

化债政策点评

建筑行业率先受益化债，中央财政撬动增量需求可期

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 建筑装饰

◆ 投资评级：优于大市（调高）

证券分析师：任鹤 010-88005315
证券分析师：朱家琪 021-60375435

renhe@guosen.com.cn
zhujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040006
执证编码：S0980524010001

事项：

11月8日，第十四届全国人大常委会第12次会议通过了国务院提出的增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案。议案提出，在压实地方主体责任的基础上，**建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务**。为便于操作、尽早发挥政策效用，**新增债务限额全部安排为专项债务限额**，一次报批，分三年实施。另外，从2024年开始，**连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元**。同时也明确，2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。上述三项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

国信建筑观点：1) **建筑行业直接受益于化债政策：**增加地方债务限额置换存量隐性债务议案通过，地方政府有望加速对建筑企业的各类欠款的偿付，建筑企业资产质量将得到显著优化，建筑业将成为率先受益于化债政策的行业；2) **建筑企业PPP相关应收款将率先得到清偿：**对建筑企业而言，化债资金大概率将优先清偿PPP类隐性负债，对建筑企业报表内资产的利好顺序为长期应收款-应收账款-合同资产-其他非流动资产；3) **财政政策预计将更大力度支持基建投资：**财政部部长蓝佛安在11月8日的新闻发布会提出“我国还有较大的举债空间”，同时认可政府举债形成的交通、水利、能源等基础设施资产价值，明年将实施更加给力的财政政策，预计基建投资将得到更大力度的支持。

投资建议：建筑企业受益于化债政策，存量资产（尤其是长期资产）质量改善，表外风险下降，资产质量将得到显著提升。同时财政政策将更加积极发力刺激内需，通过中央财政资金补贴国家重大战略工程和重点领域安全能力建设工程，能够盘活专项债项目库，显著改善专项债缺项目问题，形成增量投资和实物工作量，托底建筑企业收入和利润增长。**我们认为建筑行业下游需求将得到显著改善，总体估值水平将持续提升，上调行业投资评级至“优于大市”，重点推荐：中国铁建、中国中铁、中国建筑、中岩大地、亚翔集成、太极实业。**

风险提示：地方政府化债推进不及预期，积极的财政政策发力不及预期，重大工程项目推进不及预期，海外不确定性导致宏观调控政策面临掣肘等风险。

重点公司盈利预测及投资评级

表1：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
601186.SH	中国铁建	优于大市	9.69	1,224	1.75	1.62	5.54	5.98
601390.SH	中国中铁	优于大市	6.80	1,556	1.36	1.31	5.00	5.19
601668.SH	中国建筑	优于大市	6.30	2,621	1.34	1.44	4.70	4.38
003001.SZ	中岩大地	优于大市	42.15	53	0.56	1.15	75.27	36.65
603929.SH	亚翔集成	优于大市	28.13	60	2.69	2.66	10.46	10.58
600667.SH	太极实业	优于大市	9.10	192	0.43	0.52	21.16	17.50

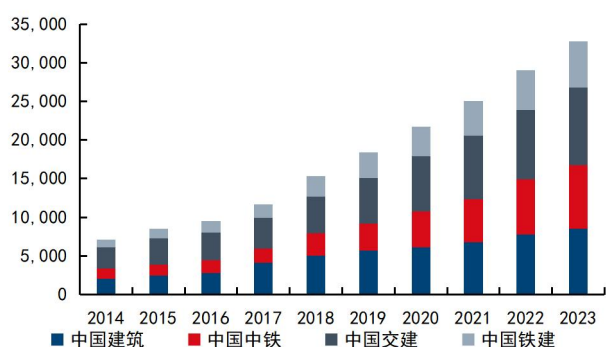
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

