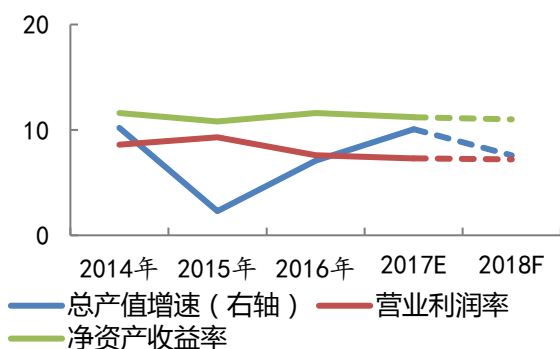




# 建筑业 2018 年信用风险展望

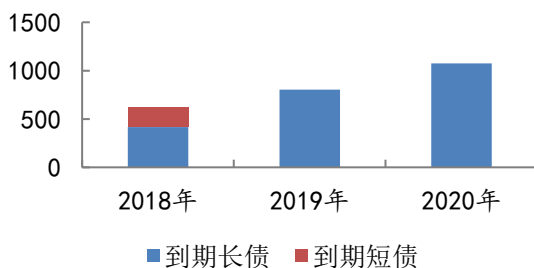
精感石没羽 岂云惮险艰

近年来建筑业产值及盈利能力增速情况 (单位: %)



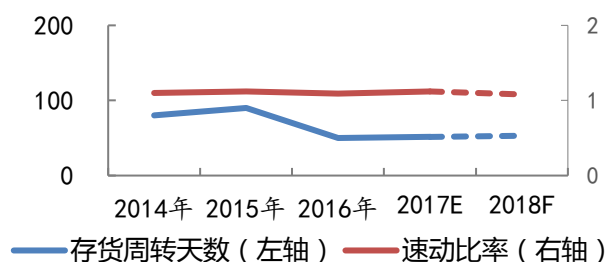
资料来源: Wind、大公预测

截至 2017.11.30 行业债券到期情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、大公整理

行业流动性走势图 (单位: 天、倍):



资料来源: Wind、大公预测

**政策:** 交通运输方面公共财政支出的减少和PPP项目管控的加强将抑制基建投资, 房地产调控政策的延续使得房地产需求难有起色。

**需求:** 基建投资的减少及房地产开发疲软将使 2018 年我国建筑业需求增速将有所放缓。

**盈利** 2018 年建筑业行业竞争的加剧, 将使多数建筑业相关企业的盈利水平承压, 但大型央企受益于 2017 年较高的新签合同额, 盈利水平将保持稳定。

**债券:** 2018 年建筑企业到期债券总额整体处于较低水平, 且涉及企业主要为大型央企, 故 2018 年建筑企业到期债券整体偿付压力不大。

**信用质量:** 受 2018 年建筑业整体需求增速下降的影响, 应收账款总额较高且账期较长的施工企业将可能面临一定的流动性问题。

大公资信工商一部 霍 霄 贾月华

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



## 概要

2017年,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,2017年1~9月,我国共实现建筑业总产值139,260亿元,同比增长10.70%,且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。2017年,虽然宏观资金面的收紧使得行业整体发债难度有所加大,但基于当期建筑业整体较高的景气度,行业整体信用水平保持稳定。本报告将从政策、需求、盈利、债券和信用质量五个方面展望2018年我国建筑业的发展前景。

预计2018年,在政府和国企“去杠杆”的大背景下,交通运输方面公共财政支出的减少、地方政府资金投入的规范和PPP项目管控的加强都将对基建投资形成抑制,房地产调控政策的延续使得房地产需求难有起色,这将直接导致2018年我国建筑业整体需求增速有所放缓;但从区域变化来看,基于当前我国财政政策逐渐由过去的“稳增长”向“精准扶贫”转变,2018年西南区域将是我国建筑业需求增长的亮点。债券融资方面,基于整体宏观资金层面的收紧,预计2018年建筑企业的融资难度有所增加,但2018年建筑企业到期债券总额整体处于较低水平,仅占未来三年全部到期债券总额的21.29%,且涉及企业主要为大型央企,故2018年建筑企业到期债券整体偿付压力不大。2018年建筑业整体需求增速的下降所导致的行业竞争加剧,将使多数建筑业相关企业的盈利水平承压,但大型央企受益于2017年较高的新签合同额,盈利水平将保持稳定。信用质量方面,应收账款总额较高且账期较长的施工企业则可能面临一定的流动性问题。

