

建筑装饰

化债政策靴子落地，建筑企业如何受益？

证券研究报告

2024年11月29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

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001

wangtao@tfzq.com

任嘉禹

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524070001

renjiayu@tfzq.com

蹇青青

联系人

jianqingqing@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《建筑装饰-行业研究周报:化债资金加速落地,继续沿央企估值修复+成长叠加顺周期主线布局》 2024-11-24
- 《建筑装饰-行业研究周报:基建延续发力,继续看好投资链景气度》 2024-11-17
- 《建筑装饰-行业点评:数据验证基建投资景气上行,关注化债资金落地节奏》 2024-11-16

化解经营性债务的重要性有望提升，央企财报仍有修复空间

全国人大常委会决议拟一次性增加6万亿地方政府专项债务限额(3年)用于化债,且未来5年每年发行的新增专项债中拿出8000亿化债,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,多措并举下,2028年前地方政府需要化解的隐债从14.3万亿降至2.3万亿,且5年利息支出有望减少6000亿。回顾过去几轮化债,我们认为本轮化债中经营性债务化解的重要性有望提升,化债直接用于增加地方化债资源为10万亿元,我们测算建筑行业对应化债的资金为1.73万亿元。且过去政策更多引导央企对民企的优先清偿,若后续政府对央企清欠加速,将有利于建筑央企的报表修复。

建筑企业应收解析：地方国企的化债修复空间相对较大

应收方面,我们按照五个资产大类(应收票据及应收账款、合同资产、其他应收款、长期应收款、其他非流动资产)来统计建筑企业的应收项目。18年以来建筑应收规模及占比均持续提升,截至23年SW建筑装饰企业的应收类项目合计6.6万亿,占总资产的比例为46.2%,较18年+11pct,其中合同资产、应收账款分别为2.2、1.8万亿。分企业类型来看,2020年开始地方国企的应收占比提升明显,央企稳中有升,民企则“先升后降”,至2023年央企、地方国企、民企的应收占其总资产比例分别为43.0%、60.9%、55.9%,较2018年分别+8.1、+27.6、+10.1pct。从减值角度,民营企业 and 地方国企减值损失的比例相对较高,22-23年信用减值损失金额一度超过净利润的1倍以上,我们预计在本轮化债中有望更加受益。

化债发力，如何影响建筑公司的基本面和估值？

- 增加利润：**我们测算未来三年减值冲回+利息节约有望给SW建筑装饰企业带来的潜在归母净利润增量为年均298.1亿元,占23年整体归母净利润的比例为14.6%,其中,央企、地方国企、民企的潜在利润增量空间分别为187.4、77.7、36.7亿元。
- 修复估值：**截至11月22日,央企、地方国企、民企对应24Q3静态PB分别为0.67、1.42、1.62,央企资产折价显著。若我们假设市场给予央企的资产折价全部集中在应收账款类资产,则当前市值及PB所隐含的央企应收类资产折价率约为22.2%。在化债政策作用下,我们测算央企应收类资产PB修复到1倍所对应的市值上升空间约为49.5%。
- 提高分红：**我们预计化债资金落地后有望加速建筑企业的应收账款周转,减少建筑企业的超付情况,从而增强建筑企业分红意愿和能力。

投资建议

我们认为四季度基建投资或有望超预期,化债政策落地有望带动建筑央企基本面改善及报表修复,且地方国企的化债受益弹性相对较大,建议关注有望充分受益于本轮化债政策落地的基建产业链相关标的,重点推荐区域高景气的弹性地方国企**陕建股份、安徽建工、四川路桥、山东路桥**等,建议关注长账龄应收账款占比相对较高的**新疆交建、北新路桥、龙建股份、浙江建投**等;建筑央企方面,我们判断化债有望进一步提升央企分红的动力和意愿,重点推荐**中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建**等。

风险提示：基建&地产投资超预期下行、测算具有主观性、化债资金落地进度不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-11-28	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600248.SH	陕建股份	4.44	买入	1.05	1.04	1.18	1.36	4.23	4.27	3.76	3.26
600502.SH	安徽建工	4.94	买入	0.91	0.92	1.00	1.08	5.43	5.37	4.94	4.57
600039.SH	四川路桥	7.31	买入	1.03	0.86	0.95	1.05	7.10	8.50	7.69	6.96
000498.SZ	山东路桥	6.29	买入	1.47	1.53	1.69	1.89	4.28	4.11	3.72	3.33
600820.SH	隧道股份	6.77	买入	0.93	0.96	1.06	1.18	7.28	7.05	6.39	5.74
601668.SH	中国建筑	5.97	买入	1.30	1.25	1.30	1.35	4.59	4.78	4.59	4.42
601186.SH	中国铁建	9.21	买入	1.92	1.61	1.62	1.63	4.80	5.72	5.69	5.65
601800.SH	中国交建	10.53	买入	1.39	1.55	1.71	1.91	7.58	6.79	6.16	5.51
601390.SH	中国中铁	6.39	买入	1.35	1.26	1.29	1.31	4.73	5.07	4.95	4.88
601618.SH	中国中冶	3.33	买入	0.42	0.35	0.38	0.42	7.93	9.51	8.76	7.93
601117.SH	中国化学	8.07	买入	0.89	0.93	1.02	1.11	9.07	8.68	7.91	7.27
601669.SH	中国电建	5.58	买入	0.75	0.75	0.84	0.96	7.44	7.44	6.64	5.81
601611.SH	中国核建	8.62	增持	0.68	0.74	0.83	0.93	12.68	11.65	10.39	9.27
601868.SH	中国能建	2.33	买入	0.19	0.21	0.23	0.25	12.26	11.10	10.13	9.32

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 估算建筑化债资金约 1.7 万亿，其中央/国/民企分别 1.3 /0.4/0.1 万亿.....	4
1.1. 回顾过去几轮化债，本轮化债中经营性债务化解重要性或将显著提升	4
1.2. 未来 5 年直接增加地方化债资源 10 万亿，央国企报表修复或弹性更大.....	5
2. 建筑企业应收款项解析：地方国企应收提升显著.....	8
2.1. 建筑公司应收款项的组成及历史变化.....	8
2.2. 建筑应收款的安全性研究.....	12
3. 建筑企业应付款项解析：央国企应付类款项增速较快.....	15
4. 化债发力，如何影响建筑公司的基本面和估值？.....	17
4.1. 对利润的影响：减值冲回+利息节约，年均有望带来约 300 亿利润增量.....	17
4.2. 对资产质量的影响：央企应收类资产有望迎来估值修复.....	18
4.3. 对分红的影响：增强建筑企业的分红意愿和能力.....	19
5. 投资建议.....	20
6. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：2015-2018 年发行的地方政府置换债规模（万亿元）.....	4
图 2：2020 年以来发行的特殊再融资债规模.....	5
图 3：3566 家城投公司总资产及总负债（万亿元）.....	6
图 4：3566 家城投公司总资产负债率.....	6
图 5：3566 家城投公司应付款项合计及同比.....	6
图 6：3566 家城投公司应付款项合计/总负债.....	6
图 7：九大建筑央企历年市占率变化.....	7

图 8: 建筑企业应收账款的形成过程	8
图 9: 2023 年中国建筑合同资产原值细分项目占比	8
图 10: 2023 年中国交建合同资产原值细分项目占比	8
图 11: 2023 年中国建筑长期应收款原值细分项目占比	9
图 12: 2023 年中国交建长期应收款原值细分项目占比	9
图 13: 2023 年中国建筑其他非流动资产原值细分项目占比	9
图 14: 2023 年中国交建其他非流动资产原值细分项目占比	9
图 15: 2018-2023 年建筑应收项目占总资产比例	10
图 16: 2018-2023 年建筑应收项目增量/当年营业收入	10
图 17: 2018-2023 年建筑企业应收票据及账款占总资产比例	11
图 18: 2020-2023 年建筑企业合同资产占总资产比例	11
图 19: 2018-2023 年建筑企业其他应收款占总资产比例	11
图 20: 2018-2023 年建筑企业长期应收款占总资产比例	11
图 21: 2018-2023 年建筑企业其他非流动资产占总资产比例	11
图 22: 2023 年 SW 建筑装饰板块应付款项构成	15
图 23: 18-23 年 SW 建筑装饰板块总负债 (万亿)	15
图 24: 18-23 年 SW 建筑装饰板块应付类合计 (万亿)	15
图 25: 18-23 年 SW 建筑装饰板块应付类合计/总负债	16
图 26: 19-23 年 SW 建筑装饰板块应付类增量/营业成本	16
图 27: 重点建筑公司应付类财务数据分析	16
图 28: 2019-2023 年净现金流量-现金分红总额 (亿元)	19
表 1: 近年来关于解决拖欠企业账款的部分政策文件	7
表 2: 2023 年建筑企业应收项目统计及占比	10
表 3: 建筑公司信用及资产减值损失绝对值占比情况	12
表 4: 建筑公司信用及资产减值损失绝对值占归母净利润比例	12
表 5: 9 家建筑央企 3 年以上账龄的应收账款原值规模及占比	12
表 6: 15 家地方国企应收账款规模及占比	13
表 7: 建筑央企及地方国企应收账款同比变化情况	14
表 8: 化债对建筑企业归母净利润的影响测算	17
表 9: 建筑企业的净资产折价情况	18
表 11: 建筑央企的应收账款类资产的折价率测算	18
表 11: 建筑央企估值水平	20
表 12: 代表性建筑央企的应收、减值情况统计 (亿元)	21

