

SECTOR IN-DEPTH

27 September 2021

 对本报告评分

目录

2021和2022年杠杆率仍将较高	2
由于受评企业继续实施举债扩张，债务规模将增加	2
利润率将低于近几年水平	3
但是，随着受评建筑企业继续获得新订单，其收入将强劲增长	3
穆迪相关研究	6

分析师联系人

刘长浩 +852.3758.1377
董事总经理 - 企业融资
gary.lau@moodys.com

苏澍 +86.10.6319.6505
副总裁 - 高级分析师
sue.su@moodys.com

张中帼 +86.10.6319.6523
助理分析师
jinguo.zhang@moodys.com

马力 +86.21.2057.4015
董事总经理 - 企业融资
li.ma@moodys.com

Laura Acres +65.6398.8335
董事总经理 - 地区企业融资
laura.acres@moodys.com

中国建筑业

由于举债投资抵消盈利增长，2021-22年杠杆率仍将较高

- » 今明两年杠杆率仍将较高。我们预计，受评中国建筑企业¹ 2021和2022年以调整后债务/EBITDA比率衡量的杠杆率将处于6.1-6.2倍的平均水平，与2020年6.2倍的历史高点基本持平。这一高比率反映出举债支持下的持续扩张，以及尽管新订单推动收入迅速增长，但EBITDA利润率的下降将削弱EBITDA的增长。
- » 由于受评企业继续实施举债扩张，债务规模将增加。受评建筑企业作为投资方越来越多地参与到以政府和社会资本合作 (PPP) 模式的基建项目开发中。投资PPP项目有助于建筑企业获得相关PPP项目建筑合约，但高昂的前期投资成本导致债务增加。
- » 利润率将低于近几年水平。受评建筑企业的EBITDA利润率将受到建材价格、劳动力成本和销售管理费用上升的制约，但其集中采购模式、部分合约中的成本转移条款以及从事利润率更高的子业务板块的举措 (如房地产或基础设施开发) 有助于企业避免利润率的大幅下滑。
- » 但是，随着受评建筑企业继续获得新订单，其收入将强劲增长。我们预计，受评建筑企业2021和2022年平均收入增速将分别处于15%和11%的强劲水平。增长的推动因素是截至2021年6月30日前12个月这些企业签订的新建筑订单规模达到人民币12万亿元的历史新高，相当于其2020年收入总和的2.2倍左右。建筑业新订单增长正在放缓，但受评建筑企业将凭借领先的市场地位和顺畅的融资渠道继续获得较大份额的订单。

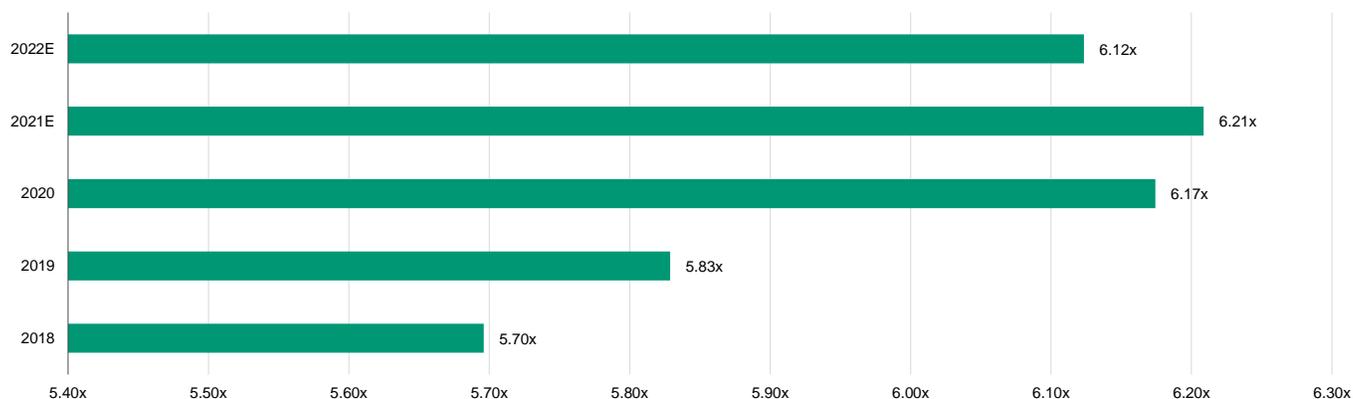
此报告是于2021年09月27日发表的穆迪报告 [Construction – China:Leverage will stay high in 2021-22 as debt-driven investment offsets earnings growth](#) 的中文翻译本。(中文为翻译稿，如有出入，以英文为准)

