

联合 研究报告

2017.12.08

建筑施工行业研究报告



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

建筑施工行业 2017 年度研究报告

公共事业一部

010-85679696

lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层

(100022)

www.lhratings.com

报告概要

建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与宏观经济运行密切相关，具有明显的周期性。2016 年，国内建筑行业多项指标扭转负增长态势，建筑业回暖趋势明显。

建筑施工行业技术门槛较低，市场竞争激烈，目前国内该行业集中度较低。行业内企业垫资施工对资金占用明显、周转压力大，同时呈现高杠杆运行、短期偿债压力较大，利润率水平偏低，现金流季节性明显等特点。

行业内发债企业中，央企及大型国企凭借其资质全、管理及技术水平高、融资能力强等多方面的优势，整体信用水平明显高于民营企业。部分建筑施工企业通过 PPP 方式承接的项目规模大幅提升，随着 PPP 订单落地并逐步进入项目实施阶段，行业内的转型升级有望得到推进，建筑企业的收入有望迎来持续高增长。

“稳增长”仍为未来几年经济工作首要任务。虽固定资产投资增速持续回落、房地产行业下行压力加大，但公路、铁路、水利水电等基建项目仍存在较大投资空间。短期内，宏观经济增速放缓，加之建筑施工行业举债经营的特性，资金周转压力加大。从中长期看，利好政策的逐步落实、产业链整合及 PPP 项目的释放有望从资金端解决需求问题；随着“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等利好政策的逐步落实，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

未来建筑施工企业的经营状况及信用水平将出现分化，具备良好的资质、能够持续获取订单、参与政策支持的基础项目的企业，其未来发展及信用基本面将得到支撑。

一、行业概况

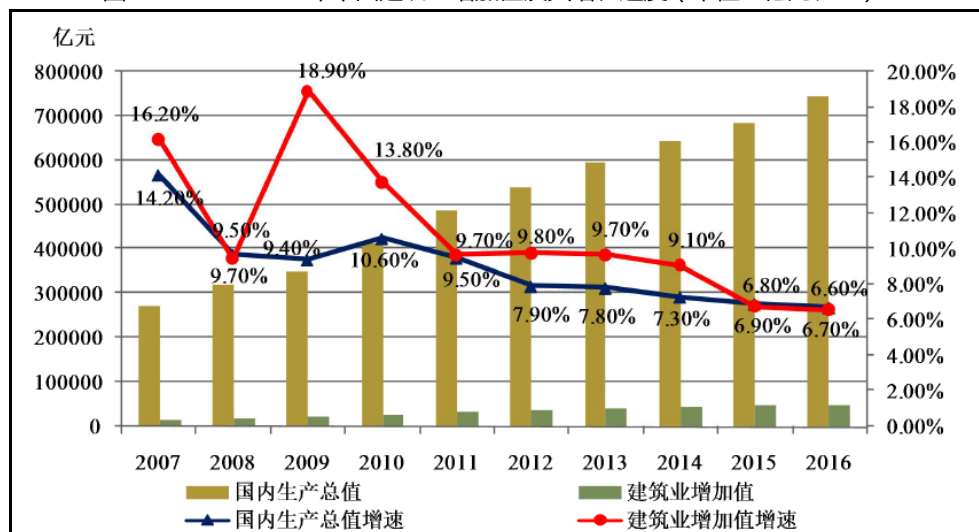
建筑行业作为国民经济的重要支柱产业之一，其发展与宏观经济运行密切相关，具有明显的周期性。2015 年至今，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略等利好政策频出，加之 PPP 项目的集中释放，对建筑施工行业发展促进作用明显，尽管宏观经济增速放缓，2016 年建筑施工行业有所回暖。

二、行业现状

1. 行业运行概况

建筑业在经济中仍处于支柱产业地位。作为拉动经济增长的三驾马车之一，固定资产投资仍为我国经济增长的主力军，2016 年全社会固定资产投资完成额 60.65 万亿，同比增长 7.90%，全社会固定资产投资对 GDP 的贡献度达 81%。在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，2016 年建筑业总产值已达 19.36 万亿，同比增长 7.1%，在固定资产投资总额中占比较大，建筑业作为经济支柱产业的地位仍然稳固。

