



## 行业信用风险展望

### 稳定

# 建筑行业信用风险报告

#### 行业波动性

行业周期属性	强周期行业	
周期阶段	景气上行	

#### 行业盈利性

	2017H1	2016
产值增速 (%)	10.86	7.13
毛利率 (%)	8.48	10.82
净资产收益率 (%)	6.20	5.80

#### 行业负债与流动性

	2017H1	2016
资产负债率 (%)	74.03	77.28
速动比率 (%)	90.14	88.30

#### 行业信用利差 (BP) :

	2017H1	2016
AAA	53.86	48.78
AA+	140.10	141.02
AA	215.89	206.93

#### 行业

2016年以来,受益于基建投资高增长以及房地产投资的回暖,我国建筑业需求增长强劲。同期,我国建筑业新签合同总额增速持续提升,且建筑业从业人数创历史新高,我国建筑业整体呈回暖态势。

#### 债市

在资金面整体收紧的情况下,建筑企业只得通过多批次、小规模的发行业方式筹借资金,而且除龙头企业外的大中型建筑企业的融资难度都有所加大。

#### 企业

受益于较强的壁垒优势及广泛的业务分布,以中国建筑、中国铁建等为代表大型龙头建筑企业新签合同额同比均大幅增长,且增速远高于行业平均水平。

#### 展望

预计未来1至2年内,基础建设的持续高额投资和房地产行业投资的回暖成为我国建筑行业需求增长的主要保障。

大公国际工商一部 霍 霄

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

## 一、行业发展

国内市场需求方面,受益于基建投资高增长以及房地产投资的回暖,2016年以来,我国建筑业境内需求增长强劲

建筑行业属强周期性行业,与固定资产投资密切相关。根据国家统计局数据显示,2016年,我国建筑业共实现总产值193,567亿元,同比增长7.1%;2017年1~6月,我国共实现建筑业总产值85,871亿元,同比增长10.86%,增速进一步提升。2017年上半年,随着我国基础建设力度的加大,基础建设投资已经超越房地产开发投资,成为我国固定资产投资的主要增长点;同期,全社会固定资产投资280,605亿,同比增长8.6%,其中房地产开发投资5.06亿,同比增长8.5%,基础设施投资5.94万亿,同比增长21.1%。

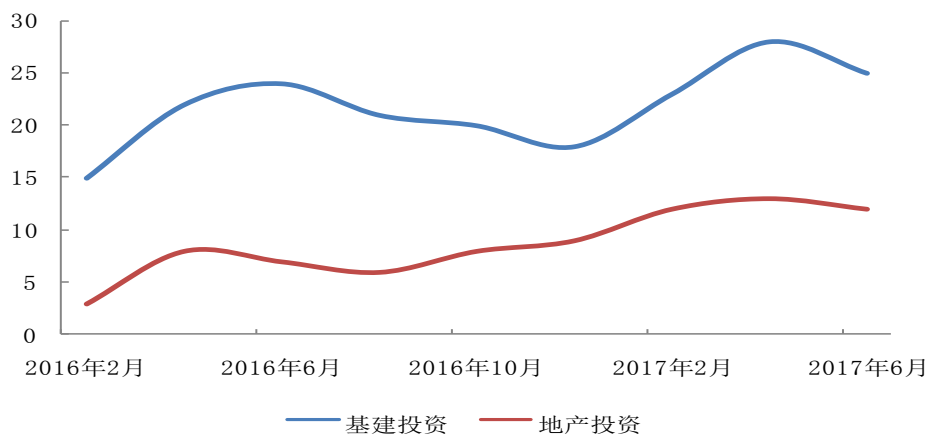


图1 2016年至今基建投资和地产投资同比变化情况(单位:%)

数据来源: Wind 资讯

具体来看,基础建设投资方向仍以铁路建设、公路建设、城市轨道交通建设及机场建设为主。铁路建设方面,2017年1~5月我国国家铁路固定资产投资累计2,240亿,同比增长2.4%。截至2016年底,全国铁路营业里程达到12.4万公里,其中高速铁路2.2万公里以上。根据相关政府部门规划,预计十三五期间铁路投资将达3.8万亿,年均约7,600亿。在中央铁路投资增长放缓的同时,地方铁路投资及PPP有望成为铁路总投资的增量部分。预计2017年下半年铁路投资

