

建筑装饰

营收增长势头趋势不改，盈利能力有待稳步回升——建筑央企 2019 年年报及 2020 年一季报汇总分析

2019 年新签订单增长较快，2020 年目标有所回落

2019 年大建筑央企新签订单总额为 9.78 万亿元，较去年同期增长 18.08%。所有公司 2019 年实际增速均高于 2018 年、所有制定年度目标的公司均实现目标，主因 2019 年基建补短板、新型城镇化、多个区域一体化战略稳步推进，交通基建类订单增速较快。2020 年一季度疫情导致经济下行，多数央企下调了 2020 年新签订单目标。我们预期政府或将加大投资力度，传统基建的机会有望贯穿全年，建筑业可能随新型城镇化、智慧城市等概念进一步落地而稳定发展，建筑央企有一定把握超额完成本年目标。

多数央企营收稳步提升，PPP 表外业务占比小幅增长

2019 年建筑央企行业整体营收 4.55 万亿元，较上年同期增长 16.03%，多数央企 2019 年订单储备丰富是营收高速增长的主要原因，2020 年因订单储备仍处高位，叠加经济提振政策利好，营收有望快速恢复增长。2019 年建筑央企 PPP 项目公司数量与营收占比稳中有升，预期 2020 年将保持上升态势，但由于 PPP 投资规模通常较大，不利于央企降低负债率，增速或维持低位。2019 年和 2020 年一季度，受行业逐渐饱和、业务扩张过快、原材料价格波动、疫情限制一季度复工等多方面影响，毛利率持续下降。后续受复工进度加快、城市轨道交通和“新基建”等相关概念政策支持，央企有望发挥行业龙头优势，提升盈利空间。

期间费用率上行趋势有望放缓，净利率维持低位

2019 年大建筑央企板块整体期间费用率与减值占比均有所回落，销售费用率相对稳定；受央企减少法人户数任务和下行融资成本的影响，建筑央企的管理与财务费用率下降较为显著；研发费用率则延续 2018 年快速增长态势，增加 0.36 个百分点至 1.98%。建筑央企作为行业龙头企业，对研发投入的重视不言自明，同时 2019 年处于 3 年研发费用税收优惠期，加大研发投入还可增加所得税抵扣力度。2019 年建筑央企有效税率显著下降。2019 年与 2020 年一季度行业净利率均有所下滑，与资产减值、投资收益关系不大，主要受毛利率下行的影响。净利率或将受毛利率长期低迷、疫情期间各类费用照常支出的影响而维持低位。

资产负债率加速下降，部分企业资金压力上升较快

2019 年末大建筑央企板块整体资产负债率为 75.13%，进一步下降 1.56 个百分点，受国资委去杠杆、减负债的任务要求，预期这一趋势将持续，并且有助于降低公司的财务费用。2020 年一季度，疫情发展恶化了多数公司的收付现比，行业整体收现比下降，付现比上升。一季度多数公司进货力度较大，经营性现金流流出规模有所上升。鉴于现金变动通常受外部环境影响较大，随各界正常复工、市场利率整体下行，我们预期资金状况将较快好转。

投资建议

近几年来，建筑央企的新签订单与营收屡创新高，维持上升趋势，2019 年还在期间费用率、资产减值方面加强了控制力度，但主因增速过高和原材料价格等因素影响，毛利率、净利率有所下降。若不考虑疫情影响，建筑央企营收或可长期保持适度增长，毛利率和净利率有望维持当前水平。2020 年疫情突发，政府以基建保经济的动机应当更加强烈。在财政政策方面，除了加大减税降费的力度之外，还加大地方政府专项债券的发行和使用力度，推动一批项目投资落地；在货币政策方面，为维护银行体系流动性合理充裕，3 月 30 日央行 7 天逆回购中标利率下降 20BP，3 月 13 日还宣布普惠金融定向降准释放长期资金 5500 亿元。传统基建业务有望维持较高增速，叠加央企考核新增营业收入利润率指标的影响，净利率可能维持稳定或略有回升。我们看好疫情后中字头央企的发展能力，维持“强于大市”的评级。

风险提示：海外疫情二次蔓延、影响相关项目复工；新基建政策落地慢于预期；原材料市场价格波动较大；建筑业竞争加剧，毛利率、净利率承压。

证券研究报告

2020 年 05 月 07 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑央企-行业专题研究：订单、营收持续提速，资产减值占收入比下降——建筑央企 2019 年三季报汇总分析》2019-11-08
- 3 《建筑央企-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
- 3 《建筑央企-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. 2019 年新签订单增长较快，2020 年目标有所回落	4
2. 多数央企营收稳步提升，PPP 表外业务占比小幅增长	5
2.1. 2019 年建筑央企营收再创佳绩，2020 年有望超额实现目标	5
2.2. SPV 数量相对稳定，PPP 表外收入占比继续上升	6
2.3. 2019 年行业毛利率有所回落，2020 年一季度延续疲态	7
3. 期间费用率上行趋势有望放缓，净利率维持低位	8
3.1. 2019 年多数央企期间费用率下行，2020 年一季度有所分化	8
3.2. 2019 年多数企业减值占比明显下降；2020 年一季度面临疫情新考验	11
3.3. 净利率持续下滑，疫情影响进一步压缩利润空间	12
4. 资产负债率加速下降，部分企业资金压力上升较快	13
4.1. 资产负债率延续下行趋势，融资成本有望继续下降	13
4.2. 2019 年资金状况较为平稳，2020 年一季度资金状况趋紧	13
5. 投资建议	16
6. 风险提示	16

图表目录

图 1：2018、2019 建筑央企订单保障系数	5
图 2：2019Q1、2020Q1 建筑央企订单保障系数	5
图 3：建筑央企出表 SPV 数量	7
图 4：投资业务出表收入占比	7
图 5：2016Q1-2020Q1 建筑央企行业总体毛利率趋势	7
图 6：2018、2019 年建筑央企毛利率	8
图 7：2019Q1、2020Q1 建筑央企毛利率	8
图 8：2015Q4-2020Q1 建筑央企整体期间费用率（未调整口径）	8
图 9：2018、2019 建筑央企期间费用（口径调整一致）	9
图 10：2019Q1、2020Q1 建筑央企期间费用率（未调整口径）	9
图 11：2018、2019 建筑央企销售费用率	9
图 12：2019Q1、2020Q1 建筑央企销售费用率	9
图 13：2018、2019 建筑央企业管理费用率	9
图 14：2019Q1、2020Q1 建筑央企业管理费用率	9
图 15：部分建筑央企 2020 年新发债与以前发债平均利率（%）	10
图 16：2018、2019 建筑央企财务费用率（口径调整一致）	10
图 17：2019Q1、2020Q1 建筑央企财务费用率（未调整口径）	10
图 18：2018、2019 建筑央企研发费用率	11
图 19：2019Q1、2020Q1 建筑央企研发费用率	11
图 20：2018、2019 建筑央企有效所得税率	11
图 21：2019Q1、2020Q1 建筑央企有效所得税率	11

图 22: 2018、2019 建筑央企资产&信用减值/营收	12
图 23: 2019Q1、2020Q1 建筑央企资产&信用减值/营收	12
图 24: 2018、2019 年建筑央企净利率	12
图 25: 2019Q1、2020Q1 建筑央企净利率	12
图 26: 2015 年第四季度以来建筑央企总体资产负债率	13
图 27: 2019 和 2020 年第一季度建筑央企资产负债率	13
图 28: 2015 年第四季度以来建筑央企整体付现比	13
图 29: 2018、2019 建筑央企付现比	14
图 30: 2019Q1、2020Q1 建筑央企付现比	14
图 31: 2015 年第四季度以来建筑央企整体收现比	14
图 32: 2018、2019 建筑央企收现比	15
图 33: 2019Q1、2020Q1 建筑央企收现比	15
图 34: 2015 年第四季度以来建筑央企总体经营与投资活动产生的现金流量净额（亿元）	15
图 35: 2018、2019 建筑央企经营性现金流净额（亿元）	15
图 36: 2019Q1、2020Q1 建筑央企经营性现金流净额（亿元）	15
表 1: 建筑央企 2019 年新签订单完成情况及 2020 年新签订单目标	4
表 2: 建筑央企 2019 年和 2020 年第一季度新签订单情况对比	4
表 3: 建筑央企 2019 年营收目标完成情况及 2020 年营收目标	5
表 4: 建筑央企 2019 年和 2020 年第一季度营收对比	6