图 1 2007~2016 年中国建筑业增加值及其增长速度（单位：亿元、%）

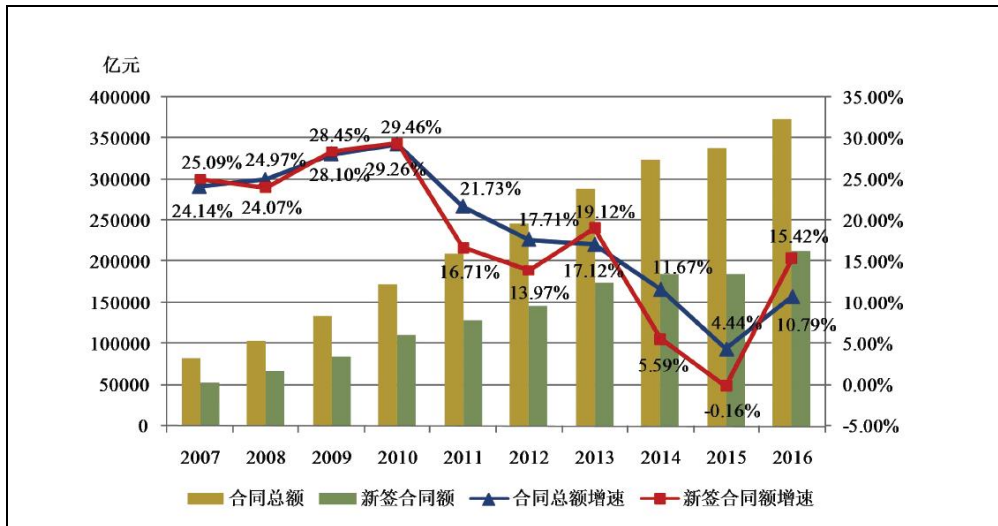


资料来源：2016 年建筑业发展统计分析

建筑业回暖趋势明显。2016 年，国内建筑行业施工面积、新开工面积和竣工面积同比分别增长 1.74%、2.38% 和 0.37%，扭转了 2015 年负增长的态势。2017 年上半年，国内建筑行业新开工面积 2.30 亿平方米，较上年同期增长 6.63%。2016 年，建筑业企业签订合同总额为 37.43 万亿元，同比增长 10.79%，结束了增速连续 5 年下降的局面。同

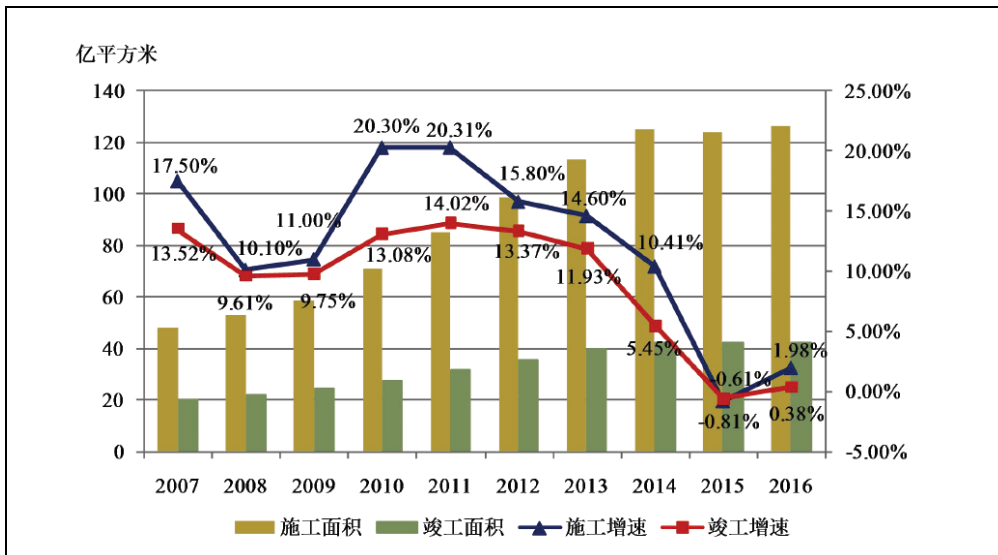
年，新签合同额为 21.28 万亿元，增速由 2015 年的-0.16% 大幅提高至 15.42%。2017 年上半年，增速继续提高，签订合同总额为 28.87 万亿元，其中新签合同额为 10.71 万亿元，较上年同期分别增长 18.11% 和 21.89%。

图 2 2007~2016 年建筑业合同总额和新签合同额情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 2016 年建筑业发展统计分析

图 3 2007~2016 年建筑业施工面积及竣工面积情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 2016 年建筑业发展统计分析

苏浙两省领跑全国，中部市场潜力大。2016 年，浙江、江苏两省建筑业总产值依然领跑全国建筑业，分别达到 25791.76 亿元和 24989.37 亿元，占全国的 26.23%。此外，湖北、山东、四川、广东、北京、河南、福建、湖南、重庆 9 个地区的合计总产值占全国建筑业总产值的 42.41%。

业务范围向产业链上游延伸，非传统模式业务推动收入及利润增长。建筑施工企业

施工领域多涉及房建与基建业务,2016年中国房地产投资增速及新开工面积增速明显回升,政府基建投资力度持续增加,对建筑施工行业整体需求形成支撑;部分经营实力强、资质良好的建筑施工企业不断将业务向产业链上游的融资建造业务延伸,广泛采用EPC、BOT、PPP等资本运营方式承接项目,将对建筑施工企业未来收入及利润增长形成有效支撑。

行业内竞争激烈,大型央企、国企规模及市场地位突出。建筑业规模分布呈现“金字塔”状,即少量大型企业、部分中型企业和众多小型微型企业并存。其中以普通房建、公路建设等为代表的大部分施工领域的资质准入门槛较低,导致行业从业主体数量多,但大型央企、国企的规模及市场占有率高。

2. 行业需求

建筑施工下游行业主要涉及房建领域与公共设施建设领域;其中,公共设施建设具体包括公路建设、水路建设、铁路建设、水利、电力建设等细分领域。

(1) 房屋建设领域

2016年,房地产开发投资增速有所回升,商品房销售明显回暖。全国房地产开发投资102581亿元,比上年增长6.9%。从房屋新开工面积来看,2016年房地产新开工面积166928万平方米,同比增长8.1%,增速提高0.5个百分点。从销售方面看,商品房销售面积和销售额分别为15.73亿平方米和117627亿元,分别较上年增长22.5%和34.8%,均呈现高速增长趋势。