2021和2022年杠杆率仍将较高

我们预计，2021和2022年受评建筑企业以穆迪调整后债务/EBITDA衡量的平均杠杆率仍将处于6.1-6.2倍的高位，与2020年6.2倍的历史高点基本持平(图表1)。这一高杠杆反映出业务扩张造成的债务持续增长将抵消EBITDA增长。尽管创历史新高的新订单将支持收入迅速增长，但低于近几年水平的EBITDA利润率将削弱EBITDA的增长。

图表 1

受评建筑企业2021和2022年杠杆率仍将较高
调整后债务/EBITDA



根据本报告所涵盖的8家受评企业的综合数据：中国建筑股份有限公司(中国建筑, A2/稳定)、中国中铁股份有限公司(中国中铁, A3/稳定)、中国铁建股份有限公司(中铁建, A3/稳定)、中国交通建设股份有限公司(中交建, Baa1/稳定)、中国能源建设股份有限公司(中国能建, Baa1/稳定)、中国电力建设集团有限公司(中国电建, Baa1/稳定)、中国冶金科工集团有限公司(中国中冶, Baa1/正面)和上海建工集团股份有限公司(上海建工, Baa2/稳定)。

资料来源：公司信息、穆迪投资者服务公司测算

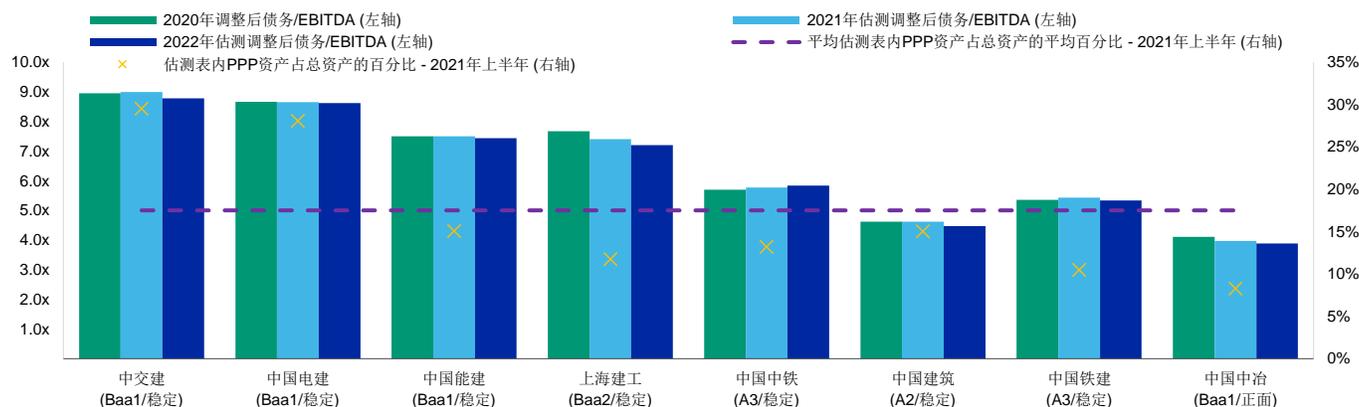
由于受评企业继续实施举债扩张，债务规模将增加

受评建筑企业作为投资方越来越多地参与到以政府和社会资本合作(PPP)模式的基建项目开发中。投资PPP项目有助于建筑企业获得相关建筑合约，但高昂的前期投资导致债务增加，这些债务只能在PPP项目投入运营之后的数年内逐步偿还。

如图表2所示，在其他所有条件相同的情况下，PPP敞口较高(尤其是并表PPP资产规模相对较大)的企业杠杆率高达7.0-9.0倍，往往会超过PPP敞口较低、并表规模较小的企业(4.0-6.0倍)。

