

2015-12-7

建筑施工行业研究报告

联合资信评估有限公司 焦洁



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

建筑施工行业研究报告

时间：2015 年 12 月 7 日

报告概要

分析师：

焦洁

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

建筑施工行业与宏观经济运行密切相关，具有显著的周期性。国内固定资产投资增速自 2010 年出现显著下滑，因建筑施工占固定资产投资完成额的占重较高，造成其目前处于周期下行通道。

建筑施工行业受国家政策及资金面影响大，行业技术门槛较低，市场竞争激烈，企业管理水平对盈利能力影响大。行业内企业普遍存在利润水平偏低，应收款项及存货占比大、垫资施工对资金占用明显、周转压力大和整体负债水平较高等问题。

目前，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、签约与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产业链整合，采用 BT、BOT、PPP 及其他资本运营方式承接项目等途径，逐步推进行业内的转型升级及结构性调整。

进入 2015 年，“稳增长”成为全年经济工作首要任务。虽固定资产投资大幅回落、建筑业新签合同额出现负增长，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，经济转型也孕育新的机遇。PPP 的实施有望缓解政府和企业的资金压力，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，建筑施工行业未来在转型中仍有结构性发展的机遇。

未来建筑施工行业内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

中国固定资产投资与宏观经济运行关联度高，其中建筑行业在固定资产投资完成额的比重始终维持在 60%以上，因此建筑施工行业发展与宏观经济运行也密切相关，具有显著的周期性。

据国家统计局公布数据显示，2015 年 1~9 月份，全国固定资产投资（不含农户）394531 亿元，同比名义增长 10.3%（扣除价格因素实际增长 12%），增速比 1~8 月份回落 0.6 个百分点。从环比速度看，9 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.68%。受当前宏观经济下行影响，2015 年前三季度全国建筑业总产值达 117947 亿元，同比仅增长 2.3%。2015 年 1~9 月份，全国建筑业房屋建筑施工面积 106.07 平方米，同比增长 1.36%，比二季度下滑 1.75 个百分点。2015 年 1~6 月，建筑业新签合同额 75474.81 亿元，同比下降 8.9%，是近 10 年首次出现新签合同额同比负增长。

2014 年四季度至今，房地产限购政策的放松及“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，但其效果显现仍存在一定的滞后性，2015 年建筑施工行业承压增速下滑。

二、行业现状

1. 行业运行概况

行业需求下降，固定资产投资增速回落：在固定资产投资增速放缓的带动下，作为其直接下游产业，2015 年前三季度全国建筑业总产值增速自 2013 年以来持续下滑，为国家公布建筑业总产值数据 24 年来最低增幅。房屋建设领域方面，2015 年以来，房地产投资增速及新开工面积增速明显下滑；公路、水利水电、冶金工程建设领域在 2015 年也均延续了增速下降的趋势。

施工领域及经营领域多元化发展，分散单一领域经营风险：建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务，2015 年中国房地产投资增速及新开工面积增速明显下滑，但政府力推棚户区改造、铁路建设等基建投资项目，因此基建施工领域的

发展一定程度上缓解了房建新签合同量增速下滑对建筑施工企整体收入的影响；部分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 BT、BOT 等资本运营方式承接项目，对建筑施工企业收入及利润起到有效的补充作用。

行业内竞争激烈，大型央企规模及市场地位突出：建筑施工行业整体呈从业主体数量众多、市场集中度低、行业竞争激烈态势；从企业性质来看，国有企业以其规模大、分支机构多、全国分布广等优势在行业内占有较高市场份额。

