

特别评论

2021年11月

目录

要点	1
分析	2
结论	7

联络人

作者

企业评级二部

张馨予 010-66428877
xyzhang@ccxi.com.cn

杜佩珊 010-66428877
pshdu@ccxi.com.cn

马涵 010-66428877
hma@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方 010-66428877
yfwang@ccxi.com.cn

杨徽镛 010-66428877
adyang@ccxi.com.cn



房地产业作为建筑业主要下游之一，其行业环境变化加速了建筑企业信用分化和部分弱资质企业的出清，建筑行业集中度进一步提高

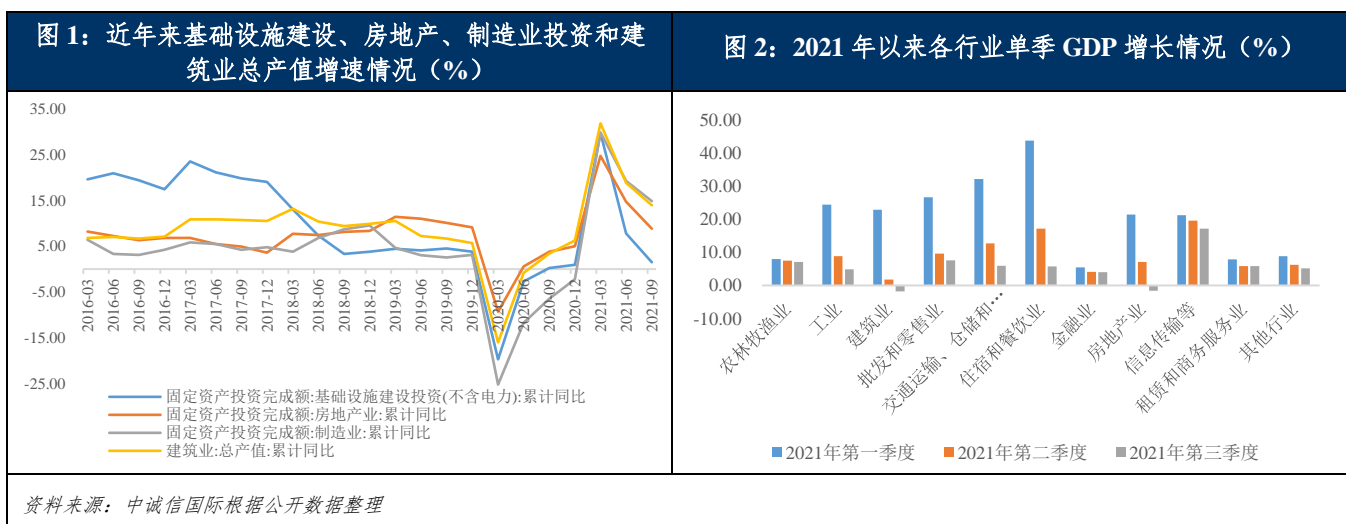
房地产企业资金趋紧使得处于相对弱势地位的建筑企业垫资增加、应收账款回收风险加大，对建筑企业资金平衡能力提出更高要求，需持续关注房地产市场环境变化对以房建工程为主业的弱资质建筑企业信用水平的影响

要点

- 房地产业作为建筑业主要下游之一，其行业政策、市场行情、房企整体经营及资金等情况可对建筑业发展产生一定影响。2021年以来，在房地产行业调控政策影响下，我国房企债券违约数量增加、违约企业规模更偏大型化，且影响范围波及更广，受此影响，以房建工程为主业的建筑企业在新订单获取、项目推进和结算、现金流平衡、盈利能力以及自身偿债等方面均面临更大压力。
- 建筑央企业务类型和区域更加分散，且具有规模和资金等优势，抗风险能力更强；地方国有建筑企业在所属区域具有一定地位，虽然业务承揽区域较为集中、资产负债率较高，但拥有较为稳定的银行授信作为备用流动性；民营建筑企业业务类型较为单一，对房企业主依赖度更高，且因议价能力较弱，垫资问题更为突出，更易受下游流动性影响，抗风险能力较弱，需关注与房地产行业绑定较深的弱资质民企信用风险。
- 在当前市场竞争加剧、房企主流流动性压力加大、项目承揽条件愈加苛刻的情况下，实力较弱的中小建筑企业面临更大的市场压力，或将导致其业务规模和盈利收缩、应收账款回收风险加大，叠加再融资受阻，建筑企业信用水平的分化愈发明显，弱资质建筑企业面临市场出清风险，行业集中度进一步提高。

