

建筑企业专题分析报告第二篇

从资产负债表看八大建筑央企

分析师：姚 遥 S0260517070002



021-60750610



gyfayao@gf.com.cn

● 产业链：相比于下游议价能力较弱，相比于上游议价能力较强

8家建筑央企除中国建筑为房建企业、中国化学为化建企业外，其他6家央企均以基建为主营业务，房建行业下游客户多是地产业商。整体而言，建筑央企相对于下游议价能力稍弱，但是对于上游原材料商具备较强的议价能力。

● 资产端：偿债能力逐渐增强，流动资产周转变慢

资产结构方面，建筑行业是典型的轻资产行业，截止2018年上半年末，6家建筑央企流动资产比重在70%以上。八大央企流动比率均在100%以上，短期偿债能力较强，总资产周转率整体呈现下滑的趋势，主要系流动资产周转率下降，而历年存货/应收账款周转率基本维持稳定。建筑央企应收账款结构主要以1年以内为主，占比在50%以上。中国中冶、中国化学应收账款平均账龄较长，中国电建单项应收账款占比34%。从坏账计提准则来看，中国中铁的坏账准备计提最低，1年以内应收账款坏账计提仅0.2%；中国中冶坏账计提比例最高，1年以内应收账款均按照5%比例计提坏账。PPP项目并表对资产端影响弹性偏小，而对负债端影响较大。对于并表的PPP项目，对上市公司的主要优点为：1) 将项目资产确认为无形资产/长期应收款，不需计提坏账损失，提高利润率；2) 无形资产摊销等能够多抵税，提高利润率。

● 负债端：经营性负债决定占款能力，融资成本与货币环境关系密切

总体来看，建筑央企流动负债/总负债水平常年维持稳定。近期《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》正式发布，8家建筑央企资产负债率管控线为75%。目前8家建筑央企仅葛洲坝和中国化学的资产负债率在75%以下。多家建筑央企在采取措施降低负债率，第一种是减少负债（常采用降低利息的方法来促进还款），第二种是增加所有者权益（债转股），中国中铁的市场化债转股方案已经落地。而中国交建发行可转债以及集团发行可交债，未来有望通过债转股降低自身负债率。从经营性负债/调整后所有者权益指标来看，八大央企对上下游企业占款能力较强，即经营性负债为建筑央企提供现金流动支撑。八大央企对上游议价能力较强，对地方政府等下游主体占款较差。建筑央企的融资利率走势同货币环境密切相关，18H1融资利率稍有抬升，但较民企具备显著优势。从有息负债/调整后所有者权益来看，葛洲坝和中国电建的财务杠杆水平最高，均超过200%。

● 杜邦分析：权益乘数与资产周转率下降，盈利水平稳步提升

2017年中国建筑ROE水平最高，达到16.3%；而中国化学ROE水平最低。从历年数据来看，八大建筑央企整体ROE略有下降，主要系资产周转率及杠杆乘数降低。1) 由于近年去杠杆政策，建筑央企资产负债率持续降低，将一定程度上拖累ROE水平。2) 根据资产端分析可知，建筑央企总资产周转率下降主要系流动资产周转率下降所致。3) 净利率提升为建筑央企ROE提供支撑。从2013年至2018H1，葛洲坝净利率提升速度最快。

● 案例：中国铁建&中国中铁对比

由于国家金融去杠杆政策的推进，中国铁建和中国中铁近年的资产负债率逐渐下降。从资产具体构成来看，中国中铁存货、应收类账款均较中国铁建多；从应收账款账龄构成来看，中国中铁应收账款平均账龄高于中国铁建，且中国中铁坏账计提比例较低。从经营方面来看，中国中铁对供应链占款能力强于中国铁建，主要系中国中铁对下游占款能力较强，两者对上游占款能力相近，中国中铁经营杠杆较高。同时，中国中铁财务杠杆较高，中国中铁短期借款融资利率区间稍高于中国铁建。从净资产收益率角度来看，2018H1中国中铁ROE显著高于中国铁建，主要系中国中铁净利率水平较高。中国铁建和中国中铁历年总资产周转率和权益乘数均下降，其中中国铁建总资产周转率下降较快，主要系公司存货/应收账款周转率下降，而中国中铁总资产周转率下降主要系货币资金周转下降，存货/应收账款周转基本维持稳定。净利率方面，中国中铁显著高于中国铁建，主要系中国中铁营业成本较低，中国铁建人工成本较高。中国中铁通过市场化债转股实施去杠杆，而中国铁建则通过发行永续期债券实施去杠杆。

● 风险提示：宏观经济不景气、下半年基建投资建设不及预期、地方政府债务情况未出现明显好转、货币环境收紧、人工成本超预期上升等风险。

相关研究：

建筑装饰行业专题报告：从资金来源看基建投资——下半年基建投资增速有望回升

2018-09-19

建筑装饰行业周报：基建存稳增长对冲需求，油价高位制造业回暖利好建龙头

2018-09-16

建筑企业专题分析报告第一篇：从利润表看八大建筑央企

2018-09-13

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

产业链：相比于下游议价能力较弱，相比于上游议价能力较强	5
资产端：偿债能力逐渐增强，流动资产周转变慢	6
资产结构：典型轻资产行业，存货及应收账款比重高	6
偿债能力：资产负债率水平普遍较高，短期偿债能力存在差异	7
周转能力：总资产周转率下降，存货/应收账款周转率维持稳定	10
坏账计提：应收账款账龄结构各异，中国中冶计提最为稳健	13
PPP 并表影响：PPP 并表将提高建筑公司资产负债率	15
负债端：经营性负债决定占款能力，融资成本与货币环境关系密切	16
负债结构：流动/非流动负债结构稳定，应付预收占比高	16
占款能力：行业对上下游占款能力强，运营能力为现金流提供支撑	18
融资利率：受货币周期影响大，建筑央企融资成本相对较低	20
有息负债：财务杠杆各有不同，中国化学有息负债比例低	22
杜邦分析：权益乘数与资产周转率下降，盈利水平稳步提升	23
权益乘数：去杠杆政策降低资产负债率，中国化学杠杆水平最低	24
总资产周转率：整体呈现下降趋势，流动资产周转系主因	25
净利率：盈利水平逐年上升，龙头企业业绩向上	25
案例：中国铁建&中国中铁对比	26
资产与负债结构：资产负债率持续下降，中国中铁坏账计提比例小	26
经营杠杆：对下游占款差距大，中国中铁经营杠杆高	29
财务杠杆：中国中铁财务杠杆高，短期借款占比大	29
杜邦分析：杠杆乘数和周转率同步下滑，中国中铁净利率较高	30
去杠杆措施：中国中铁实施市场化债转股，中国铁建发行永续债	31
汇总分析	32

图表索引

图 1: 建筑央企产业链	5
图 2: 2018H1 建筑央企流动资产比重	6
图 3: 2018H1 建筑央企非流动资产比重	7
图 4: 建筑央企资产负债率呈下降趋势, 但仍然高于 75%警戒线	8
图 5: 央企流动比率基本稳定, 中国化学较高 (单位: %)	9
图 6: 中国化学速动比率远高于其他央企, 葛洲坝速动比率持续下降 (单位: %)	9
图 7: 中国化学现金比率明显高于其他公司且呈上升趋势, 多数央企 2018H1 有所 下滑 (单位: %)	10
图 8: 葛洲坝近两年应收账款周转率出现明显下滑 (单位: 倍)	11
图 9: 葛洲坝近两年存货周转率出现明显下滑, 中国化学存货周转率持续上涨 (单 位: 倍)	11
图 10: 建筑央企流动资产周转率整体呈现下滑趋势 (单位: 倍)	12
图 11: 中国建筑固定资产周转率远高于其他央企 (单位: 倍)	12
图 12: 央企总资产周转率呈下滑趋势 (单位: 倍)	13
图 13: 2018H1 八大央企应收账款账龄结构对比 (单位: %)	14
图 14: 2018H1 建筑央企坏账准备账龄结构对比 (单位: %)	15
图 15: 建筑央企历年流动负债占总负债比重较为稳定 (单位: %)	16
图 16: 2018H1 建筑央企流动负债细分情况对比	17
图 17: 2018H1 建筑央企非流动负债细分情况对比	18
图 18: 2018H1 建筑央企对供应链占款能力较强	19
图 19: 2018H1 建筑央企对上游占款能力强, 对下游占款能力较差	19
图 20: 建筑央企历年短期借款利率区间变化 (单位: %)	21
图 21: 2018H1 建筑央企有息负债/调整后所有者权益	22
图 22: 八大央企历年 ROE 水平对比 (单位: %)	24
图 23: 八大央企历年权益乘数水平对比 (单位: 倍)	24
图 24: 八大央企历年总资产周转率水平对比 (单位: %)	25
图 25: 八大央企历年净利率水平对比 (单位: %)	26
图 26: 中国铁建与中国中铁近年资产负债率逐渐降低 (单位: %)	27
图 27: 2018H1 中国铁建与中国中铁资产构成对比	27
图 28: 2018H1 中国中铁平均应收账款账龄较大	28
图 29: 中国铁建与中国中铁负债构成对比	28
图 30: 中国铁建应收账款、其他应收款显著高于中国中铁 (单位: 亿元)	29
图 31: 中国中铁对上下游占款能力强于中国铁建 (单位: %)	29
图 32: 中国铁建与中国中铁有息负债结构对比 (单位: 亿元)	29
图 33: 中国铁建与中国中铁短期借款融资成本区间对比 (单位: %)	29
图 34: 中国铁建 ROE 水平低于中国中铁 (ROE、净利率单位: %, 权益乘数、总 资产周转率单位: 倍)	30
图 35: 中国铁建与中国中铁权益乘数呈现下降趋势 (单位: %)	30
图 36: 中国铁建与中国中铁总资产周转率呈现下降趋势 (单位: %)	31
图 37: 中国铁建与中国中铁净利率逐年上升 (单位: %)	31

图 38: 中国铁建应收账款周转率下降, 中国中铁维持稳定 (单位: 倍)	31
图 39: 中国铁建存货周转率略有下降, 中国中铁存货周转率有所上升 (单位: 倍)	31
图 40: 中国中铁市场化债转股流程示意图	32
表 1: 2018H1 八大央企应收账款账龄结构对比 (单位: 亿元)	13
表 2: 2018H1 八大央企坏账准备计提准则对比	14
表 3: 2018H1 部分建筑央企坏账账龄分布对比 (单位: 亿元)	15
表 4: 建筑央企对于 PPP 项目并表处理及对资产负债率影响	16
表 5: 2012 年、2015 年央行进入降息阶段, 货币环境相对宽松	20
表 6: 2012 年、2015 年央行进入降准阶段, 货币环境相对宽松	20
表 7: 建筑央企历年短期借款利率区间 (单位: %)	21
表 8: 建筑央企上半年债券融资利率	22
表 9: 2017 年年度中国建筑 ROE 水平最高, 中国化学 ROE 水平最低, 主要系杠杆因素所致	23
表 10: 2018H1 中国建筑 ROE 水平仍维持最高, 中国化学 ROE 水平提高, 中国中冶最低	23
表 11: 中国中铁坏账计提比例较低	28
表 12: 中国铁建 2018 年发行三期可续期公司债券	32

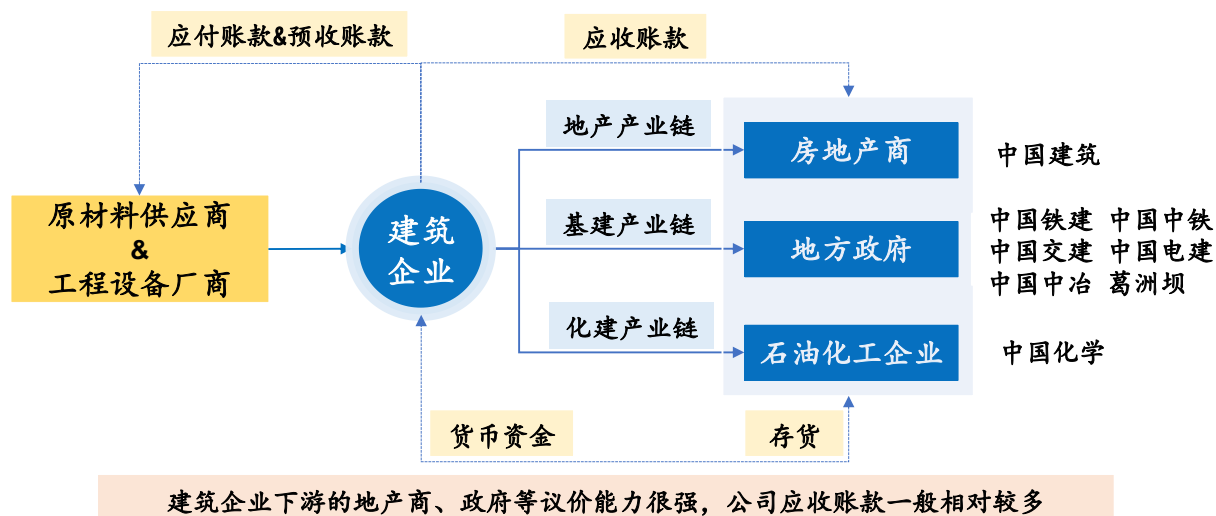
我们前期在建筑2018年中报总结的报告中对建筑行业上市公司上半年的财务情况和经营情况进行了汇总分析。建筑行业上市公司2018H1营业收入同比增长11.1%，归母净利润同比增长13.5%，营收增速为近三年最高，业绩增速有所下滑。但是有时候行业头部公司的财务状况能够更准确的反映行业的发展方向，本次我们以8家建筑央企为研究对象，分析行业头部公司的财务情况，本次报告分为三篇，分别从利润表、资产负债表、现金流量表三个角度进行分析，本篇报告为该专题报告的第二篇——以资产负债表为分析主体。