2. 行业需求

（1）房屋建设领域

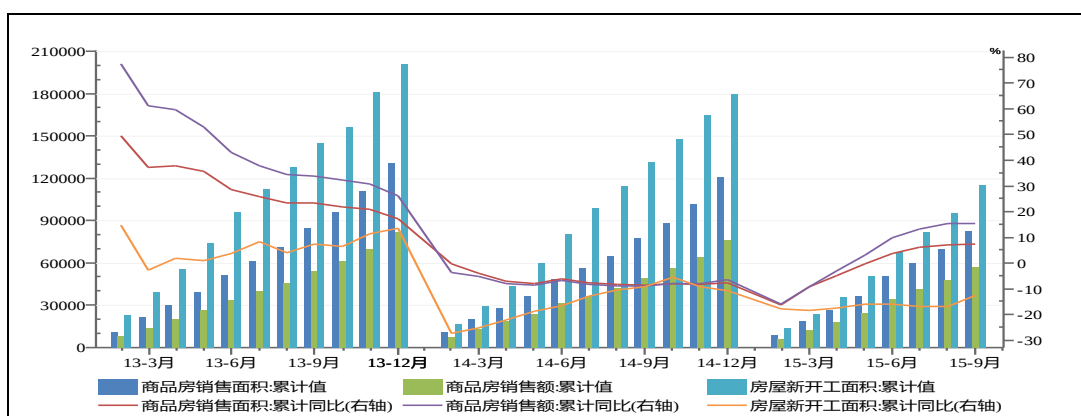
2015 年房地产开发投资增速继续回落，商品房销售明显回暖。2015 年前三季度全国房地产开发投资 70535 亿元，同比名义增长 2.6%，增速较 1~8 月份回落 0.9 个百分点；虽然上半年稳定住房消费的政策利好不断释放，但房产开发企业主要以去库存为主而非投资，房地产开发投资增速惯性下降，拖累宏观经济增速，下半年在一二线城市房地产市场回暖的带动下，房地产开发投资或将触底缓慢回升，但不会出现大幅反弹。从房屋新开工面积来看，2015 年 1~9 月全国房屋新开工面积 114814 万平方米，同比下降 12.6%，降幅较 1~8 月收窄 4.2 个百分点，虽然新开工面积仍在下降，但随着 5、6 月商品房市场成交的回升，新开工面积下滑的趋势会得到缓解，目前行业库存依然居高不下，是阻碍房地产开工的重要因素，随着未来市场去化加速，新开工面积也会增加。从销售方面看，继 1~5 月销售额同比由负转正后，1~6 月销售面积同比也迎来正增长，系 2014 年年初以来首次出现双正增长，1~9 月销售额及销售面积分别同比增长 7.5%和 15.30%。

2015 年以来，受地方政府土地量供应不足及土地溢价、地价高企业利润空间受挤压等因素影响，房产企业拿地态度相对谨慎，1~9 月房地产企业土地购置面积 15890 万平方米，同比下降 33.8%，降幅比 1~8 月份扩大 1.7 个百分点，土地成交价款 4916 亿元，同比下降 27.5%，降幅较 1~8 月扩大 2.9 个百分点，市场表现为整体成交低迷。

从资金结构来看，2015 年 1~9 月在宽松的货币政策下，国内贷款降幅有所收窄，自筹资金同比增幅有所回落。在楼市回暖情况下，其他资金同比转为正增长，其中定金及预收款及个人按揭贷款增幅继续扩大。1~9 月份，房地产开发企业到位资金 90653 亿元，同比增长 0.9%，增速与 1~8 月份持平。其中，国内贷款 15701 亿元，下降 3.6%；利用外资 229 亿元，下降 46.8%；自筹资金 36285 亿元，下降 3.3%；其他资金 38437 亿元，增长 7.9%。在其他资金中，定金及预收款 22526 亿元，增长 4.4%；个人按揭贷款 11567 亿元，增长 18.1%。

整体看，短期内房地产行业库存压力较大，房地产企业仍将以去库存为主，土地购置、投资及房屋新开工均将保持谨慎态度。2015 年下半年房屋销售回暖将一定程度上缓解新开工面积增速下滑的趋势。

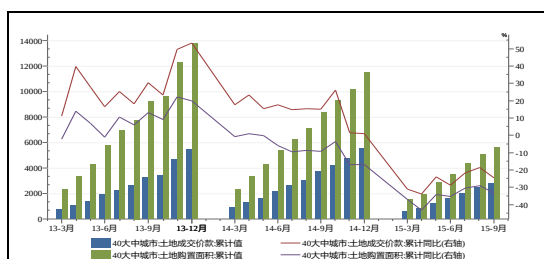
图 1 房地产行业相关指标（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

图 2 40 大中城市土地成交情况

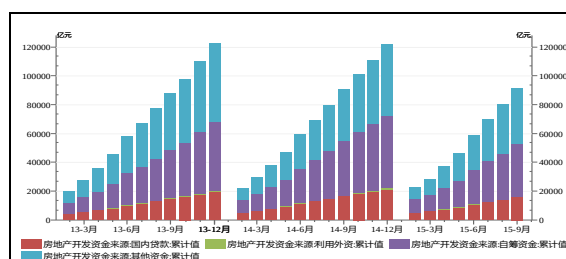
（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

