

# 建筑装饰

## 目前仍处债转股政策推进窗口期，建筑央企国企订单落地速度有望加快

证券研究报告

2020年06月02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 《建筑装饰-行业研究周报:继续将远大住工作为我们的金股》 2020-05-31
- 2 《建筑装饰-行业专题研究:天风建筑土改系列二:装配式建筑在农村大有可为》 2020-05-30
- 3 《建筑装饰-行业专题研究:一季度订单汇总分析:受疫情影响新签订单普遍下滑,行业集中度持续提升,大企业稳定性凸显》 2020-05-28

### 目前仍处债转股政策推进窗口期，过半数建筑央企试水债转股

2016年10月从第二轮债转股启动开始，债转股的规模逐年增加，资金到位率也呈现上升趋势。截止至2020年5月，建筑央企进行债转股的有6家，分别为中国中铁、中国铁建、中国核建、中国交建、中国电建和中国建筑。其中中国中铁完成了对子公司的增资还债入股与发股回购子公司股权的两过程，其余5家目前只进行了增资入股偿债。在目前政策窗口期内，企业实行债转股得到较好政策支持，在流动性边际宽松的同时，投资机构对于要求回报率的降低使得企业融资成本降低，叠加部分央企自身对于降杠杆的需求迫切，此时是央企较好的“处理存量债务”的时期。

### “入股还债”为目前债转股主要模式，债转股降负债效用显著

债转股大致可分为两类：“入股还债”和“收债转股”模式。目前已经完成的债转股案例多以“入股还债”或者两者结合形式为主。第二轮债转股开展过程中，很多行业央企国企中都在子公司层面实施，如中国船舶、中国中铁等，也有部分公司在孙公司层面实施。子公司业务相对集中，收益法下定价更为清晰。从建筑央企债转股案例中涉及的多个子公司来看，多数公司在资产重估中取得了不同程度的资产增值。通过实施债转股，各家建筑央企的资产负债率得到了显著改善，并有效达成了最初降杠杆的初衷。

### 中国中铁债转股案例具有一定示范作用，央企层面推进速度或优于国企

从建筑央企2020年3月31日资产负债率情况来看，仅中国中冶、中国交建、葛洲坝、中国化学低于75%管控线，其余央企均高于75%。在6家已经公告自身债转股进度的建筑央企中，仅中国交建资产负债率低于75%。除了中国中铁外，其余参与债转股建筑央企暂时并未采用定增来置换金融机构持股，因此多数建筑央企可能在短期内很难进行第二次债转股。但前期并未做债转股的建筑央企，有短期内实施债转股的可能。在疫情后的经济收缩期，这些未做债转股的建筑央企有一定动力借鉴其他企业债转股经验，在经济发展低谷期优化自身资产负债表情况，以便后续“轻装上阵”。此外，基于实控人对控股权要求、资产负债率管控、债转股金融机构参与方等因素，市场化债转股在地方国企层面的推动速度或慢于央企层面。

### 财政和货币政策窗口期下，建筑央企国企有望迎来新发展机遇

债转股对于建筑央企国企的资产负债率下滑起到了重要作用，结合疫情过后的扩内需相关政策，我们认为目前部分建筑央企龙头企业有能力、且有意愿实现业绩的二次扩充。理由如下：第一，债转股政策窗口期和流动性宽松下，存量负债有望妥善解决，建筑央企有望实现“轻装启程”。第二，建筑央企存量订单或存在“累库现象”，前期融资环境和国资委去杠杆要求导致收入难以释放，在前期因素弱化下，相关企业有能力加速业绩释放。第三，目前政策对于“扩内需、稳就业”意愿很足，而老基建和国内需求、稳就业息息相关。我们认为与中央中长期规划相关的重大项目领域将有望迎来一轮投资小高峰，有中央资金推动的大型建设项目仍旧为扩内需要点，建筑央企国企在这些项目上往往具有一定的对接优势。

### 投资建议

目前建筑央企中完成首次债转股的企业数量已经过半，且从近期公布年报情况来看，其资产负债率都出现显著下降。这将有效促进企业在手订单的转化，以及后续订单承接能力的提升。债转股作为单个事件对于相关公司的短期超额收益变化偏积极，但并不显著，我们不建议将债转股作为短期事件因素作为波段操作依据，而是更应关注债转股对公司基本面的中长期改善因素。建议关注年初以来估值提升相对滞后的中字头央企（中国中铁、中国铁建、中国建筑等）、地方国企（上海建工、隧道股份、高新发展等）。

**风险提示：**我国固定资产投资增速下滑加速，政策落地不达预期，企业资金情况超预期收紧



## 内容目录

1. 目前仍处债转股政策推进窗口期，过半数建筑央企试水债转股	4
1.1. 相关政策配套逐步推出，央企国企债转股进入窗口期延续	4
1.2. 债转股落地速度加快，过半数建筑央企完成首次试水	5
2. “入股还债”为目前债转股主要模式，债转股降负债效用显著	6
2.1. “入股还债”为目前主要模式，建筑央企子公司资产增值显著	6
2.2. 多家建筑央企试水债转股，资产负债率出现一定下降	7
3. 中国中铁债转股案例具有一定示范作用，央企层面推进速度或优于国企	10
3.1. 中国中铁案例与估值简要分析	10
3.2. 短期内央企再次债转股概率不高，央企层面债转股推广速度或优于地方国企	11
4. 债转股对建筑央企股价变动具有一定影响	13
5. 财政和货币政策窗口期下，建筑央企国企有望迎来新发展机遇	14
6. 投资建议	15
7. 风险提示	15

## 图表目录

图 1：近年债转股资金到位率	5
图 2：中国中铁债转股周期流程	5
图 3：入股还债模式	6
图 4：收债转股模式	6
图 5：建筑央企涉及债转股各子公司增值率	7
图 6：2018 年 6 月 14 日，中铁债转股示意图	8
图 7：中国中铁路定增前股份结构	8
图 8：中国中铁发股后股份结构	8
图 9：未完成发股购买资产时母公司资产负债表变化情况	9
图 10：完成定增购回原子公司股份时母公司资产负债表变化情况	9
图 11：六家建筑央企财报权益类账户受债转股影响情况（单位：亿）	9
图 12：中国中铁债转股流程与资产负债率变化（注：股权占比以及对净资产以 2019 年 9 月 30 日财报节点数据为准）	10
图 13：中国铁建与中国中铁 PB 估值情况	11
图 14：中国铁建与中国中铁近五年 ROE(摊薄)与复合净利润增速对比（单位：%）	11
图 15：建筑央企 2020 年 3 月 31 日资产负债率情况（下图中灰色柱表示已实施债转股）	12
图 16：中国中铁停牌前后 7 个交易日 $\alpha$ 收益	13
图 17：中国中铁发股购买资产过户完成日前后 7 个交易日 $\alpha$ 收益	13
图 18：建筑央企涉及债转股各子公司增值率（已披露）	14
图 19：建筑央企订单增速与收入增速差别	15
图 20：建筑央企订单增速与行业订单增速差别	15