产业链：相比于下游议价能力较弱，相比于上游议价能力较强

8家建筑央企除中国建筑为房建企业、中国化学为化建企业外，其他6家央企均为基建为主营业务，房建行业下游客户多是大地产商，如中国建筑，而基建行业的下游客户都是地方政府，建筑企业相比于地产商和政府而言，议价能力相对较弱，公司应收账款较多。另一方面，房屋建筑业的上游行业种类繁多，包括钢铁、水泥、砖瓦、建筑陶瓷等，上游原材料行业整体处于一种多小散的现状，相比于建筑央企的议价能力更弱。除了房建企业和基建企业外，建筑央企中还有一家化学工程行业的公司——中国化学，其上游产业是向其提供服务的设备材料制造产业以及工程施工行业。除少数非标设备外，工程总承包商对设备材料供应商和施工分包商的选择余地很多，大型的企业均拥有经过自身考核合格的设备材料供应商和施工分包商名单，对上游产业有较强的谈判实力和议价能力。

整体而言，建筑央企相对于下游地产商和政府议价能力稍弱，但是对于上游原材料商具备较强的议价能力，这种情况下，公司的应收账款和应付账款都相对较多，下面将从资产端和负债端进行详细分析。

图1：建筑央企产业链



数据来源：《建筑装饰行业研究发展报告》、广发证券发展研究中心

资产端：偿债能力逐渐增强，流动资产周转变慢

资产结构：典型轻资产行业，存货及应收账款比重高

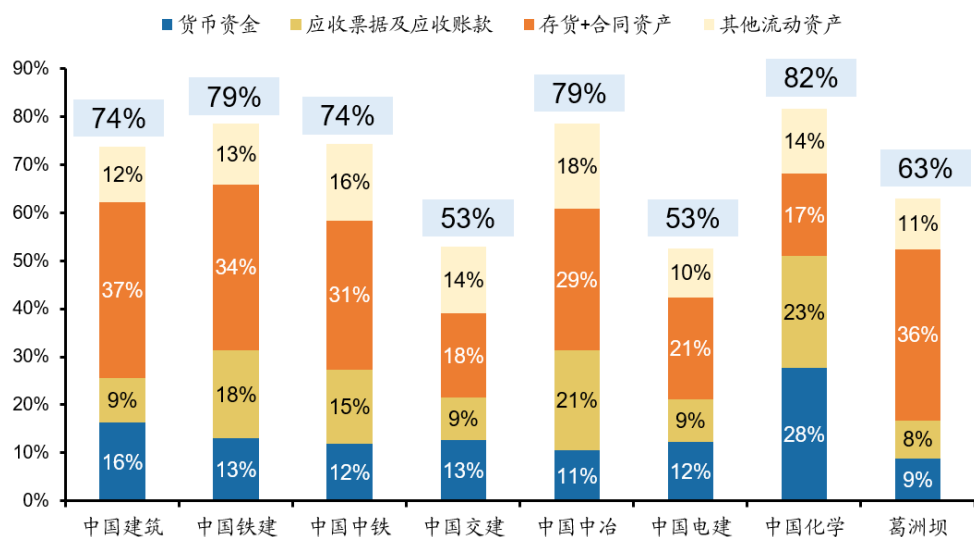
资产结构方面，建筑行业是典型的轻资产行业，截止2018年上半年，8家建筑央企中，中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国中冶以及中国化学的流动资产比重均在70%以上，中国交建和中国电建的流动资产比重较低，仅为53%。

货币资金方面，中国化学的比重（28%）明显高于其他7家央企，其他7家央企的货币资金比重多在10%-15%之间，在手现金都相对较为充足。

存货方面，虽然新会计准则将之前的存货划分为“存货”和“合同资产”两类，但是因为部分公司目前尚未进行区分，所以仍将两类资产统一作为一类进行分析。存货类资产一直都是建筑企业比重最高的资产，除了中国交建、中国电建和中国化学的存货类资产比重在20%左右外，其他建筑央企的存货类资产比重几乎都在30%以上。其中，中国建筑的存货类资产比重高达37%，在8家建筑央企中占比最高，主要是因为公司有较高比重的房地产开发成本，但是公司存货类资产几乎全部为“存货”，合同资产比重仅为0.6%（合同资产是指企业已向客户转让商品而有权收取对价的权利，相比于存货保障性更强）。

应收账款与存货类似，都反映了下游对公司最近的占用情况，中国化学除了货币资金比重明显高于其他7家建筑央企外，应收账款（及应收票据）比重也同样为建筑央企最高。其余建筑央企的应收账款（及应收票据）比重也基本都在8%-21%之间。

图2：2018H1建筑央企流动资产比重



数据来源：公司2018半年报、广发证券发展研究中心

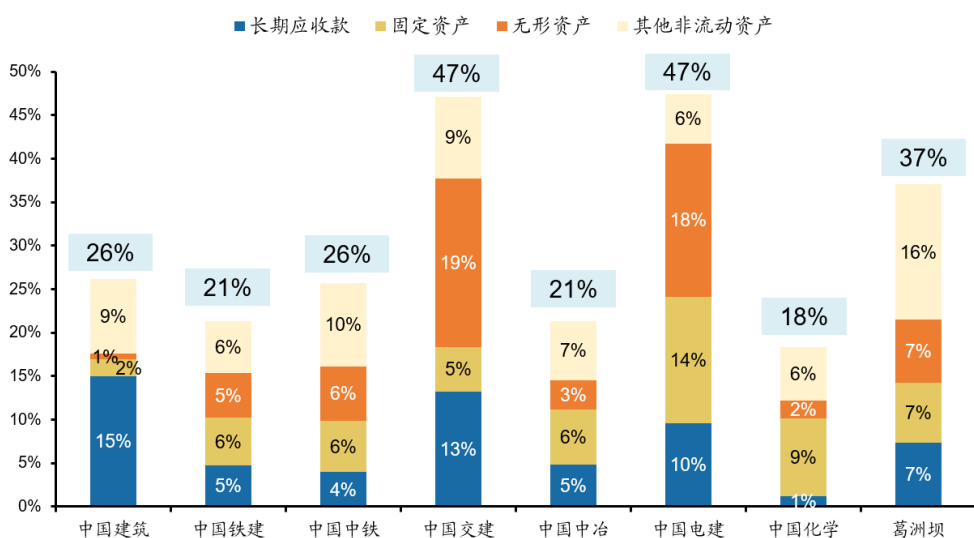
非流动资产方面，建筑央企的固定资产比重普遍偏低，固定资产几乎都在10%以下，仅中国电建的固定资产比重在10%以上（14%），而中国建筑的固定资产比重仅为

2%，可见，建筑行业是一个典型的轻资产行业。

无形资产方面，中国交建和中国电建的比重较高，分别为19%和18%。中国交建的无形资产主要为特许经营权，特许经营权指建设、运营和移交合同（“BOT”合同）项下按照无形资产模式在建设期确认的无形资产，对象收取费用，但收费金额不确定的，该权利不构成一项无条件收取现金的权利，中国交建在确认收入的同时确认无形资产。截至2018年上半年末，中国交建BOT类项目累计签订合同投资概算为3801亿元，累计完成投资金额为1800亿元，尚未完成投资金额为2001亿元。特许经营权类进入运营期项目16个（另有12个参股项目），上半年运营收入21.88亿元。中国电建无形资产比重提升主要发生在2016年和2017年，分别由8.5%提升到11.5%，再进一步提升到17.8%。目前无形资产比较高的原因与中国交建类似，主要是特许权项目，主要包括BOT项目的成本支出。

长期应收款方面，中国建筑比重较高（15%），2018H1长期应收款增加401亿元，增加额占总资产增加额比例达17.9%。其中，应收PPP项目款项的增加额占长期应收款增加额比例超过55%。同时由于本期业务规模扩大、新开工项目增加导致工程质量保证金增加较大，增加金额为163亿元。中国交建与中国建筑情况类似。

图3：2018H1建筑央企非流动资产比重



数据来源：公司2018半年报、广发证券发展研究中心

偿债能力：资产负债率水平普遍较高，短期偿债能力存在差异

长期偿债能力：资产负债率呈下降趋势，但仍然高于75%警戒线

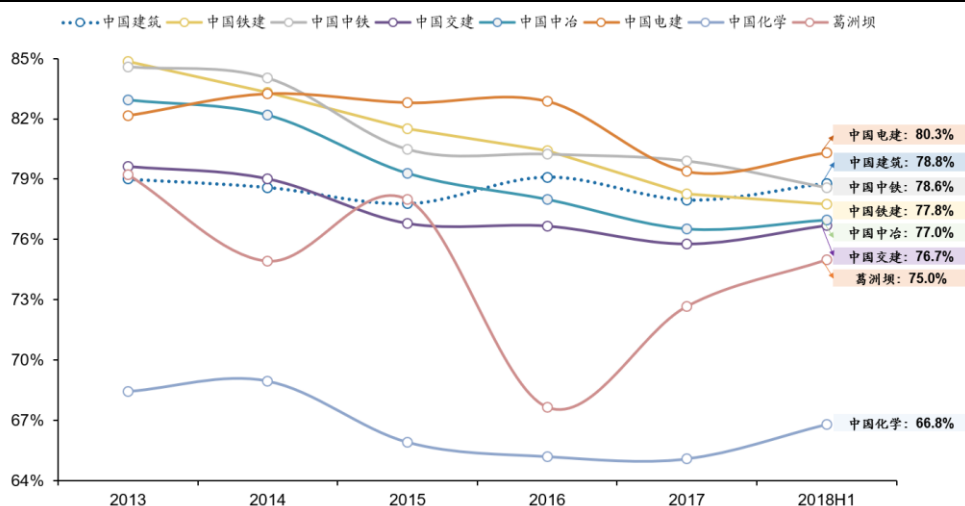
2018年初，国资委按照不同的行业标准，以及不同企业的资本结构及发展情况，分类设置过资产负债率管控警戒线，近期《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》正式发布，8家建筑央企资产负债率管控线为75%。目前8家建筑央企仅葛洲坝和中国化学的资产负债率在75%以下，其中中国化学资产负债率常年在70%以下，而葛洲坝的资产负债率近两年上升明显，2018H1资产负债率已经上升到75%（葛洲

坝存在160亿永续债，若将永续债作为负债进行考虑，则目前葛洲坝资产负债率为82.5%，远高于75%的资产负债率要求），其余6家建筑央企的资产负债率均在75%-80%之间。整体而言，目前几家建筑央企的资产负债率水平仍然较高。

目前多家建筑央企在采取多种措施降低资产负债率，降低资产负债率主要可以从两种维度进行考虑，第一种是减小分子（负债），第二种是增大分母（所有者权益）。其中，目前减少负债常采用降低利息的方法来促进还款，而做大权益的主要方式为债转股，中国中铁的市场化债转股方案已经落地，为建筑央企首例。而中国交建发行可转债以及集团发行可交债，未来有望转股降低自身资产负债率。

以中国中铁为例，公司近期公告了市场化债转股预案，拟分别向中国国新等9家公司发行股份购买上述9名交易对方合计持有的二局工程25.32%的股权、中铁三局29.38%的股权、中铁五局26.98%的股权、中铁八局23.81%的股权，公司市场化债转股方案落地。公司债转股方案合计偿还债务108.196亿，资产负债率从17年末的79.89%降至78.52%，降低约1.37pct。

图4：建筑央企资产负债率呈下降趋势，但仍然高于75%警戒线



数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

短期偿债能力：整体速动比率提升，短期偿债能力加强

流动资产指企业可以在一年或者超过一年的一个营业周期内变现或者运用的资产，主要包括货币资金、应收账款和存货等，流动资产的多少反映了公司的短期偿债能力。常用的财务分析指标包括流动比率、速动比率和现金比率。流动比率是流动资产对流动负债的比率。计算速动比率时，流动资产中扣除存货，是因为存货在流动资产中变现速度较慢，有些存货可能滞销，无法变现。而计算现金比率时候，速动资产中扣除应收账款、应收票据以及预付账款等，因为这些资产也难以在短期内马上变现。具体公式为：

$$\begin{aligned}\text{流动资产} &= \text{速动资产} + \text{存货} \\ &= \text{货币资金} + \text{应收账款等} + \text{存货}\end{aligned}$$

虽然建筑行业是典型的轻资产行业，流动资产比重较高，但是建筑行业同样也是资

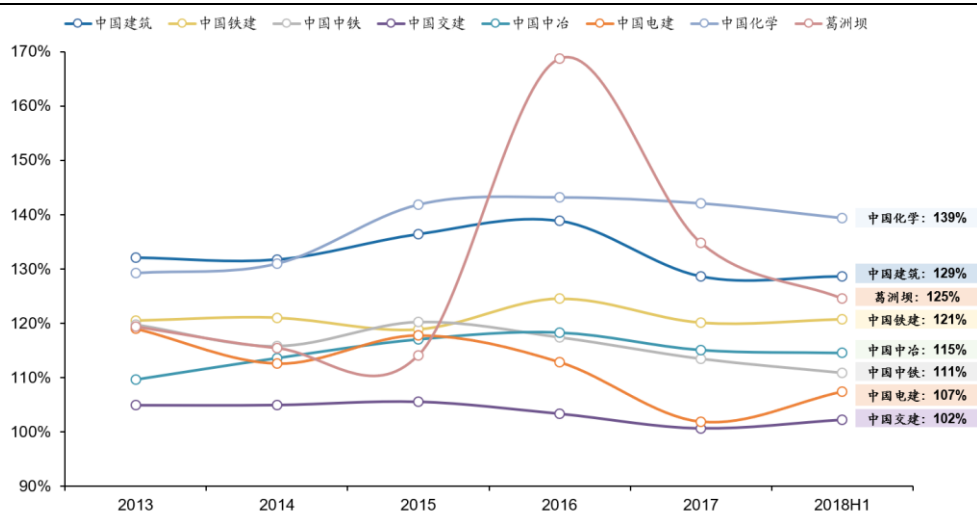
金密集型行业，需要进行大量借款与筹资，流动负债比重一般也相对很高，所以建筑企业在偿债方面多少存在一定压力。具体来看：

流动比率方面，央企流动比率基本稳定，中国化学长期保持在140%左右的水平，而葛洲坝的速动比率在2015年出现明显提升，接近170%，但是近两年出现明显下滑。

速动比率方面，中国化学速动比率远高于其他央企，近两年保持在110%的高水平。而葛洲坝速动比率近两年持续下降，目前仅为54%，不足中国化学一半。而其他建筑央企也基本都在60%多的水平，与其他行业相比明显处于较低的水平。

