



建筑行业 2022 年信用风险展望

需求边际改善 信用水平保持稳定

目录

| | |
|--------------|----|
| 行业政策 | 2 |
| 行业概况 | 3 |
| 行业需求 | 5 |
| 企业经营情况 | 7 |
| 债市情况 | 9 |
| 信用质量 | 11 |

分析师

刘银玲 010-67413322
工商部 建筑组组长
liuyinling@dagongcredit.com

孙博 010-67413387
工商部 分析师
sunbo@dagongcredit.com

何晓红 010-67413345
工商部 分析师
hexiaohong@dagongcredit.com

客户服务

电话: 010-67413300

客服: 4008-84-4008

Email: research@dagongcredit.com

2021 年 12 月 30 日

受益于疫情爆发后“稳增长”政策效果体现，2021 年前三季度建筑业主要指标保持良好增长，但下游基建投资增速仍处于低水平，同时房地产调控在前三季度持续收紧导致销售同比显著下滑；不同属性企业经营质量出现较大分化，民营企业盈利能力同比下滑；债券市场发行主体仍集中于高评级主体。展望 2022 年，建筑业面临的宏观环境或将改善；下游基建政策及资金约束预计会有放松，投资存在提升空间，房地产调控依然从严，但融资渠道有望得到修正，投资增速保持一定韧性，对建筑业形成一定支撑；行业整体偿付压力一般，信用水平保持稳定，但部分企业的信用风险偏高。

- **行业政策**: 2021 年建筑业政策集中于资质改革、规范市场行为及推动建筑模式转型升级等方面，行业营商环境持续改善，新兴建筑形式快速发展。
- **行业概况**: 受益于疫情爆发后“稳增长”政策影响，2021 年前三季度建筑业总产值及新签合同额均保持良好增长。展望 2022 年，在经济发展面临三重压力背景下，我国宏观政策预计会结构性宽松，政策发力适度靠前，行业面临的宏观环境或将改善。
- **行业需求**: 2021 年前三季度基建投资处于低位，房地产调控延续往年基调，但调控节奏年内有所微调。展望 2022 年，在“稳增长”目标下，基建政策及资金约束预计会有放松，投资存在提升空间，房地产调控基调延续，但融资渠道有望得到修正，投资增速保持一定韧性，对建筑业形成一定支撑。
- **企业经营情况**: 2021 年前三季度建筑样本企业营业收入及营业利润保持增长，但不同属性企业经营质量出现较大分化，国有企业保持增长，民营及其他属性企业受疫情影响较大，营业利润同比下滑。展望 2022 年，在信用环境整体偏紧背景下，国有企业竞争力仍相对较强，经营业绩保持增长，民营及其他属性企业经营压力仍较大。
- **债市情况**: 2021 年建筑业发债规模同比基本持平，仍以高评级国有企业为主且发行期限趋于短期化；存续债券集中于未来三年内到期。考虑到债务主体多为国有企业且行业每年滚动新发债规模较大，预判 2022 年建筑业整体偿付压力一般，但民营企业面临的偿付压力可能较大。
- **信用质量**: 2021 年建筑业整体信用水平保持稳定，但不同属性企业信用水平的分化加大，民营企业信用风险提升。展望 2022 年，预计建筑业整体信用水平仍将保持稳定，但运营效率较差企业、民营企业及与房企深度绑定企业面临的信用风险偏高。

行业政策

2021 年以来，建筑行业政策文件主要集中于深化资质改革、规范市场行为及推动建筑模式转型升级等方面，行业营商环境持续改善，新兴建筑形式在政策支持下快速发展。

为优化建筑行业营商环境，促进行业从高速增长向高质量发展转变，近年来建筑行业持续按照中央部署推进“放管服”改革，在资质改革、破除地方保护主义、规范招标及定价行为、规范结算方式、支持民营企业发展、解决农民工拖欠工资等方面出台了一系列政策，市场秩序得到显著改善。与此同时，装配式建筑、绿色建筑等产品形态逐步成为建筑业发展的主流方向，产业转型升级持续推进。2021 年以来，建筑行业政策文件主要集中于深化资质改革、规范市场行为及推动建筑模式转型升级等方面，建筑行业营商环境持续改善，装配式建筑、绿色建筑等新兴建筑形式在政策支持下快速发展。