图表 2

受评建筑企业的杠杆率较高；很多企业高杠杆的原因在于PPP项目投资



我们使用PPP相关合同资产、PPP长期应收款(包括建设-转让项目)加无形特许权资产来估测受评建筑企业的表内PPP资产。

资料来源：本报告中所涵盖的8家受评企业的2020年中期财务报告、穆迪投资者服务公司测算

本报告并非信用评级行动公告。对于本报告中涉及的信用评级，请参阅 www.moodys.com 发行人/实体专页上的评级索引，了解最新评级行动信息和评级历史。

建筑企业的PPP投资方式主要有两种：作为多数股东，在资产负债表中将项目并表计算（包括项目资产和债务）；或通过合资企业、联营企业或投资基金，以权益法计算该项投资（只包括建筑企业的投资份额）。

根据我们估测，并表PPP项目资产约占受评建筑企业2021年6月30日整体总资产的18%。这些PPP资产平均约70%-80%的资金来源于举债。

截至2020年6月30日，各企业的并表PPP项目资产在总资产中的比例差异很大，我们估算[中国冶金科工集团有限公司](#)（中国中冶，Baa1/正面）和[中国铁建股份有限公司](#)（中铁建，A3/稳定）的占比约为8%-10%，[中国中铁股份有限公司](#)（中国中铁，A3/稳定）和[中国建筑股份有限公司](#)（中国建筑，A2/稳定）约为15%，[中国交通建设股份有限公司](#)（中交建，Baa1/稳定）和[中国电力建设集团有限公司](#)（中国电建，Baa1/稳定）为28%-29%。

建筑企业以权益法核算的PPP投资信息有限，并且各企业存在差异。根据我们估测，以PPP相关合资企业、联营企业和基金投资占比衡量，PPP投资占受评建筑企业总资产的比例平均不到10%。这部分权益投资的资金来源于债务或企业自有现金，而后者将间接增加企业债务，因为这些资金无法用于偿债或运营资本需求。

利润率将低于近几年水平

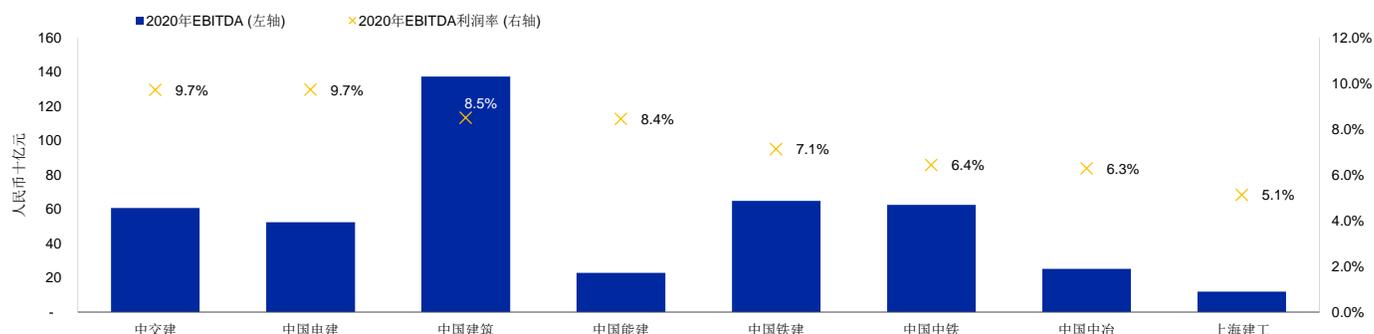
我们预计2021年和2022年受评建筑企业的平均EBITDA利润率将维持在7.6%左右的较弱水平，而2020年及以前年份约为8%-9%。

这些企业的EBITDA利润率仍受到建材价格、劳动力成本以及销售管理费用上升的制约，而销售管理费用上升受其业务扩张影响。但企业的集中采购模式和部分合约中的成本转移条款一定程度上限制了利润率的下滑。

受评建筑企业努力参与利润率更高的子板块的投资和建设，如房地产或基础设施开发，这也有助于保障利润率。尽管由于土地成本上升以及很多一线城市政府实行限价措施，房地产开发利润率自2020年以来已有所下滑，但仍高于建筑业务利润率。例如，根据我们的估算，房地产开发业务的毛利润率仍较高，约为15%-25%（尽管自2020年以来有所下降），基础设施开发约为10%-15%，建筑工程为5%-12%。