1. 2019 年新签订单增长较快，2020 年目标有所回落

2019 年大建筑央企新签订单总额为 9.78 万亿，同比 2018 年增长 18.08%，增速提高 10.94 个百分点，是各公司披露五年以来历史新高。所有公司 2019 年实际增速均高于 2018 年，所有制定年度目标的公司均实现目标。具体来看，仅中国建筑、中国中铁、中国铁建三家公司 2019 年签单就逾 7 万亿，占比约 72%。中国化学连续两年新签订单增速超 50%，主因公司搭建高层经营平台、融入国家战略，同时多元化市场和海外市场开拓顺利。

2019 年，国内加大对基建补短板、脱贫攻坚战、区域发展等战略的政策支持力度。在新型城镇化政策支持下，京津冀、长三角和珠三角以及各省市以省会为中心的都市圈区域都明确提出构建轨道上的城市群、都市圈，打开了交通基建的发展空间。叠加下半年财政政策加力提效、货币政策松紧适度、专项债加快发行，建筑业平稳健康发展，处于优势地位的建筑央企新签订单表现明显比 2018 年更好。

展望 2020 年，所有八家公司均将目标订单增速降至 2019 年实际增速之下，与 2019 年目标增速相比，各家央企有升有降：中国建筑、中国铁建进行上调；中国中铁、中国化学和葛洲坝进行下调；交建与电建则基本不变。中国化学在 2020 年是唯一一家目标订单负增长的公司，降幅达 16.37%，是两年高速增长后比较保守的估计。一方面，受新冠肺炎疫情、贸易摩擦和地缘政治冲突等多方面影响，国内外经济仍将面临复杂的形势和严峻的挑战，迫使各大央企不约而同下调本年预期增速；另一方面，防疫债和地方政府专项债或将加速发行、“新基建”概念有望逐步推进、政府或将实施更积极有为的财政政策，建议保持谨慎乐观态度。

表 1：建筑央企 2019 年新签订单完成情况及 2020 年新签订单目标

公司名称	2018 年实际订单		2019 年目标订单		2019 年实际订单		2020 年目标订单	
	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比实际(%)	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比实际(%)
中国化学	1450.1	52.52	1616	11.44	2272.03	56.68	1900	-16.37
中国中铁	16921.6	8.69	18000	6.37	21648.7	27.94	22000	1.62
中国铁建	15844.72	5.05	16600	4.77	20068.54	26.66	21400	6.63
中国中冶	6657.44	10.06	-	-	7876.17	18.31	-	-
葛洲坝	2230.74	-1.32	2320	4	2520.28	12.98	2600	3.16
中国电建	4558.14	12.05	4930	8.16	5118.15	12.29	5530	8.05
中国建筑	26271	7.08	28200	7.34	28689	9.2	31000	8.06
中国交建	8,908.73	1.12	9621	8	9626.83	8.06	10397	8

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2020 年第一季度，大建筑央企板块新签订单总额 1.95 万亿，同比略微增长 1.56%，增速有所回落，因疫情导致人流与信息流受到一定阻隔，项目承接活动受影响；承接人员难以进行必要的直接接触、有关新项目的信息及项目承接过程中的各种信息均难以及时、准确、完整地传达。板块内公司表现差异较大，中国建筑、中国中冶、中国电建和葛洲坝订单同比减少；而其他四家公司则同比上升。

具体来看，中国建筑主要是房建和房开业务新签订单回落，基建建设订单状况较好；中国电建订单中占比过半的水利水电业务同比增长较快，但其他业务拉动整体新增订单减少；中国中铁、中国铁建的公路、铁路勘察设计与承包类订单保持较好增速；中国交建的基建建设订单增长快，但基建设计订单负增长；中国化学主要是施工承包业务增速较快。总体来看，基建新签订单支撑了一季度表现，以交通基建为核心业务的中铁、铁建、交建取得较高增速。

表 2：建筑央企 2019 年和 2020 年第一季度新签订单情况对比

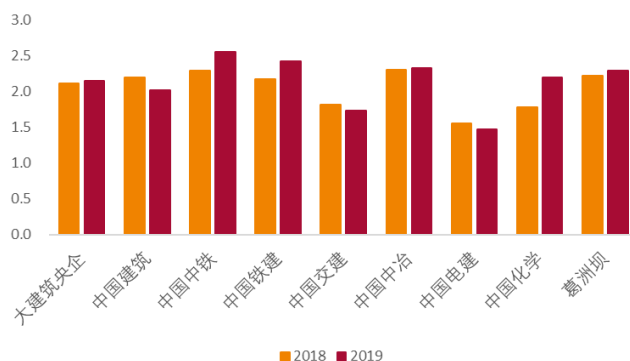
公司名称	2019 年第一季度新签订单		2020 年第一季度新签订单	
	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比(%)
中国化学	377.13	47.13	453.97	20.37

中国铁建	2973.99	6.27	3402.13	14.4
中国交建	2033.14	13.38	2274.98	11.89
中国中铁	3132.9	0.3	3375.8	7.75
葛洲坝	535	-33	519.76	-2.85
中国中冶	1821.2	5.33	1746	-4.13
中国建筑	6562	8.8	6232	-5.03
中国电建	1753.54	16.15	1484	-15.37

资料来源：公司公告、天风证券研究所

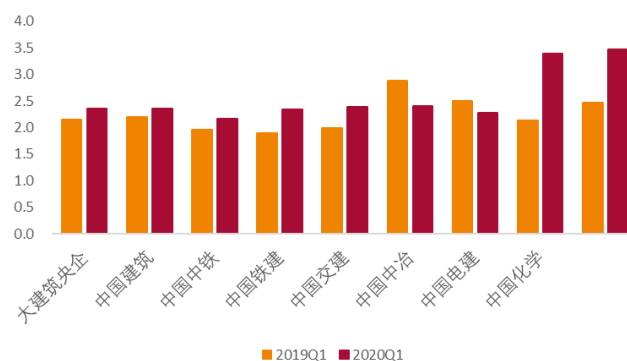
建筑央企 2019 年整体订单保证系数为 2.15，比 2018 年略有提升。中国化学、中国中铁、中国铁建分别提升 0.41、0.26 和 0.25 个百分点，中国建筑下降 0.17 个百分点，其他公司变化不大。2020 年第一季度，行业整体订单保证系数增长 0.20 个百分点至 2.36。仅中国中冶、中国电建分别下降 0.49、0.22 个百分点。总体来看，新签订单额依然健康，2020 年营收仍有保障。

图 1：2018、2019 建筑央企订单保障系数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2019Q1、2020Q1 建筑央企订单保障系数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们预计，全年基建新签订单将保持较高增速。传统基建方面，交通部吴春耕表示将提前启动支撑国家战略实施、符合“十四五”规划方向的重大建设项目，已初步形成总投资 8000 亿元的新增储备项目库；投资项目审批方面，3 月份发改委共审核固定资产投资项目 8 个，总投资 773 亿元，集中在交通、能源等行业；一季度新增专项债已投放 1.08 万亿元，同增 62%，财政部将再下达 1 万亿前置地方专项债额度。传统基建的机会将贯穿全年，“新基建”政策或将逐步成型，房建或可随新型城镇化、智慧城市等概念进一步落地而稳步发展。

2. 多数央企营收稳步提升，PPP 表外业务占比小幅增长

2.1. 2019 年建筑央企营收再创佳绩，2020 年有望超额实现目标

2019 年建筑央企总营收 4.55 万亿元，同比增长 16.03%，增速提高 6.51 个百分点，近年来行业营收屡创新高。除葛洲坝营收增速落后于目标 5.02 个百分点外，其他公司均完成目标增速。葛洲坝未完成目标，主因 2019 年工业制造业务营收同比下降 13.29%，水泥与民爆业务着重去产能、调结构、收缩了部分业务范围，同时中美贸易战影响再生资源市场行情，相关业务领域受到冲击。

建筑央企 2020 年目标营收增速与 2019 年目标增速相比整体略有提升。增加较大的有中国建筑、中国中铁、中国电建，或因充足的在建项目导致；其他公司除中国中冶基本不变外目标增速均有所下降，中国化学更是制定了负增速。受新冠肺炎疫情、贸易摩擦和地缘政治冲突等多方面影响，企业经营过程中的不确定性更大。

表 3：建筑央企 2019 年营收目标完成情况及 2020 年营收目标

公司名称	2018 年实际营收	2019 年目标营收	2019 年实际营收	2020 年目标营收
	金额(亿元) 同比(%)	金额(亿元) 同比实际(%)	金额(亿元) 同比(%)	金额(亿元) 同比实际(%)