1. 估算建筑化债资金约 1.7 万亿，其中央/国/民企分别 1.3 /0.4/0.1 万亿

1.1. 回顾过去几轮化债，本轮化债中经营性债务化解重要性或将显著提升

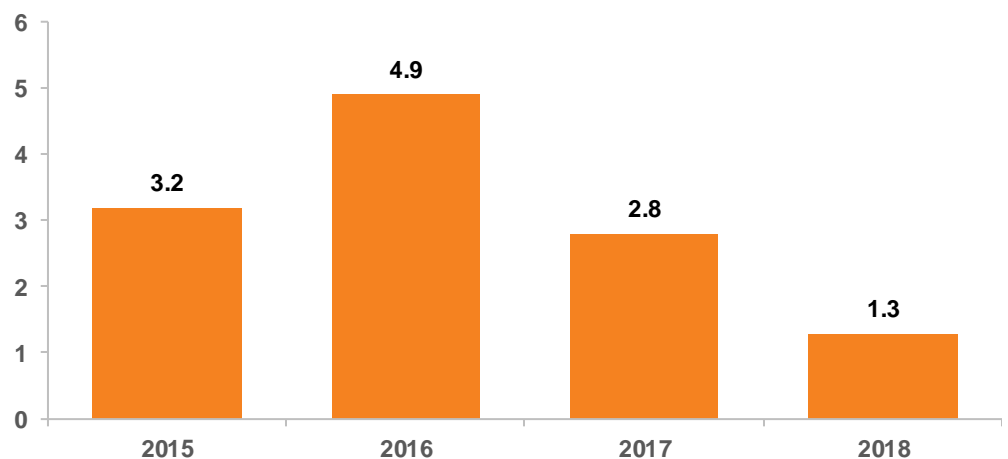
2018 年中共中央国务院发布中发〔2018〕27 号文，明确了隐性债务的定义，对政府债务进行分类，包括显性债务、隐性债务、关注类债务和企业自身债务。其中，地方政府隐性债务，是指地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。隐性债务的核心特征有三点：1) 决策主体是地方政府；2) 资金用途是公益性项目建设；3) 偿债资金来源于政府财政资金。隐性债务主要包括融资平台为公益性项目的融资、政府提供担保的债务，以及政府购买服务、政府和社会资本合作(PPP)、政府投资基金违规融资等，其中融资平台涉及的隐性债务规模最大。

从 2015 年起，我国共开展了五个阶段的隐性债务化债。

➤ 1、2015-2018 年：地方政府债务置换

2014 年版新《预算法》赋予地方政府通过发行地方政府债券进行举债的权力，根据中央政府的统一安排，地方政府通过发行地方政府债券的方式置换非债券形式的存量政府债务。2015-2018 年，地方政府累计发行 12.2 万亿元置换债券。经过置换，2018 年年末地方政府债务平均利率比 2014 年末降低约 6.5 个百分点，累计节约利息约 1.7 万亿元。

图 1：2015-2018 年发行的地方政府置换债规模（万亿元）



资料来源：21 经济网，天风证券研究所

➤ 2、2019 年：建制县隐性债务化解试点

2019 年监管部门已完成了隐性债务的摸底统计，经过摸底后发现，隐性债务集中在县区，部分区县债务压力较大，建制县隐性债务化解试点由此推出。具体而言，地方政府向监管部门上报方案，批准后即可纳入试点，纳入试点后可发行地方政府债券（省代发）置换部分隐性债务。纳入试点的主要是贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁六省（自治区）的部分县及县级市，2019 年六省份合计发行 1427 亿债券用于置换。

➤ 3、2020.12-2021.9：建制县隐性债务化解试点扩容

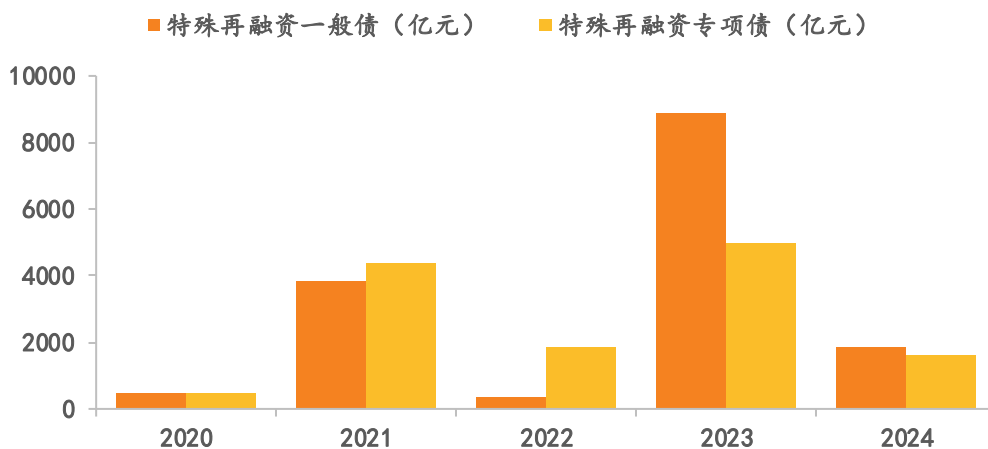
2020 年末，在第一批建制县隐性债务化解试点工作顺利开展的背景下，建制县隐性债务化解试点进一步扩容，化债工具为特殊再融资债券，主要用于偿还存量债务。2020 年 12 月-2021 年 9 月，用于建制县区隐性债务风险化解试点的特殊再融资债券发行规模合计 6128 亿。

➤ 4、2021-2022 年：全域隐性债务清零试点

2021 年 10 月后特殊再融资债券用于奖励债务管控好的地区。2021 年-2022 年，北京、上

海、广东三省份合计发行了 5042 亿该类债券，用于置换隐性债务，助力三省份隐性债务清零。

图 2：2020 年以来发行的特殊再融资债规模



注：2024 年数据统计范围为 2024 年 1 月 1 日-2024 年 9 月 30 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ 5、2023.10-至今：一揽子化债

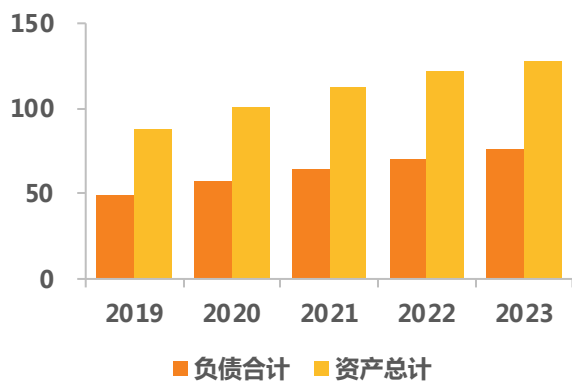
2023 年 7 月中央政治局会议明确要制定一揽子化债方案，此后多个省份发行了特殊再融资债券和特殊新增专项债券用以偿还存量债务，2023 年 10 月以来，各地合计发行特殊再融资债券超 1.5 万亿元。2023 年财政部安排了超过 2.2 万亿元地方政府债券额度，2024 年以来财政部安排了 1.2 万亿元债务限额，用以支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款。

第 2-4 轮化债核心在于对隐性债务进行置换，去年 10 月以来的这轮化债范围进一步扩大。国办“35 号文”中贷款、债券、非标等金融债务均纳入融资平台债务中，债务化解范围逐步覆盖经营性债务。进入 2024 年以来，《2024 年政府工作报告》、二十届三中全会等多次强调要分类推动地方融资平台转型，建立化解隐性债务风险长效机制，该化债方式指将具有稳定现金流的项目债务合规转化为企业经营性债务，政府不再承担还本付息责任。我们认为，此轮化债中经营性债务化解有可能被提到较为重要的位置。

1.2. 未来 5 年直接增加地方化债资源 10 万亿，央国企报表修复或弹性更大

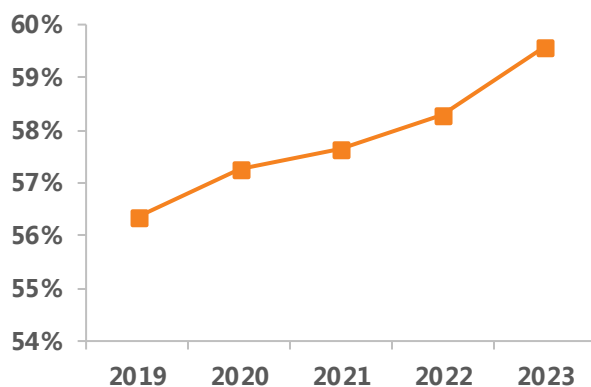
近五年城投公司应付账款规模逐步增长，2023 年达到 26.26 万亿元，占当期总负债的 34.55%。我们统计了 3566 家城投公司 2023 年相关财务数据，截至 2023 年末，全国城投公司总负债规模 75.99 万亿元，同比增长 7.4%，总资产规模 127.54 万亿元，同比增长 5.0%，城投公司总负债规模持续扩大，增速超过总资产的增速，导致资产负债持续走高。2023 年，全国城投公司总资产负债率达到 59.58%，同比增长 1.3pct。2019-2023 年，城投公司应付款项合计（含应付账款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期应付款）逐步增长，2022 年以来增幅有所放缓，2023 年城投公司应付款项合计达 26.26 万亿元，同比增长 9.95%。从近五年城投公司应付款项合计/总负债指标来看，2020-2023 年这一比值逐步增长，2023 年为 34.55%，同比增长 0.81pct。

图 3：3566 家城投公司总资产及总负债（万亿元）



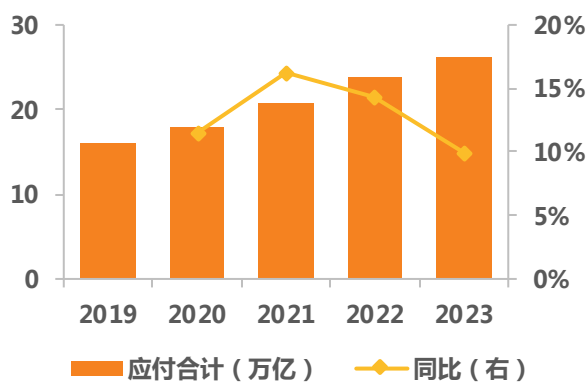
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：3566 家城投公司总资产负债率



