

宏观深度报告

民间投资的新特征与新趋向

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 本文着眼于民间投资的结构消长、民营企业经营发展的现状以及产能利用情况，理解中国民间投资的新特征与新趋向。
- 民间投资结构有其特殊之处，房地产与制造业出现此消彼长。我国民间资本主要投向制造业和房地产业，在基建及社会领域服务业投资中的参与度相对有限。拆分 2022 年以来民间投资结构变化：**1) 房地产调整拖累民间投资。**我们测算，房地产行业对 2023 年民间投资的拖累在 6.5 个百分点以上，房地产民间投资的增速在-19.4%左右，较房地产行业总投资低近 10 个百分点。这也意味着，民间投资的显著回升应与房地产投资的拐点同时到来。**2) 制造业领域民间投资高歌猛进。**2022 年和 2023 年制造业民间投资增速分别为 15.6%和 9.4%，测算其对民间投资总体的拉动分别高于 5.5 和 3.5 个百分点。**3) 基建及社会领域民间投资具备潜力。**在房地产和制造业之外的基建和社会领域，民间资本的参与度相对较低，因其事关国计民生，具有一定公益属性，但宏观政策正积极优化调整，鼓励民企更多参与。
- 民营企业经营与投资的五个特征。**第一，民企盈利状况不佳。**1) 在工业领域，私营企业总资产收益率处历史次低点，民企“利薄”，且资产周转率回落至历史低点，“多销”优势减弱。2) 在房地产领域，民营上市企业亏损严重，2024 年一季度净资产收益率约为-23.5%。3) 在基建及服务业领域，上市民营企业盈利能力有望继续改善，助力投资增速企稳回升。**第二，产能利用更显不足。**制造业产能过剩压力集中于民企。2024 年一季度，民营、国有制造业上市公司固定资产周转率分别处于 2003 年以来的 18%和 46%分位。随着新增产能投放，民营制造业远期产能利用率或进一步回落。**第三，资产负债被动提升。**1) 私营工业企业资产负债率自 2018 年起逆势提升。期间私营企业亏损面扩大，应收账款增速偏高，可推断其经营性现金流量紧张，继而“被动加杠杆”，且对存货造成一定“挤压”。2) 民营房企负债与权益压降，净负债率提升 27.43 个百分点至 156.63%。**第四，关注政策不确定性。**历史数据看，基于南华早报编制的中国经济政策不确定性指数与私营工业企业的 ROA 增速、民间投资增速均呈负向相关性。**第五，民营房企“融资难”。**民营房企信用风险偏高（2021 年至 2024 年 5 月债券违约及展期规模达 2909 亿元），制约其债券融资能力（2023 年民营房企发债量为 368 亿元，同比大幅下降 71%）。央国企财务较为稳健，同时具有天然的信用优势，受融资环境的影响较小。
- 总结来看，民间投资中最具潜力的是服务业领域投资，工业与房地产领域仍待政策支持。1) 民营工业领域投资仍面临内生下行压力，相关企业盈利承压、产能利用不足，削弱了投资的必要性；同时，应收账款的较快增长使民营企业负债压力被动提升。2) 在房地产领域，民营企业信用风险较高，融资陷入困境，投资恢复仍需时日。3) 不过，民营服务业及基建投资具备潜力，且民营企业所面临的政策不确定性有回落迹象，有助于盈利的修复和信心的恢复。

正文目录

一、 民间投资结构有其特殊之处	4
1、 房地产投资调整拖累民间投资	5
2、 制造业领域民间投资高歌猛进	5
3、 基建及社会领域民间投资具备潜力	6
二、 民企经营与投资特征	7
1、 民企盈利状况不佳	7
2、 产能利用更显不足	10
3、 资产负债被动提升	12
4、 关注政策不确定性	14
5、 民营房企“融资难”	15
三、 风险提示	16

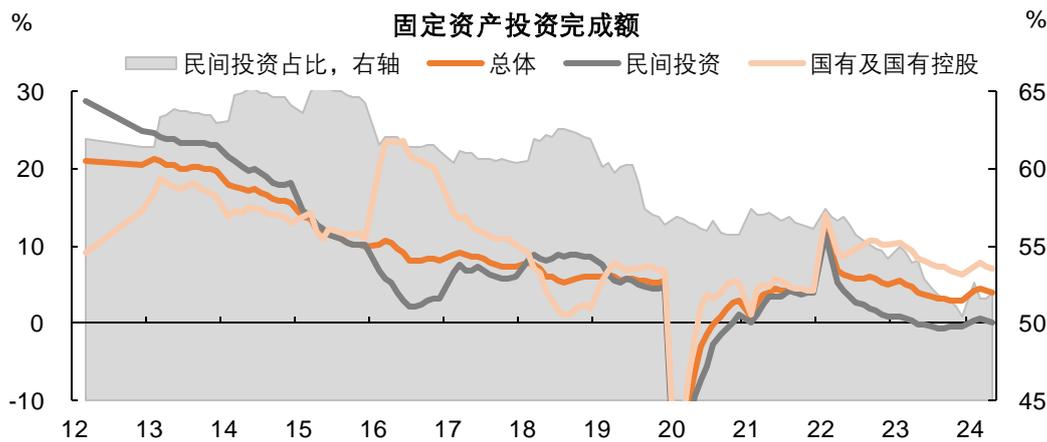
图表目录

图表 1	2022 年以来，民间投资在固定资产投资中的占比趋降	4
图表 2	房地产在 2023 年民间投资中占 1/3 左右	4
图表 3	房地产和第二产业是民间投资的行业主体	4
图表 4	2021 年以来制造业民间投资快于整体	5
图表 5	结构性货币政策工具支持制造业投融资	5
图表 6	2023 年，民间资本对基建和社会领域服务业投资的参与有边际改善	6
图表 7	2016 年至 2023 年，民间资本对基建相关行业投资的参与度下降	6
图表 8	私营工业企业总资产收益率处于历史底部区间	7
图表 9	私营工业企业营收利润率低位徘徊	8
图表 10	私营工业企业总资产收益率处于历史底部区间	8
图表 11	私营工业企业总资产收益率处于历史底部区间	9
图表 12	上市民营房企净资产收益率为负	9
图表 13	房地产行业上市民国企盈利差距较大	9
图表 14	民营服务业(除金融地产)上市企业盈利水平在低位	10
图表 15	民营服务业(除金融地产)企业盈利恢复、投资回稳	10
图表 16	水电燃气行业民营上市企业盈利迎来修复	10
图表 17	水电燃气行业民间投资明显恢复	10
图表 18	2024 年一季度，民企固定资产周转率继续下滑	11
图表 19	考虑在建工程，民营制造业企业产能利用率更弱	11
图表 20	从固定资产周转率看，2024 年一季度民营企业产能利用水平不足	12
图表 21	2018 年以来，私营企业资产负债率提升	12
图表 22	2018 年以来私营亏损面逐步扩大	12
图表 23	国务院清理拖欠民营企业和中小企业账款的政策部署	13
图表 24	2020 年以来，私营企业应收账款增速高于资产和负债增速	13
图表 25	2018 年以来私营企业应收账款占总资产的比例攀升	14
图表 26	从私营企业流动资产看，应收账款可能“挤压”存货	14
图表 27	2023 年重点民营房企有息负债同比回落 7.24%	14
图表 28	65 家重点房企历年平均净负债率情况(分所有制)	14
图表 29	经济政策不确定性对私营企业 ROA 存在影响	15
图表 30	制造业民间投资受经济政策不确定性的影响	15
图表 31	23 年民营房地产企业发债规模仅是 20 年的 7%	16
图表 32	房企债券违约与展期集中于民营及外资企业	16