评论：

◆ 建筑行业直接受益于化债政策，建筑企业 PPP 相关应收款或率先得到清偿

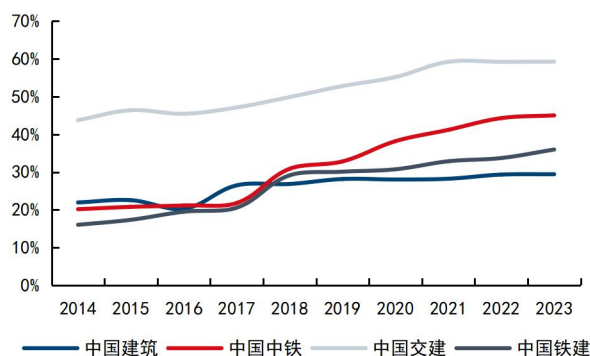
PPP 模式发展的驱动下，过去十年建筑企业流动资产占比下降，长期应收款、特许经营权资产快速膨胀。PPP 模式下，建筑公司与城投平台合资成立项目公司，由项目公司委托公司作为工程承包方，工程竣工交付后，由政府购买、可行性缺口补助、使用者付费的形式实现项目回款。PPP 类相关资产在回收周期、流动性、确定性等方面均次于传统施工业务的应收账款，因此市场会给予其一个更低的资产折价，进而导致更低的市净率水平；同时，由于 PPP 模式业务增加，相关资产膨胀速度高于收入增速，总资产周转率持续下降，对建筑企业净资产收益率亦产生较大压力。

图1：前四大建筑央企近十年非流动资产快速增加（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

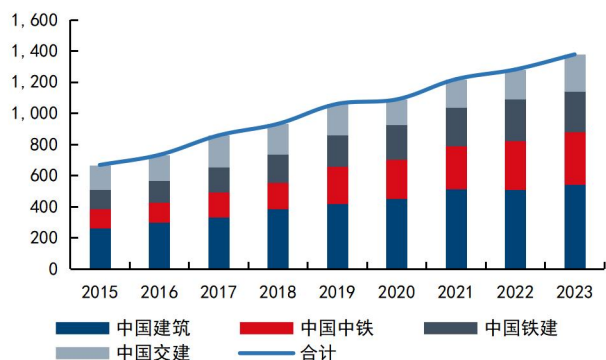
图2：前四大建筑央企非流动资产占比持续上升（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

PPP 模式投资长期拖累建筑企业自由现金流。前四大建筑央企在过去 8 年归母净利润持续增长，CAGR 为 9.5%，而自由现金流波动较大，2019 年后前四大建筑央企自由现金流明显下降，2019-2021 年 FCFF 累计净流出 298 亿元，三年 FCFF 与归母净利润的比值分别为 3.4%/-31.1%/0.4%。PPP 模式投资导致建筑企业投资现金流出增加和非现金收入增加，体现为资本开支持续增长和经营性资本的快速膨胀，最终导致建筑企业自由现金流与净利润匹配度下降。

图3：前四大建筑央企归母净利润变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：前四大建筑央企自由现金流量变化（单位：亿元）



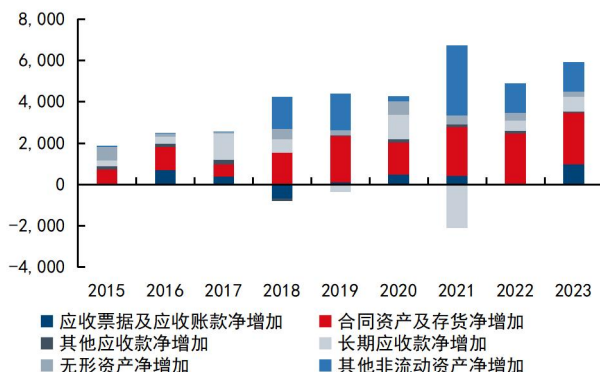
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：前四大建筑央企构建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：前四大建筑央企各类经营性资本净增加（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