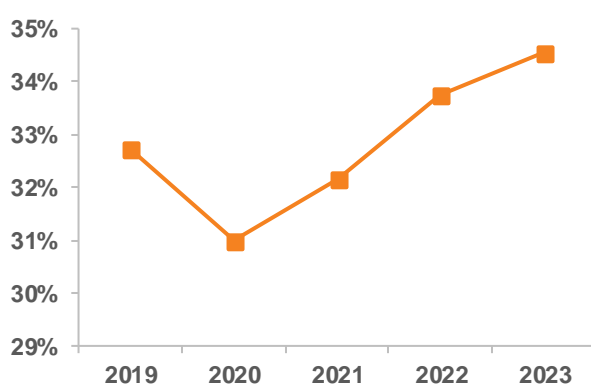
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：3566 家城投公司应付款项合计及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：3566 家城投公司应付款项合计/总负债

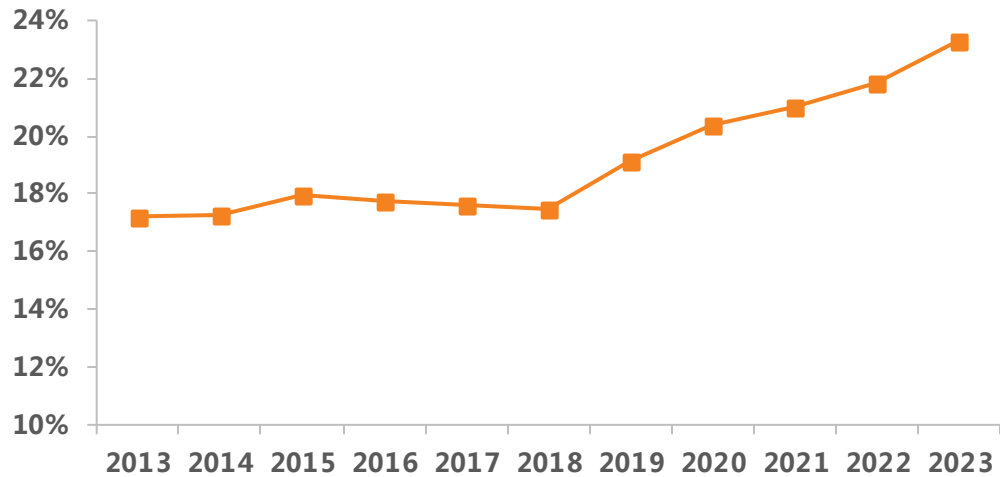


资料来源：Wind，天风证券研究所

本轮化债直接用于增加地方化债资源为 10 万亿元，我们测算，建筑行业对应化债资金为 1.73 万亿元。近来刚结束的全国人大常委会决议通过，拟一次性增加 6 万亿地方政府专项债务限额（3 年）用于化债，且未来 5 年每年发行的新增专项债中拿出 8000 亿化债，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，多措并举下，2028 年前地方政府需要化解的隐债从 14.3 万亿降至 2.3 万亿，化债压力大大减轻，且 5 年利息支出有望减少 6000 亿。我们按照直接用于增加地方化债资源的 10 万亿元计算，2023 年城投公司应付款项合计/总负债为 34.55%，据此估算用于清欠账款的额度为 3.46 万亿元，假设其中 50%用于建筑行业应收账款清偿，则建筑行业对应化债资金为 1.73 万亿元。

建筑行业对应化债资金若为 1.73 万亿，我们测算建筑央企/地方国企/民营等其他建筑企业有望分别获得 1.3/0.4/0.1 万亿，且建筑央企市占率集中趋势明显，实际获得的化债资金有望持续增加。建筑央企近年来市场份额提升加速，九大建筑央企营业收入市场份额从 2018 年 17.5%提升至 2023 年的 23.3%。2015-2023 年，国有建筑企业（含央企）总产值占全国建筑总产值的比重由 30.4%提高到 2023 年的 42.4%；民营建筑业由近 70%下降到 2023 年的不足 60%。2023 年建筑央企/国企/民企应收款项占比分别为 75%/20.3%/4.6%，假设建筑行业 1.73 万亿化债资金按照应收款项占比分配在这三类所有制建筑企业中，则建筑央企获得 1.3 万亿、地方国企获得 0.4 万亿，民营等其他建筑企业获得 0.1 万亿。考虑到建筑央企扎实的内生增长动能以及融资和管理优势，同时新一轮国企改革聚焦于效率和科技创新，我们预计央企市占率集中趋势有望持续显现。

图 7：九大建筑央企历年市占率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

在化债资金偿还顺序上，从过去的政策文件上看，央国企对民企的清欠相对优先，例如，2024 年 10 月 18 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于解决拖欠企业账款问题的意见》明确提到，要健全防范化解大型企业拖欠中小企业账款的制度机制，并加强执法监督。督促国有企业规范和优化支付管理制度。要优化拖欠中小企业账款投诉管理运行机制，建立全国统一的违约拖欠中小企业款项登记（投诉）平台。我们认为，过去政策引导央国企对民企的优先清偿，而政府对央国企的清欠相对较为滞后，若后续政府对央国企清欠加速，将有利于央国企报表修复。

表 1：近年来关于解决拖欠企业账款的部分政策文件

时间	部门	文件	主要内容
24.10.18	中共中央办公厅、 国务院办公厅	《关于解决拖欠企业 账款问题的意见》	定期检查资金到位情况、跟踪资金拨付情况。完善工程价款结算制度。加强政府采购支付监管。要健全防范化解大型企业拖欠中小企业账款的制度机制，并加强执法监督。督促国有企业规范和优化支付管理制度。要优化拖欠中小企业账款投诉管理运行机制，建立全国统一的违约拖欠中小企业款项登记（投诉）平台。健全投诉督办约束机制。
24.8.27	最高人民法院	《关于大型企业与小 微企业约定以第三方 支付款项为付款前提 条款效力问题的批复》	《批复》对大型企业和中小企业之间以第三方支付款项作为付款条件的约定，在效力上予以否定性评价，并对相关条款无效后如何确定付款期限和违约责任作出规定，体现了依法保障中小企业公平参与市场竞争，维护中小企业合法权益的鲜明态度。有利于推动解决大型企业拖欠中小企业账款问题，对于畅通中小企业司法救济渠道，统一案件裁判标准，激发市场活力均具有重要意义。
23.9.20	国务院常务会议	《清理拖欠企业账款 专项行动方案》	省级政府要对本地区清欠工作负总责，抓紧解决政府拖欠企业账款问题，解开企业之间相互拖欠的“连环套”，央国企要带头偿还。要突出实质性清偿，加强政策支持、统筹调度和监督考核，努力做到应清尽清，着力构建长效机制。
23.7.28	国家发展改革委	《关于实施促进民营 经济发展近期若干举 措的通知(发改体改 [2023]1054号)》	将由审计部门接受民营企业反映的欠款线索，加强审计监督，让民营企业清清楚楚地知道被拖欠账款可以向什么部门反映。

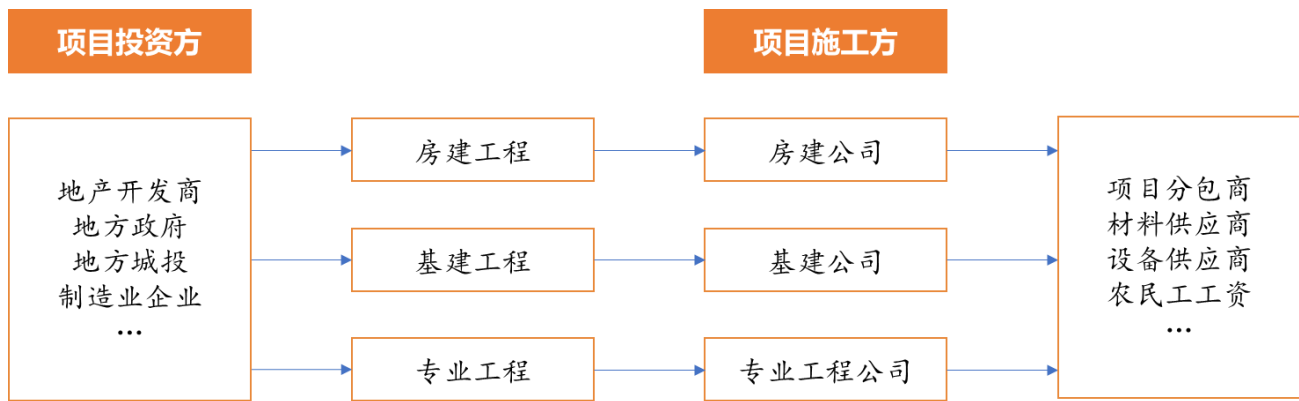
资料来源：中央政府网，最高人民法院官网，人民网，国家发改委官网，天风证券研究所

2. 建筑企业应收款项解析：地方国企应收提升显著

2.1. 建筑公司应收款项的组成及历史变化

从经营层面整体来看，建筑行业的应收项目大致包括三类：第一类，是总承包方对建设方的应收账款；第二类，是分包商或供货商对总承包方的应收账款；第三类，是供货商对分包商的应收账款。其中，政府的隐性负债直接体现在第一类应收项目，也就是政府及各地城投公司作为项目业主方来进行投资建设，应该支付给建筑公司的工程款。而第二类和第三类应收，则是资金链条往下游传导后，应由总包建筑企业支付给分包商的工程款以及供应商的材料款、设备款等，区别主要在于建筑公司在项目开展中所扮演的角色不同（项目总包、分包或材料供应商）。通常情况下，建筑企业开展的工程业务实施周期较长，在过程中按照完工进度百分比进行收入确认，过程中进度款 70%-85%。