表 1：近年政府出台关于债转股一系列政策 .....	4
表 2：六家建筑央企债转股情况 .....	7
表 3：债转股对建筑央企资产负债率影响 .....	8
表 4：以债转股完成公告为 T 日的 $\alpha$ 收益（注：中国交建、中国电建在年报中披露） .....	13

## 1. 目前仍处债转股政策推进窗口期，过半数建筑央企试水债转股

### 1.1. 相关政策配套逐步推出，央企国企债转股进入窗口期延续

在政策推动下，近两年债转股热度提升，部分建筑央企国企之前积累的高负债率为其发展带来了一定压力，而债转股是减少其负债压力的有效渠道之一。基于 2019 年年报来看，完成债转股的相关建筑央企的资产负债表结构均有不同程度的改善，从而有助于在政策宽松期到来时，更易轻装上阵。

从政策变化来看，我国债转股的发展大致可分为两轮：

**第一轮债转股从 1999 年开始至 2016 年 9 月，其主要目的在于处理商业银行的不良资产。**1999 年 7 月 30 日，国家经贸委、中国人民银行联合颁发了《关于实施债权转股权若干问题的意见》（国经贸产业[1999]727 号），通过国有商业银行组建金融资产管理公司对银行不良信贷资产进行处置。

**第二轮债转股从 2016 年 10 月至今，在当时经济整体杠杆率在 250% 左右，企业债务风险上升的背景下，其侧重于配合去产能、去库存和去杠杆而进行的市场化资产处置行为。**2016 年 10 月，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》并附上《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，在文中提出“有序开展市场化银行债权转股权，帮助发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业渡过难关”以协助企业降低杠杆率。

企业降杠杆需求在央企中尤为突出，2017 年国资委总会计师沈莹表示，央企平均资产负债率到 2020 前要再下降 2 个百分点（2017 年年末央企平均资产负债率为 66.3%）。截至 2020 年 3 月末，央企平均资产负债率为 67.6%，距 2017 年国资委提出的目标仍有差距。在这种背景下，实施债转股则顺其自然地~~在~~一些央企备选范围之内。

表 1：近年政府出台关于债转股一系列政策

时间	政策文件名
2016 年 10 月 10 日	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》
2016 年 10 月 10 日	《关于市场化银行债权转股权的指导意见》
2016 年 10 月 14 日	《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》
2016 年 11 月 22 日	《关于落实降低企业杠杆率税收支持政策的通知》
2016 年 12 月 16 日	《关于钢铁煤炭行业化解过剩产能金融债权债务问题的若干意见》
2016 年 12 月 19 日	《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》
2017 年 4 月 7 日	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》
2017 年 5 月 4 日	《关于保险业支持实体经济发展的指导意见》
2017 年 8 月 1 日	《关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作的通知》
2018 年 6 月 29 日	《金融资产投资公司管理办法（试行）》
2018 年 11 月 19 日	《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》

资料来源：政府部门官网，天风证券研究所

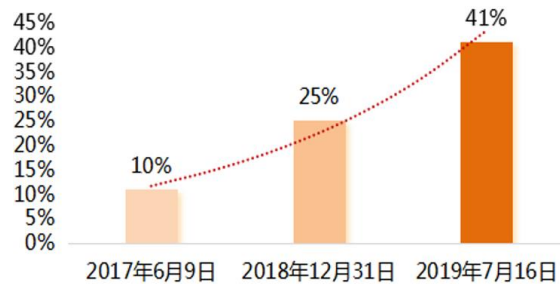
从上表可以看出自第二轮债转股开启以来的政策导向路径，政策面上是采取了一个引出问题、由点到面引导式解决的路线。首先 2016 年 10 月 10 日发布的两个文件聚焦“因产能过剩，一些特定行业特定公司债务问题突出”的问题，并鼓励企业进行债转股。此后从 2016 年 10 月 14 日到 2018 年 6 月 29 日，相关部门纷纷出台了各自相应的政策支持条例，其中包括银行、保险、税务、基金和资管公司。在各方就绪情况下，2018 年 11 月 19 日发布的《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》中，全面鼓励支持保险公司、私募股权投资基金等各类机构依法依规积极参与市场化法治化债转股。综合来看，目前早已进入了央企国企进行债转股的政策窗口期。

## 1.2. 债转股落地速度加快，过半数建筑央企完成首次试水

### 第二轮债转股实施以来情况如何？

中国证券网统计信息显示，截至 2017 年 6 月 9 日，本轮债转股共签约 56 个项目，涉及 45 家企业，签约规模 7095 亿元，其中成功落地的项目只有 10 个，金额达 734.5 亿元，仅占签约规模约 10%；到 2018 年底，市场化债转股签约项目总数达到了 226 个，签约额 1.83 亿元，资金到位金额 4582 亿元，资金到位率 25%；截至 2019 年 7 月 16 日，债转股累计签约金额达到 2.4 万亿元，落地资金达到 1 万亿元，资金到位率达 41.5%。可见，从第二轮债转股启动开始，债转股的规模逐年增加，资金到位率也呈现上升趋势。

图 1：近年债转股资金到位率



资料来源：中国证券网、上证报、经济日报、天风证券研究所

涉及债转股的央企中，根据新华社报道，截至 2019 年 6 月，已有中国宝武、国家电投、中船重工等 19 家中央企业签订了债转股协议，总规模超 5000 亿元。截止至 2020 年 5 月，建筑央企进行债转股的有 6 家，分别为中国中铁、中国铁建、中国核建、中国交建、中国电建和中国建筑。其中中国中铁完成了对子公司的增资还债入股与发股回购子公司股权的两过程，其余 5 家目前只进行了增资入股偿债。

### 一般的债转股周期需多久？

一般债转股包含债权转股权、定增或先分红待日后回购两个过程。目前在建筑央企债转股既有案例中，仅中国中铁完成了含定向增发的债转股流程，因此以中国中铁为参考，我们将大致流程梳理如下：

图 2：中国中铁债转股周期流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国中铁从 2018 年 5 月 7 日发布债转股或构成重大重组停牌公告至董事会通过增资决定大致花费 1 个多月时间，其中开展了方案确定、对标的子公司尽职调查、审计、评估等各项工作，此处需要注意的是，多数建筑央企在第一次发布“关于引进投资者实施债转股”公告时，往往已经完成增资流程。

由于涉及定增流程，2018 年 6 月 13 日至 2018 年 8 月 6 日期间公司筹划发行股份购买资产的方案，期间仍处于停牌阶段，直到 2018 年 8 月 20 日公司复牌；

自 2018 年 8 月 6 日发布发股购买资产预案至 2019 年 5 月 5 日证监会通过重组方案历时 9 个月，期间包含了对各标的子公司的审计、评估事项，以及证监会审核过程，相对来说是一个债转股周期最为耗时的一部分。随着债转股签约数和落地数不断增加，相关程序和法规更为成熟，这个过程有望缩短。