2016年,受地方政府土地供应量收缩影响,房地产企业土地购置面积22025万平方米,同比下降3.4%;但同期土地成交价款9129亿元,同比增长19.8%,体现了土地市场明显的回暖趋势。

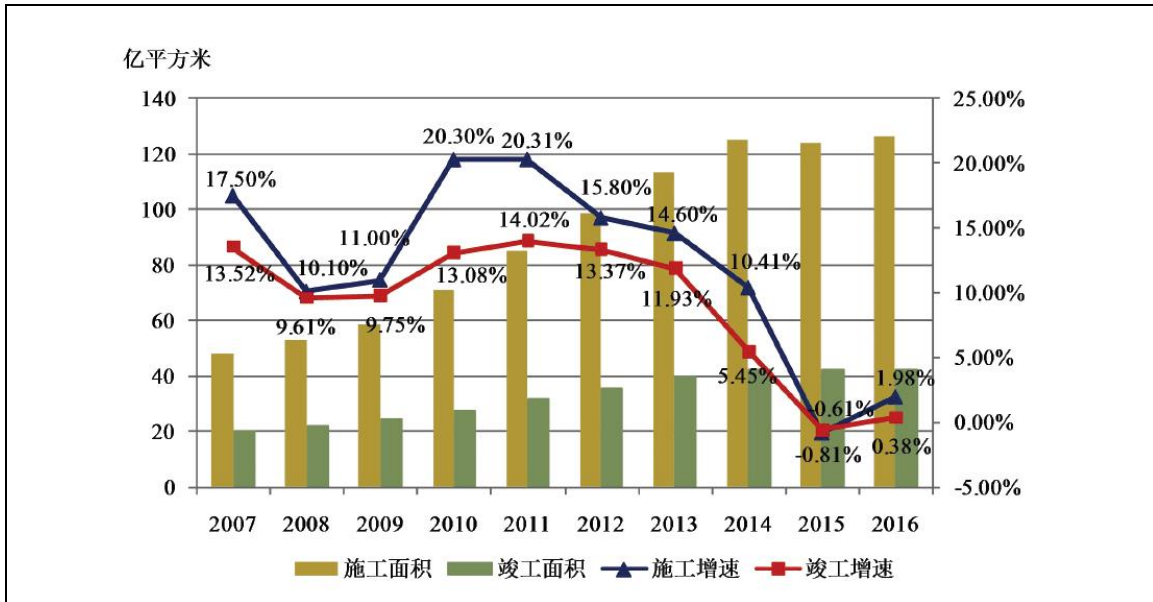
从房地产开发企业资金到位情况来看,2016年,房地产开发企业到位资金144214亿元,较上年增长15.2%。其中,国内货币环境的放松带动房地产企业国内贷款同比增长6.4%至21512亿元;个人按揭贷款24403亿元,同比增长46.5%。

2017年以来,房地产市场调控政策频出,一线城市及重点二、三线城市限购限贷政策不断升级。2017年开始,调控成效显现:国家统计局发布数据显示,今年1~5月,全国房地产开发投资、土地购置面积、销售额、销售面积、企业到位资金等指标的增速全面回落。6~7月,全国房地产开发投资增速继续回落。