图 3 房地产开发资金来源情况

（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

(2) 公共建设领域

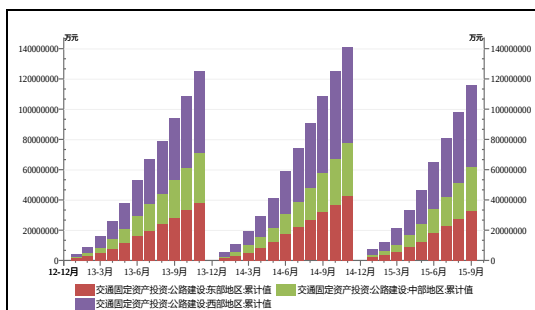
公路建设

2011 年交通运输部发布《交通运输“十二五”发展规划》（以下简称“《规划》”），《规划》中指出，2015 年底，中国公路网规模将进一步扩大，公路总里程将达到 450 万公里，国家高速公路网基本建成，高速公路总里程达到 10.8 万公里，覆盖 90% 以上的 20 万以上城镇人口城市，二级及以上公路里程达到 65 万公里，国省道总体技术状况达到良等水平，农村公路总里程达到 390 万公里。根据交通运输部发布《2014 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2014 年底全国公路总里程已达 446.39 万公里。

据交通运输部透露，2015 年上半年公路建设完成投资 6469 亿元，同比增长 10.2%；其中，高速公路、普通国省道、农村公路分别完成投资 3260 亿元、2015 亿元和 1195 亿元，分别增长 9.2%、6.5% 和 20.0%。水运建设完成投资 648 亿元，增长 1.9%。分区域看，东、中、西部地区分别完成公路水路固定资产投资 2315 亿元、1698 亿元和 3175 亿元，分别增长 5.3%、16.9% 和 9.0%。

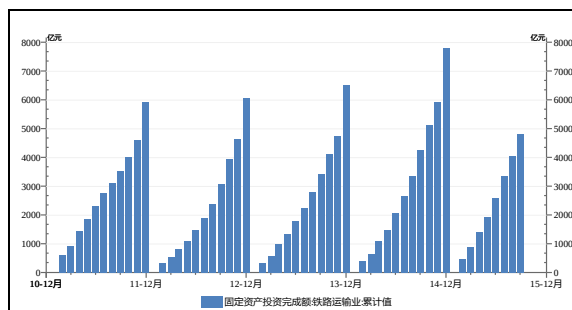
从区域分布来看，中东部地区的高速公路网已基本建成，目前及未来公路建设将主要集中在西部地区，2013~2014 年及 2015 年 1~9 月完成公路建设固定资产投资中，西部占比分别为 35.83%、46.81% 和 47.73%，比重逐年增长。从总量来看，2015 年 1~9 月累计完成公路建设固定资产投资 11532.79 亿元，较去年同期增长 7.07%，中国公路建设固定资产投资增速维稳。从实际完成投资额等指标来看，预计“十二五”期间将超额完成计划公路里程数。

图 4 公路投资建设情况（单位：万元）



资料来源：交通运输部、Wind 资讯

图 5 铁路固定资产投资建设情况（单位：亿元）



资料来源：交通运输部、Wind 资讯

铁路建设

随着“一带一路”和中国装备“出海”等重大战略的陆续启动，中国铁路投资将迎来重大机遇。2015年3月5日，国务院总理李克强在政府工作报告中指出，2015年铁路投资保持在8000亿元以上，同时，今年中央预算内投资增加到4776亿元，但政府不唱“独角戏”，要更大激发民间投资活力，引导社会资本投向更多领域；未来几年，中央政府将以用好铁路发展基金为抓手，深化铁路投融资改革，2015年我国将加快实施走出去战略，鼓励企业参与境外基础设施建设和产能合作，推动铁路等中国装备走向世界。

2015年是实施铁路“十二五”规划的收官之年，到2015年年底全国铁路营业里程将达到12万公里，这是“十二五”铁路建设的总目标、总任务，计划新开工项目60个。截至2014年底，中国铁路营业里程达11.2万公里。2015年6月，沪昆高铁新晃西至贵阳北段、郑焦铁路、合福高铁等三条铁路相继开通运营，中国高铁运营里程超过1.7万公里。中国铁路总公司表示，2015年中国铁路加快建设，铁路各项建设任务顺利推进，年内可以实现全国铁路投资和建设目标。2015年上半年国家铁路完成固定资产投资2651.3亿元人民币，而按照年初全年8000亿元固定资产投资的预定规划，下半年需要完成5348.7亿元，投资压力较大；但从历年实际完成铁路固定资产投资来看，第四季度为铁路投资建设的高峰期，中国铁路仍有望在年底完成“十二五”规划总目标。