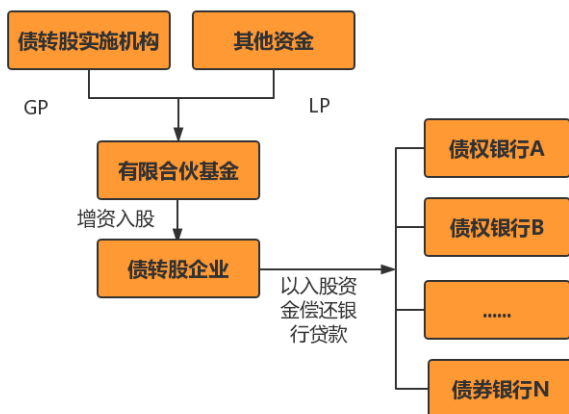
综上，在目前政策窗口期内，企业实行债转股得到较好政策支持，在流动性边际宽松的同时，投资机构对于要求回报率的降低使得企业融资成本降低，叠加部分央企自身对于降杠杆的需求迫切，此时是央企较好的“处理存量债务”的时期。

## 2. “入股还债”为目前债转股主要模式，债转股降负债效用显著

### 2.1. “入股还债”为目前主要模式，建筑央企子公司资产增值显著

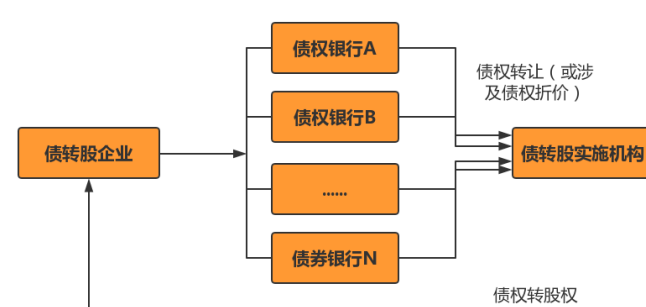
基于目前完成债转股的案例来看，债转股大致可分为两类：“入股还债”和“收债转股”模式。其主要区别在于“入股还债”通过投资人先增资入股（或设立相关附属主体，比如交通银行旗下交银投资等等），然后由债转股公司用所得资金进行还债；“收债转股”则由投资人直接取得债转股公司相关债权（或本身就是债转股企业的债权方），随后以债权折算为相应股权（可能存在折价）。

图 3：入股还债模式



资料来源：财新周刊，天风证券研究所

图 4：收债转股模式



资料来源：财新周刊，天风证券研究所

第一轮债转股时期，侧重点在于化解商业银行的不良资产风险，因此涉及的债权质量多为不良资产，债权人处置手头债权的意愿较大，故而当时较多采用的是收债转股模式；目前进行的第二轮债转股下，其目的主要是帮助一些钢铁、煤炭、建筑等重资产型企业降杠杆，且银行更愿意选择正常类、关注类贷款，债权资产质量良好，因此这轮债转股主要以入股还债模式为主。

两种债转股模式优劣比较上来看，相比较于收债转股，“入股还债”因其整体债权质量较好，转让过程中往往不牵涉折价因而对出资人而言更具吸引力。其中新增资本金用来偿还贷款，交易环节得到了简化故而避免了众多债权人集体谈判；“入股还债”本质上是对债转股公司的股权投资，只是这种方式资金来源较多元化，包括债转股实施机构、债转股企业和第三方资金如银行理财和险资。

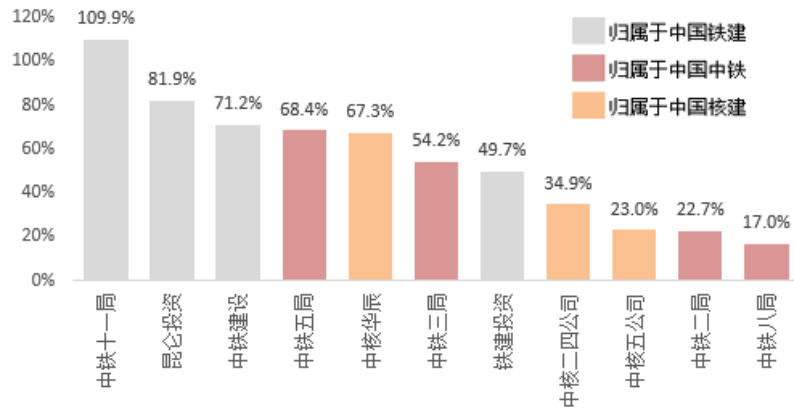
#### 为什么偏向于在子公司或孙公司层面实施？

第二轮债转股开展过程中，很多行业央企国企中都在子公司层面实施，如中国船舶、中国中铁等，也有部分公司在孙公司层面实施。鲜有案例在母公司层面实施债转股其原因或分为两点：

一是若对上市公司进行债权转股权性质类似于发行可转债，其过程牵涉到证监会核准，过程较为繁琐；若是上市公司直接发股还债，那么根据证监会要求，其非公开发行股数不能超过总股本 20%，因此对于负债规模较大的国企央企，其融资规模在降低资产负债率方面稍显乏力；

二是母公司结构复杂且规模较大，相比之下子公司业务相对集中，收益法下定价更为清晰。从建筑央企债转股案例中涉及的多个子公司来看，多数公司在资产重估中取得了不同程度的资产增值。在孙公司层面实施或更多出于直接对债务处置的考虑，从而使得集团杠杆得到有效降低，因此这种情况下或不优先选择增发回购，主因标的股权对价较难敲定。

图 5：建筑央企涉及债转股各子公司增值率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 多家建筑央企试水债转股，资产负债率出现一定下降