作为建筑业主要下游产业之一，房地产行业外部融资环境趋紧导致房企流动性压力加大，其行业政策、市场行情、房企整体经营及资金等情况对建筑业发展的影响值得关注

建筑行业为订单驱动型行业代表，其需求主要来自于房地产、制造业和基础设施投资建设等。按产值构成来看，建筑业总产值中房屋建筑业产值和土木工程建筑业产值占比分别为 62%和 27%左右，其中房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。2020 年我国建筑业实现总产值 26.39 万亿元，同比增长 6.24%。其中，4 月以来，随着疫情的逐步复苏、复产复工的推进及经济提振措施的实施，建筑业产值随我国固定资产投资力度加大逐步增长，并于 6 月后实现正增长且增幅逐步扩大。2021 年 1~9 月，我国建筑业实现总产值 19.13 万亿元，同比增长 13.90%，主要系 2020 年上半年受疫情影响基数较低。从单季度来看，2021 年第三季度，因基建、房地产和制造业固定资产投资额同比均有所下降，建筑业总产值同比呈现负增长。从同期全国各行业 GDP 情况来看，仅有建筑业和房地产业 GDP 增速下滑至负增长区间，作为建筑下游产业之一，房地产业景气度变化对建筑业产值增长造成一定影响。



2020 年以来监管部门针对房地产行业陆续提出了三条红线、贷款集中度管理、集中供地、加强预收款监管、房地产税等一系列政策，加之消费者对房地产行业信心不足，房价和房地产销售额受到冲击，2021 年以来房地产市场出现一定调整，房企经营及融资承压。具体来看，在经营方面，2021 年下半年以来国内商品房销售降温，7~10 月单月商品房销售额与销售面积同比均有所回落，其中 8 月、9 月、10 月单月销售面积低于 2019 年同期水平，多数房企 7~10 月销售业绩同比明显下滑。在融资方面，由于受到调控政策影响，境内上市房企股权融资长时间处于被限制的状态，房地产企业较为依赖债权融资。但在贷款集中度管理下，银行开发贷放款进度明显放缓；受监管政策影响，房企非标融资持续压降；同时，随着部分房企发生债券违约以及行业风险的逐步释放，投资者对房地产行业信心不足，房企境内债券和中资美元债发行受到不利影响，1~10 月房企境内外债券净融资额均为负，再融资空间受限。此外，因地方政府加大了对预售资金的监管力度，房企资金腾挪空间亦有所收窄。整体来看，在经营以及融资端都受到冲击影响下，2021 年以来，房企债务风险呈加速释放态势，部分经营风格激进、债务压力大、销售回款不佳和获得外部支持有限的发债房企陆续发生境内债券、中资美元债及旗下财富产品违约等信用风险事件，且本轮房企违约呈现了数量较多、规模更偏大型化的特点。

