

建筑施工企业财务变动趋势及风险关注



建筑施工企业财务变动趋势及风险关注

建筑施工行业作为强周期行业，近两年在国内房地产宏观调控政策持续加码以及基础设施投资增速放缓影响下，发展速度不断承压。在此背景下，行业内企业的业务增速、盈利空间、现金流质量、债务偿还压力等均呈现不同程度的变化。本文选取 108 个发债企业样本，从资产管理维度、盈利维度、运营维度、偿债维度以及现金流维度，通过采用中位数、平均数等指标值对企业财务变动特点进行分析，同时将不同企业性质、不同细分行业财务表现与行业整体水平进行比较，进而甄别企业财务风险，以加强对建筑施工企业信用风险的研判。

一、资产管理维度

建筑施工企业具有轻资产运营特征，流动资产占比通常较大（通常在 70% 左右）；流动资产主要由存货和应收账款构成，两者约占流动资产的 60%；大规模的存货和应收账款对企业资金形成较大占用，对企业资金周转及项目正常运行造成压力。因此，在衡量建筑施工企业资产管理效率时，本文选取（存货+应收账款）/流动资产以及（长期应收款+无形资产）/资产总额指标判断企业对下游客户的垫资规模。另外，选取（长期应收款+应收账款）/（应付账款+应付票据）反映议价能力及实际垫资压力。

1. 占款程度

建筑施工行业在产业链中地位相对弱势，企业具有垫资运营的特点。整体来看，以民营企业为主的装饰装修与园林工程细分行业垫资压力更大。近年来投融资类项目的广泛参与导致国有企业对下游客户长期限垫资规模持续扩大。我们需关注以民营企业为主的装饰装修以及园林施工企业因“垫资拼业务”使得自身偿债风险和流动性风险持续加大的迹象；同时关注国有企业投融资项目回款风险。

建筑施工企业存货中一般情况下含有大量完工未结算的工程款，相当于未来

的应收账款，本文选取（存货+应收账款）/流动资产这一指标衡量建筑施工企业传统施工业务的占款情况。投融资项目（PPP项目为主）占款方面，建筑施工企业PPP项目投入往往在无形资产及长期应收款中反映，因此，本文用（长期应收款+无形资产）/资产总额来衡量企业的长期垫资情况。

从指标值来看，近五年，建筑施工行业整体垫资规模占总资产比例小幅下降，但维持在50%以上。其中，（存货+应收账款）/流动资产比例中位数在60%左右小幅波动；（长期应收款+无形资产）/资产总额比例中位数由2014年的5.24%上升至2018年的7.59%。

分企业性质来看，地方国有企业及中央国有企业整体垫资情况低于行业平均水平，2018年，中央国有企业的（存货+应收账款+合同资产）/流动资产比值中位数为55.13%，较上年进一步下降，一方面系企业加大下游业主欠款回收力度，另一方面由于中央国有企业确认收入的PPP项目应收款主要反映在“长期应收款”。此外，我们还注意到，尽管民营企业的垫资比例波动下降，但仍明显高于行业中位数（2018年为64.75%）体现其在行业中相对弱势的地位。分行业来看，装饰装修与园林工程行业垫资情况远高于行业中位数，2018年分别为64.75%和72.59%，垫资比例较高，除该类企业主要以民企为主外，还与近年来园林工程企业纷纷加入新兴的生态治理、特色小镇等领域导致该领域行业竞争加剧，业主方议价能力强有关。

表1 建筑施工行业近五年占款情况分布（%）

项目		2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	69.04	69.24	67.50	65.69	64.75
	建筑施工行业	61.84	59.63	58.96	59.44	59.41
	地方国企	59.89	56.48	58.96	56.78	58.51
	央企	59.98	58.40	56.70	59.00	55.13
按细分行业分类	基础建设	57.07	55.21	55.60	56.55	54.41
	房屋建设	64.38	60.88	58.95	59.08	60.75
	装饰装修	75.14	75.90	78.05	71.39	64.75
	园林工程	66.36	74.60	72.61	69.47	72.59

注 1. 本表占款情况通过样本的（存货+应收账款）/流动资产*100%数值中位数反映，数值越大，占款越严重。2018年通过（存货+应收账款+合同资产）/流动资产*100%指标反映占款情况

2. 除特殊说明，本文列表均采用中位数分析

资料来源：wind，联合资信整理

PPP 项目的高收益特点以及对施工业务的带动效果吸引了大批建筑施工企业参与其中,但项目款较长的回款周期以及资本金的长期占用导致其对资本实力要求非常高。这给以短期债务为主的建工类企业的资金链带来巨大压力。