目前已实施债转股的六家建筑央企中，除中国建筑、中国交建、中国电建部分信息未披露具体细节，各公司债转股具体情况如图所示：

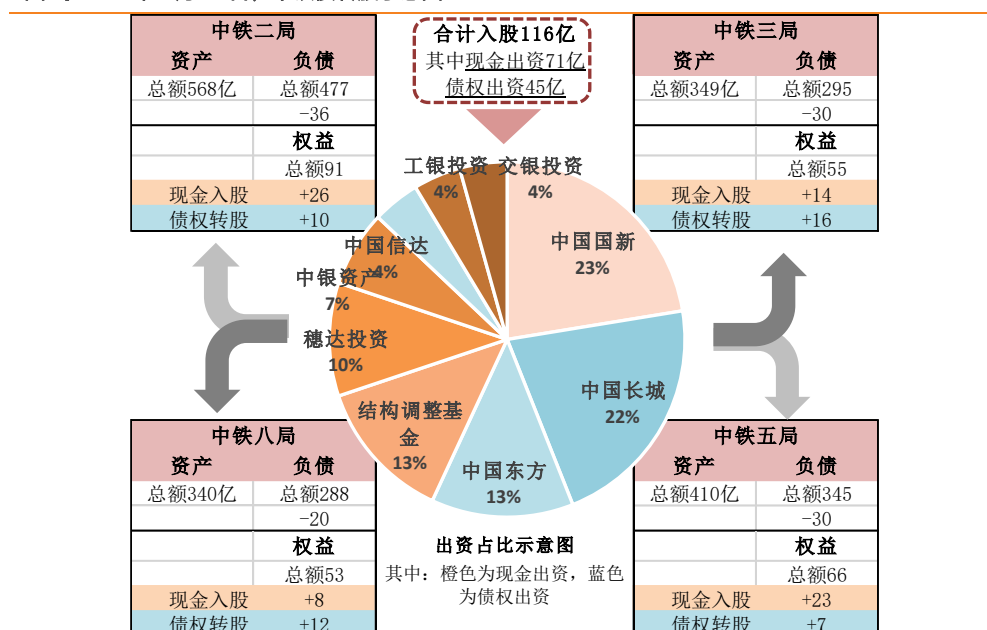
表 2：六家建筑央企债转股情况

公司名称	完成时间	实施层面	涉及金额(单位: 亿)	实施方式	参与金融机构
中国建筑	2019 年 12 月	三级子公司	156	入股还债	建设银行、工商银行、中国银行、交通银行、农业银行等
中国交建	2019 年 12 月	子公司	180	入股还债	未披露
中国中铁	2018 年 6 月	子公司	116	入股还债、收债转股	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
		中铁二局(25.32%)	36 (含 10 亿债权)		
		中铁三局(29.38%)	30 (含 11 亿债权)		
		中铁五局(26.98%)	30 (含 7 亿债权)		
		中铁八局 (23.85%)	20 (含 12 亿债权)		
中国铁建	2019 年 12 月	子公司	110	入股还债 (现金增资)	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、建信投资及鑫麦穗投资 8 名投资者
		中铁十一局 (18.38%)	28		
		中铁建设 (14.36%)	20		
		铁建投资 (12.66%)	32		
		昆仑投资 (29.23%)	30		
中国核建	2019 年 12 月	子公司	13	入股还债 (现金增资)	交银投资、工银投资、建信投资 3 名投资者
		中核二四公司 (28.21%)	5		
		中核五公司 (30.35%)	5		
		中核华辰公司 (47.90%)	3		
中国电建	2019 年 12 月	子公司	96	入股还债 (现金增资)	未披露
		水利一局 (28.54%)	5		
		水利三局 (23.63%)	5		
		水利十一局 (16.54%)	10		
		水利十二局 (20.69%)	3		
		市政建设 (19.88%)	10		
		水电十五局 (15.63%)	5		
		水电基础局 (11.21%)	5		
		水电开发 (17.95%)	15		
		西北勘设研究院 (23.14%)	8		
		成都勘设研究院 (17.29%)	10		
		路桥集团 (13.57%)	20		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

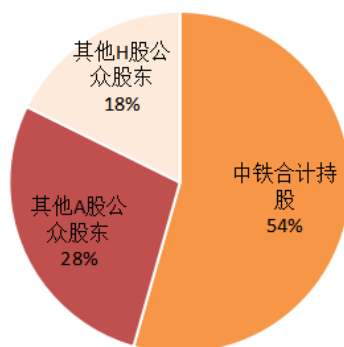
到目前为止，只有中国中铁完成了债转股“发股购买资产”过程，中国中铁分别向中国国新等 9 家投资机构发行股份购买其合计持有的二局工程 25.32%的股权、中铁三局 29.38%的股权、中铁五局 26.98%的股权、中铁八局 23.81%的股权。本次交易完成后，标的公司将成为中国中铁的全资子公司。其母公司股份变化情况如下：

图 6：2018 年 6 月 14 日，中铁债转股示意图



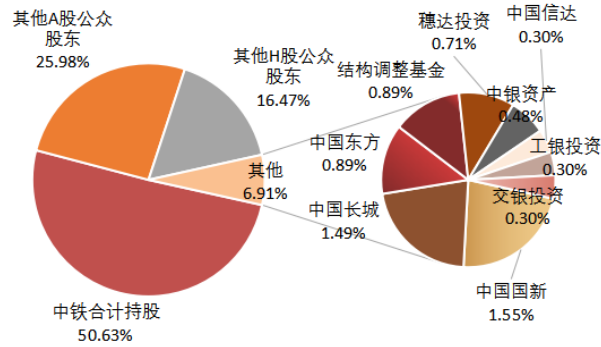
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：中国中铁定增前股份结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：中国中铁发股后股份结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 债转股建筑央企报表变化情况如何？

资产负债率方面，通过实施债转股企业的资产负债率得到了显著改善。各个建筑央企资产负债率具体变化情况如下表：

表 3：债转股对建筑央企资产负债率影响

建筑央企	债转股前年底资产负债率	债转股后折算资产负债率	债转股对资产负债率削减数	当年资产负债率下降值	债转股因素贡献度
中国中铁	79.90%	78.58%	1.32%	3.47%	37.99%
中国铁建	77.40%	76.28%	1.12%	1.63%	68.68%
中国建筑	76.95%	76.11%	0.84%	1.62%	51.86%
中国核建	86.88%	85.51%	1.37%	2.79%	48.91%
中国交建	75.04%	73.33%	1.71%	1.50%	114.08%
中国电建	79.97%	78.65%	1.31%	3.75%	35.02%

资料来源：wind，天风证券研究所

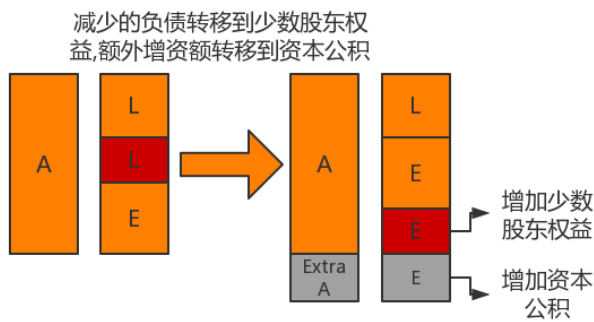


通过实施债转股后，六家建筑央企当年资产负债率分别下降 3.47%（中国中铁）、1.63%（中国铁建）、1.62%（中国建筑）、2.79%（中国核建）、3.75%（中国电建）、1.50%（中国交建），而当年债转股对下降部分贡献率分别为 38%、68.68%、51.86%、48.91%、35.02%、114.08%，由此我们可以看到通过实施债转股，各家建筑央企的资产负债率得到了显著改善，并有效达成了最初降杠杆的初衷。

**总体来看，若单纯考虑债转股对上市公司权益端影响，超额增资下（通常发生在标的净资产评估产生溢价）母公司的总资产变化体现为增加了超额部分，同时资本结构上有重大调整，减少了集团公司部分负债，使之转化为权益部分，而权益部分的具体变化又需视债转股完成进度而定：**

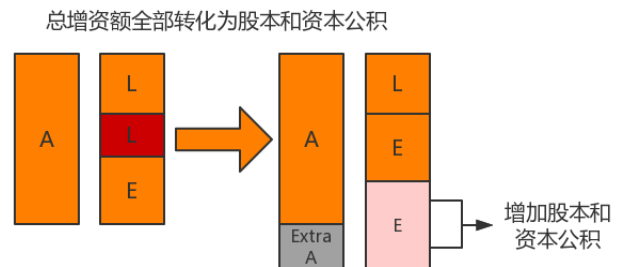
若债转股公司没有完成发股购买标的公司相应资产，则在母公司资产负债表上体现为少数股东权益增加，增加额为标的净资产享有份额，资本公积增加；若债转股公司完成了发股购买标的公司相应资产，则在母公司资产负债表上体现为股本和资本公积的增加，增加额即增资额。