图 3：近年来全国房地产开发情况（%）

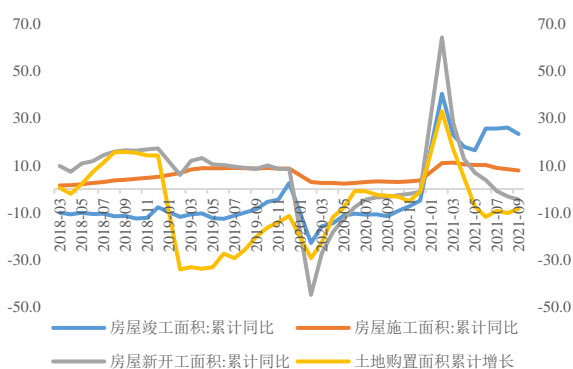


图 4：近年来全国商品房销售情况（亿元、%）

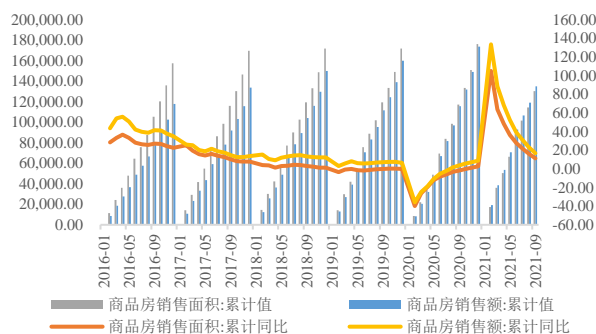


图 5：近年来全国房企净融资额情况（亿元、%）



资料来源：中诚信国际根据公开数据整理

为维护房地产市场平稳发展，9 月末以来监管部门密集发声，要求金融机构满足房地产合理融资需求，近期按揭贷款边际放松，这对缓解房企资金压力、防范市场硬着陆风险具有积极意义。但在“房住不炒”行业政策基调下，房地产市场将持续处于较为严格的监管环境之中，外部融资环境的变化对房地产企业的资金平衡能力提出更高要求，房企需要通过寻求从经营性融资层面解决资金平衡问题，即将部分资金压力向上游转嫁。而建筑业作为房地产业的主要上游产业之一，因行业竞争激烈，建筑企业议价能力较弱，垫资施工是常态。当前更是加剧了房企对建筑企业的“支付弹性”现象，导致工程项目结算和付款进度滞后、商务条件愈加苛刻，部分弱势建筑企业为获取订单需要大额垫付资金，而建筑企业上游供应商主要是钢厂、水泥等议价能力较强的产业，又存在农民工等弱势群体，固定成本压降幅度空间有限，加之水泥、钢材等原材料价格和人工成本不断上升，在上述因素共同影响下，建筑企业现金流平衡压力增加。同时，房企信用水平分化加剧、行业集中度进一步提高，使得建筑企业在面对更为集中的大型下游房企时议价能力更趋弱化，或将对建筑行业整体利润率产生不利影响。此外，部分建筑企业为获取施工订单，与房企合作开发房地产项目，或通过通道将资金拆借给房企业主，相关建筑企业自身流动性风险将随着房企信用风险的释放逐步暴露。

针对部分房企因资金趋紧导致建筑工程款不能如期支付的现象，目前建筑企业普遍通过停工、以房抵债或提起诉讼申请工程款优先受偿等措施保障自身利益。但上述措施耗时长、成本高且取得的进展有限，应收账款回收仍面临较大不确定性，同时建筑企业需要承担垫资的资金成本，将使其面临成本上行和资产减值压力，对其盈利能力带来挑战。同时，为保证购房者权益和提高房企资金回流能力，部分房企和地方政府

提出“保交房”政策，但该过程中或将导致建筑企业垫资压力进一步增加，相关项目工程建设款支付情况亦值得关注。并且，从项目储备来看，2021年3月以来，全国房地产新开工面积及商品房销售额增速均呈明显放缓态势，土地购置面积和金额均呈负增长，上述事项使得建筑企业在房地产施工项目方面的新签合同额有所下滑，亦对其项目储备及未来业绩增长产生不利影响。

此外，当前土地出让金仍为地方政府财政收入主要来源，房地产投资放缓，加之地方政府控制债务规模，或将导致建筑企业基建工程相关的新订单获取、工程款结算和回款进度延后。同时，随着房地产市场信用风险的逐步释放，地方政府平台公司亦在布局或托管部分房地产项目，地方政府平台公司的业务模式正在发生转变、基础设施投资建设亦面临转型，或对建筑企业的订单结构、结算和回款周期等产生影响。

以房建工程为主业的建筑企业在新订单获取、项目推进和结算、现金流平衡、盈利能力以及自身偿债等方面均面临更大压力

为探究房地产行业政策变化、房企外部融资环境趋紧及流动性压力加大等对建筑企业信用质量的影响，中诚信国际选取了78家¹在国内债券市场发行债券的建筑企业作为样本。其中，按业务类型²划分来看，以房建工程为主业的样本企业31家；以基建工程为主业的样本企业31家；以专业工程为主业的样本企业16家。按企业性质划分，央企、地方国企和民企分别有35家、31家和12家³。中诚信国际将从主要财务指标着手，通过不同维度对样本企业进行横向、纵向比较，来进一步分析房企流动性压力加大对建筑企业的影响。