通过对比我们可以看出,近五年,建筑施工行业整体采用 PPP 模式进行建设的项目占款程度呈波动上升趋势,2018 年,建筑施工行业(长期应收款+无形资产)/资产总额中位数上升至 7.59%。其中,具备融资及项目获取优势的地方国企以及央企的占款程度显著高于民营企业。细分行业中,基础建设和园林工程细分行业 PPP 项目投入占比相对较大,占款比例较其他细分行业高。

表2 建筑施工行业近年来PPP项目占款情况分布(%)

项目		2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	0.83	0.83	2.13	1.77	2.93
	建筑施工行业	5.24	4.86	5.23	6.27	7.59
	地方国企	6.28	5.34	5.1	6.38	7.25
	央企	11.02	10.13	9.07	10.68	9.03
按细分行业分类	基础建设	8.8	7.31	7.93	9.03	8.41
	房屋建设	3.33	1.38	3.48	4.46	5.02
	装修装饰	1.18	0.83	0.65	1.31	2.56
	园林工程	2.68	5.25	6.87	5.62	11.44

注: 1. 本表通过 PPP 项目占款情况通过(长期应收款+无形资产)/资产总额*100%中位数反映,数值越大,占款越严重。

2. 剔除水利水电系因质保金重分类造成长期应收款大幅增长的样本

资料来源: wind, 联合资信整理

综合来看,我们需关注以民营企业为主的装饰装修以及园林企业在行业下行压力加大背景下由于行业弱势地位、盲目扩张投资类项目等因素导致偿债风险和流动性风险持续加大的迹象;关注 PPP 项目参与较多的中央、地方国有企业(尤其关注企业子公司)由于占款周期延长导致的资金链持续紧张。

2. 议价能力

近年来,建筑施工企业议价能力整体呈现弱化趋势;细分行业中,装饰装修和园林工程企业议价能力较低,房建和基建企业议价能力相对较强。不同性质企业中,民企议价能力最弱,并有进一步弱化趋势;央企对上游供应商占款规模往

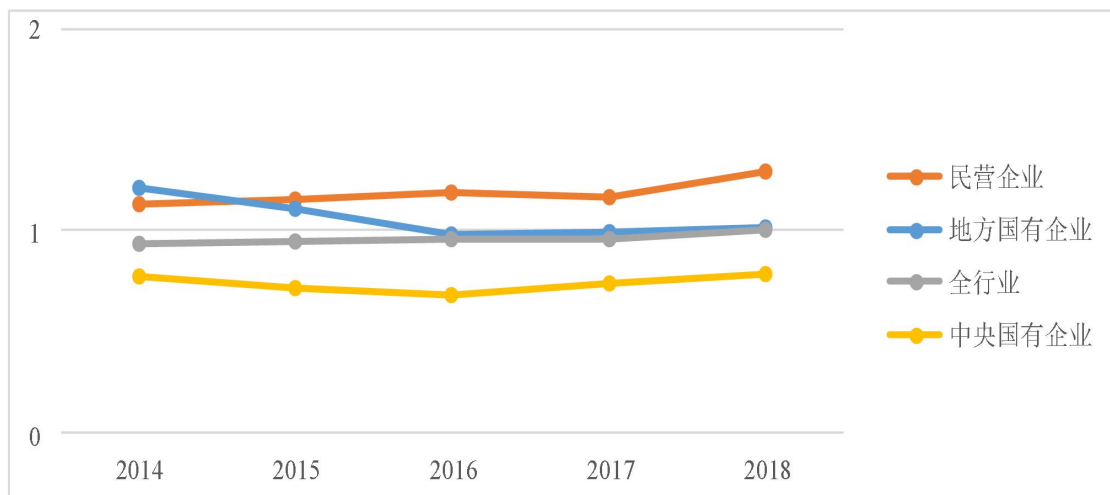
往大于其对下游客户的应收款规模。建议关注以民营企业为主的装饰装修行业以及园林行业实际垫资压力加大情况下短期流动性风险。

对于建筑施工企业而言，通过加强上下游收付款进度的协调管控可以有效缓解企业资金链压力；能否在尽可能减少对下游业主垫资（应收账款+长期应收款）的同时，加大对上游供应商的占款，很大程度代表了企业的议价能力（实际垫资压力）。本文选取指标（应收账款+长期应收款）/（应付账款+应付票据）反映建筑施工行业议价能力，该指标越高，议价能力越弱。

通过对比我们发现整体建筑施工行业议价能力有所弱化，（应收账款+长期应收款）/（应付账款+应付票据）指标中位数由2014年的0.93倍上升至2018年的1.00倍。从不同性质企业来看，中央国有企业产业链议价优势非常明显，议价指标中位数在0.8倍以下，民营企业则持续大于1，议价能力最弱，并有进一步弱化趋势。