表 1 2021 年以来建筑行业主要政策文件及相关内容

| 月份 | 文件名称 | 相关内容 | 分类 |
|------|------------------------------|---|------------------|
| 6 月 | 《关于做好建筑业“证照分离”改革衔接有关工作的通知》 | 在新资质标准正式实施之前，建筑业资质继续有效，在新的建设工程企业资质标准实施之日按规定实行换证；停止受理 62 项建筑资质的首次、延续、增项和重新核定申请。 | 资质改革 |
| 1 月 | 《政府采购促进中小企业发展管理办法》 | 明确对于采购限额标准以上，但规模较小，适宜由中小企业提供的项目，要面向中小企业采购；对于规模较大的采购项目，预留该部分采购预算的 30% 以上向中小企业采购等。 | 市场公平 |
| 6 月 | 《公平竞争审查制度实施细则》 | 明确不得设置不合理或者歧视性的准入和退出条件；不得排斥或者限制外地经营者参加本地招标投标活动等。 | 市场公平 |
| 全年 | 多省发布关于建筑材料价格调整政策文件 | 2021 年，部分建材价格持续上涨，多省发文要求不得采用无限风险、全部风险规定合同条款中的材料价格风险内容和范围。 | 价格及结算 |
| 12 月 | 《建筑工程施工发包与承包计价管理办法》（修订征求意见稿） | 新增当人工、材料和机械价格变动超出合同约定风险范围时，合同价款的调整方法；推行建筑工程施工过程结算，没有约定结算周期的，可认为其约定期限均为 28 日等内容。 | 价格及结算 |
| 12 月 | 国常会对清理拖欠中小企业账款明确部署 | 要求严格执行《保障中小企业款项支付条例》。 | 市场公平 |
| 1 月 | 《绿色建筑标识管理办法》 | 明确绿色建筑标识分为三个星级，并由不同层级的住建部对不同星级绿色建筑进行认定。 | 装配式建筑、绿色建筑、智能建筑等 |
| 2 月 | 《国家高新区绿色发展专项行动实施方案》 | 要求国家高新区率先实现联合国 2030 年可持续发展议程、工业废水近零排放、碳达峰、园区绿色发展治理能力现代化等目标，部分高新区率先实现碳中和。 | 装配式建筑、绿色建筑、智能建筑等 |
| 3 月 | 国家“十四五”规划 | 要求发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅，建设低碳城市。在国家“十四五”规划引导下，各省陆续出台关于装配式建筑、绿色建筑、智能建筑的配套政策。 | 装配式建筑、绿色建筑、智能建筑等 |
| 9 月 | 《装配式混凝土结构主要构件尺寸指南》等 | 对装配式建筑主要构件或部品部件的尺寸进行规范，为各地及企业编制预制构件产品标准提供技术支撑。 | 装配式建筑、绿色建筑、智能建筑等 |
| 10 月 | 《关于推动城乡建设绿色发展的意见》 | 提出要建设高品质绿色建筑，实施建筑领域碳达峰、碳中和行动；实现全过程绿色建造，推广绿色化、工业化、信息化、集约化、产业化建造方式；要大力发展装配式建筑，推动智能建造和建筑工业化协同发展。 | 装配式建筑、绿色建筑、智能建筑等 |
| 11 月 | 《施工现场建筑垃圾减量化技术标准（征求意见稿）》 | 提出施工现场建筑垃圾的减量化宜结合 BIM、物联网等信息化技术；建造方式宜选择标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修和信息化管理等新型建造方式。 | 装配式建筑、绿色建筑、智能建筑等 |

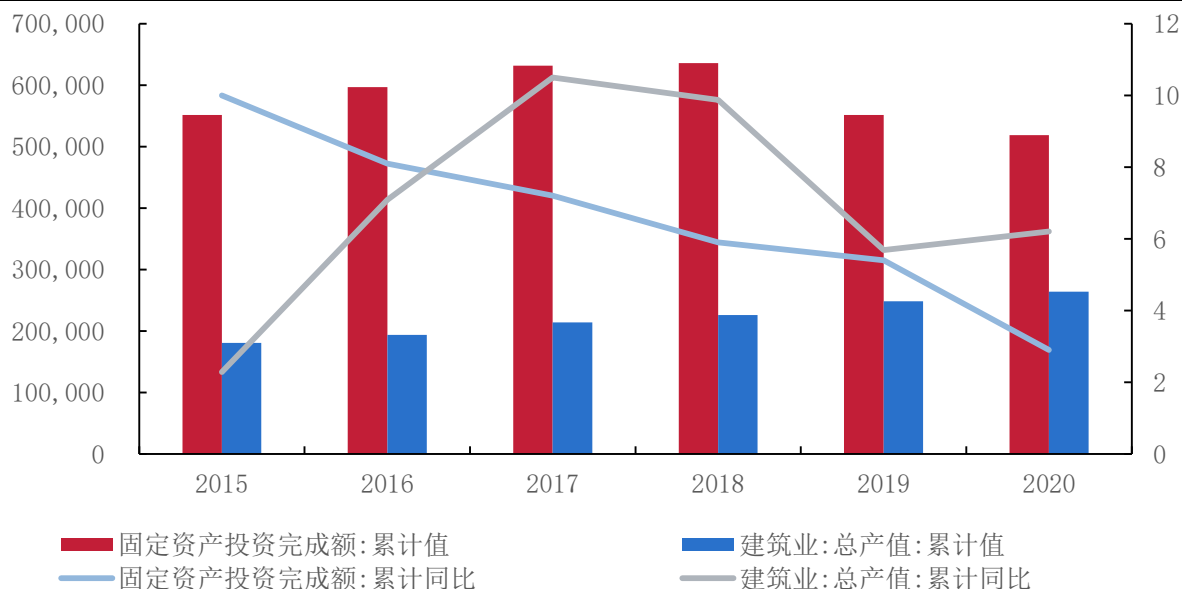
数据来源：公开信息，大公国际整理

行业概况

受益于疫情爆发后“稳增长”政策的影响，2021年前三季度建筑行业总产值及新签合同额均保持良好增长，预计2022年建筑行业面临的宏观环境或将改善。

建筑行业是我国经济发展的支柱性产业，其发展与宏观经济变化及固定资产投资密切相关，具有明显的周期性。建筑行业的周期性具有双向特点，一般呈现顺周期性，但也存在一定的逆周期性，主要是其上下游行业广泛，各行业受经济周期波动的影响存在差异所致。从具体数据看，2018~2019年，我国固定资产投资（不含农户）增速分别为5.9%和5.4%，增速同比分别下滑1.3个百分点和0.5个百分点，同期，建筑业总产值增速分别为9.9%和5.7%，也处于下滑状态。2020年，受疫情影响，我国经济下行压力加大，逆周期调节手段发力，主要下游行业中房地产投资保持增长，基建利好政策发力，使建筑行业总产值在整体经济下滑情况下实现逆势增长，行业逆周期特性显现。