图 8：建筑企业应收账款的形成过程



资料来源：精工钢构公司公告，丁祖昱评楼市微信公众号，河北省城市建设投融资协会微信公众号，天风证券研究所

如果从报表层面来看，我们统计的建筑企业应收项目主要包括五个资产大类，分别是应收票据及应收账款、合同资产、其他应收款、长期应收款、其他非流动资产。

1) **应收票据和应收账款**：主要指在经营过程中因提供新建、扩建、改建、劳务等业务，应向购买单位收取的款项，这部分代表的是企业无条件收取合同对价的权利。

2) **合同资产**：主要指建筑企业已经签订了项目合同，但按照工程进度还未履约完成确认收入的部分，也是业主欠款的重要组成部分。随着新会计准则调整后，合同资产从存货中分离出来单独统计。以中国建筑为例，23 年合同资产原值为 6677.9 亿元（账面价值 3349.5 亿元，主要剔除了减值准备 140.7 亿元，同时 3187.7 亿元计入了其他非流动资产和无形资产），其中来自业主未确认投资项目款、工程承包项目、未到期质保金占比达 95.5%。中国交建 23 年合同资产原值 1722.9 亿元，其中已完工未结算部分占比高达 91.4%。

图 9：2023 年中国建筑合同资产原值细分项目占比

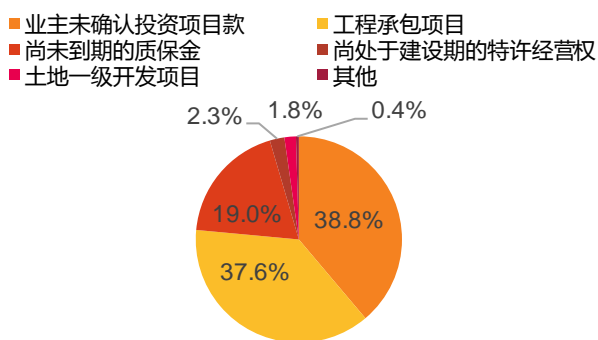
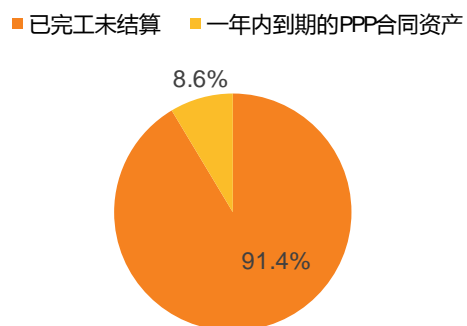


图 10：2023 年中国交建合同资产原值细分项目占比



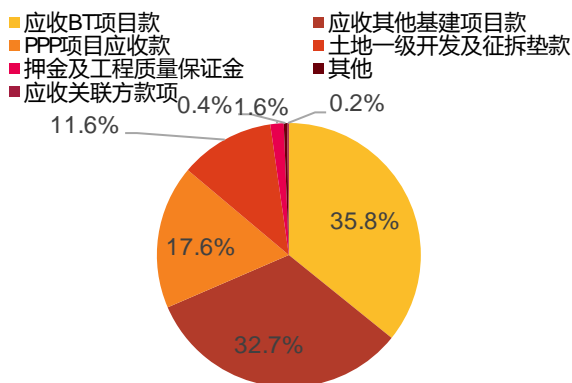
资料来源：中国建筑 23 年报，天风证券研究所

资料来源：中国交建 23 年报，天风证券研究所

3) 其他应收款：是指企业因销售商品、材料、提供劳务等以外的其他非营业活动而引起的应收、暂付款项，包括应收的各种赔款、罚款、存出保证金、备用金以及应向职工收取的各种垫付款项等。

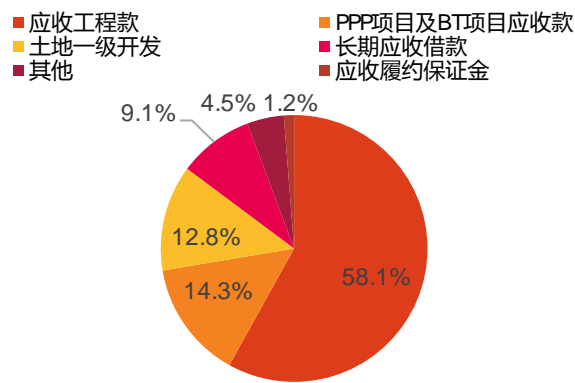
4) 长期应收款：主要包括项目开工前业主要求施工单位缴纳的履约保证金、项目质保金、保留金等。项目履约保证金一般在项目竣工验收后返还，如约定的返还时间在一年以内，则计入其他应收款。质保金和保留金如约定返还时间在一年以内，则计入应收账款。2023年中国建筑长期应收款原值中，应收 BT 项目款、应收其他基建项目款、PPP 项目应收款占比约为 86.1%，中国交建应收工程款、PPP 项目及 BT 项目应收款占比为 72.4%。

图 11：2023 年中国建筑长期应收款原值细分项目占比



资料来源：中国建筑 23 年报，天风证券研究所

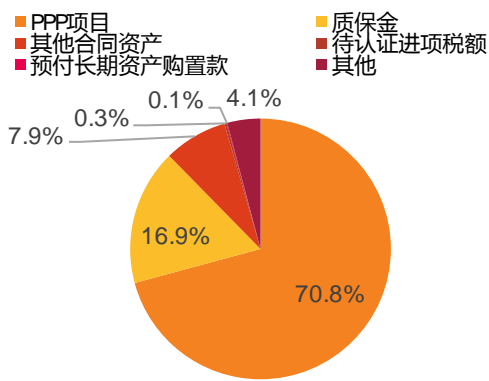
图 12：2023 年中国交建长期应收款原值细分项目占比



资料来源：中国交建 23 年报，天风证券研究所

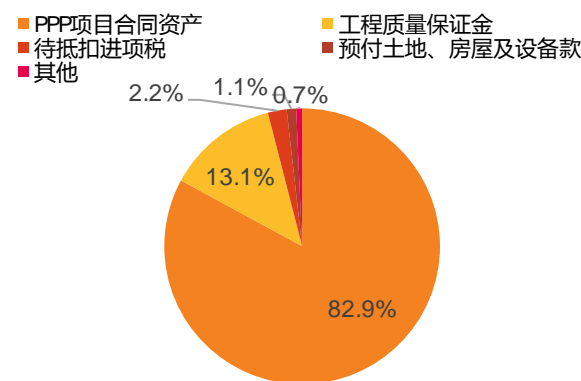
5) 其他非流动资产：该科目主要包含了未计入到合同资产科目的 PPP 项目合同资产，项目质保金等，也是建筑企业应收的重要组成部分。2023 年中国建筑其他非流动资产中，PPP 项目、质保金等构成的合同资产占比为 95.5%，中国交建剔除已计入合同资产部分的 PPP 项目合同资产、工程质量保证金占非流动资产的比例达 96%。

图 13：2023 年中国建筑其他非流动资产原值细分项目占比



资料来源：中国建筑 23 年报，天风证券研究所

图 14：2023 年中国交建其他非流动资产原值细分项目占比



资料来源：中国交建 23 年报，天风证券研究所

从各类应收的占比来看，截至到 23 年，我们统计 SW 建筑装饰企业的资产总规模为 14.2 万亿元，应收类项目合计占总资产的比例为 46.2%。细分来看，合同资产在整个建筑企业的应收项目中最多，达到 2.2 万亿元，占总资产的比例为 15.4%，其次为应收票据及应收账款，规模为 1.76 万亿元，占总资产的比例为 12.4%。分企业类型看，地方国企以及其他民营企业（公众企业、民营企业、外资企业）的应收项目占总资产比例分别为 60.9%、55.9%，显著高于央企 43.0%。

表 2：2023 年建筑企业应收项目统计及占比

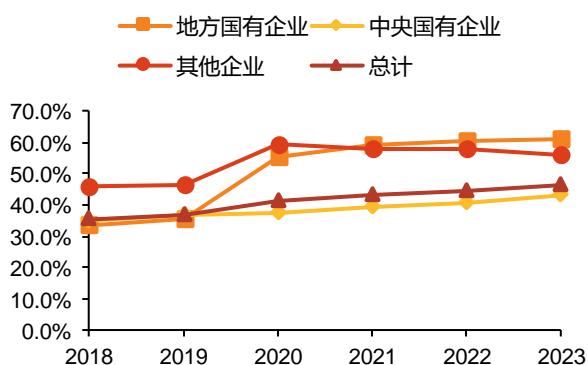
单位：亿元	总资产	应收票据及应收账款	其他应收款	合同资产	长期应收款	其他非流动资产	应收合计
地方国有企业	21875.3	4695.1	482.3	5205.0	1478.8	1466.2	13327.4
占资产比例(%)	100.0%	21.5%	2.2%	23.8%	6.8%	6.7%	60.9%
中央国有企业	114448.9	11695.2	3457.7	15379.2	6543.7	12116.0	49191.8
占资产比例(%)	100.0%	10.2%	3.0%	13.4%	5.7%	10.6%	43.0%
其他企业	5412.7	1219.8	87.2	1213.1	127.7	379.3	3027.7
占资产比例(%)	100.0%	22.5%	1.6%	22.4%	2.4%	7.0%	55.9%
总计	141736.8	17610.1	4027.3	21797.3	8150.2	13962.1	65546.9
占资产比例(%)	100.0%	12.4%	2.8%	15.4%	5.8%	9.9%	46.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

地方国企的应收项目占总资产比例最高，我们认为在本轮化债中的弹性也相对最大。若横向观察近几年的 SW 建筑装饰企业应收项目占比情况，可以看到 2018 年以来应收项目占 SW 建筑装饰企业总资产的比例持续提升，至 23 年达到了 46.2%，较 18 年增长了 11pct。细分来看，地方国企的应收占比提升较为明显，截止到 2023 年，央企、地方国企、其他企业的应收占其总资产比例分别为 43.0%、60.9%、55.9%，较 2018 年分别+8.1、+27.6、+10.1pct，其中，央企呈现稳步增长，而地方国企的应收占比则从 2020 年开始显著提升，其他民营企业的应收占比于 2020 年达到 59.3%的高点，随后则呈现出逐步下降的趋势。

