

行业研究

建筑央企，缘何重估

——建筑央企研究动态系列报告之三

要点

建筑行业具备“资金密集”特性，再融资深刻影响建筑央企成长：

建筑行业是国民经济一大支柱行业，行业进入门槛低，竞争激烈且可替代性强，项目金额大，回款周期长，大型建筑企业往往异地施工且多项目并举，资金实力始终是建筑企业获取订单的一大核心竞争力。从中国电建、中国能源建设的融资规模和经营指标对比数据中（两者业务体量、主营业务较为相近），可以看出融资对建筑央企的发展至关重要。一般而言，建筑央企再融资除了面临地产政策约束外，还受到 PB 大于 1 的国资委考核约束，即只有当定增价格高于 1.0 倍 PB 时才能放行。中国化学、中国电建的再融资诉求曾带来股价 1-2 倍的涨幅。当建筑央企有融资需求时，才会在其内部形成真实的市值管理意愿及动力。而当前建筑央企估值较低，我们认为，随涉房企业再融资的放开，将催生建筑央企真实的市值管理意愿及动力。

降资产负债率已获成效，再融资放开助推扩张：

自中央经济工作会议提出“三去一降一补”，央企降杠杆政策陆续出台，“十三五”期间建筑央企资产负债率整体不断压降，债转股持续推进，永续债发行增多，另辟蹊径虽压降了资产负债率并快速补充了运营资金，也带来了财务负担及少数股东权益的快速增长。参照历史情况，当前时点政策春风已至，我们认为建筑央企已经进入了发展的新阶段，考虑到当前建筑央企资产负债率已较 2020 年末有所提升，叠加股权融资政策春风已至，我们认为建筑央企板块的再扩张号角已吹响，行情反转箭在弦上。

建筑央企基本面优异，估值修复在先，基本面仍将持续优化：

当前建筑央企估值处于历史底部，从收入与订单来看，行业集中度均较往年有较大提升，在地产周期底部，我们仍将持续看到行业出清，而建筑央企市占率提升势不可挡。地产开发业务上，建筑央企周期底部逆势拿地助推其地产业务扩张。基本面优异叠加政策反转，防疫政策放开经济活动有望回暖，多重利好下，我们认为建筑央企估值将率先修复至 1 倍 PB，基本面上未来仍将持续看到其 ROE 修复及现金流改善，市占率提升逻辑亦将持续演绎。

投资建议：

综合判断，我们认为建筑央企板块反转的条件已具备：估值较低，计提充分安全边际高；看好 2023 年基建景气度，订单获取有保障；行业出清市占率加速提升，龙头优势显著；政策春风已至，再融资放开如虎添翼。坚定看好建筑央企价值重估与板块反转，**推荐：中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国电建、中国化学、中国能源建设（H）**。在基本面优异，再融资放开等叠加因素基础上，看好建筑央企估值率先修复至 1PB 以上，后续股权融资放开，地产边际改善，融资成本降低将持续优化建筑央企报表质量，实现 ROE 修复与现金流进一步改善。

风险分析：国内基建投资增速不及预期；地产投资持续低迷；人民币快速升值。

建筑与工程

买入（维持）

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、再融资深刻影响建筑央企成长性	5
1.1、建筑行业具备“资金密集”特点	5
1.2、再融资影响建筑央企成长性	6
2、再融资放开：春风已至，推动价值重估.....	8
2.1、压降资产负债率已获成效，再融资放开助推扩张	8
2.2、建筑央企基本面优异，坚定看好板块持续修复	14
3、投资建议.....	22
4、风险分析.....	22

图目录

图 1：八大建筑央企资产结构	5
图 2：中国铁建少数股东权益/所有者权益概况	10
图 3：中国铁建少数股东损益/净利润概况	10
图 4：中国建筑少数股东权益/所有者权益概况	11
图 5：中国建筑少数股东损益/净利润概况	11
图 6：中国中铁少数股东权益/所有者权益概况	11
图 7：中国中铁少数股东损益/净利润概况	11
图 8：中国电建少数股东权益/所有者权益概况	11
图 9：中国电建少数股东损益/净利润概况	11
图 10：中国能建少数股东权益/所有者权益概况	12
图 11：中国能建少数股东损益/净利润概况	12
图 12：中国化学少数股东权益/所有者权益概况	12
图 13：中国化学少数股东损益/净利润概况	12
图 14：中国中冶少数股东权益/所有者权益概况	12
图 15：中国中冶少数股东损益/净利润概况	12
图 16：中国交建少数股东权益/所有者权益概况	13
图 17：中国交建少数股东损益/净利润概况	13
图 18：八大建筑央企资产负债率	13
图 19：应付工程款/房地产开发资金来源（ttm）持续走高，垫资压力日益增加	14
图 20：2022 年应付工程款同比增速仍高于房地产开发资金同比增速（12 个月移动平均增速）	15
图 21：中国建筑新开工累计同比增速远高于行业	15
图 22：8 家建筑央企新签合同总额及其增速	16
图 23：8 家建筑央企工程收入总额及其增速	16
图 24：2011-2022H1，建筑央企新签工程业务订单及收入市场份额	16
图 25：相较历史水平，建筑央企估值较低	17
图 26：8 家建筑央企存货跌价准备占存货的比重	17
图 27：4 家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重	17
图 28：8 家建筑央企应收账款坏账准备计提比重	18
图 29：基建及地产链中游龙头公司应收账款坏账准备计提比重	18
图 30：建筑央企整体 ROE 有望修复，经营效率改善有望助力总资产周转率回升，原材料涨价及减值计提影响弱化或助力利润率修复	20

表目录

表 1：各类保证金一览	5
表 2：中国电建与中国能源建设 2013 年及 2019 年经营状况对比	6
表 3：2013-2020 年中国电建与中国能源建设权益融资情况	6
表 4：历史上已落地股权融资中，建筑央企母公司层面股权融资多发生在 PB>1 时	7
表 5：过往部分国有企业降杠杆及涉房企业融资限制政策	8
表 6：为压降资产负债率，建筑央企在子公司层面积极推动债转股（已落地债转股部分统计）	9
表 7：近年来，建筑央企永续债余额逐年增多	10
表 8：部分民营/地方建筑公司破产重组情况	14
表 9：22 年前 11 月，部分头部建筑央企拿地排名明显上升	16
表 10：22-23 年基建投资拆分预测	18

1、再融资深刻影响建筑央企成长性

1.1、建筑行业具备“资金密集”特点

建筑行业是国民经济一大支柱行业，行业具备以下显著特点：

- 1.行业体量大，利润率不高。**据中国建筑业统计年鉴及国家统计局数据，2021年，我国建筑业总产值达 29.31 万亿元；2022 年 Q1-Q3，我国建筑业总产值达 20.62 万亿元，行业规模巨大且进入门槛不高，可替代性强且竞争激烈，导致行业整体利润率不高，据国资委统计，2021 年建筑行业平均销售利润率仅为 3.3%。
- 2.项目造价高，垫资现象较为普遍，资金状况较为紧张。**在建筑行业内，规模以上企业所承建单个工程项目造价较高，动辄上亿乃至数十亿，尽管项目体量较大，但利润率较低。相较于行业下游的政府部门及开发商，行业整体议价能力较弱，合同存在履约风险，行业资金状况较为紧张，具体体现为：1) 建筑项目建设周期较长，大部分项目可达数年，项目虽预付部分工程款，但大部分回款往往随施工进度结算，较收入确认有所滞后，账期延长及坏账淤积时有发生，收入与现金流有不匹配现象。2) 垫资普遍，且需押存各类保证金。3) 融资渠道受限，当前下游地产销售不景气影响开发商回款履约意愿。

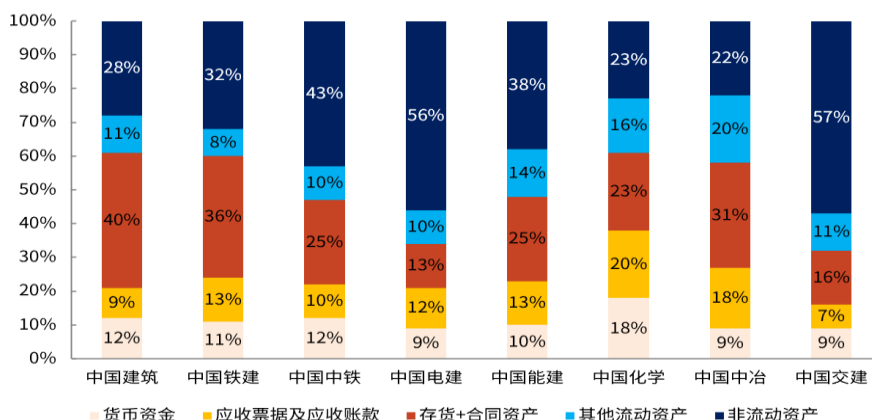
表 1：各类保证金一览

保证金类型	金额区间	支付时间	退还时间
投标保证金	不超过合同金额的 2%	招投标阶段、投标截至时间前	公示期满、签订合同后
履约保证金	不超过合同金额的 10%	招投标阶段、签订施工合同前	验收合格后
农民工工资保证金	施工合同额的 1%-3%（疫情期间暂缓收取）	施工准备阶段开工前	相关问题无误并公示 30 日后可申请返还
工程质量保证金	工程价款结算总额的 3%	合同签订之前	缺陷责任期后

