

# 建筑装饰

证券研究报告  
2019年11月08日

## 订单、营收持续提速，资产减值占收入比下降——建筑央企 2019 年三季度报汇总分析

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

### 政策环境利好，海内外订单同比增速持续提速

受益于基建补短板政策，2019Q3 大建筑央企订单实现稳定增长，累计新签合同总额为 5.77 万亿，较去年同期增长 12.92%，单季环比上升 4.94 个百分点。订单增速方面，2019Q3 大建筑央企新签订单增速普遍较高，除中国建筑、中国化学和中国电建外，其他 5 家央企均实现了加速增长。受益于“一带一路”国际合作高峰论坛与基建补短板力度逐渐加强，多数企业均实现了海内外订单加速增长。上半年基建投资增速疲弱，随着三季度专项债要求形成实物工作量并提前下达，固定资产投资获得资金支持；国常会提出构建高标准自贸区网络、“一带一路”自贸区，央企具有政策率先受益性，未来大建筑央企订单有望保持稳定增长。

### 大部分央企营收加速增长，行业毛利率小幅下降

2019Q3 建筑央企整体营收较去年同期增长 16.62%，增速较上年同期增长 8.2 个百分点，收入增速达到近五年最大值。除中国化学基数较大之外，其他各央企均实现营收加速增长。对比非央企建筑企业，大建筑央企营收增长波动率远低于非央企，总体经营稳健性高。19Q3 大建筑央企行业整体毛利率为 10.90%，较去年同期下降 0.20 个百分点。除中国电建、中国中铁和中国化学实现毛利率小幅上升以外，其他各大央企毛利率均有不同程度的下降。前三季度大建筑央企整体毛利率表现不佳，或因增长较快的房建业务毛利率低。在逆周期调节力度加大环境下，未来毛利率有望回升。

### 费用率管控显成效，资产减值占收入比下降显著

2019Q3 大建筑央企行业整体期间费用率为 5.60%，较去年同期下降 0.11 个百分点。行业总体费用率管控成效显著。其中销售费用率与上年同期基本持平，大多数央企财务费用率有所下降，主要系于投资类项目利息收入增加所致。从个股来看，除中国建筑、中国电建和中国中冶小幅上升以外，其它 5 家央企均实现不同程度的下降。其中，中国电建上升最多，达 0.6 个百分点；葛洲坝下降 0.60 个百分点至 9.8%，降幅最大。资产减值损失占收入比重下降，行业项目回款能力较强，计提损失同比减少。2019Q3 大建筑央企整体归母净利润增速为 11.12%，同比上升 0.19 个百分点。随着基建板块复苏，预计未来大建筑央企净利润增速或能继续实现稳步提升。

### 资产负债率小幅上升，经营现金流出同比较多

2019Q3 大建筑央企板块行业整体资产负债率为 76.70%，同比上升 0.02 个百分点。大建筑央企应国资委去杠杆的要求，加速利用资产证券化、债转股等方式实现资产负债率的稳定，优化资本结构。2019Q3 行业总资产周转率变化较小，上升 1.8 个百分点；应收账款周转天数下降，2019Q3 大建筑央企板块行业总资产周转率变化幅度较为稳定，行业总资产周转率为 0.46，较 2018Q3 上升了 1.8 个百分点。其中中国中冶的总资产周转率上升 8.98 个百分点至 0.51，主要系于存货周转天数加快所致，中国化学、中国中铁、中国建筑和中国铁建小幅上涨；葛洲坝下降 1.35 个百分点至 0.32，营运能力不断增强。一季度应国资委清缴民营企业欠款及新签订单的垫支，经营活动现金流不佳，预期短期内好转可能性较低。

### 投资建议

2019 前三季度基建补短板政策的利好下，大建筑央企的国内订单加速增长；一带一路政策的深入发展，海外订单持续增加。前三季度大部分央企营收加速增长，行业营收增速为近五年最高，融资方式多元化，资本结构趋于稳定。由于向民企大量支付分包和材料款致经营现金流流出较多，现金流压力可能会持续。目前，大建筑央企估值处于较低水平，伴随着央行逆周期调节，专项债的提前下达，一带一路政策的继续深入发展，未来业绩或有提升。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

### 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:营收增速创近五年新高，资产负债结构趋于优化——建筑央企 2019 年半年报汇总分析》2019-09-09
- 2《建筑装饰-行业专题研究: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》2019-05-08

## 内容目录

1. 政策环境利好，海内外订单同比增速持续提速.....	4
2. 大部分央企营收加速增长，行业毛利率小幅下降.....	5
2.1. 营收增速继续增长，大建筑央企经营稳定性较强.....	5
2.2. 央企毛利率同比下降，政策利好未来有望提高.....	6
3. 费用率管控显成效，资产减值占收入比下降显著.....	8
3.1. 财务费用率下降显著，行业期间费用率小幅下降.....	8
3.2. 资产减值损失占营收比重降低，有望继续保持.....	9
3.3. 归母净利率同比下降，未来有望获得提高.....	9
4. 资产负债率小幅上升，经营现金流出同比较多.....	10
4.1. 资产负债率小幅上升，大建筑央企降杠杆稳步推进.....	10
4.2. 资产周转率趋于稳定，资产结构有所优化.....	11
4.3. 收付现比小幅上升，经营活动现金流流出较多.....	13
5. 投资建议.....	14
6. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1：19Q3、18Q3 建筑央企新签订单及保障系数（单位：亿元）.....	4
图 2：19Q3、18Q3 建筑央企新签订单增长率.....	4
图 3：19Q3、18Q3 建筑央企海外订单及增长率（单位：亿元）.....	5
图 4：19Q3、18Q3 建筑央企国内订单及增长率（单位：亿元）.....	5
图 5：2014Q2-2019Q3 大建筑央企收入增长.....	5
图 6：建筑央企营收增长波动率.....	6
图 7：非央企建筑企业营收增长波动率.....	6
图 8：2016-2019Q3 建筑央企毛利率.....	6
图 9：2019Q3、2018Q3 建筑央企个股毛利率.....	7
图 10：2016-2019Q3 建筑央企期间费用率.....	8
图 11：2019Q3、2018Q3 建筑央企期间费用率.....	8
图 12：2019Q3、2018Q3 建筑央企销售费用率.....	8
图 13：2019Q3、2018Q3 建筑央企财务费用率.....	9
图 14：2018Q3、2019Q3 建筑央企业管理费用率.....	9
图 15：2019Q3、2018Q3 建筑央企资产减值损失占营收比重.....	9
图 16：2019Q3、2018Q3 建筑央企净利率.....	10
图 17：2019Q3、2018Q3 建筑央企净利润增长率.....	10
图 18：建筑央企净利润增长波动率.....	10
图 19：非央企建筑企业净利润增长波动率.....	10
图 20：建筑央企 2016-2019Q3 资产负债率.....	11

图 21: 建筑央企企业 2018Q3、2019Q3 资产周转率 .....	11
图 22: 建筑央企企业 2018Q3、2019Q3 应收款项周转率 .....	12
图 23: 建筑央企企业 2018Q3、2019Q3 存货周转率 .....	12
图 24: 2016-2019Q3 建筑央企收现比 .....	13
图 25: 2018Q3、2019Q3 建筑央企收现比 .....	13
图 26: 2016-2019Q3 建筑央企付现比 .....	13
图 27: 2018Q3、2019Q3 建筑央企收现比 .....	13
图 28: 建筑央企经营性现金流 (单位: 亿元) .....	13
表 1: 建筑央企 2019Q3、2018Q3 新签订单及年度订单目标完成度 (合同金额单位: 亿元) .....	4
表 2: 建筑央企 2019Q3、2018Q3 营业收入及增长率 .....	6