中国化学	814.45	39.05	935	14.8	1,036.22	27.23	1000	-3.5
中国建筑	11,993.25	13.78	12700	5.89	14,198.37	18.39	15200	7.05
中国电建	2,946.78	10.74	3151	6.93	3,477.13	18	3740	7.56
中国中冶	2,895.35	18.66	3050	5.34	3,386.38	16.96	3570	5.42
中国中铁	7,377.14	6.92	7500	1.67	8,484.40	15.01	9000	6.08
中国铁建	7,301.23	7.22	7508	2.83	8,304.52	13.74	8409	1.26
中国交建	4,908.72	1.67	5400	10	5,547.92	13.02	5992	8
葛洲坝	1,006.26	-5.79	1150	14.28	1,099.46	9.26	1230	11.87

资料来源：公司公告、天风证券研究所

新冠肺炎疫情对 2020 年一季度固定资产投资产生一定冲击。国家统计局报道，一季度全国固定资产投资 8.41 万亿元，同比下降 16.1%。其中，基础设施投资下降 19.7%，建筑安装工程投资同比下降 17.6%。交通部吴春耕介绍称，一季度交通固定资产投资完成 3792 亿元，同比下降 22.5%。鉴于海内外客运、货运、信息和资金流通障碍，八大央企中有七家在 2020 年一季度营收同比负增长。中国中冶该季度营收同增 15.24%，据公司报道，截至 3 月 29 日，3602 个国内在建工程项目复工率超过 92%，剔除湖北地区因素，复工复产率已基本正常；疫情期间参建雷神山、火神山医院，总共参建和承建的医院达 40 家，对一季度业绩产生积极影响。

表 4：建筑央企 2019 年和 2020 年第一季度营收对比

公司名称	2019 年第一季度营收		2020 年第一季度营收	
	金额（亿元）	同比（%）	金额（亿元）	同比（%）
中国中冶	631.07	14.33	727.25	15.24
中国中铁	1597.34	8.24	1563.48	-2.12
中国交建	1022.45	9.64	954.43	-6.65
中国电建	701.18	13.5	651.09	-7.14
中国铁建	1570.89	19.32	1451.03	-7.63
中国建筑	2975.77	10.15	2638.31	-11.34
中国化学	177.19	18.77	133.67	-24.56
葛洲坝	217	3.91	149.74	-30.99

资料来源：公司公告、天风证券研究所

展望全年大建筑央企营收状况，我们预计建筑央企能完成各自计划目标。4 月以来，随着防疫政策逐步放松，交通物流行业开始复苏，疫情的不利影响在化解。从国内看，随着各大地区警戒等级不断下降，人员流动愈发自由、物流行业正常恢复，4 月底各地建筑工程基本实现满负荷复工，且开始提速推进，全年实现良好业绩具备可能性；全国推行疫情防控债、地方政府专项债发行，融资成本显著下降。

唯一存在变数的就是海外疫情进展，部分国家经济压力较大，过早复工可能导致疫情二次蔓延，为海外项目埋下隐患。中国以外地区营收占比高于 10% 的四家大建筑央企分别为中国化学（26.76%）、中国电建（21.46%）、中国交建（17.33%）和葛洲坝（16.92%）。若海外疫情形势走坏，这些公司 2020 年营收或受一定影响。

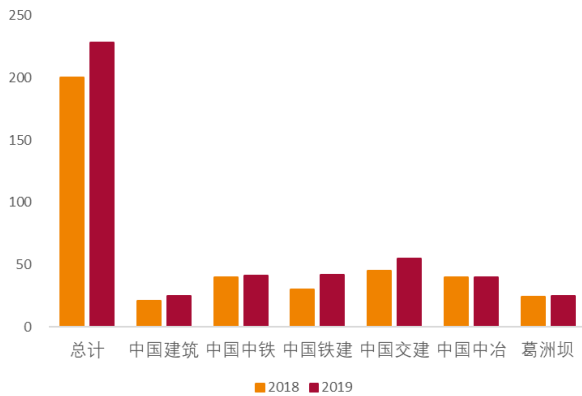
2.2. SPV 数量相对稳定，PPP 表外收入占比继续上升

随着传统建设项目渐趋饱和，以 PPP 为首的投资带动施工类业务或将逐步在大建筑央企营收中占据更高比例。我们从大建筑央企 2016-2019 年年报中，对公司联营与合营企业进行筛选，剔除不符合要求的装备企业、地产业、投资公司等，甄别特殊目的载体（SPV），跟踪建筑央企各年度 SPV 公司数量变化情况；此外，我们根据公司披露的关联方交易金额，筛选各家央企的 PPP 表外收入，与公司营收进行比较。分析中未包含中国化学、中国电建两家公司，因其涉及 PPP 业务较少、占比极低。

2019 年大建筑央企共有 SPV 公司 228 家，比 2018 年增加 28 家；PPP 表外收入占营收比

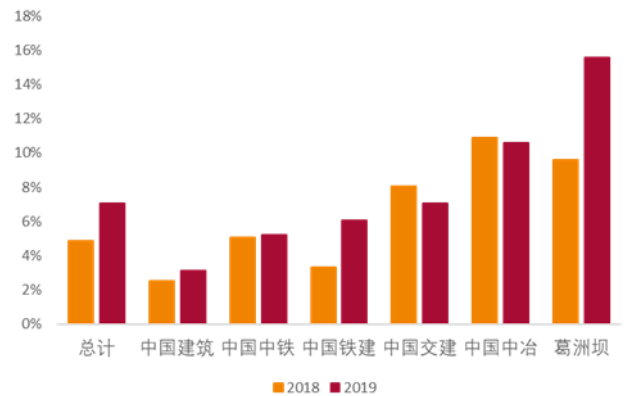
重为 7.08%，上升 2.22 个百分点，除中国交建和中国中冶分别减少 1.01、0.31 个百分点外，其他公司占比均上升。中国交建提及财金[2019]10 号政策，PPP 回归高质量、可持续规范发展的本源，整体推动基建速度放慢；中国中冶报告期内结合市场情况及监管要求严控风险，加强了项目准入关。

图 3：建筑央企出表 SPV 数量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：投资业务出表收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们预计，2020 年有利与不利因素相互交织，PPP 项目占比仍可稳步提升，增速或有放缓。从财政方面看，财政部表示将适当提高财政赤字率，从财政承受能力角度提升了 PPP 项目上马的空间；地方政府专项债券发行规模将继续增大，据明树数据研究，专项债发行与 PPP 项目规模有一定相关性，说明增发专项债或带动 PPP 投资；但是，2020 年央企将继续进行去杠杆工作，由于 PPP 项目投资规模通常较大，对企业调整负债率有不利影响。

2.3. 2019 年行业毛利率有所回落，2020 年一季度延续疲态

2019 年大建筑央企行业整体毛利率为 11.17%，较上年同期回落 0.52 个百分点。除葛洲坝基本维持不变外，其余央企毛利率均稍有下滑，且幅度大多超过 0.50 个百分点。工程承包方面主要原因是项目竞争激烈，新承接项目毛利降低，同时多家公司均提到分包、材料和人工成本等价格上升；此外，多家公司的副业房地产开发业务则继续受宏观调控影响。

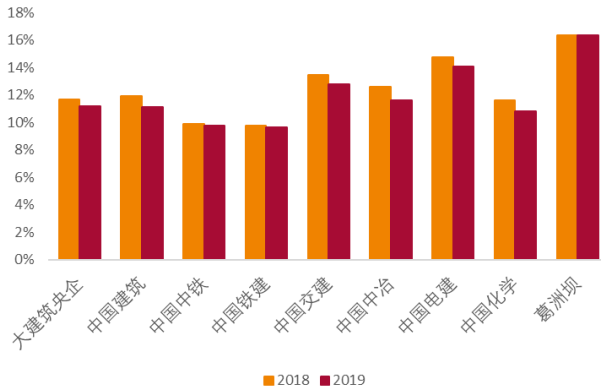
图 5：2016Q1-2020Q1 建筑央企行业总体毛利率趋势



资料来源：公司公告、天风证券研究所

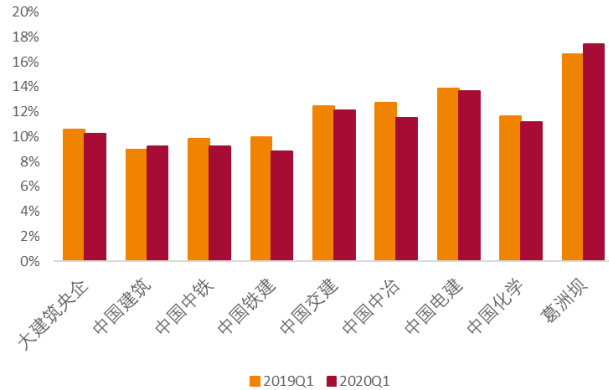
2020 年一季度，大建筑央企板块总体毛利率下降 0.36 个百分点，略微小于 2019 年全年。各家公司毛利率变化幅度则比 2019 年全年更为不均：中国铁建毛利率下降 1.2 个百分点、中国中冶也下降 1.19 个百分点；降幅最低为中国电建（0.18），而葛洲坝毛利率反而比去年同期上升 0.78 个百分点。毛利率下行或主要由固定的人工费等成本支出和受疫情影响暂缓确认的收入导致。