本轮我国民间投资占比的峰值出现在 2022 年初。民间投资增速在 2022 年 3 月达到 11.4% 的高点，随后走低，2023 年 5 月至年末连续 8 个月同比负增。民间投资在固定资产投资中的占比在 2021 年末为 56.5%，到 2023 年末降至 50.4%，累计回落 6.1 个百分点。

2023 年 7 月，促进民营经济发展壮大的政策纷纷出台。2024 年以来，民间投资结束同比负增，但前 5 个月增速为 0.1%，低于固定资产总体的 4% 的投资增速和国有及国有控股 7.1% 的投资增速，政策支持尚未令民间投资增速追赶上整体固定资产增长。本文着眼于民间投资的结构消长、民营企业经营发展的现状以及产能利用情况，理解中国民间投资的新特征与新趋向。

图表1 2022 年以来，民间投资在固定资产投资中的占比趋降

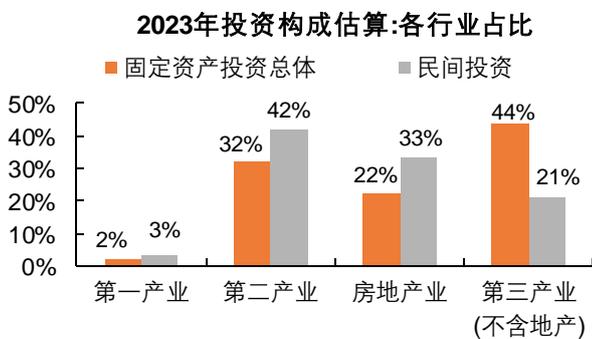


资料来源: wind, 平安证券研究所; 注: 2021 年为两年复合平均值

一、民间投资结构有其特殊之处

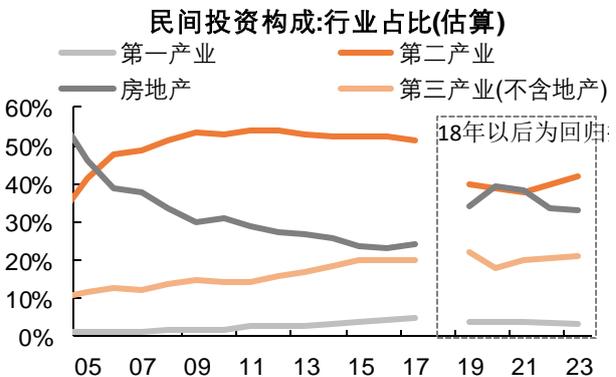
我国民间资本主要投入领域是制造业和房地产业，在基建及社会领域服务业投资中的参与度相对有限。由于 2018 年以来国家统计局停止公布民间投资各分项的投资金额，我们依托民间投资各分项的增速数据，回归测算主要产业对民间投资变化的贡献率，估算其占比情况。测算结果表明，2023 年中国民间投资投向第二产业的占比约 42%，较固定资产投资总体高 10 个百分点，主要集中于制造业领域；民间投资投向房地产行业的占比约为 33%，较固定资产投资总体高 11 个百分点。然而，民间投资更少投向房地产之外的服务业，其占比仅 21%，较固定资产投资总体低 23 个百分点。

图表2 房地产在 2023 年民间投资中占 1/3 左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 数字四舍五入后加总或不等 1

图表3 房地产和第二产业是民间投资的行业主体



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 因固定资产投资数据“挤水分”，2018 年之前与此后数据缺乏可比性

1、房地产投资调整拖累民间投资

民间投资与地产投资紧密相连，其变化反映了中国在逐渐减少对房地产行业的依赖。这也意味着，民间投资的显著回升应与房地产投资的拐点同时到来。

从国家统计局公开资料看，房地产民间投资在房地产行业总投资中占 8 成，在民间投资总体中占比超过 1/3。1) 2023 年 1 月，国家统计局局长康义曾在新闻发布会上表示“2022 年，房地产投资里面，民营大概要占 80%左右，所以它下降 10%，对民间投资下拉的作用非常明显”。2) 2023 年 10 月，国家统计局副局长盛来运在新闻发布会表示，“前三季度民间固定资产投资同比下降 0.6%……在民间投资中，房地产投资是占比超过 1/3，如果扣除房地产投资，民间投资增长 9.1%”。

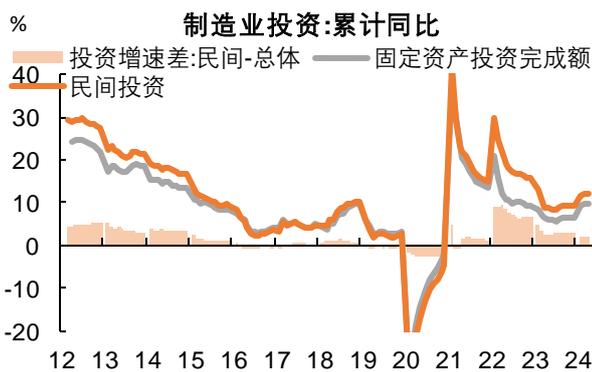
2021 年下半年以来，中国房地产投资增速回落，国家统计局公布的 22 年和 23 年增速分别为-10%和-9.6%。考虑到近两年民营房地产企业违约率更高、投资调整压力可能更大，房地产行业的民间投资增速可能更低。据国家统计局公告，2023 年扣除房地产开发投资，民间投资增长 9.2%³。结合房地产开发投资在民间投资中 1/3 的占比，可测算得房地产行业对 2023 年民间投资的拖累在 6.5 个百分点以上⁴，房地产民间投资的增速在-19.4%左右⁵，较房地产行业总投资低近 10 个百分点。

据国家统计局公告，2024 年前 5 个月，民间投资（扣除房地产开发）同比增长 6.9%，较 2023 年的 9.2%增速放缓，可见房地产之外的民间投资也有一定回落压力。

2、制造业领域民间投资高歌猛进

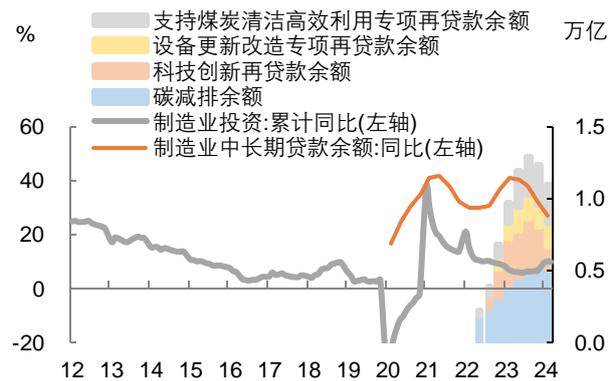
2021 年以来，中国制造业投资持续较快增长，民间制造业投资更是高歌猛进，年均复合增速分别达 9.7%和 13.2%。这既得益于疫情后中国出口的亮眼表现，也离不开政策对制造业融资的强力支持。以结构性货币政策工具为例，与制造业企业关系密切的科技创新再贷款、设备更新改造专项再贷款、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，四项结构性工具 2023 年末余额超过 1.2 万亿，对应近 1.8 万亿的贷款支持，助力 2023 年末制造业中长期贷款录得 31.9%的高速增长，继而对制造业投资产生带动。分行业来看，民间资本集中投向于电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业，统计局公布的 21 年至 23 年复合平均增速分别达到 32.0%和 18.8%，特别是清洁能源、电动汽车等新兴领域民间投资表现活跃，可见民间投资在推动制造业转型升级方面发挥着积极作用。2022 年和 2023 年制造业民间投资增速分别为 15.6%和 9.4%，结合其三到四成的占比测算（略低于前文提及的第二产业在民间投资中 42%的占比），民间制造业投资对民间投资总体的拉动分别在 5.5 和 3.5 个百分点以上。2024 年以来，民间制造业投资再度提速，前 5 个月同比增长 11.7%。