## 1. 政策环境利好，海内外订单同比增速持续提速

受益于基建补短板政策，2019Q3 大建筑央企订单实现稳定增长，累计新签合同总额为 5.77 万亿，较去年同期增长 12.92%，Q3 单季环比增加 4.94 个百分点。根据各公司年初制定的订单目标计划，只有中国电建订单目标完成度过四分之三，中国中铁完成度最低，仅为 60.54%，但是参考以前各公司历年三季度完成目标额数据，属于正常情况。从订单保障系数来看，大建筑央企在手总体订单充足，19Q3 订单保障系数平均为 2.23，未来业绩增长有支撑。其中中国化学订单保障系数下降最多，或因去年同期基数较大所致。

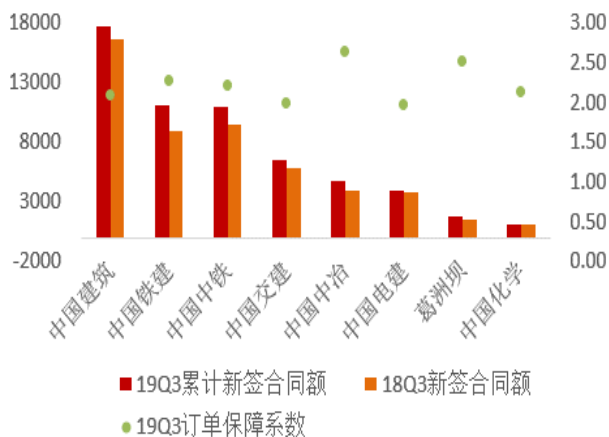
表 1：建筑央企 2019Q3、2018Q3 新签订单及年度订单目标完成度（合同金额单位：亿元）

公司名称	19Q3 新签合同额	18Q3 新签合同额	19Q3 同比增长率	18Q3 同比增长率	19Q3 订单保障系数	18Q3 订单保障系数	2019 年订单目标	全年订单目标完成度
中国建筑	17688	16639	6.30%	3.80%	2.10	2.16	28200	62.72%
中国铁建	11152.34	8916.57	25.07%	5.33%	2.28	1.94	16600	67.18%
中国中铁	10896.8	9513	14.50%	5.90%	2.21	2.02	18000	60.54%
中国交建	6536.73	5828.06	12.16%	-3.99%	1.99	1.90	同比增速不低于 8%	
中国中冶	4783.2	3970.8	20.46%	16.30%	2.64	2.63	未披露	
中国电建	3859.36	3738.74	3.23%	4.52%	1.97	2.01	4930	78.28%
葛洲坝	1698.92	1471.49	15.46%	-18.48%	2.52	1.98	2320	73.23%
中国化学	1149.3	1076.79	6.73%	80.16%	2.14	2.81	1616	71.12%

资料来源：Wind，天风证券研究所

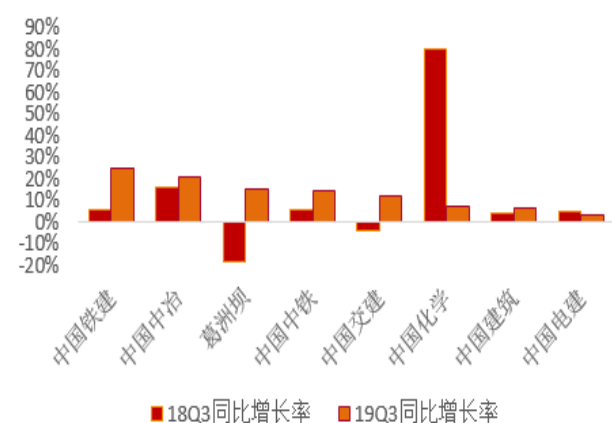
订单增速方面，2019Q3 大建筑央企新签订单增速普遍较高，除中国建筑、中国化学和中国电建外，其他 5 家央企均实现了加速增长。其中，中国铁建、中国中冶、葛洲坝增速超过 15%，中国铁建领跑央企，增速达 25.07%，主要工程承包板块增速较快，同比增长 30.3%。中国化学增速下降较多，达 73.43 个百分点，主要系于去年同期非化工订单的增长使得基数较大。

图 1：19Q3、18Q3 建筑央企新签订单及保障系数（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：19Q3、18Q3 建筑央企新签订单增长率



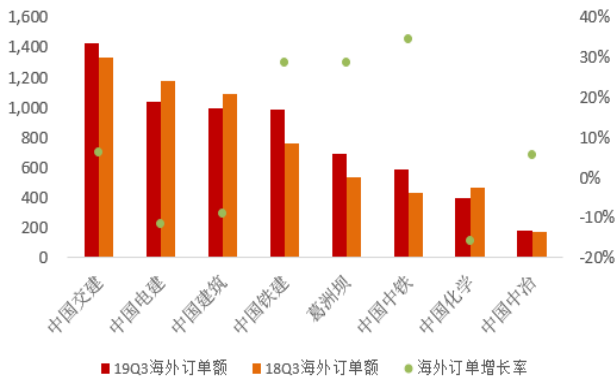
资料来源：Wind，天风证券研究所

继续受益于一带一路政策的深入发展，上半年各大央企海外订单表现良好。2019Q3 大建筑央企新签海外订单 6301.21 亿元，同比增长 5.36%，其中中国化学系于基数较大而出现负增长，中国电建和中国建筑海外订单增长率同比也出现下降，其余 5 家央企均实现高速增长，其中中国中铁、葛洲坝和中国铁建增速超过 25%。

国内订单方面，央行逆周期调节，逐渐加大了基建补短板力度，稳增长作用日益显著，加之长江珠江三角洲带等区域规划战略深入推进，建筑央企国内订单均实现增长。2019Q3 大建筑央企新签国内订单 51463 亿元，同比增长 13.92%，其中中国中冶、中国化学和中国铁建 19Q3 新签国内订单同比增长率分别达 21%、24%和 25%，维持高速增长，中国中铁和

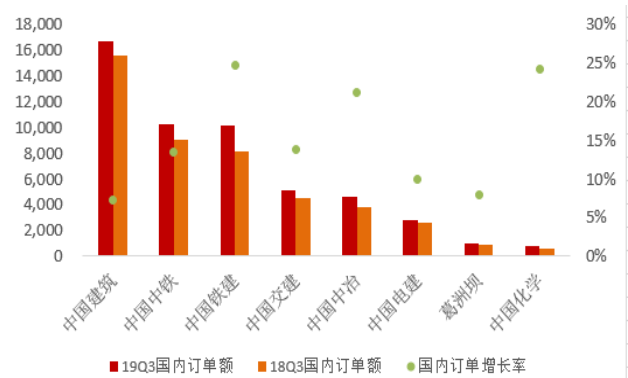
中国交建增长率也接近 15%。中国建筑国内订单增速最低，仅为 7%，主要系其体量较大，且 Q3 基建业务疲软，订单下降 24.82 而拉低总体增速，中国建筑 2018 年 H1 至 2019Q3 基建业务规模均负增长，或与高基数和公司经营战略有关。