图 6：2018、2019 年建筑央企毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：2019Q1、2020Q1 建筑央企毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2017 至 2018 年，行业毛利率呈温和反弹态势，但 2019 年在订单增速未出现大幅波动的情况下，毛利率却悄然回落，同时多家央企反映基建领域竞争加剧和原材料价格上涨、房地产开发受到宏观调控，预期未来毛利率将长期承压。新基建相关政策逐步落地有望带来新的经济增长点，其中城际高速铁路和城市轨道交通领域与建筑央企核心业务结合紧密，央企可发挥龙头地位优势，提升盈利空间。

3. 期间费用率上行趋势有望放缓，净利率维持低位

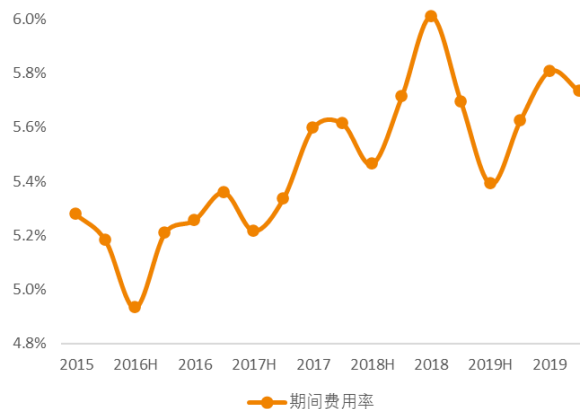
3.1. 2019 年多数央企期间费用率下行，2020 年一季度有所分化

2019 年，中国建筑根据一般企业财务报表格式，保理费用调整至投资收益列示，对当年财务费用造成了数值上不应忽视的影响（但对总趋势影响不大）。我们在部分图表中，根据 2017、2018、2019 年年报，将保理费用从中国建筑这三年财务费用中剔除，并注明“口径调整一致”；文字叙述中也有所说明。由于季报数据不足，我们未进行调整，相关图表注明“未调整口径”。

2019 年大建筑央企板块（调整后）期间费用率为 5.81%，较 2018 年下降 0.07 个百分点，为 2017、2018 年以来首次下降，主因多数公司财务费用显著下降。具体来看，仅中国建筑、葛洲坝总期间费用分别上涨 0.29 和 0.41 个百分点，其他公司皆有下降，降幅最大的中国化学，达 0.64 个百分点。

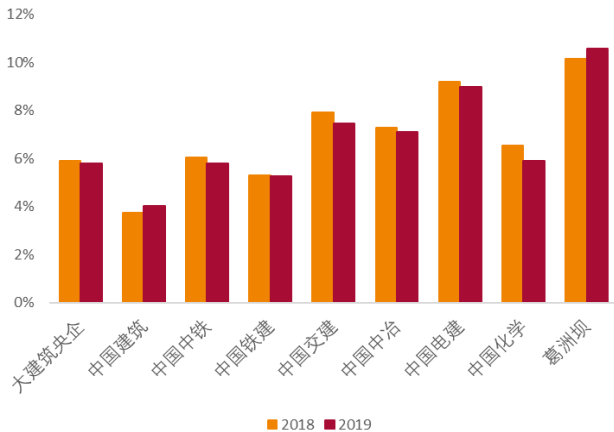
2020 年一季度，大建筑央企板块（未调整）期间费用率为 5.73%，较 2019 年一季度略微增长 0.04 个百分点，涨幅 0.67%，研发费用率和管理费用率对上涨拉动最大，财务费用继续下行。具体来看，各公司 2020 年一季度期间费用率变化不一，差距相对 2019 年全年拉大，如中国建筑、葛洲坝期间费用率分别增长 0.66 和 1.86 个百分点，涨幅高达 19.11%和 17.94%；中国中冶、中国铁建和中国化学期间费用率跌幅均超 10%。

图 8：2015Q4-2020Q1 建筑央企整体期间费用率（未调整口径）



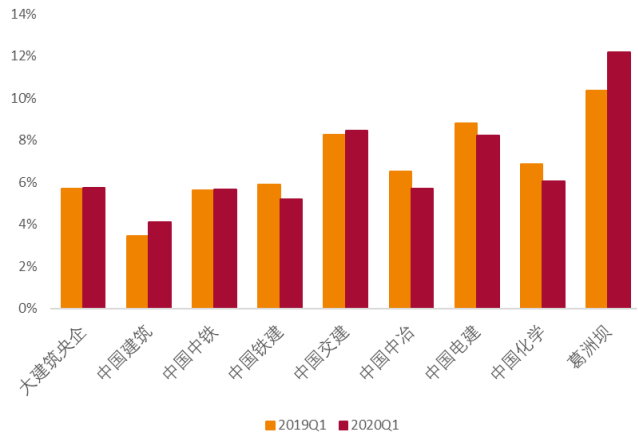
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：2018、2019 建筑央企期间费用（口径调整一致）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：2019Q1、2020Q1 建筑央企期间费用率（未调整口径）

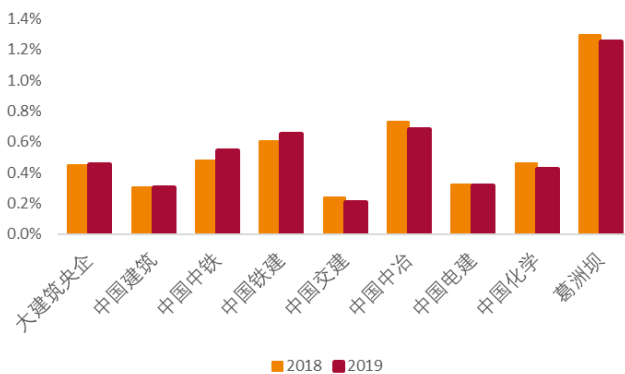


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2019 年大建筑央企行业整体销售费用率 0.46%，基本不变。从个股来看，中国中铁销售费用率上涨 0.06 个百分点，主要原因一是区域经营、立体经营纵深推进，继续加大营销投入力度；二是加大了房地产项目和工业产品销售宣传力度。其他公司变动均不超过 0.05 个百分点。

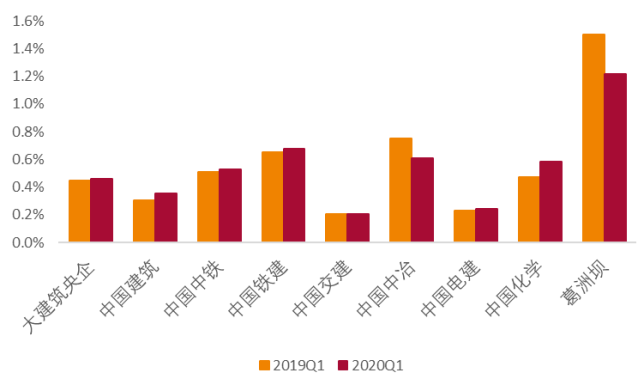
2020 年一季度大建筑央企行业整体销售费用率为 0.46%，基本不变。从个股来看，差异更为显著，增幅较高的有中国化学（该季度为 0.58%，增 0.11 个百分点）；降幅较大的有葛洲坝（该季度为 1.21%，降 0.29 个百分点）、中国中冶（该季度为 0.61%，降 0.14 个百分点）；其他公司变动均不超过 0.05 个百分点。其他建筑央企受疫情影响本期业务量下降，运输费及销售服务费亦相应减少，销售费用率未发生较大变化。

图 11：2018、2019 建筑央企销售费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：2019Q1、2020Q1 建筑央企销售费用率