仍将是固定资产投资主要增长点。

公路建设方面，近年公路投资增速均低于基建投资增速，但今年增速大幅好转，上半年累计增速达 29%。分地区看，西部地区投资额绝对值最高，达 4,470 亿；增速最快为东部地区，累计增速达 43%。从各省份数据来看，北京、新疆、江苏、湖南地区呈现爆发式增长，同比增长率均在 100%以上。具体来看，2017 年 1~5 月全国完成公路固定资产投资 6,392 亿元，同比增长 32.65%。2017 年初以来公路建设固定资产投资持续保持 30%以上的高增长对基建投资形成较大支持力。

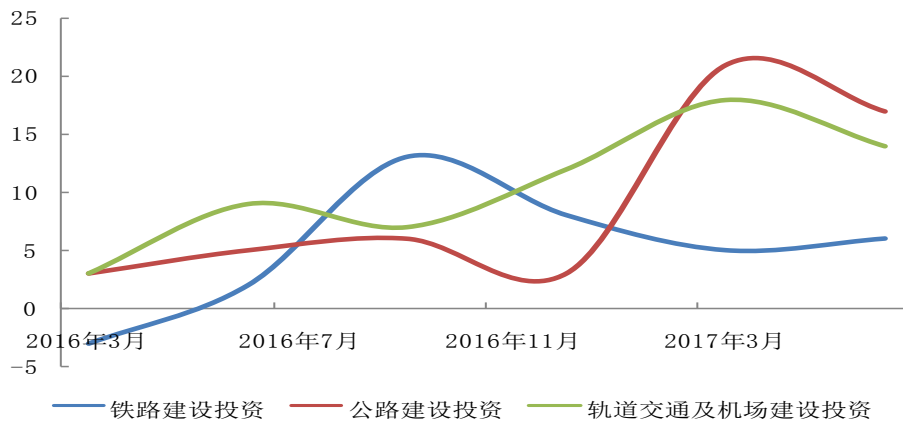


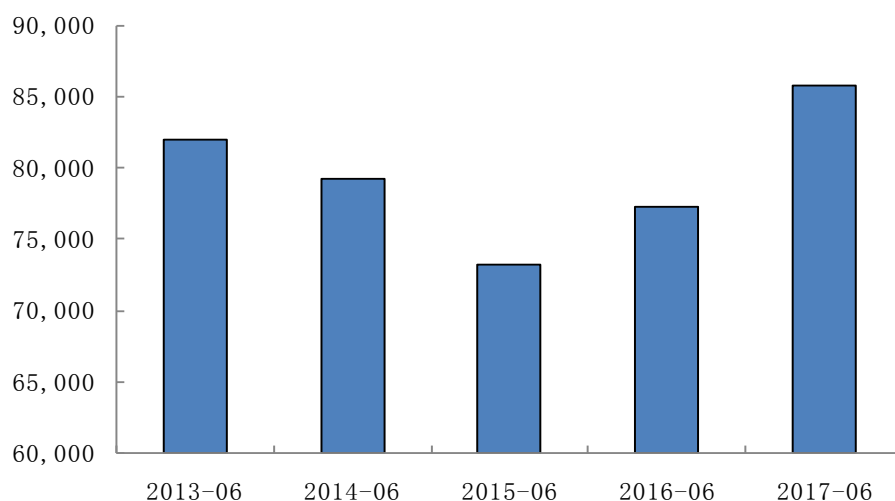
图 2 2016 年至今铁路、公路、轨道交通及机场投资同比变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯

城市轨道交通及机场建设方面，近年来，我国城市轨道交通及机场建设均保持高速增长。截至 2016 年末，全国 30 个大中型城市共开通城市轨道交通运营线路长度 4,153 公里，同比增长 14.78%，完成投资额 3,847 亿元，同比增长 4.45%；全国在建线路总长度 5,636.5 公里，仍处于历史较高水平，相关工程投资额约 3.5 万亿。同期，我国民用航空机场数为 218 个，比上年增加 8 个，民航基本建设和技术改造投资 769 亿元，同比增长 1.7%。根据《交通基础设施重点工程建设三年行动计划》指出，未来三年的机场建设投资年均固定投资额超过 2,000 亿。整体来看，城市轨道交通及机场建设在建、规划线路规模将持续处于高位且相关投资额将继续增长。城市轨道交通及机场

建设将在未来的一段时间内将有效扩大我国建筑市场需求。

房地产投资方面，作为我国建筑施工行业的传统业务来源，房地产行业虽然近年来受行业政策调控的影响行业整体投资规模有所波动，但受益于棚改货币化带来的三、四线城市去库存加快，全国商品房去库存速度仍维持较快速度，当期商品房销售面积 74,662 万平方米，同比增长 16.10%；商品房库存的快速去化，提升了相关房地产开发企业的投资意愿，当期共完成房地产投资 5.06 万亿，同比增长 8.50%，其中住宅投资 3.43 万亿，同比增长 10.20%，房地产投资整体趋于回暖。



**图3 2013年6月~2017年6月房屋新开工面积变化情况（单位：万平方米）**

数据来源：Wind 资讯

在房地产投资回暖的直接带动下，2017 年上半年，我国房屋新开工面积 85,720 万平方米，同比增长 10.60%。其中，住宅新开工面积 61,399 万平方米，增长 14.9%。同期，房地产开发企业土地购置面积 10,341 万平方米，同比增长 8.80%，房地产开发企业购置土地的增加，也将在未来 1~2 年内成为建筑行业房建业务增长的有效保障。

综上所述，政府部门对于基础建设的持续高额投资，使得基建工程成为我国建筑工程行业整体增长的主要动力；房地产行业投资的回暖，也对我国建筑行业的继续增长形成了一定保障。

### 境外市场需求方面，“一带一路”促进明显，但民营企业“出海”缓慢

随着我国建筑施工相关企业“走出去”步伐的加快，以及“一带一路”等政策的有效推动，海外市场成为我国建筑行业的重要组成部分。具体来看，2017年上半年我国对外承包工程完成营业额504亿美元，同比增长0.60%；同期，我国在“一带一路”沿线国家完成合同额240亿美元，同比增长6.7%，占对外承包工程完成额的47.6%。

但受相关海外市场当地法律政策及民俗习惯影响，部分项目从立项到签约到生效到执行的周期较长，民营企业相较“出海”经验丰富的央企、国企，其实际控制人出于海外市场较大的不确定性，实际执行海外市场开拓力度较小，整体上仍以初期探索为主。

### PPP项目成为基建项目主要来源，但民营企业PPP项目参与进程有所放缓

目前，PPP项目已成为我国较长时期内基础建设项目的形式。从具体数据来看，根据国家统计局公布数据，2016年以来的PPP项目达3,205个、成交总金额4.6万亿元；2017年1~6月全国PPP累计成交金额1.17万亿，同比增长53%，增速继续提升。