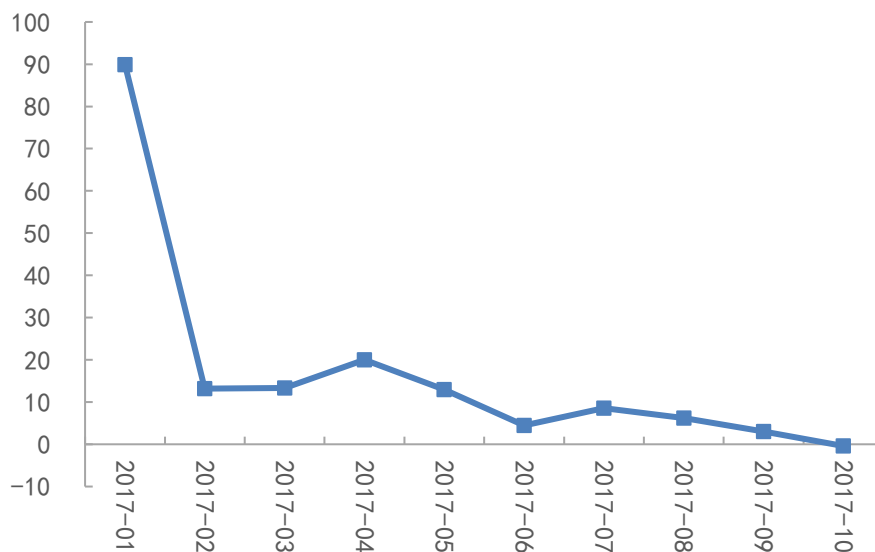


**基于交通运输方面公共财政支出的减少和PPP项目管控的加强，  
预计2018年我国基础设施建设投资总额增速将有所下滑**

从相关政府规划来看，中长期内我国基础设施建设仍存在较大的需求；但基于政策层面对于政府和国有企业降杠杆的要求，我国基础设施建设投资在短期内存在一定的下滑风险。

我国基础设施建设的主要资金来源可分为政府预算内和政府预算外资金。首先，从政府预算内资金方面来看，宏观层面的“去杠杆”使得我国交通运输方面公共财政支出在上半年同比大幅增加的情况下，下半年同比增速持续下降，且2017年10月累计支出已出现同比下降的情况。公共财政支出的下滑，反映了在我国政府“降杠杆”的大背景下，政府通过公共财政支出推动基础建设的意愿有所下降，预计2018年交通运输方面公共财政支出总额将维持在2017年水平。