建筑业为订单驱动型行业，建筑企业在产业链中处于弱势地位。从样本数据来看，2021年1~9月，房建、基建和专业工程样本企业应收账款⁴占营业总收入的比重均值均有所上升；同期，计提资产减值损失均值分别同比增加83.70%、55.27%和-49.88%，可见因下游房企流动性压力加大，房建工程样本企业计提资产减值损失增速明显高于其他类型样本企业。值得注意的是，由于2021年三季度报未经审计，部分房建企业的资产减值压力或尚未充分体现，其2021年度审计报告中的减值情况仍值得关注。且受资产减值损失计提等因素影响，2021年1~9月，房建工程样本企业净利润均值同比增速慢于基建工程样本企业。

从收入增速来看，2021年1~9月，随着业务规模的扩大，不同业务类型样本建筑企业的营业总收入均值均同比上升，但在房企土地购置、新开工等方面均面临一定压力的情况下，房建企业相关新订单获取和业绩增长受到一定影响，营业总收入均值增速更为缓和，房建企业在业务拓展中面临更大的竞争压力。

¹中诚信国际剔除了样本企业中存在母子关系的母公司样本以及部分财务数据缺失的发债企业。

²因大部分建筑企业业务类型较为多元化，本文根据板块收入占营业总收入的比重来划分企业类型。

³含2家无实控人。

⁴含合同资产，下同。

图 6：近年来样本建筑企业应收账款及其占营业总收入情况（亿元、%）

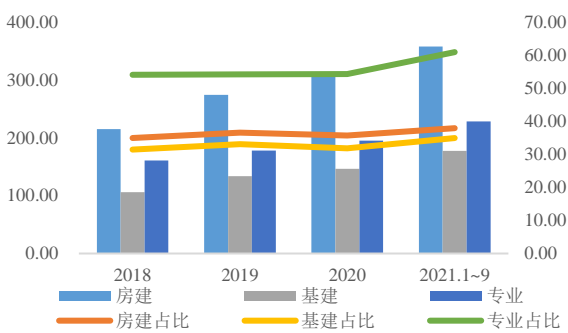


图 7：近年来样本建筑企业营业总收入情况（亿元、%）

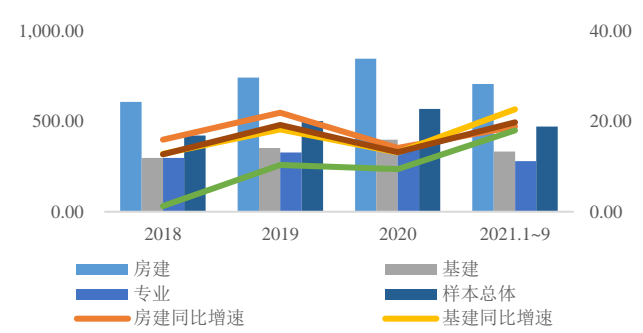


图 8：近年来样本建筑企业资产减值损失情况（亿元、%）

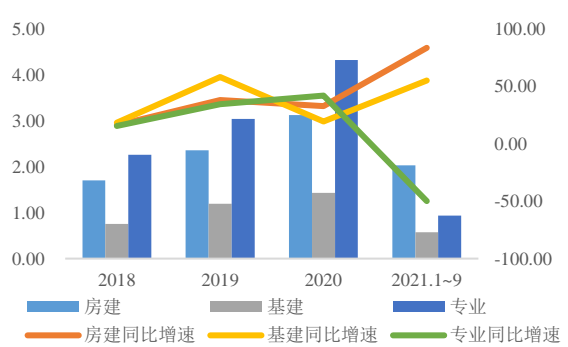
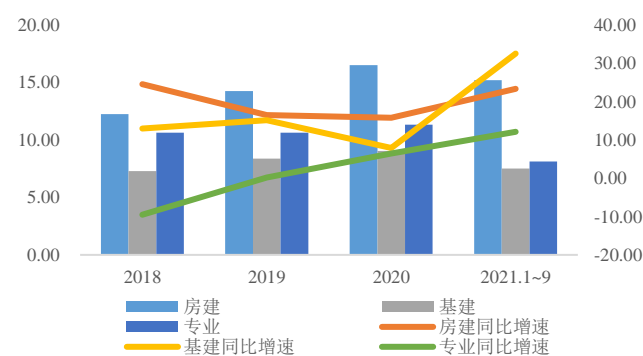