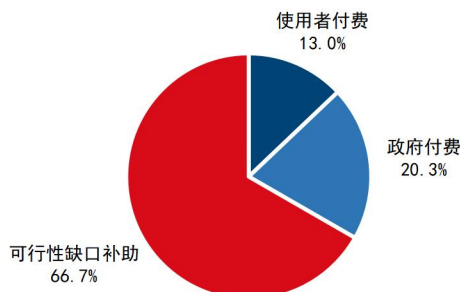
PPP 项目的潜在支出责任是典型的地方政府隐性债务。PPP 模式通过风险分担、利益分配的方式鼓励社会资本参与政府项目投资，不仅能够解决地方政府资金短缺问题，而且给予社会资本更多投资渠道。但在我国实际操作中，社会资本以央国企为主，民间资本参与度较低，同时部分 PPP 项目审批不严，在实施工程中存在 BT（建造-移交）、明股实债、财政兜底、F+EPC（融资-工程总承包）等方式形成地方政府隐性债务。截至 2023 年 2 月，存量 PPP 项目投资额 20.86 万亿元，其中仅 13% 的项目收入来源为使用者付费，其余 87% 均需要政府承担全部或部分支付责任。假设 PPP 项目投资额中 50% 构成政府债务或潜在支出责任，则政府需要支付的 PPP 相关款项规模达到 10 万亿以上，其中包含较大规模的隐性债务。

图7：PPP 项目累计投资额（单位：万亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

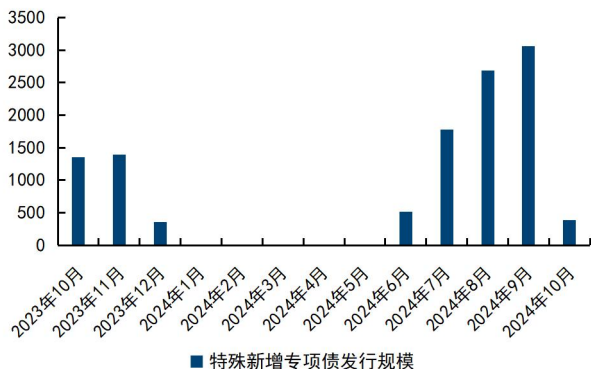
图8：存量 PPP 项目回报机制结构（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

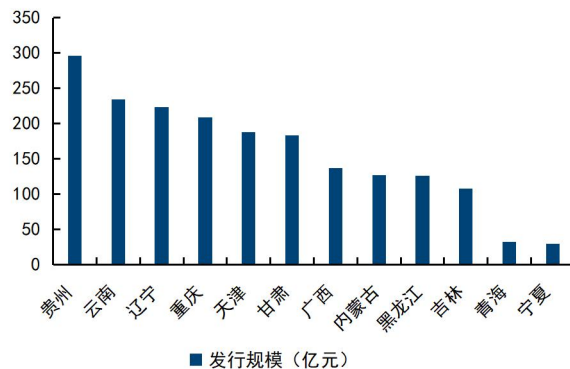
10 万亿化债政策出台，地方政府有望加速对建筑企业的各类欠款的偿付。本次化债方案提出，从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。特殊新增专项债资金用途仍为政府投资项目，但没有披露项目相关资料，部分特殊新增专项债甚至未披露具体投向项目名称，仅标明为政府投资项目或明确用途为“存量”项目，可以认为是用于置换“隐性负债”。截至 2024 年 10 月 22 日，今年已披露 77 只“特殊”新增专项债（含拟发行），发行规模合计 8429.7 亿元。随着一揽子化债政策落地实施，地方政府有望加速对建筑企业的各类欠款的偿付，建筑企业资产质量将得到显著优化，建筑业将成为率先受益于化债政策的行业。

图9：特殊新增专项债发行情况（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

图10：重点化债省份特殊新增专项债发行规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，国信证券经济研究所整理

建筑企业 PPP 相关应收款将率先得到清偿。建筑企业在手 PPP 相关资产中，根据项目回报模式分类，政府购买/可行性缺口补助部分形成的资产计入“长期应收款”科目，使用者付费部分资产计入“无形资产-特许经营权”科目，在建设期末未完工的 PPP 工程项目资产计入“其他非流动资产”科目。结合上文分析，我们判断化债资金将优先清偿已经投入运营且政府明确具有潜在支付责任的 PPP 项目欠款，对建筑企业报表内资产的利好顺序为长期应收款→应收账款→合同资产→其他非流动资产。从上市公司报表指标上看，大千生态、成都路桥、蒙草生态、中钢国际、安徽建工长期应收款占总资产的比重较大，中国交建、中国铁建长期应收款绝对规模较大。