图 3：19Q3、18Q3 建筑央企海外订单及增长率（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：19Q3、18Q3 建筑央企国内订单及增长率（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

预计第四季度大建筑央企订单量仍会保持稳定增长，原因如下：

第一，上半年基建投资增速疲弱，后续经济体稳需求的必要性或逐渐增加。随着央行逆周期调节和专项债的提前下放，固定资产投资规模增速有望提高。

第二，一带一路政策的继续推进，国家继续加强与亚非国家的经济业务往来，海外订单有望继续增加。

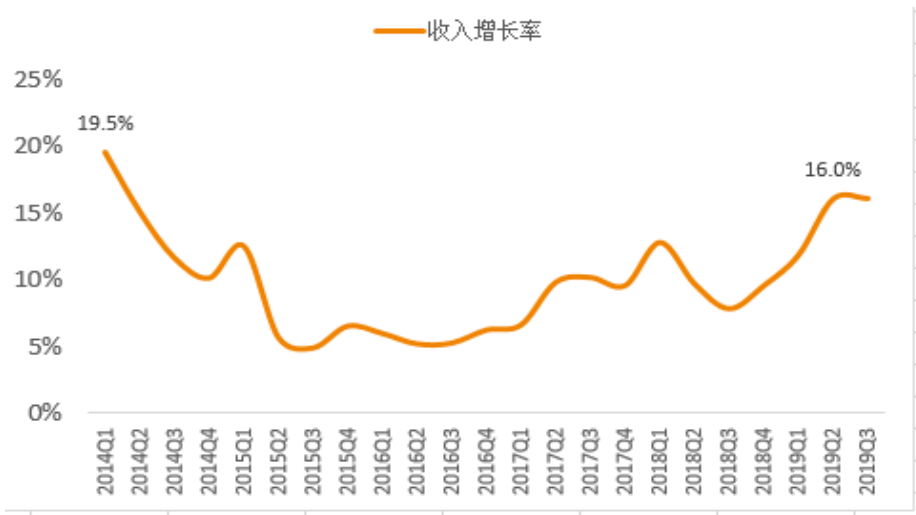
第三，交通强国战略的深入实施促进“铁公基”建筑业务的高速增长；10 月份国常会构建高标准自贸区网络、“一带一路”自贸区网络，国内外业务订单有望持续扩大。

## 2. 大部分央企营收加速增长，行业毛利率小幅下降

### 2.1. 营收增速继续增长，大建筑央企经营稳定性较强

2019Q3 建筑央企整体营收较去年同期增长 16.03%，增速较上年同期增长 8.21 个百分点，收入增速达到近五年最大值。2019 前三季度建筑央企收入增长率稳步提升，或因为近年固定资产投资规模增速下行，央企营收集体度的提升有利于带动上下游企业的发展，维持经济稳定发展和保障就业，进而保障社会稳定。另一方面，随着长江三角洲、粤港澳大湾区一体化建设，城市轨道交通发展提速，政策性的方向为央企带来了大规模的房建、基建等固定资产投资建设。

图 5：2014Q1-2019Q3 大建筑央企收入增长





资料来源：Wind，天风证券研究所

具体来看，八家央企均实现了高速增长。其中中国中冶 2019Q3 实现营收 2280.8 亿元，同比增长 25.9%，增幅位列第一。中国电建、中国化学、中国建筑和 中国中铁都实现了超过 15% 的增速，在手订单的充足支撑了营收的稳定增长。葛洲坝增速最低，仅 8.2%，但是与 18Q3 增长率相比上升了 17.5 个百分点，主要系于其水泥业务的较快增长。

表 2：建筑央企 2019Q3、2018Q3 营业收入及增长率

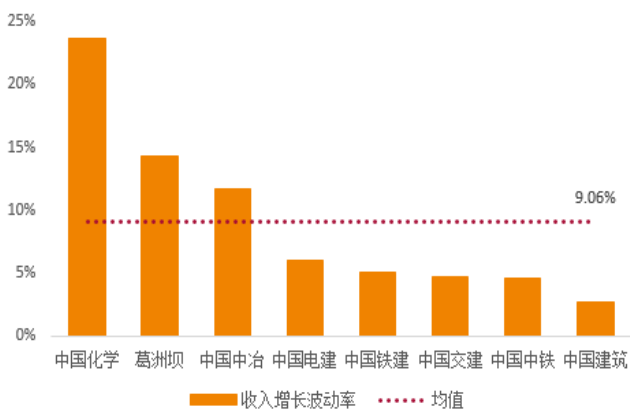
公司名称	18Q3 营业收入	19Q3 营业收入	18Q3 增长率	19Q3 增长率
中国中冶	1812.0	2280.8	20.2%	25.9%
中国电建	1954.6	2310.0	5.0%	18.2%
中国化学	536.2	629.3	39.8%	17.4%
中国建筑	8405.1	9736.0	9.0%	15.8%
中国中铁	4934.3	5701.8	4.9%	15.6%
中国铁建	4898.7	5613.6	6.4%	14.6%
中国交建	3285.5	3746.9	6.9%	14.0%
葛洲坝	674.2	674.2	-9.3%	8.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

总的来看，大建筑央企具有资金规模优势，经营稳定系数较高，营收增长较快。我们选取 9 家非央企建筑企业（包含地方国企和民营企业）与八大建筑央企进行对比，取 2016Q1-2019Q3 期间各企业营收增长率计算其波动率，结果显示建筑央企的营收增长波动率远低于非央企企业。其中，大建筑央企营收增长波动率均值为 9.06%，而非央企企业波动率均值达 28.58%。

具体来看，中国化学、葛洲坝、中国中冶的波动率超过 10%，或因为其规模较其他五家较小。中国化学的波动率最高，达到 23.62%，或因为三季度国际油价波动较大，业绩稳定性受到较大影响。

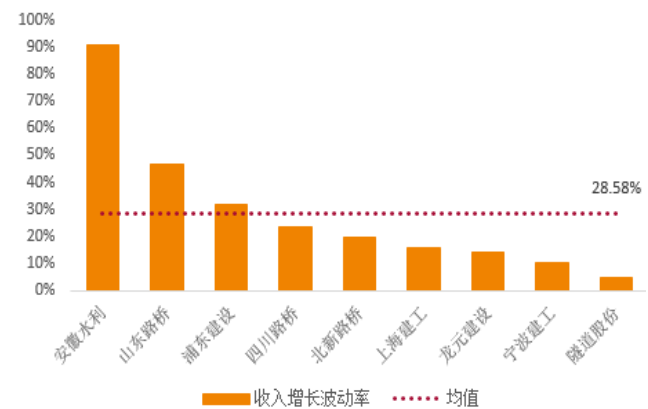
图 6：建筑央企营收增长波动率



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：收入增长波动率=16Q1-19Q3 季度营收增长率标准差