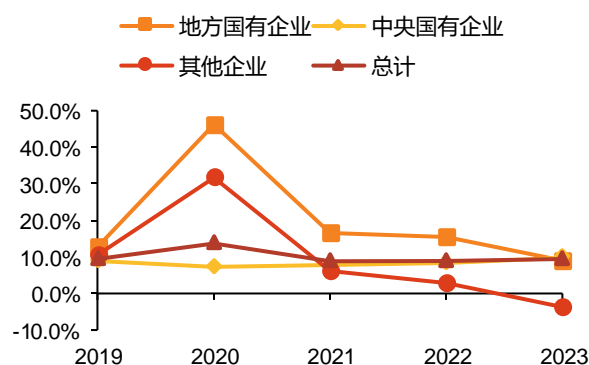
究其原因，我们认为主要由于地方国企依托地缘优势承接了较多的省内项目，项目的资金来源也更加依赖于省内各地方财政的支持，各地土地财政的显著承压导致了地方国企的应收规模快速增加，同时出险的民营地产商资金链收紧，也给地方国企承接的房建类项目带来了较大的账款催收压力。如果从应收项目增量/当年营业收入来看，20 年达到了账款拖欠的高点，其央企、地方国企、其他企业的占比分别为 7.3%、46.2%、31.7%。

图 15：2018-2023 年建筑应收项目占总资产比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

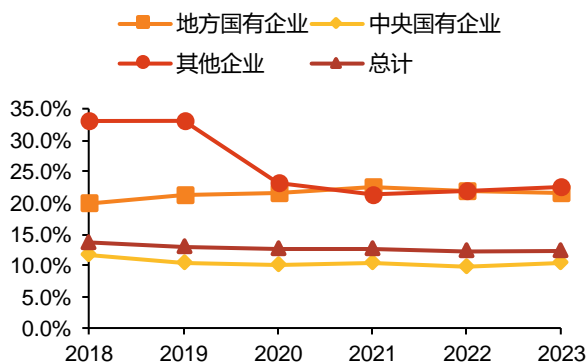
图 16：2018-2023 年建筑应收项目增量/当年营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

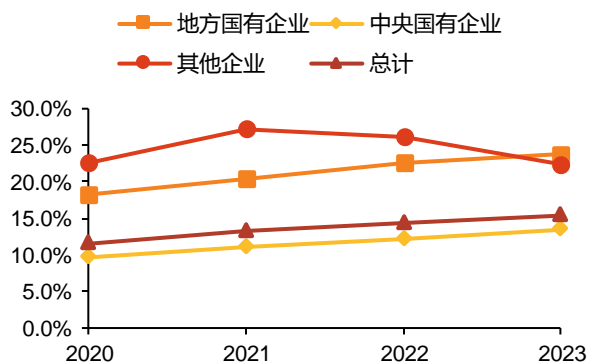
将应收款项拆分来看，合同资产和其他非流动资产的增长，是 SW 建筑装饰企业应收规模提升的主要原因。2023 年建筑企业合同资产总规模为 2.18 万亿元，较 2020 年增加了 9914 亿元，占总资产的比例也由 11.5% 提升至 15.4%。其他非流动资产总规模则从 20 年的 5788.5 亿元提升至 23 年的 13962.1 亿元，占总资产的比例由 5.6% 提升至 9.9%。参考前文中国建筑和中國交建非流动资产的构成里的大多数是 PPP 项目合同资产，我们认为其他非流动资产和合同资产这两个指标，一定程度上也体现了建筑企业的在手未完工订单的变化情况。我们认为这一指标的快速提升，反映了建筑企业在业主资金收紧、账期延长的背景下，对于项目推进的积极性或有不足，同时也反映了业主端对于工程业务结算节奏的显著放缓。

图 17：2018-2023 年建筑企业应收票据及账款占总资产比例



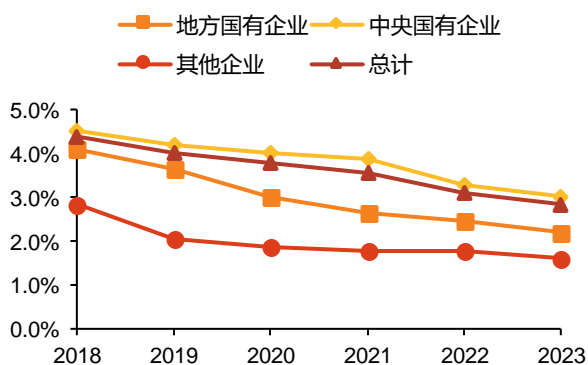
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2020-2023 年建筑企业合同资产占总资产比例



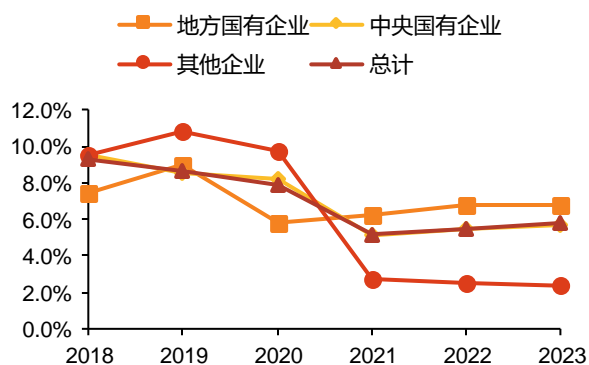
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2018-2023 年建筑企业其他应收款占总资产比例



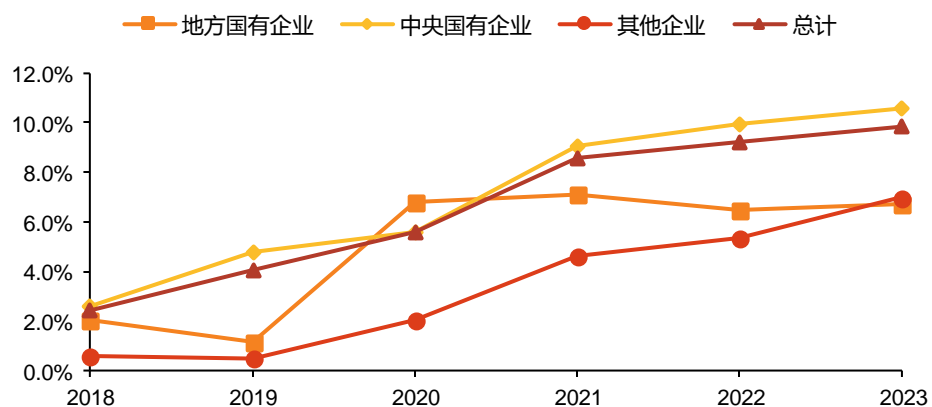
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2018-2023 年建筑企业长期应收款占总资产比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2018-2023 年建筑企业其他非流动资产占总资产比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 建筑应收款的安全性研究

民营企业和地方国企减值损失的比例相对较高。19-23年SW建筑装饰企业累计计提的信用及资产减值损失合计4003亿元，占23年末应收项目的比例为6.1%，其中信用减值损失和资产减值损失分别为2914、1089亿元，占23年末账款类应收和资产类应收的比例分别为9.8%、3.0%。分企业类型来看，民营企业的减值占其应收项目的比例更高，达到了17.8%，地方国企为7.8%，央企最低，占比为4.9%。

表 3：建筑公司信用及资产减值损失绝对值占比情况

单位：亿元	19-23年信用减值损失合计	19-23年资产减值损失合计	23年应收账款+其他应收款+长期应收款	23年合同资产+其他非流动资产	信用减值占比	资产减值占比
地方国有企业	-809.8	-232.4	6656.3	6671.2	12.2%	3.5%
中央国有企业	-1742.4	-680.5	21696.7	27495.1	8.0%	2.5%
其他企业	-361.7	-176.4	1434.7	1592.4	25.2%	11.1%
总计	-2914.0	-1089.3	29787.6	35759.3	9.8%	3.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：信用减值占比的分母为应收账款+其他应收款+长期应收款，资产减值占比的分母为合同资产+其他非流动资产

从利润层面来看，21年开始减值损失侵蚀利润的比例相较以前显著提升，达到45.2%，随后22-23年仍在35.5%、36.8%的高位。其中地方国企、民营企业的信用减值损失金额一度超过净利润的1倍以上。央企的表现则相对较为稳健，但21年开始也呈现了提升趋势。

表 4：建筑公司信用及资产减值损失绝对值占归母净利润比例

	2019	2020	2021	2022	2023
信用减值损失绝对值占当年归母净利润比例					
地方国有企业	41.3%	53.7%	167.8%	206.9%	87.1%
中央国有企业	19.3%	18.2%	24.8%	22.0%	26.5%
其他企业	29.2%	22.9%	-860.9%	144.0%	666.4%
总计	22.2%	22.6%	45.2%	35.5%	36.8%
资产减值损失绝对值占当年归母净利润比例					
地方国有企业	12.8%	13.2%	47.6%	71.1%	21.3%
中央国有企业	4.4%	8.5%	8.9%	9.7%	11.2%
其他企业	17.8%	9.9%	-407.9%	68.5%	325.9%
总计	6.3%	9.2%	16.3%	14.7%	14.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：21年其他企业的占比数据为负，主要由于其当年归母净利润为负。

央企长账龄应收账款的占比高于地方国企，近三年地方国企提升显著。除了减值规模以外，我们认为通过应收账款账龄的变化可以观测出建筑企业后续减值增加的压力。我们选取了9家建筑央企和15家地方国企，并统计了上述建筑企业21-23年的应收账款账龄结构变化。截至23年，9家建筑央企应收账款余额（未剔除减值的原值，下同）合计为12217亿元，较21年增长了2980亿元；15家地方国企应收账款余额合计为4970亿元，较21年增长了1466亿元。从账龄结构来看，9家建筑央企账龄在3年以上的应收账款规模占应收账款的比例从21年的10.1%提升了0.8pct至23年的10.9%，15家地方国企账龄在3年以上的应收账款规模占应收账款的比例从21年的7.8%提升了2.0pct至23年的9.8%。