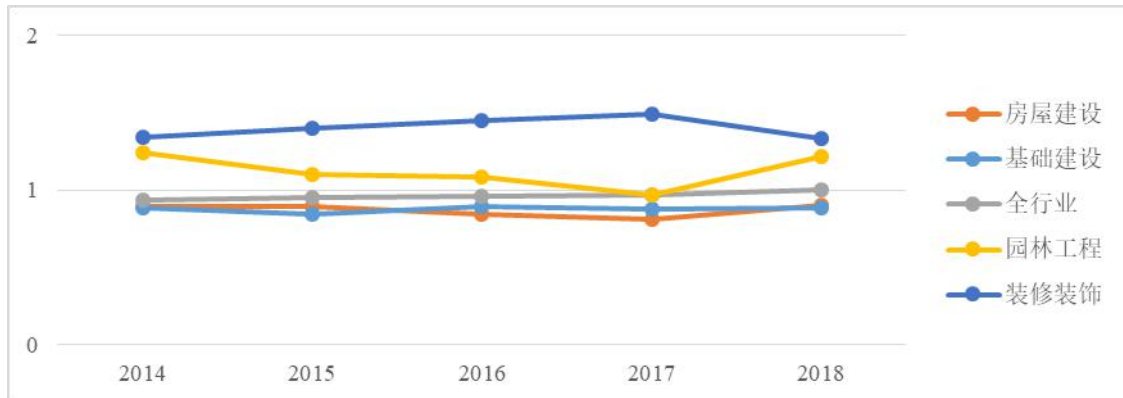
从细分行业来看，基础设施建设及房屋建筑类企业议价能力相对于以民营为主的装饰装修与园林工程企业较强，指标值中位数在0.8倍~0.9倍之间。

图1 不同企业性质的建筑施工企业议价能力情况（倍）



注：此处使用（长期应收款+应收账款）/（应付账款+应付票据）比值中位数反映不同性质企业议价能力
资料来源：wind，联合资信整理

图2 不同细分行业内建筑施工企业议价能力情况（倍）



注：此处使用（长期应收款+应收账款）/（应付账款+应付票据）比值中位数反映不同性质企业议价能力
资料来源：wind，联合资信整理

建筑施工企业议价能力的强弱直接决定了其对上游供应商和下游业主方业务往来账期的谈判空间，及应对成本上涨的转嫁能力，进而影响建筑施工企业的盈利空间和回款情况。对于议价能力弱的企业，往往面临上游供应商账期压缩，下游业主方账期拉长，最终面临回款压力和流动性风险；此外，议价能力弱的企业，在原材料价格上涨的背景下，往往面临对上游成本议价能力弱，且对下游成本转嫁能力不足，进而压缩盈利空间的局面。因此，我们建议关注以民营企业为主的装饰装修行业以及园林行业由于议价能力不足导致的盈利空间受限以及短期流动性风险。

二、盈利维度

建筑施工行业资金、技术壁垒低，竞争程度激烈，企业盈利空间相较其他行业处于偏低水平。本文通过观察毛利率、期间费用占比、净资产收益率等指标判断企业盈利能力变化趋势。

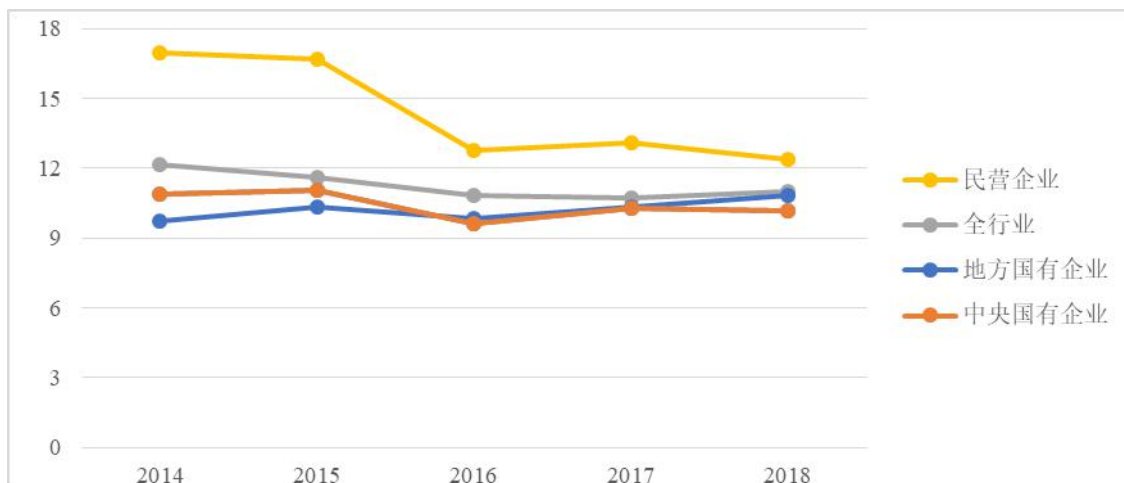
近年来，受上游原材料价格上涨和“营改增”综合影响，建筑施工行业毛利率有所下降，整体在 10%~12%之间。民企对上游成本传导能力有限，毛利率水平下降明显；房建企业对宏观经济和政策变动较敏感，毛利率水平波动下降。期间费用占比较高因素导致民营企业净资产收益率明显低于央企。总体来看，关注民企房建企业和园林企业对上游原材料成本上涨的转嫁能力以及企业融资成本控制情况。