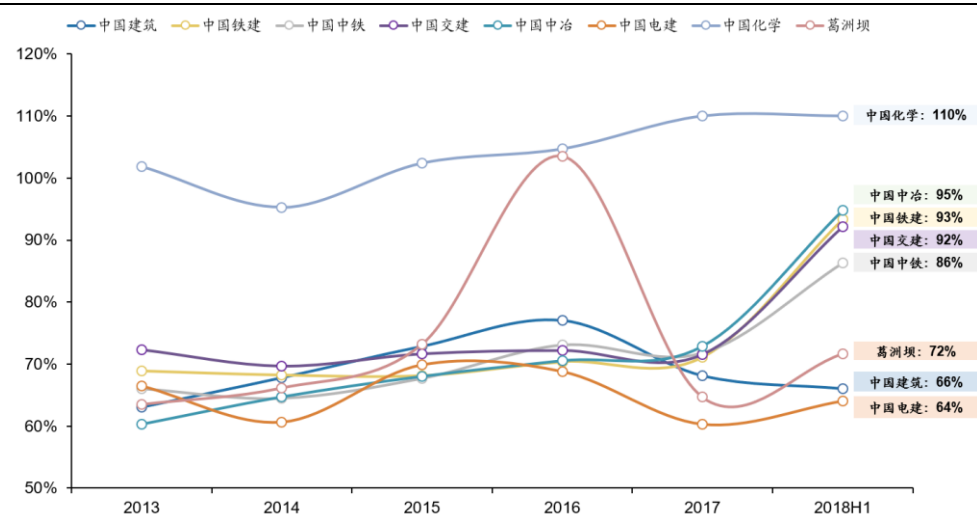
现金比率方面，中国化学现金比率明显高于其他公司且呈上升趋势，多数央企2018H1现金比率均有所下滑，处于20%-30%的水平，说明建筑央企流动性最强的现金资产比重较低，变现能力较差。与前面分析的结果相似，高货币资金比重、高应收账款比重、高流动资产比重的中国化学短期偿债能力也比较强。

图5：央企流动比率基本稳定，中国化学较高（单位：%）



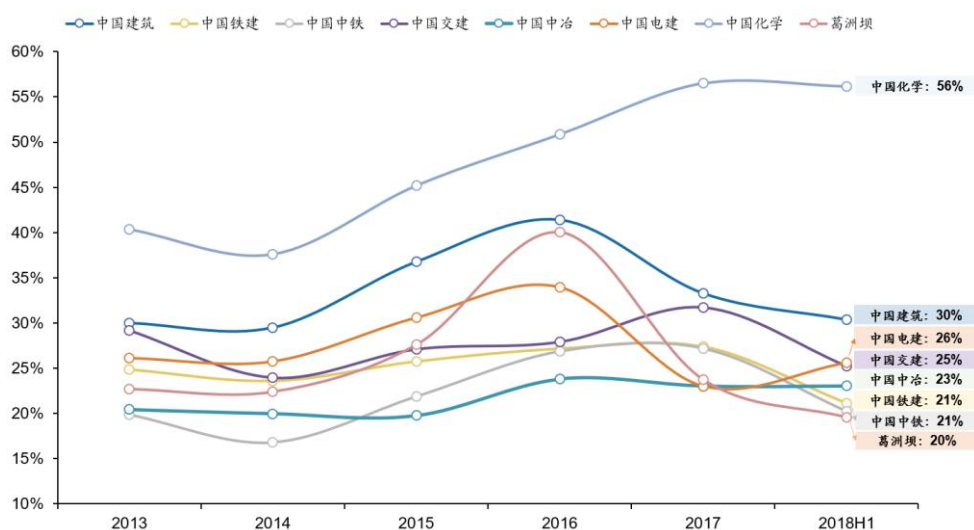
数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图6：中国化学速动比率远高于其他央企，葛洲坝速动比率持续下降（单位：%）



数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图7: 中国化学现金比率明显高于其他公司且呈上升趋势, 多数央企2018H1有所下滑 (单位: %)



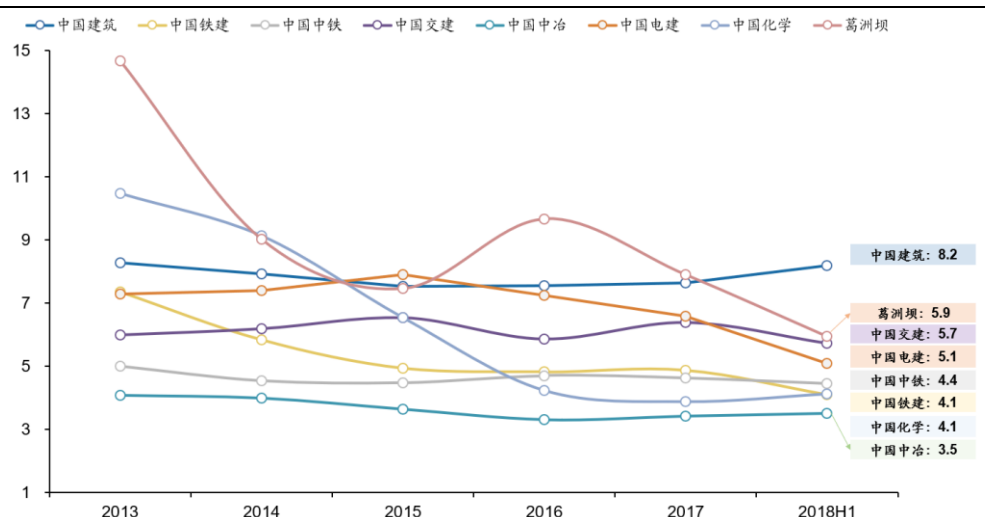
数据来源: 公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

周转能力: 总资产周转率下降, 存货/应收账款周转率维持稳定

前文提到了存货和应收账款是建筑最重要的两项资产, 所以存货周转率和应收账款周转率反映公司的资金使用效率。存货、应收账款以及货币资金之间的具体转变方式为存货验收后即转变为应收账款, 应收账款收回再转变为货币资金。低应收账款周转率和低存货周转率说明下游行业对建筑企业的资金占用较多。

应收账款周转率方面, 葛洲坝和中国电建近两年应收账款周转率出现明显下滑, 中国化学2013年-2016年应收账款周转率逐年下降, 其余公司基本保持稳定。房建龙头中国建筑周转率最高(8.2), 一方面公司为建筑龙头, 议价能力相对于其他建筑企业较强, 另一方面, 公司还有很大一部分的地产业务, 议价能力较强而应收账款相对较少。

图8: 葛洲坝近两年应收账款周转率出现明显下滑 (单位: 倍)



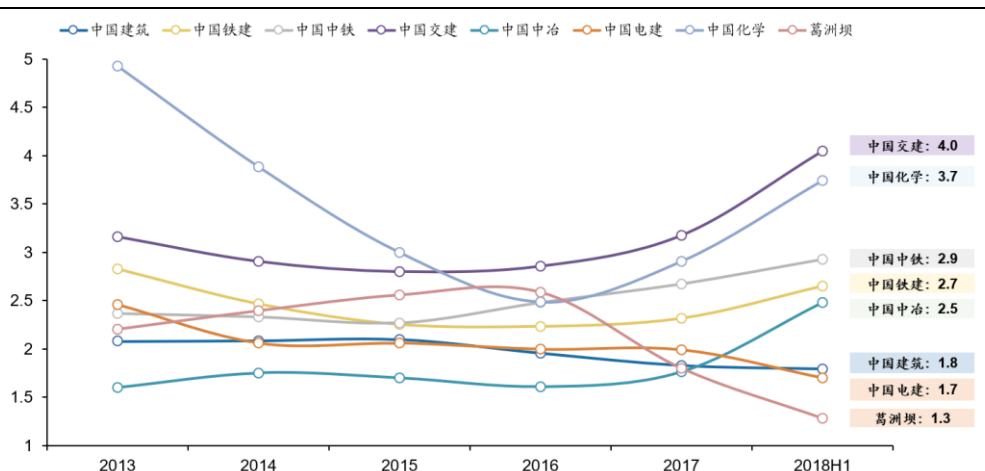
注释: 为了让数据具有可比性, 2018H1应收账款周转率为实际周转率2倍, 即为年化后的应收账款周转率

数据来源: 公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

存货周转率方面, 中国化学近两年的存货周转率有明显提升, 目前存货周转率高达3.7, 远高于其他建筑央企, 而葛洲坝和中国交建的存货周转率的出现明显下滑, 葛洲坝目前的存货周转率已经下降到仅有1.3, 存货周转天数在277天左右, 存货周转速率明显偏慢。

流动资产周转率方面, 建筑央企的流动资产周转率整体呈现逐年下滑的趋势, 其中葛洲坝的流动资产周转率下降明显, 由2014年的1.25下滑到目前仅有0.72。中国铁建的流动资产周转率由2013年的1.32下降到目前的0.93。目前所有建筑央企的流动资产周转率均在1以下。

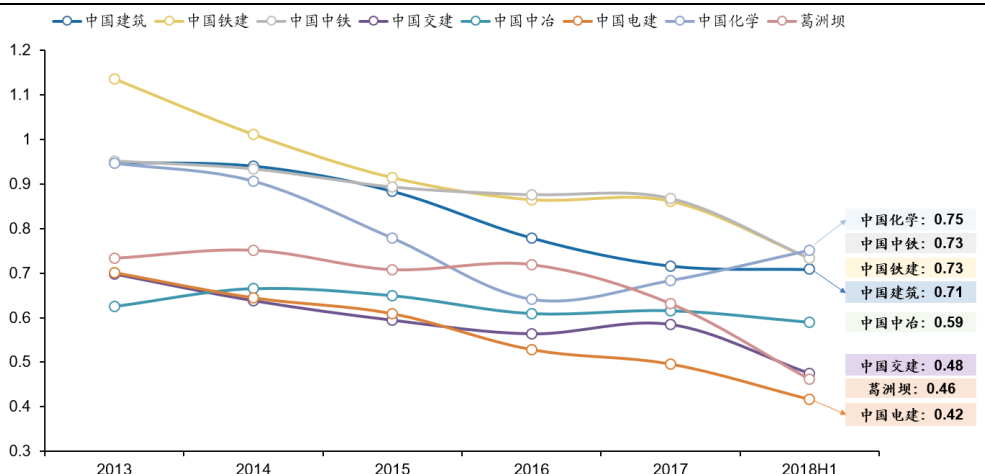
图9: 葛洲坝近两年存货周转率出现明显下滑, 中国化学存货周转率持续上涨 (单位: 倍)



注释: 为了让数据具有可比性, 2018H1存货周转率为实际周转率2倍, 即为年化后的存货周转率

数据来源: 公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图10: 建筑央企流动资产周转率整体呈现下滑趋势 (单位: 倍)



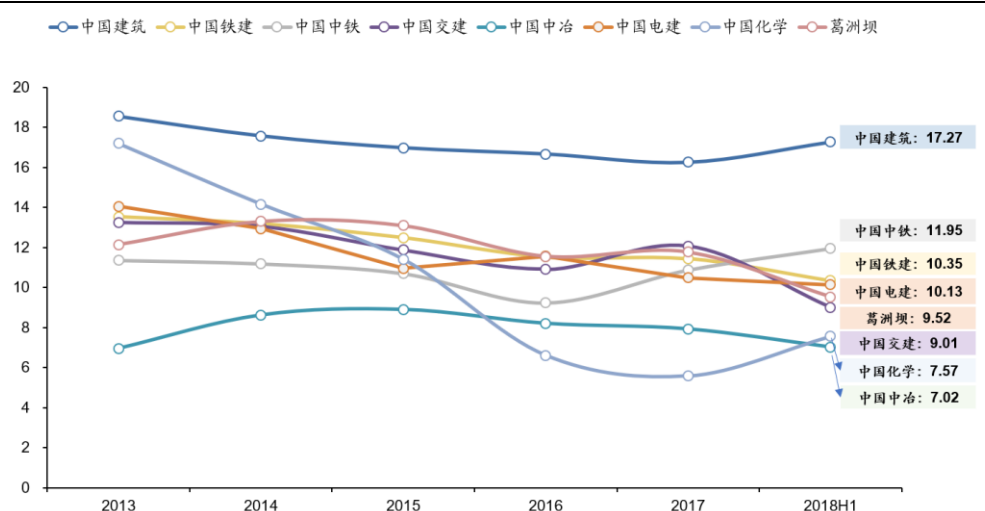
注释: 为让数据具有可比性, 2018H1流动资产周转率为实际周转率2倍, 即为年化后的流动资产周转率

数据来源: 公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

固定资产周转率方面, 建筑央企的固定资产周转率基本稳定, 以非基建业务为主营业务的中国建筑自身固定资产比重较低, 所以周转率要明显高于其他建筑央企。而中国电建因为固定资产比重相对较高, 所以固定资产周转率长期处于低水平。

总资产周转率方面, 整体呈现下滑的趋势, 主要系流动资产周转率下降。具体来看, 建筑央企历年存货/应收账款周转率基本维持稳定, 主要系其他流动资产(如货币现金)周转较慢。总资产周转率下降说明建筑央企资产扩张的速度比收入更快, 仅中国化学的总资产周转率在近两年有所回升, 目前中国化学的总资产周转率为0.73, 在建筑央企中最高。

