

# 建筑装饰

## 化债政策靴子落地，建筑企业如何受益？

### 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。

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

## 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

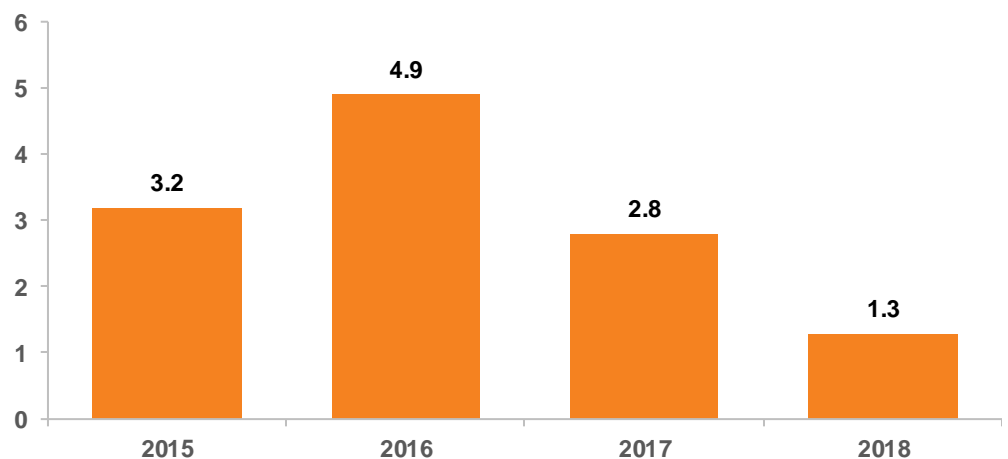
2018 年中共中央国务院发布中发〔2018〕27 号文，明确了隐性债务的定义，对政府债务进行分类，包括显性债务、隐性债务、关注类债务和企业自身债务。其中，地方政府隐性债务，是指地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。隐性债务的核心特征有三点：1) 决策主体是地方政府；2) 资金用途是公益性项目建设；3) 偿债资金来源于政府财政资金。隐性债务主要包括融资平台为公益性项目的融资、政府提供担保的债务，以及政府购买服务、政府和社会资本合作(PPP)、政府投资基金违规融资等，其中融资平台涉及的隐性债务规模最大。

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

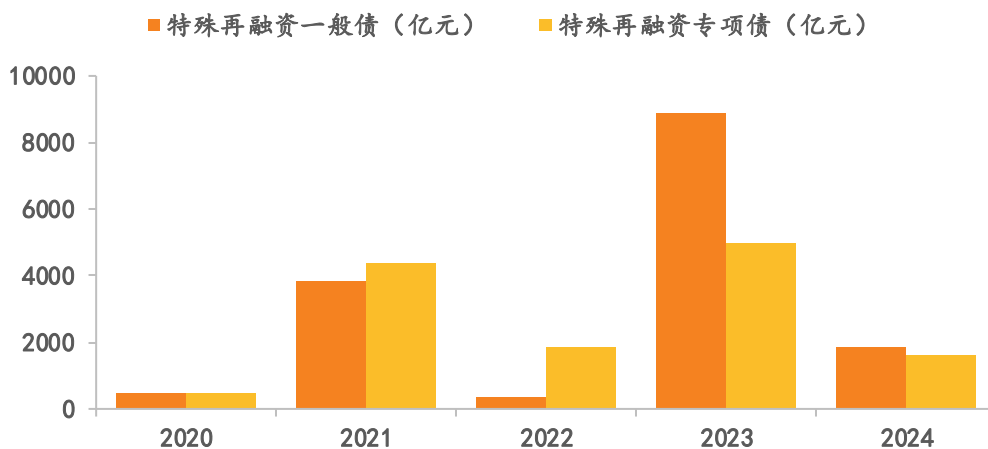
2020 年末，在第一批建制县隐性债务化解试点工作顺利开展的背景下，建制县隐性债务化解试点进一步扩容，化债工具为特殊再融资债券，主要用于偿还存量债务。2020 年 12 月-2021 年 9 月，用于建制县区隐性债务风险化解试点的特殊再融资债券发行规模合计 6128 亿。