图1 我国固定资产投资完成额及建筑业总产值变动情况（单位：亿元、%）



数据来源: Wind, 大公国际整理

同时，建筑行业运行过程中继续呈现政策敏感性、竞争激烈、高杠杆及低毛利率等显著特征。政策敏感性方面，房地产、基建及制造业是建筑行业下游需求的主要来源，其中房地产是典型的政策敏感性行业，基建在政策层面是国家逆周期调节的主要手段，下游行业的特征决定建筑行业具有显著的政策敏感性。行业竞争方面，我国建筑企业数量众多且呈现持续增长态势，截至2021年9月末，全国共有建筑企业12.13万家，较2020年末增长约4%，其中国有企业约3,500家，约占建筑企业总数的3%，行业整体处于过度竞争状态；从子市场情况看，普通房建及装修装饰市场进入壁垒低，竞争异常激烈，铁路、公路、隧道、桥梁、电厂、港口及矿山等市场进入壁垒较高，存在一定垄断。从市场集中度看，建筑行业呈现向头部企业集中的趋势，2018~2020年及2021年前三季度，8大上市建筑央企新签合同额占建筑行业整体新签合同额

的比重分别为 30.1%、33.4%、35.4%和 39.4%，市场份额持续提升。2018 年以来，我国加大金融风险控制力度，在信用政策收紧及企业运营风险加大背景下，业主对施工企业资金实力要求更高，同时施工资质、招投标、安全管理等日趋规范，EPC 模式推广持续深入，在以上因素综合影响下，规模较小的企业在项目遴选、订单体量、承揽模式等方面受到的较多限制，拥有规模、融资及技术等方面优势的国有企业竞争力更为突出，导致建筑业订单向龙头企业集中。

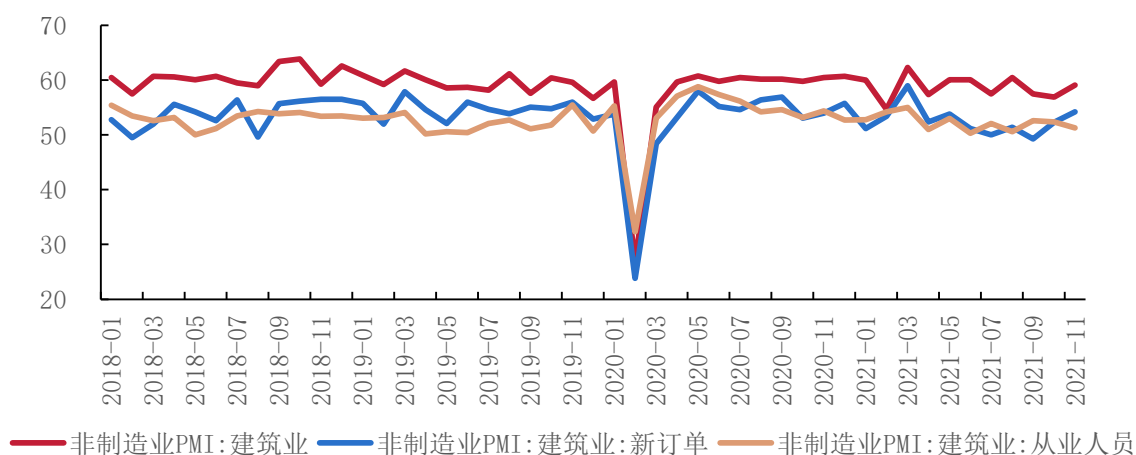
高杠杆及低毛利率方面，从产业链看，建筑行业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及拖欠款等问题在近年来虽有改善，但仍普遍存在，导致建筑企业资金压力较大，以上因素叠加建筑业自身轻资产特性，致使建筑企业资产负债率处于较高水平。盈利方面，建筑行业属于典型的劳动密集型行业，技术含量和附加值相对较低，产品同质化严重且市场竞争激烈，导致行业整体盈利能力较弱。与此同时，高杠杆产生的财务费用也对利润形成了侵蚀。根据 Wind 数据，2018~2020 年，建筑行业平均资产负债率分别为 75.0%、74.6%和 72.3%，在信用收紧大环境下，逐年有所下滑，平均销售利润率分别为 2.7%、3.6%和 3.4%，持续处于低水平。

从行业运营层面看，2021 年前三季度，建筑行业主要指标呈现良好增长态势。2021 年以来，随着疫情影响的逐渐缓解，逆周期调节政策逐步回归常态，前三季度在低基数基础上，固定资产投资（不含农户）增速达到 7.3%，同比提高 6.5 个百分点，但两年平均增速仍处于低水平为 3.8%¹。在固定资产投资拉动下，建筑业总产值实现良好增长，前三季度实现总产值 19.13 万亿元，同比增长 13.9%，增速较 2020 年同期提高 10.5 个百分点，较 2019 年同期提高 7.3 个百分点。新签合同方面，在疫情冲击加大经济下行压力背景下，建筑行业主要下游领域基建面临的政策环境大幅向好，房地产调控政策趋稳，带动了 2020 年签约指标的大幅改善，全年新签合同额同比增长 12.4%，增速同比提高 6.4 个百分点；由于 2020 年基数相对较高，2021 年前三季度建筑行业新签合同额增速略有收窄，但仍保持良好增长，增速为 7.8%。新开工面积方面，2021 年前三季度，建筑行业新开工面积同比下降 2.1%，降幅同比有所收窄，该指标自 2019 年以来持续处于下滑状态，2019~2020 年分别下降 7.8%和 0.5%。