资料来源：国务院官网，光大证券研究所整理

综上所述，行业具备“资金密集型”特点。大型建筑企业普遍跨区域经营，异地施工且多项目并举。对于已上市，融资环境相对较为宽松的建筑央企，再融资更易于撬动杠杆获得更多资金，形成较强的垫资能力，既可保障项目施工，又可为甲方提供更优化的付款条件，形成隐性竞争优势。从资产构成来看，各大建筑央企资产合计数万亿，行业具备轻资产特性，非流动资产占比较少。由于建筑行业的特性，我们认为，更强的管理运营能力及垫资能力、更低的融资成本仍为建筑央企核心竞争力所在。

图 1：八大建筑央企资产结构



资料来源：wind，截至 2022 年 Q3 末，光大证券研究所整理

1.2、再融资影响建筑央企成长性

再融资影响成长性案例：中国电建与中国能建

融资通常能助力企业业务扩张，过往资产负债率压降要求限制融资。建筑企业新签订单带动建造收入，据前文所述，建筑项目往往对工程承包单位有垫资要求，故资金实力与业务承接能力形成直接相关，2014-2015 年之后，主要建筑央企大规模涉及基础设施运营投资领域，但相关运营资产回报周期较长，流动性较差，导致其债务杠杆压力较大。且 2018 年后由于国资委对于央企负债率有压降要求，相关企业业务扩张存在一定压力；同时，由于多数建筑央企涉及地产业务，导致其过往在二级市场权益融资受到政策限制。

以中国电建、中国能源建设为例（两者业务体量、主营业务较为相近），可以看出融资对建筑央企的发展至关重要。2013 年，两者收入、利润及资产体量均较为相近，中国能源建设收入规模小幅领先于中国电建；2019 年，中国电建各项指标均大幅领先中国能源建设。导致此变化的原因是两者融资规模的差别：2013-2019 年，中国电建通过两次定向增发和一次优先股发行共获得 287 亿元权益资金，通过其相应的权益乘数放大作用，可形成 1576 亿元的营收增量；中国能源建设在 2015 年通过首次公开发行获得 122 亿元权益资金，通过其相应的权益乘数放大作用，可形成 511 亿元的营收增量。两者权益融资规模的差距是其营业收入规模拉开差距的重要原因。

表 2：中国电建与中国能源建设 2013 年及 2019 年经营状况对比

科目	2013 年			2019 年		
	中国电建	中国能源建设	差异	中国电建	中国能源建设	差异
营业收入（亿元）	1448	1538	-6%	3485	2476	41%
营业成本（亿元）	1388	1486	-7%	3328	2360	41%
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	54	72	-25%	92	110	-16%
期末现金余额（亿元）	290	235	23%	641	426	50%
研发支出（亿元）	12	14	-14%	113	55	105%
净利润（亿元）	52	41	27%	92	51	82%
总资产（亿元）	2315	1811	28%	8132	4217	93%
所有者权益（亿元）	413	279	48%	1935	1133	71%
新签订单（亿元）	2102	2698	-22%	5118	5204	-2%
资产负债率	82%	85%	-3pcts	76%	73%	3pcts

资料来源：各公司公告，Wind，光大证券研究所整理，注：“差异”为中国电建各项指标相较于中国能源建设的差异

表 3：2013-2020 年中国电建与中国能源建设权益融资情况

公司名称	权益融资规模					
	时间	类型	金额（亿元）	合计（亿元）	权益乘数	杠杆效应带来的扩张（亿元）
中国电建	2015 年	定增	147	287	5.50	1576
	2015 年	优先股	20			
	2017 年	定增	120			
中国能源建设	2015 年	IPO	122	122	4.18	511

资料来源：Wind，光大证券研究所，此处中国电建的权益乘数 5.50 是以 2015-2017 年三年平均的资产负债率为基础计算，此处中国能源建设的权益乘数为 4.18 是以 2015-2017 年三年平均的资产负债率为基础计算

政策春风下压制因素解除，再融资放开如虎添翼

2022 年 10 月 20 日晚，证监会相关人士表示，对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以

房地产为主业的企业在 A 股市场融资：1) 自身及控股子公司涉房的，最近一年房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%；2) 参股子公司涉房的，最近一年房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过 10%。

证监会放松房地产业务融资限制，建筑央企将更加受益：证监会提出对房地产业务企业的融资限制进行放松，将拓宽相关企业的渠道，有助于提升企业的资金实力。建筑央企或多或少涉房，2017 年之后由于涉房企业再融资被严控，导致此类企业丧失了加速增长的引擎。故而，再融资放开对建筑央企后期扩张带来实质性利好。8 家建筑央企中的 7 家（中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶），最近一年（2021 年年报）相关房地产业务收入及利润占比均低于 10%，可借助此次政策松绑获取规模可观的权益融资资金，凭借自身行业地位以及杠杆效应，助力相关业务拓展和市占率的提升，强化自身实力。

再融资催生建筑央企真实的市值管理意愿及动力

一般而言，建筑央企再融资除了面临地产政策约束外，还受到 PB 大于 1 的国资委考核约束，即只有当定增价格高于 1.0 倍 PB 时才能放行。中国化学、中国电建的再融资诉求曾带来股价 1-2 倍的涨幅。当建筑央企有融资需求时，才会在其内部形成真实的市值管理意愿及动力。

表 4：历史上已落地股权融资中，建筑央企母公司层面股权融资多发生在 PB>1 时

融资主体	时间	规模（亿元）	股权融资方式	对应时间 P/B (LF)
中国建筑	2015.03.17	150.00	优先股	1.489
中国中冶	2017.01.11	62.29	定向增发	1.941
中国化学	2021.09.08	100.00	定向增发	6.253
中国中铁	2019.09.24	116.55	定向增发	0.732
中国中铁	2015.07.16	120.00	定向增发	2.711
中国交建	2015.11.03	55.00	优先股	2.702
中国交建	2015.09.17	90.00	优先股	1.709
中国铁建	2016.12.08	34.50	可转债	1.291
中国铁建	2016.01.29	34.77	可转债	1.278
中国铁建	2015.07.18	99.36	定向增发	2.435
中国电建	2017.04.22	120.00	定向增发	2.183
中国电建	2015.10.21	20.00	优先股	2.598
中国电建	2015.06.24	146.66	定向增发	3.442

资料来源：Wind，光大证券研究所

多家建筑央企将受益，再融资催生市值管理诉求

本次再融资政策放松，受益的建筑央企较为广泛。目前，中国能建已发布《关于筹划非公开发行股票的提示性公告》（2022.10.24），拟募集资金总额在人民币 150 亿元以内，不超过本次发行前总股本的 20%。再加上此前中国电建公告其定增申请已获得中国证监会审核通过，目前已有两家建筑央企在再融资进程中。判断后续或将有更多企业提交定增申请。考虑到目前多家建筑央企 PB (LF) 估值仅有 0.5-0.8 倍，距离再融资必要的 1 倍 PB 还有相当可观的涨幅空间，我们看好受益建筑央企的投资机会。

过去几年，在压降负债率的要求下，主要建筑央企仍实现了两位数以上业绩增长，再融资放开后，业绩增长或进一步提速，我们预计相关企业有充分动力推动估值回升至 1 倍 PB 以上。

2、再融资放开：春风已至，推动价值重估

2.1、压降资产负债率已获成效，再融资放开助推扩张

自 2015 年中央经济工作会议提出“三去一降一补”以来，国家陆续出台国有企业压降资产负债率相关政策，2018 年 9 月国务院出台的《关于加强国有企业资产负债约束指导意见》更是明确提出推动国有企业平均资产负债率到 2020 年末比 2017 年末降低 2 个百分点，按照该指导意见及后续解读文件，工业企业资产负债率基准线为 65%，其中预警线较基准线提升 5pcts，重点监管线较基准线提升 10pcts；建筑央企属于工业企业，国资委对其负债率管控红线为 75%。此外，由于建筑央企业务或多或少涉房，过往对涉房企业再融资的严格限制也深刻影响建筑央企成长性。