#### ➤ 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。

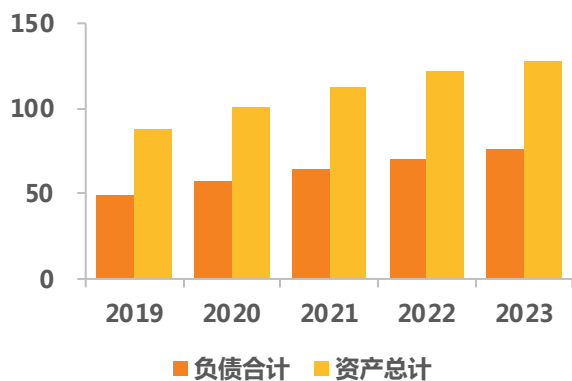
第 2-4 轮化债核心在于对隐性债务进行置换，去年 10 月以来的这轮化债范围进一步扩大。国办“35 号文”中贷款、债券、非标等金融债务均纳入融资平台债务中，债务化解范围逐步覆盖经营性债务。进入 2024 年以来，《2024 年政府工作报告》、二十届三中全会等多次强调要分类推动地方融资平台转型，建立化解隐性债务风险长效机制，该化债方式指将具有稳定现金流的项目债务合规转化为企业经营性债务，政府不再承担还本付息责任。我们认为，此轮化债中经营性债务化解有可能被提到较为重要的位置。

### 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。

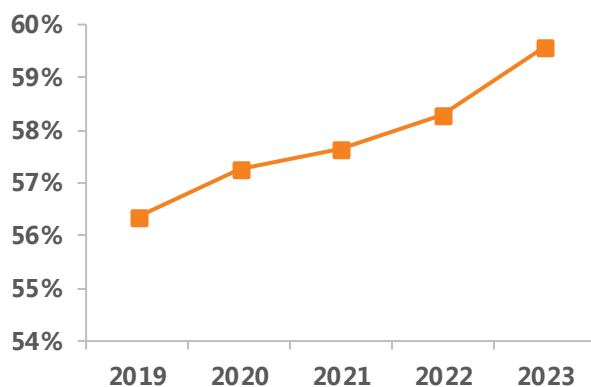


图 3：3566 家城投公司总资产及总负债（万亿元）



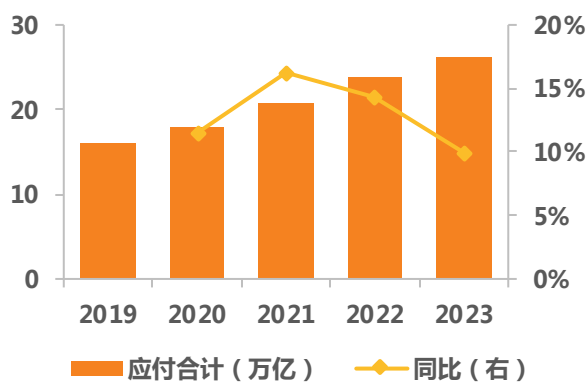
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：3566 家城投公司总资产负债率



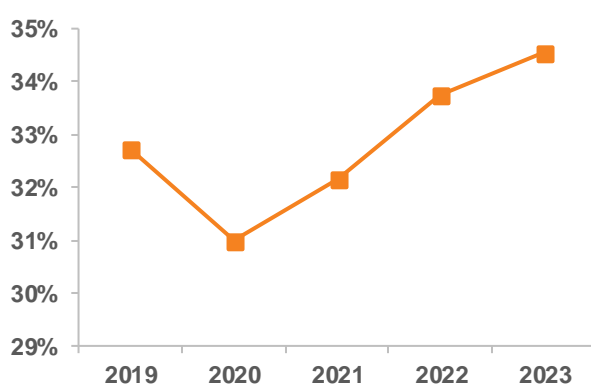
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