近年来，建筑施工行业毛利率整体在 10%~12%之间波动，并在 2016 年和 2017

年维持相对低位。2016 年以来，“供给侧”改革背景下，建筑施工企业原材料中主材价格和人工成本快速增加导致营业成本增长；同时“营改增”税制综合因素作用下建筑施工行业毛利率整体有所下降。2018 年以来，随着建筑施工企业整体上游成本到下游价格的逐渐传导，2018 年，建筑施工行业整体毛利率水平有所企稳。

分企业性质来看，民企对原材料价格上涨和税改因素更加敏感，2016 年毛利率同比下降幅度最大。2018 年，央企和地方国企上游原材料价格传导至下游效果相对明显，毛利率有所企稳；同期，受上下游议价能力较弱影响，民企上游原材料成本转嫁压力较大，毛利率进一步小幅下降；受益于严格的成本控制及民企主要分布在毛利率较高的装饰装修和园林工程细分行业，使得民企毛利率较其他性质企业仍维持高位。但值得关注，部分企业在行业整体盈利能力下行背景下，毛利率仍逆周期上升，应对其财务真实性进行谨慎分析。

图3 近五年不同性质企业毛利率变化情况（%）

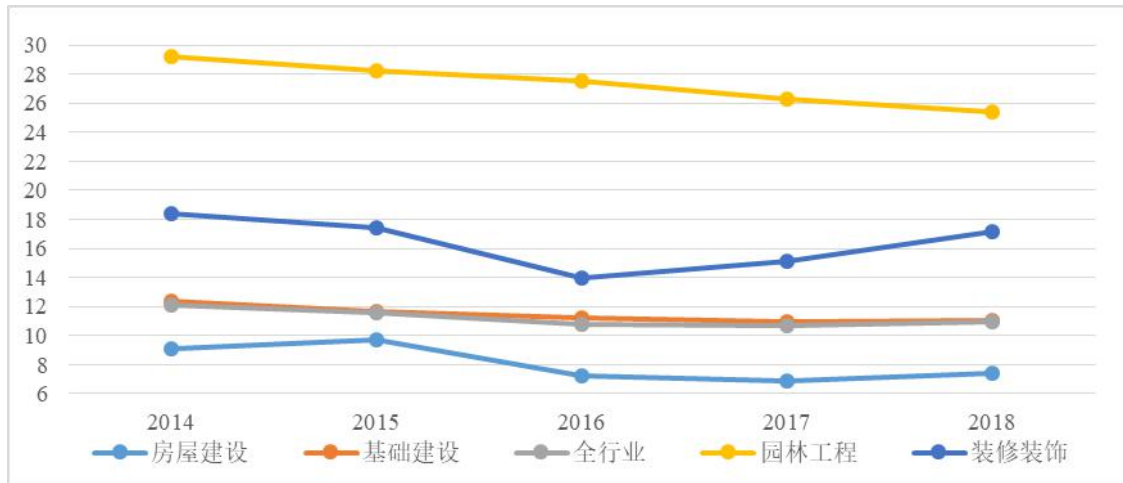


资料来源：wind，联合资信整理

从细分行业来看，房屋建设行业由于工程技术含量相对较低，进入门槛低，竞争较为激烈，毛利率在细分行业中最低，且对宏观环境和政策最为敏感，毛利率波动较大；2018 年，毛利率维持在 8%左右，同比有所增长，但不同类型房建企业增速呈现分化，2018 年以来，房屋建筑中民营企业毛利率增速乏力，央企和地方国企毛利率增速较快，地方国企充分利用所在区域龙头优势，使得其 2018 年毛利率在房建行业中最高。受细分领域专业化程度较高影响，园林工程毛利率整体保持最高，

但呈现逐年下降趋势，主要系园林工程以民企为主，上游原材料成本转嫁压力较大。由于样本中基建企业占比较大，基建毛利率走势与建筑施工行业毛利率变动趋势基本一致，整体呈现先降后升趋势。

图4 建筑施工企业不同细分行业毛利率分布及变动情况 (%)



