

建筑施工行业发行市场及行业分析

2017 年 12 月 6 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

摘要

尽管 2016 年建筑行业发展有所回暖，但 2016 年以来建筑施工企业债券发行在规模及数量方面均呈下降趋势。从发债特征来看，央企和地方国企仍是发债的主力军，建筑施工行业发债主体级别主要集中在 AA~AAA 区间，债券品种以短融和以私募形式的公司债为主。从发债企业财务特征来看，建筑施工行业垫资模式导致杠杆水平较高，同时资金季节性明显，资金于年底回款。建筑企业目前面临着宏观环境风险、市场风险、经营风险等一系列风险。

一、建筑施工行业发债市场情况及行业财务特征分析

1、2016 年以来建筑施工企业债券发行呈下降趋势

截至 2017 年 7 月底，建筑行业发债存续企业共计 125 家¹。2016 年建筑施工行业企业共发行债券 176 支，发行规模 1788.97 亿元，发行数量同比减少 32 支，发行规模同比下降 11.11%。2017 年 1~7 月，建筑施工行业共发行债券 65 支，总发行规模 532.46 亿元，较上年同期相比持续下降，分别下降 32.29%和 52.37%。总体来看，2016 年以来，建筑施工企业债券发行数量和发行规模均有所下降。

尽管 2016 年建筑行业发展有所回暖，新签合同额同比快速增长导致资金需求增大，但 2016 年银行贷款基准利率有所下调，以债券形式的融资其成本优势有所弱化。从财务数据来看，建筑行业央企和地方国企 2016 年底的长期借款规模较 2015 年底增长 21.68%，而应付债券规模同比增长 12.85%，增速明显小于长期借款。相对程序更为复杂的债券融资，大中型建筑企业更倾向于通过银行贷款的形式进行融资。

¹ 样本为银行间市场发债主体，联合资信整理。

2、发债企业仍以央企和地方国有企业为主

中国的建筑行业企业规模呈现“金字塔”状，即少量的大型企业、少量的中型企业和众多的小型微型企业并存。建筑施工行业垫资经营的属性对企业融资能力要求很高，以央企、地方国企为主的大型和中型企业是建筑行业中债券融资的主力。近两年，央企和地方国企的发债数量在发行市场中占比超过 60%，发债规模占比超过 75%。其中央企的发债规模最大，并且平均单笔发行规模远高于其他类型企业。

表 2 2015~至 2017 年 1~7 月建筑施工行业债券发行情况（单位：支、亿元）

年份	发行数量			发行规模			平均单支债券发债规模		
	2015 年	2016 年	2017 年 1~7 月	2015 年	2016 年	2017 年 1~7 月	2015 年	2016 年	2017 年 1~7 月
央企	78	56	15	1156.00	890.68	261.00	14.82	15.91	17.40
地方国企	65	56	23	443.75	459.90	150.90	6.83	8.21	6.56
集体企业	2	5	0	7.00	65.00	0.00	3.50	13.00	--
民营企业	58	54	24	371.30	318.39	95.56	6.40	5.90	3.98
其他	5	5	3	34.50	55.00	25.00	6.90	11.00	8.33
合计	208	176	65	2012.55	1788.97	532.46	9.68	10.16	8.19

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

从发债主体级别来看，主要集中在 AA~AAA 区间。截至 2017 年 7 月底，存续期内建筑施工企业级别分布差异较为明显，中央国有企业级别主要分布在 AA+和 AAA，地方国有企业级别分布较广，集中在 AA 及以上，民营企业发行人级别主要集中在 AA。

从区域分布看，央企除了北京之外，还分布在湖北、上海等，业务覆盖全国范围同时涉及海外区域；江苏、湖南、云南建筑行业国企较多；北京、江苏、

浙江、广东是建筑行业民企的主要分布区域。截至 2017 年 6 月底，北京、江苏、浙江、湖北、广东五省建筑行业主体的债券余额分别为 2304 亿元、1014 亿元、404 亿元、374 亿元和 339 亿元。

3、发债品种主要集中在短融和私募形式的公司债

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，因此期限较短的短期融资券发行较多，近两年年存续发债建筑企业短期债务/全部债务均值均超过 50%。同时对于亟待发展扩大的中小型民营建筑企业，信用资质相对较低，难以满足公开市场上发债的条件，因此以私募形式的公司债发行较多。

2016 年以来，建筑行业发行市场上以短期融资券为主，私募形式的公司债次之（期限主要在 3 年及以上）。2016 年，公司债和短期融资券发行数量和发行规模合计占比均超过 70%；其中公司债发行数量和发行规模较上年均呈大幅增长趋势，分别增长 363.64%和 566.50%。其他品种债券发行规模均有所下降。2017 年 1~7 月，短期融资券发行数量及发行规模均占比最大，分别为 55.38%和 50.11%，合计发行 36 支，发行规模为 266.80 亿元。