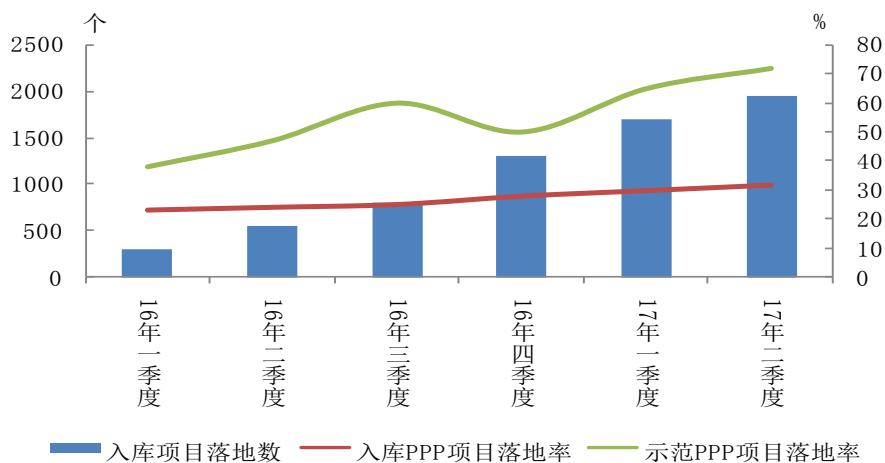


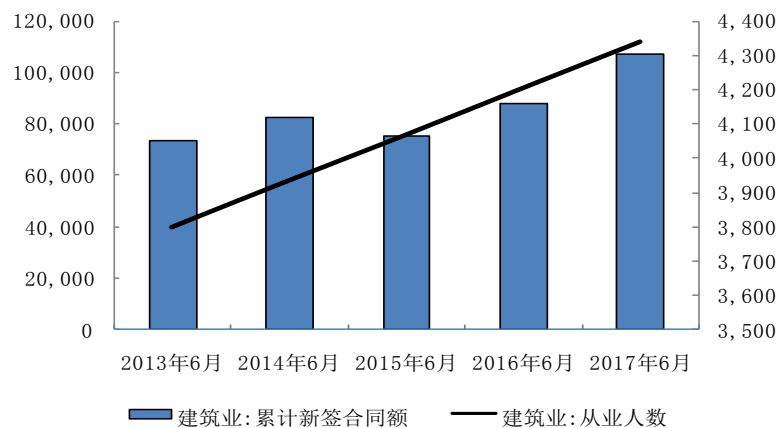
图4 2016年以来PPP项目落地情况

数据来源：Wind 资讯

PPP 较大的项目体量以及较长的执行周期，使得资金的充裕程度及业务方对项目承接方的信任度成为建筑企业承接相关项目的关键因素。民营企业或是受困于资金的不足，亦或是业务方对于其长周期执行项目能力的不信任，民营企业参与 PPP 项目的进度较央企、国企已有所放缓；截至 2017 年 9 月末，财政部共评选了三批国家示范项目，合计 697 个，其中，落地项目 572 个，落地率达到 82.1%，比二季度末提高 11 个百分点，共签约社会资本共 944 家，其中中国有独资 300 家、国有控股 249 家，民营企业 328 家，占比 34.7%，环比降低 2.3 个百分点，低于去年末 4.2 个百分点。

**受益于需求的增长，我国建筑业新签合同总额及从业人数均创历史新高，我国建筑业整体呈回暖态势**

2015 年以来，随着我国宏观经济的企稳以及固定资产投资的增加，我国建筑业景气度持续提升。从新签合同额的情况来看，2017 年 1~6 月，我国建筑业共实现新签合同总额 10.71 万亿元，同比大幅增长 21.89%；从建筑业从业人员来看，截至 2017 年 6 月末，我国建筑行业从业人数为 4,339.09 万人，同比增长 16%，且上述指标均处于历史最高水平。新签合同额和从业人员的大幅增加，有效反映了我国建筑业景气度的上行。



**图 5 2013 年 6 月至 2017 年 6 月建筑业新签合同额及从业人数情况（单位：亿元、万人）**

数据来源：Wind 资讯

从区域细分来看，江浙等传统建筑大省仍是我国建筑业产值主要来源，但西南地区的后发优势明显

从区域细分来看，2016年，我国境内31个省份中，作为传统建筑大省的江苏省和浙江省建筑业总产值合计4.94万亿元，占当期全国建筑业总产值的26%，仍是我国建筑业产值的主要来源。但受益于西南区域基础设施建设的强劲需求，相关区域建筑业增长强劲，后发优势明显。

表1 2016年我国建筑业总产值及增速前五大省份情况（单位：亿元、%）

排名	建筑业总产值		建筑业增速	
	省份	金额	省份	同比变化
1	江苏	24,792	云南	52.98
2	浙江	24,589	广西	48.73
3	广东	9,652	新疆	42.35
4	北京	8,841	四川	34.19
5	上海	6,046	重庆	30.25