水利建设

2011年1月，中共中央、国务院以中发[2011]1号文件印发了《关于加快水利改革发展的决定》，全面部署了今后10年水利改革发展的目标任务和政策举措；2012年，国家发展改革委、水利部、住房城乡建设部在其印发的《水利发展规划（2011~2015）》中提出，“十二五”期间全国水利投资规模将达1.8万亿元。财政资金支持上，2014年12月24日，财政部网站发布《国务院关于国家财政水利资金投入和使用工作情况的报告》，该报告指出2011~2013年以一般公共预算和政府性基金预算为来源的全国财政水利资金累计投入13261亿元，年均增长19%，水利资金投入的稳步增长推动了水利项目的建设发展。2015年1~10月，在建水利工

程完成中央水利建设投资计划 2666.2 亿元，较上年同期增长 67.2%，其中，重大水利工程完成投资 660.3 亿元，为去年同期完成投资的 2.6 倍；截至 2015 年 10 月底，2015 年重大水利工程项目已累计新开工 27 项，新增投资规模 1147 亿元，提前 2 个月完成《政府工作报告》中明确提出的“重大水利工程已开工的 57 个项目要加快建设，今年再开工 27 个项目，在建重大水利工程投资规模超过 8000 亿元”目标要求。

水电建设

根据国家能源局于 2012 年印发的《水电发展“十二五”规划的通知》，“十二五”期间全国新开工常规水电 1.2 亿千瓦，抽水蓄能 0.4 亿千瓦，新增投产 0.74 亿千瓦，2015 年水电总装机容量达到 2.9 亿千瓦(抽水蓄能 0.3 亿千瓦)，年发电量 9100 亿千瓦时，折合标煤约 3 亿吨。目前全球水电装机容量约 10 亿千瓦，截至 2014 年底，中国水电总装机容量突破 3 亿千瓦，约占全球水电装机总量的四分之一；全球装机容量前 10 名的水电站中，中国占 5 座，全球 70 万千瓦及以上的巨型水电机组，半数以上由中国三峡集团管理运营。2014 年，水电行业在政策层面（水电项目审批权大力度下放、抽水蓄能电站实行两部制电价等）、大型项目投产方面（三峡工程整体竣工验收启动等）等多方面得到深远发展。

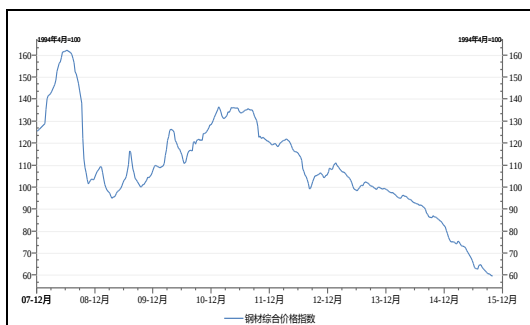
（3）海外项目拓展

国内的房地产行业景气度下降，在很大程度上影响到了国内的建筑行业发展，在诸多限制之下，建筑行业正在积极的开拓一条全新的发展道路。目前中国海外建筑行业的发展前景仍看好，整体呈现出了良好的上升态势；在此发展情势之下，诸多国内行业巨头加入了海外竞争中，使得海外建筑业的发展竞争也逐渐呈现出白热化的趋势。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。

3. 上游原材料

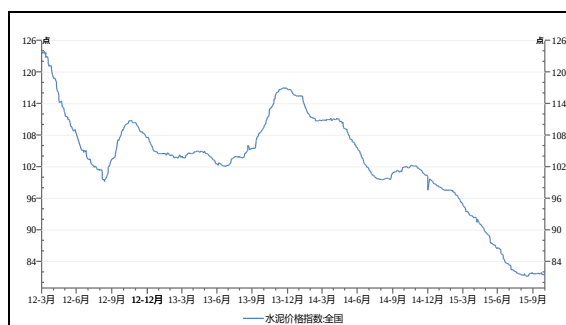
钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本节约和改善盈利能力。