表 5：过往部分国有企业降杠杆及涉房企业融资限制政策

日期	部门	文件	内容
2015.1.16	证监会	证监会调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策	上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，对其是否存在违反国务院有关规定的情形，会进行相关审核时，在公司自查、中介机构核查的基础上，依据国土资源部等部门的意见来进行认定。
2016.10.10	国务院	关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见	坚持积极的财政政策和稳健的货币政策取向，以市场化、法治化方式，通过推进兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资，积极稳妥降低企业杠杆率，助推供给侧结构性改革，助推国有企业改革深化，助推经济转型升级和优化布局，为经济长期持续健康发展夯实基础。
2018.8.3	国家发展改革委、人民银行、财政部、银保监会、国资委	2018 年降低企业杠杆率工作要点	从建立健全企业债务风险防控机制、深入推进市场化法治化债转股、加快推动“僵尸企业”债务处置、协调推动兼并重组等其他降杠杆措施、完善降杠杆配套政策、做好降杠杆工作的组织协调和服务监督等 6 方面提出 27 条工作要点，部署加快推进降低企业杠杆率各项工作，打好防范化解重大风险攻坚战，使宏观杠杆率得到有效控制。
2018.9.13	中共中央办公厅、国务院	关于加强国有企业资产负债约束的指导意见	加强国有企业资产负债约束是打好防范化解重大风险攻坚战的重要举措。要通过建立和完善国有企业资产负债约束机制，强化监督管理，促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平，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基本保持在同行业同规模企业的平均水平。国有企业资产负债约束以资产负债率为基础约束指标，对不同行业、不同类型国有企业实行分类管理并动态调整。原则上以本行业上年度规模以上全部企业平均资产负债率为基准线，基准线加 5 个百分点为本年度资产负债率预警线，基准线加 10 个百分点为本年度资产负债率重点监管线。
2018.10.15	证监会	再融资非财务知识问答	主营业务为房地产（包括住宅地产、商业地产）的上市公司，或者主营业务虽不属于房地产，但是目前存在房地产业务的上市公司申请再融资，为防止募集资金变相用于房地产业务，暂不推进审核。当公司主营业务已实现转型，或房地产业务已按要求清理完毕，申报时可予以推进审核；募集资金不得投向房地产项目。

2018.12.4	国家发改委	关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知	(1) 明确处置原则：坚持市场化法治化；发挥好政府引导作用；有效防范债务处置中的各类风险。(2) 处置范围：“僵尸企业”和去产能企业的直接债务、统借债务、担保债务。(3) 处置方式：分类处置“僵尸企业”和去产能企业的直接债务；分清“僵尸企业”和去产能企业统借债务并纳入直接债务处置；自主协商处置“僵尸企业”和去产能企业的担保债务。(4) 处置流程与时间：应在本通知发布后三个月内确定首批名单。要合理安排确定后续处置企业名单，原则上应在 2020 年底前完成全部处置工作。各相关利益方应在“僵尸企业”名单确定后六个月内协商一致形成重组方案。符合破产重整条件的“僵尸企业”，应在六个月内形成破产重整计划草案。符合破产清算条件的“僵尸企业”，应坚决破产清算。
2019.6.7	国家发改委	财金司司长解读国务院常务会议	2018 年，重点做好三方面的内容：一是加快推动“僵尸企业”债务处置。二是加强国有企业资产负债率约束。区分不同行业、企业类型设置资产负债率预警线和重点监管线，强化对企业及相关负责人的考核；限制高资产负债率企业过度融资，适当引导高负债非国有企业主动降杠杆。三是深入推进市场化法治化债转股。
2020.1.4	银保监会	关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见	发挥银行保险机构在优化融资结构中的重要作用，多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。鼓励各类合格投资机构参与市场化法治化债转股。

资料来源：各政府部门官网，光大证券研究所整理。

在压降资产负债率背景下，建筑央企资产负债规模较大，由于债转股方式可有效降低资产负债率且在子公司层面上更易于操作，故多家建筑央企均先后推动债转股，作为压降资产负债率的重要手段之一。

表 6：为压降资产负债率，建筑央企在子公司层面积极推动债转股（已落地债转股部分统计）

公司	完成时间	实施主体	涉及金额（亿元）	参与方
中国中铁	2018 年 6 月	子公司	115.966	中国国新、中国长城、中国东方、中国国有企业结构调整基金、穗达投资、中银资产、中国信达、工银投资、交银投资
		中铁二局	36	
		中铁三局	30	
		中铁五局	30	
		中铁八局	19.966	
中国建筑	2019 年 12 月	三级子企业	156	建设银行、工商银行、中国银行、交通银行、农业银行等
中国铁建	2019 年 12 月	子公司	110	太平人寿、诚通工银基金、交银投资、光大金瓯、中银资产、农银投资、建信投资、鑫麦穗投资
		中铁十一局	28	
		中铁建设	20	
		铁建投资	32	
		昆仑投资	30	
	2022 年 12 月	子公司	100	中银资产、建信投资、工银投资、交银投资
		中铁十四局	25	
		中铁十八局	25	
中国电建	2019 年 12 月	水利一局	5	未披露
		水利三局	5	
		水利十一局	10	
		水利十二局	3	
		市政建设	10	
		水利十五局	5	
		水电基础局	5	
		水电开发	15	
		西北勘设研究院	8	
		成都勘设研究院	10	
	2021 年 12 月	路桥集团	20	未披露
		天津海赋	163	
中国交建	2022 年 11 月	子公司	90	农银投资、建信投资、国寿投资
		一航局	10	
		二航局	20	

	2021 年 12 月	一公局集团	40	工银投资、中银投资、国寿投资
		中交路建	10	
		中交建筑	10	
	2021 年 11 月	子公司	38	工银投资、建信投资、交银投资、国寿资产
		四公局	10	
		中交城投	18	
	2021 年 11 月	子公司	75	工银投资、建信投资、交银投资、国寿资产
		一航局	10	
		二航局	10	
		二公局	15	
		中交路建	10	

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

融资层面另辟蹊径，少数股东权益/损益占比呈上升态势

由于永续债计入所有者权益，故发行永续债亦对建筑央企降低资产负债率产生正面影响，永续债相较于彼时融资周期较长且难以通行的股权融资更便捷，易于补充运营资金，故压降资产负债率要求提出后，建筑央企永续债发行加快。

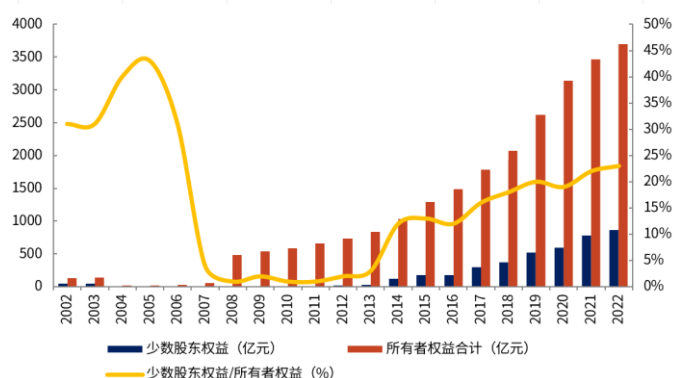
表 7：近年来，建筑央企永续债余额逐年增多

公司	2017 年年报	2018 年年报	2022 年半年报
中国建筑	余额约为 75 亿元	余额约为 464 亿元	余额约为 682 亿元
中国交建	余额约为 136 亿元	余额约为 278 亿元	余额约为 893 亿元
中国铁建	未披露	未披露	未披露
中国中铁	未披露	未披露	余额约为 253 亿元
中国中冶	0	余额约为 33 亿元	余额约为 237 亿元
中国电建	余额约为 136 亿元	余额约为 143 亿元	余额约为 260 亿元
中国化学	0	0	0
中国能建	未上市	未上市	余额约为 95 亿元

资料来源：各公司年报、半年报，光大证券研究所

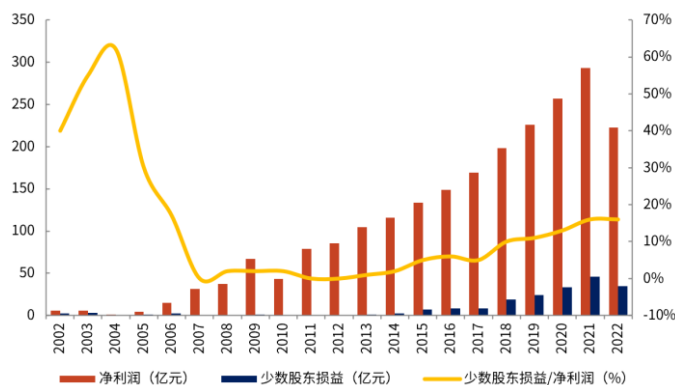
另一方面，建筑央企的另辟蹊径，也导致了少数股东权益/损益的快速增长。通常情况下，少数股东权益/损益增长主要有如下因素：1) 非全资控股子公司未分配利润增长；2) 控股子公司引入外部投资者（含债转股）；3) 子公司新增其他权益融资工具（永续债、优先股）。近年来，主要央企的少数股东损益增长较快，其原因在于“去杠杆”的大背景下各央企积极尝试在子公司层面进行权益融资，推进债转股、加快永续债发行，各大建筑央企少数股东权益/所有者权益占比，及少数股东损益/净利润占比近年来总体呈上升态势。永续债虽计入权益，但仍属于债务性资金，仍需承担还本付息之责任，快速增长的永续债亦会加大企业财务负担。

