



从信评角度看建筑央企(一): 精细化指标的建立、应用与 预测



本篇报告对建筑央企中信评较为关注的细节进行重新审视并建立指标，通过对央企各工程业务模式占比变化的研究，结合宏观政策和自己研发的久期与融资成本计算模型，并考虑到永续债对资产负债率的影响以及观察 PPP 出表业务对现金流量表的影响，希望能够帮助读者对公司的资产情况、偿债压力以及财务风险有更充分的了解。

PPP 模式先增后减，传统施工模式（含 EPC）回暖。PPP 政府付费项目至 2018 年升至极大值，主因 2015 至 2018 年国家大力推广 PPP 项目，且投资 PPP 项目可以带动施工收入，提高毛利，所以央企们在这期间 PPP 项目投入较多。后期由于国家对 PPP 监管的持续加强，央企们在之后几年新签重大 PPP 项目数量下降明显，2019 年发改委印发相关文件推动工程总承包模式发展 EPC 模式于 21 年开始回暖。PPP 出表收入占比减小，或因出表风险大，以及国家在后期对 PPP 项目的清查、管控政策的加强。预计未来建筑央企对 PPP 项目的承接会保持谨慎态度，PPP 出表占比或将整体持续下行。

资产久期与负债久期的匹配度持续转好。2015-2018 年，在 PPP 的大力推广下，资产由于 PPP 项目的建设周期长，占用资金多，回款较慢，久期被拉长；但是没有能够匹配这么长久期的负债，部分项目短债长投，负债久期反而缩短。很多央企负债比资产久期低至 1.2 附近，比较危险。在 PPP 政策变动及宏观融资环境偏紧等影响下，央企承接的 PPP 项目有所减少，随着融资成本的降低，央企们的长期借款金额有所增加，2018-2021

年，该比值开始逐渐恢复。预计未来央企重点关注存量资产的盘活工作，负债久期和资产久期匹配度有向好趋势。

碳减排助力综合债务融资成本持续下降。受宏观政策的影响，国家多次降息，建筑央企的借款利率随之下降。企业的质押、抵押借款比率越来越高，使融资成本利率降低。21 年央行正式推出碳减排支持工具，从银行利差角度看，碳减排贷款出台前后商业银行给央企贷款所得利差变动大于民企，因此我们认为大型国企在该政策下受益更大。电建、能建比其他央企更容易获得融资，从而降低公司的综合债务融资成本。

永续债发行显著下降，将面临稳杠杆压力，ROE 或开始回暖。2018 年，国资委要求建筑央企降杠杆，永续债会在一定程度上减轻公司的偿债压力，央企们纷纷选择了发行永续债来达到监管要求。虽然降低了资产负债率，但同时对 ROE 产生一定冲击，随着央企们将杠杆降低至管控线以下，永续债发行增速开始下降，央企们更加重视提升经营质量及费用控制等问题，建筑央企的 ROE 在整体持续下降后可能会开始回升。

PPP 由盛至衰，出表业务对现金流量影响变小。2021 年由于国家对

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_51994