图 6 中钢协钢铁价格指数



资料来源：中国钢铁工业协会、Wind 资讯

图 7 全国水泥价格指数



资料来源：中国水泥网、Wind 资讯

2014 年至 2015 年 10 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。总体看，钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。2015 年 1~10 月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，近半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年 10 月降至 81.45，同期，全国水泥均价降至 283.00 元/吨。

4. 行业竞争

目前，中国建筑市场存在四类主要参与者：五大央企、区域龙头、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大部分施工领域的资质准入门槛仍较低，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。仅从普通房建、公路建设等施工领域来看，国有企业规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、全国分布广，在行业内市场占有率高于地方国企及民营企业。

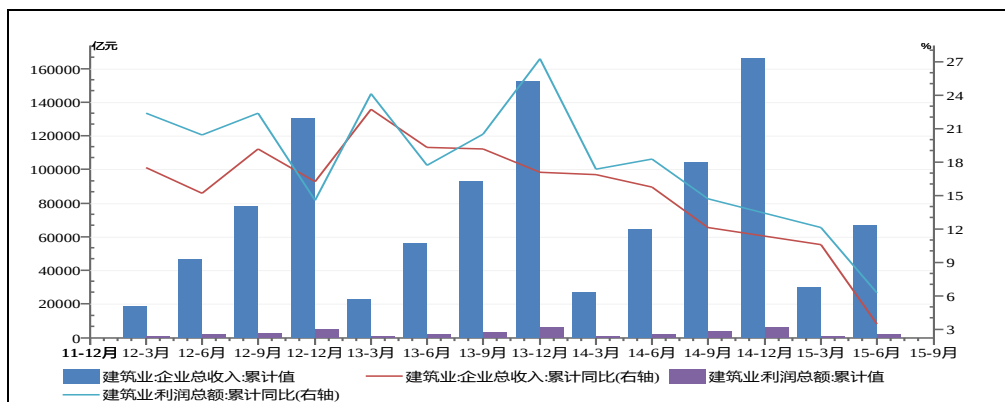
2014 年至今，建筑企业数量总体呈现波动下降态势，但企业总数仍维持在较大规模；截至 2014 年底，建筑业企业达到 81141 个，2014 年增长率为 2.82%。2015 年 6 月底，全国共有建筑业企业 75582 个，行业总体竞争仍较激烈。

5. 财务表现

收入规模小幅增长，利润水平偏低：根据国家统计局统计，2015 年上半年中国建筑业企业总收入及利润总额均较上年同期有所增长，但增幅大幅回落。2015 年 1~6 月，中国建筑业企业总收入 6.69 万亿元，同比增长 3.47%，实现利润总额 2093 亿元，同比增长 6.25%，但增速分别较 2014 年同期下降 12.30 个百分点和 12.00 个百分点，收窄面较大。2015 年 6 月底，全行业平均值建筑业产值利润率为 2.90%；2015 年 7 月底，存续期内建筑施工发债企业营业利润率行业均值为 8.67%。

应收款项及存货占比大，资金占用明显，资金周转压力大：建筑施工企业资产中流动资产占比大，主要集中在货币资金、存货和应收款项科目；近年来，建筑施工企业垫资施工、项目结算后延、汇款滞后等显现较为普遍，因此建筑施工企业产生了大规模的应收款项，对企业资金占用明显，导致企业资金周转压力大。2015 年前三季度上市建筑企业的综合存货周转率为 5.15，同比下降 0.73 个百分点。

图 8 2012~2015 年前三季度建筑施工企业财务数据（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

短期债务规模较大，整体负债水平较高：2014 年，存续期内建筑施工发债企业短期债务平均值为 133.96 亿元，占全部债务的 48.18%，同期，存续期内建筑施工发债企业现金类资产及经营性净现金流规模均较小，对短期债务的保障能力较低。根据国资委统计，2012~2014 年中国建筑业全行业流动比率平均值分别为 67%、59%和 62%，呈波动下降趋势，短期偿债能力一般，存在一定的短期支付压力。2014 年存续期内建筑施工发债企业资产负债率均值为 75.40%，同时，根据国资委统计，2014 年中国建筑业资产负债率平均值为 70%；整体看，建筑施工企业整体负债水平较高。