整体看,2016年房地产行业新开工意愿的增强为建筑施工行业未来收入提供了一定

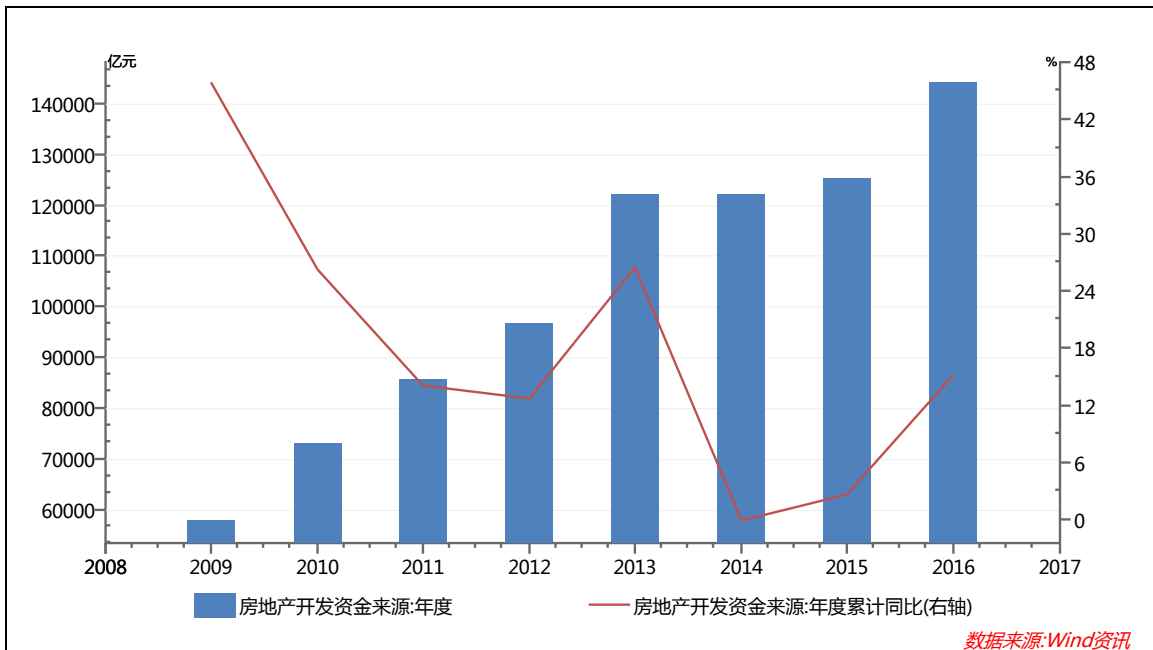
保障；但伴随调控政策的推出与落实，未来房地产施工增速或将放缓。

图4 房地产行业新开工面积和竣工面积情况（单位：亿平方米、%）



资料来源：2016年建筑业发展统计分析

图5 房地产开发资金来源情况（单位：万平方米、%）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

(2) 公共设施建设领域

公共设施建设重点涵盖了公路建设、水路建设、铁路建设、水利建设以及电力建设等领域。

据交通运输部统计，2016 年全年全国完成铁路公路水路固定资产投资 27902.63 亿元，较上年增长 4.7%，其中，中国公路建设投资完成 17975.81 亿元，比上年增长 8.9%，增速同比有所提升。2016 年，中国全年完成水运建设投资 1417.37 亿元，比上年下降 2.7%。同期，全国铁路行业固定资产完成 8015 亿元，较去年小幅下降 2.7%；全国计划完成铁路投资 8000 亿，与近年投资几近持平。

水利建设方面，“十二五”期间，全国水利建设完成总投资达到 2 万亿元，年均投资 4000 亿元，是“十一五”年均投资的 2.9 倍。“十三五”期间，将继续将水利作为公共财政支持的重点，同时加大金融支持水利工程建设，充分发挥各类金融机构作用，拓宽水利项目融资渠道。截至 2016 年底，国务院确定的 172 项重大水利工程已开工 106 项，预计未来仍具有较大的投资需求。

电力建设方面，根据国家能源局印发的《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，未来政府间将通过实施配电网建设改造行动计划，有效加大配电网资金投入。“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。预计到 2020 年，高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万公里。

(3) 海外项目拓展

受国内宏观经济增速放缓，国内建筑业务扩张承压和“一带一路”战略的持续推进，国外市场需求逐渐扩大影响，部分建筑业企业业务开始向外发展。目前中国海外建筑业务规模整体呈现上升态势，以央企为主力的国内行业巨头纷纷加入海外业务竞争。但同时，海外市场存在着政治、经济、文化、法律等多方面的风险；近两年，中国建筑及中铁建分别遭遇开发商申请破产、项目陷入烂尾和当地政府单方面违约等事件，对中国建筑企业海外市场影响力及公司利润造成不良影响。大型央企海外项目受阻为中国建筑企业拓展海外市场提出警示。

总的来看，短期内房地产施工需求或将放缓，但公共建设作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥稳定作用，以铁路、公路、水利、水电环保等为主的基建项目需求量仍将不断提升。

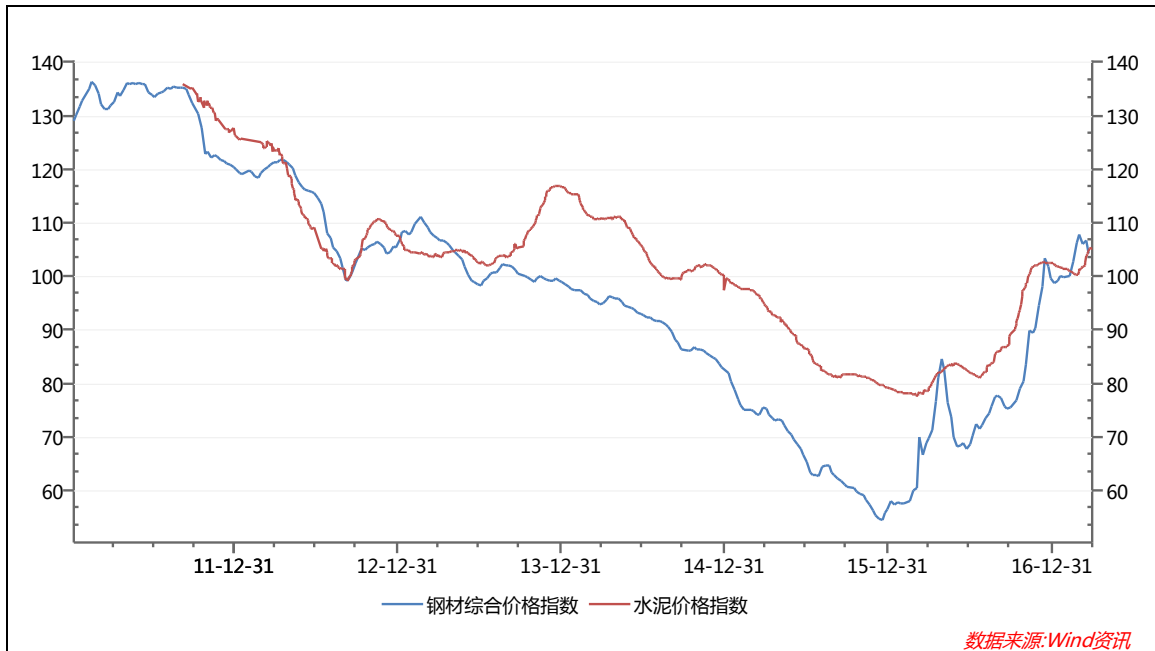
3. 上游原材料

建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。其中，钢材和水泥作为建筑施工行业主要原材料，其价格波动对建筑企业利润水平产生较大影响。