图 9：未完成发股购买资产时母公司资产负债表变化情况



资料来源：天风证券研究所

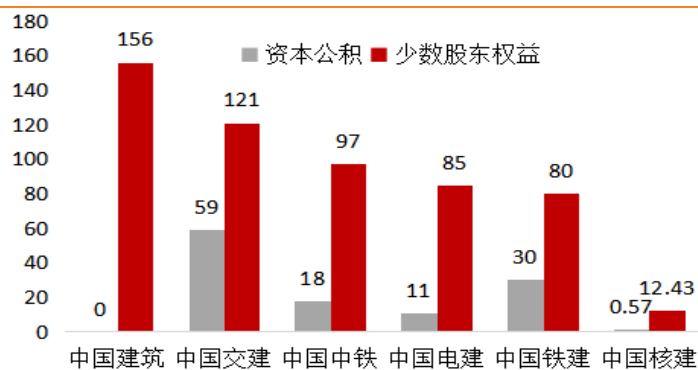
图 10：完成定增购回原子公司股份时母公司资产负债表变化情况



资料来源：天风证券研究所

具体建筑央企实施债转股当年各自的权益部分变化情况如下图,其中中国中铁为 2018 年,其余五家均为 2019 年。

图 11：六家建筑央企财报权益类账户受债转股影响情况（单位：亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

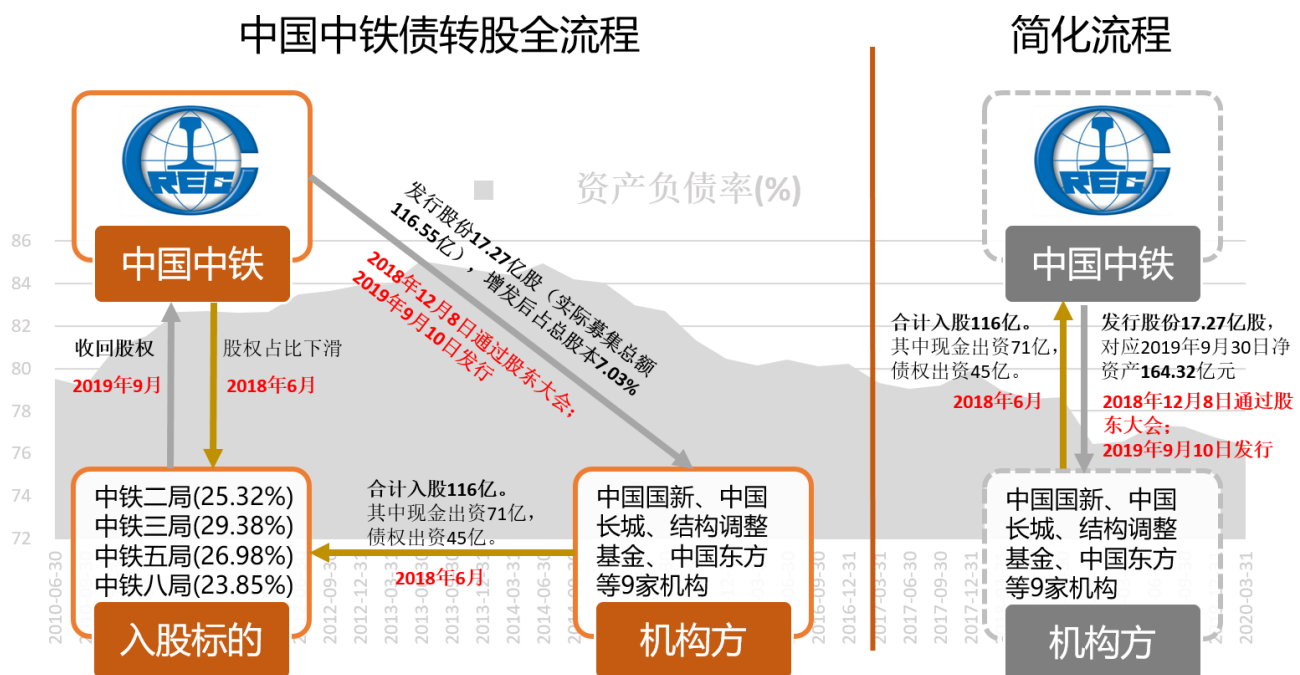
### 3. 中国中铁债转股案例具有一定示范作用，央企层面推进速度或优于国企

#### 3.1. 中国中铁案例与估值简要分析

从建筑央企完成债转股的案例来看，中国中铁具有较强的参考意义，主因相关投资机构在中铁子公司层面“入股还债”后，由中铁通过定增置换出参与债转股机构的原入子公司股权，从而使得此次债转股接近“债转股-最后退出”的全流程周期。这对其他建筑央企国企进行债转股形成了一定的示范作用。

通过复盘整个中国中铁整个债转股流程，可以看到对于金融机构而言，其总成本为 116 亿（其中债权出资 45 亿），最终获得中国中铁股份 17.27 亿股，股权占比约 7%，若以 2019 年 9 月 30 日报表为准，对应净资产约 164 亿，参与债转股的金融机构形成了一定的投资增值。

