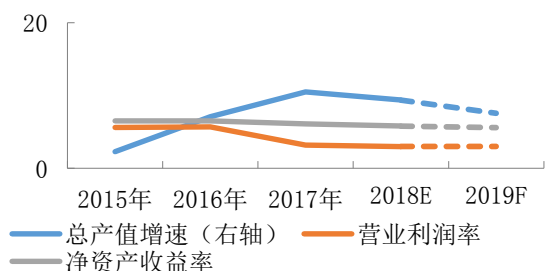




建筑行业 2019 年信用风险展望

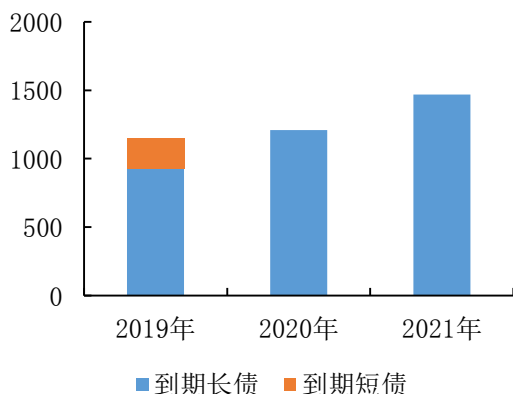
上游投资管控加强行业增速放缓

建筑业产值及盈利能力增速情况（单位：%）



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。

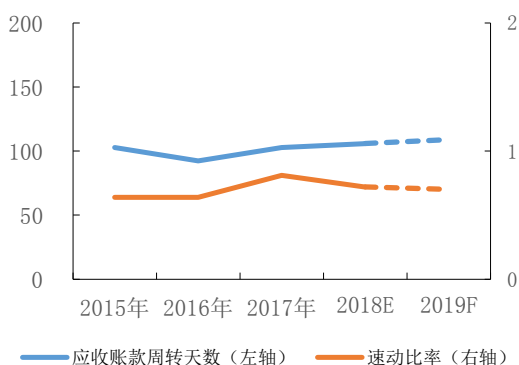
截至 2018 年 11 月末债券到期情况（单位：亿元）



需求：基建投资的减少及房地产开发疲软将使 2019 年我国建筑业需求增速有所放缓。

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 2018 年较高的新签合同额，预计 2019 年盈利水平将保持稳定。

行业流动性走势图（单位：天、倍）



债券：2019 年建筑企业到期债券总额较 2018 年有所增加，但涉及企业主要为大型央企，故 2019 年建筑企业到期债券整体偿付压力一般。

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风险。

作者

大公建筑行业小组

负责人：王梦晗

客服电话：4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



概要

2018 年，在基建投资增速放缓以及房地产行业延续调控的背景下，我国建筑业仍保持一定增长，但增速亦有所放缓，2018 年 1~9 月，我国共实现建筑业总产值 152,326 亿元，同比增长 9.38%。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。2018 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。