2014年以来，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2014年至2015年，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016年全国钢材价格受基建和工业需求有所回升影响而出现大幅度上涨，整体价格累计同比涨幅已经超过30%。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，2014年以来水泥价格快速下行，2016年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。

图6 钢材及水泥价格指数



资料来源: Wind 资讯

4. 行业竞争

中国建筑行业主体分为五大类：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。建筑施工行业内，不同施工专业领域的准入门槛差别较大。其中，铁路、水利水电、矿山建设等领域的准入门槛相对较高、竞争较缓和，而以普通房建、公路建设等为代表的施工领域的准入门槛较低，导致行业内从业主体数量众多，市场集中度低、行业竞争激烈。2016年中国建筑业CR8（行业集中度）不足20%，仍保持在低位。

仅从普通房建、公路建设等施工领域来看，“五大”央企及地方性国企模较大及市场

占有率较高，其中尤以中国建筑、中国铁建、中国中铁等大型央企为代表，上述三家企业施工产值和收入规模在行业内排名较高，分支机构多、业务分布全国，在行业内市场占有率较高。

表 1 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
	--	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素；央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为明显的优势；大量中小企业仍主要在房建等领域进行激烈的竞争。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

三、发债企业信用分析

1. 发债企业信用等级分布

截至 2017 年 7 月底，建筑行业有存续期债券的企业共计 125 家（包括银行间及交易所市场），级别主要分布在 AA、AA+、AAA，占比分别为 44.80%、27.20%以及 17.60%。

存续期内建筑施工企业级别分布差异较为明显，央企的级别以 AA+、AAA 为主，合计占比达 89.47%。地方国有企业级别分布较广，AA 及以上占 91.89%；民营企业主体级别主要集中在 AA（占比 69.57%）。

从新增发行人企业性质来看，民企发行人增量较大。2017 年 7 月底较 2015 年底新增发行人 21 家。新增发行人央企（子公司）5 家，地方国有企业 4 家，民企 11 家，外商独资企业 1 家；分级别来看，新增 AA-企业 2 家，AA 企业 11 家，AA+企业 8 家。

表 2 按企业性质划分发债企业主体级别分布情况（单位：家）

	中央国有企业	地方国有企业	民营企业	集体企业	外商独资企业	中外合资企业	总计
AAA	18	4	0	0	0	0	22
AA+	16	12	5	1	0	0	34
AA	4	18	32	1	1	0	56
AA-	0	2	7	0	0	1	10
A+	0	1	0	0	0	0	1
BB++	0	0	1	0	0	0	1
C	0	0	1	0	0	0	1
总计	38	37	46	2	1	1	125

注：级别分布情况为截至 2017 年 7 月底数据。

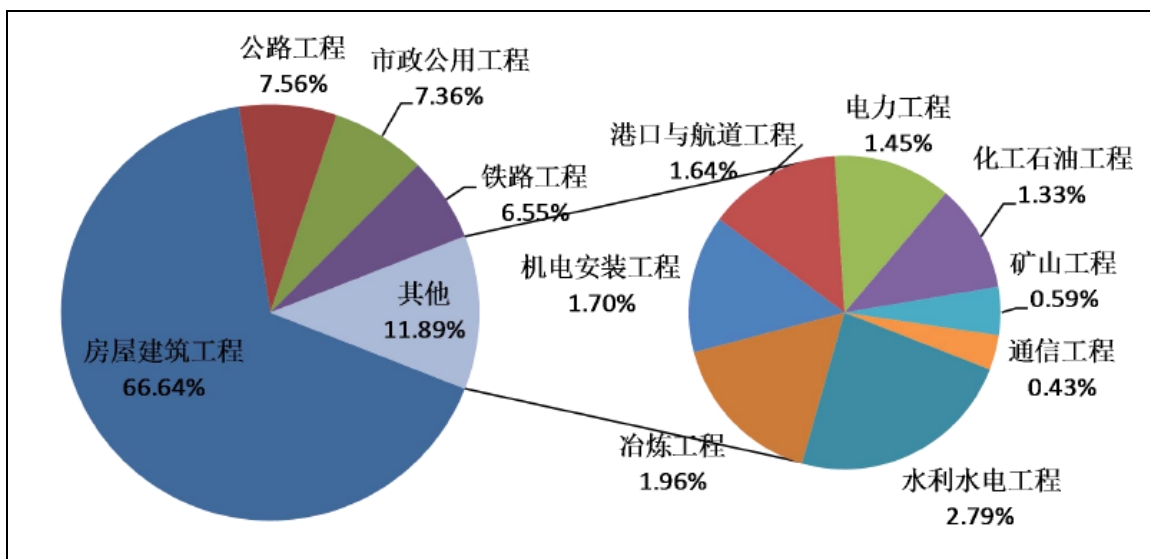
资料来源：联合资信根据公开资料整理

从 2016 年各家发债企业级别迁徙情况来看，级别上调企业个数同比下降；主要集中于 AA 调至 AA+。2016 年~2017 年 7 月底，建筑施工行业涉及级别调整企业共 23 家，同比有所下降；其中由 AA+调至 AAA 企业 5 家，由 AA 调至 AA+企业 11 家，由 AA-调至 AA 企业 2 家。级别调升由主要集中在企业合同量增大、自身规模扩大等利好因素。