图 12：中国中铁债转股流程与资产负债率变化（注：股权占比以及对应净资产以 2019 年 9 月 30 日财报节点数据为准）

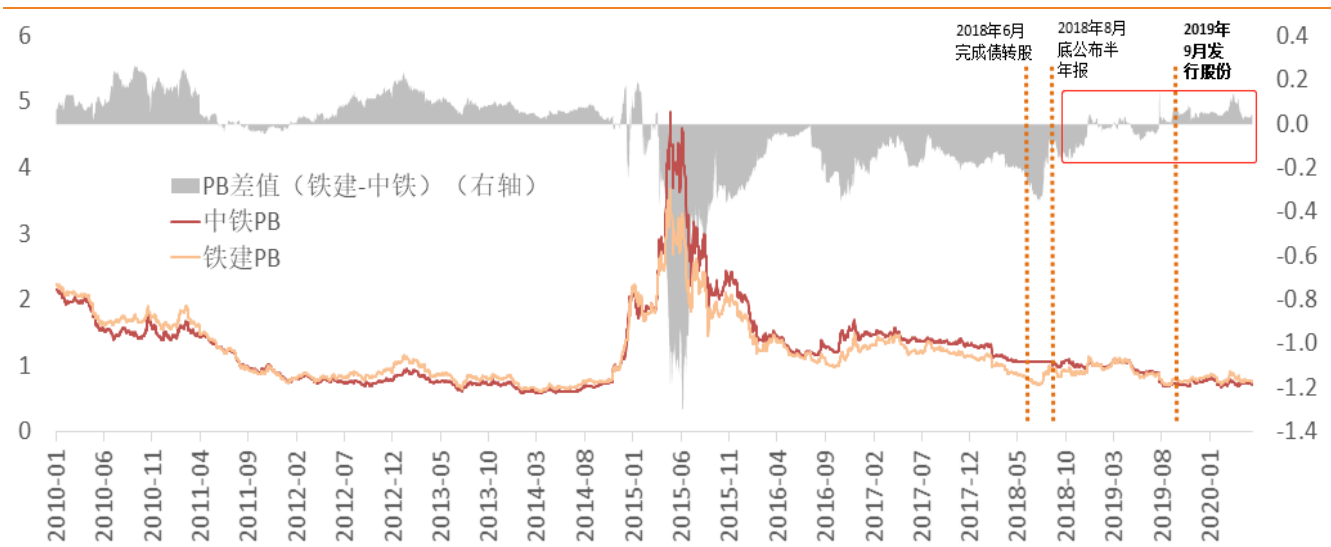


资料来源：公司公告、wind，天风证券研究所

从 2018 年 6 月债转股后走势来看，中国中铁 PB（过去五年中多数时间较高）与中国铁建 PB（过去五年中多数时间较低）相对差距持续缩小，2019 年后中国铁建 PB 反超中国中铁，直到 2020 年 3 月底后才快速收窄。我们认为前期中国中铁 PB 相对中国铁建差距缩小、后期小于中国铁建主要由以下因素促成：

第一，由于债转股时子公司层面资产评估增值显著，从静态 PB 基础计算公式来看，在较高价入股的情况下，PB 分母项每股净资产（BPS）应有所提升，从而导致中国中铁 PB 下降，铁建相对中铁估值逐步回升。

图 13：中国铁建与中国中铁 PB 估值情况

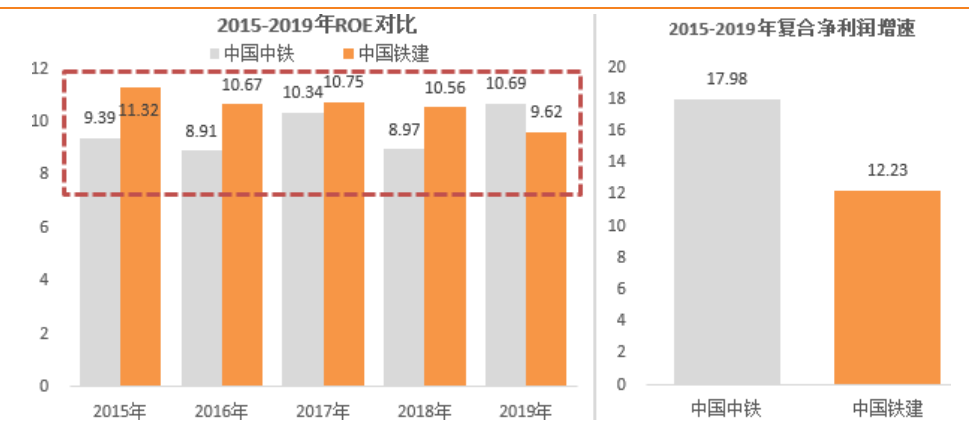


资料来源：公司公告、wind，天风证券研究所

第二，2018 年 6 月在中国中铁进行债转股的同时，中国铁建董事会审议通过了关于**铁建重工**境外上市的相关议案（2019 年 12 月改为拟境内上市，2020 年 4 月股东大会审议通过分拆至科创板）。这或是中国铁建估值从 2018 年 6 月后估值相对中国中铁快速提升的原因之一。

从中国中铁与中国铁建在业绩近几年 ROE 以及业绩水平上来看，两公司近五年 ROE 水平接近，在复合扣非归母净利润增速上，中国中铁优于中国铁建，这或是 2015 年至 2019 年间多数时间中国中铁估值优于中国铁建的因素之一。在中国铁建分拆预期影响下，两公司估值收窄，并反转。我们认为随着未来中国中铁旗下子公司**高铁电气**在科创板成功上市，叠加中国中铁债转股对于每股净资产冲击作用的消退，**中国中铁和中国铁建的相对估值有望重回近五年均值水平。**

图 14：中国铁建与中国中铁近五年 ROE(摊薄)与复合净利润增速对比（单位：%）



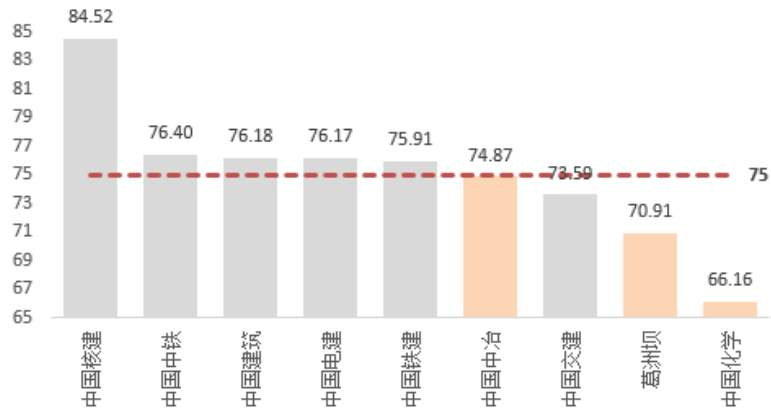
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 短期内央企再次债转股概率不高，央企层面债转股推广速度或优于地方国企

2018 年 9 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。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。国资委对央企资产负债率规定为工业企业不得超过 75%。从建筑央企 2020 年 3 月 31 日资产负债率情况来看，仅中国中冶、中国交建、葛洲坝、中国化学低于 75% 管控线，其余央企均高于 75%。

需要注意的是，在 6 家已经公告自身债转股进度的建筑央企中，仅中国交建资产负债率低于 75%。除了中国中铁外，其余参与债转股建筑央企暂时并未采用定增来置换金融机构持股，因此多数建筑央企可能在短期内很难进行第二次债转股。但前期并未做债转股的建筑央企，有短期内实施债转股的可能。在疫情后的经济收缩期，这些未做债转股的建筑央企有一定动力借鉴其他企业债转股经验，在经济发展低谷期优化自身资产负债表情况，以便后续“轻装上阵”。

图 15: 建筑央企 2020 年 3 月 31 日资产负债率情况(下图中灰色柱表示已实施债转股;单位:%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

相对于央企，地方国企市场化债转股的第一单在 2019 年下半年才姗姗来迟，华菱钢铁（实控人：湖南省国资委）作为地方国企完成债转股试水。我们认为债转股在地方国企层面的实践会逐步展开，但速度大概率会低于央企层面。