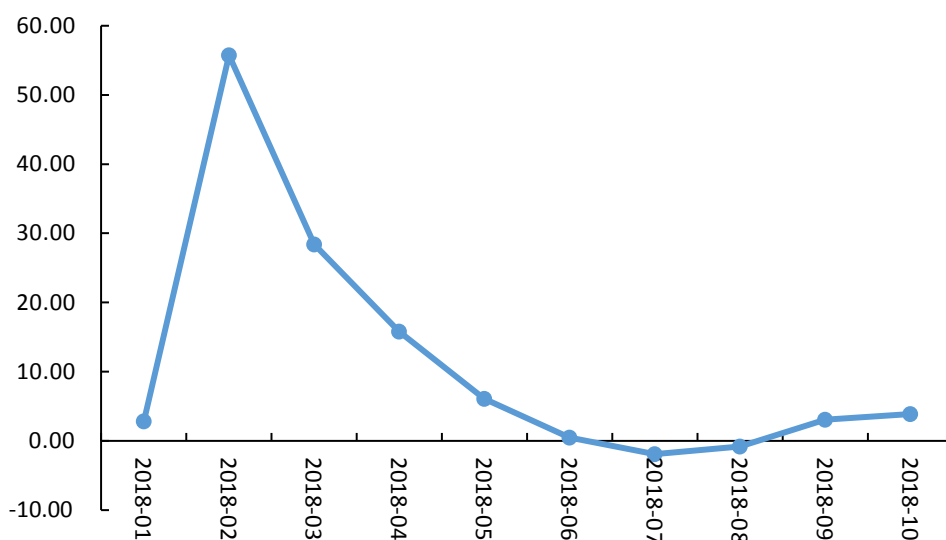
预计 2019 年，在政府和国企“去杠杆”的大背景下，交通运输方面公共财政支出的减少、地方政府资金投入的规范和 PPP 项目管控的加强都将对基建投资形成抑制，房地产调控政策的延续使得房地产需求难有起色，这将直接导致 2019 年我国建筑业整体需求增速有所放缓；但从区域变化来看，基于当前我国财政政策逐渐由过去的“稳增长”向“精准扶贫”转变，2019 年西南区域将是我国建筑业需求增长的亮点。债券融资方面，基于整体宏观资金层面的收紧，预计 2019 年建筑企业的融资难度有所增加，2019 年建筑企业到期债券总额整体水平较 2018 年有所提升，占未来三年全部到期债券总额的 30.03%，但涉及企业主要为大型央企，故 2019 年建筑企业到期债券整体偿付压力一般。2019 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 2018 年较高的新签合同额，盈利水平将保持稳定。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2019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延续 2017 年下半年以来增速放缓的趋势。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 2019 年交通运输方面公共财政支出总额将维持在 2018 年水平。

图 1 2018 年以来我国交通运输公共财政支出同比变化情况（单位：%）



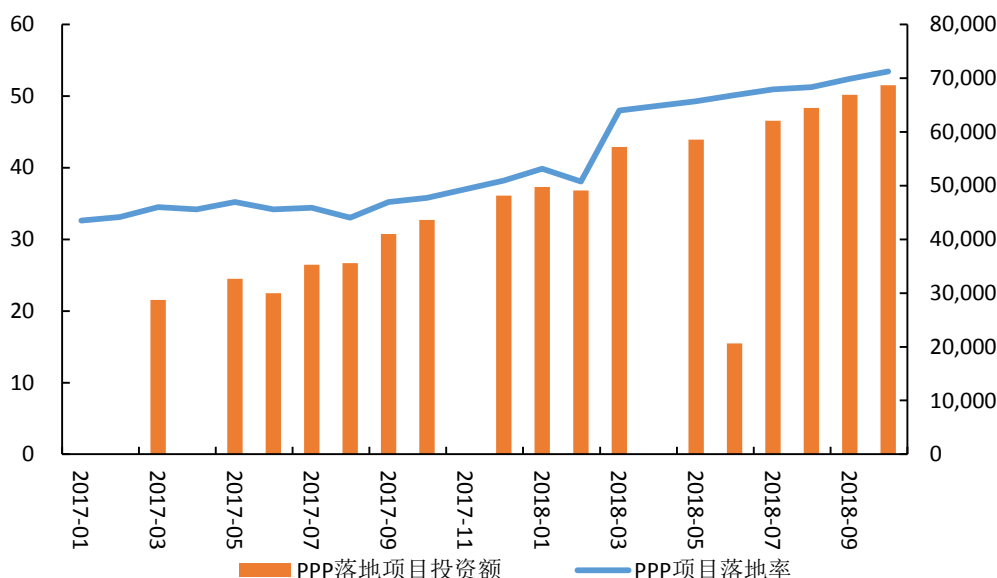
数据来源: Wind, 大公整理

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。地方政府资金方面，随着财政部于 2018 年 3 月印发 23 号文，进一步从金融机构资产端规范地方政府融资，加大地方债务监管力度，解决地方政府违法违规和变相举借债务的问题，意味着 2019 年，来自地方政府的基础建设投入将持续下降。