图 7：非央企建筑企业营收增长波动率

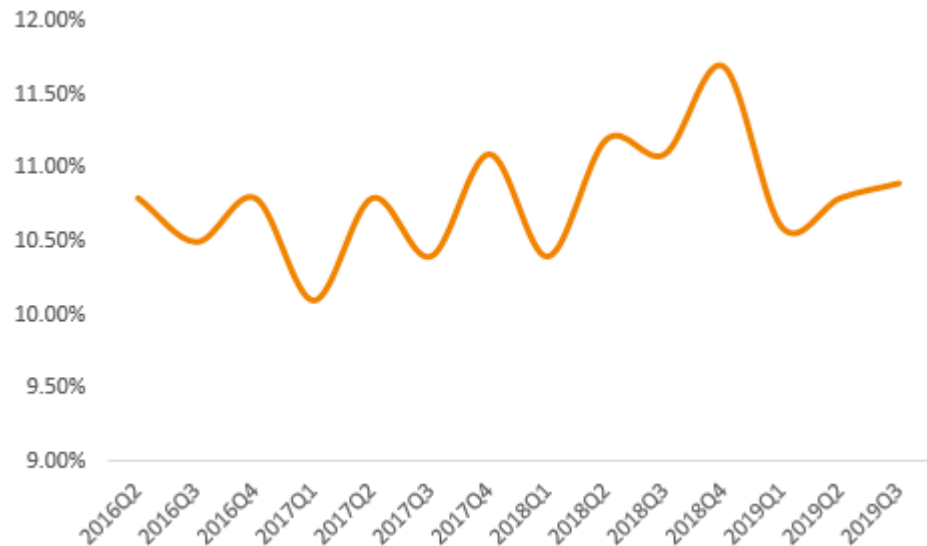


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 央企毛利率同比下降，政策利好未来有望提高

上半年大建筑央企整体毛利率表现不佳，未来有望回升。19Q3 大建筑央企行业整体毛利率为 10.90%，较去年同期下降 0.20 个百分点。除中国电建、中国中铁和中国化学实现毛利率小幅上升以外，其他各大央企毛利率均有不同程度的下降。

图 8：2016-2019Q3 建筑央企毛利率

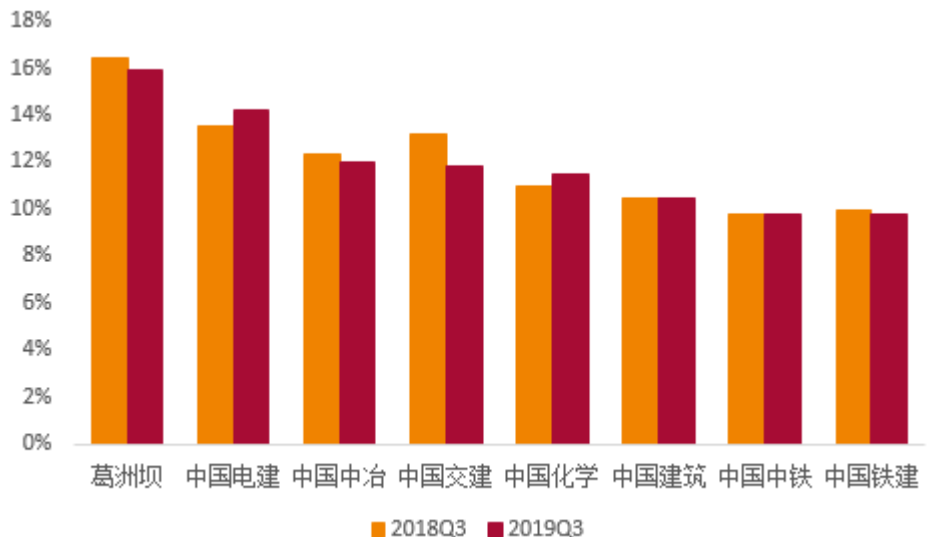


资料来源：Wind，天风证券研究所

中国化学 2019Q3 毛利率为 11.5%，同比增加 0.54 个百分点，主因公司盈利核心工程承包业务毛利率有所提升；中国电建毛利率较去年同期上升 0.63 个百分点至 14.2%，主要系工程主业毛利率小幅提升；中国中铁毛利率稳定 9.80%，主因毛利水平较高的楼盘销售额增加所致，房地产业务板块毛利贡献有所增加。

中国交建 2019Q3 毛利率为 11.8%，同比下降 1.36 个百分点至 11.8%，降幅最大，主因部分海外高毛利项目竣工拉低综合毛利率。葛洲坝毛利率下降 0.5 个百分点，主要系建筑、地产业务板块毛利下降影响。中国中冶 2019Q3 毛利率为 12.0%，同比下降 0.34 个百分点，主因公司钢原材料价格波动较大，加之项目竞争激烈与人工成本升高压缩利润空间；中国铁建、中国建筑毛利率较去年同期下降 0.23、0.06 个百分点。

图 9：2019Q3、2018Q3 建筑央企个股毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为未来大建筑央企的综合毛利率有望回升，原因在于：

第一，上半年基建温和复苏但总体增速不及预期，或因政策传递存在一定时滞性，因此作为“基建主力军”的大建筑央企基建业务表现平淡，而毛利率水平较低的房建业务则表现相对良好，整体上略有拉低综合毛利率水平；未来随着逆周期调节力度加大，基建部短板力度将会加大，基建业务板块回暖有望推高行业综合毛利率；

第二，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. 费用率管控显成效，资产减值占收入比下降显著

#### 3.1. 财务费用率下降显著，行业期间费用率小幅下降

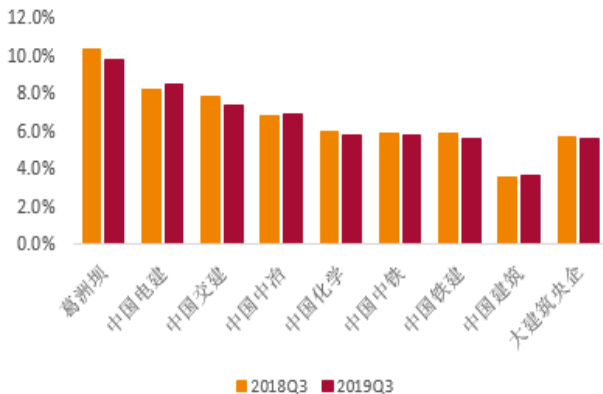
2019Q3 大建筑央企行业整体期间费用率为 5.62%，较去年同期下降 0.09 个百分点。从个股来看，除中国建筑、中国电建和中国中冶小幅上升以外，其它 5 家央企均实现不同程度的下降。其中，中国电建上升最多，达 0.31 个百分点；葛洲坝下降 0.57 个百分点至 9.76%，降幅最大。

图 10：2016-2019Q3 建筑央企期间费用率



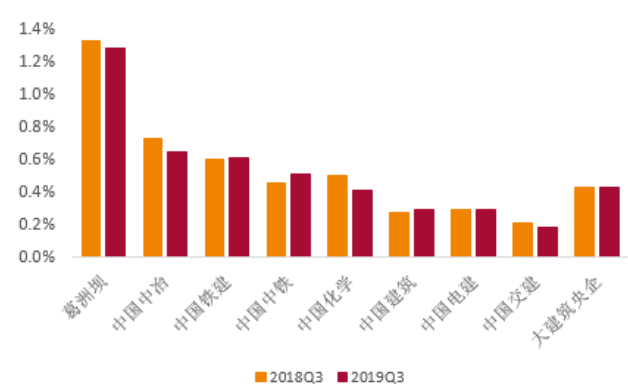
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2019Q3、2018Q3 建筑央企期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2019Q3、2018Q3 建筑央企销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019Q3 大建筑央企行业整体销售费用率为 0.43%，同期相比变化不大。从个股来看，八大建筑央企中有 3 家呈现小幅上升，其中中国中铁增幅最大，上升 0.06 个百分点。其余 4 家均实现不同幅度的下降（中国电建保持不变），其中中国化学下降 0.09 个百分点，降幅第一，或因为公司新签订单增幅较小所致。