受评企业参与房地产开发和基建投资的程度不同。中交建和中国电建通过PPP项目进行基建投资的业务规模较大。截至2021年6月30日，中国建筑通过其子公司[中国海外发展有限公司](#)（Baa1/稳定）开展房地产开发业务的收入比例高于其他受评建筑企业。因此，这些企业的2020年利润率均高于同业（图表3）。

图表 3
企业的EBITDA和EBITDA利润率各异，反映了业务结构的差异

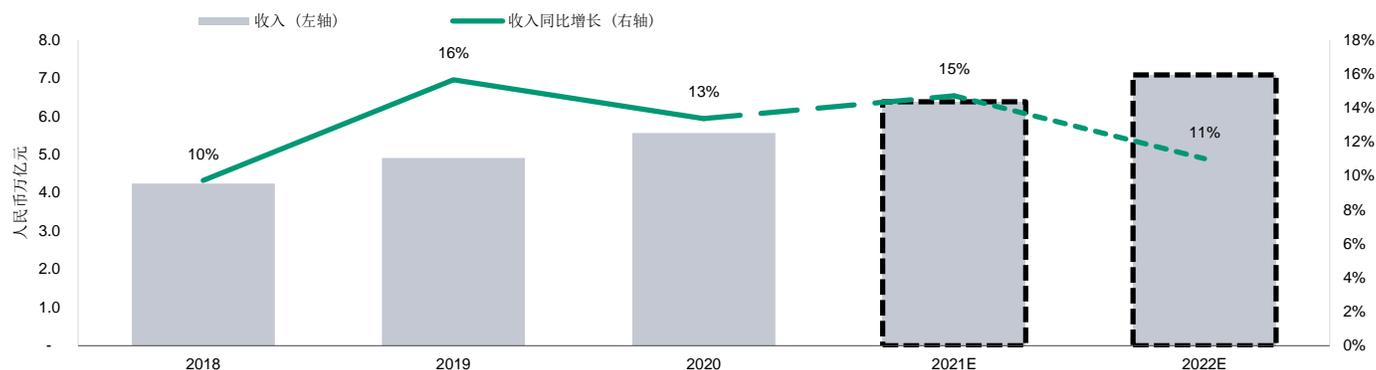


资料来源：公司信息、穆迪投资者服务公司

但是，随着受评建筑企业继续获得新订单，其收入将强劲增长

我们预计2021年和2022年受评建筑企业的收入增速将分别达到15%和11%左右的强劲水平，且企业之间的差异不大。作为中国大型的国有建筑企业，这些企业都受益于2020年政府房地产和基建投资增加以及总体经济复苏带来的大量新订单（图表4）。

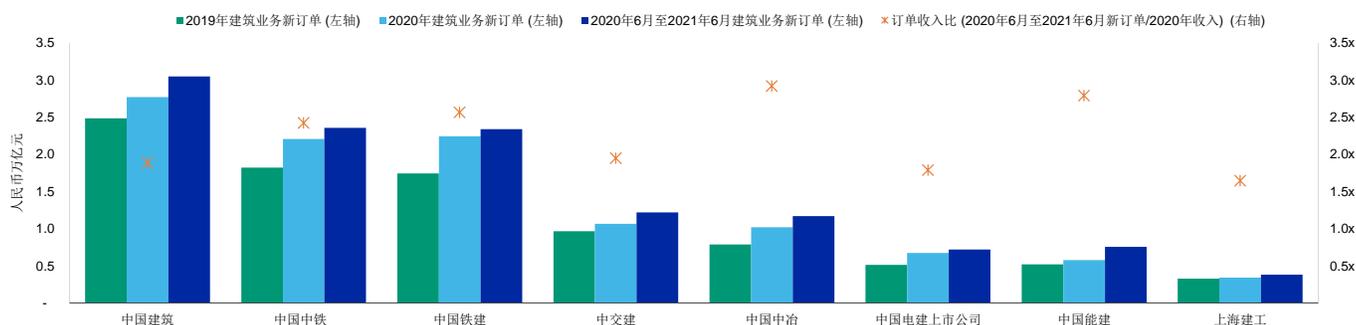
图表 4
受今年和前几年签订的新订单推动，收入增长将较为强劲



根据本报告所涵盖的8家受评企业的加总数据：中国建筑股份有限公司（中国建筑，A2/稳定）、中国中铁股份有限公司（中国中铁，A3/稳定）、中国铁建股份有限公司（中铁建，A3/稳定）、中国交通建设股份有限公司（中交建，Baa1/稳定）、中国能源建设股份有限公司（中国能建，Baa1/稳定）、中国电力建设集团有限公司（中国电建，Baa1/稳定）、中国冶金科工集团有限公司（中国中冶，Baa1/正面）和上海建工集团股份有限公司（上海建工，Baa2/稳定）。
资料来源：公司信息、穆迪投资者服务公司测算