图4 2021 年以来制造业民间投资快于整体



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图5 结构性货币政策工具支持制造业投融资



资料来源: Wind, 平安证券研究所

¹ https://www.gov.cn/xinwen/2023-01/17/content_5737627.htm

² https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202310/content_6910007.htm

³ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202401/content_6926483.htm

⁴ 房地产行业对民间投资的拖累 = 民间投资增速 - 民间项目投资（扣除房地产开发投资）增速 * 2/3 = -0.4% + (-9.2%)*(2/3) ≈ -6.47%

⁵ 房地产民间投资增速 = 房地产行业对民间投资的拖累/民间房地产投资在民间投资中的占比 = -6.47%/(1/3) ≈ -19.4%

3、基建及社会领域民间投资具备潜力

在房地产和制造业之外，基建和社会领域也是固定资产投资的重要组成部分，但这些领域民间资本的参与度相对较低。1) 以 2017 年末的数据看，民间资本在水利环境和公共设施管理业、交通运输仓储和邮政业、教育行业的固定资产投资占比不足 1/4，在水电燃气生产和供应业、卫生和社会工作两行业中的占比仅四成左右。2) 以民间资本参与的全国政府与社会资本合作 (PPP) 项目为例。据向辉和袁东明 (2023)⁶统计，2016 年至 2022 年间，民营企业作为牵头人和联合体参与的项目数量和规模占比均大幅下降，其中项目交易规模占比从 48% 下降至 18%，项目个数占比由 61% 下降至 36%。3) 以国家统计局公布的 2022 年至 2023 年复合平均增速看，民间资本在卫生和社会工作、水电燃气生产和供应业、教育行业、水利环境和公共设施管理业的投资分别较全社会投资增速低 6.7、5.7、4.8 和 2.7 个百分点；民间资本在文化体育娱乐业、交通运输仓储和邮政业的投资较全社会投资增速高 2.6 和 0.5 个百分点。据国家统计局公告，2024 年前 5 个月，基础设施 (狭义口径) 民间投资同比增长 6.1%，较 2023 年 14.2% 的增速放缓，但仍较全部基础设施投资高 0.4 个百分点。

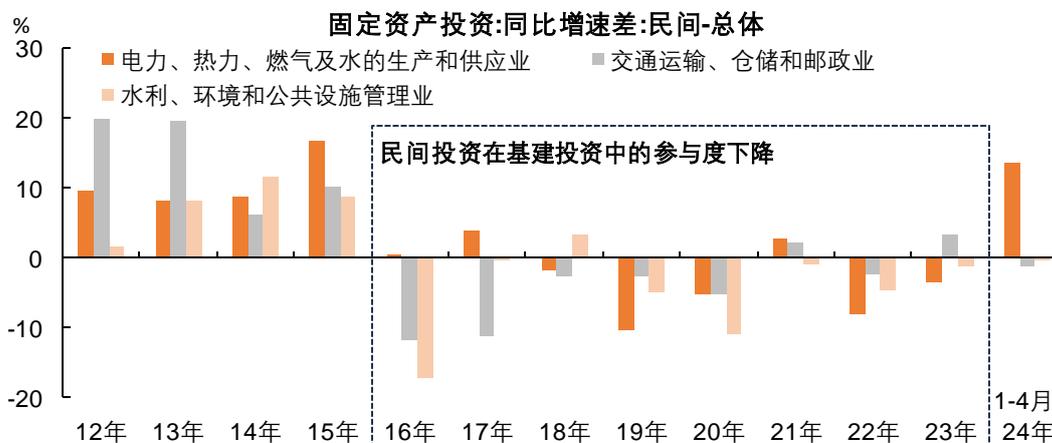
基建和社会领域的投资事关国计民生，具有一定公益属性，但宏观政策正积极优化调整，鼓励民企更多参与。2023 年 11 月，国务院办公厅转发《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，部署深化基础设施投融资体制改革，切实激发民间投资活力。2024 年 4 月，国家发改委修订《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，将特许经营最长期限延长到 40 年，鼓励民营企业通过直接投资、独资、控股、参与联合体等多种方式参与特许经营项目。国家发改委法规司负责人答记者问时表示，“《管理办法》修订过程中，听取了有关经营主体意见，进行了有针对性的制度设计，着力解决民营企业入场难的问题、项目实施不规范的问题、政府履约过程中有可能存在的不兑现的问题”。

图表6 2023 年，民间资本对基建和社会领域服务业投资的参与有边际改善

单位: %	总投资比例 (2017年末)		民间投资:行业分布 (2017年末)	固定资产投资增速 2022年			固定资产投资增速 2023年		
	国有控股	民间投资		总投资	民间投资	民间-总体	总投资	民间投资	民间-总体
	水利、环境和公共设施管理业	77.2	22.5	4.9	0.1	5.8	5.7	10.3	-1.2
交通运输、仓储和邮政业	78.4	20.1	3.3	9.1	6.8	-2.3	10.5	13.9	3.4
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	58.2	37.5	3.0	19.3	11.4	-7.9	23.0	19.6	-3.4
文化、体育和娱乐业	47.1	51.6	1.2	3.5	5.0	1.5	2.6	6.4	3.8
卫生和社会工作	58.4	41.0	0.8	26.1	10.7	-15.4	-3.8	-3.3	0.5
教育	75.2	24.7	0.7	5.4	-2.7	-8.1	2.8	1.3	-1.5

资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 2016 年至 2023 年，民间资本对基建相关行业投资的参与度下降



资料来源: wind, 平安证券研究所

⁶ <https://www.drc.gov.cn/DocView.aspx?chnid=379&leafid=1338&docid=2907282>

二、 民企经营与投资特征

从民营企业经营情况及投资的影响因素看，民营工业领域投资仍面临内生下行压力，相关企业盈利承压、产能利用不足，削弱了投资扩张的必要性；同时，应收账款的较快增长使民营企业负债压力被动提升。在房地产领域，民营企业信用风险较高，融资陷入困境，投资恢复仍需时日。不过，民营服务业及基建投资具备潜力，且民营企业所面临的政策不确定性有回落迹象，有助于盈利的修复和信心的恢复。

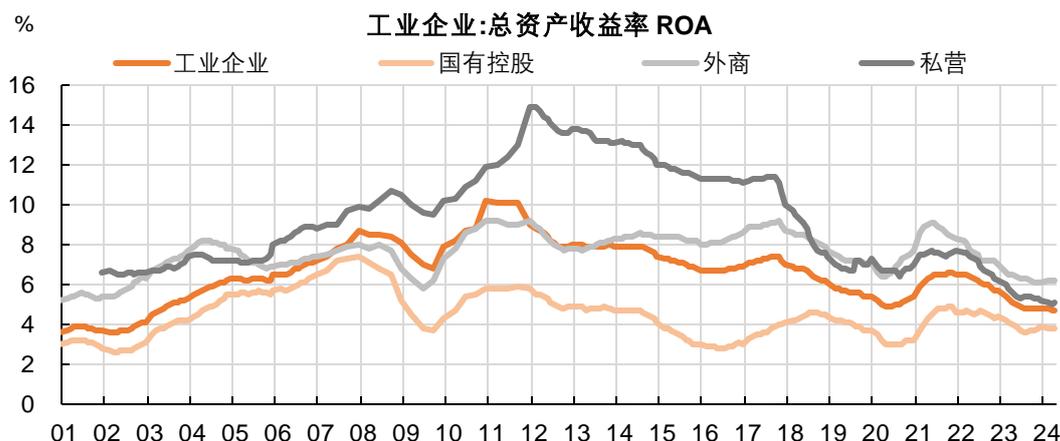
1、 民企盈利状况不佳

在企业投资决策过程中，现实的投资回报有着举足轻重的影响，因其既代表预期投资回报率的变化，又是企业投资资金的主要来源。

在工业领域，私营企业总资产收益率处于历史偏低分位。分解来看，目前营收利润率处于中性偏低位置，民企“利薄”；资产周转率回落至历史低点，“多销”优势减弱。

从总资产收益率（ROA）看，截至 2024 年 4 月，规模以上私营工业企业总资产收益率（ROA）约 5.02%，处于 2002 年以来次低点。国有控股企业总资产收益率自 2023 年 8 月开始改善，至 2024 年 4 月已累计提升 0.14 个百分点至 3.71%，高于 2003 年以来 33% 的历史区间。

