

总量研究

上市国企和民企信用基本面新貌

——从上市公司财报观测信用基本面

要点

上市国企和民企的信用基本面

企业营业收入方面,2020 年年报显示上市国企和民企营收增速同比均放缓,2020 年前两个季度受疫情影响营收同比增速急剧下滑,下半年开始回暖,而 2021 年低基数效应下营收增速同比大幅增长。

从扣除非经常损益的 ROE 来看,2020 年年报呈现出上市国企和民企盈利能力分化态势,国企 ROE 同比下滑,而民企 ROE 则逆势增长,2021 年一季报则显示上市国企和民企的 ROE 同比均有显著提升。

从盈利空间和期间费用率角度来看,上市国企和民企期间费用率同比均下滑,然而民企盈利空间有所改善,国企盈利空间有所收窄。

民企资产负债率终结四年上升趋势,于 2020 年同比下滑,而国企资产负债率同比小幅上升。国企的资产负债率在 2015 年至 2019 年均呈现下降态势,2020 年受到疫情冲击资产负债率小幅上升,截至 2020 年末国企资产负债率为 62.80%,仍处于较低水平。民企的资产负债率则在 2016 年至 2019 年均呈现上升趋势,2020 年反而逆势下滑,截至 2020 年末民企的资产负债率为 60.04%,但仍处于近几年来的较高位。

上市国企和民企的流动比率近年来呈现分化态势,国企流动比率上行趋势明显,而民企流动比率则趋势下降,但民企 2020 年年末流动比率较 2019 年末上升,反映了民企短期偿债能力在低利率环境中小幅好转。长期偿债能力方面,2020 年国企和民企已获利息倍数同比均上升,一定程度上反映了国企和民企的长期偿债能力有所提升。

上市国企和民企的自由现金流均好转,在政策刺激下筹资性现金流亦表现较优,后续需要进一步关注政策的可持续性,以及政策退出之后可能对企业筹资造成的影响。

风险提示

国企和民企基本面均在脆弱复苏过程中,警惕外部环境的变化对基本面造成的冲击。

作者

分析师:张旭

执业证书编号:S0930516010001
010-58452066
zhang_xu@ebcn.com

分析师:危玮肖

执业证书编号:S0930519070001
010-58452070
weiwx@ebcn.com

目 录

1、 盈利能力表现分化.....	3
2、 偿债能力并未恶化.....	5
3、 现金流表现较优	6
4、 小结.....	8
5、 风险提示.....	8

图表目录

图表 1：上市国企、民企的营业收入同比增长率	3
图表 2：上市国企、民企的扣非后 ROE 及负债率	4
图表 3：上市国企、民企的期间费用率.....	4
图表 4：上市国企、民企的盈利空间	5
图表 5：上市国企、民企的资产负债率.....	5
图表 6：上市国企、民企的流动比率	6
图表 7：上市国企、民企的已获利息倍数	6
图表 8：上市国企的经营性现金流、投资性现金流及自由现金流.....	7
图表 9：上市民企的经营性现金流、投资性现金流及自由现金流.....	7
图表 10：上市国企、民企的筹资性现金流	8

从外部环境来看，2020 年是货币政策由宽松走向平稳的一年。2020 年初突如其来的疫情带来前所未有的冲击，在疫情防控的需求下货币政策实施更加灵活适度，给予了充足的流动性支持。随着疫情的逐步可控，货币政策逐步走向平稳，企业基本面亦有所修复。2020 年四季度是全年的转折，多起高等级国企违约事件使得市场对于信用风险担忧急剧升温，企业基本面的恢复与债券市场的融资额出现了一定背离。

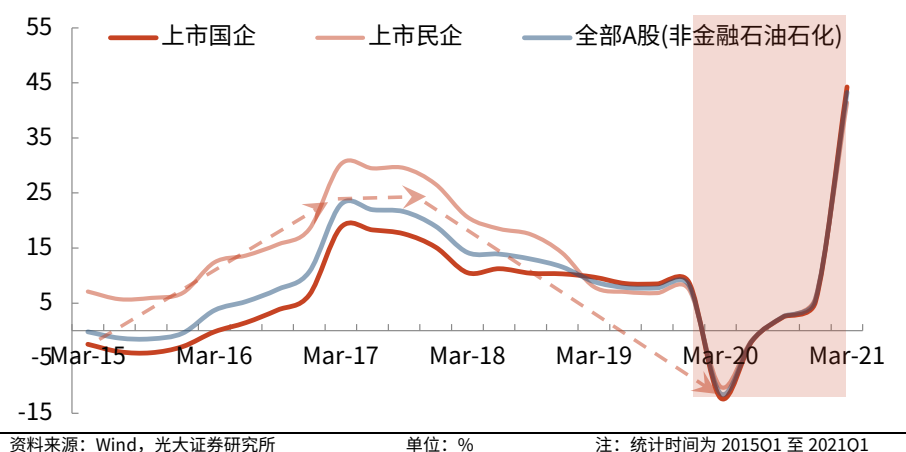
我们以上市公司作为样本数据（剔除银行非银等金融行业，剔除中国石化、中国石油），从盈利能力、偿债能力和现金流情况等三维度，具体观察 2020 年以及 2021 年一季度国企和民企的基本面都有什么新变化。