图 2：中国铁建少数股东权益/所有者权益概况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：中国铁建少数股东损益/净利润概况



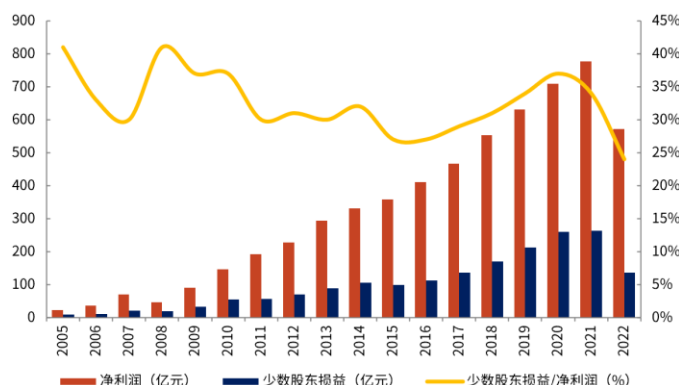
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：中国建筑少数股东权益/所有者权益概况



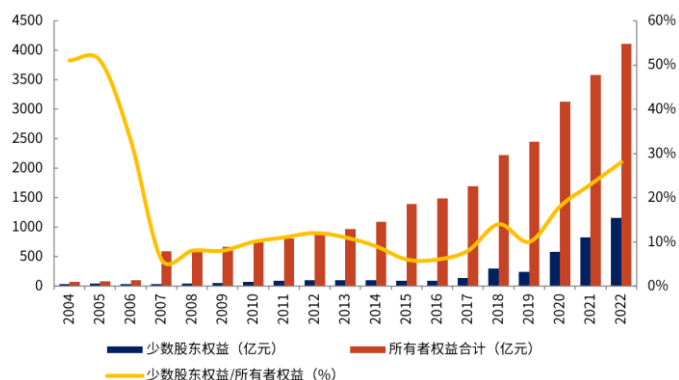
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：中国建筑少数股东损益/净利润概况



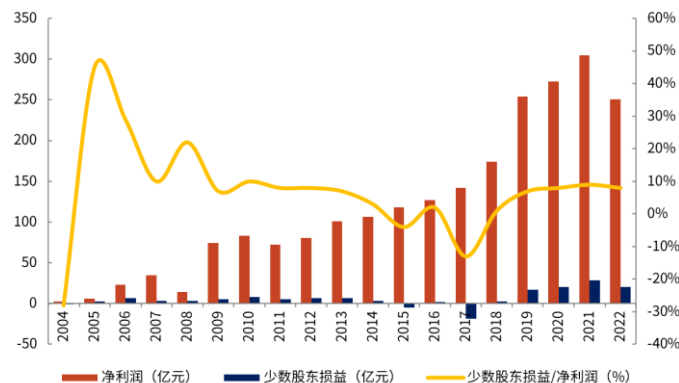
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：中国中铁少数股东权益/所有者权益概况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：中国中铁少数股东损益/净利润概况



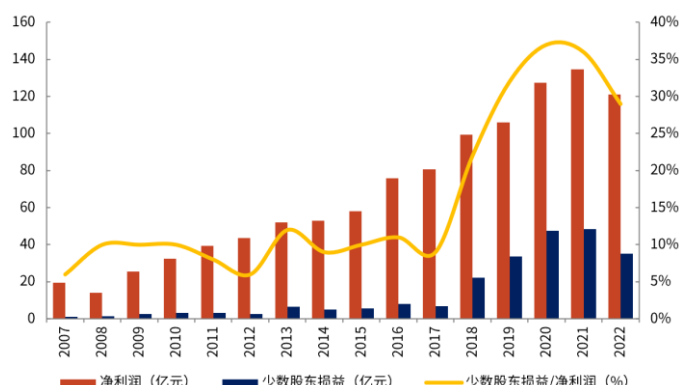
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：中国电建少数股东权益/所有者权益概况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：中国电建少数股东损益/净利润概况



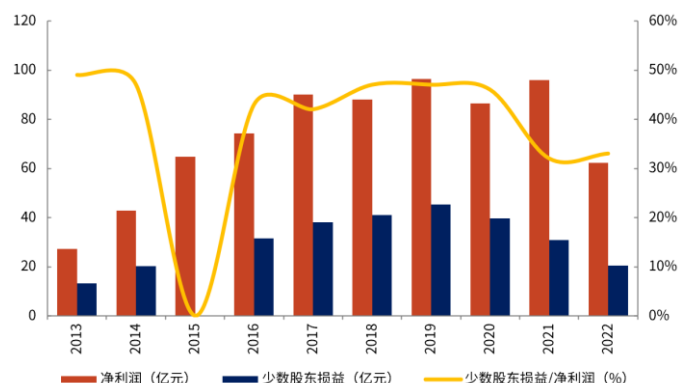
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：中国能建少数股东权益/所有者权益概况



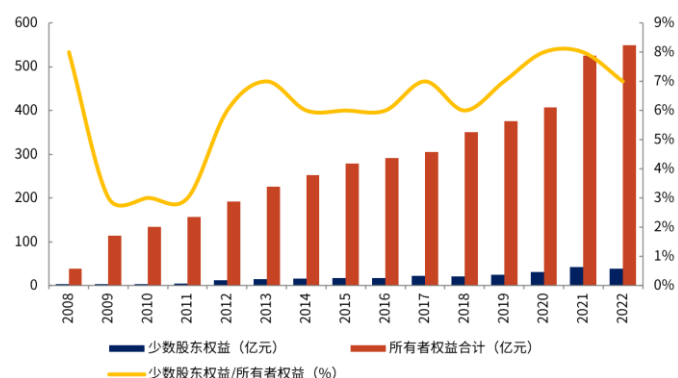
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：中国能建少数股东损益/净利润概况



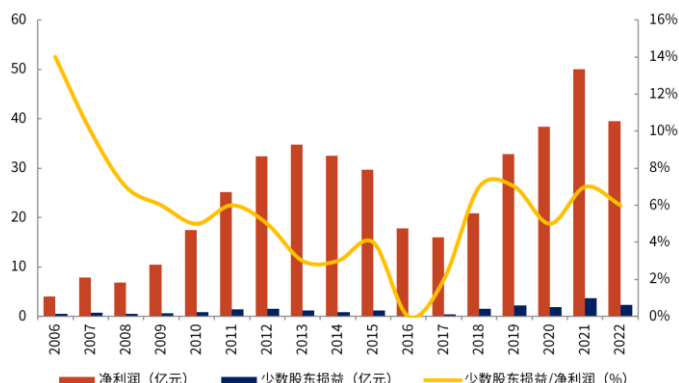
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：中国化学少数股东权益/所有者权益概况



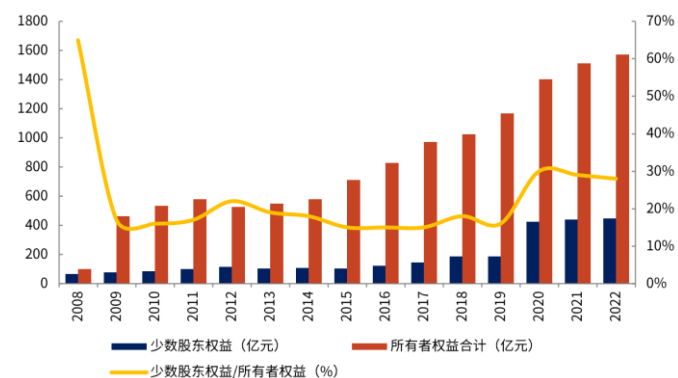
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 13：中国化学少数股东损益/净利润概况