图11：上市建筑企业长期应收款及应收账款占总资产的比重对比（单位：亿元）

证券代码	证券简称	长期应收款	应收票据及应收账款	资产总计	长期应收款/总资产	(长期应收款+应收账款)/总资产
603955.SH	大千生态	11.2	4.7	27.4	41.0%	58.3%
002628.SZ	成都路桥	26.0	10.8	71.1	36.5%	51.8%
300355.SZ	蒙草生态	43.8	33.3	154.8	28.3%	49.8%
000928.SZ	中钢国际	62.8	49.0	266.0	23.6%	42.0%
600502.SH	安徽建工	366.1	472.5	1,760.8	20.8%	47.6%
600820.SH	隧道股份	310.3	210.8	1,604.6	19.3%	32.5%
002775.SZ	文科股份	11.1	11.0	60.8	18.3%	36.4%
603081.SH	大丰实业	13.9	15.0	79.8	17.4%	36.2%
002663.SZ	普邦股份	7.8	8.9	52.2	14.9%	32.0%
601800.SH	中国交建	2,597.8	1,387.6	18,648.5	13.9%	21.4%
002431.SZ	棕榈股份	26.4	19.9	192.7	13.7%	24.0%
603717.SH	天域生物	4.2	3.6	33.1	12.7%	23.4%
000065.SZ	北方国际	28.4	42.0	242.6	11.7%	29.0%
603815.SH	交建股份	11.3	40.9	103.3	10.9%	50.5%
601611.SH	中国核建	219.1	453.8	2,255.0	9.7%	29.8%
000498.SZ	山东路桥	109.5	168.7	1,470.8	7.4%	18.9%
601618.SH	中国中冶	533.2	1,839.1	7,555.5	7.1%	31.4%
601186.SH	中国铁建	1,207.2	1,817.1	17,458.4	6.9%	17.3%
600039.SH	四川路桥	167.2	245.7	2,448.8	6.8%	16.9%
600970.SH	中材国际	36.3	111.7	562.2	6.5%	26.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

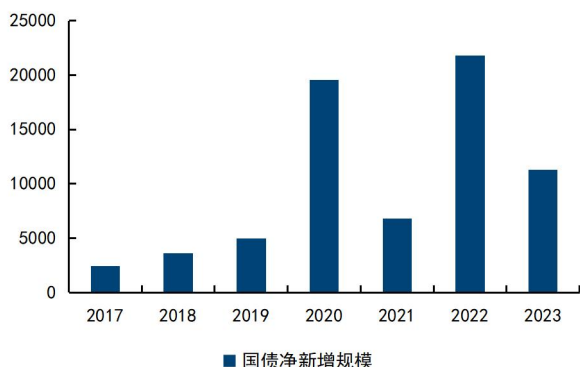
◆ 财政政策预计将更大力度支持基建投资

将实施更加积极的财政政策。10月8日新闻发布会上，财政部部长蓝佛安表示：“目前我们正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。目前，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。隐性债务置换工作，马上启动。发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障

性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。”结合明年的经济社会发展目标，将实施更加积极的财政政策，主要包括增加赤字、扩大专项债发行规模和使用范围、继续发行超长期特别国债等。

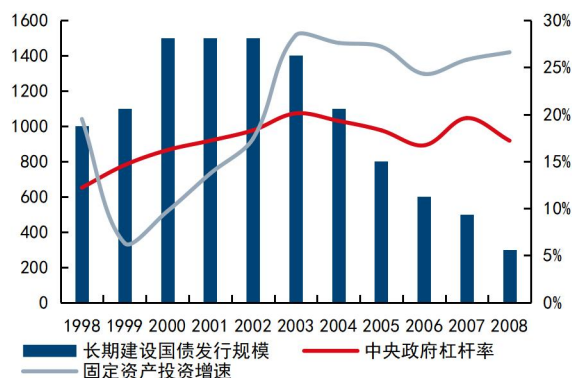
超长期特别国债继续加码，将持续作为中央财政支持基建的核心手段。超长期特别国债不纳入一般公共预算，不计入赤字率，融资成本低，发行期限为10年以上，适合用于投资额大、回报周期长的重大战略项目。回顾历史，1998-2008年中国累计发行1.13万亿元长期建设国债，用于应对亚洲金融危机带来的经济增速下滑、出口回落、物价水平下降问题，1997-1999年中央财政总支出分别同比增长10.4%/100.2%/22.0%，中央政府杠杆率持续提升，带动固定资产投资快速回暖。超长期特别国债有望发挥类似世纪之初长期建设国债的作用，作为中央财政加杠杆的核心工具，驱动全社会投资加速回暖。