主要基于以下两个原因：

第一，各地地方国企的实控人可能对控股权的要求更高，市场化债转股的实施包括从引入金融机构到定增置换等一系列动作，其中地方国企对于潜在股权稀释影响或更为敏感；

第二，建筑地方国企资产负债率的管控要求较央企或更为灵活，在今年融资环境有所好转的背景下，引入金融机构进行债转股的意愿可能并不高；

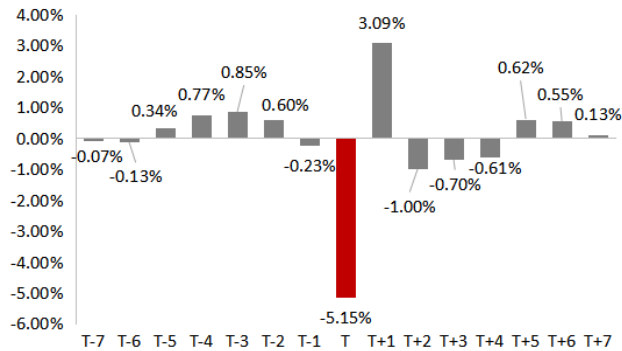
第三，从债转股本质来看，债转股对于债权人收款层面以及债务人股权稀释层面在短期内都大概率具有一定的负面影响，双方更看重的是债转股标的公司未来长远的增长。目前参与债转股的金融机构主要以国有背景金融机构为主，或多或少带有一定的纾困色彩，相关金融机构较难从管理层面为企业提供更多帮助，若过多参与地方国企层面债转股，这将对相关金融机构的风险管控能力提出更高要求。

因此，在前期多批债转股项目逐步落地的背景下，市场化债转股在央企层面的推动速度或高于地方国企层面。

#### 4. 债转股对建筑央企股价变动具有一定影响

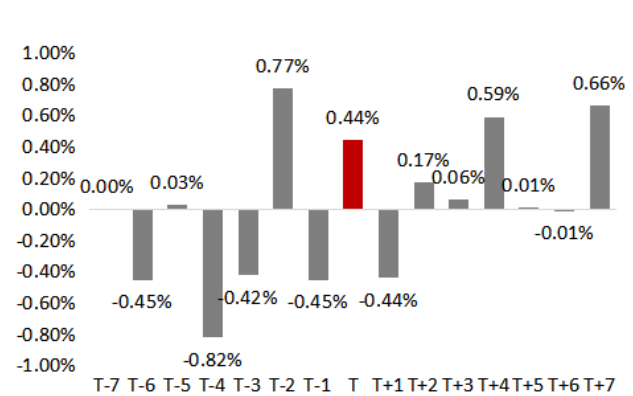
根据有效市场假说，股价反映了已公布的信息以及投资者对未来的预期。因此公司一旦公布债转股方案时，股价在一定程度上消化了债转股方案并作出反应，并在公布债转股完成后的一段时间内完成了相应价值修复。我们对六家实施了债转股的建筑央企选取事件点前后七个交易日进行了 $\alpha$ 收益的追踪，其中中国中铁过程较为特殊单独说明，具体情况如下：

图 16：中国中铁停牌前后 7 个交易日  $\alpha$  收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：中国中铁发股购买资产过户完成日前后 7 个交易日  $\alpha$  收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国中铁在 2018 年 5 月至 8 月停牌期间完成对子公司引入第三方增资，以停牌日为 T 日，在 T 日前 7 个交易日累计  $\alpha$ （剔除了同期申万建筑装饰变动幅度，下同）达 2.13%，而在 T 日及后 7 个交易日累计  $\alpha$  达 -3.07%，或因停牌期较长市场环境发生较大变化（如期间的“资管新规”）从而导致资金抽离一定程度上冲击了债转股影响。

2019 年 9 月 12 日公告称完成其发股购买资产的过户，以公告发布后为 T 日，T 日前 7 个交易日累计  $\alpha$  为 -1.34%，T 日后 7 个交易日累计  $\alpha$  达 1.48%，合计累计  $\alpha$  为 0.14%。因此，在不考虑内幕消息情况下，市场对该消息产生一定的正面反馈。

表 4：以债转股完成公告为 T 日的  $\alpha$  收益（注：中国交建、中国电建在年报中披露）

建筑央企	中国铁建	中国建筑	中国核建	中国交建	中国电建
T-7	-0.34%	0.37%	0.50%	-2.25%	0.29%
T-6	0.51%	0.41%	0.10%	-0.43%	-0.13%
T-5	-0.16%	-0.72%	0.08%	0.58%	-0.68%
T-4	0.52%	0.70%	-0.85%	-0.74%	-2.49%
T-3	0.11%	-0.31%	-0.22%	0.68%	-1.11%
T-2	-0.17%	0.66%	-0.03%	0.21%	-0.04%
T-1	-0.96%	0.55%	-0.02%	-1.38%	0.06%
前 7 个交易日累计 $\alpha$	-0.49%	1.66%	-0.44%	-3.33%	-4.10%
T	1.60%	-0.34%	0.00%	-0.85%	-0.13%
T+1	-0.82%	-0.49%	0.60%	-0.54%	-0.09%
T+2	0.47%	0.51%	-0.65%	-1.17%	-0.46%
T+3	-0.58%	1.61%	-0.01%	0.42%	0.62%
T+4	0.12%	0.13%	-0.12%	0.08%	0.30%
T+5	0.02%	0.29%	0.23%	-0.63%	1.95%
T+6	-0.19%	0.15%	0.03%	0.48%	-0.41%
T+7	0.21%	2.84%	0.71%	-0.05%	-0.03%
T 日及后 7 个交易日累计 $\alpha$	0.83%	4.70%	0.79%	-2.26%	1.75%
合计累计 $\alpha$	0.34%	6.36%	0.35%	-5.59%	-2.35%

资料来源：wind，天风证券研究所

由上表可以看出，中国铁建、中国建筑、中国核建在观察期内均实现了正累计  $\alpha$ ，分别为 0.34%、6.36%、0.35%；T 日及后 7 个交易日累计  $\alpha$  皆为正，分别为 0.83%、4.70%、0.79%，尤其是在 T 日前 7 个交易日累计  $\alpha$  均小于 T 日及后 7 个交易日累计  $\alpha$ ，由此可见在不考



虑内幕消息情况下，市场对目标公司实施债转股存在着一定正面反馈。特别的，中国铁建T日当天还发布了子公司铁建重工或分拆上市，因此其 $\alpha$ 或并不全为债转股所解释。

中国交建、中国电建的债转股信息披露在当年年报中，以年报发布日为T日，观察期内累计 $\alpha$ 分别为-2.26%、1.75%，在T日及后7个交易日的累计 $\alpha$ 也并未实现正超额收益，或因年报中主要业绩因素对债转股因素形成一定扰动。

总体来说，在债转股预期落地、不考虑内幕消息的情况下，市场对于债转股有着相对积极的反应，体现在剔除特殊时期长期停牌的中国中铁及特殊公告日的中国交建和中国电建后，以事件点前后7个交易日为观察期内债转股建筑央企均实现了正累计 $\alpha$ ，且T日及后7个交易日的累计 $\alpha$ 显著超过T日前7个交易日的累计 $\alpha$ 。由于样本有限，较难得出究竟子公司层面债转股，还是子公司以下层面债转股对上市公司股价超额收益影响孰优的结论。