从行业景气度看，2021 年以来，建筑业指数、新订单指数及从业人员指数基本均在荣枯分水线以上，其中建筑业整体指数在 59%上下波动，说明行业整体处于扩张状态，但新订单指数及从业人员指数在二三季度呈现一定下滑。2021 年 11 月，建筑业、新订单及从业人员指数分别为 59.1%、54.2%和 51.3%。

¹ 两年平均增速是指以 2019 年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速。

图 2 建筑行业景气度情况（单位：%）



数据来源: Wind, 大公国际整理

综上所述,建筑行业与宏观经济变化密切相关,具有周期性、政策敏感性、市场竞争激烈、高杠杆及低毛利率等特征;受益于疫情爆发后“稳增长”政策的影响,2021年以来,建筑行业总产值及新签合同额均保持良好增长。展望2022年,我国经济发展整体追求稳字当头、稳中求进,在国内经济面临“需求收缩、供给冲击以及预期转弱”三重压力的背景下,宏观政策在保持大方向不变的基础上将会结构性宽松,政策发力适度靠前,整体呈现“结构性宽信用、宽财政、稳货币”状态,建筑行业面临的宏观环境或将改善。

行业需求

2021年,随疫情影响弱化,基建托底经济的必要性下降,资金释放明显后置,基建投资增速处于低位;展望2022年,在持续面临的经济增长压力下,政策对基建投资的约束预计会有放松,资金释放节奏大概率加快,基建投资存在一定提升空间,进而将对建筑业形成带动。

基础设施建设是建筑业的重要下游行业之一,也是逆周期调节的重要抓手,对经济稳增长、保就业作用重大。2020年,在疫情爆发对经济形成巨大冲击的背景下,我国实施了逆周期的宏观政策,即稳健的货币政策要更加灵活适度,确保资金直达薄弱领域,财政政策积极有为,发挥政府投资引领带动作用,基建作为逆周期调节的主要手段面临的政策环境和资金环境得到明显改善。疫情冲击减弱后,我国经济逐步回暖,实施逆周期调节政策的必要性下降,宏观政策自2020年中期以来逐步回归中性。

2021年,宏观政策总体延续上年基调,由于处于疫后经济复苏高点,稳增长的压力不大,但对防风险重视度提升,社会融资、财政支出及政府债券和城投债的发行都明显减速。从具体数据看,2021年1~9月,社会融资规模增量累计24.75万亿元,同比减少4.87万亿元,其中政府债券净融资4.42万亿元,同比大幅减少2.32万亿元;全国一般公共预算支出17.93万亿元,同比增长2.3%,主要投向了教育、社会保障和就业、卫生健康等领域,交通运输、节能环保等基建相关领域投资额度同比有所下降。2021年1~11月,全国新增地方政府债发行规

模 4.26 万亿元，少于去年同期的 4.49 万亿元，其中新增专项债发行规模 3.48 万亿元，略少于去年同期值，发行进度同比基本持平，但前期发行速度较慢，新增专项债上半年发行进度约为 29%（上年同期约为 60%）。同期，在借新还旧需求推动下，城投债发行规模创历史新高，募集资金 5.28 万亿元，同比大幅增长 21.1%，但受融资约束增强及去年净融资基数较高等因素影响，城投债净融资规模同比小幅下降 4.2%，但仍显著高于 2019 年同期净融资水平。在支持政策不再加码及资金面收紧的情况下，基建投资增长乏力，2021 年前三个季度基建投资（不含电力）累计同比增长 1.5%，两年平均增长 0.4%。

但 2021 年 9 月以来，财政部、发改委、央行等部委相继就稳增长进行表态，快速达成政策共识。12 月 6 日央行宣布降准，12 月 7 日央行宣布精准降息，12 月 10 日中央经济工作会议提出要保证财政支出强度、适度超前开展基建投资以及跨周期和逆周期宏观调控政策有机结合，在此政策基调下，预计 2022 年财政支出、政府债券发行的节奏将适度提前，对基建投资形成支撑。同时，中央经济工作会议也提出要坚决遏制新增地方政府隐性债务，在结构性宽信用的大背景下，城投企业融资环境预计不会大幅收紧，但城投债发力可能受限，或将限于存量滚动。此外，今年四季度释放的部分资金也将延期至下一年使用，改善基建投资的资金供给。

总体来看，2021 年，在疫情影响弱化情况下，基建托底经济的必要性下降，资金释放明显后置，基建投资增速仍处于低位。展望 2022 年，在持续面临的经济增长压力下，政策对基建投资的约束预计会有放松，资金释放节奏大概率加快，资金供给有望改善，基建投资存在一定提升空间，进而将对建筑业形成带动。

2021 年，房地产调控政策延续往年基调，但调控节奏有所微调，前三季度持续收紧，四季度以来政策调控边际放松；展望 2022 年，房地产行业调控政策全面转向可能性非常低，“房住不炒”仍然是政策主线，但融资渠道有望得到修正，销售数据存在继续下调概率但下调幅度有限，投资增速仍然保持一定韧性，对建筑行业形成一定支撑。