三、发债企业信用分析

1. 发债企业信用等级分布

截至 2015 年 7 月底，建筑施工行业全部发行人共 74 家（其中江苏省金陵建工集团于 2015 年 10 月 27 日成功发行中期票据），1 家为私募债发行人（重庆中科建设集团有限公司）；其中，2014 年新增首次发行人 12 家（1 家公司债），2015 年 1~7 月新增首次发行人 5 家（1 家公司债，1 家为私募债）。

存续期内建筑施工企业信用等级以 AA 及 AA⁺居多，其次为 AA⁻、AAA 和 A⁺级别，其中，A⁺级企业仅有鄂尔多斯市华研投资集团有限责任公司（民营企业）

一家，占比低。

表 1 存续期内建筑施工发债企业级别分布及变动情况（单位：家、%）

级别分布情况		
级别	家数	占比
A ⁺	1	1.35
AA ⁻	16	21.62
AA	22	29.73
AA ⁺	20	27.03
AAA	15	20.27
合计	74	100.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：级别分布情况为截至 2015 年 7 月底数据。

2. 发债企业经营分析

建筑施工行业细分领域较广，收入占比及盈利能力不一，业务范围涵盖铁路建设、公路建设、水利水电、市政工程、房屋建设、港口和航道、钢结构、园林和装饰等众多细分领域，其中，基建工程涵盖铁路、公路、水利、港口等多个方面。从产值结构上看，房屋工程占建筑施工行业的比重约 61%，基建工程占比超过 26%。

从业务区域范围来看，AAA 的企业均为建筑施工行业龙头企业，除上海建工股东是上海市国资委外，其余企业均为大型央企，业务范围涉及全国和海外。AA⁺企业中，仅有江苏中南建设集团股份有限公司与中天建设集团有限公司两家民营企业，其余均为国有企业；其中，中天建设集团得益于建筑施工新签合同额快速上升、工程项目储备充足、盈利水平较好以及债务维持在相对较低水平。

表 2 存续期内建筑施工发债企业 2014 年主要经营情况（单位：亿元、%）

	营业收入	利润总额			营业利润率		
	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
A ⁺	38.40	1.21	2.18	1.28	15.79	17.15	6.30
AA ⁻	91.27	3.51	3.47	3.91	9.63	8.63	9.02
AA	262.76	5.34	5.69	6.52	8.51	9.09	8.53

AA ⁺	400.53	12.67	13.80	12.29	12.71	12.50	8.28
AAA	2641.69	58.89	91.43	96.21	9.22	9.52	9.21
行业平均值	686.93	16.32	23.32	24.04	11.17	11.38	8.27

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

3. 发债企业财务分析

从财务指标来看，2012~2014 年，AA⁻及以上信用等级企业资产及权益规模整体呈增长趋势；同期，各信用等级企业收入规模有所增长，经营性净现金流除 AA 级企业外净流入规模均有所增长。

2014 年，AAA 级企业资产总额均值为 3356.77 亿元，所有者权益均值为 624.66 亿元，营业收入均值为 2641.69 亿元，经营活动现金流量净额均值为 69.66 亿元，各项财务指标均显著高于 AA⁺及以下级别的企业，主要系 AAA 的企业均为全国范围内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。AA⁺、AA、AA⁻及 A⁺企业，随着信用级别的下沉，上述指标均值多数呈现不断下降趋势。

资产结构方面，以流动资产为主，主要系建筑施工企业在建项目、未完工结算项目较多导致存货规模较大，应收账款为应收工程款，受上游业主单位资金支付时间影响较大，对下游建筑施工企业占款较多，关注应收账款回收风险及其对公司资金周转形成的压力；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；无形资产方面，若建筑施工企业承担了 BOT 模式项目建设，无形资产为承建项目的特许经营权。

从发债企业盈利能力来看，2014 年发债企业平均营业收入达 686.93 亿元；2013~2014 年，利润总额整体小幅增长，增幅较上年大幅下降；其中，2014 年 A⁺及 AA⁺发债企业利润总额较上年有所下降。2014 年，发债企业营业利润率除 AA⁻企业略有增长外，其他级别均较 2013 年有所下降，其中 A⁺及 AA⁺企业降幅较大，行业平均盈利水平有所下降。2014 年，AAA 级企业营业收入和利润总额均值分别为 2641.69 亿元和 96.21 亿元，显著高于其他级别企业，而 AA⁻至 AA⁺企业的收入