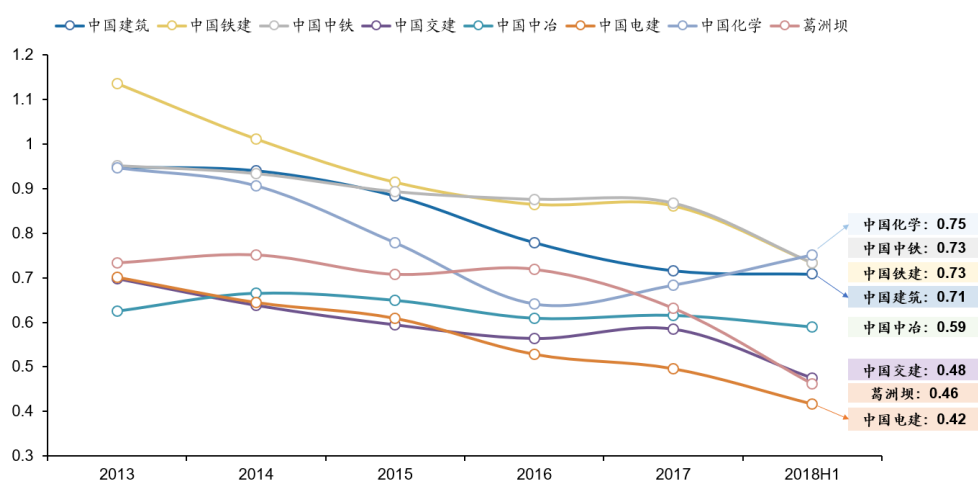
图11: 中国建筑固定资产周转率远高于其他央企 (单位: 倍)



注释: 为让数据具有可比性, 2018H1固定资产周转率为实际周转率2倍, 即为年化后的固定资产周转率

数据来源: 公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

图12: 央企总资产周转率呈下滑趋势 (单位: 倍)



注释: 为了让数据具有可比性, 2018H1总资产周转率为实际周转率2倍, 即为年化后的总资产周转率

数据来源: 公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

坏账计提: 应收账款账龄结构各异, 中国中冶计提最为稳健

对8大建筑央企2018H1应收账款账龄结构进行对比, 中国建筑、中国铁建及中国中铁应收账款总数较多。按照占比来看, 1年以内的应收账款均占比50%以上, 其中葛洲坝和中国铁建占比较多, 分别占比88.2%和85.8%; 中国电建和中国化学占比较少, 分别占比50.5%和56.8%, 主要系中国铁建单项应收账款分类占比33.8%, 而中国化学1-2年及3年以上应收账款占比较多, 合计占比30.8%。

表 1: 2018H1 八大央企应收账款账龄结构对比 (单位: 亿元)

账龄结构	中国建筑	中国铁建	中国中铁	中国交建	中国电建	中国化学	中国中冶	葛洲坝
1年以内	1149.0	1370.2	1013.3	616.9	291.7	104.9	481.7	130.2
1年至2年	246.1	131.8	135.3	98.3	57.2	34.3	121.4	7.5
2年至3年	132.7	51.1	62.8	44.5	20.7	16.3	74.3	4.8
3年至4年			34.0	28.5	5.6	15.9	60.0	2.5
4年至5年	95.8	44.1	16.5	15.3	2.7	4.4	34.7	1.1
5年以上	49.2		22.8	35.4	4.3	2.6	68.2	1.5
其他单项	-	-	18.0	52.9	195.2	6.4	-	-
合计	1672.8	1597.2	1302.7	891.8	577.4	184.9	840.3	147.6

数据来源: 公司 2018 半年报、广发证券发展研究中心

图 13: 2018H1 八大央企应收账款账龄结构对比 (单位: %)

账龄	中国建筑	中国铁建	中国中铁	中国交建	中国中冶	中国电建	中国化学	葛洲坝
1年以内	68.7%	85.8%	77.8%	69.2%	57.3%	50.5%	56.8%	88.2%
1年至2年	14.7%	8.3%	10.4%	11.0%	14.4%	9.9%	18.6%	5.1%
2年至3年	7.9%	3.2%	4.8%	5.0%	8.8%	3.6%	8.8%	3.3%
3年及以上	8.7%	2.8%	5.6%	8.9%	19.4%	2.2%	12.4%	3.5%
其他单项	0.0%	0.0%	1.4%	5.9%	0.0%	33.8%	3.5%	0.0%

数据来源: 公司2018半年报、广发证券发展研究中心

具体对比建筑央企的坏账准备计提准则, 我们发现各家央企具有相似账龄结构的同时又具有不太相同的坏账计提准则。其中中国中铁坏账计提比例最低, 1年以内应收账款坏账计提仅0.2%, 5年以上坏账计提比例仅50%, 各阶段账龄计提比例均小于其他央企平均; 而中国中冶坏账计提比例最高, 1年以内应收账款均按照5%比例计提坏账, 5年以上应收账款计提100%坏账。低比例的坏账计提准则使得应收账款存在更多减值风险, 而高比例的坏账计提准则会使坏账存在转回超预期, 冲减资产减值损失, 提升净利润。

表 2: 2018H1 八大央企坏账准备计提准则对比

	中国建筑	中国中铁	中国铁建	中国交建	中国电建	中国化学	中国中冶	葛洲坝
6个月以内			-					-
6个月至1年	5.0%	0.2%	0.5%	1.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
1年至2年	10.0%	4.6%	5.0%	14.2%	5.0%	3.0%	10.0%	8.0%
2年至3年	20.0%	10.1%	10.0%	24.8%	10.0%	10.0%	30.0%	10.0%
3年至4年		22.5%		39.4%	20.0%	20.0%	50.0%	
4年至5年	50.0%	34.0%	30.0%	56.1%	20.0%	50.0%	80.0%	20.0%
5年以上	100.0%	50.0%	80.0%	86.3%	100.0%	80.0%	100.0%	80.0%

数据来源: 公司 2018 半年报、广发证券发展研究中心

注释: 中国中铁坏账计提比例根据应收账款附注 5 个组合和单项应收款综合得到

根据披露坏账账龄的五家建筑央企来看, 坏账账龄结构存在较大差异。其中中国中铁、中国交建的5年以上坏账计提比例较高, 分别达到23.7%/26.0%, 远超其他央企; 中国化学、中国建筑单项应收账款计提比例较高, 分别达到33.1%/38.8%; 中国电建1年期内应收账款计提比例高, 达到14.6%, 占比其总额的57.2%。对于单项计提金额比较大的企业, 后期应更加关注重点项目的回款情况; 对于1年内坏账和5年以上的坏账计提较多的企业, 应多关注坏账转回的可能性。

图14: 2018H1建筑央企坏账准备账龄结构对比 (单位: %)

坏账账龄	中国建筑	中国中铁	中国交建	中国电建	中国化学
1年以内	15.4%	6.5%	7.7%	57.2%	3.3%
1年至2年	9.2%	13.0%	11.9%	11.2%	6.5%
2年至3年	8.5%	13.2%	9.4%	8.1%	10.2%
3年至4年	15.9%	15.9%	9.6%	4.4%	20.0%
4年至5年		11.7%	7.3%	2.1%	13.9%
5年以上	12.3%	23.7%	26.0%	16.9%	13.2%
单项	38.8%	15.9%	28.2%	-	33.1%

数据来源: 公司2018半年报、广发证券发展研究中心

表3: 2018H1 部分建筑央企坏账账龄分布对比 (单位: 亿元)

坏账账龄	中国建筑	中国中铁	中国交建	中国电建	中国化学	中国中冶	中国铁建	葛洲坝
1年以内	26.6	3.1	9.1	14.6	0.5			
1年至2年	15.8	6.2	13.9	2.9	1.0			
2年至3年	14.7	6.4	11.0	2.1	1.6			
3年至4年	27.4	7.6	11.2	1.1	3.2	未披露	未披露	未披露
4年至5年		5.6	8.6	0.5	2.2			
5年以上	21.2	11.4	30.5	4.3	2.1			
单项	66.8	7.6	33.1	-	5.3			
总计	172.4	48.0	117.5	25.5	15.9	137.8	40.4	2.1

数据来源: 公司 2018 半年报、广发证券发展研究中心

PPP 并表影响: PPP 并表将提高建筑公司资产负债率

对于一般PPP项目架构(20%资本金, 80%银行贷款)来说, 母公司是否并表对于资产及负债端均有影响。由于20%资本金中, 建筑公司通常分担80%, 20%由政府机构出资, 因此并表将会对所有所有者权益中少数股东权益产生影响。总而言之, 并表PPP项目增大公司资产总额, 同时增加公司负债和少数股东权益。

对于并表项目, 相当于公司利用自有资金结合银行贷款进行项目投资, 通常计入长期应收款/无形资产, 同时增加长期借款。根据公司半年报披露, 中国建筑将并表PPP项目计入长期应收款, 18H1长期应收款中PPP项目应收款期末余额615亿, 较期初增加265亿, 提升迅速; 同时公司长期借款增加542.5亿元, 主要系BT项目、PPP项目借款。由于资产基数比负债大, 所以PPP并表项目对于资产端影响弹性偏小, 而对负债端影响弹性大。

对于非并表项目, 各家公司会计处理不尽相同。根据公司半年报披露, 中国建筑将非并表PPP项目通过联营/合营公司形式计入长期股权投资, 确认收入时确认关联方的应收账款; 中国交建将非并表PPP项目计入其他非流动金融资产, 而东方园林将非并表项目计入其他流动资产。对PPP项目不并表将减少借款金额, 同时降低资产负债率。若公司将PPP项目悉数并表, 则会对资产负债率产生影响。

综上所述, 对于不并表的PPP项目, 对上市公司的主要优点为: 1)降低资产负债率,

负债端压力减小；2) PPP项目毛利率较传统施工项目高，能够提高整体利润率；3) 确认为合营/联营企业的长期股权投资能够获得稳定投资收益；4) 经营性现金流转好。对于并表的PPP项目，对上市公司的主要优点为：1) 将项目资产确认为无形资产/长期应收款，不需计提坏账损失，提高利润率；2) 无形资产摊销等能够多抵税，提高利润率。

表 4: 建筑央企对于 PPP 项目并表处理及对资产负债率影响

公司名称	核算科目	是否并表	18H1 资产负债率	PPP 累计合同额 (亿元)
中国建筑	长期应收款、应收账款	部分并表	78.8%	6151 (权益投资额)
中国交建	长期应收款、其他非流动金融资产、应收账款		76.7%	4953.3
葛洲坝	无形资产、应收账款、其他应收款		75.0%	1538.0
中国电建	无形资产、长期应收款、应收账款		80.3%	3681.5

数据来源：公司年报及半年报、广发证券发展研究中心

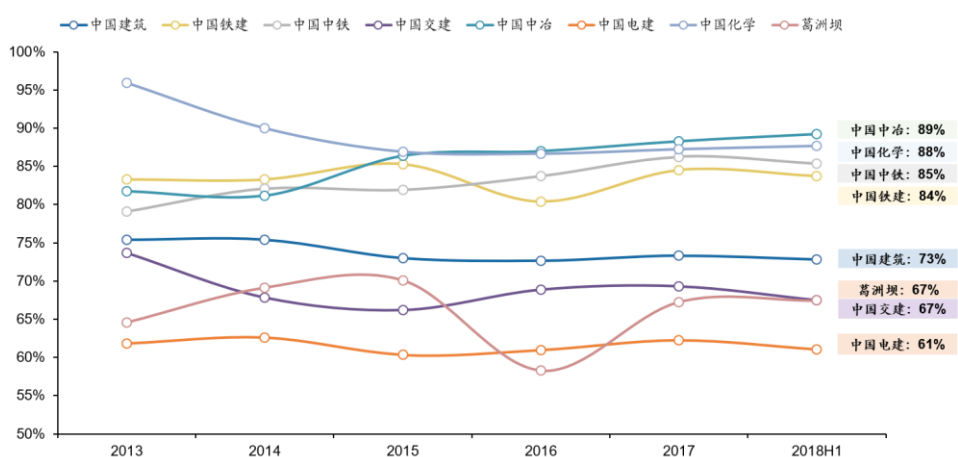
注释：中国交建、葛洲坝、中国电建 PPP 累计投资额为年报新签 PPP 项目之和，中国建筑只披露 PPP 权益投资额，合同额远大于权益投资额。

负债端：经营性负债决定占款能力，融资成本与货币环境关系密切

负债结构：流动/非流动负债结构稳定，应付预收占比高

总体来看，建筑央企流动负债/总负债水平常年维持稳定，其中中国化学略有下降（主要因为2014年借入一笔长期借款），葛洲坝波动较大。截止2018年上半年，建筑央企短期负债/总负债水平平均保持在60%-90%之间，其中中国电建最低，仅为61%，主要系公司长期借款较多；中国中冶最高，达到89%，主要系公司应收账款占比高。

图 15: 建筑央企历年流动负债占总负债比重较为稳定 (单位: %)

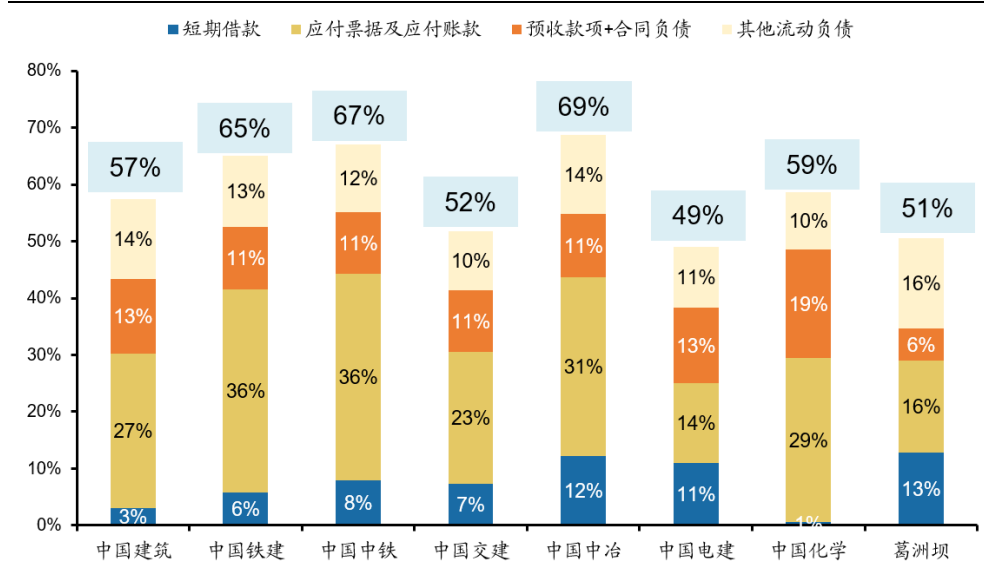


数据来源：公司历年年报、2018年中报、广发证券发展研究中心

8大建筑央企中，中国中冶流动负债/总资产比例最高，达到69%，主要系公司短期借款较多；而中国电建流动负债占比总资产的49%，主要系公司应付账款及预收账款占比较小。流动负债占比总资产大小主要取决于公司的应付预收和短期借款水平的高低。