**图1 2017年以来我国交通运输公共财政支出同比变化情况（单位：%）**

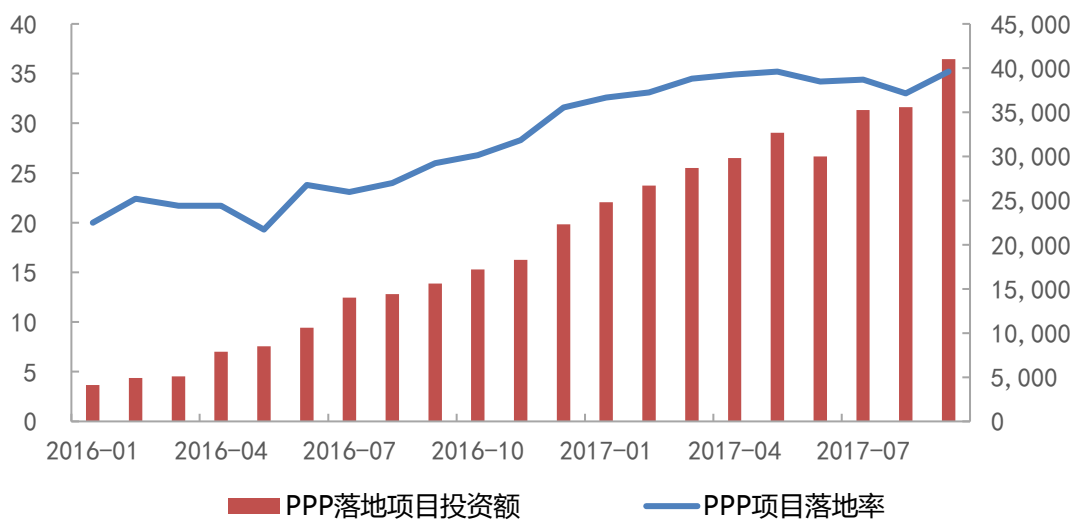


数据来源：Wind

政府预算外资金方面，我国基础建设的预算外资金来源主要包括地方政府和PPP项目社会投资方。此部分资金受“去杠杆”政策影响较为明显；地方政府资金方面，随着87号文的出台，过往作为地方政府基建资金支出主要方式的政府购买服务模式已经被封堵，这意味着2018年，来自地方政府的基础建设投入将有较大幅度的下降。

另一方面，虽然 2017 年 1~9 月全国 PPP 项目落地数目为 2,388 万个，同比增长 152.43%，增速大幅提升。截至 2017 年 10 月末，我国处于执行阶段的 PPP 项目投资总额合计 4.36 万亿元，其中近 60% 为中央企业承担；过往 PPP 项目央企名义出资部分中约有 60%~70% 来自于社会融资，随着 2017 年 10 月国资委《关于加强中央企业 PPP 业务财务风险管控的通知》（征求意见稿）的出台，PPP 项目中约定央企出资部分资金将完全依赖自有资金，而“承接 PPP 项目的中央企业净投资原则上不得超过其净资产 40%”的规定，则使得央企 PPP 项目承接规模大幅降低。PPP 项目管控的加强，将使得 2018 年 PPP 项目的落地资金大幅减少。

图 2 2016 年以来 PPP 项目落地情况(亿元、%)



数据来源：Wind

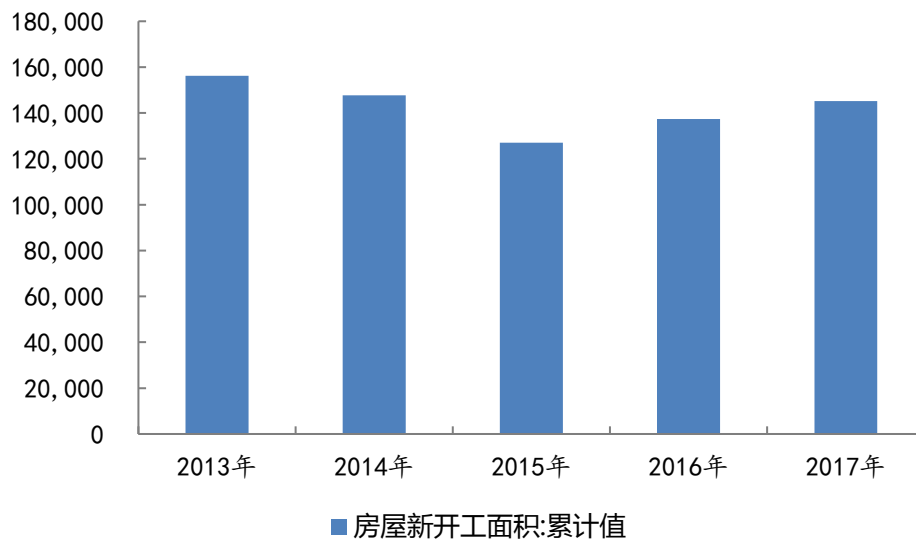
因此，基于交通运输方面公共财政支出的减少和 PPP 项目管控的加强，预计 2018 年我国基础设施建设投资总额增速将有所下滑。

基于本轮房地产调控政策将依然持续的判断，2018 年，我国房地产开发建筑需求很难得到释放；基建投资的减少及房地产开发疲软将使 2018 年我国建筑业需求增速将有所放缓

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，2017年1~10月，全国商品房去库存速度仍处于较高水平，当期商品房销售面积130,254万平方米，同比增长8.24%；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9.05万亿，同比增长7.87%，其中住宅投资6.19万亿，同比增长9.91%，房地产投资整体趋于回暖。在房地产投资回暖的直接带动下，2017年1~10，我国房屋新开工面积145,127万平方米，同比增长5.64%。其中，住宅新开工面积104,125万平方米，增长9.61%，住宅建设需求的增长有效推动了我国建筑业的增长。