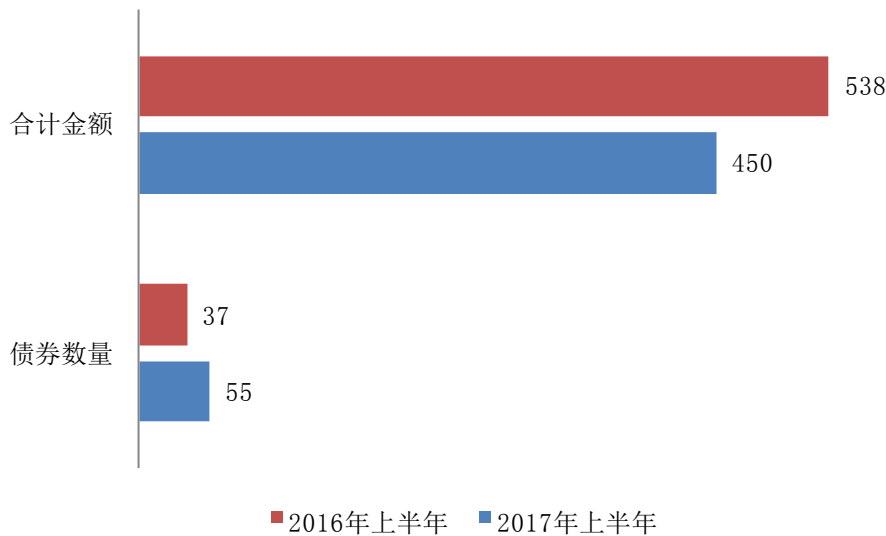
数据来源：Wind 资讯

## 二、债市表现

### （一）融资情况

在资金面整体收紧的情况下，建筑企业只得通过多批次、小规模的发行方式筹借资金，而且除龙头企业外的大中型建筑企业的融资难度都有所加大

2017年上半年，我国境内债券市场共发行55支金额合计450亿元债券，债券支数和金额同比分别增长49%和减少16%，这反映出在资金面整体收紧的情况下，建筑企业的融资难度也有所加大，只能通过多批次、小规模的发行方式来筹借资金。



**图 6 建筑行业 2017 年 1~6 月新发行债券规模与数量同比情况 (单位: 亿元、支)**

数据来源: Wind 资讯

从所发行债券种类来看, 2017 年上半年, 数量上, 我国境内债券市场中建筑业企业所发行债券数量占比最高的为超短期融资券 (33%), 其次为中期票据 (18%) 和公司债券 (18%); 而金额上, 超短期融资券 (38%) 同样为主要产品类型, 且所占比重进一步提升, 其次为中期票据 (22%)。这表明: 首先, 虽然近年来交易所下属的公司债规模增长较快, 但在建筑行业所发行债券仍然以银行间债券市场为主; 其次, 不管是数量还是金额, 建筑业企业所发行债券主要集中在超短期债券 (以超短期融资券为主) 和中长期债券 (以中期票据和公司债券为主), 这表明随着宏观层面资金的收紧, 资质较好、盈利能力较强的大型建筑企业倾向于发行债务期限较长的债券以改善债务期限结构, 而其余建筑企业, 受迫于营运资金的需求压力和融资难度的增加, 只能选择较易发行的超短期融资券来筹措资金。