增长的推动因素是截至2021年6月30日前12个月这些企业签订的新建筑订单规模达到人民币12万亿元的历史新高，相当于其2020年收入总和的2.2倍左右(图表5)。建筑项目通常至少需要两三年才能完成。当某个建筑项目的进度达到某些里程碑，建筑企业就会确认该订单的相关收入，因此新订单是收入的领先指标。

图表 5
新建筑订单创历史新高，表明2021年和2022年的收入增长强劲



对于中国电建，我们使用其上市子公司中国电力建设股份有限公司（中国电建上市公司）的订单作为其总订单的替代性指标。
资料来源：公司信息、穆迪投资者服务公司测算

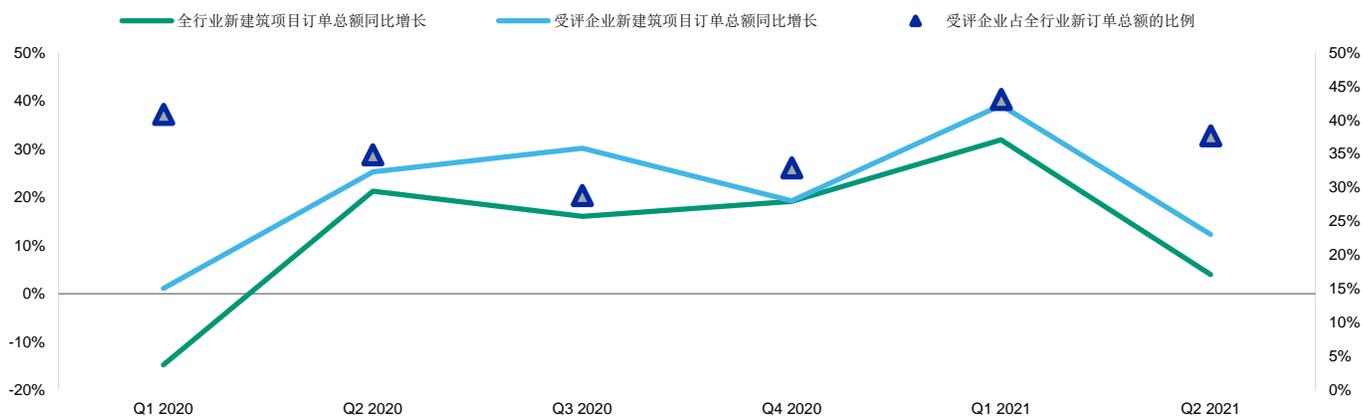
受中国经济从疫情中复苏以及政府增加基建投资以提振经济推动，2020年第二季度（即2020年4月1日起）到2021年第一季度（截至2021年3月31日），受评企业的新建筑订单每季度同比增长约20%-40%。

但与2020年第二季度相比，2021年第二季度的新订单增速放缓至12%，并可能在2021年内进一步放缓。这一放缓势头反映了2020年的比较基数较高以及未来几个季度住宅地产开工规模可能相对较弱以及政府基建投资放缓，住宅地产开工放缓的原因是房地产开发商的融资环境趋紧（[中国房地产业：因融资渠道收紧将展望调整为负面](#)），基建支出放缓的原因是政府努力降低部分地方政府的或有负债。

尽管如此，根据国家统计局数据，同期受评建筑企业的新订单增速远高于建筑业整体水平（包括受评和未评级企业）(图表6)。

图表 6

2021年第二季度新建筑订单增速放缓；但受评企业的新订单增速仍高于行业整体水平



资料来源：公司信息、国家统计局、穆迪投资者服务公司测算

我们预计受评企业的市场份额 (占新订单的百分比) 将继续增长, 尤其是在整个行业新订单增速放缓的情况下。小型建筑企业将日益难以竞争, 原因是许多大型项目都属于PPP模式, 通常委托给有能力进行项目投资的建筑企业。由于小型建筑企业没有这样的投资能力, 因此难以有力竞争。