图 9：近年来样本建筑企业净利润情况（亿元、%）



注：上述数据为样本企业均值。
资料来源：中诚信国际根据公开数据整理

从资产负债率和短期偿债能力来看，2021年9月末，房建工程样本企业货币资金/短期债务均值下滑幅度快于其他业务类型样本企业，加之资产负债率更高，其现金流平衡情况更值得关注。整体来看，随着房企流动性压力加大，以房建工程为主的建筑企业在项目推进和结算、现金流平衡、盈利能力、收入增长以及自身偿债等方面面临的压力上升。

图 10：近年来样本建筑企业资产负债率均值情况 (%)

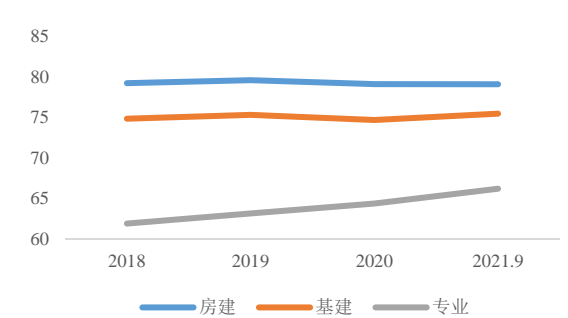
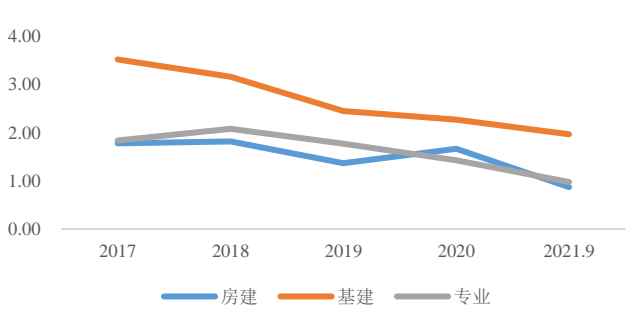


图 11：近年来样本建筑企业货币资金/短期债务均值情况 (X)



资料来源：中诚信国际根据公开数据整理

从不同性质建筑企业来看，央企业务类型和区域更加分散，且具有规模和资金等优势，抗风险能力更强；地方国企在所属区域具有一定地位，虽然业务承揽区域较为集中、资产负债率较高，但拥有较为稳定的银行授信作为备用流动性；民企业务类型较为单一，对房企业主依赖度更高，且因议价

能力较弱，垫资问题更为突出，更易受下游流动性影响，抗风险能力较弱，需关注与房地产行业绑定较深的弱资质民企信用风险情况

从企业性质来看，建筑央企、地方国企和民企在整体抗风险能力上存在较大差异，主要体现在规模、议价能力和偿债能力等方面，信用水平分化明显。具体来看，2021年1~9月，样本央企、地方国企和民企营业总收入均值分别同比增加17.98%、25.41%和12.53%。其中，样本民企增幅最小，主要系在竞争加剧的市场格局下，下游业主对垫资等业务承揽的商务条件要求更加苛刻，加之自身资本实力有限，民企业务类型通常较为单一，因此房地产行业政策变化对其影响更大，而央企和地方国企业务类型多元，同时具有资金、规模和股东背景等优势，在业务承揽方面韧性相对较强。