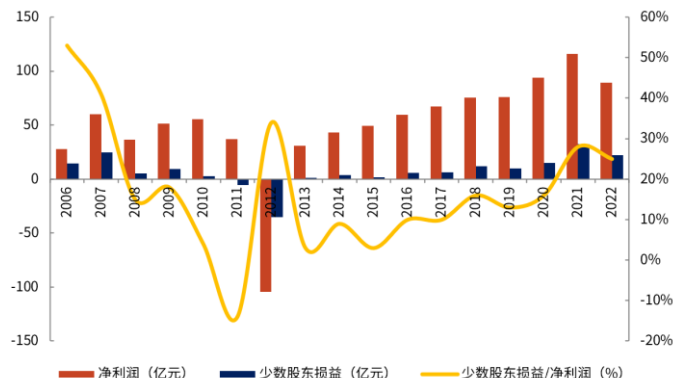
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：中国中冶少数股东权益/所有者权益概况



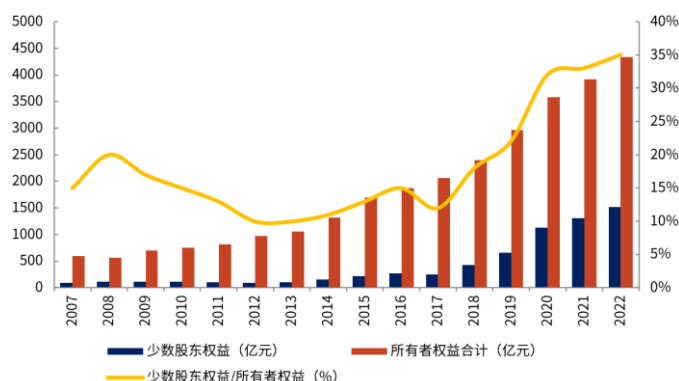
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：中国中冶少数股东损益/净利润概况



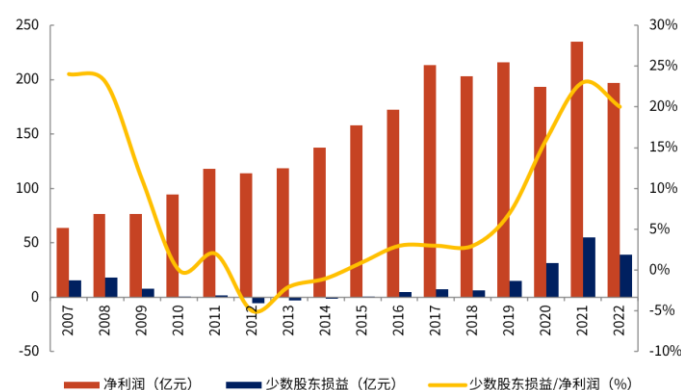
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：中国交建少数股东权益/所有者权益概况



资料来源：Wind，光大证券研究所

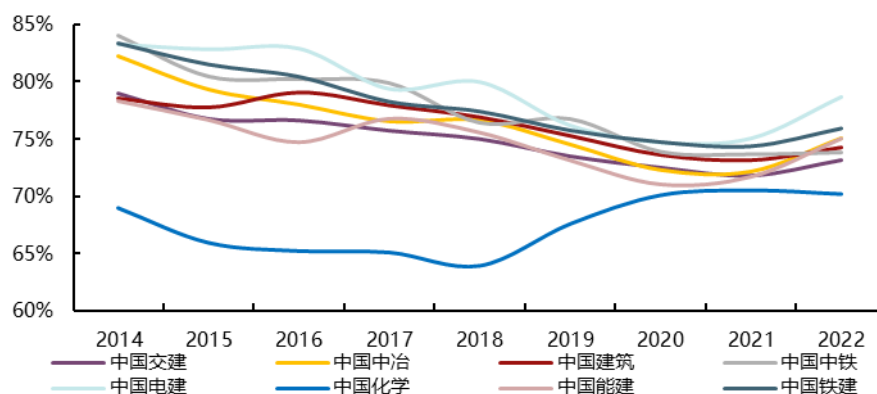
图 17：中国交建少数股东损益/净利润概况



资料来源：Wind，光大证券研究所

依前文所述，至 20 年末，八大建筑央企资产负债率均降至 75% 以下，满足资产负债率约束要求。当前，资产负债率已较 20 年末有所回升，而涉房企业再融资放开则进一步解除了建筑央企股权融资的限制。参照历史情况，当前时点政策春风已至，我们认为建筑央企已经进入了发展的新阶段，考虑到前期资产负债率压降已有显著成效叠加再融资放开，建筑央企重回扩张信号明确，我们持续看好建筑央企估值修复与趋势反转。

图 18：八大建筑央企资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、建筑央企基本面优异，坚定看好板块持续修复

政策春风到来前，建筑央企市占率已逐步提升

地产风险传导，建筑业中小企业加速退出。地产周期底部背景下，下游地产商信用风险逐步传导至建筑承包商环节，部分建筑企业亦出现债务违约情况。央企建筑承包商同样受到风险波及（2021 年中建等企业对相关应收账款及票据、合同资产等进行大额减值计提），但由于央企收入资产规模较大，且信用等级高，受冲击相对较小。地产风险传导，导致建筑业中小企业加速退出。

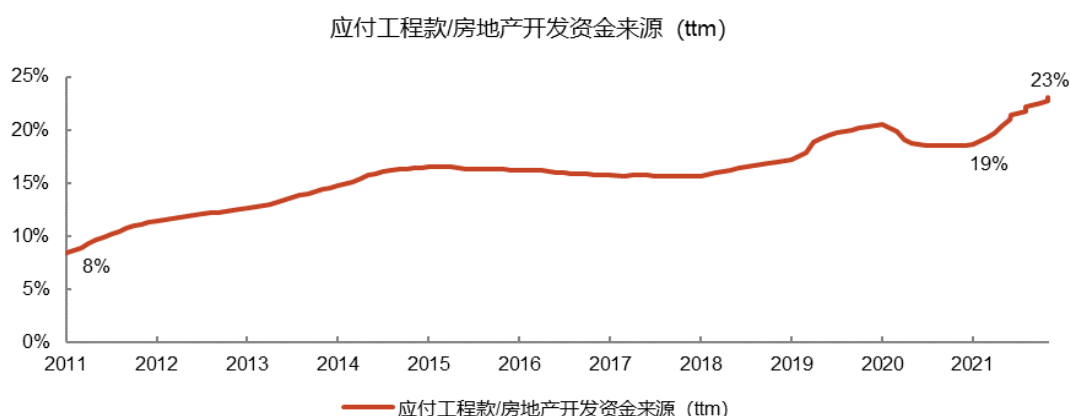
表 8：部分民营/地方建筑公司破产重组情况

公司名称	地区	事件	2020 年收入规模 (亿元)
江苏南通二建集团有限公司	江苏	2018 年 11 月 12 日，江苏省启东市人民法院裁定批准江苏南通二建第三建筑安装工程有限公司重整计划。重整原因：原总经理个人承包工程过程中，多次以二建三公司安装工程处名义对外借款或提供担保，致二建三公司负债不能清偿。	307.07
江苏南通六建建设集团有限公司	江苏	2022 年 1 月 12 日，江苏省如皋市人民法院裁定受理对江苏南通六建建设集团有限公司的破产重整申请。破产重整原因：不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力。	489.42
广东省建筑工程集团有限公司	广东	2020 年 8 月 24 日，广东省广州市中级人民法院裁定受理广东省建筑工程总公司房地产开发公司的强制清算申请。清算原因：公司 2001 年出现法定解散事由（被依法吊销营业执照），但未及时清算。	693.79

资料来源：中国建筑企业管理协会，全国企业破产重整案件信息网，wind，光大证券研究所整理

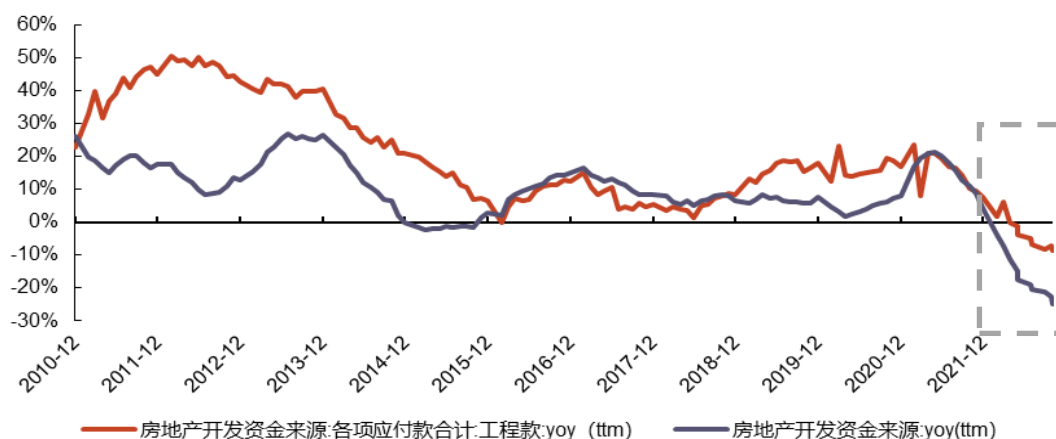
房企资金链收紧背景下，大规模垫资导致建筑承包商流动性承压。2011 年至今，房地产开发资金来源中，应付工程款占比持续提升，2011 年仅为 8%，2021 年底提升至 19%，截至 2022 年 11 月，这一比例进一步提升至 23%。由此判断，2022 年地产链资金偏紧情况下，建筑工程商资金压力更甚于房企。在此背景下，资金实力相对较弱的建筑工程企业或加速出清。