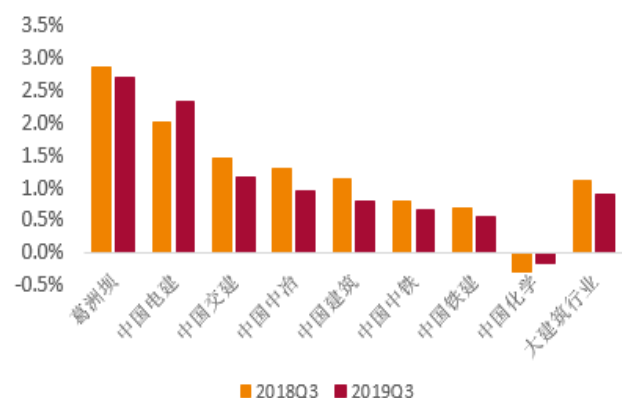
大建筑央企总体财务费用率下降较多，2019Q3 行业财务费用率为 0.90%，同比下降 0.20 个百分点。从个股来看，中国电建和中国化学出现上升，其余 6 家央企的财务费用率均有所下降。其中，中国建筑与中国交建下降幅度最多，中国建筑财务费用率同比下降 0.37 个百分点，主要为往来折现减少，终止确认应收款项的保理手续费计入投资收益所致。中国交建财务费用率下降同比减少 0.3 个百分点，或因为投资类项目利息收入增加所致。

2019Q3 大建筑央企板块行业整体管理费用率为 2.58%，同比减少 0.36 个百分点。从个股来看，除中国铁建小幅上升外，其余七家央企均实现不同幅度的减少。其中中国化学下降



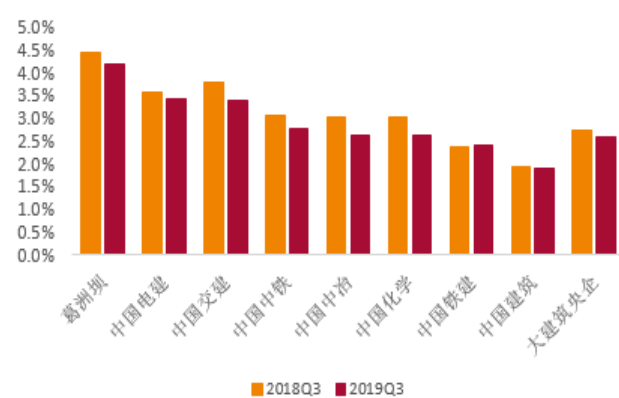
幅度最大，达 0.41 个百分点，主要系于规模效应的产生所致。

图 13: 2019Q3、2018Q3 建筑央企财务费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 2018Q3、2019Q3 建筑央企管理费用率



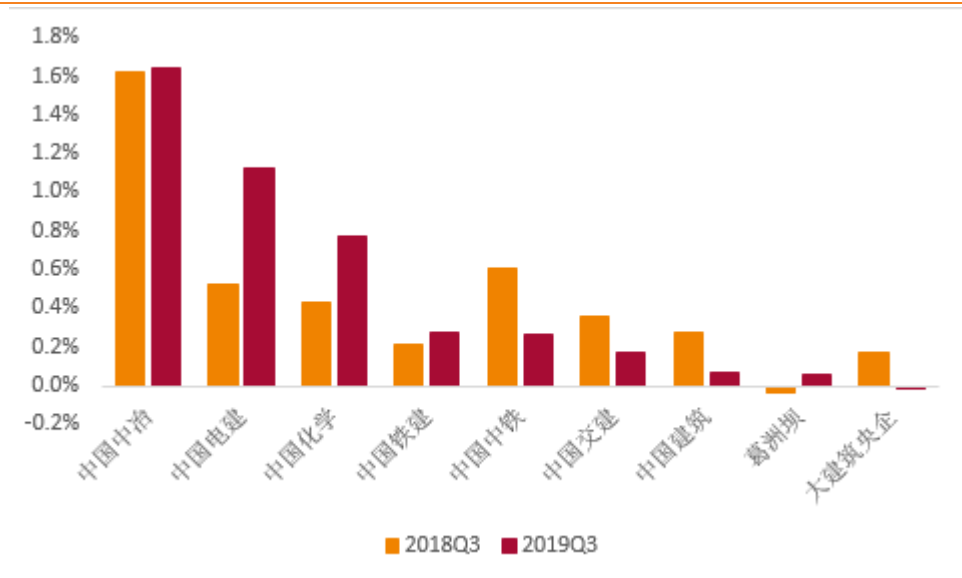
资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 资产减值损失占营收比重降低，有望继续保持

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。

2019Q3 大建筑央企行业整体资产减值占比呈现下降趋势，同比下降 0.19 个百分点至 -0.01%，主因半数企业降幅明显。其中，中国中冶降幅最大，为 0.35 个百分点，主因公司项目资金回款良好，信用减值损失减少所致。往年计提较多的中国交建、中国建筑和中国中铁分别下降 0.19、0.22 和 0.35 个百分点。其余 4 家央企的资产减值占比提升不一，其中中国化学的增长较为显著，上升 0.31 个百分点，主因其本期应收账款坏账损失计提大幅增加所致。中国铁建、葛洲坝和中国电建分别上升 0.04、0.09 和 0.14 个百分点。伴随着政策利好效应，宏观环境的回暖，建筑央企有望继续保持业绩的稳定增长，保持稳定的资产减值计提比例。

图 15: 2019Q3、2018Q3 建筑央企资产减值损失占营收比重



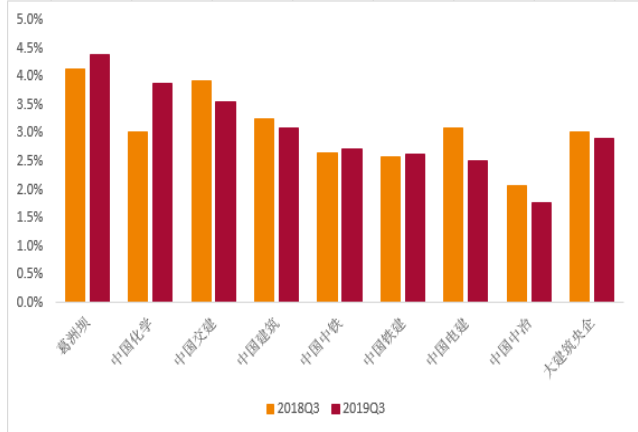
资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.3. 归母净利率同比下降，未来有望获得提高

2019Q3 大建筑央企整体净利率同比下降 0.13 个百分点，或受到行业毛利率水平下降的影响。具体来看，有 4 家央企净利率呈现增长趋势，其余 4 家有不同幅度的下降。其中，中国化学提高最多，较去年同期增加 0.85 个百分点至 3.89%，主要受行业景气度提升，10 月新签俄罗斯波罗的海化工项目，预期未来继续保持增长。中国建筑、中国中冶、中国交建和中国电建分别下降 0.17、0.31、0.35 和 0.58 个百分点，中国电建下降明显，主要系上半年基建投资增长不及预期，行业毛利率表现不佳所致。