表 5：9家建筑央企3年以上账龄的应收账款原值规模及占比

单位：亿元	2021年	2022年	2023年
账龄3年以上应收账款原值规模			
中国核建	54	61	94
中国建筑	193	228	267

中国中铁	100	131	161
中国铁建	85	99	123
中国能建	65	71	83
中国电建	32	85	106
中国化学	43	45	49
中国交建	200	230	242
中国中冶	162	180	220
账龄 3 年以上应收账款原值占比			
中国核建	14.5%	14.1%	19.1%
中国建筑	9.0%	9.2%	8.8%
中国中铁	7.6%	9.8%	9.3%
中国铁建	5.1%	6.3%	7.1%
中国能建	10.6%	9.7%	9.8%
中国电建	4.4%	7.6%	9.0%
中国化学	17.0%	15.8%	16.3%
中国交建	17.4%	18.3%	17.2%
中国中冶	16.4%	16.2%	14.5%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

表 6：15 家地方国企应收账款规模及占比

单位：亿元	2021 年	2022 年	2023 年
账龄 3 年以上应收账款规模			
隧道股份	24	25	35
上海建工	55	64	81
浦东建设	1	1	2
宁波建工	8	5	6
重庆建工	18	16	19
陕建股份	83	123	183
广东建工	3	6	20
安徽建工	34	39	50
龙建股份	6	10	12
新疆交建	5	5	6
浙江交科	2	2	3
浙江建投	14	17	8
北新路桥	6	5	5
四川路桥	7	10	15
山东路桥	7	8	11
账龄 3 年以上应收账款占比			
隧道股份	10.9%	12.0%	15.3%
上海建工	8.9%	9.1%	11.1%
浦东建设	5.7%	5.9%	5.2%
宁波建工	17.7%	9.2%	12.1%
重庆建工	9.4%	7.5%	8.2%
陕建股份	6.8%	7.4%	9.8%
广东建工	4.0%	7.8%	5.2%
安徽建工	10.7%	9.5%	9.2%

龙建股份	14.3%	15.8%	12.0%
新疆交建	12.8%	19.0%	20.6%
浙江交科	5.1%	3.9%	4.0%
浙江建投	3.8%	5.0%	13.3%
北新路桥	21.5%	17.1%	20.2%
四川路桥	3.8%	5.8%	6.7%
山东路桥	7.8%	7.3%	7.1%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

账龄延长使得后续应收账款减值压力仍存，但总体风险可控。账龄越长的应收账款计提的减值比例越高，以中国建筑为例，其针对 2-3 年的应收账款计提比例为 15-25%左右，3-4 年的计提比例约为 30-45%左右，4-5 年以上计提比例为 45-70%，5 年以上计提 100%。22-23 年建筑央企分别新增了 197、213 亿元的 3 年以上账龄应收账款，地方国企分别新增 64、152 亿元。我们判断后续账龄延长将导致建筑企业应收减值的压力逐步增加，但考虑到账期较短的应收款仍然占大多数，3 年以上长账龄占比仅为 10%左右，且计提坏账的比例已相对较高，因此我们认为后续建筑企业的减值压力总体仍在可控范围内。

表 7：建筑央企及地方国企应收账款同比变化情况

单位：亿元	2021 年	2022 年	2023 年
9 家建筑央企			
账龄 3 年以上应收合计	932	1130	1342
同比		197	213
应收账款合计	9237	10326	12217
同比		1089	1891
长账龄占比	10.1%	10.9%	11.0%
同比		0.8%	0.0%
15 家地方国企			
账龄 3 年以上应收合计	273	337	489
同比		64	152
应收账款合计	3503	4162	4970
同比		658	808
长账龄占比	7.8%	8.1%	9.8%
同比		0.3%	1.7%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

3. 建筑企业应付款项解析：央企应付类款项增速较快

2023 年 SW 建筑装饰板块应付类合计/总负债占比达 50.5%，其中绝大部分是应付账款及票据。我们统计了 SW 建筑装饰板块 165 家上市公司应付类款项数据，2023 年，SW 建筑装饰板块总负债规模达到 10.7 万亿元，应付类合计（含应付账款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期应付款，下同）占比 50.5%，其中，应付账款及票据占总负债的比例最大，占比为 40.42%，长期应付款占比最小。分企业性质来看，国企板块中，应付类合计/总负债占比最大，达到 61.32%，民企和央企分别为 59.11%、47.73%，其中，无论在何种企业性质中，建筑行业内应付账款及票据占总负债比例均较高。

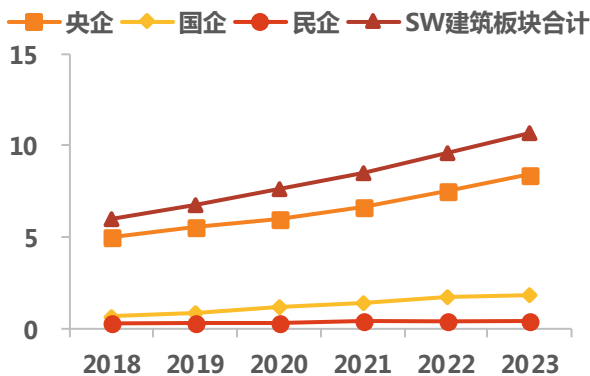
图 22：2023 年 SW 建筑装饰板块应付款项构成

板块	总负债（亿元）	各类应付合计（亿元）	各类应付合计/总负债	其中-应付账款及票据占比	其中-其他应付款	其中-一年内到期的非流动负债占比	其中-长期应付款占比
央企	84492.71	40328.54	47.73%	37.59%	4.84%	4.65%	0.66%
国企	18405.83	11286.09	61.32%	51.94%	5.86%	3.13%	0.38%
民企	4081.86	2412.69	59.11%	47.15%	7.77%	3.96%	0.23%
SW建筑	106980.41	54027.32	50.50%	40.42%	5.12%	4.36%	0.60%

资料来源：Wind，天风证券研究所

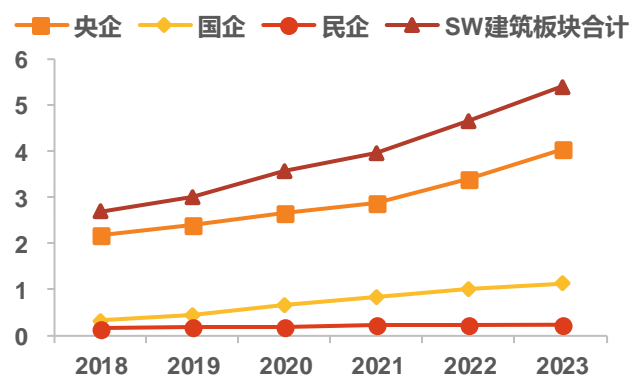
建筑工程公司长期为地方政府垫资模式或导致其负债端长期处于两位数增长状态。2018-2023 年，SW 建筑装饰板块总负债持续增长，CAGR+12.2%，其中国企贡献较大增幅，2018-2023 年央企总负债 CAGR+11%、国企总负债 CAGR+21.4%，央企建筑公司负债端快速扩张。其中，应付类合计复合增速显著超越总负债增速，2018-2023 年 SW 建筑装饰板块应付类合计 CAGR+15%，其中，央、国企分别为 13.1%、27.2%，我们认为或主要系建筑工程公司长期为地方政府垫资模式导致其负债端长期处于两位数增长状态。

图 23：18-23 年 SW 建筑装饰板块总负债（万亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

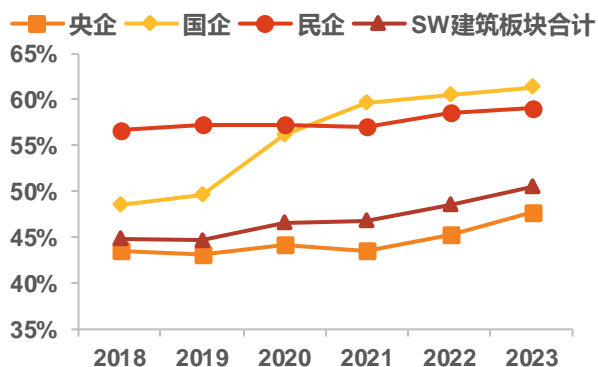
图 24：18-23 年 SW 建筑装饰板块应付类合计（万亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

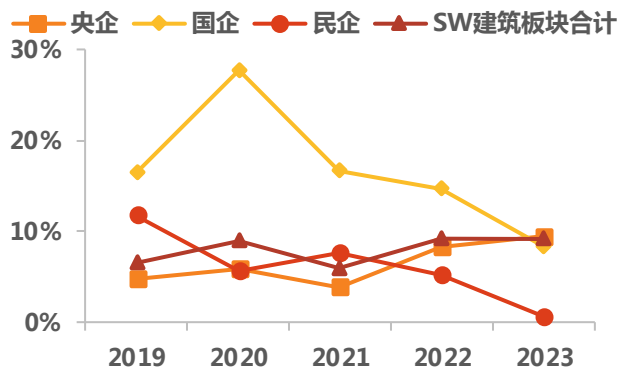
建筑央企应付款项增速高于民营建筑公司，从应付类增量/营业成本比值来看，2023 年建筑央企有所改善，或表明建筑央企欠付现象正逐步改善。从应付类合计/总负债比值来看，不同性质的建筑公司表现略有分化。2021 年，央企、民营建筑公司应付类合计/总负债比值分别下滑 0.61、0.27pct，与此同时，国企的这一比例增长 3.41pct 从而拉动 SW 建筑装饰板块整体增长 0.22pct。从应付类增量/营业成本比值来看，2021 年以来，建筑央企应付类增量/营业成本比值持续上升、国企和民企应付类增量/营业成本比值逐渐下降，我们认为建筑央企可能存在欠付情况，2023 年，建筑央企的这一比值增速放缓或表明欠付现象正逐步改善。

图 25：18-23 年 SW 建筑装饰板块应付类合计/总负债



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：19-23 年 SW 建筑装饰板块应付类增量/营业成本