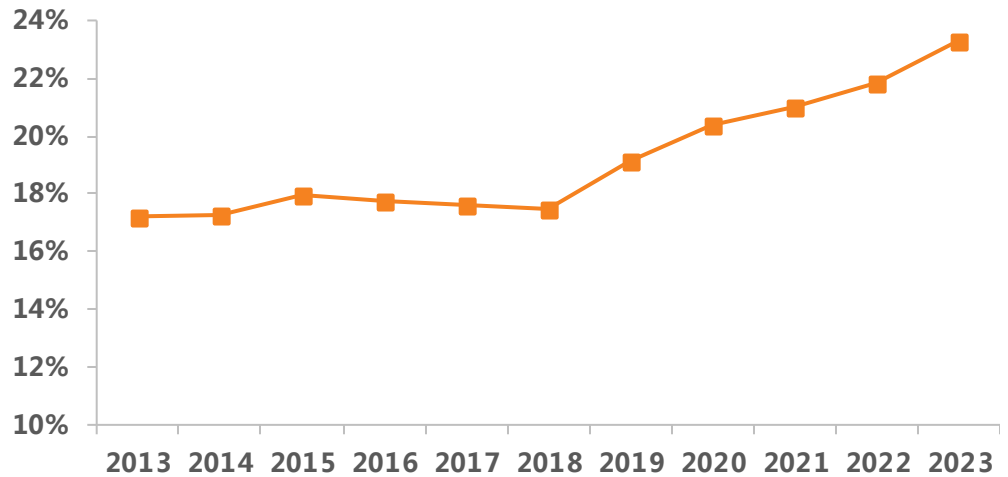


资料来源：Wind，天风证券研究所

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。

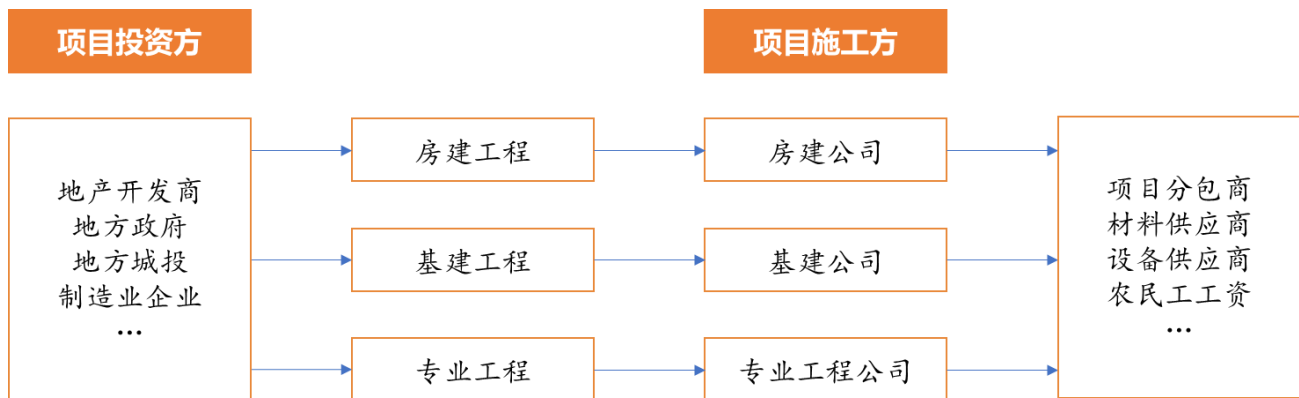
资料来源：中央政府网，最高人民法院官网，人民网，国家发改委官网，天风证券研究所

## 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货商的材料款、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

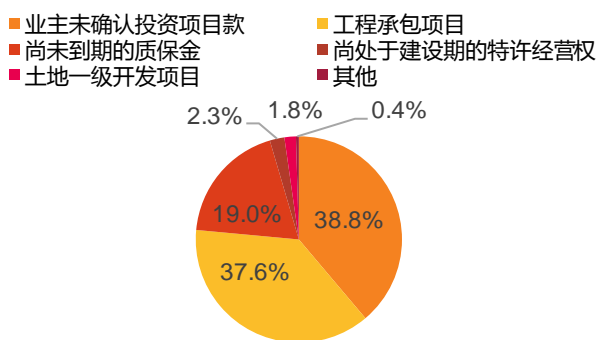
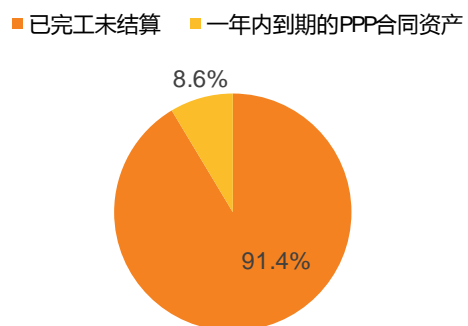