流动负债主要由应付款项、预收款项（包含新会计准则下的合同负债）和短期借款组成。从八大央企的组成比例来看，应付账款、预收账款和短期借款合计占比总资产均超过49%，其中中国电建最低，合计占比49%；中国中冶最高，合计占比流动负债的69%。具体来看，对上游占款的应付款项占据流动负债的大头，但不同建筑企业对上游的占款能力不同，其中中国铁建、中国中铁占款能力较强，应付账款占比总资产均为36%；预收款项（包含合同负债）表明了公司对下游企业的占款能力，其中中国化学占比最高，达到19%，葛洲坝最低，仅为6%。

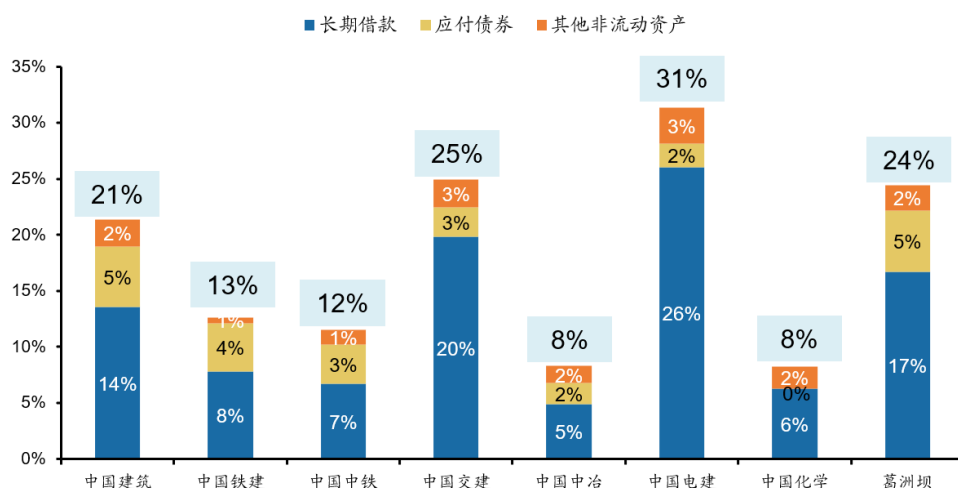
图16：2018H1建筑央企流动负债细分情况对比



数据来源：公司2018半年报、广发证券发展研究中心

非流动负债主要由长期借款和应付债券组成。八大建筑央企中，中国电建非流动负债/总资产比例最高，主要系公司拥有大比例的长期借款，截止2018H1，公司长期借款期末余额为1675亿，占比总资产26%。中国中冶、中国化学非流动负债较少，主要因为公司长期借款、应付债券较少。从长期借款占比来看，中国中冶、中国化学、中国中铁、中国铁建长期借款均小于10%，而中国电建、中国交建长期借款占比总资产26%/20%。

图 17：2018H1 建筑央企非流动负债细分情况对比



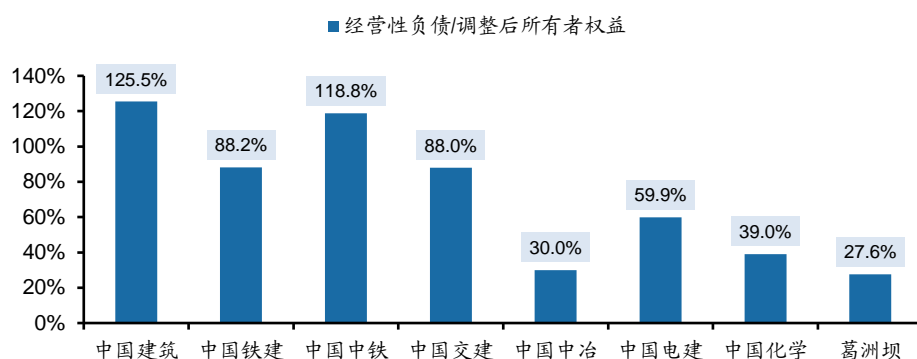
数据来源：公司 2018 半年报、广发证券发展研究中心

占款能力：行业对上下游占款能力强，运营能力为现金流提供支撑

应收账款、应收票据、其他应收款（通常为投标保证金）和预收账款能够体现公司对下游企业的占款能力；而应付账款和预付账款则体现公司对上游企业的占款能力。这些资产/负债均不产生任何利息，均为经营性质的资产，属于公司在上下游行业中经营能力的体现。通过对八大建筑央企的经营性负债进行调整（预收账款-应收账款-应收票据-其他应收款+应付账款-预付款项），并除以调整后的所有者权益（去掉永续债和优先股），我们得到了表征公司对上下游行业的占款能力指标。

从经营性负债/调整后所有者权益指标来看，八大央企对上下游企业占款能力较强，均大于25%，即公司不需要为经营性资产垫资，相反，经营性负债为建筑央企提供现金流动支撑。经营性负债表现了公司的管理运营能力，其中，葛洲坝、中国中冶的管理运营能力较弱，经营性负债/调整后所有者权益数值偏小；而中国建筑、中国中铁对上下游话语权较强，经营性负债/调整后所有者权益分别高达125.5%和118.8%，

图18: 2018H1建筑央企对供应链占款能力较强



数据来源: 公司半年报、广发证券发展研究中心

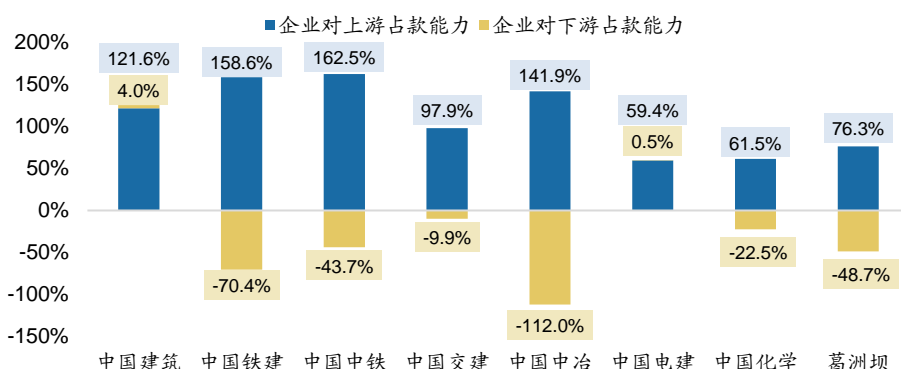
企业对下游占款能力 = $-(\text{应收账款} + \text{应收票据} + \text{其他应收款} - \text{预收账款}) / \text{调整后所有者权益}$

企业对上游占款能力 = $(\text{应付账款} - \text{预付款项}) / \text{调整后所有者权益}$

八大建筑央企下游多为地方政府，而上游为建材类公司。具体拆分上下游来看，公司对地方政府等下游主体占款较差，大多数央企占款为负数，主要由于地方政府话语权较强、占款能力较强；而央企对上游的建材类公司占款能力较强，均在50%以上，主要因为建材行业处于充分竞争，产能存在过剩，因此央企议价及占款能力较强。

从企业对下游的占款来看，中国建筑和中国电建对地方政府等下游主体占款能力优于其他央企，经营性负债和调整后所有者权益分别达到了4.0%和0.5%，可能与公司开展房地产业务有关。中国中冶、中国铁建对下游占款能力较弱，分别达到了-112.0%/-70.4%。从企业对上游的占款来看，八大央企均表现除了卓越的议价能力，最低为中国电建（59.4%），最高为中国中铁（141.9%），均位于较高水平。综合来看，建筑企业运营的关键在于对下游企业占款的管理，出色的运营能力能够为建筑企业提供良好的现金流动性。

图19: 2018H1建筑央企对上游占款能力强，对下游占款能力较差



数据来源: 公司2018半年报、广发证券发展研究中心

企业对下游占款能力 = $-(\text{应收账款} + \text{应收票据} + \text{其他应收款} - \text{预收账款}) / \text{调整后所有者权益}$

企业对上游占款能力 = $(\text{预付款项} - \text{应付账款}) / \text{调整后所有者权益}$

融资利率：受货币周期影响大，建筑央企融资成本相对较低

对建筑央企历年短期借款融资利率进行统计，我们发现建筑央企融资利率与宏观环境密切相关。2012年，总体货币环境收紧，央行处于加息提准阶段，央企融资利率上下限均有所提高。而2015年，央行进入降息降准阶段，并推出PSL，实施MLF操作，总体货币环境较松，央企融资利率上下限显著下降。进入2018年上半年，随着资管新规和金融去杠杆的进行，货币环境呈现偏紧的趋势，央企利率稍有抬升。

表 5：2012 年、2015 年央行进入降息阶段，货币环境相对宽松

公布时间	生效时间	存款基准利率			贷款基准利率		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2015/10/23	2015/10/24	1.75%	1.50%	-0.25%	4.60%	4.35%	-0.25%
2015/8/25	2015/8/26	2.00%	1.75%	-0.25%	4.85%	4.60%	-0.25%
2015/6/27	2015/6/28	2.25%	2.00%	-0.25%	5.10%	4.85%	-0.25%
2015/5/10	2015/5/11	2.50%	2.25%	-0.25%	5.35%	5.10%	-0.25%
2015/2/28	2015/3/1	2.75%	2.50%	-0.25%	5.60%	5.35%	-0.25%
2014/11/21	2014/11/22	3.00%	2.75%	-0.25%	6.00%	5.60%	-0.40%
2012/7/5	2012/7/6	3.25%	3.00%	-0.25%	6.31%	6.00%	-0.31%
2012/6/7	2012/6/8	3.50%	3.25%	-0.25%	6.56%	6.31%	-0.25%
2011/7/6	2011/7/7	3.25%	3.50%	0.25%	6.31%	6.56%	0.25%
2011/4/5	2011/4/6	3.00%	3.25%	0.25%	6.06%	6.31%	0.25%
2011/2/8	2011/2/9	2.75%	3.00%	0.25%	5.81%	6.06%	0.25%
2010/12/25	2010/12/26	2.50%	2.75%	0.25%	5.56%	5.81%	0.25%
2010/10/19	2010/10/20	2.25%	2.50%	0.25%	5.31%	5.56%	0.25%

数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 6：2012 年、2015 年央行进入降准阶段，货币环境相对宽松

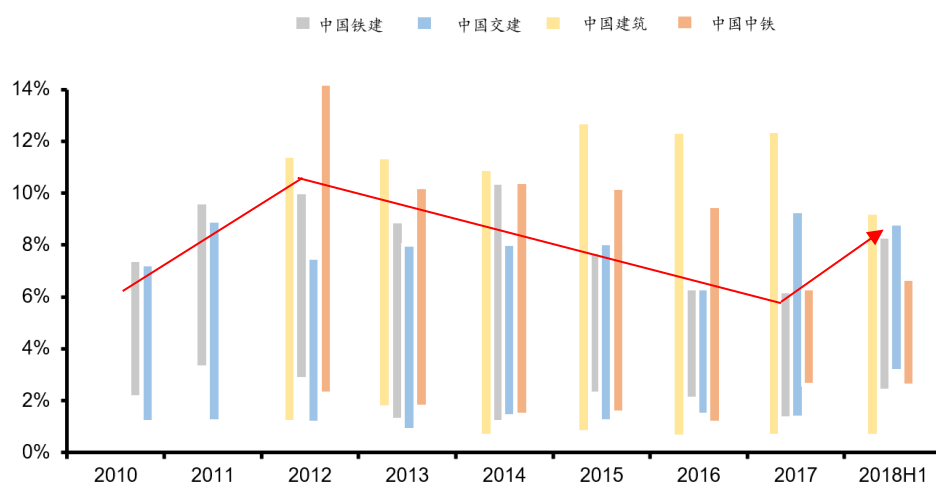
公布日期	生效日期	大型金融机构			中小金融机构		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2018/6/24	2018/7/5	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2018/4/17	2018/4/25	17.00%	16.00%	-1.00%	15.00%	14.00%	-1.00%
2016/2/29	2016/3/1	17.50%	17.00%	-0.50%	15.50%	15.00%	-0.50%
2015/10/23	2015/10/24	18.00%	17.50%	-0.50%	16.00%	15.50%	-0.50%
2015/8/25	2015/9/6	18.50%	18.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%
2015/4/19	2015/4/20	19.50%	18.50%	-1.00%	17.50%	16.50%	-1.00%
2015/2/4	2015/2/5	20.00%	19.50%	-0.50%	18.00%	17.50%	-0.50%
2012/5/12	2012/5/18	20.50%	20.00%	-0.50%	18.50%	18.00%	-0.50%
2012/2/18	2012/2/24	21.00%	20.50%	-0.50%	19.00%	18.50%	-0.50%
2011/11/30	2011/12/5	21.50%	21.00%	-0.50%	19.50%	19.00%	-0.50%
2011/6/14	2011/6/20	21.00%	21.50%	0.50%	19.00%	19.50%	0.50%
2011/5/12	2011/5/18	20.50%	21.00%	0.50%	18.50%	19.00%	0.50%
2011/4/17	2011/4/21	20.00%	20.50%	0.50%	18.00%	18.50%	0.50%

2011/3/18	2011/3/25	19.50%	20.00%	0.50%	17.00%	18.00%	1.00%
2011/2/18	2011/2/24	19.00%	19.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%
2011/1/14	2011/1/20	18.50%	19.00%	0.50%	16.50%	16.50%	0.00%

数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

从公布短期借款融资利率的四家央企来看，其融资利率走势同货币环境密切相关。2012年降息降准后，中国铁建、中国中铁融资利率区间均有不同程度的下降，中国铁建从年利率区间从2012年的3.02%-9.81%降到2013年的1.25%-8.50%；中国中铁从2012年的1.37%-7.28%降到2013年的1.06%-7.80%。在2013至2017年间，央企融资利率基本维持稳定或略有下降。而2018H1稍有上升，其中中国铁建融资利率区间从2017年的1.04%-6.00%上升到2.35%-8.00%。