从应收账款和合同资产占总资产比重⁵来看，2021年9月末，样本央企、地方国企和民企的占比分别为29.29%、32.51%和45.03%。因业主主要为民营房企，且对重要客户依赖度高，为承揽其相关项目，民企往往要牺牲一定现金流，导致应收账款和合同资产占总资产比重较高。

资产负债率方面，2021年9月末，样本央企、地方国企和民企的资产负债率均值分别为72.92%、78.28%和63.00%，较2020年末分别上升-1.42、0.61和1.04个百分点。其中，央企主要通过参股PPP等项目、发行永续债、实施债转股以及应收账款资产证券化等方式控制杠杆水平，加之部分企业获得股东注资，资产负债率相对较低；地方国企资产负债率较高，主要系其融资方式、融资渠道相对央企较窄，但在当地普遍具有一定的行业地位，融资能力较强，为满足业务扩张需要债务规模逐年增长，而权益规模增长有限，资产负债率整体处于较高水平；由于金融资源获取能力相对有限，加之承做的PPP等投融资项目较少，样本民企财务杠杆水平较央企、地方国企低，但在行业垫资压力持续上升的背景下，样本民企的资产负债率不断上升，且增幅最大。从货币资金/短期债务指标来看，2021年9月末，各性质样本企业该指标均值较2020年末均有所下降，且民企降幅最大。从绝对值来看，央企和地方国企具有更充足的资金储备，短期偿债能力更强，而民企该指标较低，加之其可获得的外部支持有限，再融资和短期偿债风险值得关注。

图 12：近年来不同性质样本建筑企业营业总收入情况（亿元、%）

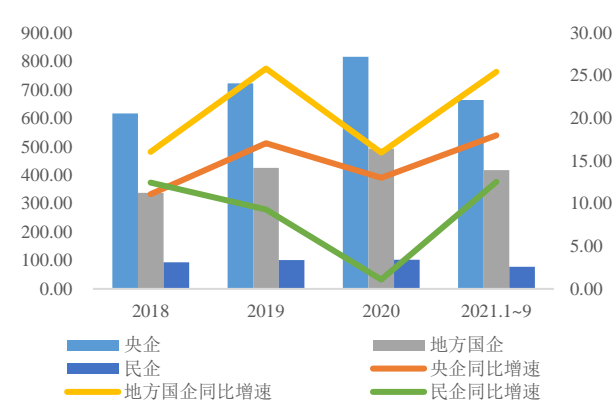
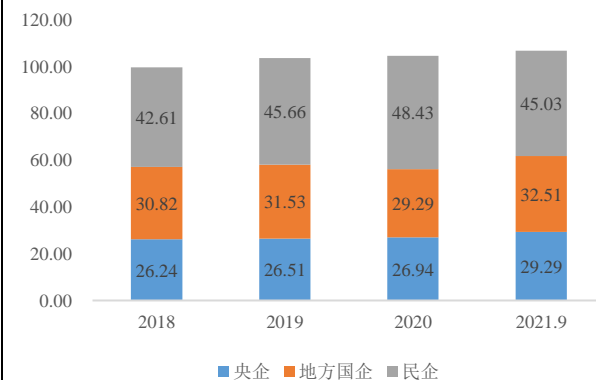


图 13：近年来不同性质样本建筑企业应收账款及其占总资产比重情况（亿元、%）



注：应收账款包含合同资产；上述数据为样本企业均值。

资料来源：中诚信国际根据公开数据整理

⁵未考虑央企及地方国企计入非流动资产的PPP等投融资项目投入。

图 14：近年来不同性质样本建筑企业资产负债率情况 (%)