资料来源：wind，联合资信整理

期间费用方面，近年来，建筑施工企业期间费用率逐年增长，2018年，行业期间费用率增至6.62%，主要系人工成本上涨使得管理费用增加所致。按企业性质分类，民企期间费用率最高，央企和国企期间费用率较建筑施工行业中位数较低。从细分行业来看，不同细分行业期间费用率分化明显，园林工程和装饰装修企业期间费用率相对较高，2018年分别为15.28%和10.22%。

从期间费用构成来看，建筑施工企业作为劳动密集企业，管理费用在三费中占比相对较高，在65%左右；央企和地方国企管理费用在三费中占比显著高于民企，主要与央企和地方国企组织架构和管理人员配置有关。建筑施工行业财务费用占期间费用30%左右；不同性质企业财务费用占比有所分化，民营企业财务费用占期间费用比重相对较高，财务费用或将成为侵蚀民企利润的重要因素，建议关注民营房企后续融资成本变化情况及财务费用把控情况；从趋势来看，受央企和地方国企降杠杆的严格要求，两者财务费用在期间费用中占比整体呈现下降趋势；但考虑到央企和地方国企利息支出普遍存在资本化现象，央企和地方国企实际财务费用占比可能高于上述比值。

表3 建筑施工行业近年来期间费用率分布情况（%）

项目		2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	4.79	6.92	5.86	6.31	8.29
	建筑施工行业	4.94	5.35	5.72	6.35	6.62
	地方国企	4.83	4.91	5.56	5.57	5.94
	央企	5.10	5.35	5.49	6.79	6.30
按细分行业分类	基础建设	6.51	6.49	6.37	6.80	7.18
	房屋建设	2.91	2.87	2.85	3.18	3.51
	装修装饰	4.65	6.92	6.81	7.30	10.22
	园林工程	10.55	12.86	12.59	12.34	15.28

注：期间费用率=〔(管理费用+财务费用+销售费用+研发费用)/营业收入*100〕

资料来源：wind，联合资信整理

表4 建筑施工行业近年来期间费用结构分布情况（%）

财务费用/期间费用	2014	2015	2016	2017	2018
民营企业	34.85	33.16	29.99	30.13	27.61
地方国有企业	32.41	30.13	24.68	27.35	25.42
中央国有企业	25.77	23.09	20.62	23.14	18.62
管理费用/期间费用	2014	2015	2016	2017	2018
民营企业	58.44	57.35	60.59	57.28	57.10
地方国有企业	61.36	61.66	67.43	64.48	65.14
中央国有企业	68.33	71.65	75.04	73.15	74.77

注：为保持数据可比性，2018年管理费用中仍包含研发费用；

资料来源：wind 联合资信整理

净资产收益率反映企业净资产整体盈利情况。近年来，建筑施工行业净资产收益率水平整体逐年下降，2018年降至7.38%；这与行业毛利率水平变化趋势一致。从企业性质来看，央企净资产收益率最高，2018年为8.58%；地方国企和民企净资产收益率均低于行业中位数。从细分行业来看，房建和基建净资产收益率相对较高，园林工程和装饰装修企业净资产盈利指标较弱。

表5 建筑施工行业近年来净资产收益率变动情况（%）

项目		2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	11.45	9.38	7.45	7.63	6.79
	建筑施工行业	10.99	8.91	8.43	7.43	7.38

	地方国企	7.89	6.42	6.83	6.13	5.94
	央企	13.09	10.28	9.94	9.11	8.58
按细分行业分类	基础建设	9.65	7.70	8.49	6.76	6.69
	房屋建设	12.25	12.78	9.11	8.26	8.46
	装修装饰	12.83	8.15	6.35	7.76	4.60
	园林工程	13.31	9.35	8.91	9.59	5.53

资料来源：wind 联合资信整理

此外，考虑到建筑施工企业挂靠现象客观存在，而挂靠收入及利润的支配权不属于被挂靠方，识别该部分收入利润有助于判断企业实际盈利能力。未分配利润占比以及往来款规模过大的情况值得注意。

三、营运维度

受行业特性影响，建筑施工企业整体营运效率较低。本文最终选取的衡量企业营运能力的指标有：净资产周转率、存货周转率、应收账款周转率。从指标变动趋势等特征分析识别细分行业或企业资金周转及资产收益率下行风险。

近五年，建筑施工行业运营效率整体有所下降。不同性质企业运营效率分化明显，民企周转效率最低，并呈下降趋势。央企运营效率在 2018 年有所好转，但考虑到 PPP 项目投资规模较大因素影响，央企实际运营效率或低于指标值。从细分行业来看，房建周转效率整体处于较高水平，受房地产调控影响，房建周转效率持续下降；建议关注园林工程及装饰装修行业周转率对基建及房建行业的周转依存度，并关注进一步下降带来的资金周转风险。