1、盈利能力表现分化

企业的营业收入方面，营收增速自 2017 年以来高位回落，上市国企和民企营收增速同比均放缓，2020 年前两个季度受疫情影响营收同比增速急剧下滑，下半年开始回暖，而 2021 年低基数效应下营收增速同比大幅增长。

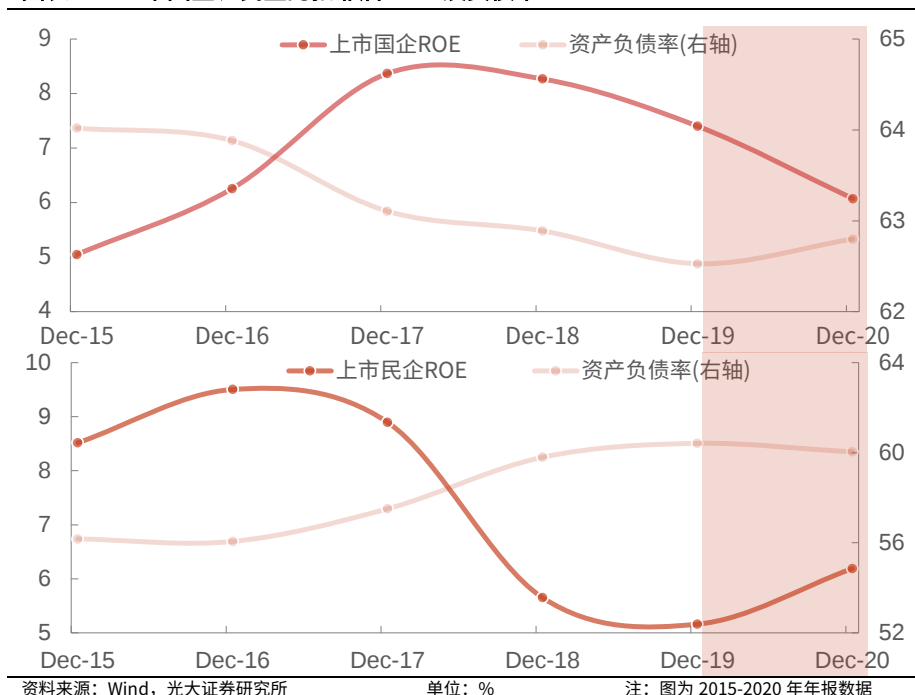
区分公司属性来看，2020 年上市国企营收同比增长 5.21%，2021Q1 则同比增长 44.26%；2020 年上市民企营收同比增长 5.97%，2021Q1 则同比增长 41.39%。

图表 1：上市国企、民企的营业收入同比增长率



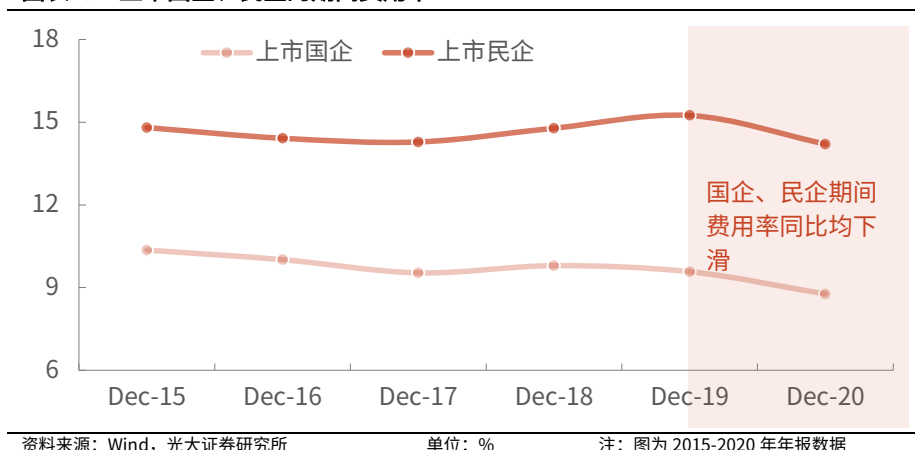
从扣除非经常损益的 ROE 来看，2020 年年报呈现出上市国企和民企盈利能力分化态势，国企 ROE 同比下滑，而民企 ROE 则逆势增长，2021 年一季报则显示上市国企和民企的 ROE 同比均有显著提升。2020 年上市国企 ROE 为 6.07%，资产负债率为 62.80%，ROE 同比下滑的同时资产负债率有所上升，显示出疫情对其的冲击。上市民企表现则较好，2020 年 ROE 为 6.19%，同比上升，资产负债率为 60.04%，同比下降了 0.38 个百分点，终结上市民企近五年来资产负债率不断攀升的趋势。