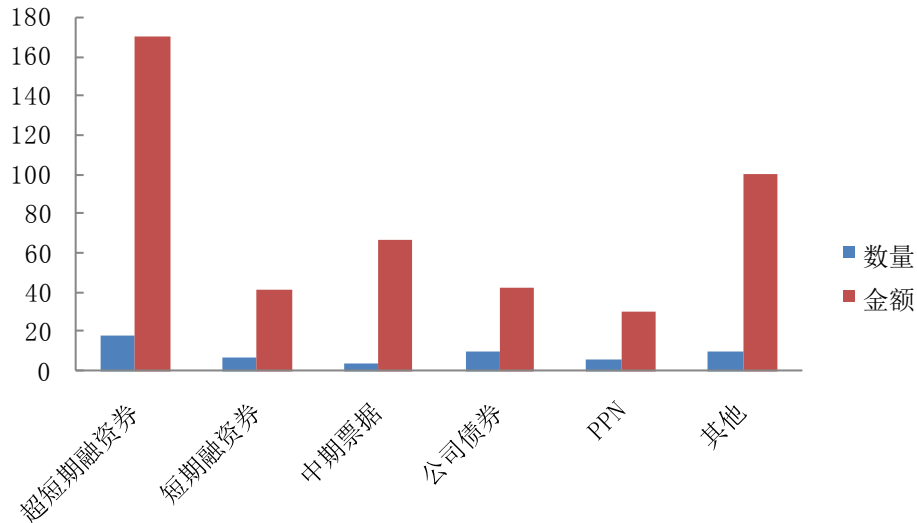


图7 建筑行业 2017年1~6月新发行债券类型情况 (单位: 亿元、支)

数据来源: Wind 资讯

从具体债券发行人的情况来看, 2017年上半年, 发行人集中度较高, 当期建筑企业发行债券前五大企业发行规模合计161亿元, 占当期发行总额的36%, 这表明在融资难度加大的背景下, 除龙头企业外的大中型建筑企业的融资难度都有所加大。

表2 2017年1~6月建筑企业发行债券前五大情况 (单位: 支、亿元)

公司名称	发行规模	发行数量
中国建筑股份有限公司	50	1
中国交通建设股份有限公司	30	1
北京城建集团有限责任公司	30	1
中国冶金科工股份有限公司	27	1
中国建筑第八工程局有限公司	24	3

数据来源: Wind 资讯

## (二) 级别变动

受益行业企业整体盈利改善、竞争力提高, 行业整体信用风险较为稳定

截至到6月30日, 已发布跟踪评级结果的建筑施工企业中, 下调评级的数量为只有1家, 6家企业被上调评级, 整体稳定。如重庆建工由于其建设施工主业业务存量较高、盈利能力较强, 且通过资本市场有效增强了自身实力而被大公上调评级。但也需要注意到, 工程回款问题仍是建筑企业普遍面临的负面问题。

2017 年以来，建筑业相关发债企业中，只有五洋建设相关债权出现违约，主要原因有：公司应收工程款规模扩大、回款期延长；因募集资金使用管理不规范受到上交所通报批评，同时未能有效管理资金且风险资金储备不足；可用于抵押的资产基本已受限；对外担保已经存在代偿行为；子公司沈阳五洲商业广场发展有限公司因未决诉讼导致的预计负债金额较大。

### （三）行业利差

**2017年上半年，建筑行业信用利差总体呈现波动上升，且不同级别趋势有所分化**

2017 年 1~6 月，建筑行业信用利差在波动中呈现总体上升趋势，其中第二季度波动幅度较大，这主要是受当期资金面波动较大所致。AAA 级发债企业利差由 1 月 3 日的 41.75BP 波动上升至 3 月 31 日的 58.13BP，此后，随着资金面的趋紧，快速上升至 4 月 25 日的年度高点 82.42BP；为防止资金面过紧引发流动性风险，央行通过多种方式向市场注入流动性，资金面的回暖，也使得再之后的时间内信用利差呈波动下降趋势。AA+ 级别企业整体信用利差走势同 AAA 级别企业趋同。AA 级别企业虽然也呈现波动上升的趋势，但因为受上半年行业政策影响，特别是基建项目的大规模推出，导致建筑行业新增订单整体向大型国有企业倾斜，对应的以民营居多的 AA 级别建筑企业信用利差并未随着资金面的回暖出现明显下行趋势，截至 2017 年 6 月末，AA 级别建筑企业信用利差为 215.89BP。