2021 年，中央对房地产调控坚持“房住不炒”和“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调不变，但调控节奏在年内有所微调。2021 年前三季度，房地产调控政策持续收紧，一是不断重申“房住不炒”政策定位，年内针对杭州、无锡、南昌等市场过热城市进行点对点调控，要求各地引导好预期，坚决遏制投机炒房，根据中指研究院数据，2021 年全国各省市发布房地产调控政策超过 450 次；二是出台“两集中”政策，提高土地交易规范性和透明度；三是在落实“三道红线”“房地产贷款集中管理”政策，从供需两端压降房地产信贷规模基础上，进一步收紧房地产融资，要求银行业金融机构严防经营用途贷款违规流入房地产领域，将“三道红线”试点房企商票数据纳入监控范围，地方专项债不安排用于一般房地产项目等相关要求陆续出台，相应银行按揭放款变慢、对踩线房地产贷款收缩、预售资金监管趋严等现象明显，对房企流动性产生重大影响。在此背景下，房地产行业信用风险快速凸显，下半年以来越来越多知名房企出现流动性紧张和债务违约，聚集性风险进一步拉低房地产企业信用质量并引发投资者担忧情况，进而对房地产企业融资渠道产生冲击，行业整体融资及资金面进入恶性循环。随后，房地

产调控政策开始逐年转暖，中央层面频繁释放“维稳”信号。2021年12月，房地产监管政策边际放松更为显著，3日证监会提出将继续保持市场融资功能的有效发挥，支持房地产企业合理正常融资；6日央行宣布降准，同日国家政治局会议对房地产给予积极表述，首次提到“促进房地产业健康发展和良性循环”；12月10日中央经济工作会议再次重申“房住不炒”定位，并要求加强预期引导，探索新发展模式，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

在监管政策持续收紧背景下，2021年房地产开发投资额保持一定增速，新开工面积指标走弱，销售呈现前热后冷特点。从具体数据看，2021年1~10月，全国房地产开发投资额同比增长7.2%，增速同比提高0.9个百分点，两年平均增长6.8%，增速低于2019年同期水平，但保持一定韧性。全国房屋新开工面积为16.7亿平方米，同比下降7.7%，降幅同比扩大5.1个百分点，同期房屋竣工面积和施工面积同比分别增长16.3%和7.1%。商品房销售金额和销售面积同比分别增长11.8%和7.3%，两年平均增速分别为8.8%和3.6%，但两指标年内累计增速持续下滑，呈现前热后冷特征。具体来看，2021年上半年房企积极推盘抢收回款，一线及热点二线城市首先得到释放，随后热点区域传导至三四线城市，整体市场规模大幅增长；与此同时，各地在中央督导下调控政策加码，购房信贷额度偏紧，放款时间延长，政策调控收紧叠加房企信用风险提升，自7月以来房地产销售市场出现明显下滑，市场活跃度回落；10月以来，房地产信贷环境边际改善，但购房者观望情绪仍较严重，销售数据虽有好转但尚不明显。尽管市场销售快速下滑，但受供应节奏同步放缓影响，房地产库存变动不大，2021年10月末，全国商品房待售面积5.02亿平方米，与2020年末及2021年6月末相比变动不大。从房企置地情况看，22个重点城市年内三批次土拍市场差异显著，一批次市场火热，房企拿地积极，二批次热度明显降低，房企拿地谨慎，流拍率大幅提升，三批次流拍率较上次有所回落。

总体来看，2021年，房地产调控政策延续往年基调，但调控节奏在年内有所微调，前三季度市场热度高，调控政策持续收紧，政策效果体现后市场活跃度回落，房企在市场交易调整和资金压力下拿地意愿降低且信用风险上升，四季度以来房地产政策调控边际放松，中央层面“维稳”信号不断释放。展望2022年，房地产行业调控政策全面转向可能性非常低，“房住不炒”仍然是政策主线，但房地产企业信用风险扩大后，调控政策可能会保持边际放松状态，融资渠道有望得到修正，销售数据存在继续下调概率但下调幅度有限，投资增速仍然保持一定韧性，对建筑行业形成一定支撑。

企业经营情况

2020年及2021年前三季度建筑企业营业收入及营业利润整体保持增长，但不同属性企业出现较大分化，央企及地方国企继续保持增长态势，民营及其他属性企业受疫情影响盈利同比出现下滑，企业整体杠杆率仍然偏高；预计2022年国有企业竞争力仍相对较强，经营业绩保持增长，在整体信用环境偏紧背景下，民营及其他属性企业经营压力仍较大。

截至2021年11月末，建筑业存续债券发行主体约170家，剔除财务数据不全及违约发行主体后，选取109家发行主体进行分析，其中央企60家（AAA主体35家、AA+主体21家、AA

主体 3 家、AA-主体 1 家），地方国企 31 家（AAA 主体 9 家、AA+主体 12 家、AA 主体 9 家、A+主体 1 家），民企 15 家（AA+主体 2 家、AA 主体 5 家、AA-主体 4 家、其他级别主体 4 个），其他性质企业 3 家（AA+主体 2 家、AA 主体 1 家）。样本选取数据截至 2021 年 9 月末。