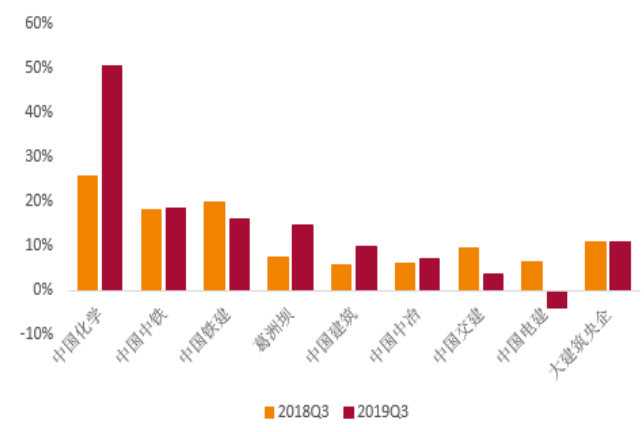
净利润增长方面，2019Q3 大建筑央企整体归母净利润增速为 11.12%，同比上升 0.19 个百分点，环比增加 2.65 个百分点。从个股来看，中国化学受行业回暖影响，在手化学业务订单回款加速，增速最高，达 24.65%，葛洲坝、中国建筑、中国中冶和中国中铁也实现小幅增长；剩下 3 家央企增速均有所下滑，中国电建受收入增长率影响降幅最大，达 10.21 个百分点到-3.85%。随着基建板块复苏，预计第四季度央企净利润增速或能稳步提升。

图 16：2019Q3、2018Q3 建筑央企净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2019Q3、2018Q3 建筑央企净利润增长率

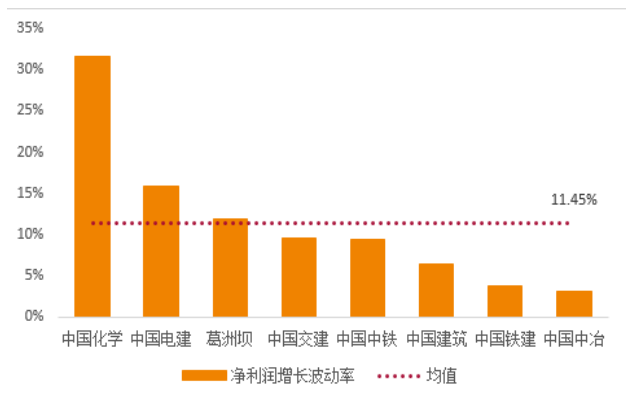


资料来源：Wind，天风证券研究所

与营收增长类似，大建筑央企的经营稳定性表现较好，净利润增长稳定性相对较高。我们选取 9 家非央企建筑企业（包含地方国企和民营企业）与八大建筑央企进行对比，取 2016Q1-2019Q3 期间各企业净利润增长率计算其波动率，结果显示建筑央企的净利润增长波动率远低于非央企企业。其中，大建筑央企净利润增长波动率均值为 11.45%，而非央企企业波动率均值达 66.80%。

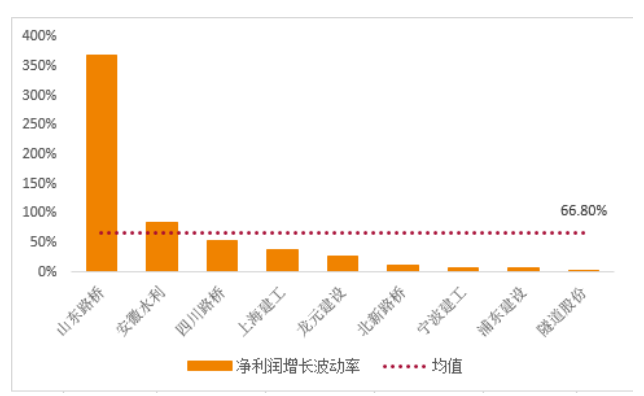
就个股情况而言，中国化学、中国电建和葛洲坝的波动率较高，均高于 10%，主因这几家央企规模较小，业务结构有所调整所致。其中中国化学的波动率最高，达到 31.71%，高于部分非央企企业，主要系公司主业为专业工程，受国际环境和业务扩张的影响致波动率较大。

图 18：建筑央企净利润增长波动率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：非央企建筑企业净利润增长波动率



资料来源：Wind，天风证券研究所

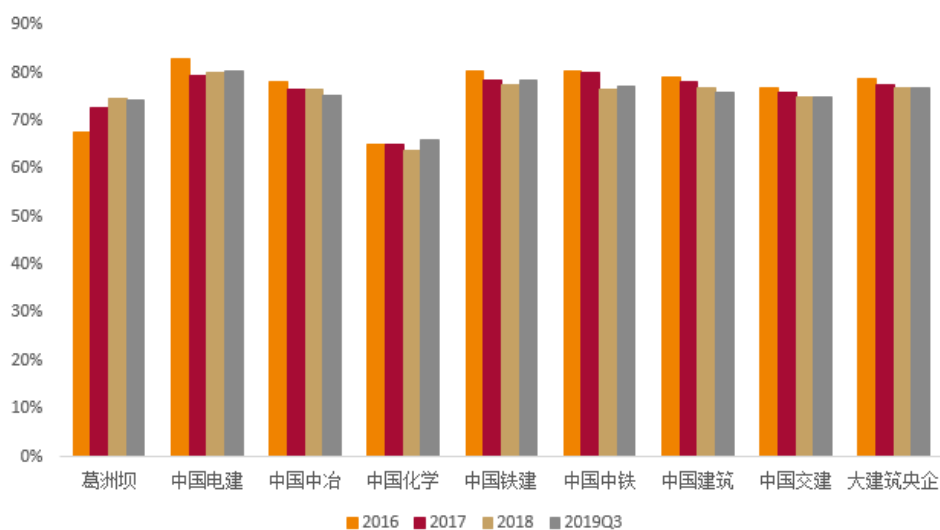
## 4. 资产负债率小幅上升，经营现金流出同比较多

### 4.1. 资产负债率小幅上升，大建筑央企降杠杆稳步推进

2019Q3 大建筑央企板块行业整体资产负债率为 76.70%，较 2019 年年初略有上升，增加 0.02 个百分点。从个体分析，中国化学上升幅度最大，较年初提高 2.1 个百分点，短期借款增长较多，葛洲坝与中国建筑降幅显著，其中葛洲坝 2019 年前三季度资产负债率下降 0.48 个百分点至 74.28%，主要得益于 9 月份公司债权人农银投资债转股的影响；中国建筑

下降 0.92 个百分点至 76.02%，主要系于公司继续推进资产证券化方式，优化了资本结构。其余 6 家央企上半年资产负债率则有不同程度的上升，但综合来看，央企降杠杆工作显现成效，大多数央企自 2016 年来资产负债率稳步下降，大建筑央企降杠杆稳步推进。