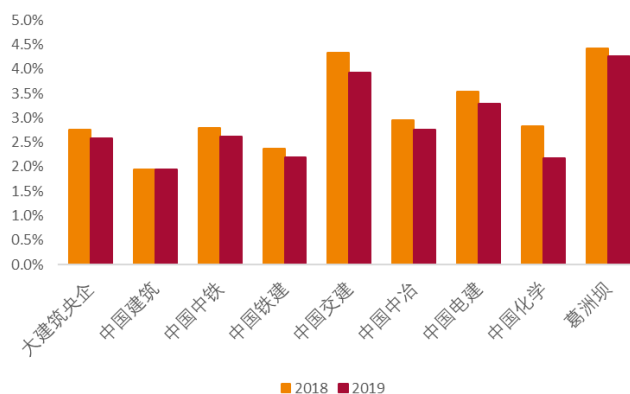
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2019 年，大建筑央企行业管理费用率 2.58%，降低 0.18 个百分点，延续 2018 年的下行趋势但速度放缓。除中国建筑管理费用率维持 1.95% 不变外，其他七家央企全部下降，中国化学下降 0.66 个百分点至 2.71%，连续两年降幅最大，主因 2019 年是央企三年“压缩管理层级、减少法人户数”任务的最后一年，公司继续推进精细化管理和法人单位压减工作，有效收回资金。鉴于央企压减目标已提前完成，预期未来这方面降低管理费用率空间有限。

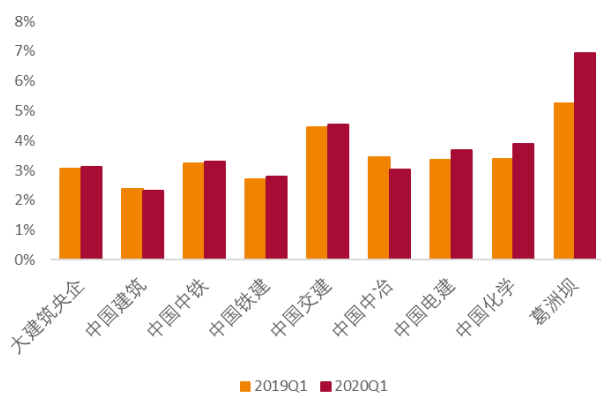
2020 年一季度大建筑央企行业管理费用率 3.12%，上升 0.06 个百分点。除中国建筑（该季度为 2.32%，降 0.04 个百分点）、中国中冶外（该季度为 3.03%，降 0.42 个百分点），其余央企均呈上升趋势。

图 13：2018、2019 建筑央企管理费用率

图 14：2019Q1、2020Q1 建筑央企管理费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

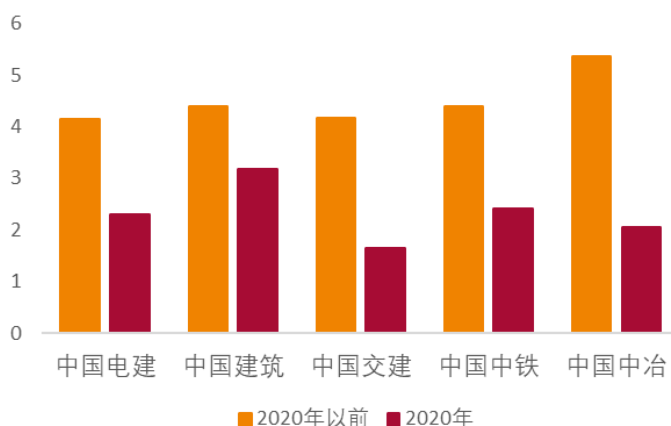


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2019 年大建筑央企财务费用率为 0.79%，较去年同期下降了 0.26 个百分点，原因可能是部分公司子公司层面进行了债转股，以及因全年货币政策稳健偏宽松、三次降准奠定融资成本下行基调。具体来讲，除中国化学（2019 年为 0.11%，增 0.03 个百分点）、葛洲坝（2019 年为 2.52%，增 0.04 个百分点）以外，其他公司财务费用率均下降，且大多数下降多于 0.2 个百分点。报告期内中国中铁带息负债规模下降；中国中冶则统筹安排带息负债结构，成功引导融资成本下降；中国电建新发行债券 230 亿元，有效优化融资结构。

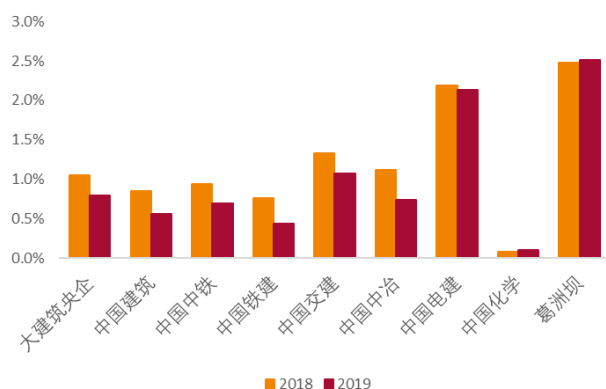
2020 年一季度大建筑央企财务费用率为 1.04%，较去年同期下降 0.12 个百分点，除中国建筑（该季度为 1.05%，增 0.49 个百分点）、葛洲坝（该季度为 2.82%，增 0.12 个百分点）外其他公司财务费用均下降，中国化学更是取得 -0.98% 的财务费用率。2020 年以来，央行多次定向降准、降低逆回购利率，引导市场利率长期下行，以帮助企业应对新冠疫情带来的资金压力。2020 年建筑央企新发债利率显著低于以前水平。

图 15：部分建筑央企 2020 年新发债与以前发债平均利率 (%)



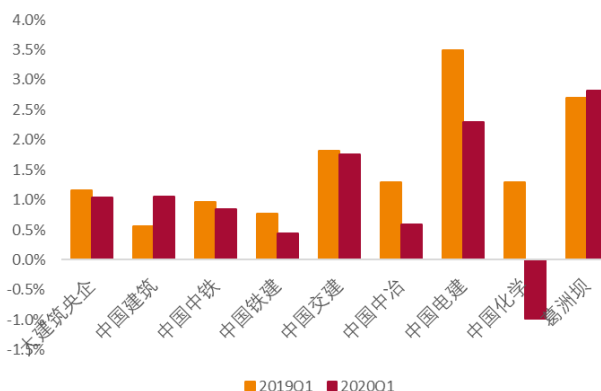
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：2018、2019 建筑央企财务费用率（口径调整一致）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：2019Q1、2020Q1 建筑央企财务费用率（未调整口径）

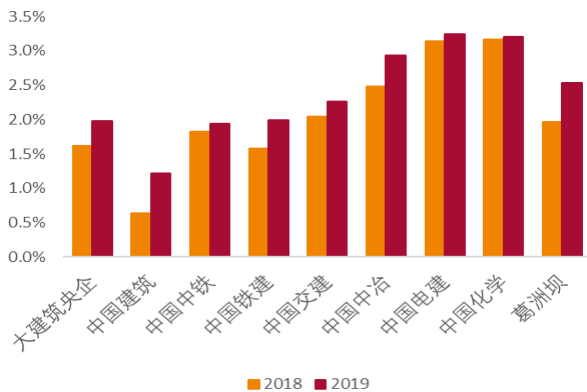


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2019 年，大建筑央企行业整体研发费用率为 1.98%，增加 0.36 个百分点，所有建筑央企均为增长，其中中国建筑研发费用率 1.22%，增长 0.58 个百分点。“十三五”期间，中国建筑牵头承担 10 个国家重点研发计划项目，居建筑施工企业第一位，同时注重完善研发人才激励等制度，加大奖励力度，调动人才创新积极性。其他建筑央企作为建筑行业的龙头企业，对研发投入的重视不言自明。除此之外，2019 年处于 3 年研发费用税收优惠期之内，加大研发投入还可利用所得税加计减免优惠：2019 年建筑央企有效所得税率下降 1.11 个百分点至 21.04%，研发费用带来的税收优惠起到一定作用。

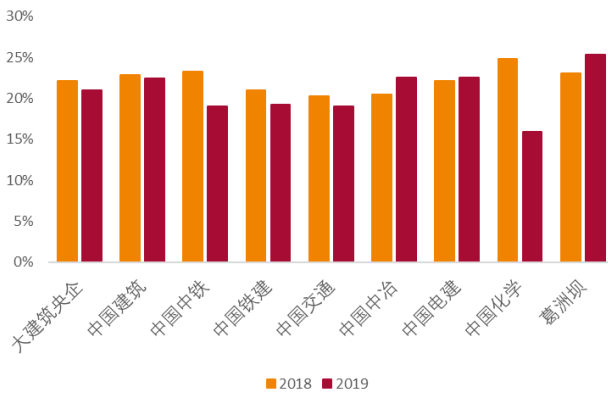
2020 年一季度，面对疫情压力，大建筑央企行业研发费用率为 1.11%，比去年同期继续增长 0.09 个百分点。仅中国铁建研发费用率下降 0.46 个百分点至 1.29%，其他公司研发费用同比均为增长，但增长幅度更小。