穆迪相关研究

行业深度研究

- » [China SOE Monitor: August 2021](#), 2021年9月1日
- » [中国国有企业\(国企\): 2021-2022年受评国企的杠杆率将会下降, 但仍将高于疫情前的水平](#), 2021年7月14日
- » [中国非金融企业: 信用趋势跟踪: 利润将与GDP一同回升; 杠杆趋势受投资影响](#), 2021年6月30日
- » [中国信用环境: 受评国企获政府支持可能性假设维持不变; 但存在差异](#), 2021年4月7日
- » [中国建筑业: 政府和社会资本合作模式 \(PPP\) 带来信用风险, 但受评企业存在风险缓释](#), 2021年3月25日
- » [中国政府政策: “十四五”规划凸显增长、风险与稳定的审慎权衡](#), 2021年3月18日

展望

- » [中国房地产业: 因融资渠道收紧将展望调整为负面](#), 2021年9月7日
- » [Global Macro Outlook 2021-22 \(August 2021 Update\): Global growth rebound solidifies while risks broaden away from pandemic](#), 2021年8月31日

专题页

- » [China Growth & Credit](#)

如欲浏览上述报告, 请点击有关链接。请注意, 这些参考资料为截至本报告刊发日期的最新资料, 阁下也可索阅较近期的报告。并非所有客户均能获取所有研究报告。

尾注

- 1 我们向12家中国国有建筑企业授予了评级, 但本报告中仅包括8家。我们未纳入4家公司的原因不同: 其中两家为受评母公司的子公司; 一家为受评旗舰子公司的母公司; 一家侧重于油气设施建设。对于本报告覆盖的企业, 我们将其债务和EBITDA分别加总, 之后将两者相除, 来计算加权平均杠杆率, 将其EBITDA和收入分别加总, 并将两者相除, 来计算加权平均EBITDA利润率, 并将其收入相加之后与往前一年的收入相比来计算加权平均收入增长率。

© 2021, 穆迪公司 (Moody's Corporation)、穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service, Inc.)、Moody's Analytics, Inc.和/或其许可人及关联公司 (统称“穆迪”)。版权所有, 翻印必究。

穆迪信用评级关联公司所发布的信用评级是他们对其对实体、信用承诺、债务或债务证券的相对未来信用风险的当前意见, 穆迪出版的材料、产品、服务和信息 (统称“出版物”) 可能包括该等当前意见。穆迪将信用风险定义为某实体可能无法履行其到期的合同财务义务的风险, 以及在发生违约或损害事件时的预计财务损失。关于穆迪信用评级所指的合同财务义务的种类的信息请见相关的穆迪评级符号和定义出版物。信用评级并不针对任何其他风险, 包括但不限于: 流动性风险、市场价值风险或价格波动。信用评级、非信用评估 (“评估”) 以及穆迪出版物中包含的其他意见并非对当前或历史事实的陈述。穆迪出版物也可能包括由Moody's Analytics, Inc.和/或其关联公司发布的以量化模型为基础的信用风险预测以及相关的意见或评论。穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物并不构成或提供投资或财务建议, 穆迪信用评级、评估、其他意见及出版物亦非关于购买、出售或持有特定证券的推荐意见, 也不能提供该等意见。穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物均不会评论某项投资是否符合任何特定投资者。穆迪发布信用评级、评估和其他意见及出版其出版物之时预期并理解每位投资者将以应有的谨慎态度自主研究和评估其考虑购买、持有或出售的每项证券。

穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物不适用于零售投资者的使用, 如零售投资者在做投资决定时使用穆迪信用评级、评估、其他意见或出版物, 将是草率且不合宜的。如有疑问, 您应与您的财务顾问或其他专业顾问联系。

本文所载所有信息均受法律 (包括但不限于版权法) 保护, 未经穆迪事先书面许可, 任何人均不得以任何形式、方式或途径对该等信息全部或部分进行复制或翻印、重新包装、进一步传播、传达、散布、分发或转售, 或存储供日后任何上述目的使用。