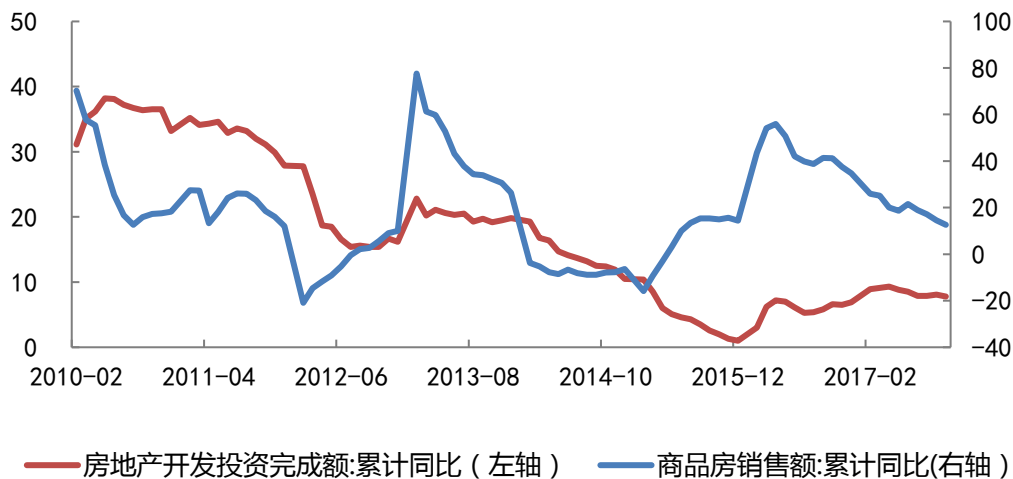
图3 2013~2017年度1~10月房屋新开工面积变化情况（单位：万平方米）



数据来源：Wind

同期，房地产开发企业土地购置面积19,047万平方米，同比增长12.89%，房地产开发企业购置土地的增加，将直接转化为我国建筑业的潜在需求。但潜在需求的释放，直接受到当期商品房销售景气度的影响，从过往房地产开发投资额和商品房销售额的同比变化情况可以看出，商品房销售情况和开发商资金投入情况呈高度正相关，销售回款的减慢，将直接影响到开发商后续资金的投入；基于本轮房地产调控政策将依然持续的判断，2018年，我国房地产开发建筑需求很难得到释放。

图4 2010~2017年房地产开发投资完成额与商品房销售额累计同比变化情况(单位:%)



数据来源: Wind

综上所述,不论是基建方面公共财政支出增速的大幅放缓,还是财政部及国资委多项管控政策的出台,皆表明着2018年我国基础设施建设的投资总额将有所下降;而房地产调控政策的延续将使得房地产住宅建设需求难以得到释放。因此,政策方向由“促”向“管”的转变将使得2018年我国建筑业总产值增速有所下降。

**基于当前我国财政政策逐渐由过去的“稳增长”向“精准扶贫”转变,2018年西南区域仍将是我国建筑业增速较快区域**

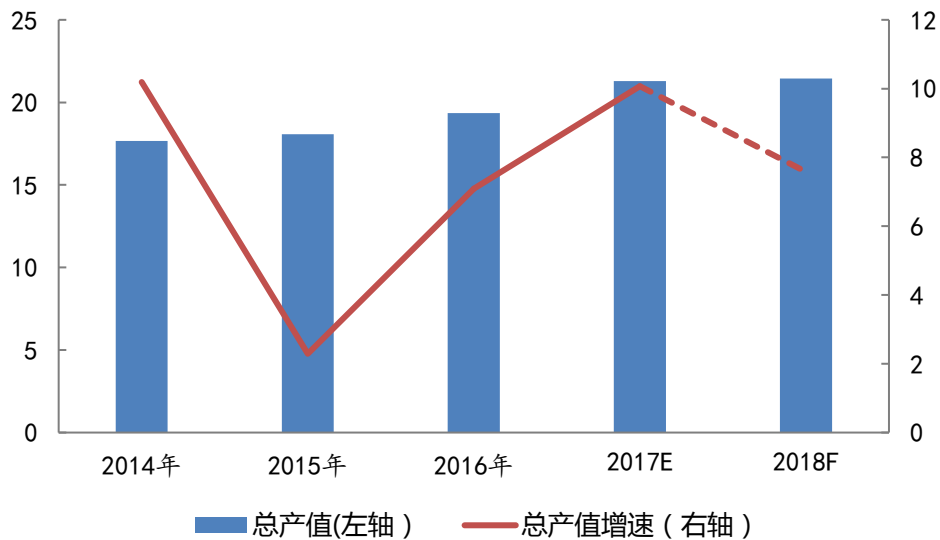
从区域细分来看,2017年1~10月,我国境内31个省份中,作为传统建筑大省的江苏省和浙江省建筑业总产值合计占当期全国建筑业总产值的25%左右,仍是我国建筑业产值的主要来源。但基于基础设施建筑的强劲需求,西南区域建筑业继续维持强劲的增长势头,后发优势明显。根据当前我国财政政策逐渐由过去的“稳增长”向“精准扶贫”转变,预计作为我国贫困人口占比较高的西南区域,其基础建设需求在整体财政投入乏力的情况下仍将保持增长态势,因此,2018年,西南区域仍将是我国建筑业增速较快区域。