2. 建筑企业经营分析

从特级、一级施工总承包企业建筑产值结构上看，房屋建筑工程占建筑施工行业总产值的比重约 67%，基建工程占比同比有所上升，超过 20%。

图7 特、一级施工总承包企业建筑业总产值构成



资料来源：2016年建筑企业发展统计公报

从业务区域范围来看，我国建筑业地区发展不均衡问题突出，江苏、浙江、山东、湖北、等地建筑业总产值规模大。2016年江苏和浙江省的建筑业总产值在全国各省份中排在前列，均超过2.4万亿元，总计占全国建筑业产值26.3%。

另外，受益于我国持续贯彻执行“走出去”战略和“一带一路”等政策的影响，我国对外承包工程业务近些年一直呈稳定持续增长态势。中国对外承包商会发布的《中国对外承包工程发展报告2016-2017》显示，2016年，海外市场整体业务规模稳步攀升，年度完成营业额1594亿美元，同比增长3.5%，新签合同额2440亿美元，同比增长16.2%。尤其对于以央企为主的AAA企业业务范围基本均涉及海外市场。以中国中铁为例，其2016年海外新签合同突破千亿，同比增长49.6%。

建筑企业整体业绩回暖

2014~2016年，样本企业营业收入呈现逐年上升态势，年均复合增长6.42%；利润总额年均增幅8.91%；营业利润率由于钢铁及水泥价格等原材料价格的上涨以及营改增等因素的影响整体呈现下滑态势，年均复合减少1.77%。

表3 样本企业主要经营情况（单位：亿元、%）

	营业收入			利润总额			营业利润率		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
AAA	2016.37	2159.03	2325.80	72.37	81.89	90.30	3.52	3.88	3.84
AA+	286.75	299.80	328.90	8.97	8.39	9.59	5.10	4.39	5.08
AA	144.81	145.80	143.81	5.34	4.84	5.15	6.32	5.88	5.95

AA-	31.44	37.46	41.22	1.91	2.69	2.52	9.21	12.39	8.27
行业 均值	517.20	547.81	585.73	18.32	19.73	21.73	5.70	5.61	5.50

注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的算术平均值；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业；三年样本相同。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

行业分化趋势明显，集中度提升

建筑施工行业垫资经营的属性对企业融资能力要求很高，因此在行业竞争加剧的情况下，资质全、规模较大、强融资能力较强的施工企业经营表现较好。近三年，以央企为主的 AAA 级别发债企业总资产、净资产、营业收入增速明显高于 AA+及 AA 级别企业。相关数据显示，近三年来，建筑行业八大央企营业收入占全国施工企业总收入的比例持续上升，2016 年约为 17%，较 2014 年增长 0.8 个百分点。

PPP 业务承接量大幅增加。

随着中国经济增速放缓以及债务风险控制力度的加大，PPP 模式被政府大力推广。据相关统计数据显示，建筑行业上市公司中，2014~2016 年，PPP 协议总额分别为 636 亿元、6532 亿元、23346 亿元，呈现爆发式增长。其中，框架协议金额占比 65%。随着 PPP 订单落地并逐步进入项目实施阶段，行业内的转型升级及结构性调整有望得到推进，建筑企业的收入有望迎来持续高增长。

应收账款周转率和存货周转率偏低，资金周转压力加大。

经营效率方面，建筑企业应收账款相对较大、成本确认周期较长导致建筑行业周转率较其他重点行业（煤炭、化工、医药生物等）偏低。受周期较长的 PPP 项目大幅增加等因素影响，样本企业近三年应收账款周转率均值逐年下降，分别为 6.75 次、6.14 次和 5.74 次；存货周转率均值分别为 10.96 次、8.08 次和 6.42 次。

3. 发债企业财务表现

资产规模大，央企、国企规模优势明显。

从样本企业财务指标来看，2014~2016 年，AA-级及以上企业资产及权益规模整体呈增长趋势；整个行业资产规模相较于公共事业、煤炭等行业较大。

2016 年，AAA 级企业资产总额均值 3468.63 亿元，所有者权益均值 712.26 亿元，均显著高于 AA+级别的企业，主要系 AAA 的企业均为建筑施工行业龙头企业，包括中国中铁、中国交建、中国铁建、中国建筑、中国电建、中国冶金、中国葛洲坝、中国核建、中国能源和上海建工等企业规模优势明显。AA+、AA 及 AA-企业，随着信用级别的下沉，其资产规模呈现快速下降趋势。

表4 样本企业资产规模 (单位:亿元)

	资产总额			所有者权益		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
AAA	2546.51	5959.41	3468.63	475.29	595.49	712.26
AA ⁺	296.55	340.97	401.20	58.43	68.14	82.40
AA	162.84	186.27	211.50	40.96	47.57	56.99
AA ⁻	40.35	54.46	66.83	12.59	18.84	24.75
行业平均值	625.74	725.40	847.74	122.91	151.10	181.20