近年来，建筑施工行业运营效率整体有所下降，主要表现在近年来建筑施工行业净资产周转率、存货周转率和应收账款周转率呈现总体为下降趋势，2018 年上述周转率分别为 2.32 次、3.10 次和 4.46 次。分不同性质企业来看，2016 年以来，建筑施工行业中民企在以上三个指标表现最差，2018 年分别为 1.84 次、2.07 次和 2.40 次，显著弱于行业水平。考虑到民营施工企业相对弱势的市场地位，收入增长往往以更大规模、更长周期的垫资为代价，其经营效率下行压力较大，建议关注民营施工企业未来存货周转和回款情况。央企的三个指标整体也呈现下降趋势，但绝对值

与其他性质企业相比表现最好，主要与央企在市场中积累的声誉，谈判能力较强有关；2018年，央企存货和应收账款周转指标有所好转，但考虑到作为PPP项目主要参与主体，央企的长期应收款相关指标在资产总额中占比快速增长，其实际运营效率或将并未得到实质改善。地方国企三个指标与行业指标基本契合，2018年，地方国企存货周转率和净资产周转率在2.5~3次左右，应收账款周转率4.46次。

表6 建筑施工行业近年来运营效率情况分布（次）

	2014	2015	2016	2017	2018
存货周转率	3.51	3.44	3.36	3.06	3.10
应收账款周转率	5.49	4.88	4.51	4.05	4.46
净资产周转率	3.53	3.12	2.73	2.49	2.32

资料来源：wind 联合资信整理

表7 建筑施工企业近年来净资产周转率情况分布（次）

项目		2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	2.55	1.99	1.60	1.75	1.84
	建筑施工行业	3.53	3.12	2.73	2.49	2.32
	地方国企	4.35	3.52	2.83	2.82	2.59
	央企	4.75	4.41	3.92	3.36	2.86
按细分行业分类	基础建设	3.79	3.12	2.77	2.65	2.41
	房屋建设	4.65	4.68	4.47	3.93	3.27
	装修装饰	2.48	1.70	1.60	1.71	1.71
	园林工程	1.17	0.82	0.87	0.85	0.85

注：净资产周转率=营业收入/净资产（次）

资料来源：wind，联合资信整理

从细分行业来看，房建运营效率基本维持行业较高水平，但近年来，受房地产市场控房价相关政策影响，部门房地产企业面临一定的去化压力和资金周转压力，进而影响对房建施工企业结算和回款进度，近年来，房建施工行业运营效率持续下降。受整体外部环境影响，基建行业运营效率同步呈现下降趋势，但基建运营效率与房建差距逐渐减少。由于装饰装修和园林工程处于建筑施工行业产业链末端，议价能力较房建和基建更低，运营效率处于行业中较低水平。其中，装饰装修和园林

工程行业大部分属于房建或基建工程的细分分包行业，园林工程行业的存货周转变现能力很大程度上取决于发包方的运营效率，伴随着房建运营效率的下降，装饰装修和园林施工行业运营效率持续处于较低水平，并有可能进一步下降。

综合来看，我们需重点关注园林施工及装饰装修周转率对基建及房建行业的周转依存度，并关注其进一步下降带来的资金周转风险。

四、偿债维度

在行业增速下行压力加大、下游回款风险逐渐显现的背景下，高负债（尤其是短期债务占比大）运营的建筑施工企业偿债风险尤其突出。另外对于短债长投较为严重的企业，债务与项目周期的匹配度值得关注。偿债维度主要从债务水平以及短期债务偿还能力变化情况进行分析，具体指标包括全部债务资本化比率、短期债务占比以及现金类资产/短期债务等。

国有建筑施工企业债务水平整体高于民企；不同细分领域企业债务水平变动趋势出现分化；民营类及园林类企业债务指标上升明显，短期债务占比高于行业整体水平。我们需重点关注由于永续债、明股实债，以及最终回购责任在施工方的非并表 PPP 项目 SPV 公司对公司实际债务水平的影响；重点关注园林类及装饰装修类企业短期债务风险。

债务负担方面，从指标绝对值来看，近五年样本数据显示建筑施工企业资产负债率中位数维持在 75%左右的高位，全部债务资本化比率中位数基本位于 50%以上。其中，传统的基建、房建施工企业债务水平高于细分领域的装饰装修及园林工程板块样本，与园林及装饰细分领域发债企业多为民营上市企业，股权融资渠道畅且间接债务融资能力相对较弱有关。得益于较低的融资成本以及有利的融资环境，规模较大的国有企业债务水平整体更高。即使是同一信用级别的企业，国有企业较民营企业仍具备融资优势，使得同一信用级别的国有企业负债水平明显高于民营企业。从变化趋势来看，不同性质的企业债务水平出现分化，民营企业债务水平近五年整体呈现小幅波动上升态势，国有企业（尤其是中央国有企业）债务指标有所好转。究其原因，我们认为主要系国企降杠杆的政策要求、永续债以及明股实债导致