4、发债企业主要财务特征

行业分化明显，集中度较高

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，规模较大、强融资能力较强的施工企业经营表现较好。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持续上升，2016 年约为 17%。

表 2 2016 年发债建筑施工发债企业主要经营情况（单位：亿元、%、倍）

	资产总额	所有者 权益	营业收入	利润总额	营业利润 率	资产负债 率	全部债务 /EBITDA	经营性净 现金流
AAA	3468.63	712.26	2325.80	90.30	3.84	80.18	7.76	175.01

AA+	401.20	82.40	328.90	9.59	5.08	75.64	7.49	11.41
AA	211.50	56.99	143.81	5.15	5.95	66.15	8.18	3.75
AA-	66.83	24.75	41.22	2.52	8.27	57.92	5.48	1.73
行业平均值	847.74	181.20	585.73	21.73	5.50	70.71	7.70	36.99

资料来源：联合资信整理

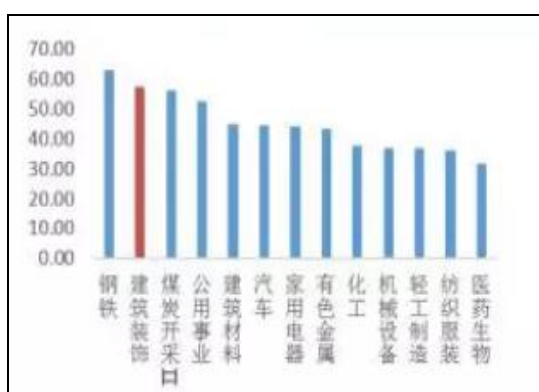
注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的平均值，平均值的计算方法为算数平均；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业。

从财务指标来看，以央企为主的 AAA 级别发债企业在资产、权益、收入及经营性净现金流规模方面均明显高于 AA+及 AA 企业。建筑行业行业壁垒低，市场竞争激烈，建筑企业利润水平偏低，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。

垫资模式导致高杠杆运行

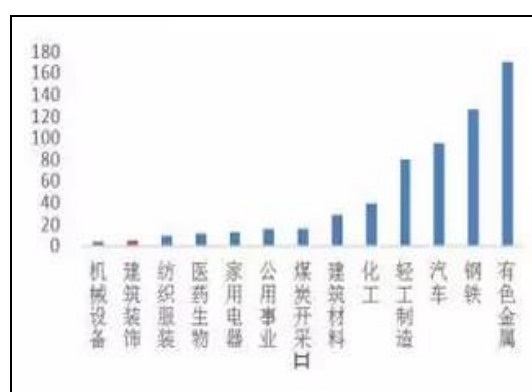
由于建筑施工企业在项目建设过程中垫资压力较大，产生大量的应收账款，企业为满足资金周转需求而选择大量举债，导致建筑工业资产负债率在重点行业中处于较高水平，2016 年仅低于钢铁行业。对于级别较高的央企，由于其融资成本更为优惠因此更倾向于举债扩大规模，故其资产负债率及全部债务资本化比率均值明显高于其他性质企业。

图 1 重点行业资产负债率水平（%）



资料来源：Wind 资讯

图 2 重点行业应收账款周转率（%）



资料来源：Wind 资讯

轻资产运行，资产以存货和应收账款为主

建筑行业是一个轻资产行业，2016 年存续发债企业流动资产在总资产中占比达到 72%，超过其他重点行业。典型的建筑施工企业流动资产中存货、应收账款占比高。其中存货主要包括建筑工程的原材料、工程项目的开发成本和已完工尚未结算款项。应收账款中主要为应收取的已结算工程合同款。2016 年存续发债企业应收账款周转率为 5.74，低于大多数重点行业，相比钢铁、有色金属等应收账款周转率超过 100 的行业来说应收账款规模大。周转率低的原因主要在于垫资施工后，需要第三方监理、业主等对工程量、工程节点等进行确认，该流程较长导致了应收账款周转率较低。

建筑施工行业资金季节性明显，年初投入，年底回款

不同于其他生产性行业全年会产生稳定的现金流，建筑行业现金流受到施工周期影响，现金流周期性明显。年初企业集中签订新合同，进入到垫资投入阶段，对应前三个季度的经营性现金流出和筹资性现金流入规模较大。四季度集中回款期，行业经营性现金流由负转正，筹资性现金流相应收缩。

图 3 行业经营性现金流表现（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

图 4 行业筹资性现金流表现（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

二、建筑施工行业风险关注

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 年上半年，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

从下游市场来看，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。2017 年，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，房地产企业资金收紧，房地产下行压力增大。

从上游市场来看，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、建筑施工行业资金周转压力大

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。2014~2016 年，存续发债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。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。