2018年建筑业整体需求增速的下降所导致的行业竞争加剧，将使多数建筑业相关企业的盈利水平承压，但大型央企受益于2017年较高的新签合同额，盈利水平将保持稳定

2014年以来，虽然受宏观经济波动影响，建筑业总产值增速有所波动，但其整体仍保持增长趋势；2018年，受政策变化的影响，建筑业总产值增速将有所下滑，预计2018年全年建筑业总产值约为23万亿元。

图5 2014年以来建筑业总产值（亿元/左轴）及同比增速（%/右轴）



数据来源：Wind

建筑业作为成熟行业，其行业内企业的盈利能力较大程度上取决于行业需求的变化；因此，基于2018年建筑业需求增速放缓的判断，建筑业行业内竞争将有所加大，行业企业平均营业利润率和净资产收益率均将呈现一定程度的下降。

但受益于2017年较高的新签合同额，以中国建筑、中国交建等为代表大型龙头建筑企业2018年的盈利水平将保持稳定。具体来看，中国建筑2017年1~10月共实现新签合同额17,841亿元，同比增长30.10%，高于同期全行业平均增速近10个百分点。中国交建方面，2017年前三季度，中国交建共实现新签合同额6,210亿元，同比大幅增长30%。



现金流方面，2017年，受益于我国较大规模的基建投入和房地产建设开工，建筑业总体开工量保持在较高的水平；相较以财政资金为主的基建投入，如房地产调控政策的延续使得开发商资金回笼期限加长，则其已开工项目的后续资金支付也将受到影响，则垫资施工的行业现状将使得以房建为主的建筑企业同样遭遇资金压力，相关企业的存货规模将有所上升，进而导致其存货周转效率和速动比率的下降。

**2018年建筑企业到期债券总额整体处于较低水平，仅占未来三年全部到期债券总额的21.29%，且涉及企业主要为大型央企，故2018年建筑企业到期债券整体偿付压力不大**

2017年1~11月，我国建筑业企业共在境内市场发行债券94支，发行金额合计906亿元。从发型债券的具体种类来看，公司债方面，2017年1~11月，建筑企业共发行公司债153.50亿元，同比减少265.49亿元，公司债发行规模的大幅下降，除受资金面收紧，久期较长的公司债发行难度较大之外，也受到证监会所辖公司债发行整体收缩影响；同样因为受到资金面倾向于久期较短债券的影响，银行间发行的债券也由去年全部为中期票据变为以超短融、短融等期限较短的债券为主。同时，处于对于资金的迫切需求，部分资产水平较低的建筑企业在传统债券发行难度较大的情况下，不得不选择了实际成本较高的PPN等品种，这也导致2017年1~11月实际发行的其他债券总额同比增长30.23%。

**表1 2017年1~11月建筑企业发行债券前五大情况（单位：亿元、支）**

公司名称	发行规模	发行数量
中国交通建设股份有限公司	160	1
中国冶金科工股份有限公司	86	5
广东腾越建筑工程有限公司	90	5
山西路桥建设集团有限公司	60	5
中国建筑股份有限公司	50	1