图20：建筑央企历年短期借款利率区间变化（单位：%）



数据来源：公司历年年报及2018半年报、广发证券发展研究中心

表7：建筑央企历年短期借款利率区间（单位：%）

公司名称	借款利率区间	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
中国建筑	下限	-	-	1.26%	1.80%	0.35%	0.35%	0.25%	0.25%	0.25%
	上限	-	-	11.00%	11.00%	10.10%	12.50%	12.00%	12.00%	8.43%
中国铁建	下限	1.83%	3.02%	3.02%	1.25%	1.25%	2.35%	1.99%	1.04%	2.35%
	上限	6.84%	9.84%	9.81%	8.50%	10.00%	7.50%	6.00%	6.00%	8.00%
中国中铁	下限	-	-	2.24%	1.95%	1.53%	0.92%	1.12%	2.35%	2.35%
	上限	-	-	13.50%	10.00%	10.00%	10.05%	9.00%	6.15%	6.60%
中国交建	下限	0.78%	0.65%	1.37%	1.06%	1.48%	0.56%	1.54%	0.90%	0.90%
	上限	6.57%	9.00%	7.28%	7.80%	7.80%	7.80%	6.00%	8.39%	8.39%
中国中冶	平均值	5.27%	7.59%	5.51%	5.67%	6.14%	5.46%	4.34%	4.23%	4.18%

数据来源：公司历年年报及2018半年报、广发证券发展研究中心

从债券融资利率来看，2018年上半年建筑央企发行的债券票面利率均在6%以下，其中中国交建融资利率最低，达到3.75%；而中国铁建融资利率最高，达到5.56%，但

是远低于广田集团、东方园林和棕榈股份等民企的融资利率(2018上半年分别为8%、7.7%和6.5%)，建筑央企融资利率较低。

表 8: 建筑央企上半年债券融资利率

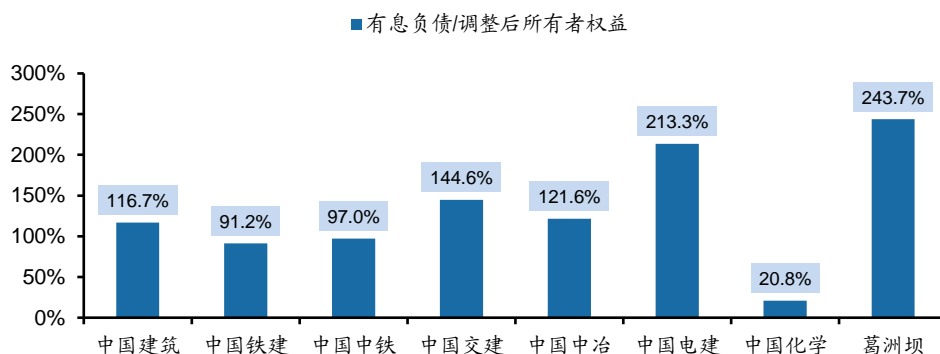
债券名称	类型	起息日	到期日	发行规模(亿元)	票面利率(%)
18 中建 MTN002	一般中期票据	2018-08-17	2023-08-17	50	4.7
18 中建 MTN001	一般中期票据	2018-08-17	2023-08-17	50	4.7
18 中交建 SCP001	超短期融资债券	2018-08-22	2019-05-19	30.00	3.75
18 铁建 Y3	一般公司债	2018-05-31	2021-05-31	20.00	5.30
18 铁建 Y2	一般公司债	2018-04-17	2021-04-17	20.00	5.23
18 铁建 Y1	一般公司债	2018-03-19	2021-03-19	30.00	5.56
18 中冶 02	一般公司债	2018-05-08	2023-05-08	2.20	4.98
18 中冶 01	一般公司债	2018-05-08	2021-05-08	8.70	4.78
18 广田 MTN001	一般中期票据	2018-05-17	2020-05-17	6	8
18 东方园林 SCP002	超短期融资债券	2018-08-20	2019-02-16	12	7.7
18 棕榈 02	一般公司债	2018-02-06	2023-02-06	5	6.48

数据来源: 公司 2018 半年报、广发证券发展研究中心

有息负债: 财务杠杆各有不同, 中国化学有息负债比例低

有息负债(短期借款、长期借款、应付债券和优先股永续债)表示公司的实际带息负债, 能够准确衡量公司的财务杠杆水平。从有息负债/调整后所有者权益来看, 葛洲坝和中国电建的财务杠杆水平最高, 均超过200%, 主要系公司长短期借款均位于较高水平, 且葛洲坝发行了160亿优先股; 而中国化学财务杠杆水平最低, 仅为20.8%, 主要系公司没有债券融资, 长期借款也较少; 其余央企财务杠杆水平均在100%左右。

图21: 2018H1建筑央企有息负债/调整后所有者权益



数据来源: 公司2018半年报、广发证券发展研究中心

杜邦分析：权益乘数与资产周转率下降，盈利水平稳步提升

从2017年横向截面数据来看，中国建筑净资产收益率(ROE)水平最高，达到16.3%；而中国化学ROE水平最低，仅为5.6%。将2017年的八大建筑央企的净资产收益率ROE按照杜邦公式进行分解，得到权益乘数、总资产周转率和净利率的分项值。对比中国建筑和中国化学，可知两者主要差异在权益乘数的大小，即杠杆水平不同，中国建筑举债更多，使得权益乘数达到7.26，而中国化学权益乘数仅为3.07；除此之外，中国建筑的总资产周转率和净利率水平稍高于中国化学，差距不明显。总结中国建筑ROE水平最高的原因，主要因为极高的杠杆水平、中等的总资产周转率和较高的净利率水平。若剔除杠杆因素，依靠总资产周转率和净利率因素排名最高的为葛洲坝，其次为中国交建和中国建筑。

从历年纵向的央企数据来看，八大建筑央企整体ROE水平呈现略有下降的趋势。其中，中国建筑ROE水平持续大幅跑赢其他央企。而2016年、2017年因为中国化学大幅计提资产减值，使得净利润大幅下降，导致这两年公司ROE水平最低；除此两年外，中国中冶ROE最低，主要系公司资产周转率极低以及杠杆水平不高。

表 9：2017 年年度中国建筑 ROE 水平最高，中国化学 ROE 水平最低，主要系杠杆因素所致

上市公司	ROE	权益乘数	总资产周转率	销售净利率
中国建筑	16.3%	7.26	0.72	3.1%
中国铁建	11.4%	5.64	0.86	2.4%
中国中铁	10.9%	5.41	0.87	2.3%
中国交建	12.1%	4.84	0.58	4.3%
中国中冶	7.9%	5.18	0.62	2.5%
中国电建	10.5%	7.66	0.50	2.8%
中国化学	5.6%	3.07	0.68	2.7%
葛洲坝	11.8%	4.25	0.63	4.4%

数据来源：公司 2017 年年报、广发证券发展研究中心

注释：ROE 取 2017 年期初期末平均归属母公司的所有者权益值作为除数。红色为各指标前两名，蓝色为各指标后两名，橙色为其他。

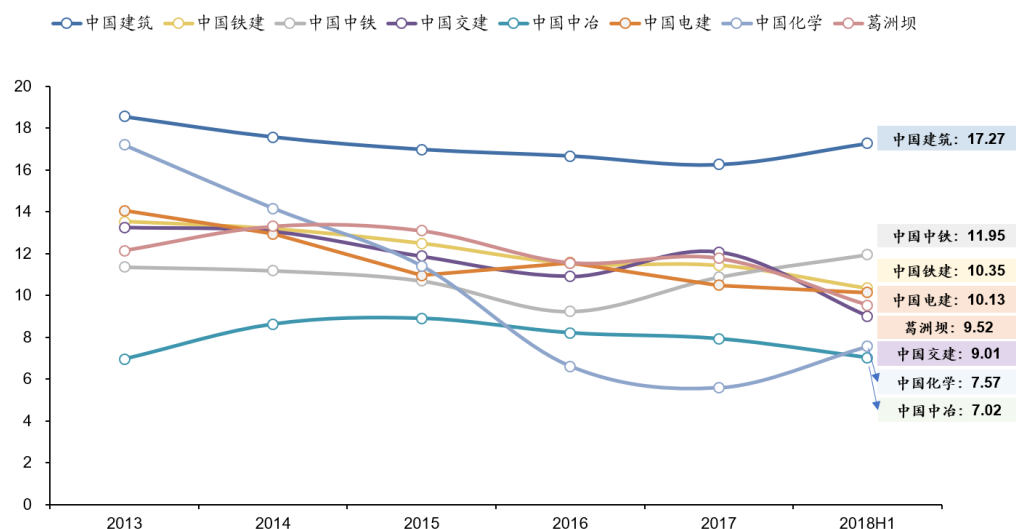
表 10：2018H1 中国建筑 ROE 水平仍维持最高，中国化学 ROE 水平提高，中国中冶最低

上市公司	ROE	权益乘数	总资产周转率	销售净利率
中国建筑	8.63%	7.50	0.35	3.25%
中国铁建	5.18%	5.45	0.37	2.59%
中国中铁	5.98%	5.40	0.36	3.04%
中国交建	4.51%	4.84	0.24	3.92%
中国中冶	3.51%	5.17	0.29	2.31%
中国电建	5.07%	7.61	0.21	3.20%
中国化学	3.78%	3.16	0.38	3.19%
葛洲坝	4.76%	4.87	0.23	4.24%

数据来源：公司 2018 半年报、广发证券发展研究中心

注释：ROE 取 2018H1 期初期末平均归属母公司的所有者权益值作为除数。红色为各指标前两名，蓝色为各指标后两名，橙色为其他。

图22: 八大央企历年ROE水平对比 (单位: %)



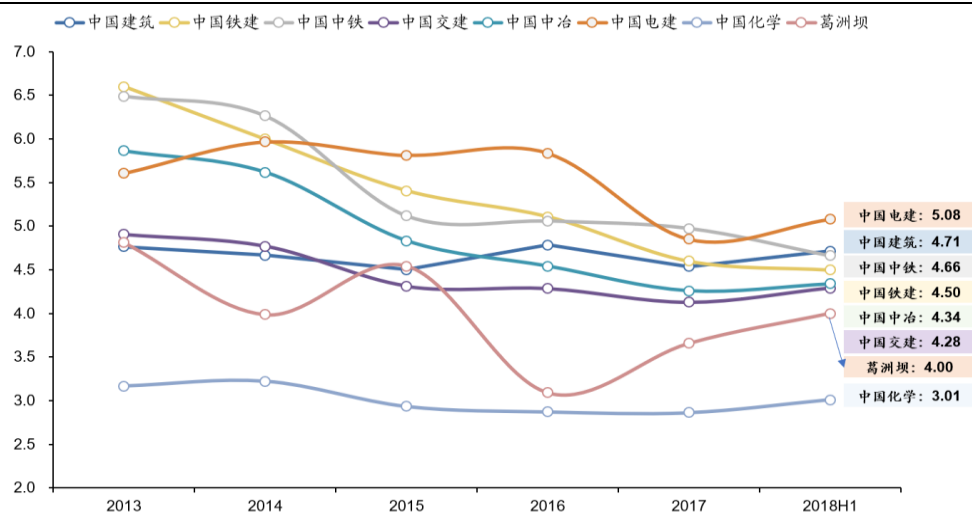
数据来源: 公司历年年报及半年报、广发证券发展研究中心

2018H1ROE水平为上半年 (归母净利润 × 2) / 归母所有者权益

权益乘数: 去杠杆政策降低资产负债率, 中国化学杠杆水平最低

将ROE拆分来看, 各家央企体现的特征点各不相同。由于近些年金融去杠杆的国家政策, 建筑央企资产负债率持续降低。作为所有企业的表率, 央企不仅有企业责任, 也有社会责任。9月13日, 中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》, 积极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, 因此未来央企的权益乘数将通过多种方式进一步降低, 例如债转股等。权益乘数的降低将一定程度上拖累公司的净资产收益率水平。

图23: 八大央企历年权益乘数水平对比 (单位: 倍)

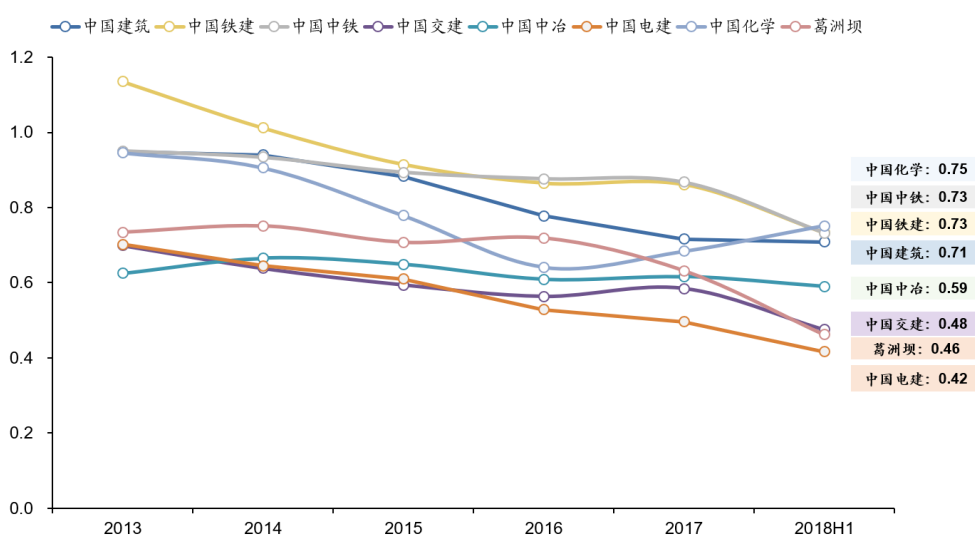


数据来源: 公司历年年报及半年报、广发证券发展研究中心

总资产周转率：整体呈现下降趋势，流动资产周转系主因

从净资产收益率的拆分项——总资产周转率来看，建筑央企历年总资产周转率呈现下降趋势。八大建筑央企在2013~2017年总资产周转率均出现了不同程度的下降，其中中国中冶下降最小，主要系公司总资产周转率基数较低；中国铁建下降最大，公司2013年总资产周转率为1.14倍，而2017年降至0.86倍，下降了0.28倍。从前面资产端分析可知，建筑央企的总资产周转率下降主要系流动资产周转率下降所致。