图12: 近年来国债净新增规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 财政部, 国信证券经济研究所整理

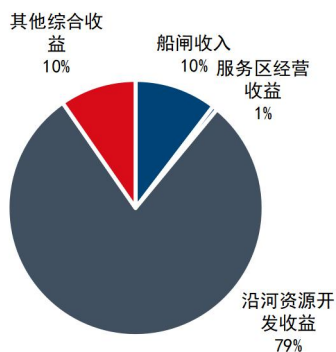
图13: 长期建设国债发行规模及投资增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 财政部, 国信证券经济研究所整理

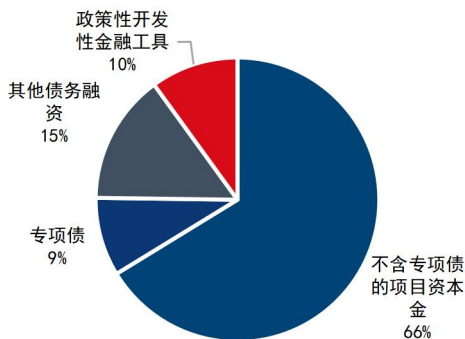
中央财政预计将积极发力重大工程项目建设。今年以来由于优质专项债项目储备不足，专项债发行在上半年明显滞后，而下半年专项债扩大使用范围到设备以旧换新等非基建领域才得以提速发行。而通过中央财政资金补贴不能收支平衡的专项债项目（典型项目如平陆运河），能够使原本无法实现盈亏平衡的项目成为盈利项目，进而盘活专项债项目库，刺激地方政府加大投资力度。同时国家重大战略工程项目的中央财政补贴是事后补贴而非直接投资，前期资金来源仍然是地方政府和产业资本，这种安排有利于增强中央财政资金对地方财政和产业资本的撬动作用。**预计未来的重点支持方向将集中在重大水利工程、铁路公路干线工程、边境交通工程、粮食安全工程、水电核电工程等领域。**

图14: 平陆运河项目本身经营收益仅占11%，项目本身难以实现收支平衡 (单位: %)



资料来源: 平陆运河项目实施方案, 国信证券经济研究所整理

图15: 平陆运河建设引入较大规模的社会资本投资, 不含专项债的项目资本金占比达66% (单位: %)



资料来源: 平陆运河项目实施方案, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

建筑企业受益于化债政策，存量资产（尤其是长期资产）质量改善，表外风险下降，资产质量将得到显著提升。同时财政政策将更加积极发力刺激内需，通过中央财政资金补贴国家重大战略工程和重点领域安全能力建设工程，能够盘活专项债项目库，显著改善专项债缺项目问题，形成增量投资和实物工作量，托底建筑企业收入和利润增长。我们认为建筑行业下游需求将得到显著改善，总体估值水平将持续提升，上调行业投资评级至“优于大市”，重点推荐：中国铁建、中国中铁、中国建筑、中岩大地、亚翔集成、太极实业。

◆ 风险提示：

地方政府化债推进不及预期，积极的财政政策发力不及预期，重大工程项目推进不及预期，海外不确定性导致宏观调控政策面临掣肘等风险。

相关研究报告：

- 《建筑行业周观点-积极因素逐步累计，景气度边际好转》——2024-08-26
- 《建筑行业 8 月投资策略-行业新订单低迷，央企龙头优势增强》——2024-08-15
- 《建筑行业周观点-行业基本面预计全年偏弱，建议关注央企龙头》——2024-08-12
- 《建筑行业周观点-基建年内承压，推荐细分专业赛道龙头》——2024-07-29
- 《建筑行业周观点-三中全会《决定》发布，改革孕育行业中长期发展红利》——2024-07-22

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032