图 19：应付工程款/房地产开发资金来源（ttm）持续走高，垫资压力日益增加



资料来源：Wind，光大证券研究所，12 个月移动平均值，截至 2022.11

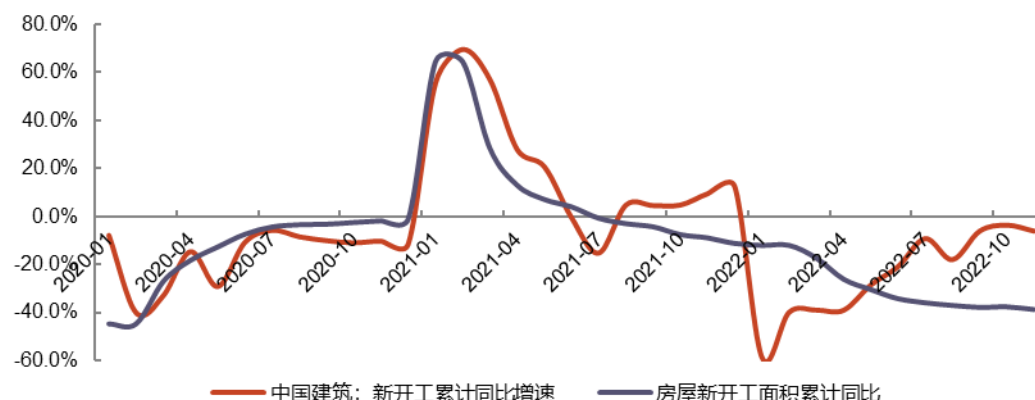
图 20：2022 年应付工程款同比增速仍高于房地产开发资金同比增速（12 个月移动平均增速）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.11

房建龙头新开工面积增速远高于行业，建筑央企受冲击更小。以中国建筑为例，22 年前 11 月，中国建筑新开工累计同比-6%，同期全国房屋新开工面积累计同比-39%。

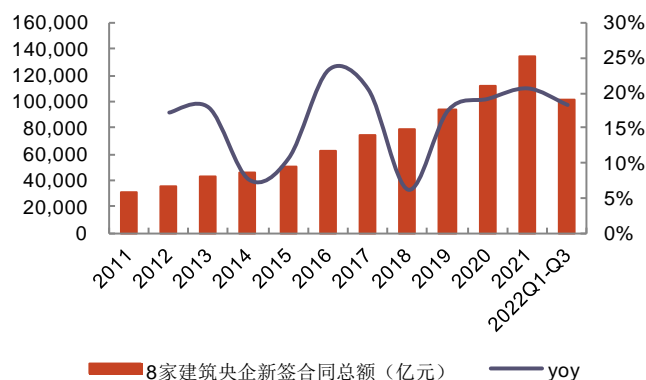
图 21：中国建筑新开工累计同比增速远高于行业



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.11

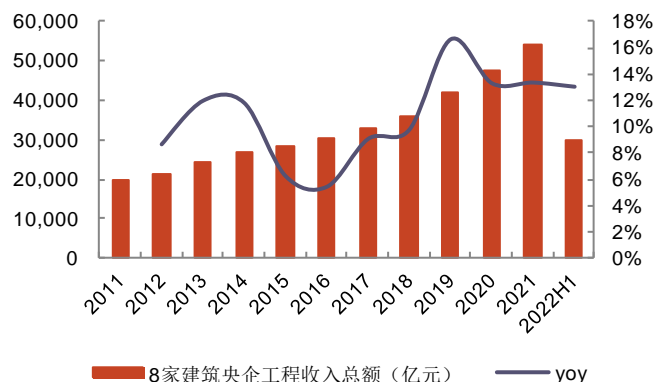
建筑央企新签合同额屡创新高，市占率提升势不可挡。在建筑业合规化持续推进与行业加速出清背景下，央企及部分民营龙头建筑企业凭借其技术优势、项目经验及资金优势，实现订单、收入及利润的持续稳健增长，以 8 家建筑央企为例，2011 年至今，8 家建筑央企工程业务新签订单稳步增长，市场份额有较大提升：1)2022 年前三季度，8 家建筑央企新签合同额合计 10.2 万亿元，同比+18%；22H1，其工程业务收入合计 3.0 万亿元，同比+13%。2)截至 22H1，8 家建筑央企工程业务订单及收入市场份额分别为 46%/23%，较 2021 年分别+9/+5pcts。按照当期收入总额滞后于新签合同额约 2-3 年的周期，同时考虑到项目大型化趋势，适当延长该周期至 5 年，则工程业务收入集中度有望在“十五五”期间超 40%。

图 22：8 家建筑央企新签合同总额及其增速



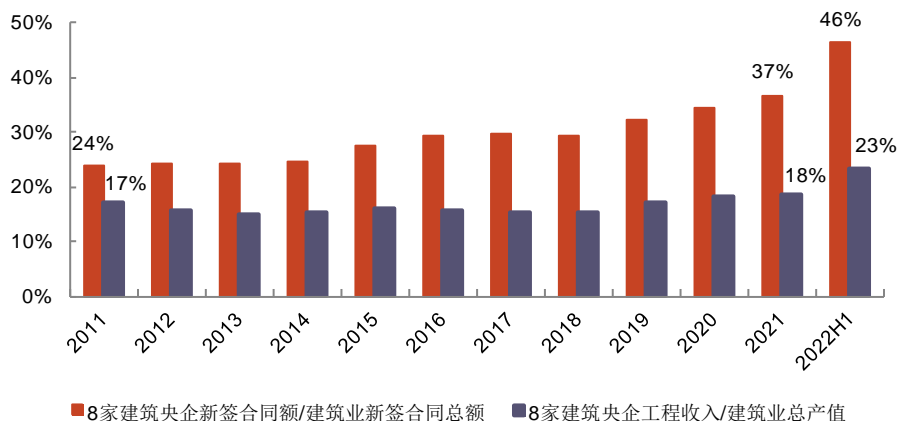
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：8 家建筑央企工程收入总额及其增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：2011-2022H1，建筑央企新签工程业务订单及收入市场份额



资料来源：Wind，光大证券研究所

地产业务：周期底部持续出清，建筑央企逆势扩张

本轮地产下行周期，高杠杆房企逐步退出，财务稳健、资金实力雄厚的央企地产商在周期底部加大拿地，其中包括部分有房地产开发业务的建筑央企，如中国建筑、中国铁建。建筑央企底部加大拿地可助力公司：1) 加速业务开拓，地产+建筑工程双轮驱动；2) 低溢价率拿地，享受地产项目高利润率。

根据克而瑞数据，22 年前 11 月，中国建筑（包含中海地产、中建东孚、中建二局、中建智地）新增货值 2585 亿元，排名行业第一，较 21 年全年排名上升 2 位；中国铁建新增货值 914 亿元，较 21 年全年排名上升 6 位。

2021 年 4 月至今，100 大中城市成交土地溢价率持续下降，截至 2022 年 11 月，100 大中城市成交土地溢价率仅为 3%。21H2 至今，土地溢价率回落至低位，这一阶段拿地的房企未来项目利润率或将改善，预计在 23-24 年逐步兑现。

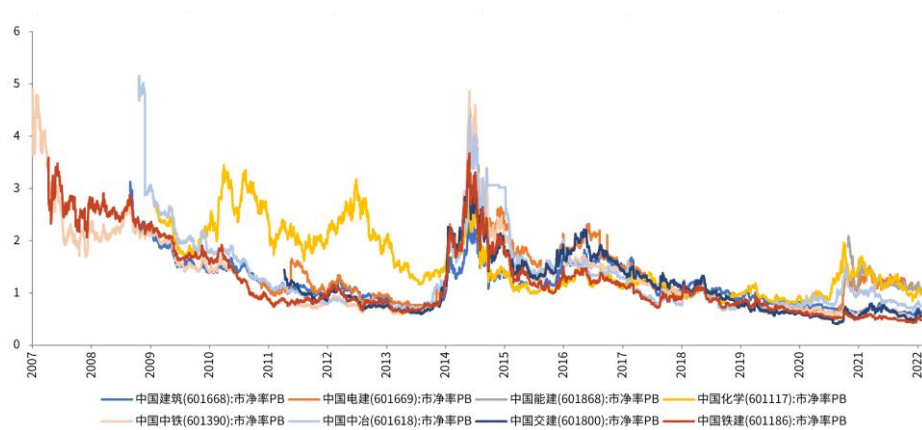
表 9：22 年前 11 月，部分头部建筑央企拿地排名明显上升

	22 年前 11 月新增货值 (亿元)	22 年前 11 月新增货值 排名	21 年全年新增货值 (亿元)	21 年全年新增货值 排名	排名上升
中国建筑	2585	1	3964	3	+2
中国铁建	914	9	1562	15	+6