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：重点建筑公司应付类财务数据分析

证券代码	证券简称	公司性质	23年总负债 (亿元)	近五年负债复合增速	23年应付款项合计 (亿元)	近五年应付合计复合增速	23年应付款项合计/总负债	应付类增量/营业成本 (23-19年)
601390.SH	中国中铁	央企	13695.37	13.71%	7329.92	14.69%	53.52%	16.71%
601868.SH	中国能建	央企	5949.03	15.12%	2966.06	16.12%	49.86%	14.51%
601618.SH	中国中冶	央企	4936.11	7.98%	3200.95	12.36%	64.85%	6.57%
601117.SH	中国化学	央企	1550.43	20.12%	969.77	21.53%	62.55%	4.69%
601668.SH	中国建筑	央企	21722.52	8.68%	9674.86	11.05%	44.54%	4.46%
601669.SH	中国电建	央企	8941.25	9.41%	3662.65	16.53%	40.96%	1.28%
601800.SH	中国交建	央企	12251.38	11.19%	4656.88	10.99%	38.01%	0.97%
601186.SH	中国铁建	央企	12459.00	11.89%	6405.50	12.58%	51.41%	-5.68%
000498.SZ	山东路桥	国企	1068.66	43.55%	703.97	48.47%	65.87%	19.26%
600502.SH	安徽建工	国企	1470.51	18.22%	737.97	18.27%	50.18%	11.30%
600039.SH	四川路桥	国企	1901.65	21.91%	983.30	30.40%	51.71%	6.98%
600939.SH	重庆建工	国企	782.29	5.32%	543.23	7.08%	69.44%	6.04%
600820.SH	隧道股份	国企	1262.62	17.47%	787.82	23.47%	62.40%	5.97%
300284.SZ	苏文科	国企	71.92	-1.38%	36.22	3.64%	50.36%	5.43%
603357.SH	设计总院	国企	30.39	26.12%	21.97	28.71%	72.27%	3.04%
600248.SH	陕建股份	国企	3092.01	123.46%	2196.77	121.89%	71.05%	2.71%
600853.SH	龙建股份	国企	306.55	17.71%	142.16	13.98%	46.37%	2.62%
601789.SH	宁波建工	国企	232.51	15.01%	119.34	12.46%	51.33%	1.53%
002542.SZ	中化岩土	国企	60.89	5.70%	29.17	10.64%	47.90%	-4.66%
600170.SH	上海建工	国企	3308.68	12.87%	2134.70	22.11%	64.52%	11.65%
301038.SZ	深水规院	国企	9.97	13.88%	6.15	22.81%	61.66%	13.75%
605598.SH	上海港湾	民企	4.19	-5.25%	3.41	-4.29%	81.39%	29.06%
002717.SZ	岭南股份	民企	135.40	2.87%	92.52	3.93%	68.33%	3.96%
300986.SZ	志特新材	民企	34.30	41.07%	11.32	32.16%	33.01%	3.83%
603929.SH	亚翔集成	民企	20.94	20.71%	16.31	22.44%	77.92%	3.31%
300564.SZ	筑博设计	民企	5.27	-1.73%	1.24	29.18%	23.56%	0.38%
002713.SZ	东易日盛	民企	27.22	6.36%	10.70	-2.00%	39.30%	0.03%
300732.SZ	设研院	民企	37.79	14.96%	16.82	13.80%	44.49%	-1.97%
301027.SZ	华蓝集团	民企	9.86	9.31%	2.10	6.18%	21.28%	-2.58%
002541.SZ	鸿路钢构	民企	140.90	18.63%	53.72	9.76%	38.13%	-2.87%
603163.SH	圣晖集成	民企	8.14	15.88%	6.57	21.47%	80.68%	-3.45%
002469.SZ	三维化学	民企	6.21	10.40%	2.86	3.14%	46.13%	-4.95%
300948.SZ	冠中生态	民企	8.86	33.95%	3.86	22.75%	43.62%	-5.52%
603018.SH	华设集团	民企	81.50	14.01%	42.80	18.54%	52.51%	-6.29%
002375.SZ	亚厦股份	民企	148.17	2.98%	114.10	3.52%	77.01%	-6.79%
000010.SZ	美丽生态	民企	28.89	1.49%	22.98	1.61%	79.55%	-7.34%
300977.SZ	深圳瑞捷	民企	1.38	7.11%	0.43	38.18%	31.38%	-7.92%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：应付类增量/营业成本 (23-19年)，指的是 2023 年的比值减去 2019 年的比值

4. 化债发力，如何影响建筑公司的基本面和估值？

4.1. 对利润的影响：减值冲回+利息节约，年均有望带来约 300 亿利润增量

从利润层面来看，我们认为化债对建筑企业的影响主要体现在两个方面：1) 对于账龄较长、坏账计提比例较高的应收款项，化债有望实现减值冲回，直接体现为利润的增加；2) 欠款收回以后，可相应的增加建筑企业的现金流，从而减少建筑企业的融资规模，并进一步实现利息支出的节约。

总体看，我们测算化债对应未来三年减值冲回+利息节约有望给 SW 建筑装饰企业带来潜在归母净利润增量约为年均 298.1 亿元，占 23 年整体归母净利润的比例为 14.6%，其中，央企、地方国企、民企分别有望增加 187.4、77.7、36.7 亿元。

减值冲回：

本轮化债拟一次性增加 6 万亿地方政府专项债务限额（3 年）用于化债，且未来 5 年每年发行的新增专项债中拿出 8000 亿化债，合计化债规模为 10 万亿元，其中前三年化债资金量为 8.4 万亿元，占整个化债资金规模的 84%。19-23 年 SW 建筑装饰企业合计计提了 4003 亿元的资产及信用减值损失。23 年由政府端主导的基建投资约占整个固定资产投资规模的 27.2%，若保守假设建筑企业中化债所对应的政府应收减值冲回比例为 25%，我们认为理论上化债对应到建筑企业的减值冲回规模有望达到 1000.8 亿元，其中前三年按照化债资金的 84% 计算，即 840.7 亿元，年均有望冲回 280.2 亿元，细分来看，对应到央企、地方国企、民企的减值冲回规模分别为 169.6、73.0、37.7 亿元。

利息节约：

除了减值冲回以外，化债资金也能加速建筑企业的应收项目周转，减少资金占用成本。23 年 SW 建筑装饰企业应收项目合计 65546.9 亿元，23 年由政府端主导的基建投资约占整个固定资产投资规模的 27.2%，若假设建筑企业中化债所对应的政府应收账款比例为 25%，对应的资金偿还规模为 16386.7 亿元。如果相较于从上游拿不到钱、同时下游还要持续支付的情况相比，按照 4% 贷款利率计算，我们预计化债对应未来三年潜在的能够节约的年均利息支出规模为 183.5 亿元，占 23 年财务费用的比例为 27.4%。细分来看，对应到央企、地方国企、民企的潜在利息支出节约规模分别为 137.7、37.3、8.5 亿元，占 23 年财务费用的比例分别为 30.2%、21.4%、21.5%。

表 8：化债对建筑企业归母净利润的影响测算

单位：亿元	合计	其中：央企	其中：地方国企	其中：民企
冲回减值				
19-23 年减值损失合计	-4003.3	-2422.9	-1042.2	-538.2
化债偿还的比例	25%	25%	25%	25%
化债对应减值冲回规模	1000.8	605.7	260.5	134.5
未来三年减值冲回规模	840.7	508.8	218.9	113.0
未来三年年均冲回减值	280.2	169.6	73.0	37.7
节约利息				
23 年应收项目合计	65546.9	49191.8	13327.4	3027.7
化债偿还应收款项的比例	25%	25%	25%	25%
化债对应的偿还规模	16386.7	12297.9	3331.9	756.9
贷款利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
化债减少的利息支出	655.5	491.9	133.3	30.3
未来三年年均节约利息支出	183.5	137.7	37.3	8.5
冲回减值+节约利息合计	463.8	307.3	110.3	46.1
23 年末平均所得税率	18.5%	21.1%	20.3%	16.4%
19-23 年少数股东损益平均占比	21.2%	22.7%	11.6%	4.8%

化债带来的归母净利润增量	298.1	187.4	77.7	36.7
23年 SW 建筑装饰归母净利润	2035.3	1788.5	236.5	10.3
年均冲回的利润增量占比	14.6%	10.5%	32.9%	355.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：少数股东损益的比例计算剔除了负值影响

4.2. 对资产质量的影响：央企应收类资产有望迎来估值修复

目前建筑央企仍存在较多的资产折价。截至 2024 年 11 月 22 日收盘，SW 建筑装饰企业总市值为 1.9 万亿元，按照 24 年三季报数据计算，对应的静态市净率为 0.84。按照企业类型来看，央企、地方国企、民企的总市值分别为 12038.2、4134.9、3027.8 亿元，对应静态 PB 分别为 0.67、1.42、1.62，市场对市值体量较大的央企给予了较多的资产折价。

表 9：建筑企业的净资产折价情况

单位：亿元	总市值	归母权益	其他权益工具	净资产	市净率 (PB)
地方国有企业	4134.9	3290.7	374.6	2916.1	1.42
中央国有企业	12038.2	20701.6	2703.7	17997.9	0.67
其他企业	3027.8	1897.0	24.0	1873.0	1.62
总计	19201.0	25889.3	3102.3	22787.0	0.84

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值数据截至 20241122，其余数据截至 24 年三季报，PB 是按照总市值测算的静态数据。

当前市场对建筑央企应收账款类资产的折价率约为 22.2%，化债资金推动下，我们预计建筑央企应收账款类资产的估值修复所带来的市值上升空间约为 49.5%。截至 24Q3，SW 建筑装饰类企业中，央企应收账款类资产（应收票据及应收账款+其他应收款+长期应收款）规模为 2.68 万亿元，其他各类资产规模为 10.1 万亿元，对应 24Q3 数据计算的静态 PB 为 0.67 倍。考虑到建筑企业应收账款存在减值风险，若我们假设其他各类资产不折价（PB=1），即市场给予央企的资产折价全部集中在应收账款类的资产上面，则当前市值以及 0.67 倍 PB 所隐含的市场对于央企应收类资产的折价率约为 22.2%。考虑到 PB 大于等于 1 倍后，企业才具备融资能力，结合国资委市值管理考核目标等要求，我们认为央企修复 PB 到 1 倍，仍具备较强的现实需求。若假设在化债措施推动下，政府付款加速，带动央企应收减值风险下降，给予央企应收类资产 1 倍 PB，则央企应收类资产 PB 修复到 1 倍所对应的市值上升空间约为 49.5%。