从营业收入及盈利情况看，2020 年样本企业整体营业收入及营业利润同比分别增长 13.43% 和 9.83%，毛利率为 10.68%，毛利率水平较低；2021 年前三季度，营业收入及营业利润增速较高，主要是 2020 年基数较低所致，毛利率与 2020 年全年水平相比略有下滑。分企业性质看，央企及地方国企营业收入及营业利润同比均呈现增长态势，但民营及其他属性企业营业收入增长幅度低于平均水平且营业利润处于下滑状态，主要是民营及其他属性企业抗风险能力相对较弱，在疫情冲击下，盈利能力下滑所致；民营及其他属性企业毛利率也显著低于整体样本及央企。从单个样本营业利润变动情况看，2020 年及 2021 年前三季度，营业利润同比下滑的样本数量分别为 36 个和 24 个，其中民营及其他属性企业数量分别为 10 个和 11 个，下滑样本数量占比远高于央企及地方国有企业；从绝对值数据看，2020 年及 2021 年前三季度，营业利润亏损的样本分别为 9 个和 8 个，其中民营企业分别为 5 个和 4 个。

表 2 2020 年及 2021 年前三季度样本企业营业收入增速、营业利润增速及毛利率情况（单位：个、%）

| 科目 | 2020 年 | | | | 2021 年 1~9 月 | | | |
|--------|--------|-------|-------|--------|--------------|-------|-------|-------|
| | 整体样本 | 央企 | 地方国企 | 民企及其他 | 整体样本 | 央企 | 地方国企 | 民企及其他 |
| 样本数量 | 109 | 60 | 31 | 18 | 109 | 60 | 31 | 18 |
| 营业收入增速 | 13.43 | 13.71 | 13.56 | 5.37 | 21.83 | 21.36 | 25.99 | 14.50 |
| 营业利润增速 | 9.83 | 11.16 | 6.53 | -17.70 | 23.49 | 22.50 | 40.93 | -3.16 |
| 毛利率 | 10.68 | 11.03 | 9.17 | 8.27 | 9.81 | 10.11 | 8.48 | 8.02 |

数据来源：Wind，大公国际整理

从债务负担看，建筑业为轻资产行业，但垫资情况较严重，导致建筑企业杠杆率普遍较高，在国家去杠杆政策的推动下，建筑业整体杠杆率进入下降通道。从样本企业数据看，2020 年末及 2021 年 9 月末，样本企业资产负债率中位数分别为 74.84% 和 75.83%。分企业性质看，2021 年 9 月末，央企样本资产负债率中位数为 75.90%，地方国有企业资产负债率中位数为 78.84%，民企及其他属性企业资产负债率中位数为 68.88%；分主体级别看，2021 年 9 月末，AAA 样本资产负债率中位数为 77.00%，AA+样本资产负债率中位数为 76.54%，AA 样本资产负债率中位数为 72.56%，AA-及以下样本资产负债率为 67.54%。

总体来看，样本企业营业收入及利润总额保持增长，毛利率处于较低水平，但不同属性企业出现较大分化，央企及地方国有企业在疫情之下呈现较好增长，但民营及其他属性企业盈利出现下滑，表明国有企业化解外部干扰能力优于其他属性企业；企业杠杆率仍偏高，依托于良好的股东背景，央企及地方国企杠杆率显著高于民营及其他性质企业。展望 2022 年，随着经济的逐步恢复，预计央企及地方国企继续保持增长，民营及其他性质企业在信用环境整体偏紧、市场项目体量有上升趋势的情况下，获取订单及经营仍然存在较大压力，行业整体杠杆水平预计维持高水平。

债市情况

2021年1~11月，建筑行业发债规模同比基本持平，仍以高评级央企及地方国有企业为主且发行期限趋于短期化；存续债券集中于未来3年内到期，考虑到债务主体多为国有企业且建筑业每年滚动新发债规模较大，预计2022年建筑行业整体偿付压力一般，但民营企业可能面临较大偿付压力。

2021年1~11月，我国建筑企业共在境内市场发行债券335只，发行总额为3,522.76亿元，发行规模同比基本持平。从发行主体属性来看，发行主体依然主要为资质较好的大型央企及地方国企，两者发行金额占比达到97.41%，同比进一步提升；民企债券发行金额占比1.04%，占比仍较低且同比下滑；公众企业和外资企业发行金额占比仅有1.55%。从主体级别分布来看，2021年前11个月新发债涉及90家企业，其中85家有公开市场主体级别，涉及发债金额3,456.06，其中AAA企业共40家，发行金额占比84.88%；AA+企业34家，发行金额占比10.06%；AA企业11家，发行金额占比3.17%。从具体债券发行人情况来看，前五大企业合计发行规模占当期发行总额的38.25%，前五大发行集中度进一步提升，并且前五大发行人皆为中央企业，主体信用级别均为AAA。

表3 2021年1~11月建筑企业发行债券前五大情况（单位：亿元、%）

| 公司名称 | 发行债券规模 | 发行规模占比 |
|---------------|-----------------|--------------|
| 中国建筑第八工程局有限公司 | 406.65 | 11.54 |
| 中电建路桥集团有限公司 | 280.31 | 7.96 |
| 中国中铁股份有限公司 | 264.00 | 7.49 |
| 中交一公局集团有限公司 | 236.41 | 6.71 |
| 中国交通建设股份有限公司 | 160.00 | 4.54 |
| 合计 | 1,347.37 | 38.25 |