图 18：2018、2019 建筑央企研发费用率



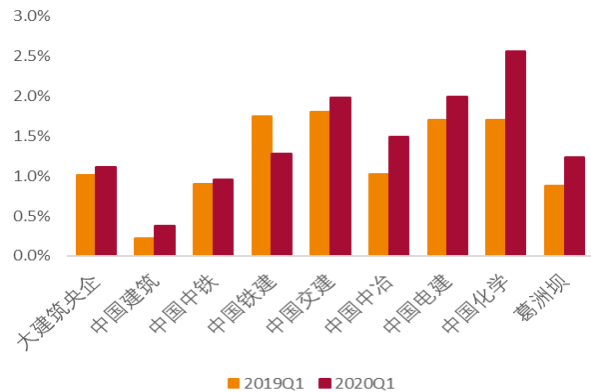
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：2018、2019 建筑央企有效所得税率



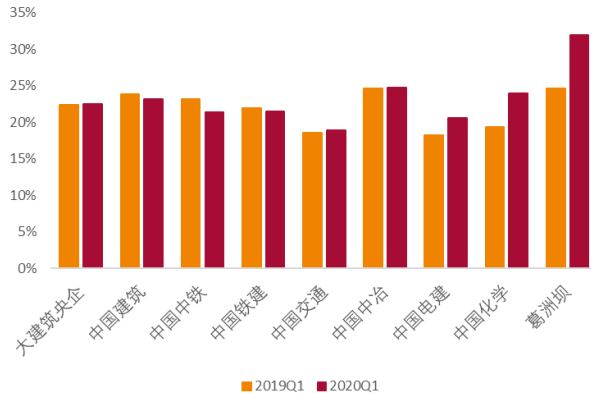
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 19：2019Q1、2020Q1 建筑央企研发费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：2019Q1、2020Q1 建筑央企有效所得税率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2020 年国资委对央企的经营业绩考核中，新增了营业收入利润率和研发经费投入强度这两个指标，更加突出投资回报和增强央企创新力。我们预计建筑央企期间费用率将缓幅下行，原因是提升利润率，毛利率却难以下降，减值与收益贡献较小，主要还需从提升经营效率、降低期间费用入手，其中降幅可期的是财务费用率，因 2020 年多种风险并存、宽松的货币政策将降低市场利率；研发费用率可能进一步提升，以满足央企考核要求。

3.2. 2019 年多数企业减值占比明显下降；2020 年一季度面临疫情新考验

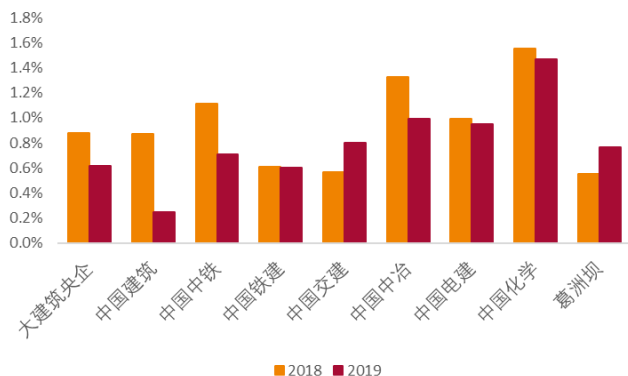
注：在研究减值损失占比时，对资产减值损失和信用减值损失加总处理。

2019 年，大建筑央企行业资产与信用减值损失占营收比重（以下简称“减值比率”）为 0.62%，下降 0.26 个百分点。除葛洲坝公司减值比率为 0.76%，上涨 0.21 个百分点外，其他央企 2019 年均有所好转。中国建筑、中国中铁和中国中冶下降较多，分别下降 0.62、0.40、0.33 个百分点至 0.25%、0.71%和 0.99%，三家公司经营效率有所改善，应收账款周转率提升，应收账款对应的信用减值相对下降。中国建筑还进行较多应收账款保理业务，按照新金融工具

准则，以摊余成本计量的应收账款终止确认产生的损失计入了投资收益。

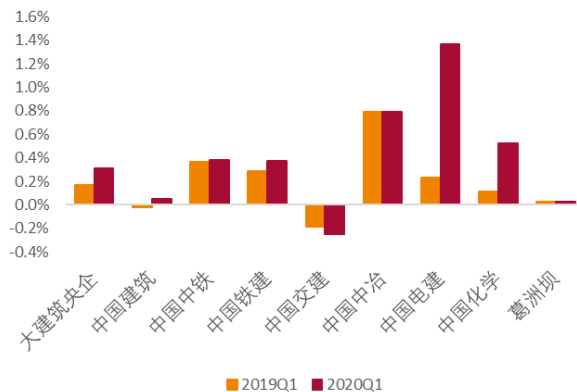
2020 年一季度大建筑央企行业减值比率 0.31%，增长 0.15 个百分点，多数公司减值状况恶化。各大央企表现不一，如中国电建、中国化学、中国建筑减值比率同比大幅增长，分别至 1.37%、0.52% 和 0.05%；唯一一家减值比率下降的公司是中国交建，减值比率 -0.25%，比上年同期多冲销 0.07 个百分点。总体来看行业平均水平受上述增加较高的几家公司影响较大。

图 22：2018、2019 建筑央企资产&信用减值/营收



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 23：2019Q1、2020Q1 建筑央企资产&信用减值/营收



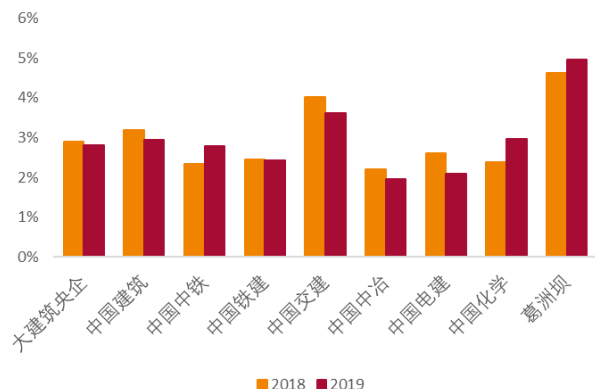
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 净利率持续下滑，疫情影响进一步压缩利润空间

2019 年大建筑央企行业整体净利率 2.82%，下降 0.08 个百分点，多数公司净利率下降，幅度最大的为中国电建，净利率为 2.08%，降 0.53 个百分点，仅中国化学、中国中铁和葛洲坝净利率上升。考虑到 2019 年期间费用率和减值比率均下降，我们认为主要是毛利率的下降促使净利率进一步下滑。2020 年一季度大建筑央企行业整体净利率 2.54%，下降 0.34 个百分点，比 2019 年整体有所加速，除中国化学继续增 0.83 个百分点至 3.96% 外，其他央企净利率均下跌。

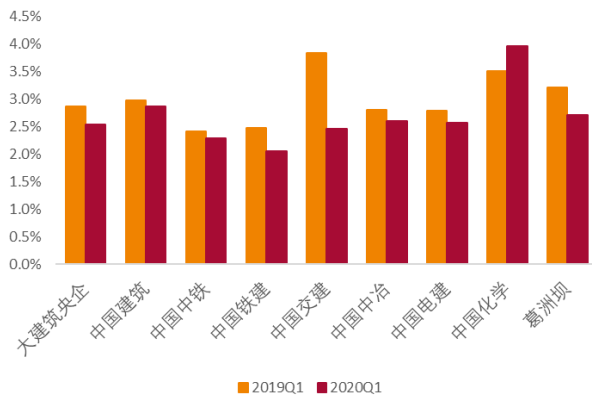
以净利率下滑较严重的中国交建为例，我们发现其毛利率、税金及附加占比、期间费用率、减值和投资收益占比同步恶化，原因来自多个方面：个别城市综合开发项目缴纳土地增值税增加；期间费用中管理和费用率有所上升；国内收费公路免收车辆通行费政策影响较大（对其他多家央企也有影响）；个别子公司衍生工具、股票确认的投资收益及价格变动造成了综合影响。很多因素是暂时的、偶然的，我们认为公司净利率不会持续、快速恶化。