数据来源：Wind

从具体债券发行人的情况来看，2017年1~11月，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 446 亿元，占当期发行总额的 49%，这表明在融资难度加大的背景下，资金方对于发行人的资质水平要求有所提升，当期前五大发行人中，中国建筑股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司皆属于龙头央企，而当期唯一一家民营企业广东腾越建筑工程有限公司，其控股股东碧桂园集团对其债券发行提供了较强的正面影响。

从未来 3 年建筑企业债券到期情况来看，受近两年建筑企业所发行债券久期较长影响所致，2018 年建筑企业到期债券总额整体处于较低水平，仅占未来三年全部到期债券总额的 24.70%；从 2018 年到期债权前五大企业情况来看，前五大企业到期债券合计 291 亿元，占当期到期债券总额的 47.24%，且全部为大型央企；但考虑到上述公司很强的股东背景和很高的业务规模，故 2018 年建筑企业到期债券整体偿付压力不大。

**表 2 2018 年建筑企业债券到期总额前五大情况（单位：亿元、支）**

公司名称	到期规模	到期数量
中国冶金科工股份有限公司	77	3
中国铁建股份有限公司	75	1
中国建筑股份有限公司	60	1
中国核工业建设集团有限公司	48	3
中国建材国际工程集团有限公司	31	5
合计	291	13

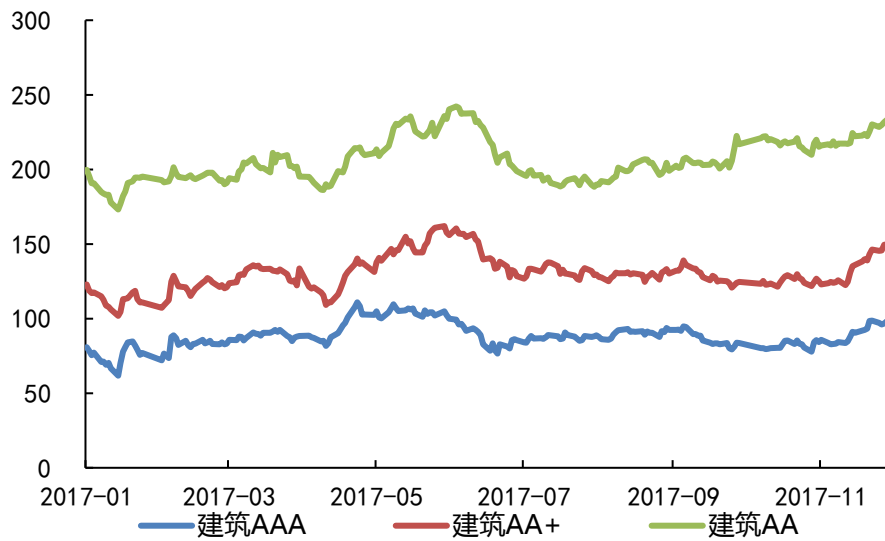
数据来源：Wind

**预计 2018 年建筑业信用利差总体仍将呈上升趋势，且不同级别间的利差分化将进一步加大**

2017 年 1~11 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。



图6 2017年1~11月建筑行业利差走势(单位:BP)



数据来源: Wind

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,也使得在之后短期内信用利差呈波动下降趋势,但基于宏观层面“降杠杆”的基调,资金面实质紧张的现象并未彻底扭转,之后的信用利差也表现出缓慢上行的趋势。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,而当下半年资金面再次趋紧后,AA级建筑企业的信用利差迅速上升,截至2017年11月末,AA级别建筑企业信用利差为229.06BP。基于宏观层面去杠杆的推进,预计2018年建筑业信用利差总体仍将呈上升趋势,且不同级别间的利差分化将进一步加大。

**2018年,应收账款总额较高且账期较长的施工企业则可能面临一定的流动性问题**

截至到11月30日,已发布跟踪评级结果的建筑施工企业中,下



调评级的数量只有 1 家，8 家企业<sup>1</sup>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，基于 2018 年建筑业整体需求有所下降的判断，应收账款总额较高且账期较长的施工企业则可能因现金流问题导致信用质量产生变化。

---

<sup>1</sup> 本期涉及上调评级企业包括：中交第一航务工程局有限公司、中国建筑第六工程局有限公司、浙江安吉修竹绿化工程有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、遵义道桥建设(集团)有限公司、重庆建工集团股份有限公司、北京市政路桥股份有限公司和四川路桥建设集团股份有限公司。