资料来源：克而瑞，光大证券研究所整理

估值压制因素逐步解除，坚定看好板块估值持续修复

图 25：相较历史水平，建筑央企估值较低



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2022.12.28

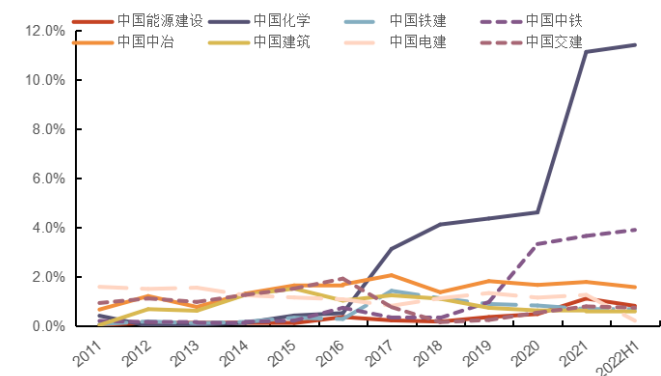
当前建筑央企市净率普遍小于 1 倍 PB，处于历史低位水平，我们认为，压制建筑央企估值的因素已逐步解除：

1) 建筑央企减值计提较产业链其他龙头公司更为充分，安全边际高

8 家建筑央企存货跌价准备及合同资产减值准备占存货及合同资产的比重自 2016-2017 年起均有不同程度提升，整体呈上升态势，比重均值也由 2011 年的 0.48% 提升至 2022H1 的 1.93%，主要建筑企业已相对充分计提风险。

建筑央企整体存货跌价准备占比高于核心地产开发商¹，风险准备计提更为充分。8 家建筑央企存货跌价准备占存货的比重整体呈上升趋势，比重均值由 2014 年的 0.70% 提升至 2022H1 的 2.48%。相较而言，4 家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重整体呈先下降再回升趋势，比重均值由 2014 年的 0.60% 回升至 2022H1 的 0.66%。

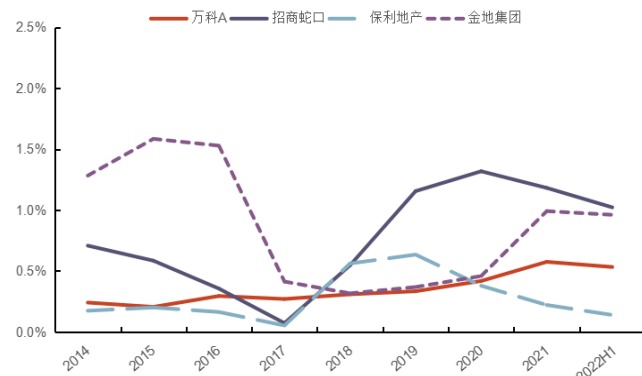
图 26：8 家建筑央企存货跌价准备占存货的比重



资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

注：中国能源建设 2011-2015 年数据为被吸收合并前的葛洲坝数据

图 27：4 家核心地产开发商存货跌价准备占存货的比重

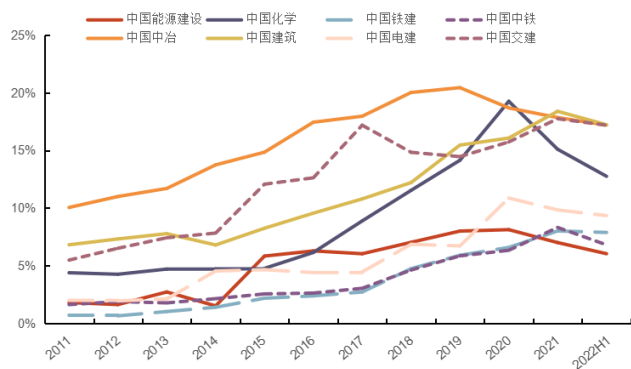


资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

¹建筑央企存货主要为房地产相关产品，属性与房地产开发企业存货类似。截至 2022H1，8 家建筑央企的存货中，有 7 家的房地产开发成本及房地产开发产品等房地产相关产品占其总存货比重达 60% 以上，其中有 5 家比重为 80% 以上。

近 10 年来，8 家建筑央企的应收账款坏账准备计提比重呈逐年上升趋势，比重均值由 2011 年的 4.10% 提升至 2022H1 的 11.80%，比重均值及提升幅度均高于基建及地产链中游龙头公司（均值由 2011 年的 6.09% 提升至 2022H1 的 8.19%），表明建筑央企风险准备较中游龙头公司更加充分。

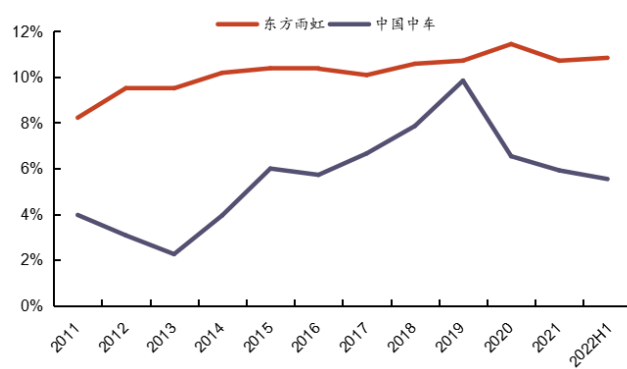
图 28：8 家建筑央企应收账款坏账准备计提比重



资料来源：Wind，各公司年报、半年报，光大证券研究所

注：中国能源建设 2011-2015 年数据为被吸收合并前的葛洲坝数据

图 29：基建及地产链中游龙头公司应收账款坏账准备计提比重



资料来源：Wind，各公司年报，光大证券研究所

2) 23 年基建预计维持高景气，预计广义基建同比增速维持在 5%-10%。

我们认为，23 年经济“稳增长”意愿仍较强，建筑央企订单获取仍有强力支撑。

22 年前 10 月，广义基建投资增速同比+11.4%，超我们此前预期，主要由于专项债资金实际使用规模大超预期。2022 年，我国新增地方政府专项债券发行额 3.65 万亿元，叠加 2021Q4 发行的 1.2 万亿元专项债结转至今年使用，以及年中新增历年专项债限额结转 5000 亿元，判断 2022 年专项债实际使用资金约为 5.35 万亿元。

2023 年，基建资金来源将面临如下几重压力：1) 专项债真实使用量或将低于 2022 年；2) 2022 年土地成交低迷状态下，全国政府性基金收入及支出将随之承压；3) 2022 年疫情扰动下，国家预算内资金（财政收入）或难有起色。

基建资金来源发力点或主要来自如下几方面：1) 提升赤字率；2) 发行特别国债；3) 使用政策性银行信贷、政策性金融工具等广义财政资金。考虑到 23 年基建投资仍将承担“稳增长”重任，判断其增速将不低于 23 年 GDP 增速。

综上考虑，判断 2023 年基建增速或将小幅回落，乐观/中性/悲观三种情景假设下，预测 2023 年广义基建投资同比增速分别为 10.0%/7.8%/5.8%。

表 10：22-23 年基建投资拆分预测

基建投资来自：(亿元)	2020	2021	2022E			2023E		
			乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
国家预算内资金	33435	31651		31694			33676	
国内贷款	21156	21977		23689			26058	
利用外资	311	281		300			300	
自筹资金	86,629	82,212	93932	89972	86215	96809	88956	81855
全国政府性基金	18393	19473	17516	16221	14979	20471	17727	15280
地方政府专项债	19810	13114	31030	29425	27820	24000	20350	17000

城投债	19284	23688	10000			10000		
委托贷款	-395	-170	-200			-150		
信托贷款	-2204	-4015	-1200			-1200		
PPP	1957	1600	2275	1500	875	2275	1500	875
其他自筹资金	29785	28522	34511	34226	33941	41413	40729	40050
REITs			605	505	405	2000	1500	1000
其他资金	16,804	15,937	19284	19124	18965	23140	22758	22379
广义基建投资（资金来源口径）	158335	152058	169504	165285	161268	181983	173248	165267
广义基建投资缺口（完成额与资金来源口径差值）	29923	36596	44281	43915	43549	53137	52259	51388
广义基建投资（完成额口径）	188258	188654	213785	209200	204817	235120	225507	216655
	3.4%	0.21%	13.3%	10.9%	8.6%	10.0%	7.8%	5.8%