图 24：2018、2019 年建筑央企净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：2019Q1、2020Q1 建筑央企净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2020 年一季度，各央企面对防疫政策难以开工、资产减值压力上升、固定经营成本仍需支付，产生了较大困难。一季度后存在一些有利因素缓解全年经营困境：随上游原材料产能逐步恢复、劳动力紧张得到缓解，原材料和人工成本有望下行，毛利率暂时不变或略有上升；期间费用率也将随营收增长而有所稳定；宽松的货币政策、积极的财政政策逐步影响

并改善业主方资金状况，资产减值未来有机会大幅转回；新基建的范畴、相关政策或得到进一步明确，相比于传统基建，盈利空间更大，而处于行业龙头的央企将率先分享技术红利。

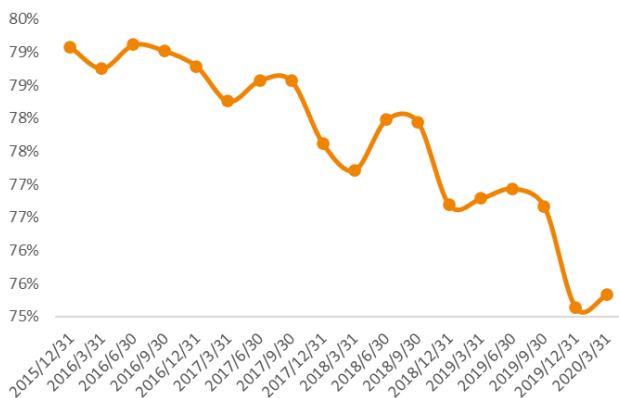
4. 资产负债率加速下降，部分企业资金压力上升较快

4.1. 资产负债率延续下行趋势，融资成本有望继续下降

2019 年末大建筑央企板块整体资产负债率为 75.13%，比年初下降 1.56 个百分点；2020 年一季度板块整体资产负债率 75.33%，比去年同期降低 1.45 个百分点，加速下滑的趋势稳定。截至 2020 年一季度末，中国电建负债率下降最快，一年时间内降低了 4.45 个百分点，从八家央企中的最高降为第三位，主因其应付、预收等经营性流动负债同比降幅较大；中国化学资产负债率有所上升，达 66.16%，增长 2.05 个百分点，该公司负债率位于八家央企最低，且公司主要利用无息或低息的应付账款、吸收存款与同业存放等，使得当年利息收入远高于利息支出，是建筑央企中唯一一家财务费用为负的公司。

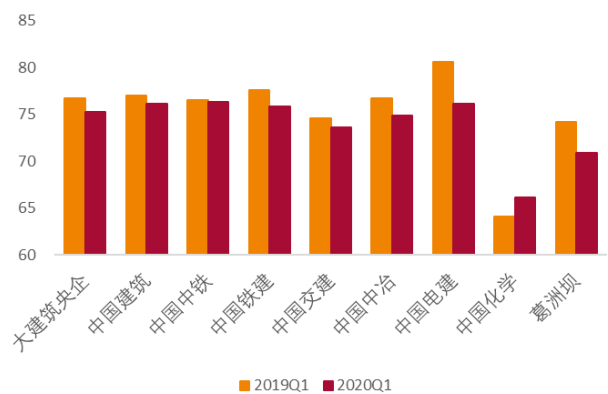
考虑到国资委要求央企中工业企业负债率不超过 70%、非工业企业不超过 75%，大建筑央企板块将进一步完成去杠杆、减负债的任务。中国化学已然达标，后续或继续增加债务融资（包括应付材料款、长短期借款、发行债券等形式），发挥杠杆优势；中国建筑、中铁、铁建与电建四家公司负债率高于 75%，未来或通过增加权益融资等形式继续降低负债率。

图 26：2015 年第四季度以来建筑央企总体资产负债率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 27：2019 和 2020 年第一季度建筑央企资产负债率



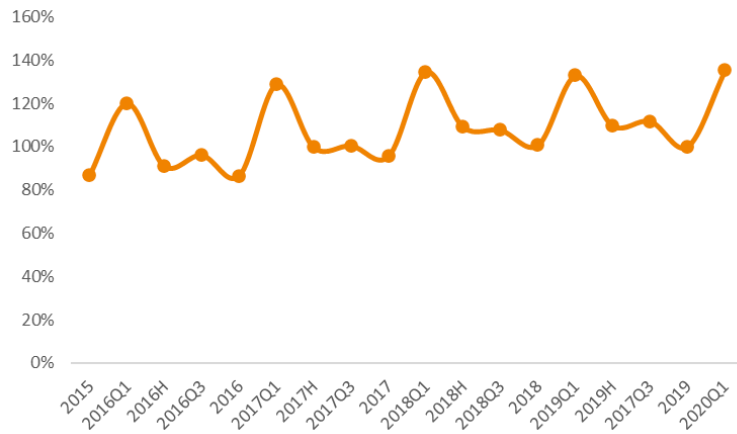
资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2. 2019 年资金状况较为平稳，2020 年一季度资金状况趋紧

2019 年大建筑央企行业整体付现比略微回落 0.73 个百分点至 99.85%，总体来看付现比仍处于高位。中国电建（93.33%，上升 5.76 个百分点）、中国建筑（111.50%，上升 3.00 个百分点）和中国化学（78.10%，上升 0.06 个百分点）付现比有所上升，其他央企则下降。

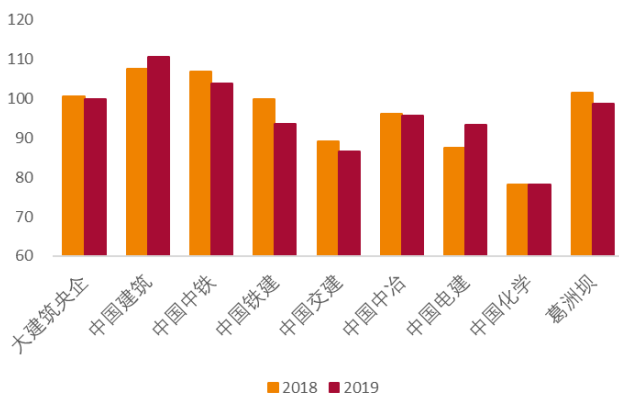
2020 年一季度大建筑央企行业付现比升至 134.99%，同比增长 2.24 个百分点，当期与上年同期原材料价格相比，与 2019 年全年比之 2018 年状况类似，付现比的快速恶化是年初集中采购原材料、疫情加剧上游企业资金压力所共同导致的。除中国中冶（98.18%，下降 19.77 个百分点）、中国中铁（134.34%，下降 5.40 个百分点）、中国铁建（117.65%，下降 2.05 个百分点）外，其他公司付现比均增长。

图 28：2015 年第四季度以来建筑央企整体付现比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

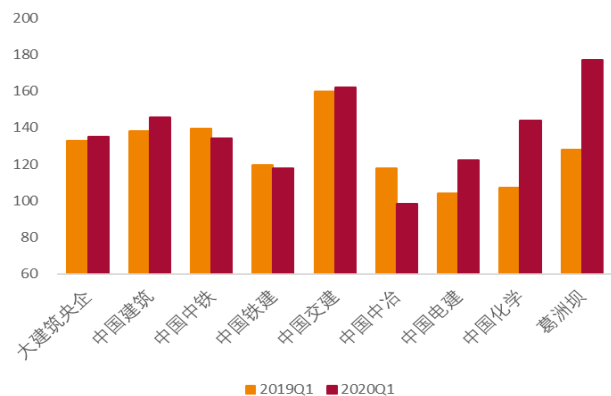
图 29：2018、2019 建筑央企付现比



2018 2019

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 30：2019Q1、2020Q1 建筑央企付现比



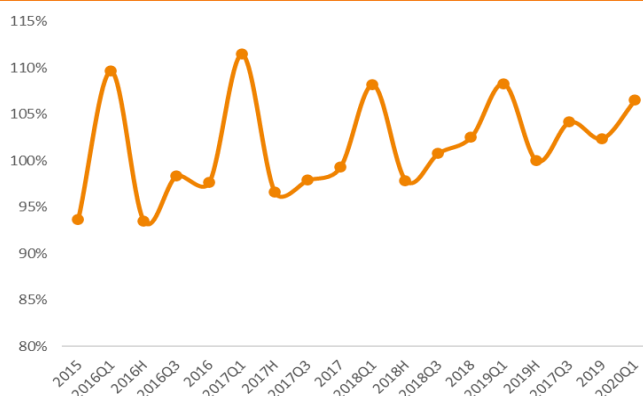
2019Q1 2020Q1

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2019 年大建筑央企板块收现比 102.34%，略微下降 0.16 个百分点。除中国建筑（105.93%，增长 2.16 个百分点）和中国电建（98.64%，增长 4.16 个百分点）外，板块中公司收现比为下跌，或由 2019 年各大建筑央企营业收入均保持较快增速、收款能力相对落后所导致。中国电建针对现金流风险加强存货管理，并完善应收账款清收责任体系和管控机制，使得收现比在较高营收增速下仍能实现增长。