图表 2：上市国企、民企的扣非后 ROE 及负债率

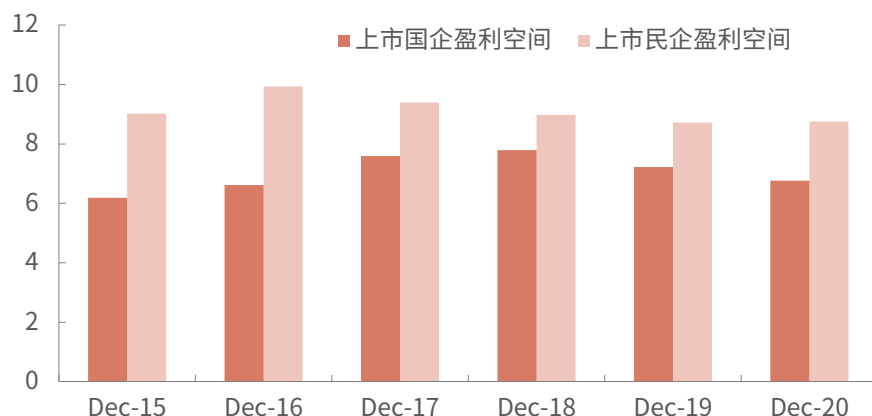


从盈利空间和期间费用率角度来看, 上市国企和民企期间费用率同比均下滑, 然而民企盈利空间有所改善, 国企盈利空间有所收窄。国企自 2016Q1 以来期间费用率控制较好, 有不断下降的趋势, 相比于 2019 年年报, 2020 年年报显示上市国企销售费用率、财务费用率和管理费用率均有所下降, 研发费用率提升, 而由于销售毛利率下滑的原因, 全年上市国企的盈利空间 (销售毛利率-期间费用率, 下同) 继续收窄; 民企的期间费用率同比下滑明显, 2020 年年报显示民企的期间费用率为 14.20%, 同比下滑 1.05 个百分点, 其中财务费用率、研发费用率同比上升, 销售费用率和管理费用率均下滑, 销售毛利率虽然有所下滑, 全年盈利空间仍有小幅提升。

图表 3：上市国企、民企的期间费用率



图表 4：上市国企、民企的盈利空间



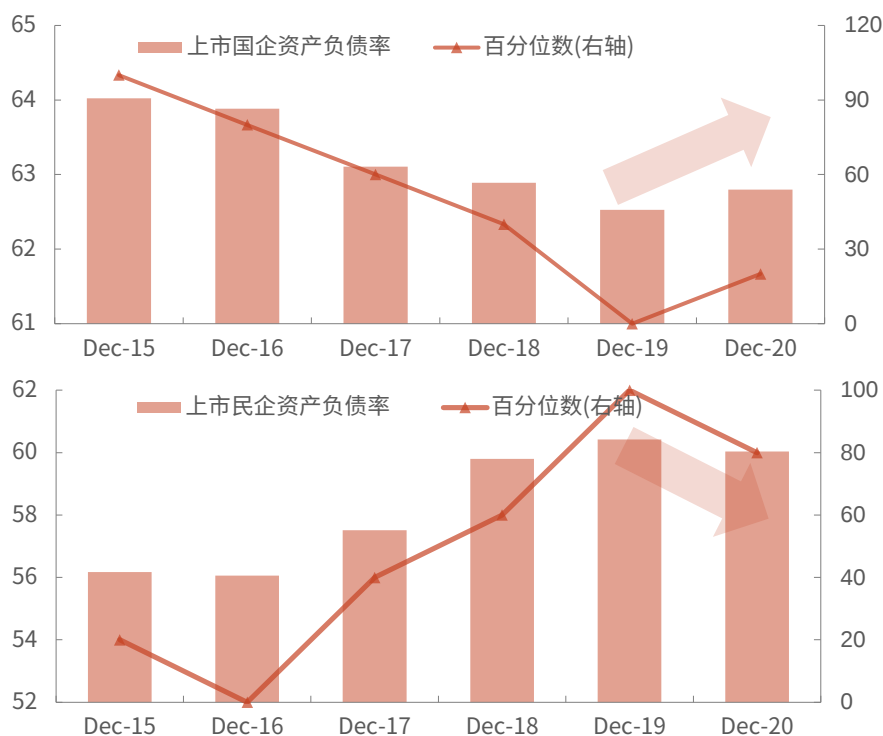
资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：% 注：图为 2015-2020 年年报数据