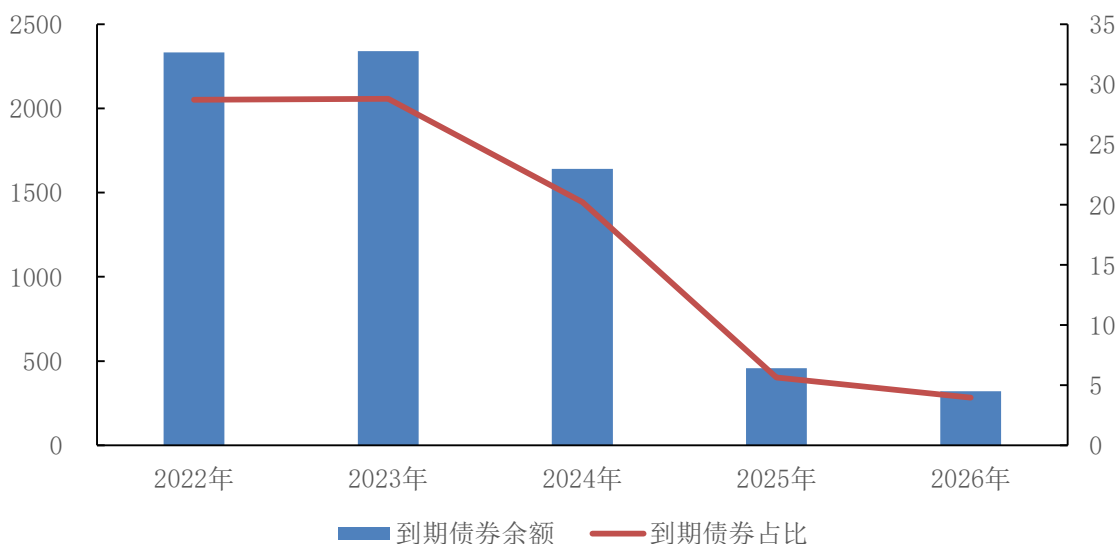
数据来源：Wind，大公国际整理

从发行债券的具体种类来看，2021年1~11月，建筑企业发行短期融资券1,827.35亿元，以超短融为主，发行规模同比大幅增加；发行公司债及私募债538.70亿元，同比大幅减少；发行中期票据786.70亿元，同比有所减少；发行资产证券化产品342.31亿元，同比有所增加；可转债和定向融资工具分别为22.70亿元和5.00亿元，规模仍较小。总体来看，2021年以来建筑行业债券发行更趋于短期化。

截至2021年11月末，建筑业共有787只存续债券，债券余额共计8,123.33亿元。按存续债券类型分，中期票据占比最高为36.33%，公司债占比33.65%，资产证券化产品占比14.90%，短期融资券占比8.11%，一般企业债、私募债、可转债、定向工具及可交债合计占比7.01%。按发行主体分，中央及地方国有企业存续债券余额占比95.86%，仍处于很高水平，民营企业占比2.75%，其他属性企业占比1.39%。从存续债发行主体最新信用级别看，AAA主体存续债占比75.80%，AA+主体存续债占比13.63%，AA主体存续债占比4.90%，AA-及以下主体存续债占比1.70%。存续债券中，安徽省华安外经建设（集团）有限公司、成龙建设集团有限公司、南

京建工产业集团有限公司和中国城市建设控股集团有限公司已发生实质性违约，以上企业均为民营企业，目前存续债券余额 47.00 亿元，占整体民营企业存续债的比重在 20%以上。总体来看，建筑行业存续债券仍主要集中于股东背景及资金资质实力较强的中央及地方国有企业。

图 3 截至 2021 年 11 月末建筑企业存续债券期限分布情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind，大公国际整理

从存续期限看，5 年内到期债券共 7,091.29 亿元，占全部存续债券的 87.30%。其中，2022 年到期债券 2,333.72 亿元，占 5 年内到期债券的 32.91%；2023 年到期债券 2,340.19 亿元，占 5 年内到期债券的 33.00%；2024 年到期债券 1,640.59 亿元，占 5 年内到期债券的 23.14%。对于民营企业，5 年内到期债券共 173.10 亿元，占全部民营企业存续债券的 77.61%。总体来看，受债券发行趋于短期化影响，建筑行业存续债券将集中于未来 3 年内到期，存在一定的债务滚动压力。

从 2022 年到期债券发行主体看，中央及地方国企到期债券合计 2,258.63 亿元，占 2022 年到期债券的 96.78%；民营企业到期债券合计 67.08 亿元，规模较小，涉及 14 家企业，存在 1 家违约企业成龙建设集团有限公司共 4 亿元。总体来看，未来 1 年内到期债券集中于国有属性企业，民营企业占比虽较低，但整体信用水平偏低，存在较大的偿付压力。

截至 2021 年 11 月末，建筑行业存续余额前五大合计 2,425.82 亿元，占整体存续债余额的 29.86%，与 2021 年新发债前五大企业呈现共同特征。

表 4 2021 年 11 月末建筑企业存续债券前五大情况（单位：亿元、%）

| 公司名称 | 到期债券规模 | 到期规模占比 |
|---------------|-----------------|--------------|
| 中国中铁股份有限公司 | 953.40 | 11.74 |
| 中国交通建设股份有限公司 | 470.00 | 5.79 |
| 中国电力建设股份有限公司 | 344.08 | 4.24 |
| 中国铁建股份有限公司 | 338.00 | 4.16 |
| 中国葛洲坝集团股份有限公司 | 320.34 | 3.94 |
| 合计 | 2,425.82 | 29.86 |