表 10：建筑央企的应收账款类资产的折价率测算

应收账款类资产折价率	0%	10%	20%	22.2%
应收账款类资产	26787.1	24108.4	21429.7	20827.4
其他资产	100950.5	100950.5	100950.5	100950.5
总资产	127737.6	125058.9	122380.2	121778.0
净资产	17997.9	15319.2	12640.5	12038.2
PB	0.67	0.79	0.95	1.0

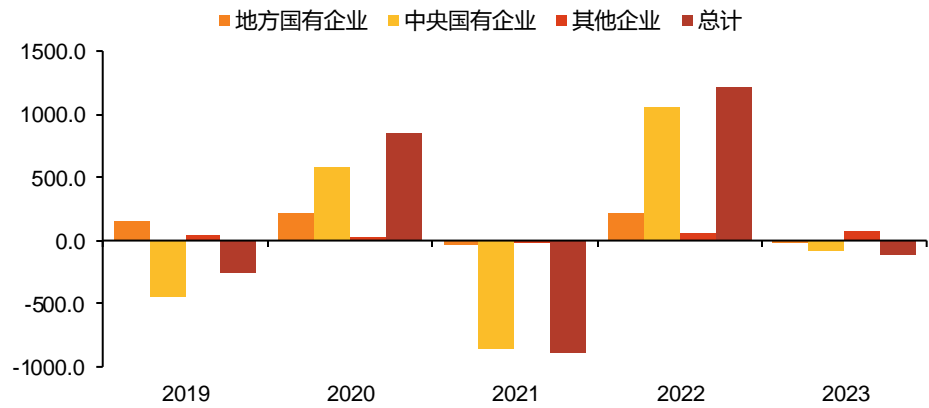
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值数据截至 20241122，其余数据截至 24 年三季报，PB 是按照总市值测算的静态数据。

4.3. 对分红的影响：增强建筑企业的分红意愿和能力

化债资金落地有望增强建筑企业的分红意愿和能力。我们用企业净现金流量减去每年现金分红总额来表征建筑企业是否存在分红超付情况。19年以来，建筑企业现金流覆盖分红的的能力存在一定周期性波动，考虑到近五年以来所有建筑企业的投资性现金流净额均为负，波动主要来自于经营性和筹资性现金流的年度变化。截至2023年，地方国企、央企的净现金流量-现金分红总额均为负，分别为-18.6、-77.7亿元，存在超付情况，即一定程度上依赖于“借钱分红”。结合国资委要求央企加大现金分红力度的情况来看，我们预计化债资金落地后有望加速建筑企业的应收账款周转，降低建筑企业的超付，从而增强建筑企业分红意愿和能力。

图 28：2019-2023 年净现金流量-现金分红总额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

纵向来看，建筑央企估值已达十年来历史相对低位。从PB(LF)角度来看，截至11月15日收盘，仅中国核建PB(LF)大于1倍，中国能建、中国化学PB(LF)大于0.8倍，中国建筑、中国铁建、中国中铁PB(LF)小于0.6。从分位值来看，建筑央企PE(TTM)及PB(LF)均处于历史较低水平。

从地方国企的估值水平来看，区域基建景气度高增以及新一轮国企改革催化，激发地方国企内在发展动能。截至2024/11/15，陕建股份、安徽建工、上海建工、山东路桥、浙江交科、隧道股份等PB(LF)仍低于1倍，PB分位值也处于历史相对低位，估值修复空间较大。

表 11：建筑央企估值水平

证券代码	证券简称	最新 PE_TTM	PE 最低值 (倍)	2010 年以来 PE 分位值	最新 PB_LF	PB 最低值 (倍)	2010 年以来 PB 分位值
建筑央企							
601668.SH	中国建筑	5.00	3.48	30.80%	0.56	0.45	6.73%
601800.SH	中国交建	7.47	4.45	46.46%	0.63	0.40	27.42%
601186.SH	中国铁建	5.69	3.60	30.78%	0.49	0.36	10.36%
601390.SH	中国中铁	5.41	3.94	21.22%	0.55	0.43	4.22%
601618.SH	中国中冶	9.57	5.19	35.73%	0.69	0.54	5.21%
601868.SH	中国能建	11.75	10.44	16.91%	0.97	0.83	33.03%
601117.SH	中国化学	9.34	6.52	19.74%	0.86	0.63	10.48%
601669.SH	中国电建	8.15	5.47	27.12%	0.74	0.49	19.92%
601611.SH	中国核建	12.87	9.64	23.31%	1.35	1.01	14.43%
地方国企							
600502.SH	安徽建工	5.80	4.44	7.06%	0.81	0.60	3.07%
002060.SZ	广东建工	11.57	8.17	4.38%	1.09	0.89	10.61%
600039.SH	四川路桥	10.83	4.77	42.91%	1.45	0.75	38.81%
600170.SH	上海建工	14.15	6.76	61.94%	0.74	0.55	5.90%
000498.SZ	山东路桥	4.27	3.21	10.97%	0.71	0.54	7.70%
002061.SZ	浙江交科	7.83	5.70	20.17%	0.76	0.59	6.95%
600820.SH	隧道股份	7.34	5.58	17.01%	0.73	0.57	18.45%
600939.SH	重庆建工	-33.76	12.12	0.00%	0.86	0.51	20.27%
600284.SH	浦东建设	11.27	8.16	12.80%	0.78	0.63	4.07%
600853.SH	龙建股份	9.87	8.65	2.98%	1.30	1.03	5.91%
002307.SZ	北新路桥	337.71	35.97	98.32%	1.52	0.97	6.41%
601789.SH	宁波建工	17.07	8.44	40.97%	1.21	0.84	17.81%
600248.SH	陕建股份	4.43	2.50	10.06%	0.71	0.55	4.74%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 20241115

从标的推荐的角度，我们认为长账龄应收账款占比越高，在本轮化债中受益的弹性或越大。四季度基建投资或有望超预期，基建回暖或带动建筑央企基本面改善。同时股权激励、国企改革等，亦有望激发央企内生增长动能，并改善报表质量。建议关注有望充分受益于本轮化债政策落地的基建产业链相关标的，重点推荐区域高景气的弹性地方国企陕建股份、安徽建工、四川路桥，山东路桥等，建议关注长账龄应收账款占比相对较高的新疆交建、北新路桥、龙建股份、浙江建投等。建筑央企方面，我们判断化债有望进一步提升分红的动力和意愿，重点推荐中国交建，中国建筑，中国中铁，中国铁建等。

表 12：代表性建筑央企的应收、减值情况统计（亿元）

证券代码	证券简称	23 年 应收项目合计	23 年末 净资产	占净资产比例	19-23 年 信用减值总额	19-23 年 资产减值总额	减值损失 合计
建筑央企							
601611.SH	中国核建	1272.6	188.1	676%	-64.8	-5.3	-70.2
601618.SH	中国中冶	3634.6	980.8	371%	-188.2	-74.7	-262.9
601868.SH	中国能建	3440.2	1,009.6	341%	-69.0	-38.0	-107.0
601669.SH	中国电建	4259.1	1,295.9	329%	-188.8	-54.6	-243.4
601800.SH	中国交建	8624.5	2,667.3	323%	-320.7	-37.4	-358.1
601186.SH	中国铁建	7415.4	2,503.7	296%	-258.6	-106.2	-364.8
601668.SH	中国建筑	11013.0	4,184.8	263%	-333.5	-143.4	-476.9
601390.SH	中国中铁	6992.3	2,828.2	247%	-198.4	-165.2	-363.6
601117.SH	中国化学	940.4	575.0	164%	-32.1	-4.2	-36.3
地方国企							
600248.SH	陕建股份	2826.4	219.7	1287%	-175.0	-8.7	-183.7
600502.SH	安徽建工	1210.7	99.7	1215%	-57.2	-9.9	-67.1
600853.SH	龙建股份	250.3	27.4	915%	-0.9	0.0	-0.9
600939.SH	重庆建工	586.4	80.9	725%	-16.7	-2.3	-19.0
000498.SZ	山东路桥	876.7	134.0	654%	-6.7	-14.2	-20.9
002060.SZ	广东建工	785.9	130.2	604%	-8.4	-3.1	-11.5
600170.SH	上海建工	1711.7	304.8	562%	-66.0	-30.0	-96.1
601789.SH	宁波建工	181.1	43.0	421%	-3.8	-1.7	-5.5
600820.SH	隧道股份	1131.5	289.4	391%	-5.9	-1.3	-7.2
002061.SZ	浙江交科	455.4	142.0	321%	-3.8	-3.7	-7.5
600039.SH	四川路桥	1269.8	451.3	281%	-13.4	-7.9	-21.3
002307.SZ	北新路桥	97.0	34.5	281%	-6.3	-3.2	-9.5
600284.SH	浦东建设	136.9	75.2	182%	-1.1	-0.4	-1.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：应收项目=应收票据及应收账款+合同资产+其他应收款+长期应收款+其他非流动资产，净资产=归属母公司股东的权益-其他权益工具。

6. 风险提示

基建&地产投资超预期下行：我们预计专项债的密集发行推动基建形成实物工作量，有望带动基建景气度环比改善，若基建及地产投资超预期下行，则宏观经济压力或进一步提升，导致建筑企业面临较大的增长压力。

测算具有主观性：文中对于化债影响的测算均基于一定的假设条件，具有主观性，若假设条件不及预期，则可能导致测算结果失真，仅供参考。

化债资金落地进度不及预期：若化债资金的落地进度放缓，或针对工程施工企业的账款清欠节奏不及预期，则可能导致建筑企业报表质量改善不及预期。

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com