2、偿债能力并未恶化

民企资产负债率终结四年上升趋势，于 2020 年同比下滑，而国企资产负债率同比小幅上升。国企的资产负债率在 2015 年至 2019 年均呈现下降态势，2020 年受到疫情冲击资产负债率小幅上升，截至 2020 年末国企资产负债率为 62.80%，仍处于较低水平。民企的资产负债率则在 2016 年至 2019 年均呈现上升趋势，2020 年反而逆势下滑，截至 2020 年末民企的资产负债率为 60.04%，但仍处于近年来的较高位。

图表 5：上市国企、民企的资产负债率



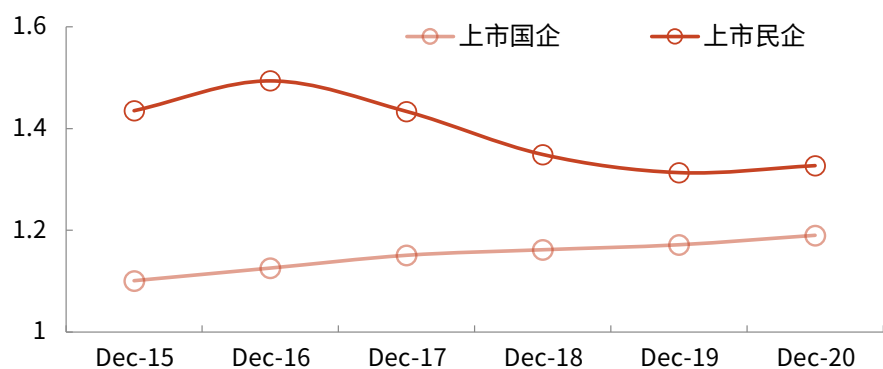
资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：% 注：图为 2015-2020 年年报数据

我们通过流动比例以及已获利息倍数等指标分析上市国企和民企的长短期偿债能力。上市国企和民企的流动比率近年来呈现分化态势，国企流动比率上行趋势明显，而民企流动比率则趋势下降，但民企 2020 年年末流动比率较 2019 年末上升，反映了民企短期偿债能力在低利率环境中小幅好转。

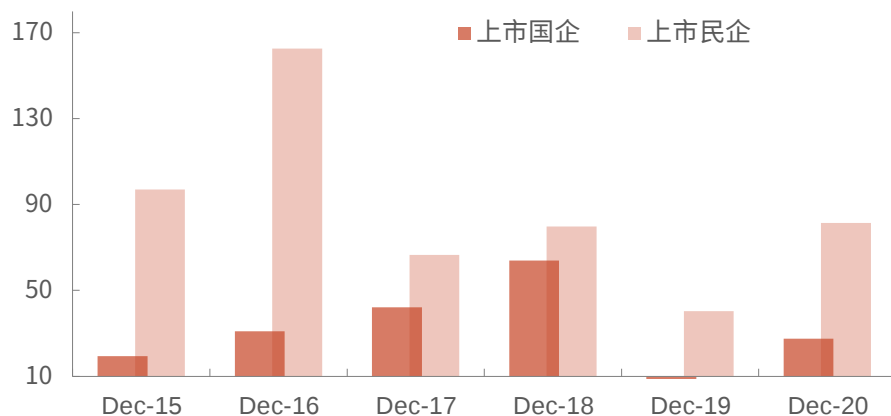
长期偿债能力我们观测已获利息倍数这个指标。截至 2020 年末，国企和民企已获利息倍数同比均上升，一定程度上反映了国企和民企的长期偿债能力有所提升。

图表 6：上市国企、民企的流动比率



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：% 注：图为 2015-2020 年年报数据

图表 7：上市国企、民企的已获利息倍数



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：倍 注：图为 2015-2020 年年报数据

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19522