图表8 私营工业企业总资产收益率处于历史底部区间

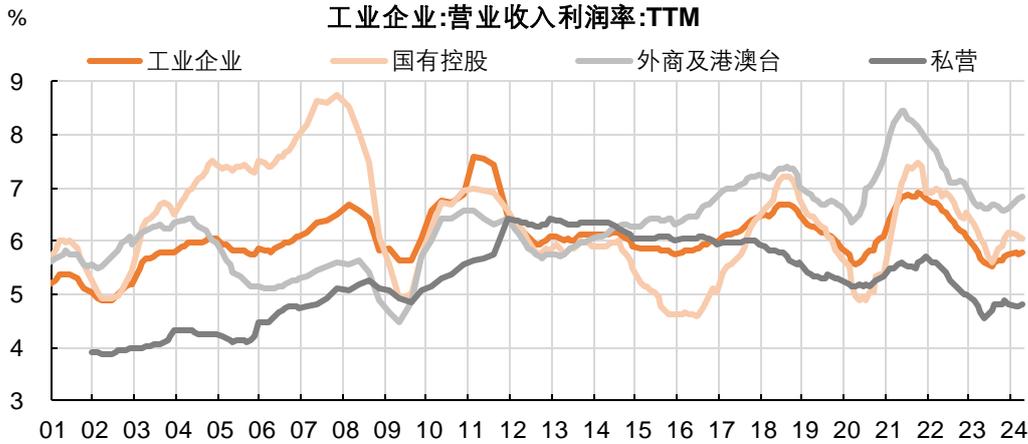


资料来源: wind, 平安证券研究所

进一步地，可将总资产收益率（ROA）拆分为营收利润率、资产周转率两个部分。

民企仍然“利薄”，目前营收利润率处于中性偏低位置。截至 2024 年 4 月，规模以上私营工业企业营收利润率（TTM）约 4.82%，持续徘徊在相对低位，仅高于 2003 年以来 32% 的历史区间。国有控股企业营收利润率处于中性偏高位置，2024 年 4 月约为 6.05%，较私营企业高 1.2 个百分点，高于 2003 年以来 47% 的历史区间。

图表9 私营工业企业营收利润率低位徘徊

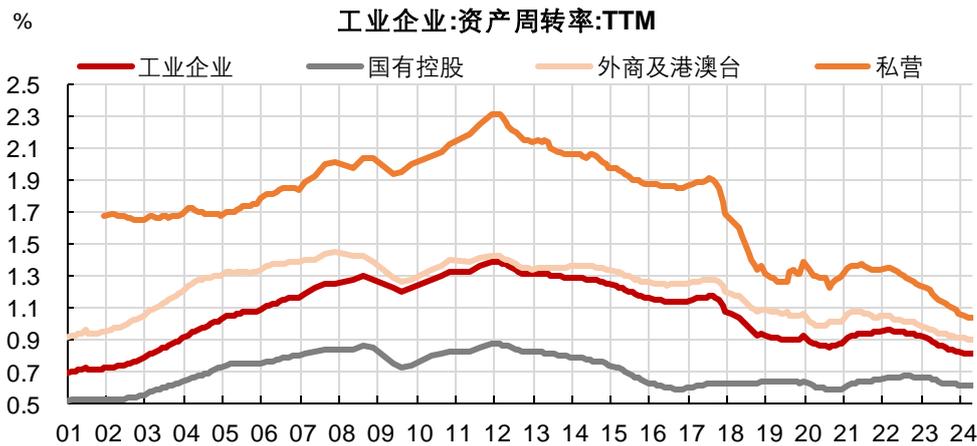


资料来源: wind,平安证券研究所

民企“多销”优势减弱，资产周转率降至历史低点。截至 2024 年 4 月，规模以上私营工业企业资产周转率（TTM）降至 1.04，处于历史最低点。国有控股企业资产周转率在 2002 年以来始终低于民营企业，目前为 0.61，高于 2002 年以来 19% 的历史区间。

横向比较，历史上私营工业企业的 ROA 往往高于国有企业。然而，私营企业的营收利润率在大多数时间都低于国有企业，其经营优势集中体现为资产周转率较高，即采取“薄利多销”的策略。纵向比较，近年来私营企业 ROA 较快下滑，相比国有企业的优势也不断缩小。拆分来看，私营企业 ROA 的主要拖累是其资产周转率回落至历史低位，毛利率处中性偏低位置，依旧“薄利”却难“多销”；而国有企业资产周转率和毛利率的历史分位均高于私营企业，二者经营差距缩小。

图表10 私营工业企业资产周转率处于历史底部区间



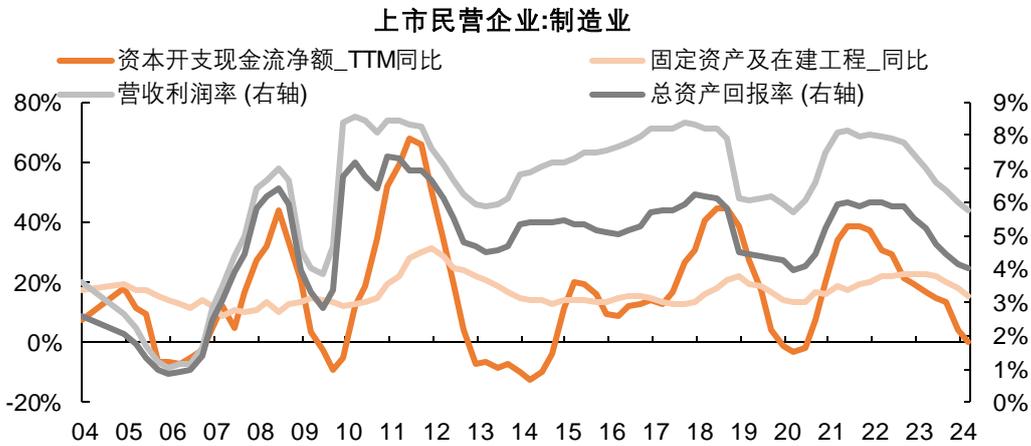
资料来源: wind,平安证券研究所

从上市企业数据也能体现民企经营状况不佳，对其资本支出及固定资产增速产生拖累。

在制造业领域，2023 年以来上市民营企业盈利能力回落。截止 2024 年一季度，上市民营制造业企业总资产回报率约 4%，投入资本回报率约 5.51%，均处于 2010 年以来的低点，分别高于 2003 年以来 22%和 19%的历史区间。国有企业经营效

率虽不及私营企业，但盈利能力处于历史较高分位。依据 Wind 中上市公司财报数据测算，2024 年一季度，上市国有制造业企业总资产回报率约 3.12%，投入资本回报率约 4.62%，分别高于 2003 年以来 32%和 28%的历史区间。