图 10：2023 年中国交建合同资产原值细分项目占比



资料来源：中国建筑 23 年报，天风证券研究所

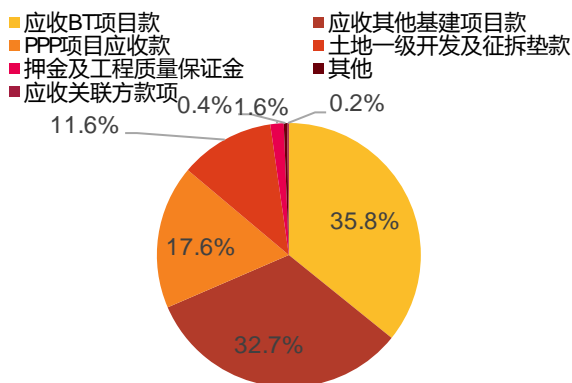
资料来源：中国交建 23 年报，天风证券研究所



**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。

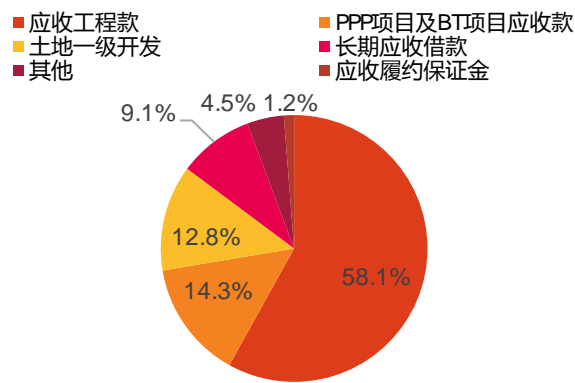
**4) 长期应收款：**主要包括项目开工前业主要求施工单位缴纳的履约保证金、项目质保金、保留金等。项目履约保证金一般在项目竣工验收后返还，如约定的返还时间在一年以内，则计入其他应收款。质保金和保留金如约定返还时间在一年以内，则计入应收账款。2023年中国建筑长期应收款原值中，应收 BT 项目款、应收其他基建项目款、PPP 项目应收款占比约为 86.1%，中国交建应收工程款、PPP 项目及 BT 项目应收款占比为 72.4%。

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

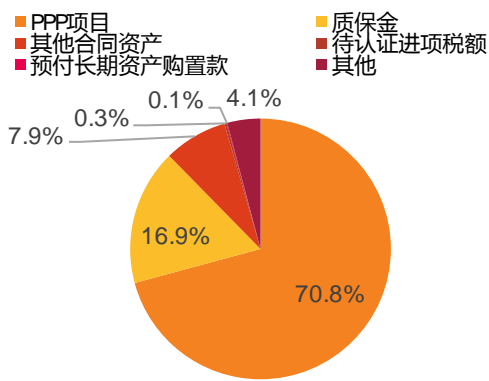
图 12：2023 年中国交建长期应收款原值细分项目占比



资料来源：中国交建 23 年报，天风证券研究所

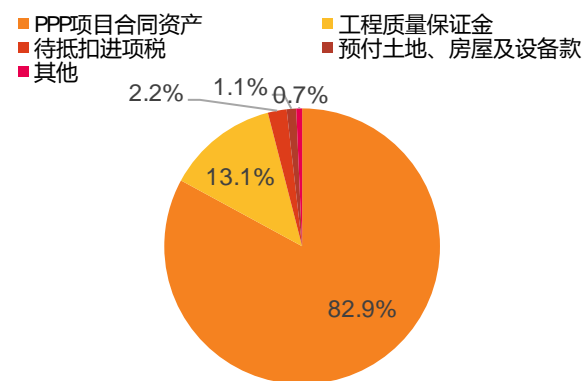
**5) 其他非流动资产：**该科目主要包含了未计入到合同资产科目的 PPP 项目合同资产，项目质保金等，也是建筑企业应收的重要组成部分。2023 年中国建筑其他非流动资产中，PPP 项目、质保金等构成的合同资产占比为 95.5%，中国交建剔除已计入合同资产部分的 PPP 项目合同资产、工程质量保证金占非流动资产的比例达 96%。