图 20：建筑央企 2016-2019Q3 资产负债率



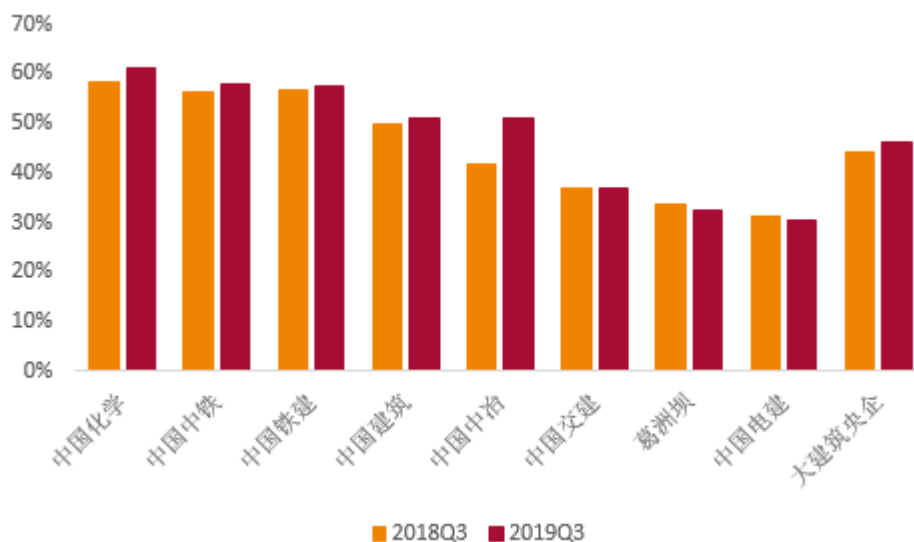
资料来源：Wind，天风证券研究所

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略有超标。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、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；依托资本市场发行优先股、永续债、增发及实施市场化债转股、非主营业务剥离，降低企业的财务风险和负担，实现资产负债率降低。

#### 4.2. 资产周转率趋于稳定，资产结构有所优化

2019Q3 大建筑央企板块行业总资产周转率变化幅度较为稳定，行业总资产周转率为 0.46，较 2018Q3 上升了 1.8 个百分点。其中中国中冶的总资产周转率上升 8.98 个百分点至 0.51，主要系于存货周转天数加快所致，中国化学、中国中铁、中国建筑和中国铁建小幅上涨；葛洲坝下降 1.35 个百分点至 0.32，中国电建下降 0.89 个百分点至 0.30。

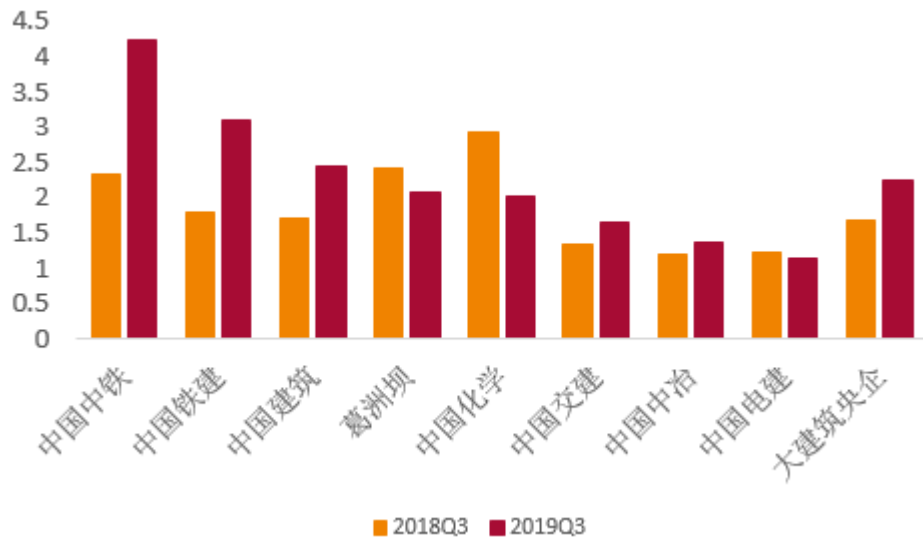
图 21：建筑央企企业 2018Q3、2019Q3 资产周转率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019Q3 大建筑央企板块整体应收款项周转率上升，同比增加 55.69 个百分点至 2.23，或因为长期股权投资周转的下降。八大建筑央企中，中国中铁应收款项周转率上涨幅度最高，同比上涨 187.97 个百分点至 4.22，中国中铁应付款项周转率提升 9.88%，考虑其他非流动资产的增加较多，整体周转率变化幅度不大；中国铁建上升 129.40 个百分点，主要系于项目回款所致。中国建筑、中国中冶、中国交建都出现不同幅度的上涨。其他三家央企出现下降，其中下降幅度最大的是中国化学，下降 89 个百分点至 2.03。综合来看，大建筑央企应收款项周转率有所下降，主要系建筑行业受流动性新规约束，高度重视应收款项的质量管理，原有 ppp 项目的清理落地也加速了应收款项的运转。

图 22：建筑央企企业 2018Q3、2019Q3 应收款项周转率

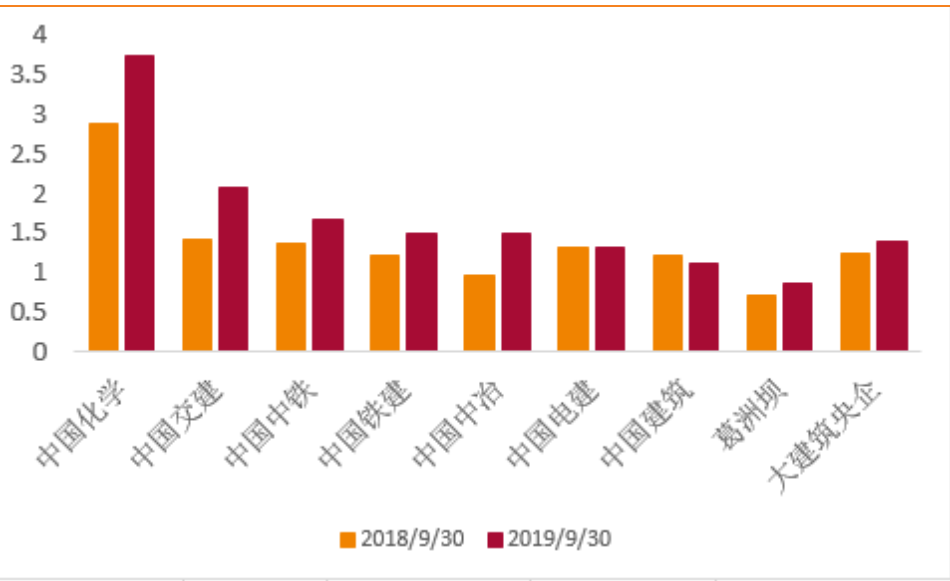


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：应收款项包含应收账款、应收票据、其他应收款及长期应收款

2019Q3 大建筑央企板块存货周转率上涨了 15.84 个百分点至 1.40。除中国建筑出现小幅下降外，其余七家央企中都出现不同程度的上升。从个体来看，中国化学增幅最大，同比增加 87.25 个百分点至 3.75，存货平均余额同比下降 6.87 个百分点，周转能力增强，主要系于业务行情好转，在手订单的大量落实所致。