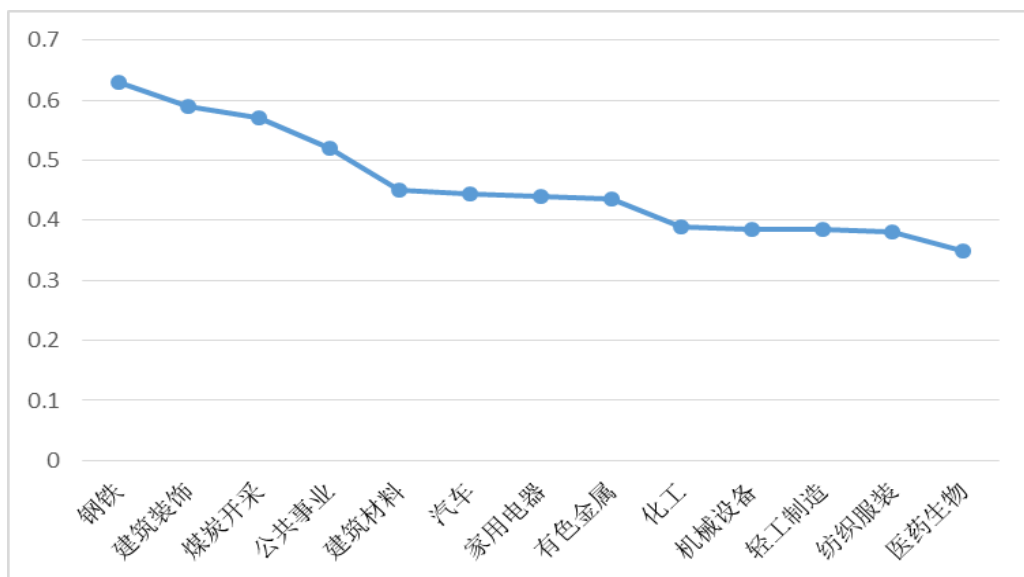
轻资产模式运营，流动资产占比高。

资产结构方面，建筑企业以流动资产为主，2016年底，样本企业流动资产占总资产的70%左右，超过机械设备、汽车、医药生物等其他重点行业。主要系存货、应收账款规模较大所致。存货主要包括建筑原材料、项目开发成本以及已完工尚未结算的项目投入。应收账款占比较大主要受上游业主单位项目结算以及资金支付进度影响较大；此外，其他应收款也占一定比例，主要为建筑施工业务的履约保证金及质保金。

高杠杆运行，短期偿债压力较大。

从债务规模和偿债能力来看，建筑施工企业在项目建设过程中垫资压力较大，资产负债率在重点行业中处于较高水平（2016年底数据显示仅低于钢铁行业）。

图8 截至2016年底各重点行业资产负债率对比



资料来源: Wind 资讯

2014~2016年，样本建筑企业负债水平逐年下降；资产负债率均值分别为72.86%、72.10%和70.71%，全部债务资本化比率均值分别为51.64%、51.36%和49.38%；EBITDA对全部债务的平均保障倍数增长至7.70倍。其中，央企得益于较低的融资成本，更倾向于举债扩大规模，故其资产负债率及全部债务资本化比率均值明显高于其他性质企业。

另外，建筑行业快进快出的运营特点决定了建筑企业相对其他行业短期债务占比高，短期偿债压力较大。2014~2016年，短期债务/全部债务均值均超过55%。同期，速动比率均值维持在90%左右。

表5 存续期内建筑施工发债企业2014~2016年主要偿债能力指标对比情况（单位：%、倍）

	资产负债率			全部债务资本化比率			全部债务/EBITDA		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
AAA	81.75	80.83	80.18	60.67	58.28	56.42	6.89	6.91	7.76
AA ⁺	76.25	76.06	75.64	49.40	49.52	49.10	5.82	6.80	7.49
AA	69.07	67.92	66.15	50.73	50.63	48.76	6.04	6.97	8.18
AA ⁻	62.35	62.32	57.92	43.92	46.06	37.57	5.28	5.61	5.48
行业平均值	72.86	72.10	70.71	51.64	51.36	49.38	6.08	6.80	7.70

注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的平均值，平均值的计算方法为算数平均；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

行业利润率水平偏低。

建筑行业（除部分细分行业外）行业壁垒低，市场竞争激烈，利润率水平偏低。从样本企业盈利能力来看，2016年平均营业收入达585.73亿元，同比增长6.92%；2014~2016年，利润总额整体小幅增长，年均增幅8.91%；营业利润率由于钢铁及水泥价格等原材料价格的上涨以及营改增等因素的影响整体呈现下滑态势，年均复合减少1.77%。分级别来看，级别越高，营业收入规模优势越明显；但是，级别较低的企业（多为民营企业）对营业利润率把控更为严格，故其整体营业利润率较高。

经营获现情况好转，现金流季节性明显。

现金流方面，整体来看，样本企业近三年经营性现金流情况逐年好转；2016年AA-及以上级别发债企业经营性净现金流均值均为正值。建筑行业不同于生产型行业，现金流季节性特征明显。前三季度经营性现金流体现为净流出，且筹资性现金流入规模较大；四季度进入回款期，经营性现金流入规模扩大，筹资性现金流规模相应缩减。