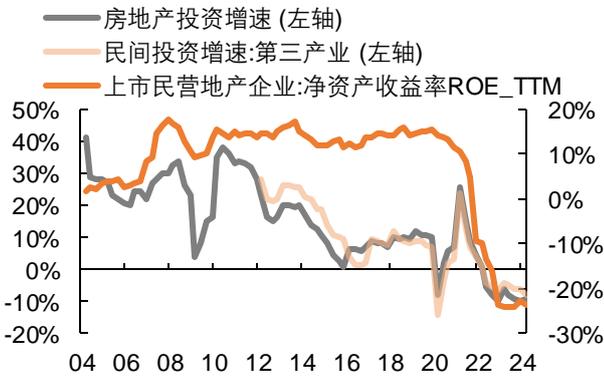
图表11 私营工业企业总资产收益率处于历史底部区间



资料来源: wind,平安证券研究所

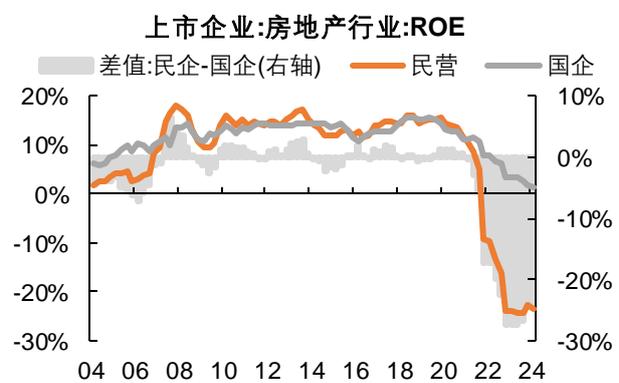
在房地产领域，上市民营企业亏损严重。依据 Wind 中上市公司财报数据测算，2024 年一季度，上市民营房企净资产收益率约为 -23.5%，近四季度净利润合计亏损金额达到 920 亿元；上市国有房企处于微利状态，2024 年一季度净资产收益率约 1.2%，系 2004 年以来的历史最低点。

图表12 上市民营房企净资产收益率为负



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 房地产行业上市民企盈利差距较大



资料来源: Wind,平安证券研究所

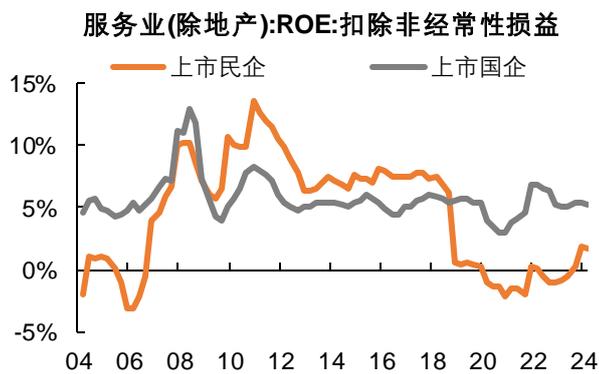
在基建及服务领域，上市民营企业盈利能力有望逐步改善，助力投资增速企稳回升。1) 在除金融地产之外的服务业领域，上市民营企业净资产收益率（扣除非经常性损益⁷）在 2020 至 2023 年上半年基本处于负值区间，2023 年三季度起由负转正，到 2024 年一季度恢复至 1.73%。目前看，民营企业的净资产收益率相比 2013 至 2018 年 7%左右的中枢水平存在较大提升空间，盈利能力的持续改善或有助于投资增速的回暖。2) 在水电燃气行业，2024 年一季度上市民营企业净资产收益率恢复至 7.65%，带动行业前 4 个月民间固定资产投资增速升至 39.8%的高位。

⁷ 考虑到以传媒为代表的服务业企业收购商誉减值情况较多，扣非 ROE 更能代表主营业务的盈利情况。

相比于民营企业，国有企业在水电燃气及服务业领域的经营较为稳定，或因其占据优势地位，且部分行业存在准入壁垒。2024 年一季度，除地产以外的国有服务业上市企业净资产收益率（扣除非经常性损益）约 5.28%，与疫情前水平基本相当；水电燃气行业国有上市企业净资产收益率约 6.2%，也处于相对高位。

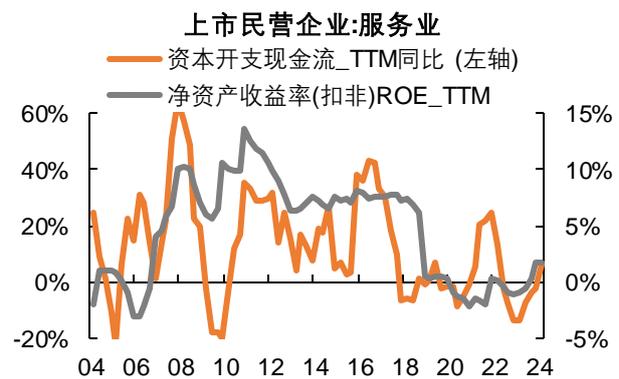
需指出的是，基建及服务业中民营企业的固定资产占比较低。依据 Wind 中上市公司财报数据测算，2024 年一季度民营水电燃气行业上市企业固定资产及在建工程在行业总体中的比例仅为 4.2%（营收占比为 12.4%），民营服务业行业（除金融、地产）固定资产及在建工程在行业总体中的比例为 20.3%（营收占比为 29.6%）；与之不同的是，民营制造业企业固定资产及在建工程在行业总体中的比例为 59.4%，与其营收 57% 的占比基本相当。这体现出，涉足基建及服务业领域的民营企业，往往以轻资产模式参与。

图表 14 民营服务业(除金融地产)上市企业盈利水平在低位



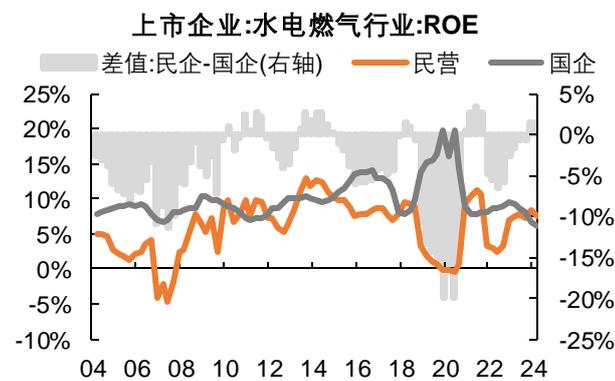
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 15 民营服务业(除金融地产)企业盈利恢复、投资回稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 16 水电燃气行业民营上市企业盈利迎来修复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 17 水电燃气行业民间投资明显恢复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

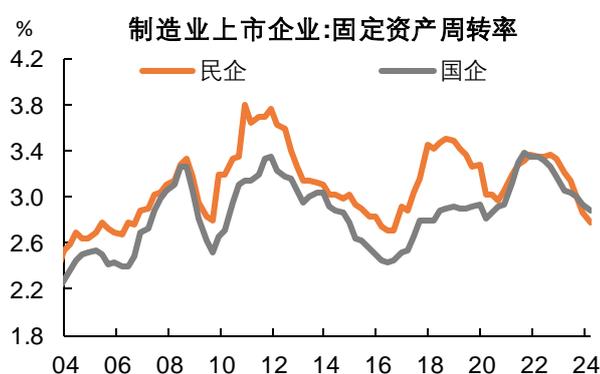
2、产能利用更显不足

2022 年下半年以来，中国工业产能利用水平趋于回落，新增产能的投放恰逢需求不振。据国家统计局口径数据，2024 年一季度工业企业产能利用率回落至 73.6%，为 2016 年四季度以来的历史次低点（仅高于 2020 年一季度）。过低的产能利用水平体现产能过剩的潜在风险，现有闲置产能会抑制新增投资，往往伴随价格中枢回落、行业预期回报率下降、债务及金融风险抬头、涉外贸易争端增多等一系列问题。

从微观角度出发，固定资产周转率与产能利用率的经济含义一致（可参考我们前期报告《详解产能过剩：历史对话现实》）。由于国家统计局未公布分所有制的企业产能利用率数据，我们以上市公司固定资产周转率，以及包含在建工程的远期固定资产周转率为基础，对比民企产能利用的现状和趋向。