资料来源：国家统计局，央行，光大证券研究所预测

注 1：国家预算内资金基建相关支出，22 年/23 年公共财政收入增速、实际赤字率、支出与基建相关部分的比例假设为 4.0%/4.0%、2.8%/3.2%、13.0%/13.0%，22 年/23 年名义 GDP 增速分别假设为 3.5%/5.5%；

注 2：22 年/23 年新增人民币贷款增速、新增人民币贷款中用于基建支出的比例分别假设为 8.0%/10.0%、11.0%/11.0%；

注 3：基建投资中利用外资，22 年/23 年均假设为 300 亿；

注 4：自筹资金部分：

a) 全国政府性基金：22 年/23 年中央政府性基金收入增速假设为 15%/10%，地方政府性基金收入增速（剔除土地出让收入）假设为 5.0%/5.0%，22 年、23 年国有土地使用权出让收入增速分别乐观/中性/悲观情形下分别假设为 -20%/-25%/-30%、20%/10%/0%；22 年、23 年中央政府性基金支出收入比均假设为 100%，基建相关支出占比均假设为 40%；22 年、23 年地方政府性基金（包含土地出让收入和其他）支出收入比乐观/中性/悲观情形下均假设为 95.0%/92.0%/89.0%；22 年、23 年地方政府性基金（剔除土地出让收入）支出中基建相关支出占比均假设为 35%，土地出让收入的支出中基建相关支出占比均假设为 20%。

b) 地方政府新增专项债：22 年发行额假设为 36500 亿元，23 年乐观/中性/悲观情形下发行额分别假设为 40000/37000/34000 亿元；专项债投向基建相关领域占比乐观/中性/悲观情形下分别假设为 58%/55%/52%、60%/55%/50%；

c) 城投债净融资额，22 年/23 年均假设为 10000 亿元；

d) 新增委托贷款 22 年/23 年分别假设为 -2000/-1500 亿元，投向基建相关领域的占比均假设为 10%；信托贷款，22 年/23 年均假设为 -6000 亿元，投向基建相关领域的占比均假设为 20%；

e) 新增落地 PPP 项目投资额，22 年、23 年在乐观/中性/悲观情形下均假设为 14000/12000/10000 亿元，融资到位率均假设为 65%/50%/35%，资本金占比均假设为 25%；

注 5：其他自筹资金、其他资金、缺口部分的增速，22 年、23 年在乐观/中性/悲观情形下假设为 21%/20%/19%、20%/18%/16%。

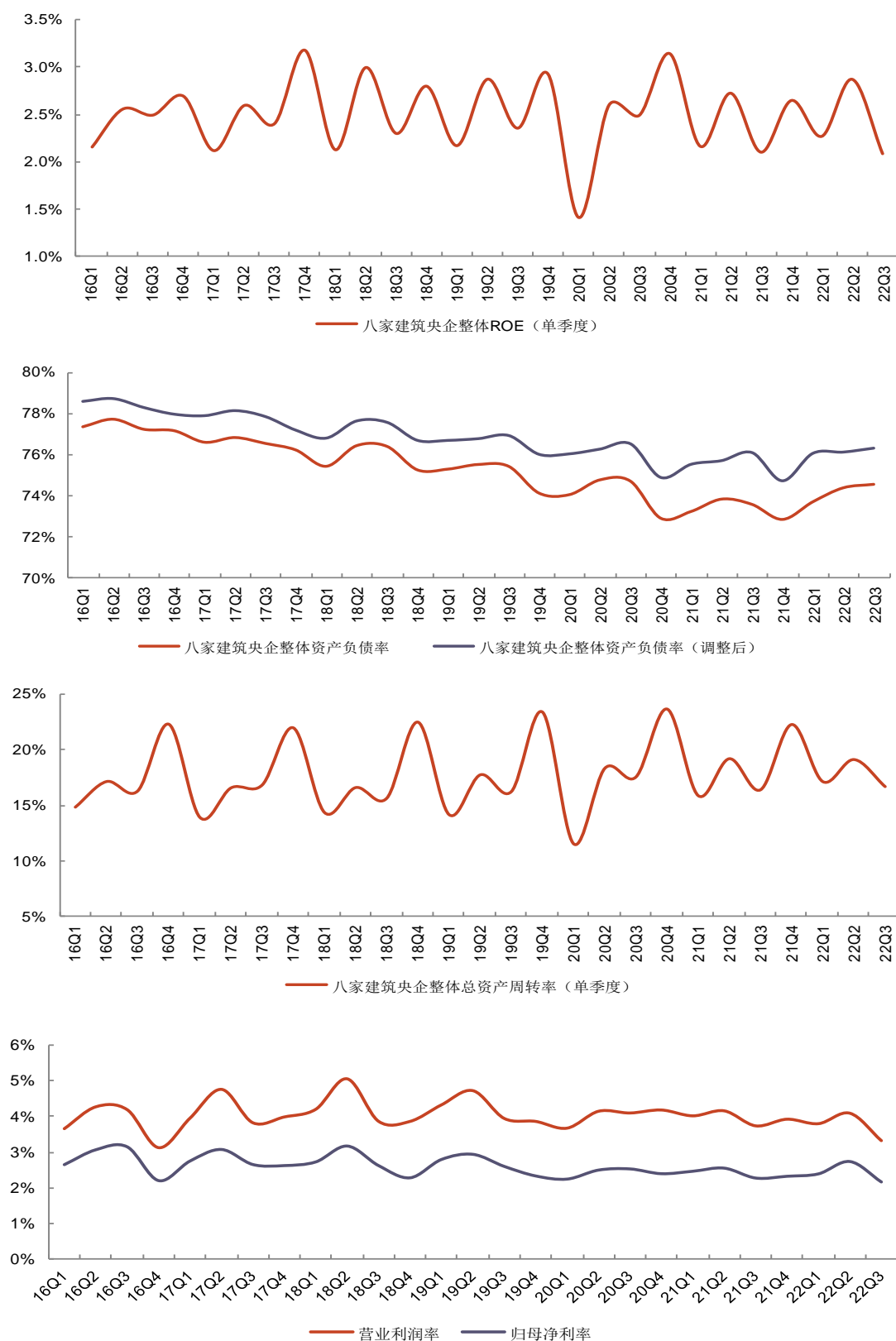
3) 再融资放开 ROE 提升潜力显著

2016 年至今，建筑央企 ROE 总体持平，结构分化。资产负债率层面，2016-2021 年持续下降，主要受去杠杆影响；2022 前三季度，杠杆率已呈现出回升态势，与基建景气度走强，建筑央企订单普遍提速有关。总资产周转率层面，2016 年至今总体呈现小幅上升趋势，或受益于建筑央企精细化管理。利润率层面，21 年-22Q3 小幅下降，或受钢价扰动以及减值计提增加影响。

我们认为后续建筑央企 ROE 有回升潜力：1) 总资产周转率有望随经营质量提升而继续改善；2) 利润率层面阶段性扰动将会过去，有望修复至合理水平。

3) 再融资放开加速建筑央企成长。

图 30：建筑央企整体 ROE 有望修复，经营效率改善有望助力总资产周转率回升，原材料涨价及减值计提影响弱化或助力利润率修复



资料来源：Wind，光大证券研究所，资产负债率为每季度末的数据，利润率为季度累计数据

综合判断，我们认为建筑央企板块反转的条件已具备：估值较低，计提充分安全边际高；看好 23 年基建景气度，订单获取有保障；行业出清市占率加速提升，龙头优势显著；政策春风已至，再融资放开如虎添翼。我们判断建筑央企估值修复仍在路上，我们认为建筑央企估值将率先修复至 1 倍 PB，基本上未来将持续看到 ROE 修复及现金流改善，市占率提升逻辑亦将持续演绎，坚定看好建筑央企板块价值重估。

3、投资建议

在基本面优异，再融资放开等叠加因素基础上，看好建筑央企估值率先修复至 1 倍 PB 以上，后续股权融资放开，地产边际改善，融资成本降低将持续优化建筑央企报表质量，实现 ROE 修复与现金流进一步改善。推荐：中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国电建、中国化学、中国能源建设（H）。

4、风险分析

国内基建投资增速不及预期：基建投资增速不及预期将影响建筑央企（如中国建筑等主要建筑央企）基建项目新签订单及项目推进进度，进而对基建业务业绩产生影响。

地产投资持续低迷：若地产投资持续低迷，或对建筑企业新开工形成影响，对房建业务业绩产生负面影响。

人民币快速升值：部分建筑企业由于海外业务较多，因而持有大量外汇头寸。若人民币快速升值，账面会出现大量汇兑损失，进而压低整体利润增速。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE