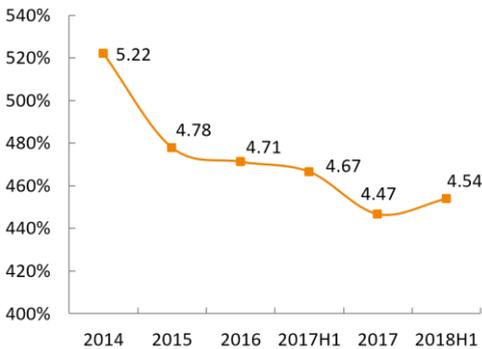
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股资产负债率



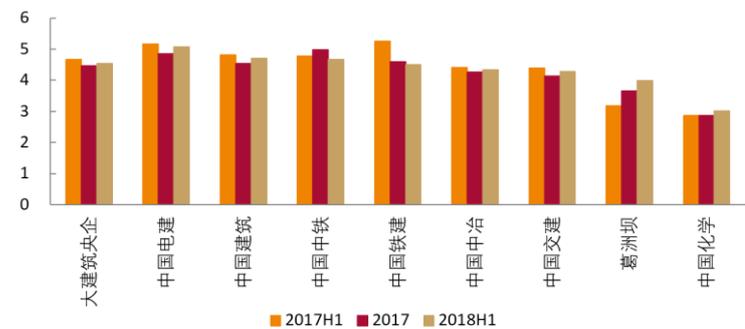
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2014~2018H1 大建筑央企板块权益乘数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股权益乘数



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。近日，中央中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，指出要推动国有企业平均资产负债率到 2020 年年末比 2017 年年末降低 2 个百分点左右，之后国有企业资产负债率应基本保持在同行业同规模企业的平均水平。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，可以预见企业将在“化解存量、控制增量”的原则下，通过市场化债转股将部分债权转为股权、通过 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将逐渐增多。

4.2. 资产周转率略有下降，个股 ROE 情况出现分化

大建筑央企板块的资产周转率略有下降，从 2017 年上半年的 0.32 降低至 2018 年上半年的 0.31，同比下降了 0.01。其中葛洲坝下降幅度最大，2018 年上半年该指标为 0.23，同比下降了 0.09，主要因为总资产中 PPP 在建项目增加、BOT 项目应收款增加以及对联营企业的投资增加，使得总资产增长幅度较快；中国化学上升幅度最大，2018 年上半年该指标为 0.38，同比上升了 0.08，主要因为营业收入大幅提高。

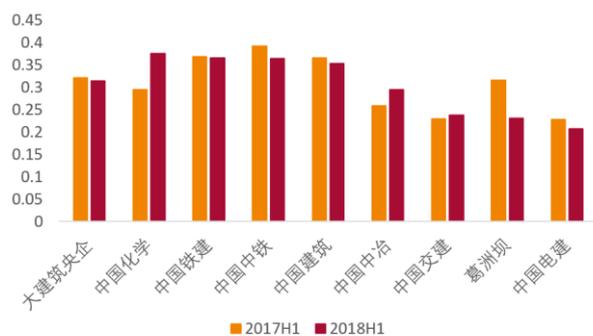
应收账款的周转天数方面，大建筑央企该指标从 2017 年上半年的 149.7 天降低至 2018 年上半年的 138 天，同比下降了 11.7 天，或因建筑央企承接 EPC、BOT 项目数量增加，使得更多的资产变成了长期应收款。中国交建该指标的下降幅度最大，同比下降了 37.2 天，对应长期应收款周转天数上升 16.8 天；葛洲坝该指标则大幅上升，同比上升了 41 天。

存货的周转天数也有所下降，从 2017 年上半年的 341.2 天降低至 2018 年上半年的 285.6 天，同比下降了 55.6 天，表明央企的存货变现能力及短期偿债能力有所增强。与此同时，建筑央企表内的货币资金、一年内到期的非流动资产、其他流动资产（主要是预缴税金、

待抵扣进项税额等) 增加, 以及长期应收款和长期股权投资等非流动资产增加, 使得板块的总资产周转率变化不大。中国交建该指标下降幅度同样最大, 同比下降了 122.6 天; 葛洲坝大幅上升, 同比上升了 138.2 天。

长期应收款的周转天数则有所上升, 从 2017 年上半年的 80.9 天增加至 2018 年上半年的 109.2 天, 同比上升了 34.98%, 或因建筑央企承接 EPC、BOT 项目数量增加导致长期应收款项增加。各个建筑央企该指标均有所上升, 其中葛洲坝的增长幅度最快, 同比上升了 57.4 天。

图 33: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股总资产周转率(次)



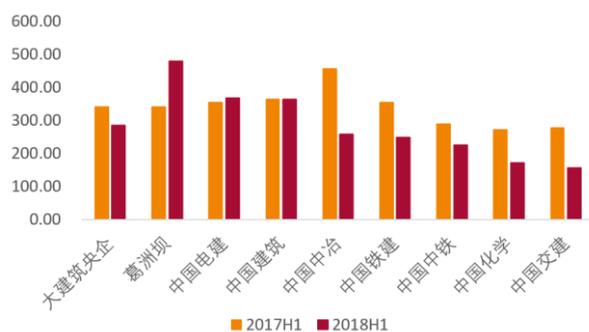
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股应收账款周转天数(天)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 35: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股存货周转天数(天)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 36: 2017H1、2018H1 大建筑央企板块个股长期应收款周转天数(天)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

通过对大建筑央企板块个股进行杜邦分析, 可以看到 8 家公司中有 4 家 ROE 同比下降, 其中中国建筑 ROE 下降幅度最大, 从 2017 年上半年的 9.267% 下降到 2018 年上半年的 8.634%, 从分项上看, ROE 下降的主要原因是销售净利率和资产周转率下降。中国化学 ROE 上升幅度最大, 2018 年上半年 ROE 为 3.779%, 虽然销售净利率有所下降, 但资产周转率和权益乘数均有上升, 带动 ROE 上升了 0.704 个百分点。

表 2: 2018H1 与 2017H1 大建筑央企板块个股杜邦分析

	ROE (%)		销售净利率 (%)		资产周转率		权益乘数	
	2017H1	2018H1	2017H1	2018H1	2017H1	2018H1	2017H1	2018H1
中国建筑	9.267	8.634	3.437	3.252	0.367	0.354	7.347	7.500
中国中铁	5.347	5.976	2.562	3.024	0.395	0.366	5.284	5.399
中国铁建	4.882	5.173	2.253	2.593	0.369	0.366	5.872	5.451
中国电建	5.349	5.067	3.074	3.201	0.229	0.208	7.598	7.611
葛洲坝	4.442	4.758	3.457	4.232	0.315	0.231	4.079	4.867
中国交建	4.598	4.502	3.967	3.926	0.229	0.237	5.061	4.838
中国化学	3.075	3.779	3.401	3.190	0.296	0.375	3.055	3.159
中国中冶	3.642	3.509	2.649	2.302	0.259	0.295	5.308	5.167

注：绿色数字为该指标相比 2017 年同期值有所下降

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 付现比上升较快，现金流有所恶化

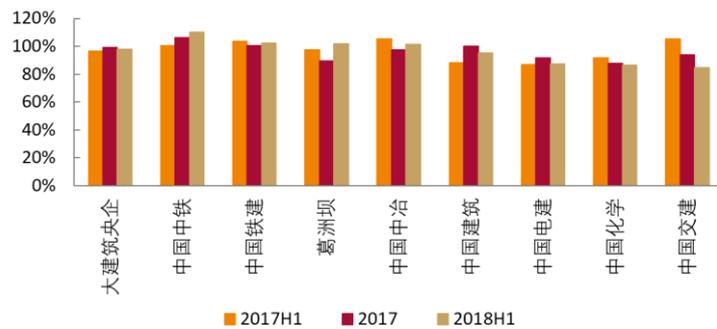
2018 年上半年，大建筑央企板块收现比相比 2017 年上半年小幅上升 1.22 个百分点至 97.81%，相比 2017 年全年则略有下滑，降低了 1.42 个百分点。中国中铁、中国建筑等龙头企业充分重视项目回款，2018 年上半年收现比分别同比提升 9.60、7.27 个百分点。

图 37：2014~2018H1 大建筑央企板块收现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

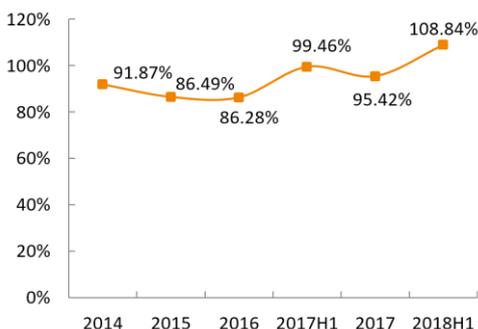
图 38：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股收现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

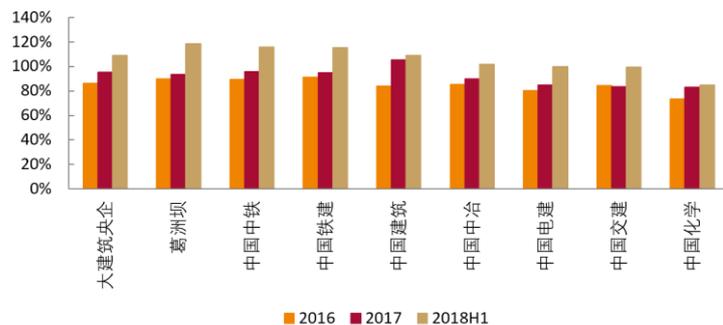
该板块付现比相比 2017 年上半年增加了 9.38 个百分点至 108.84%，增长速度大于收现比增速。各建筑央企付现比均出现了不同程度的上升，主因是对上游的现金支付增加。葛洲坝付现比上升幅度较大，同比增长 21 个百分点，主要由于房地产业务开发投入增加且营业成本减少所致。中国建筑、中国中铁付现比同比分别增长 16.44、14.98 个百分点，主因是工程垫资支付款增加，以及房地产业务拿地支出增加所致。