任何人不得将穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物作为基于监管目的而定义的基准 (benchmark), 亦不得以可能导致穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物被视为基准的任何方式使用穆迪信用评级、评估、其他意见和出版物。

本文所载所有信息均系穆迪从其相信为准确和可靠的来源获得。然而, 由于可能会出现人为或机械错误以及其他因素, 本文所载所有信息均按“原样”提供, 不附带任何形式的保证。穆迪会采取所有必要措施, 使其在授予信用评级时采用的信息具备足够质量, 并来自穆迪认为是可靠的来源, 包括独立的第三方来源 (如适当)。但穆迪并非审计机构, 亦不能对评级过程或准备其出版物时收到的信息在每个情况下均独立地进行核实或确认。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 即便穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商被事前告知该等损失或损害的可能性, 包括但不限于: (a) 任何当前或未来的利润损失或 (b) 因并非穆迪特定信用评级的评级对象的金融工具引起的任何损失或损害。

在法律允许的范围内, 就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害, 穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任, 包括但不限于由穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商的疏忽 (为避免疑问, 不包括法律规定不得排除的欺诈、故意不当作为或任何其他类型责任)、或其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而导致的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害。

穆迪不以任何形式或方式对任何信用评级、评估、其他意见或信息的准确性、及时性、完整性、适销性或特定用途适用性提供或作出任何明示或暗示的保证。

穆迪公司 (“MCO”) 全资拥有的信用评级子公司穆迪投资者服务公司谨此披露: 多数穆迪投资者服务公司评级的债务证券 (包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据) 和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向穆迪投资者服务公司支付1,000美元至约5,000,000美元不等的信用评级意见和服务费用。MCO及穆迪投资者服务公司亦执行政策及程序以便保持穆迪投资者服务信用评级及信用评级过程的独立性。关于MCO董事与被评级实体之间, 及获穆迪投资者服务信用评级并已在美国证券交易委员会公开报告其在MCO持股5%以上的各实体之间可能存在某种关联的信息每年会在www.moody.com “投资者关系—公司治理—董事及股东关联政策”栏内刊登。

仅针对澳大利亚的额外条款: 任何出版到澳大利亚的本文件均依据下述穆迪关联公司的澳大利亚金融服务牌照发布: Moody's Investors Service Pty Limited, 澳大利亚商业注册号码 (ABN): 61 003 399 657, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL): 336969; 及/或Moody's Analytics Australia Pty Ltd, 澳大利亚商业注册号码 (ABN): 94 105 136 972, 澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL): 383569 (视情形而定)。本文件仅向2001年公司法 (Corporations Act 2001) 第761G条所定义的“批发客户”提供。如您继续在澳大利亚境内浏览本文件, 即代表您向穆迪表示您为“批发客户”或代表“批发客户”浏览本文件, 您或您代表的实体均不会直接或间接向2001年公司法 (Corporations Act 2001) 第761G条所定义的“零售客户”发布本文件或其内容。穆迪信用评级是针对发行人债务的信用度的意见, 并非对零售投资者可获取的发行人股票证券或任何形式的证券的意见。

仅针对日本的额外条款: Moody's Japan K.K. (“MJKK”) 是Moody's Group Japan G.K.的全资信用评级子公司, 而后者由穆迪公司的全资子公司Moody's Overseas Holdings Inc.全资所有。Moody's SF Japan K.K. (“MSFJ”) 是MJKK的全资信用评级子公司。MSFJ不属于美国全国认定的评级组织 (“NRSRO”)。因此, MSFJ授予的信用评级是非NRSRO信用评级。非NRSRO信用评级由非NRSRO的实体授予, 因而受评债务无资格享受美国法律项下的某些待遇。MJKK和MSFJ是日本金融服务厅注册的信用评级机构, 其注册号分别为FSA Commissioner (Ratings) 2号和3号。

MJKK或MSFJ (视情形而定) 谨此披露: 多数MJKK或MSFJ (视情形而定) 评级的债务证券 (包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据) 和优先股的发行人, 在授予任何信用评级之前已同意向MJKK或MSFJ (视情形而定) 支付125,000日元至约550,000,000日元不等的信用评级意见和服务费用。

MJKK和MSFJ亦执行相关政策及程序, 以遵守日本监管要求。

报告编号 1303558