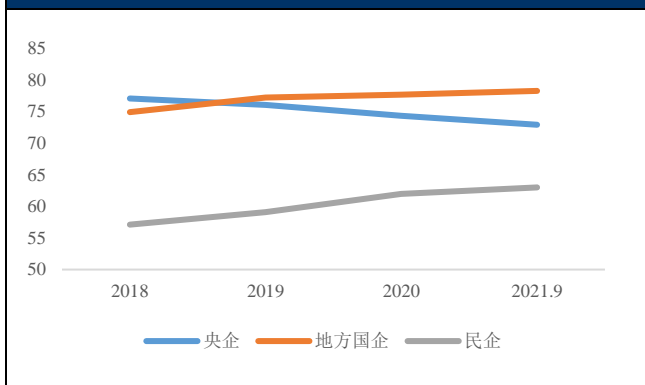
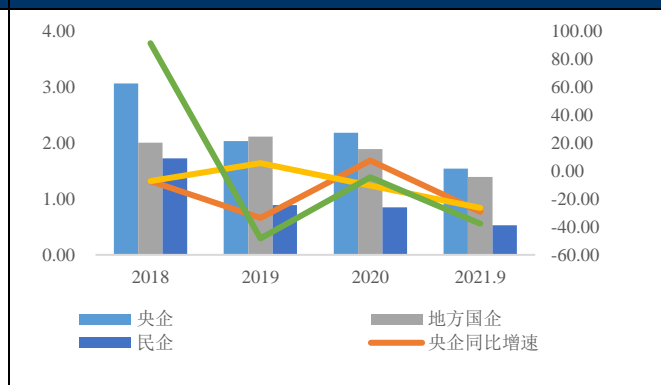


图 15：近年来不同性质样本建筑企业货币资金/短期债务情况 (X、%)



注：上述数据为样本企业均值。

资料来源：中诚信国际根据公开数据整理

从存续债情况来看，目前我国建筑行业发债主体主要以央企和地方国企为主，民企占比较小。截至 2021 年 10 月末，在国内债券市场上有存续期债的民营建筑企业共计 35 家，其中主业为房建工程的民企共计 11 家，涉及未到期债券余额合计为 298.72 亿元，其中 1 年以内、2~3 年和 3 年以上到期债券金额分别为 148.70 亿元、79.32 亿元和 70.70 亿元，面临一定的短期偿债压力。同期末，已发生违约房建民企的债券余额合计为 123.60 亿元。此外，从评级调整情况来看，2021 年以来国内评级机构调降了 2 家以房地产施工为主的建筑企业的信用级别，均为民营企业，系因承揽的恒大项目占比高，相关应收账款不能及时收回严重削弱了其自身流动性，偿债风险加大。同期，国际评级机构对 1 家在境外发债的国内民营建筑企业进行了降级。中诚信国际关注到，房企流动性问题的暴露使得建筑企业项目款项回收更加困难，获现能力大幅下降，加之其自身能够获得的来自金融机构和股东等外部支持较为有限，尤其是在主要业主发生流动性风险事件或相关舆情后，相关建筑企业的再融资压力大幅上升，在上述因素影响下，建筑企业自身短期偿债能力大幅弱化，系本轮发生信用风险事件的最主要原因。

结 论

中诚信国际认为，尽管我国房地产调控政策有所缓和，但房地产调控的长期宗旨并未发生根本改变，部分债务压力较大的房企流动性风险将逐步释放。在房地产市场逐步出清的过程中，作为房企上游的建筑企业议价能力相对较弱，应收账款规模较大，需对建筑企业应收账款的回收情况、坏账损失的计提、下游资金压力传导加大其自身流动性风险以及在业务规模收缩、偿债压力加大情况下再融资受阻等影响进行关注。尤其是，业务类型单一、对单一客户依赖度较高、风险管控能力和资金实力较弱的弱资质建筑企业将在本轮房地产行业调控过程中加速市场出清，而拥有较强管理、资金和资源整合能力且施工业务类型多元的建筑企业更易在竞争中有效抵御风险，从而占据更大的市场份额，建筑企业信用水平的分化愈发明显，行业集中度进一步提高。此外，当前土地出让金仍为地方政府财政收入主要来源，房地产投资放缓，加之地方政府控制债务规模，或将导致建筑企业基建工程相关的新订单获取、工程款结算和回款进度延后。同时，随着房地产市场信用风险的逐步释放，地方政府平台公司亦在布局或托管部分房地产项目，地方政府平台公司的业务模式正在发生转变、基础设施投资建设亦面临转型，或对建筑企业的订单结构、结算和回款周期等产生影响。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
张馨予	企业评级二部	副总监
杜佩珊	企业评级二部	分析师
马 涵	企业评级二部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同2号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD:Building 5,Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>