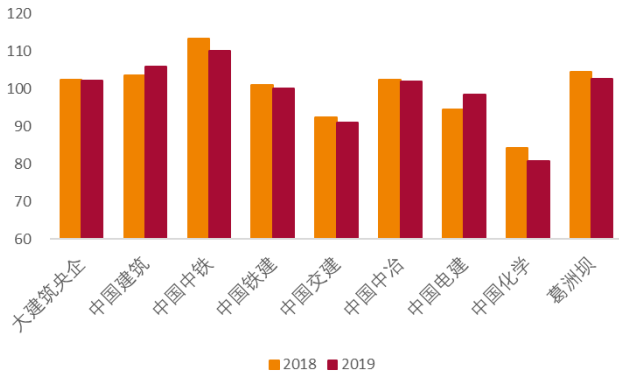
2020 年一季度大建筑央企板块收现比 106.47%，比 2019 年同期下降 1.77 个百分点，鉴于该季度建筑央企营收大都负增长，收现比增长的主要原因是收款难度加大。一方面，防疫措施导致多地、多行业停工，业主方面临一定资金压力；另一方面，人员限制流动，加大了谈判、收款的难度。该季度各公司收现比同比增减不一，如中国化学收现比 117.27%，增长 26.75 个百分点；而中国中冶降 13.40 个百分点，收现比为 84.61%。

图 31：2015 年第四季度以来建筑央企整体收现比



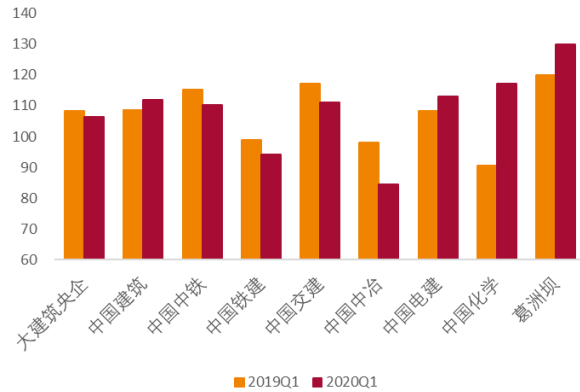
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 32：2018、2019 建筑央企收现比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 33：2019Q1、2020Q1 建筑央企收现比

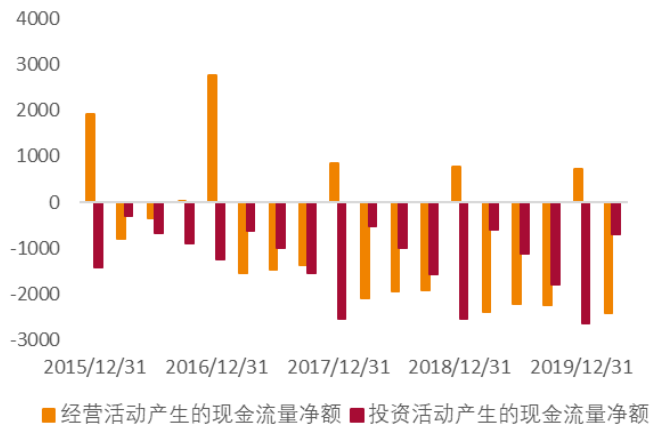


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2019 年，大建筑央企板块经营现金流流入 715.08 亿元，同比小幅下降 6.21%，与投资现金流呈此消彼长关系。多家公司指出当年购买商品、接受劳务支付的现金较多，综合了原材料价格变动、随营收较快增长带来的用料增多等因素；中国中铁状况有所改善，原因是在报告期加大预收款项、“双清”工作力度和现金流规划，并积极开展资产证券化业务；中国电建现金流恶化的原因是受到施工业务资金回款周期拉长、加快民营企业等供应商款项支付，以及财务公司存贷差的负面影响。具体来讲个股差异较大，如中国铁建、葛洲坝分别流入 400.06 亿元、60.70 亿元，均同比增长数倍；然而中国建筑却有 342.20 亿元净流出。

2020 年一季度，大建筑央企的经营性现金流净额为-2422.49 亿元，同比恶化 1.12%，具体来讲，除中国中冶（流出 88.94 亿元，同比好转 36.18%）、中国建筑（流出 909.76 亿元，同比好转 7.28%）外，其他公司现金流均有所恶化。疫情期既要完成年初既定的采购任务，又要克服人员、信息流动困难加强收款，同时满足一定付款要求，现金流波动难免较大。

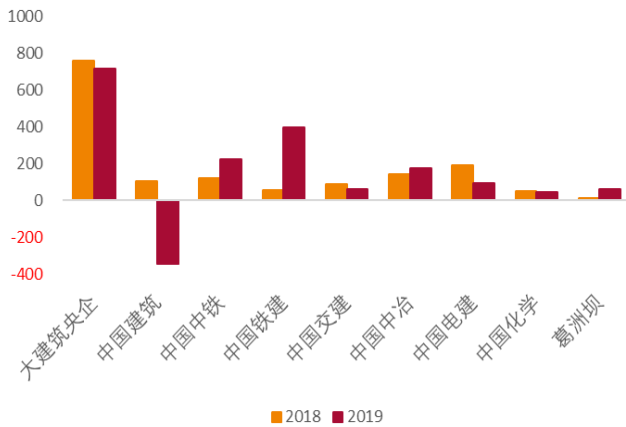
图 34：2015 年第四季度以来建筑央企总体经营与投资活动产生的现金流量净额（亿元）



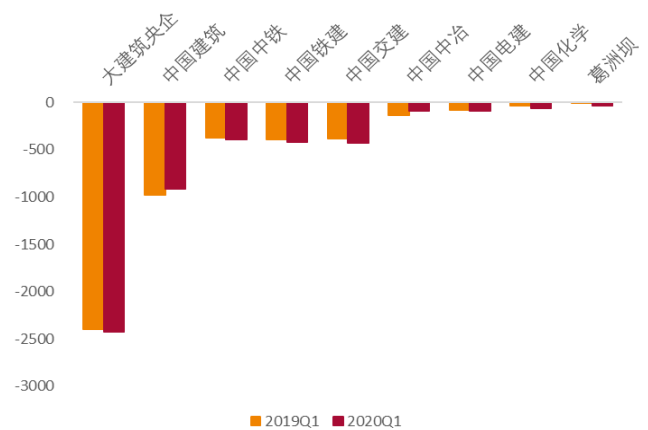
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 35：2018、2019 建筑央企经营性现金流净额（亿元）

图 36：2019Q1、2020Q1 建筑央企经营性现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们认为，2020 年一季度现金流稍显紧张的状态是暂时性的。虽然长期来看收付现比均在缓慢上升，但今年货币政策较为宽松，融资渠道增多（如地方政府专项债、疫情防控债等）且成本相对较低。资产负债率方面，大建筑央企将在经营性现金流满足自身需要后，继续完成国资委指定的去杠杆、降负任务。

5. 投资建议

近几年来，建筑央企的新签订单与营收屡创新高，维持上升趋势，2019 年还在期间费用率、资产减值方面加强了控制力度，但主因增速过高和原材料价格等因素影响，毛利率、净利率有所下降。若不考虑疫情影响，建筑央企营收或可长期保持适度增长，毛利率和净利率有望维持当前水平。2020 年疫情突发，政府以基建保经济的动机应当更加强烈。在财政政策方面，除了加大减税降费的力度之外，还加大地方政府专项债券的发行和使用力度，推动一批项目投资落地；在货币政策方面，为维护银行体系流动性合理充裕，3 月 30 日央行 7 天逆回购中标利率下降 20BP，3 月 13 日还宣布普惠金融定向降准释放长期资金 5500 亿元。传统基建业务有望维持较高增速，叠加央企考核新增营业收入利润率指标的影响，净利率可能维持稳定或略有回升。我们看好疫情后中字头央企的发展能力，维持“强于大市”的评级。

6. 风险提示

海外疫情二次蔓延、影响相关项目复工；新基建政策落地慢于预期；原材料市场价格波动较大；建筑业竞争加剧，毛利率、净利率承压。

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