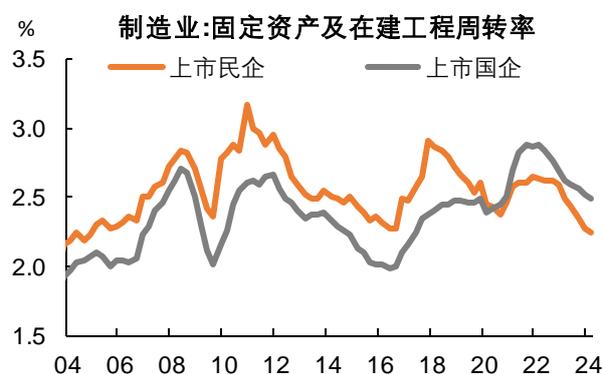
当前制造业产能过剩压力集中于民企。2024 年一季度，民营制造业上市公司固定资产周转率约 2.78，处于 2003 年以来的历史 18%分位；国有制造业上市公司固定资产周转率约 2.88，处于 2003 年以来的 46%分位。从历史数据看，民营制造业上市公司的固定资产周转率绝大多数时间高于国企；但本轮周期中，民营制造业上市公司的固定资产周转率较快下滑，自 2023 年下半年起低于国有制造业企业。**随着新增产能的逐步投放，民营制造业企业远期产能利用或将进一步回落。**在建工程指尚未完成、但已经开始建设并预计将来会转为固定资产的项目，可代表未来的固定资产。2024 年一季度，民营制造业上市公司固定资产及在建工程周转率约 2.24，处于 2003 年以来的历史 7%分位。

图表 18 2024 年一季度，民企固定资产周转率继续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 19 考虑在建工程，民营制造业企业产能利用率更弱

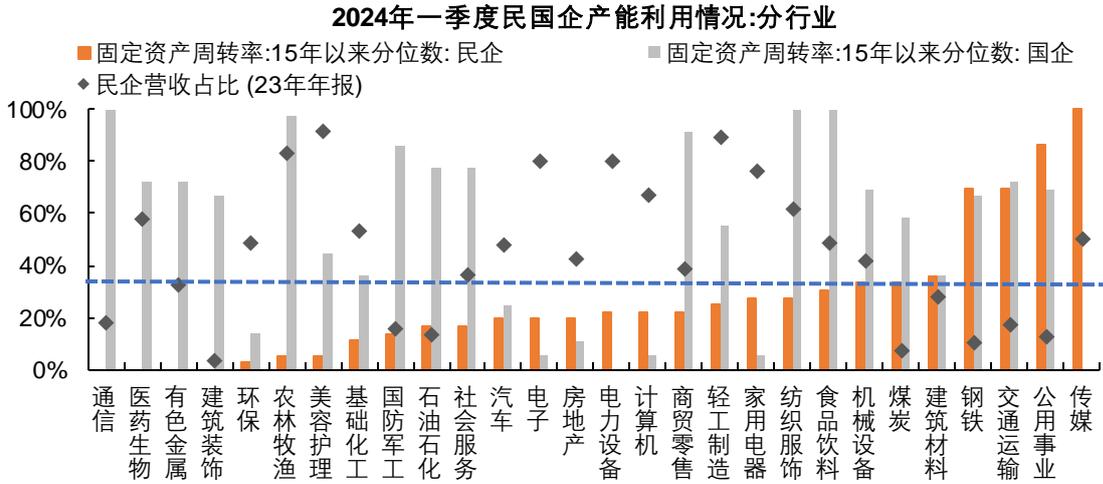


资料来源: Wind, 平安证券研究所

以固定资产周转率所处的分位数看不同行业民企的产能利用情况。2024 年一季度，28 个申万一级行业中有 14 个行业产能过剩（固定资产周转率低于 33%分位），其中民企产能过剩的行业达到 23 个，国企产能过剩的行业仅有 7 个。

- 1) 民企均面临产能过剩的行业集中于装备制造类行业，包括电力设备、汽车、电子、计算机、家用电器、房地产和环保。
- 2) 民企参与度低（营收占比不及 20%）且产能过剩、国企产能利用水平较高的行业，包括通信、国防军工、石油石化、煤炭、建筑装饰等。或因这些行业准入门槛较高，民企处于劣势地位。
- 3) 民企参与度较高（营收占比超过 30%）且产能过剩、国企产能利用水平较高的行业，集中于消费类行业。包括医药生物、美容护理、农林牧渔、社会服务、纺织服饰、轻工制造、食品饮料、商贸零售，以及有色金属和机械设备行业。这些行业国企参与度不高，但抗波动能力更强，经营更加稳健。

图表20 从固定资产周转率看，2024年一季度民营企业产能利用水平不足



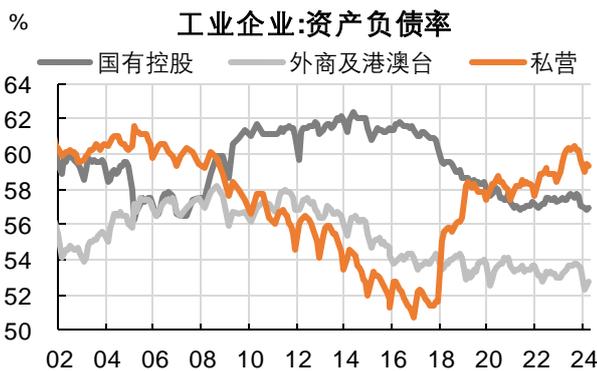
资料来源: wind, 平安证券研究所

3、资产负债被动提升

2018年以来，私营工业企业资产负债率提升，而国有企业和外资企业资产负债率回落。截至2024年4月，私营工业企业资产负债率为59.38%，较2017年同期的52.13%提升7.25个百分点，同期国有企业和外商企业资产负债率分别回落4.22和0.87个百分点。

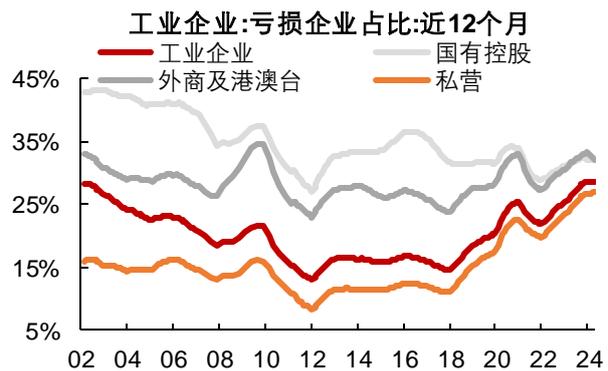
资产负债率提升可能受两种截然不同的因素影响。1) “主动加杠杆”，企业为了扩大生产规模、进行资本投资或收购其他企业而增加债务，带来资产负债率提升。这代表企业管理层认为，增加债务杠杆可带来丰厚的回报。2) “被动加杠杆”，如果企业现金流不足以支持其运营和投资需求，可能会通过增加债务来弥补资金缺口。这预示着企业面临较大的经营压力。

图表21 2018年以来，私营企业资产负债率提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 2018年以来私营亏损面逐步扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，2018年以来，私营工业企业更接近于“被动加杠杆”。这主要基于两点：1) 私营企业亏损面扩大。截至2024年4月，私营工业企业中亏损单位的占比已达到26.9%，较2017年末提升15.9个百分点。2) 私营企业应收账款增速偏高。在2001年至2017年间，私营工业企业的应收账款增速与总资产、总负债及流动资产平均余额增速基本相当，应收账款在总资产中占比还曾在2012年之前趋于回落。然而，2018年以来私营企业“赊销”增多，应收账款增速中枢高于总资产。尤其在受疫情影响严重的2020年11月，私营工业企业应收账款增速一度升至27.1%的高位，较同期总资产增速高