数据来源：Wind，大公国际整理

综合来看，2021 年建筑行业新发债主体以中央及地方国有企业为主，主体信用评级集中于 AA+ 及以上，新发债期限趋于短期化；2022 年到期债券也以高评级的中央及地方国有企业为主，考虑到中央及地方国有企业股东背景强大、资金实力雄厚且在未来仍具有较高竞争优势，同时建筑行业每年滚动新发债规模较大，预判 2022 年建筑行业整体偿付压力一般，但民营企业经营质量整体处于下滑状态，可能存在较大偿付压力。

信用质量

2021 年建筑行业整体信用水平保持稳定，但不同属性企业信用水平分化加大，民营企业信用风险提升；展望 2022 年，预计建筑业整体信用水平仍将保持稳定，但运营效率较差企业、民营企业及与房企深度绑定的企业面临的信用风险偏高。

截至 2021 年 11 月末，建筑业存续债券涉及的发行主体约 170 家，其中 134 家主体在近两年有公开信用级别，对于存在不同市场级别，本文以较高市场级别进行统计。建筑行业 134 家有公开级别的主体中，AAA 级别主体 50 家，AA+ 级别主体 46 家，AA 级别主体 23 家，AA- 级别主体 5 家，A+ 及以下 10 家；从发行主体性质来看，央企及地方国企 108 家，民营企业 23 家，其他属性企业 3 家。整体来看，建筑行业存续债券的发行主体以央企及地方国企为主，且高评级主体也集中在此类属性企业中，近两年有公开信用级别的 AA+ 及以上主体中，中央及地方国企占比高达 94.79%。

2021 年，建筑行业共有 12 家主体级别或展望发生调整，调整数量同比变动不大，但下调主体共 11 家，同比大幅增加，下调主体以民营企业为主。下调理由主要集中在业绩下滑、项目承揽量下滑、债务压力较大、融资渠道存在不利影响因素、应收类款项资金占用较大、主要客户集中于房地产行业导致回款压力提升、控股股东及实际控制人存在负面信息等。2021 年 1~11 月，建筑行业无新增违约主体，但江苏南通三建集团股份有限公司一只债券发生展期。

表 5 2021 年 1~11 月建筑业发债企业的主体级别及展望调整情况

| 企业名称 ² | 级别调整日期 | 评级机构 | 调整前 | | 调整后 | |
|-----------------------------|------------|-------|-----|------|------|------|
| | | | 级别 | 展望 | 级别 | 展望 |
| 广西建工集团有限责任公司 | 2021-3-31 | 东方金诚 | AAA | 观察名单 | AAA | 负面 |
| | 2021-3-5 | 中诚信 | AAA | 观察名单 | AAA | 负面 |
| 中铝国际工程股份有限公司 | 2021-5-28 | 联合资信 | AA+ | 稳定 | AA+ | 负面 |
| 深圳市奇信集团股份有限公司 | 2021-6-24 | 中证鹏元 | AA- | 稳定 | AA- | 负面 |
| 深圳市名家汇科技股份有限公司 | 2021-6-25 | 中证鹏元 | AA- | 稳定 | A+ | 稳定 |
| 深圳洪涛集团股份有限公司 | 2021-6-28 | 上海新世纪 | AA- | 负面 | A- | 负面 |
| 美尚生态景观股份有限公司 | 2021-6-28 | 联合资信 | AA | 稳定 | A+ | 负面 |
| 岭南生态文旅股份有限公司 | 2021-6-28 | 联合资信 | AA | 观察名单 | AA- | 负面 |
| 花王生态工程股份有限公司 | 2021-8-12 | 远东资信 | A | 稳定 | BBB+ | 观察名单 |
| 江苏南通三建集团股份有限公司 ³ | 2021-6-28 | 大公国际 | AA+ | 稳定 | AA+ | 负面 |
| | 2021-9-27 | 中证鹏元 | AA+ | 稳定 | A+ | 负面 |
| | 2021-10-29 | 联合资信 | AA+ | 稳定 | BB | 负面 |
| 江苏省建工集团有限公司 | 2021-10-15 | 中诚信 | AA- | 稳定 | A | 负面 |
| 天域生态环境股份有限公司 | 2021-11-26 | 中证鹏元 | AA- | 稳定 | A+ | 负面 |
| 广东省联泰集团有限公司 | 2021-06-24 | 联合资信 | AA | 稳定 | AA+ | 稳定 |

数据来源: Wind, 大公国际整理

总体来看,2021 年建筑行业整体信用水平保持稳定,但不同属性企业信用水平分化加大,民营企业信用风险提升。展望 2022 年,建筑业面临的宏观环境及下游需求有望改善,且存续发行主体仍将集中于高评级国有企业,预计建筑业整体信用水平将保持稳定。但在经济增长压力大及下游房地产企业整体信用风险较高的情况下,需要关注以下三类企业信用风险,一是财务杠杆率高,盈利能力较弱,运营效率较差的企业;二是规模较小,在信用环境整体偏紧、市场项目体量呈上升趋势情况下,获取订单、融通资金难度加大的企业,如民营企业;三是经营过程中与房企深度绑定的企业,受房企融资困难影响,此类建筑企业款项回收周期可能会拉长、不确定性也将增加,资金周转变慢,进而可能引发流动性风险。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为大公国际,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

² 同一主体被同一评级机构多次进行信用等级调整的,仅列示 2021 年初始级别及最终级别。

³ 大公国际已终止对江苏省南通三建集团股份有限公司主体及相关债项信用评级。