图 39：2014~2018H1 大建筑央企板块付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

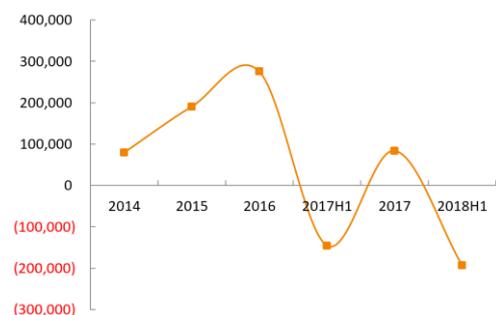
图 40：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

虽然收现比略有上升，但付现比较快增长使得该板块整体的经营性现金流净额相比去年同期有所恶化，从 2017 上半年的净流出 1457.88 亿元增加至 2018 上半年的净流出 1936.69 亿元，主要是由于中国铁建、中国交建等营收占比较大的央企经营性现金流净额下降幅度较大所致。中国铁建和中国交建 2018 上半年的经营性现金流净额分别为-458.88 亿元和-330.45 亿元，较上年同期分别多流出 204.31 亿元、309.58 亿元。考虑到 2018 年下半年资金环境逐渐放松，以及 PPP 市场有望回暖，预计该板块 2018 年全年经营性现金流将进一步好转。

图 41：2014~2018H1 大建筑央企板块经营性现金流净额(百万)



资料来源：Wind，天风证券研究所

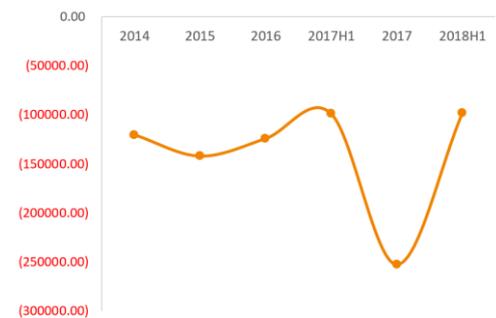
图 42：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股经营性现金流净额(百万)



资料来源：Wind，天风证券研究所

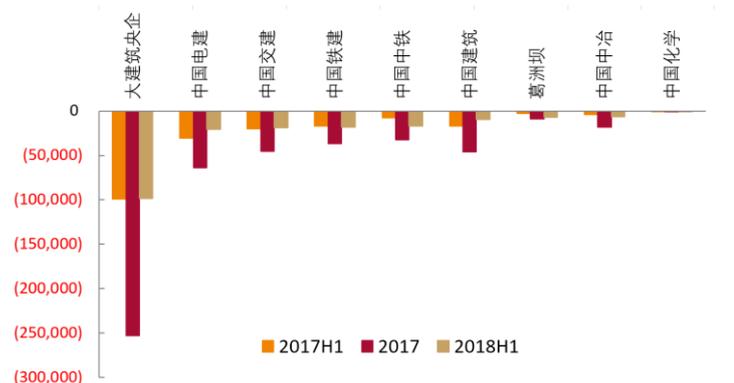
投资性现金流净额相比去年同期有所改善，从 2017 上半年的净流出 991.79 亿元减少至 2018 上半年的净流出 983.45 亿元。从各公司层面来看，投资性现金流的变化趋势分化较大。中国建筑的投资性现金流规模缩减幅度较大，从 2017 上半年的净流出 170.56 亿元减少至 2018 上半年的净流出 93.53 亿元，主因是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金减少。葛洲坝在该指标上则有较大的扩张，从 2017 上半年的净流出 27.5 亿元扩大至 2018 上半年的净流出 71.5 亿元，主因是上半年公司 PPP 在建项目增加，使得购建长期资产和投资支付的现金增加。

图 43：2014~2018H1 大建筑央企板块投资性现金流净额(百万)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：2017H1、2017、2018H1 大建筑央企板块个股投资性现金流净额(百万)



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

随着地方债加速发行及基建补短板力度加大，下半年收入结转速度预期加快，但考虑到上半年订单增速普遍不高，可能营收增长较为有限。增值税税率下降以及头部话语权显著增强等多方因素致未来毛利率存在持续上升空间。目前来看，社保严缴对于建筑央企净利润没有太大影响，反而会间接提升行业集中度，建筑央企具有相对优势。随着资金环境的逐

渐宽松、地方专项债发行加速致政府偿付能力的提升，大建筑央企的现金流情况预期将得到改善。总之，在目前政策环境和融资环境逐渐改善的情况下，结合目前较低的估值水平，可以适度乐观一些。维持对于行业“强于大市”的评级。

6. 风险提示

汇率风险、项目推进不及预期风险、应收账款回收不及预期

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