20.4个百分点。截至2024年4月，私营工业企业应收账款占总资产的比例为18.1%，较2017年同期提升4.5个百分点，较同期国有企业的占比高9.7个百分点。对于民营企业和中小企业面临的账款拖欠问题，国务院2018年至今已连续7年部署，以公布条例、制定方案等多种方式着力解决，但其成效有待进一步显现。

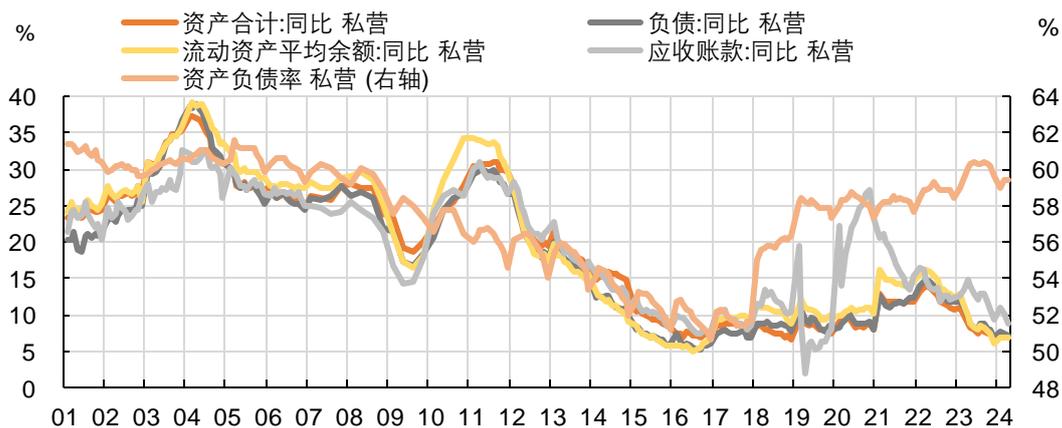
由此推断，2018年以来私营企业销路不畅、货款积压、亏损加大，经营性现金流量紧张，继而“被动加杠杆”，且对存货造成一定“挤压”，这亦可解释前文提及的民营企业资产运用效率回落的现状。

图表23 国务院清理拖欠民营企业和中小企业账款的政策部署

时间	国务院清理拖欠民营企业和中小企业账款的政策部署
2018-11-29	国务院办公厅转发国务院减轻企业负担部际联席会议《清理拖欠民营企业中小企业账款工作方案》
2019-01-30	国常会：听取清理拖欠民营企业中小企业账款工作汇报等。
2019-10-08	国常会：通过《优化营商环境条例》，其中第三十二条为“国家机关、事业单位不得违约拖欠市场主体的货物、工程、服务等账款，大型企业不得利用优势地位拖欠中小企业账款。”
2020-01-08	国常会：部署进一步做好清理政府部门和国有企业拖欠民营企业中小企业账款工作等
2020-07-05	国务院总理李克强签署第728号国务院令，公布《保障中小企业款项支付条例》。
2021-12-01	国常会：部署清理拖欠中小企业账款和保障农民工工资及时足额支付的措施等
2022-09-07	国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》。其中要求，2022年底前，落实逾期未支付中小企业账款强制披露制度，将拖欠信息列入政府信息主动公开范围。
2023-09-20	国常会：审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》
2024-04-12	国常会：研究健全解决企业账款拖欠问题长效机制的举措。

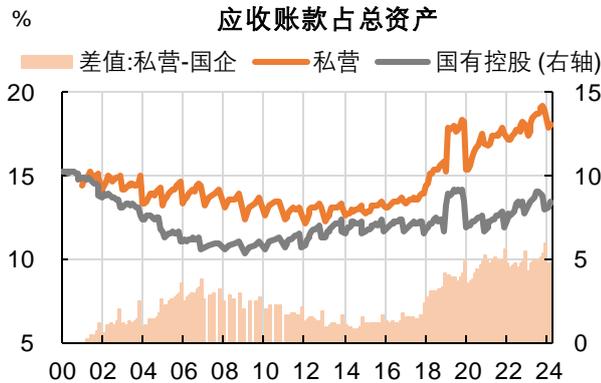
资料来源：中国政府网,平安证券研究所

图表24 2020年以来，私营企业应收账款增速高于资产和负债增速



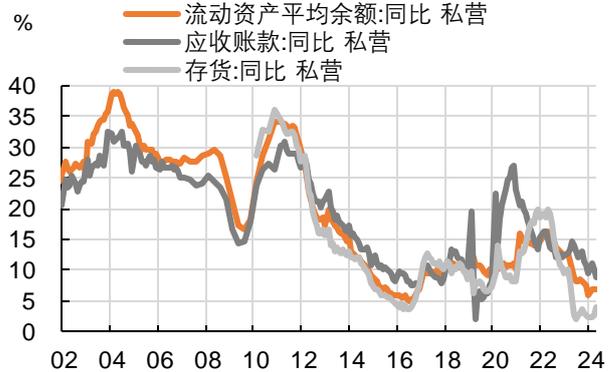
资料来源：wind,平安证券研究所

图表25 2018年以来民营企业应收账款占总资产的比例攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

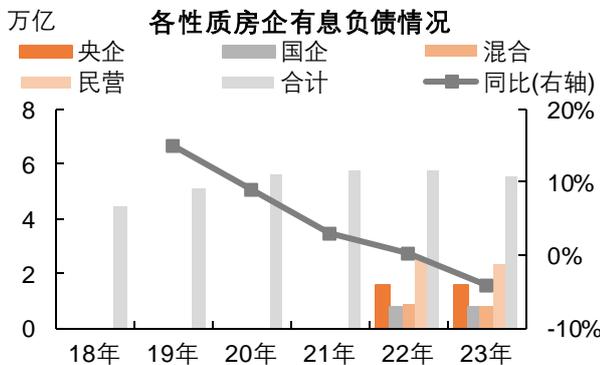
图表26 从民营企业流动资产看,应收账款可能“挤压”存货



资料来源: Wind, 平安证券研究所

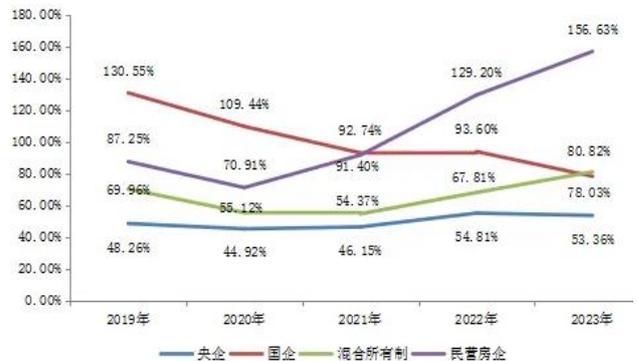
特别地, 民营房企资产与负债同步下行, 资产负债率被动提升。从克而瑞统计的 65 家重点房企数据看, 1) 有息负债减少: 2023 年重点样本房企的总有息负债规模为 55431 亿元, 同比下降 4.23%。其中, 央企、国企地产有息负债同比增速分别为-0.66%和-4.66%, 而民营房企有息负债压缩 1780 亿元, 同比下降 7.24%。2) 净负债率(永续债作为权益)提升: 2023 年 65 家重点房企的加权平均净负债率为 91.16%, 同比提高了 4.38 个百分点。其中, 央企地产净负债率为 53.36%, 同比降低 1.45 个百分点; 国企地产净负债率为 78.03%, 同比降低 15.57 个百分点; 民营房企净负债率为 156.63%, 较 2022 年末同比增幅达到 27.43 个百分点。

图表27 2023年重点民营房企有息负债同比回落7.24%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 65家重点房企历年平均净负债率情况(分所有制)