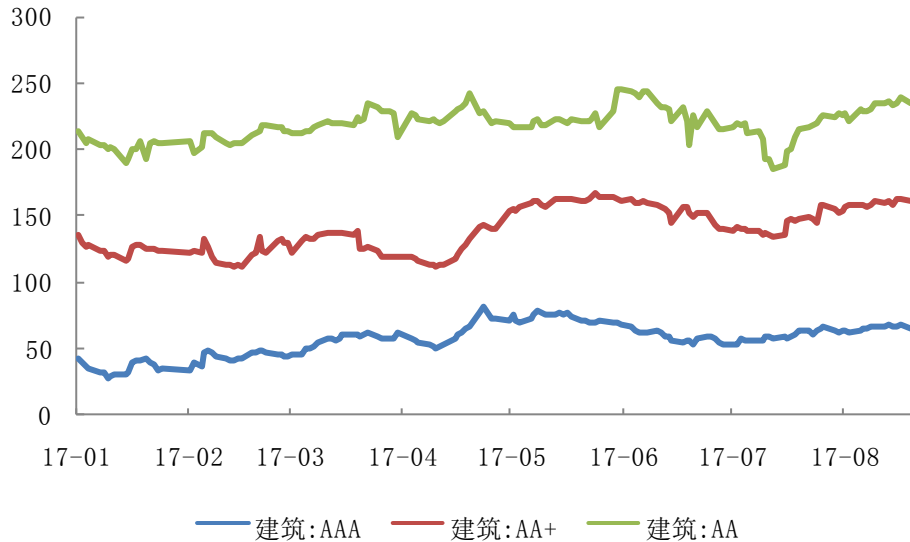


图8 2017年1~6月建筑行业利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯

### 三、关注企业

受益于较强的壁垒优势及广泛的业务分布,以中国建筑、中国铁建等为代表大型龙头建筑企业新签合同额同比均大幅增长,且增速远高于行业平均水平

受益于较强的壁垒优势及广泛的业务分布,以中国建筑、中国铁建等为代表大型龙头建筑企业新签合同额同比均大幅增长,且增速远高于行业平均水平。

具体来看,中国建筑上半年新签合同额约1万亿,同比增长34%,这是其首次上半年新签合同额突破万亿大关,业务保持高速增长。从新签业务合同额区域分布来看,国内业务新签合同额1.08万亿,同比增长30%,约占新签合同总额的91%;境外业务新签合同额1100亿,同比增长81%。从业务类型来看,中国建筑上半年新签房建合同8,200亿,同比增长23%;新签基础设施合同3,700亿,同比增长65%。另外,除建筑施工业务外,公司房地产业务也呈快速增长趋势,2017年上半年中国建筑房地产业务销售额1,200亿,同比增长50%。

中国铁建方面,上半年新签合同额约5,500亿,同比增速47%,增长明显加快,且上半年订单总量及增速均为过往五年同期最高值。

但从承接的业务类型来看，分化有所明显，上半年铁路订单同比下降42%，而公路订单同比上升107%。PPP方面，上半年公司公告PPP订单合计金额996亿，占新签订单总额的18%。

中国中铁方面，上半年新签合同额5,600亿，同比增长34%。与中国铁建类似，上半年公司铁路订单下滑27%，而公路订单上升150%。

中国电建上半年新签合同额约2,700亿，同比增速40%。但国内外业务承接水平差别较大，其中，新签国内合同额2,041亿，同比增长62%，约占新签合同总额的74%；但新签境外合同额仅为710亿，与去年水平基本相同，公司境外业务承接较为低迷。

#### 四、下半年展望

预计未来1至2年内，基础建设的持续高额投资和房地产行业投资的回暖将成为我国建筑行业需求增长的主要保障。

未来建筑行业总体上长期仍将保持较大规模的需求，国内市场方面，基础建设需求的逐步增长和房地产投资的回暖将成为我国建筑行业需求增长的主要保障。海外市场方面，“一带一路”政策红利的逐步释放将有效扩大海外建筑市场。综合考虑，大公对建筑行业的评级展望为稳定。

从行业格局来看，虽然大型央企仍将占据建筑业的领导地位，但大型民企凭借其较强的成本控制及债务利用能力不断提升业务竞争力，其市场份额将有所扩大。

行业风险方面，虽然行业较高的景气度可以有效保障建筑企业的盈利能力，但结合过往违约案例的特点来看，仍需注意因应收账款回收困难及突发信用负面事件叠加导致违约事件发生。