的指标误差。另外，细分行业的债务水平变动出现分化，传统的基建、房建施工企业债务水平有所下降，装修装饰及园林企业有息债务指标上升明显，这与园林企业大量签订 PPP 项目有关、装修装饰企业规模相对较小有关。

表8 建筑施工行业近年来全部债务资本化比率分布情况（%）

项目		2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	39.13	42.14	38.04	39.83	41.72
	建筑施工行业	54.94	53.85	49.36	50.36	52.02
	地方国企	64.72	62.67	61.58	58.77	60.42
	央企	57.52	55.53	51.50	51.68	50.82
按细分行业分类	基础建设	60.06	57.80	52.14	53.65	53.19
	房屋建设	54.62	53.18	50.23	50.56	50.31
	装修装饰	17.29	23.90	36.86	35.47	45.90
	园林工程	40.90	43.82	35.34	40.80	39.44

资料来源：wind，联合资信整理

短期偿债能力方面，本文首先对近五年建筑施工企业短期债务占比情况进行分析以了解建筑施工企业面临的短期流动性风险压力，再通过现金类资产对短期债务的覆盖判断公司解决短期流动性风险的能力。

从短期债务占比变化情况来看，近五年，样本企业短期债务占比全部债务比例呈现快速下降趋势，从 2014 年的 60.77% 降至 2018 年的 55.85%。其中，民营企业上述指标由 2014 年的 70.15% 降至 2018 年的 68.50%；民营企业整体指标平均值高于中央及地方国有企业且降幅低于中央及地方国有企业。分行业来看，园林类企业（集中于民营企业）上述指标由 2014 年的 61.86% 上升至 2018 年的 75.95%。整体来看，随着承接项目的周期拉长，行业内企业债务结构有所优化。民营类及园林类企业短期债务占比高于行业整体水平。一方面可能受该类企业承接的长周期项目占比较低影响，另一方面，民营类企业融资能力较弱导致该类企业短期债务占比偏低。

从现金类资产对短期债务的覆盖程度判断，在近五年整体收入水平实现稳定增长的情况下，现金类资产对于短期债务的覆盖比率维持在 0.8~1 倍之间。其中园林类及装修装饰类企业指标明显弱化，传统施工行业情况较为平稳。另外，中央国有企业上述指标值整体优于地方国有企业，民营企业该指标表现最弱且呈现下降趋

势。近三年内，民营企业为在高利润空间的诱导下即使缺乏配套资金仍承接了大量承接 PPP 等投融资类项目，“短债长投”使得该类企业资金链愈发紧张。

表9 建筑施工企业近年来现金短期债务比分布情况（倍）

项目		2014	2015	2016	2017	2018
按企业性质分类	民企	0.56	0.55	0.78	0.65	0.53
	建筑施工行业	0.80	0.91	0.94	0.96	0.81
	地方国企	0.72	1.01	1.13	1.14	0.84
	央企	1.08	1.19	1.35	1.23	1.16
按细分行业分类	基础建设	0.82	1.02	1.14	1.01	0.88
	房屋建设	0.67	0.73	0.89	0.93	0.73
	装修装饰	1.47	0.67	0.81	0.79	0.54
	园林工程	1.43	1.13	0.97	0.72	0.50

资料来源：wind 联合资信整理

综合来看，我们需重点关注由于永续债、明股实债，以及最终回购责任在施工方的非并表 PPP 项目 SPV 公司对公司实际债务水平的影响；重点关注园林类及装修装饰类企业短期债务风险。