规模虽有一定差距，但差距相对较小。

表 3 存续期内建筑施工发债企业 2012~2014 年主要财务指标对比情况（单位：亿元）

	资产总额			所有者权益		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
AAA	2823.28	3247.28	3356.77	513.08	574.79	624.66
AA ⁺	297.69	367.14	470.70	67.03	79.13	97.46
AA	185.91	229.88	244.65	37.15	45.85	58.23
AA ⁻	72.54	89.25	83.79	19.50	22.01	22.92
A ⁺	60.30	68.65	28.94	17.03	18.36	8.88
行业平均值	687.94	800.44	836.97	130.76	148.03	162.43
	营业收入			经营性净现金流		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
AAA	2298.20	2583.42	2641.69	35.33	57.69	69.66
AA ⁺	305.94	354.91	400.53	3.23	14.88	3.97
AA	213.34	250.12	262.76	2.54	4.34	-0.06
AA ⁻	87.97	100.43	91.27	-0.61	1.05	1.12
A ⁺	22.84	25.57	38.40	-0.41	-1.30	0.61
行业平均值	585.66	662.89	686.93	8.02	15.33	15.06

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，资产负债率处于较高水平，但整体债务负担一般，2013~2014 年，资产负债率行业均值分别为 75.60%和 74.26%，全部债务资本化比率行业均值分别为 54.65%和 53.48%；EBITDA 对全部债务的保障能力虽有所改善，但保障能力仍一般。AAA 级别的企业资产负债率及全部债务资本化比率均值明显高于其他级别企业，AAA 以下级别企业上述指标差异较小。公司施工项目若包含较多 BT、BOT 模式的项目，需要公司前期垫资更大，对外筹资较多，导致公司债务规模处于较高水平，资金周转压力大。

表 4 存续期内建筑施工发债企业 2012~2014 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		
	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年	2012 年	2013 年	2014 年
AAA	81.90	82.46	81.76	62.32	63.56	61.75	35.52	6.72	6.56
AA ⁺	73.06	74.42	77.57	50.30	50.15	54.78	4.57	5.32	3.06
AA	75.67	76.17	75.03	53.91	53.64	56.51	6.44	6.62	7.37
AA ⁻	68.46	71.53	67.62	49.49	52.69	51.34	5.67	4.98	6.47
A ⁺	71.46	73.43	69.31	49.56	53.21	43.00	6.86	5.71	3.60
行业平均值	74.11	75.60	74.26	53.12	54.65	53.48	11.81	5.87	5.41

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

四、行业展望

中国经济处于转型期，单纯依靠投资拉动型的增长不能满足中国经济的战略转型需要；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，行业景气度低。2015 年前三季度全国建筑业总产值增速为国家公布建筑业总产值数据 24 年来最低增幅。短期内，宏观经济增速放缓，固定资产投资还没有明显企稳回升的迹象，建筑工程行业需求端下滑的趋势难以迅速扭转，加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，资金周转压力显著加大，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，房屋建筑工程产值持续下滑，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会加速推进。具体看，“一带一路”战略将依托沿线基础设施的互联互通，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；铁路投资建设作为基础设施建设的重要组成部分，对拉动中国经济增长起到显著作用；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，有助于拉动建筑施工行业需求；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，其中引江济淮总投资就将达到 700 亿元左右，预计“十三五”期间重大水利项目建设在促进经济发展方面将发挥更大的作用；2015 年，继三峡、溪洛渡水电站之后，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年内核准开工，乌东德水电站正常蓄水位 975 米，总装机容量 1020 万千瓦，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，未来中国水电行业仍将得到长足发展。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，建筑施工行业上游原材料主要为钢铁和水泥，2015 年中国的钢铁水泥消费量开始下降，标志着材料能源消费的峰值开始出现。预计 2016 年，煤炭、水泥及钢铁价格仍有下行空间，建筑行业的原材料成本有望降低，对保持行业整体盈利能力起到一定积极作用。但在地产及地方融资受限的背景下，建筑施工企业客观上起到了下游行业加杠杆的作用，资产负债率逐年增长，债务负担加重。但受建筑业总产值达历史新低且新签合同额负增长的影响，未来建筑业负债水平继续大幅增长的可能性较低，但垫资施工的特点决定应收账款仍将限制建筑业企业的流动性。

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，行业产值增速将有所下滑。但随着利好政策的逐步落实、产业链整合及 PPP 模式的推广，行业内企业有望实现转型升级及结构性调整。行业内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、参与政策支持的基建项目的企业，其未来发展及信用基本面将得到支撑。