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

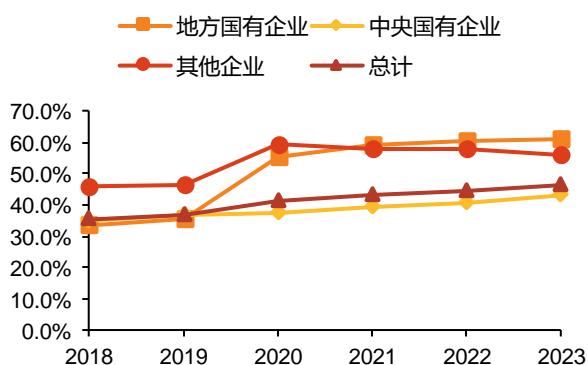
单位：亿元	总资产	应收票据及应收账款	其他应收款	合同资产	长期应收款	其他非流动资产	应收合计
地方国有企业	21875.3	4695.1	482.3	5205.0	1478.8	1466.2	13327.4
占资产比例(%)	100.0%	21.5%	2.2%	23.8%	6.8%	6.7%	60.9%
中央国有企业	114448.9	11695.2	3457.7	15379.2	6543.7	12116.0	49191.8
占资产比例(%)	100.0%	10.2%	3.0%	13.4%	5.7%	10.6%	43.0%
其他企业	5412.7	1219.8	87.2	1213.1	127.7	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。

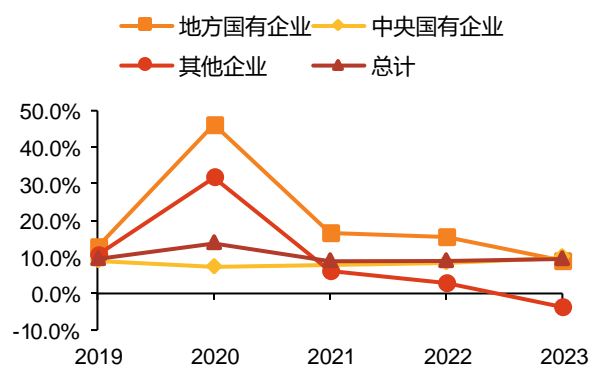
究其原因，我们认为主要由于地方国企依托地缘优势承接了较多的省内项目，项目的资金来源也更加依赖于省内各地方财政的支持，各地土地财政的显著承压导致了地方国企的应收规模快速增加，同时出险的民营地产商资金链收紧，也给地方国企承接的房建类项目带来了较大的账款催收压力。如果从应收项目增量/当年营业收入来看，20 年达到了账款拖欠的高点，其央企、地方国企、其他企业的占比分别为 7.3%、46.2%、31.7%。

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

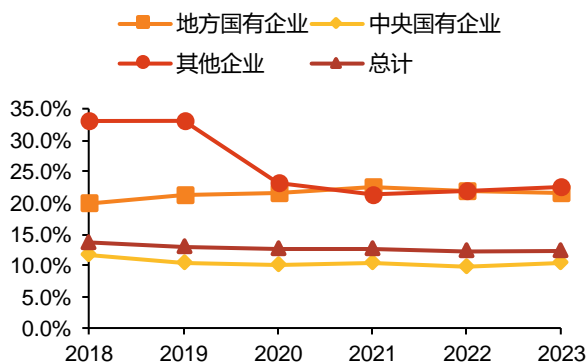
图 16：2018-2023 年建筑应收项目增量/当年营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