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

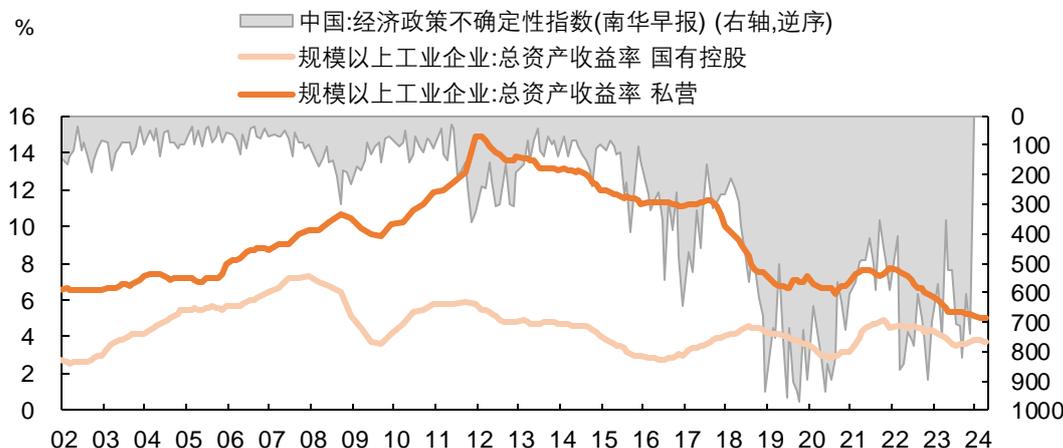
4、关注政策不确定性

政策环境是企业运营的重要背景, 经济政策的不确定性对企业投资决策有着重要影响。民营企业直面市场化竞争, 往往担忧未来盈利的空间及其稳定性, 相对国有企业来说, 民营企业无疑更惧怕经济政策不确定性的潜在影响。

从历史数据看, 中国经济政策不确定性指数与私营工业企业的 ROA 增速、民间投资增速均呈负向相关性。政策制定者已经意识到, 政策制定过程的犹豫不决或反复, 会使企业对未来形势的感知充满不确定性, 倾向于增加现金持有, 而非扩大投资规模和劳动力需求 (IMF, 2012; ILO, 2013)。近来国内外的相关研究也基本形成了一致的观点, 认为经济政策不确定性会显著地抑制企业投资 (Gulen 和 Ion, 2016; 饶品贵等, 2017)。斯坦福大学和芝加哥大学的三位学者编制并持续发布全

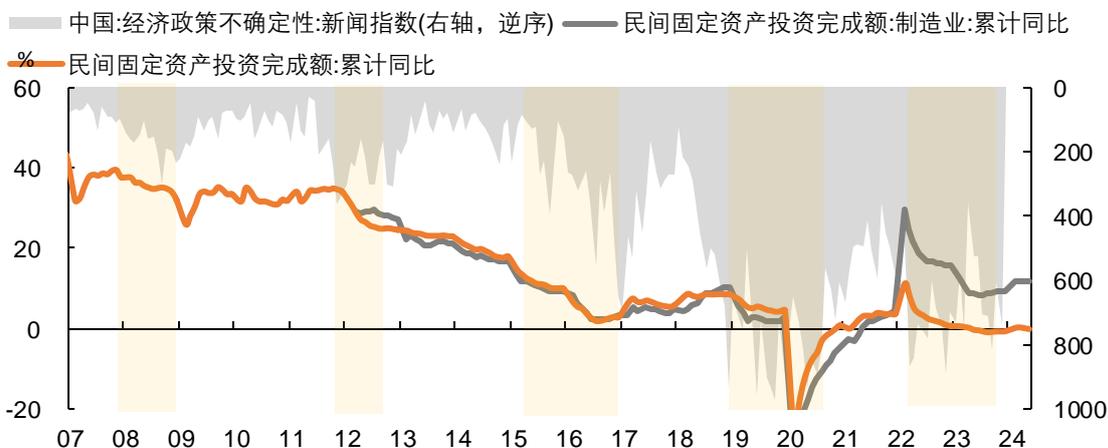
球“经济政策不确定性指数”(EPU),用以反映世界各大经济体经济和政策的不确定性。以该指数衡量,2008年、2011-2012年,2015-2016年,2018-2019年,中国经济政策不确定性指数都曾震荡上行,并刷新历史新高,而同期民间投资和规模以上私营工业企业的ROA都曾受到压制。

图表29 经济政策不确定性对私营企业ROA存在影响



资料来源:wind,平安证券研究所

图表30 制造业民间投资受经济政策不确定性的影响



资料来源:wind,平安证券研究所

5、民营房企“融资难”

民营房企信用风险偏高,制约其债券融资能力。央企财务较为稳健,同时具有天然的信用优势,受融资环境的影响较小。

- 从违约与展期情况看,2021年至2024年5月房地产行业债券违约及展期规模合计4281亿元,其中有2909亿元涉及民营房企,涉及国有房企的仅369亿元。
- 从房地产行业债券发行规模看,2023年央企发债量为2502亿元,同比下滑6%;而民营企业发债量为368亿元,同比大幅下降71%,从而使央企债券发行占房地产行业债券总量的比例较2022年的60%继续上涨22个百分点至82%。

外部融资是房地产企业投资最重要的资金来源。从国家统计局公布的房地产开发资金来源看，2023 年房地产投资的增量资金共 16.8 万亿，其中，38.4%是定金及预收款，可视为房企向居民部门的融资；24.4%是各项应付款，可视为房企对产业链上下游企业的融资；国内贷款和其他到位资金分别占到 9.3%和 3.0%；房企自筹资金在投资中的占比仅有 24.9%，其中还包含房企的债券发行，以及难以区分的“明股实债”部分，可见外部融资对房企的重要性。**2021-2023 年，民营房企外部融资较央企更加困难，是房地产行业民间投资增速低于总体的重要原因之一。**

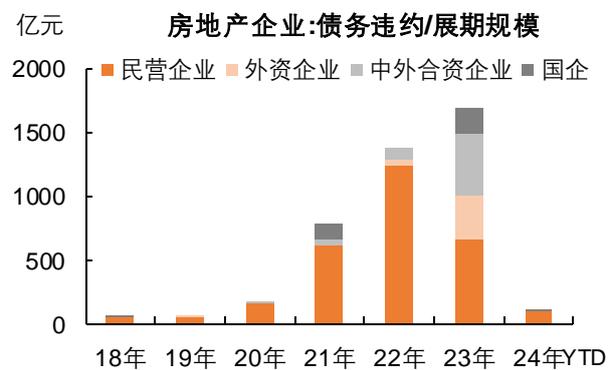
为解决民营房企融资难题，2024 年 1 月住房和城乡建设部、金融监管总局联合印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》。据“切实做好保交房工作配套政策”有关情况举行国务院政策例行吹风会，截至 5 月 16 日，全国 297 个地级及以上城市已经建立了房地产融资协调机制，商业银行已按内部流程审批通过了“白名单”项目贷款金额 9350 亿元。房地产融资协调机制以“白名单”项目为主体，一视同仁地支持房地产民企融资，相关资金的落地将有助于民营房企融资环境的改善。

图表31 23 年民营房地产企业发债规模仅是 20 年的 7%



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所; 注: 占比数据对应右轴

图表32 房企债券违约与展期集中于民营及外资企业



资料来源: 企业预警通, 平安证券研究所; 注: 2024 年数据截至 5 月

三、风险提示

- 1、国内财政货币政策力度不及预期，或“稳增长”落地效果不及预期。
- 2、海外经济金融环境超预期恶化，对我国出口以及金融市场产生波及。
- 3、房地产市场调整压力超预期，使房地产行业风险向金融市场蔓延等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层