图 23：建筑央企企业 2018Q3、2019Q3 存货周转率



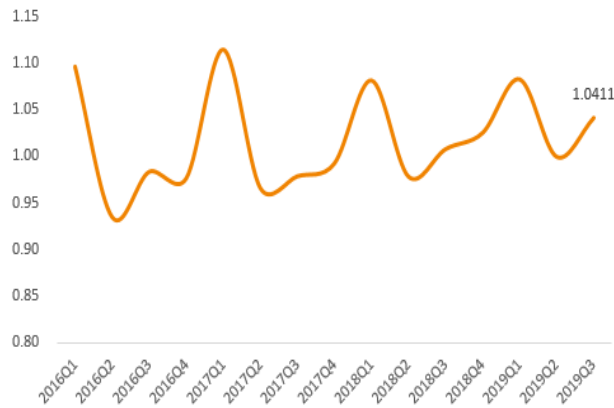
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：存货包含存货及合同资产

### 4.3. 收付现比小幅上升，经营活动现金流流出较多

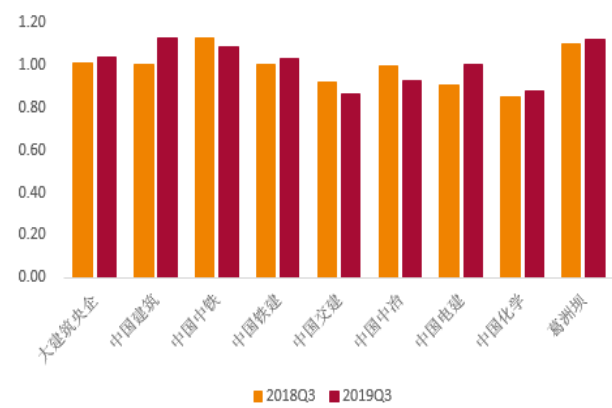
2019Q3 大建筑央企板块收现比有所上升，增加 3.36 个百分点至 1.0411，整体上看，2019 年在三季度实现回升，或因前期项目回流资金所致。个体中，中国建筑增长显著，提高 12.56 个百分点至 1.1283，中国电建收现比同增 10.35 个百分点至 1.0065，葛洲坝、中国铁建和中国化学实现小幅增长，主要系几家公司项目回款表现良好。其余 3 家央企收现比呈现下降趋势，中国中铁、中国交建和中国中冶分别下降 4.76、5.25 和 6.62 个百分点。

图 24：2016-2019Q3 建筑央企收现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

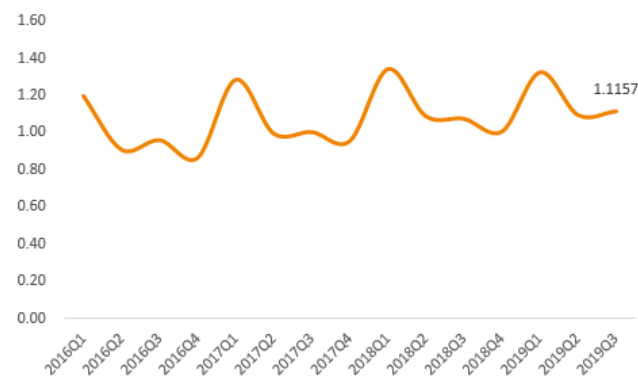
图 25：2018Q3、2019Q3 建筑央企收现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

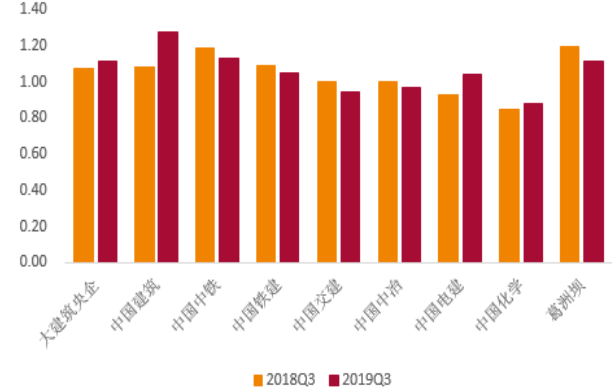
2019Q3 大建筑央企板块付现比也出现上升，同比增加 4.10 个百分点至 1.1157，其中一季度上升较为明显，主要系于第一季度响应国资委清缴民营借款，在第三季度又出现回升，或因为新签订单的垫支款较多。其中中国建筑、中国电建与中国化学的付现比增长较多，分别增加 19.71、10.98 和 3.31 个百分点，其余 5 家都出现不同程度的下降。

图 26：2016-2019Q3 建筑央企付现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2018Q3、2019Q3 建筑央企付现比

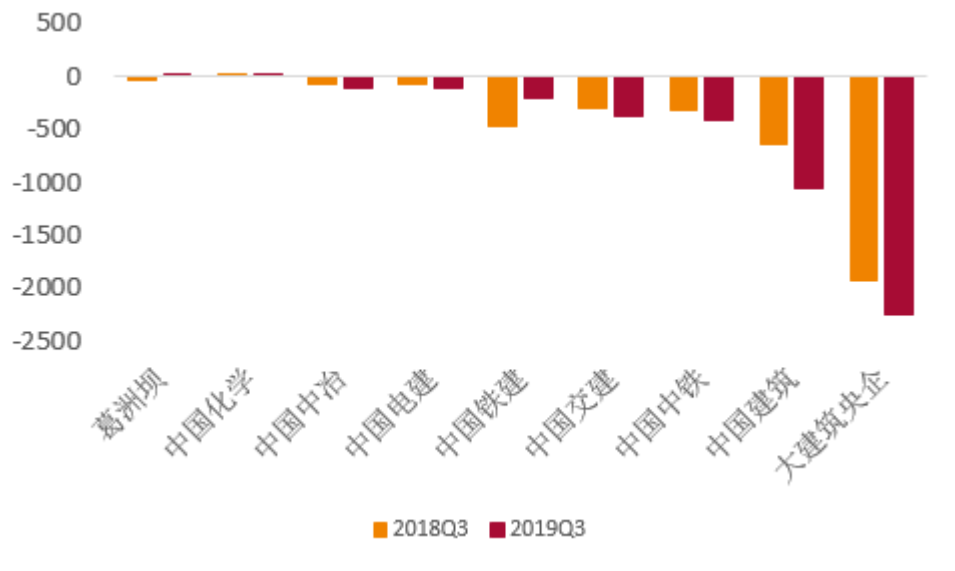


资料来源：Wind，天风证券研究所

2019Q3 大建筑央企板块经营活动现金流较去年同期有所恶化，由 2018Q3 的净流出 1927.85 亿元增加至 2019Q3 的净流出 2247.09 亿元，主要系营收规模较大的中国建筑、中国中铁和中国交建的净流出增加较多。其中，中国建筑的经营性现金流净流出为 1066.75 亿元，同比增加 417.18 亿元，主要系于上半年各大央企响应国资委号召，向上游民营企业付款增加，新签订单垫支额较大，预期现金流状况短时期难以好转。

图 28：建筑央企经营性现金流（单位：亿元）





资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 投资建议

2019 前三季度基建补短板政策的利好下，大建筑央企的国内订单加速增长；一带一路政策的深入发展，海外订单持续增加。前三季度大部分央企营收加速增长，行业营收增速为近五年最高，融资方式多元化，资本结构趋于稳定。由于向民企大量支付分包和材料款致经营现金流流出较多，现金流压力可能会持续。目前，大建筑央企估值处于较低水平，伴随着央行逆周期调节，专项债的提前下达，一带一路政策的继续深入发展，未来业绩或有提升。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	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