## 5. 财政和货币政策窗口期下，建筑央企国企有望迎来新发展机遇

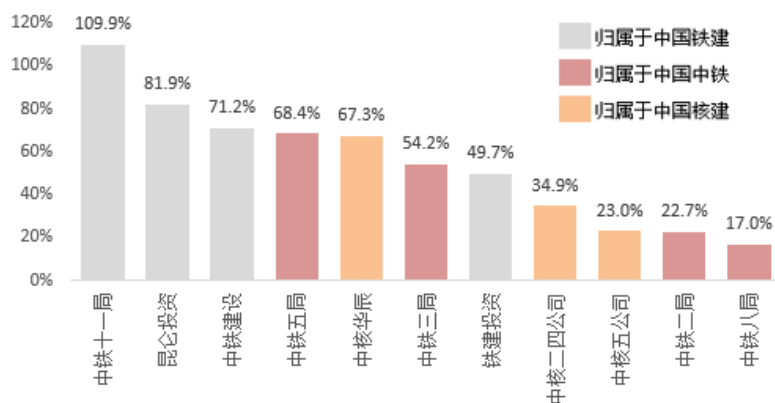
从上述分析来看，即使参与中国中铁转债股的金融机构并不存在以高溢价获取中国中铁上市公司股权的情况，但债转股的确对于建筑央企国企的资产负债率下滑起到了重要作用。结合疫情过后的扩内需相关政策，我们认为目前部分建筑央企龙头企业有能力、且有意愿实现业绩的二次扩充。这主要体现在以下几点：

**第一，债转股政策窗口期和流动性宽松下，存量负债有望妥善解决，建筑央企有望实现“轻装启程”。**前期多批债转股落地后，目前从模式成熟性和投资环境都有利于提升投资机构参与债转股的积极性。

从投资机构角度来看，前期多数参与债转股的投资机构有国有资产背景，对于投资回报要求相对较低，且目前低利率环境下，投资机构参与债转股的机会成本有所降低。

从建筑央企国企角度而言，前期债转股案例中涉及的相关一级子公司或更低级别子公司均取得了不同程度的资产增值，这对后续更多建筑企业通过旗下子公司进行债转股起到了一定的“估值锚”作用。此外目前对于央企国企债转股而言，是非常明显的政策窗口期，相关企业或充分把握这一时期降低杠杆率、提升经营效率。

图 18：建筑央企涉及债转股各子公司增值率（已披露）

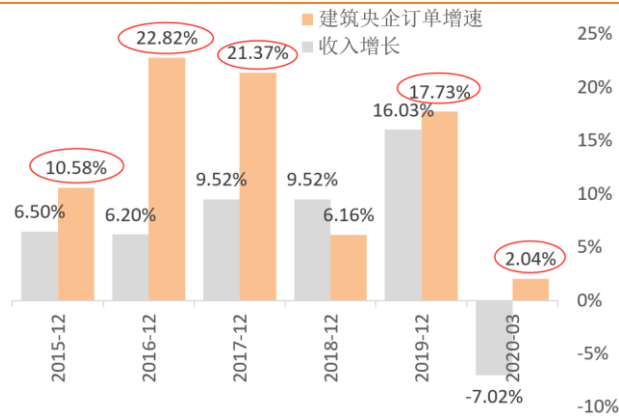


资料来源：Wind，天风证券研究所

**第二，建筑央企存量订单或存在“累库现象”，前期融资环境和国资委去杠杆要求导致收入难以释放，在前期因素弱化下，相关企业有能力加速业绩释放。**

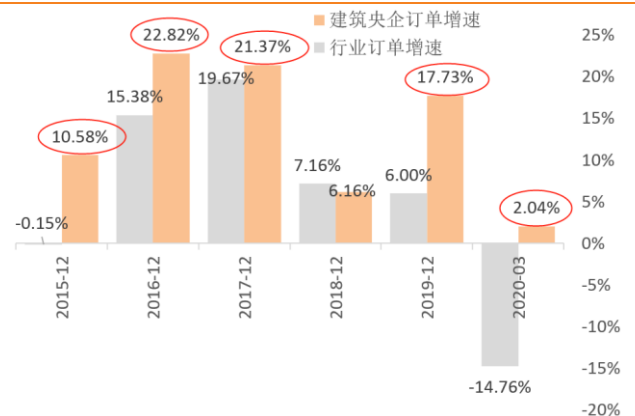
从2015年以来，中央通过多项政策逐步推动国有企业、地方政府等部门进入“去杠杆”阶段。可以看到从2015年到2020年Q1中，除了2018年外，八大建筑央企订单增速均显著大于同期收入增速，形成了一定的“累库现象”。此外，近年来建筑央企订单增速显著优于行业整体。

图 19：建筑央企订单增速与收入增速差别



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：建筑央企订单增速与行业订单增速差别



资料来源：wind，天风证券研究所

我们在以往报告多次提到，目前对于多数建筑央企国企龙头企业而言，可能需求端并不是主要矛盾，也就是说中央到底批了多少项目、形成了多少订单等并不是短期关注要点；短期内供给端才是业绩的主要驱动点，即目前流动性环境和企业自身情况是否允许企业将在手订单快速消化。

目前流动性环境持续宽松、债转股趋势快速推动的背景下，建筑央企前期项目融资困难以及存量债务结构问题将逐渐缓解，从而加速前期在手订单的业绩释放。短期内，社融、广谱利率等指标有望对行业业绩释放速度起到一定的指示作用。

第三，目前政策对于“扩内需、稳就业”意愿很足，而老基建和国内需求、稳就业息息相关。2020年政府工作报告上提出“就业优先政策要全面强化...财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业...千方百计稳定和扩大就业”、“加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元”等表述。建筑国企央企作为与农民工等主要就业群体息息相关的企业部门或将承担更重的责任。

此外，短期内中央政府资金在“扩大有效投资”中将扮演更为重要的作用。两会工作报告中提出“加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元”，且近期财政部《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》显示，中央财政向中国国家铁路集团注资 500 亿元，支持发行 500 亿元铁路建设债券用作资本金，加大沿海干线高铁、城际铁路和沿江高铁项目建设力度。

我们认为与中央中长期规划相关的重大项目领域将有望迎来一轮投资小高峰，有中央资金推动的大型建设项目仍旧为扩内需要点，建筑央企国企在这些项目上往往具有一定的对接优势。

## 6. 投资建议

从 2016 年年底至今，在越来越多央企国企债转股落地案例的示范作用下，更多高负债率央企国企有望利用政策窗口期，改善自身资产负债表结构，从而“轻装启程”。目前建筑央企中完成首次债转股的企业数量已经过半，且从近期公布年报情况来看，其资产负债率都出现显著下降。这将有效促进企业将在手订单的转化，以及后续订单承接能力的提升。建议关注年初以来估值提升相对滞后的中字头央企（中国中铁、中国铁建、中国建筑等）、地方国企（上海建工、隧道股份、高新发展等）。

## 7. 风险提示

我国固定资产投资增速下滑加速，政策落地不达预期，企业资金情况超预期收紧。

## 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