2014~2016年，样本企业经营获现情况有所好转，现金收入比均值呈现逐年上升态

势，2016 年底为 94.00%。

表 6 存续期内建筑施工发债企业 2014~2016 年主要财务指标对比情况（单位：亿元）

	经营性净现金流			现金收入比		
	2014 年	2015 年	2016 年	2014 年	2015 年	2016 年
AAA	48.45	115.35	175.01	92.64	91.69	95.28
AA ⁺	6.88	3.70	11.41	89.88	93.12	93.50
AA	-1.09	1.51	3.75	84.69	91.24	94.90
AA ⁻	-0.18	-1.10	1.73	84.62	76.77	87.58
行业平均值	10.25	22.70	36.99	88.05	90.85	94.00

注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的平均值，平均值的计算方法为算数平均；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、建筑企业信用风险关注

建筑行业为强周期行业，建筑企业在目前经济下行压力加大、PPP 业务迅速扩张、行业集中度提升趋势明显等因素影响下，面临着宏观环境风险、市场风险、经营风险等一系列风险。

1、宏观环境风险

国内市场方面，建筑业作为强周期行业，其发展速度与国内生产总值增速变化趋势正相关。2016 年到 2017 年 6 月，中国经济增速放缓，固定资产投资增速整体回落，这给建筑企业业务规模增长带来压力。

在全球经济形势严峻、贸易保护主义抬头的背景下，中国建筑业企业海外业务开展受相关政治、经济、文化、法律法规等因素影响，导致工作难度加大，工程建设受到影响，甚至出现项目终止、经济亏损等。另外，“一带一路”国家中多为经济基础较为薄弱，经济稳定性差的新兴经济体，部分国家地缘政治复杂，政治风险较高，而且内部社会偿债能力也较弱。

2、市场风险

下游行业需求收缩风险

从产值来看，房屋建筑工程仍为建筑企业所承接的主要项目类型，建筑企业收入及盈利能力受房地产行业景气度影响大。2016 年底开始，房地产调控政策频出，“防泡沫”和“去库存”任务并重，房地产投资保持中低速增长。2017 年，房地产企业资金收紧，

房地产下行压力增大。

上游原材料价格波动风险

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016年后，钢材和水泥价格呈大幅上涨趋势，对建筑企业成本控制造成较大影响。对于生产过程中责任成本核算管理粗放的企业，不但无法实现预期效益，甚至可能产生亏损。

3、财务风险

资金占用明显，资金周转压力增大。

近年来，PPP项目的推进，建筑施工企业垫资及项目结算周期延长趋势明显，导致企业资金周转压力大。近三年，平均应收账款周转率呈现逐年下降趋势；尤其对于融资能力偏弱的低级别企业，资金周转压力增大带来的运营风险值得关注。

债务规模急速扩张，债务结构亟待改善。

近年来，建筑企业债务规模急速扩张，偿债压力随之增大；债务结构方面，考虑到PPP项目规模一般比较大，且对公司资金占用时间较长，以往短期债务为主的债务结构无法满足企业需求。筹集资金结构、品种不当，可能导致债务违约风险加大；另外，长期债务的引入对建筑企业财务费用控制形成挑战。

4、运营风险

子公司管控风险

发债建筑施工企业一般为规模较大的集团化企业，如果对子公司监管制度不完善，缺乏统一的调控和指导，可能会导致集团低效运营、各子公司出现内部恶性竞争，影响公司整体运营效益。

安全与质量风险

建筑工程项目分包情况十分普遍，相应对建筑企业安全施工管理要求较高；如果公司在安全管理制度建设与完善、措施落实与检查、事故处理等方面缺乏有效管理，企业可能遭受监管处罚甚至法律制裁；短期内对企业盈利情况造成重大影响；长期将形成声誉损失。

五、行业展望

中国经济处于转型期，在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，以铁路、轨道交通、水利、水电环保等为主的基建项目有望加速推进。具体来看，“一带一路”战略将依托沿线基础设施的互通互联，对沿线贸易和生产要素进行优化配置，进而拉动公路建设的投资总量，未来中国公路建设需求仍将维持在较高水平；近年来，中国政府落实多项政策推动铁路建设发展，预计铁路“十三五”规划出台后，中国铁路建设投资仍将维持在较大规模；根据水利部的安排，引江济淮、滇中引水等水利工程项目正在加快前期工作，有望在“十三五”期间动工；2015年，中国的第三座千万级巨型水电站—乌东德水电站将按计划在今年内核准开工，工程总投资约967亿元，如按计划开工建设，将于2020年投产发电，未来中国水电行业将得到长足发展。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

财务表现方面，2016年，国内钢铁、水泥价格触底回升，在去产能和上游原材料快速反弹的影响，预计短期内钢铁水泥价格仍有小幅回弹空间，对建筑行业整体利润空间造成挤压。2017年，在房地产及地方融资受限的背景下，由于建筑施工企业客观上起到了下游行业加杠杆的作用，故未来负债水平继续大幅增长的可能性较小，但考虑到PPP等政府性项目的周期较长，垫资施工的建筑业企业流动性风险仍较大。

综合来看，受经济下行影响，短期内建筑施工行业面临诸多挑战，但随着利好政策的逐步落实、产业链整合及PPP项目的释放，行业内经营实力强、资质优良、能够持续获取订单的企业，其未来发展及信用基本面将得到有效支撑。