五、现金流维度

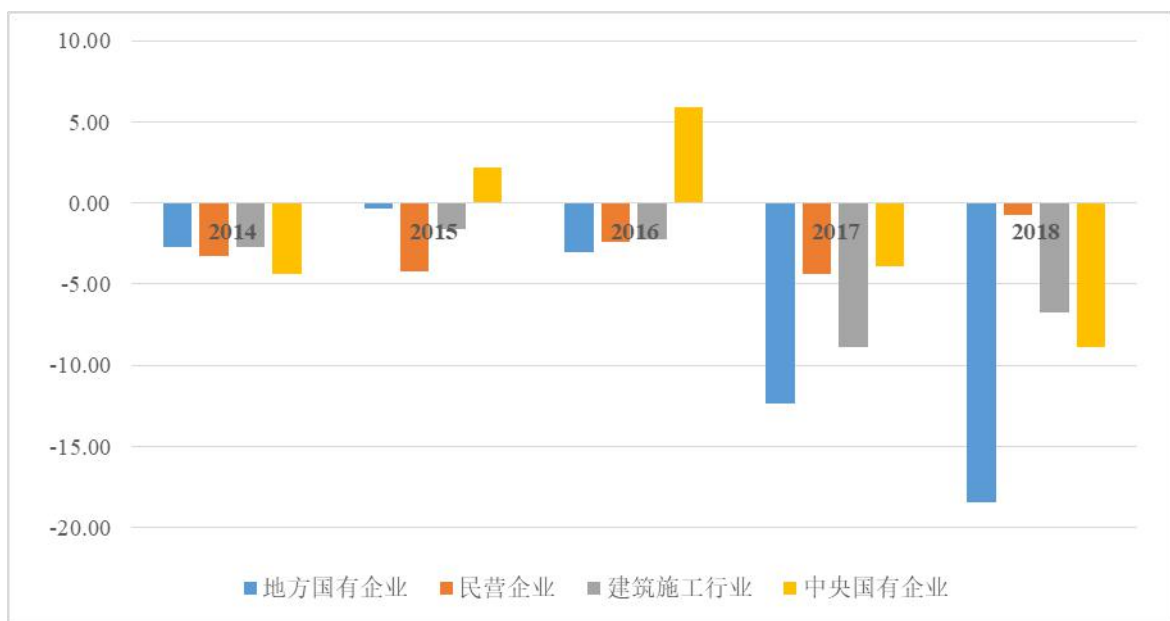
近年来，建筑施工企业的高收入增速往往来自给下游提供更高的垫资施工规模或对下游付款进度降低要求等竞争手段。这些手段使得企业现金回款较慢，而相较于利润较低，现金回款情况由于在财务报表中没有直接体现从而相对隐蔽，因此当建筑企业营业收入增幅较大时需要尤其关注现金回款情况。另一方面在后期资金的使用过程中，建筑施工企业往往缺乏事先对资金流入与流出的适当安排，导致资金流出与资金流入不能合理的进行匹配。这些影响表现在财务方面，则会因资金链的断裂直接损害企业获取盈利的原动力，使企业发生信用危机的可能性直接被放大。对于现金流的分析我们主要通过筹资前后现金流的对比，来判断企业对于现金流的把控能力。

受垫资情况加剧影响，筹资前现金流缺口有所扩大；地方国有企业受地方政府

投资压力转移影响，融资压力大幅增加。在当前经济增速下行及投资者风险偏好因素影响下，民营企业筹资能力明显弱化；筹资活动现金持续净流出企业值得关注。

现金流方面，整体来看，受下游房地产企业资金逐步趋紧，叠加规范地方政府融资行为等因素影响，基建下游行业整体融资环境收紧，建筑施工企业垫资情况加剧；因此，样本企业近五年经营现金流表现有所弱化。考虑到企业往往将 PPP 等投资类项目资金收支放入投资活动，筹资前净现金流更能体现建筑施工企业经营资金平衡情况。近五年，样本企业筹资前净现金流为负的企业比例分别为 64.81%、54.63%、54.72%、74.53%和 65.09%。从筹资前净现金流中位数来看，样本企业筹资前净现金流缺口整体有所扩大，在 2017 年达到峰值。其中，地方国有企业筹资前净现金流为负的企业占比增幅较大，由 2014 年的 68.75% 增至 2018 年的 81.25%；中央国有企业由 55.88% 增至 61.76%；民营企业上述指标在 2018 年降至 56.76%。地方国有建筑企业的业务在省内占比往往较大，且主要以基础设施类项目建设为主，受政府融资平台债务控制等因素影响，部分地方投资压力向项目承接主体转移，导致近两年地方国有建筑类企业融资压力大幅增加。细分行业来看，园林、装饰类企业筹资前净现金流为负的企业占比（70%~90%之间）普遍高于基建类企业，房建类企业占比最低。

图5 建筑施工企业近五年筹资活动前现金流分布情况（亿元）



资料来源：wind，联合资信整理

筹资活动现金流分析中，我们更关注企业在经营及投资活动现金净流出时的再融资能力。筹资活动现金的持续净流出值得关注。从近五年筹资活动现金流情况来看，民营企业筹资情况有所恶化，净流出企业数量有所增长，2018 年增加至 17 家；中央及国有企业整体呈下降趋势。

总体来看，在中国经济增速下行，投资增速放缓，建筑业将进入低速增长阶段背景下，建筑施工企业整体业绩增长及资金周转压力加大。建议关注建筑施工企业因“垫资拼业务”导致自身偿债风险和流动性风险持续加大的迹象。尤其对于行业地位相对较低的民营企业，受制于融资能力、成本波动转嫁能力等较弱，资金周转风险表现得更为突出。