图24：八大央企历年总资产周转率水平对比（单位：%）



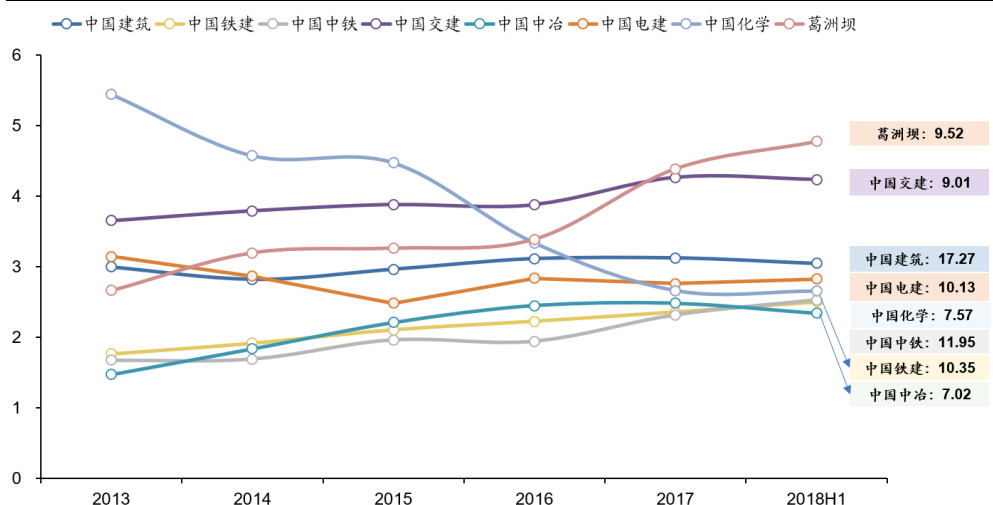
数据来源：公司历年年报及半年报、广发证券发展研究中心

注释：为可比性起见，将2018H1总资产周转率改为（上半年营业收入×2）/期末总资产

净利率：盈利水平逐年上升，龙头企业业绩向上

净利率的逐渐提升为建筑央企的净资产收益率水平提供支撑。从2013年至2018H1，葛洲坝净利率提升速度最快，截止2018H1，葛洲坝净利率达到4.77%，成为建筑央企中最高；而中国化学净利率出现大幅下滑，主要系公司近年计提PTA项目减值及市场竞争加剧，使得净利润大幅减少，截止2018H1，公司净利率为2.65%，较2013年5.44%下降了279pct。

图25：八大央企历年净利率水平对比（单位：%）



数据来源：公司历年年报及半年报、广发证券发展研究中心

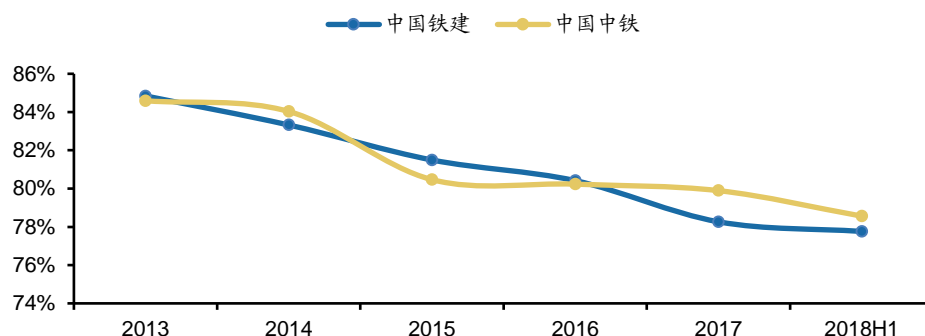
案例：中国铁建&中国中铁对比

资产与负债结构：资产负债率持续下降，中国中铁坏账计提比例小

在之前的《建筑企业专题分析报告第一篇：从利润表看八大建筑央企》报告中，我们已经通过利润表角度对比了中国铁建和中国中铁，本篇报告将继续从资产负债表角度对两家公司进行对比。此次对比仅是基于客观财务数据进行的对比，不代表对两家公司存在倾向性的投资判断。

从资产负债结构来看，由于国家金融去杠杆政策的推进，中国铁建和中国中铁近年的资产负债率逐渐下降，且下降步伐较为一致。2013年中国铁建、中国中铁资产负债率分别为84.8%/84.6%，截止2018年上半年，中国铁建、中国中铁资产负债率分别为77.8%/78.6%，降低了7.0/6.0pct。年初国资委确定了能够保证企业稳健发展的合理的资产负债率控制标准，其中针对建筑央企的标准为75%，两家企业未来资产负债率将进一步降低。

图 26：中国铁建与中国中铁近年资产负债率逐渐降低（单位：%）

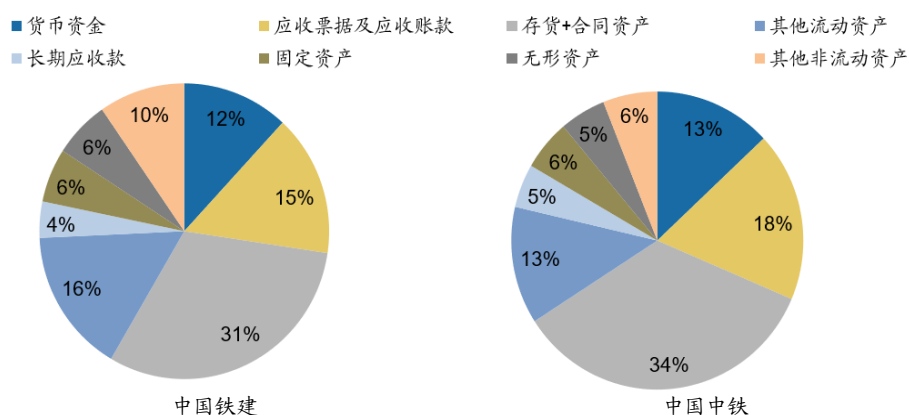


数据来源：公司历年年报、半年报、广发证券发展研究中心

从资产具体构成来看，流动资产占据主要部分，中国铁建流动资产合计占比总资产的74%、中国中铁流动资产合计占比总资产的78%。其中中国中铁存货占比34%，较中国铁建多了3个百分点；中国中铁应收票据+应收账款占比18%，较中国铁建多3pct，存货和应收账款导致中国中铁流动资产占比较中国铁建大。非流动资产中固定资产、长期应收款、无形资产等占比基本相同。

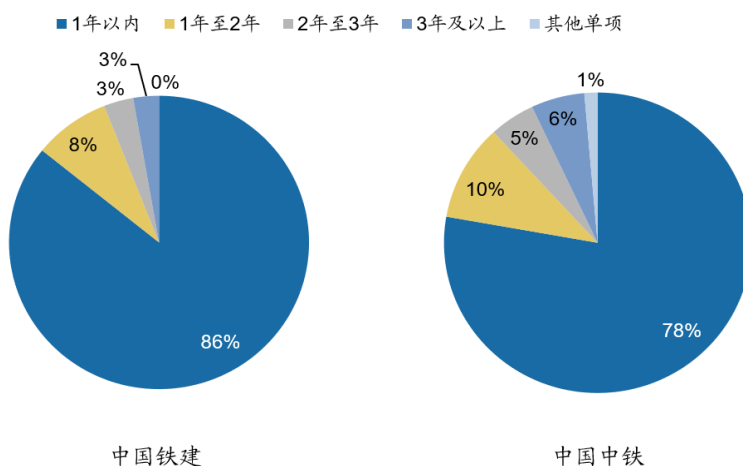
将中国铁建和中国中铁的应收账款进行细分，可以发现中国中铁的1年期以内应收账款比中国铁建少8个百分点，而中国中铁2年及以上的应收账款占比均高于中国铁建，因此中国中铁平均应收账款账龄高于中国铁建，中国铁建应收账款结构相对健康。从减值计提准则来看，中国中铁坏账计提相对较少，对于占比最高的1年期以内应收账款计提0.2%，5年期以上应收账款计提50%，均低于中国铁建。因此中国铁建超预期的坏账风险较中国中铁小。

图 27：2018H1 中国铁建与中国中铁资产构成对比



数据来源：公司 2018 年半年报、广发证券发展研究中心

图 28: 2018H1 中国中铁平均应收账款账龄较大



数据来源: 公司 2018 年半年报、广发证券发展研究中心

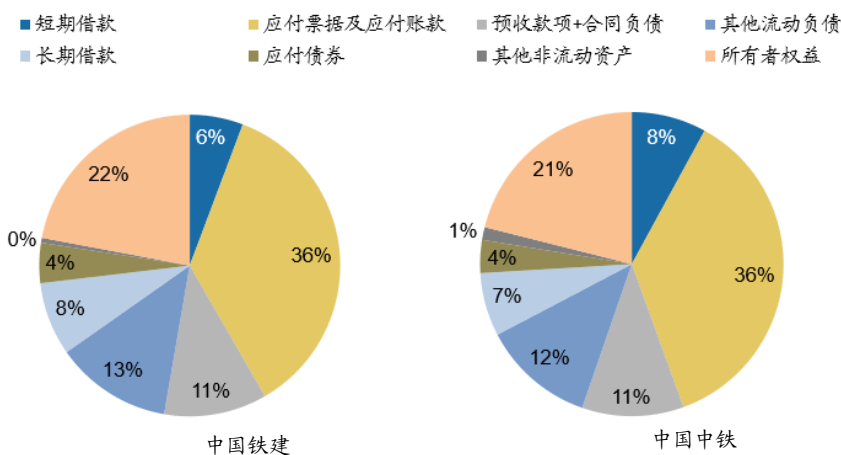
表 11: 中国中铁坏账计提比例较低

账龄	6 个月以内	6 个月至 1 年	1 年至 2 年	2 年至 3 年	3 年至 4 年	4 年至 5 年	5 年以上
中国中铁		0.2%	4.6%	10.1%	22.5%	34%	50%
中国铁建	-	0.5%	5.0%	10.0%	30%		80%

数据来源: 公司 2018 年半年报、广发证券发展研究中心

从负债具体构成来看, 流动负债主要由应付款项和预收款项构成, 非流动负债主要由长期借款构成。截止2018年上半年, 中国铁建短期借款占比6%, 较中国中铁少2个百分点; 而中国铁建长期借款占比7%, 较中国中铁多1pct。中国铁建和中国中铁应付预收占比完全相同。

图 29: 中国铁建与中国中铁负债构成对比

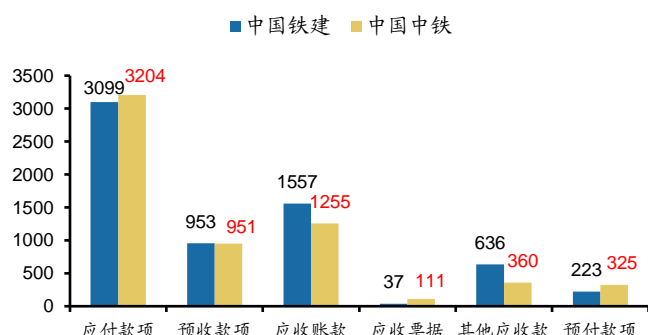


数据来源: 公司 2018 年半年报、广发证券发展研究中心

经营杠杆：对下游占款差距大，中国中铁经营杠杆高

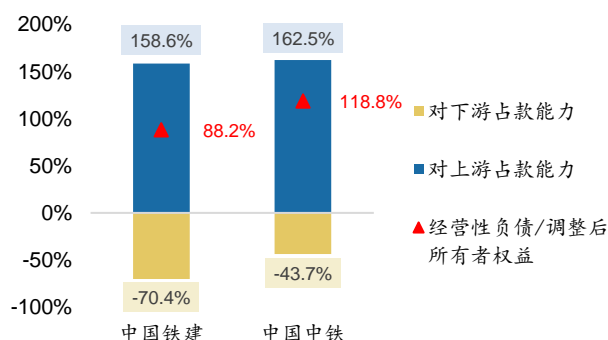
从经营方面来看，中国铁建和中国中铁对上下游占款能力均较强，其中中国铁建经营性负债/调整后所有者权益为88.2%，低于中国中铁118.8%。其中，中国铁建、中国中铁对上游占款能力大体相同，主要差异体现在对下游行业的占款能力。中国铁建应收账款、其他应收款的金额均显著高于中国中铁（应收账款多302亿、其他应收款多276亿），使得中国铁建应收周转率较低，而中国中铁经营杠杆较高。

图 30：中国铁建应收账款、其他应收款显著高于中国中铁（单位：亿元）



数据来源：公司 2018 中报、广发证券发展研究中心

图 31：中国中铁对上下游占款能力强于中国铁建

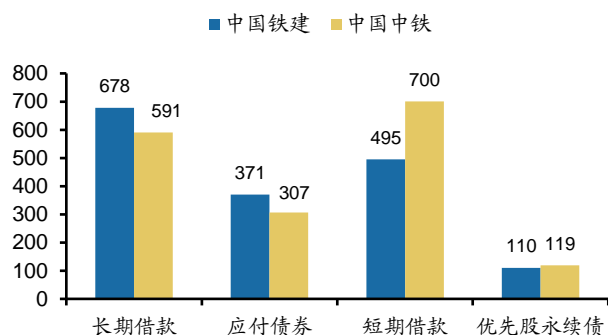


数据来源：公司 2018 中报、广发证券发展研究中心

财务杠杆：中国中铁财务杠杆高，短期借款占比大

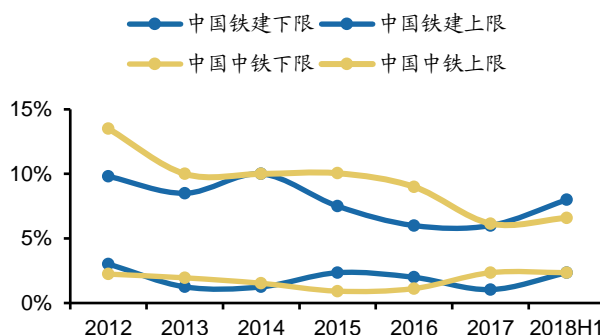
2018H1中国中铁有息负债/调整后所有者权益为97.0%，而中国铁建为91.2%。细分来看，中国中铁长期借款及债券均比中国铁建小，而短期借款期末余额为700亿，较中国铁建多205亿。而从公司历年年报及2018半年报的短期借款融资利率区间来看，中国中铁融资利率区间稍高于中国铁建，主要系公司较多的短期借款余额和较高的资产负债率。