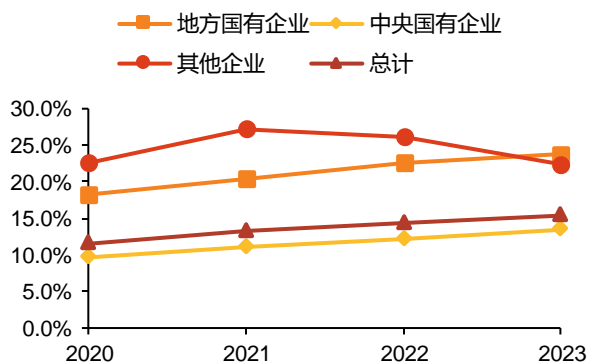
将应收款项拆分来看，合同资产和其他非流动资产的增长，是 SW 建筑装饰企业应收规模提升的主要原因。2023 年建筑企业合同资产总规模为 2.18 万亿元，较 2020 年增加了 9914 亿元，占总资产的比例也由 11.5% 提升至 15.4%。其他非流动资产总规模则从 20 年的 5788.5 亿元提升至 23 年的 13962.1 亿元，占总资产的比例由 5.6% 提升至 9.9%。参考前文中国建筑和中國交建非流动资产的构成里的大多数是 PPP 项目合同资产，我们认为其他非流动资产和合同资产这两个指标，一定程度上也体现了建筑企业的在手未完工订单的变化情况。我们认为这一指标的快速提升，反映了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



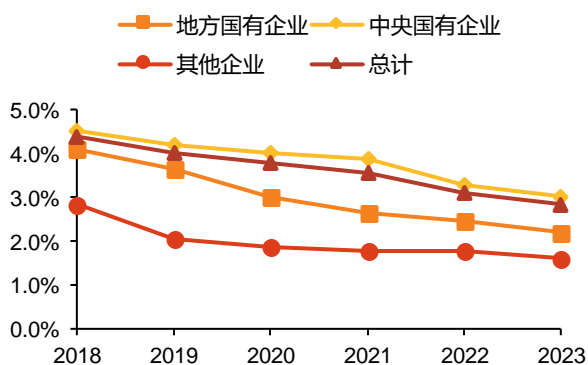
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：2020-2023 年建筑企业合同资产占总资产比例



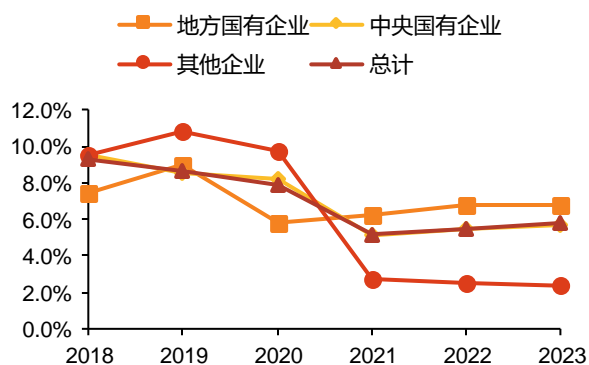
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2018-2023 年建筑企业其他应收款占总资产比例



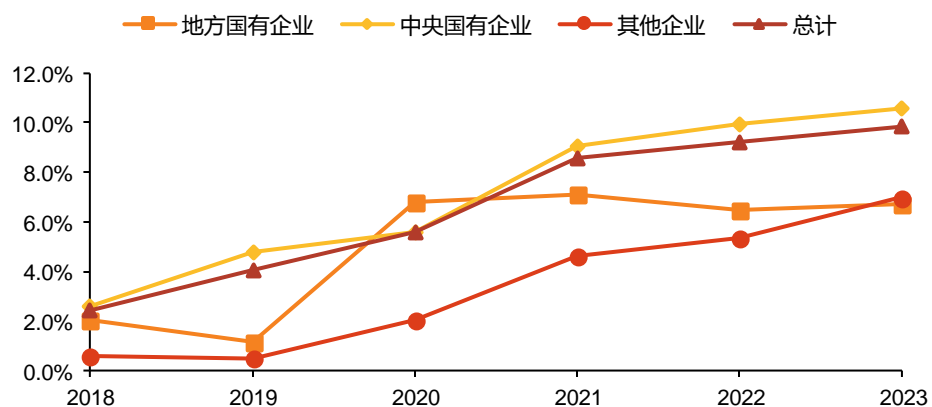
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/867056004065010003>