图 32：中国铁建与中国中铁有息负债结构对比(单位：亿元)



数据来源：公司 2018 中报、广发证券发展研究中心

图 33：中国铁建与中国中铁短期借款融资成本区间对比



数据来源：公司历年年报、半年报、广发证券发展研究中心

杜邦分析：杠杆乘数和周转率同步下滑，中国中铁净利率较高

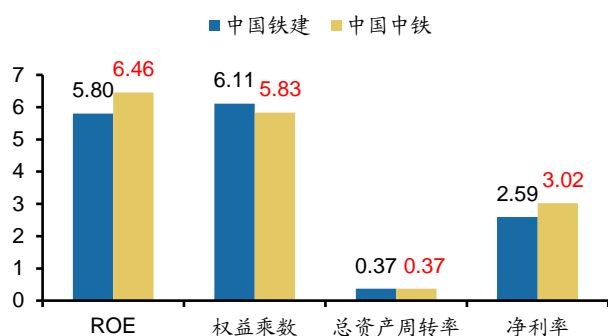
从净资产收益率角度来看，2018H1中国中铁ROE显著高于中国铁建。按照杜邦分析公式来看，主要系中国中铁净利率水平较高，18H1净利率为3.02%，而中国铁建同期净利率水平为2.59%。

1) 对比中国铁建和中国中铁历年权益乘数，两者该指标均呈现稳步下降。

2) 总资产周转率方面，中国铁建和中国中铁均呈现下降趋势，中国铁建下降较快，截止18H1，两者总资产周转率相同。根据资产端分析得知，中国铁建总资产周转率下降主要系公司存货/应收账款周转率下降；而中国中铁总资产周转率下降主要系其他流动资产周转下降（例如货币现金等），存货/应收账款周转基本维持稳定。

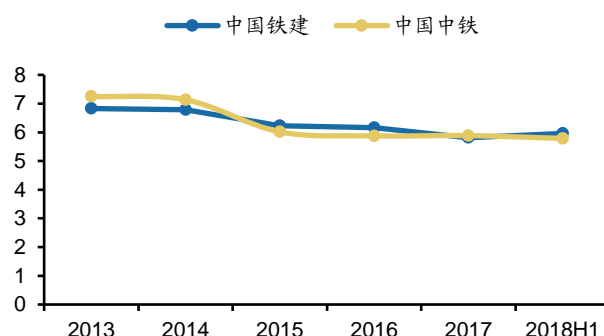
3) 净利率方面，中国中铁显著高于中国铁建，之前在《建筑企业专题分析报告第一篇：从利润表看八大建筑央企》中分析得到，主要系中国中铁营业成本较低，中国铁建人工成本较高，我们预计中国中铁净利率将继续高于中国铁建。

图34：中国铁建ROE水平低于中国中铁（ROE、净利率单位：%，权益乘数、总资产周转率单位：倍）



数据来源：公司2018中报、广发证券发展研究中心

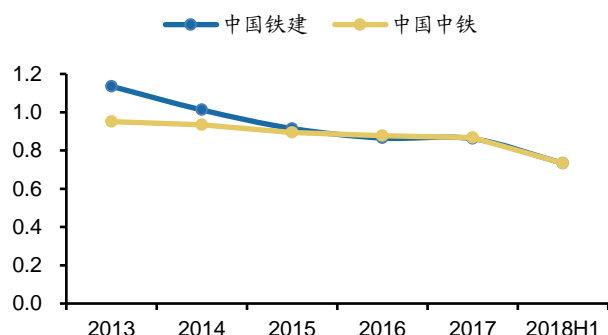
图35：中国铁建与中国中铁权益乘数呈现下降趋势（单位：%）



数据来源：公司历年年报、半年报、广发证券发展研究中心

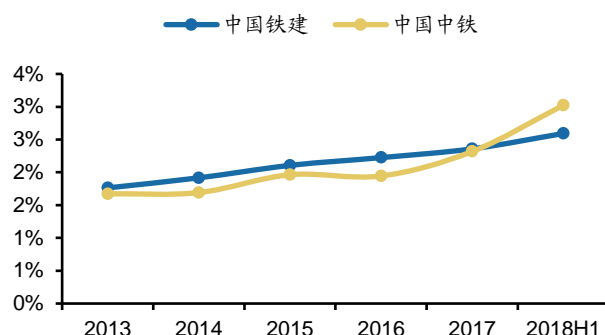
注释：此处总资产周转率=资产总计/（归属于母公司所有者权益-优先股-永续债）

图36: 中国铁建与中国中铁总资产周转率呈现下降趋势 (单位: %)



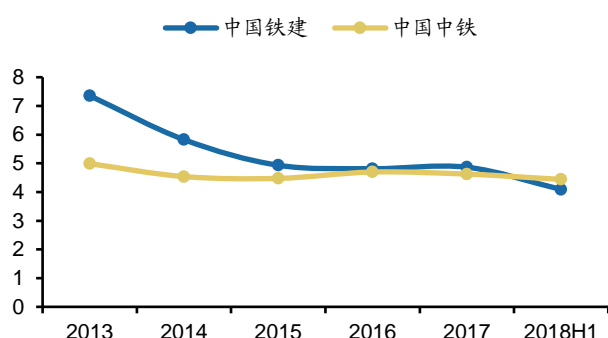
数据来源: 公司历年年报、半年报、广发证券发展研究中心

图37: 中国铁建与中国中铁净利率逐年上升 (单位: %)



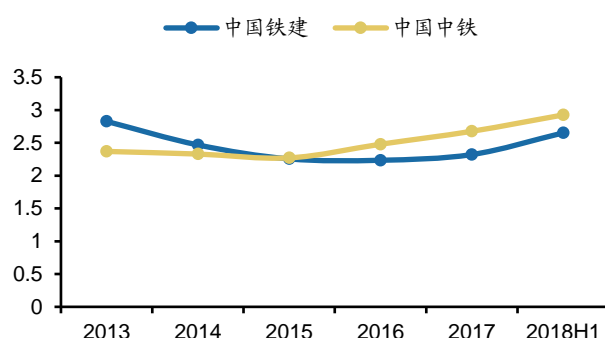
数据来源: 公司历年年报、半年报、广发证券发展研究中心
注释: 此处净利率=归母净利润/营业总收入

图 38: 中国铁建应收账款周转率下降, 中国中铁维持稳定 (单位: 倍)



数据来源: 公司历年年报、半年报、广发证券发展研究中心

图 39: 中国铁建存货周转率略有下降, 中国中铁存货周转率有所上升 (单位: 倍)



数据来源: 公司历年年报、半年报、广发证券发展研究中心

去杠杆措施: 中国中铁实施市场化债转股, 中国铁建发行永续债

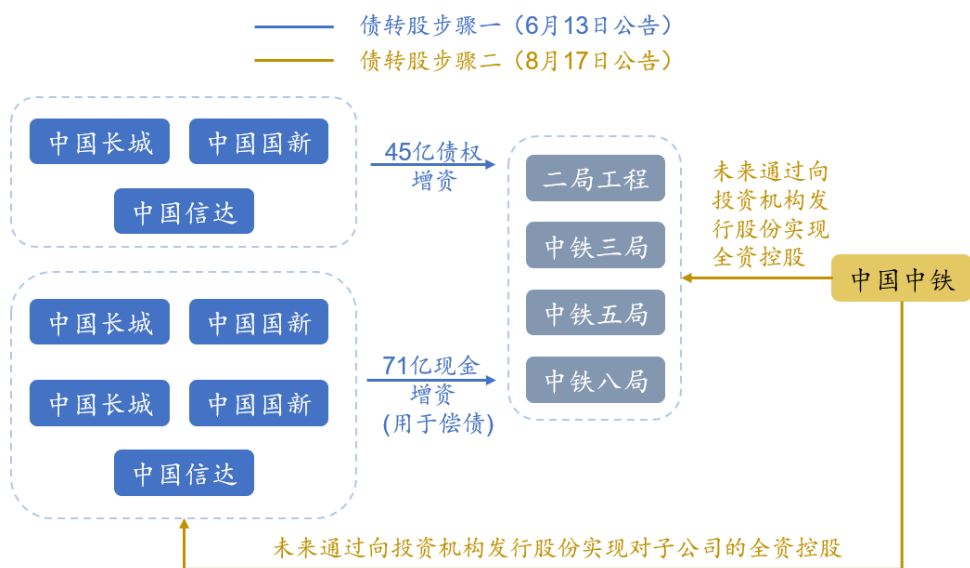
2018年初, 国资委为了保证企业稳健发展, 精准控制金融风险, 对国有企业资产负债率提出了控制标准, 针对建筑央企的控制标准为75%。而9月份中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》, 进一步强调国有企业资产负债约束, 提出国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右, 金融去杠杆仍在途中。

中国中铁通过市场化债转股实施去杠杆。中国国新、中国长城、中国东方、结构调整基金、穗达投资、中银资产、中国信达、工银投资和交银投资等9家投资机构分别对中国中铁旗下四家全资子公司(二局工程、中铁三局、中铁五局和中铁八局)进行增资, 增资方式为债权/现金, 其中增资现金拟全部用于偿还债务。之后, 中国中铁拟分别向上述9名投资机构发行股份来获得9家投资机构合计持有的二局工程

25.32%的股权、中铁三局29.38%的股权、中铁五局26.98%的股权、中铁八局23.81%的股权，市场化债转股基本完成。根据公司9月6日最新进展公告披露，发行股份购买资产所涉及的审计、评估等各项工作仍在进行中。

中国铁建通过发行可续期债券实施去杠杆。2018年，中国铁建连续发行三期共70亿可续期债券，由于可续期债券计入其他权益工具科目，因此体现为中国铁建的资产负债率下降；公司取得募资后可将现金用于偿还债务，进一步降低杠杆。

图40：中国中铁市场化债转股流程示意图



数据来源：公司增发预案公告及资产重组公告、广发证券发展研究中心

表 12：中国铁建 2018 年发行三期可续期公司债券

债券名称	简称	发行日	债券余额（亿元）	利率（%）
中国铁建 2018 年公开发行可续期公司债券（第一期）	18 铁建 Y1	2018 年 3 月 16 日	30	5.56
中国铁建 2018 年公开发行可续期公司债券（第二期）	18 铁建 Y2	2018 年 4 月 16 日	20	5.23
中国铁建 2018 年公开发行可续期公司债券（第三期）	18 铁建 Y3	2018 年 5 月 30 日	20	5.30

数据来源：公司 2018 半年报、广发证券发展研究中心

汇总分析

整体而言，从产业链角度看，建筑央企相对于下游地产商和政府议价能力稍弱，但是对于上游原材料商具备较强的议价能力。

从资产端看：

1) 资产结构：建筑行业是典型的轻资产行业，8家建筑央企中，中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国中冶以及中国化学的流动资产比重均在70%以上

2) 偿债能力: 资产负债率呈现下降趋势, 长期偿债能力略有上升。建筑央企的流动比率、速动比率、现金比率均较为稳定, 中国化学短期偿债能力较强。

3) 周转能力: 建筑央企总资产周转率呈现下降趋势, 主要系流动资产周转率降低所致, 其中存货、应收账款周转率稍有下降。

4) 坏账计提: 建筑央企应收账款结构略有不同, 其中葛洲坝1年期应收账款占比最多, 结构健康; 中国中铁坏账计提相对较少, 中国中冶坏账计提较多。

5) PPP并表影响: 并表项目将同时提升资产和负债端总额, 同时增加少数股东权益。根据公告, 葛洲坝将PPP项目采取并表处理; 中国建筑采取部分并表; 而中国交建和中国电建对PPP项目不并表。

从负债端看:

1) 负债结构: 建筑央企流动与非流动负债结构较为稳定, 流动负债中主要由应付预收和短期借款组成, 非流动负债主要系长期借款。

2) 占款能力: 建筑行业对下游占款能力弱, 对上游占款能力较强, 总体体现为占款优势方, 经营性负债为公司现金流动提供支持。

3) 融资利率: 建筑行业历年融资利率受宏观货币环境影响较大, 2018年上半年融资成本稍有上升, 但仍显著低于民企。

4) 有息负债: 有息负债水平体现了公司财务杠杆水平, 中国化学有息负债水平较低, 而葛洲坝、中国电建有息负债水平高。

杜邦分析:

八大建筑央企的净资产收益率呈现下降趋势, 其中中国建筑ROE显著高于其他央企, 中国化学波动较大。利用杜邦公式分开来看, 权益乘数和总资产周转率为ROE下降的主要影响因素, 净利率的逐年提升为ROE提供支撑。

中国铁建&中国中铁对比:

中国铁建与中国中铁资产负债结构相似, 资产负债率分别为77%、78%。其中, 中国中铁的经营杠杆、财务杠杆均高于中国铁建, 随着市场化债转股的逐步落地, 中国中铁财务杠杆有望降低。

根据杜邦分析公式, 我们得到中国中铁ROE高于中国铁建的主要原因在于中国中铁因营业成本较低而带来的净利率水平较高, 中国铁建人工成本压力较大; 而资产周转率方面, 虽然两家企业均存在周转率下降, 但原因不同; 其中, 中国铁建主要系应收账款周转率下降较快, 存货周转基本维持稳定, 而中国中铁应收账款周转率维持稳定, 存货周转率略有上升, 主要系其他流动资产周转变慢所致。

为了响应国资委年初去杠杆的措施, 中国铁建和中国中铁未来资产负债率将进一步下降。2018年以来, 中国中铁、中国铁建分别采取市场化债转股、发行永续期债券方式降低杠杆率。

风险提示

宏观经济不景气、下半年基建投资建设不及预期、地方政府债务情况未出现明显好转、货币环境收紧、人工成本超预期上升等风险。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥： 分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉凯旋： 研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。