PPP 项目社会融资方面，2017 年下半年以来，财政部在全国范围内开展 PPP 项目库集中清理整顿，超过 2,000 个项目被清理出项目

库，PPP 模式开始进入规范发展阶段。2018 年以来，PPP 相关政策逐步回暖，国务院和财政部陆续出台意见鼓励 PPP 发展，同时，财政部将配合司法部于 2018 年底前发布《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例》，完善 PPP 政策体系，明确发展重点。2018 年 1~10 月，全国 PPP 项目落地数目为 4,511 个，同比增长 88.90%，PPP 项目落地率有所提升。截至 2018 年 10 月末，我国处于执行阶段的 PPP 项目投资总额合计 6.87 万亿元，较 2017 年末增长 49.33%。未来 PPP 项目的投资将更加规范理性，预计 2019 年 PPP 项目的落地资金规模将保持平稳发展。

图 2 2017 年以来 PPP 项目落地情况(亿元、%)



数据来源: Wind, 大公整理

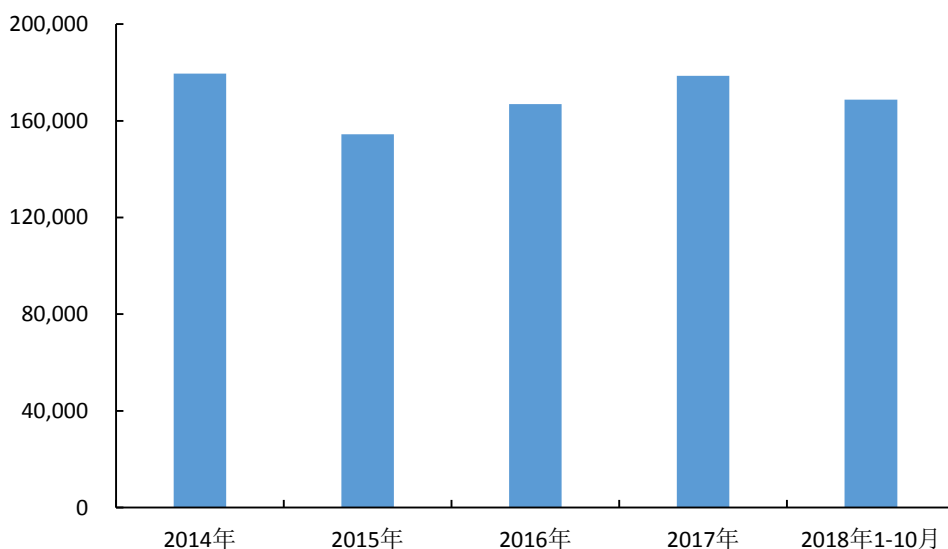
因此，基于交通运输方面公共财政支出的减少和 PPP 项目投资趋向理性，预计 2019 年我国基础设施建设投资总额增速将有所下滑。

基于本轮房地产调控政策将依然持续的判断，2019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2019年我国建筑业需求增速有所放缓。

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，2018 年 1~10 月，全国商品房去库存速度仍处于较高水平，商品房销售面积 133,117 万平方米，同比增长 2.2%；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 9.93 万亿，同比增长 9.7%，其中住宅投资 7.04 万亿，同比增长 13.7%，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，2018 年 1~10 月，我国房屋新开工面积 168,754 万平方米，同比增长 16.3%。其中，住宅新开工面积 123,875 万平方米，增长 19.0%，住宅建设需求的增长有效推动了我国建筑业的增长。

图 3 2014~2018 年 1~10 月房屋新开工面积变化情况 (单位：万平方米)

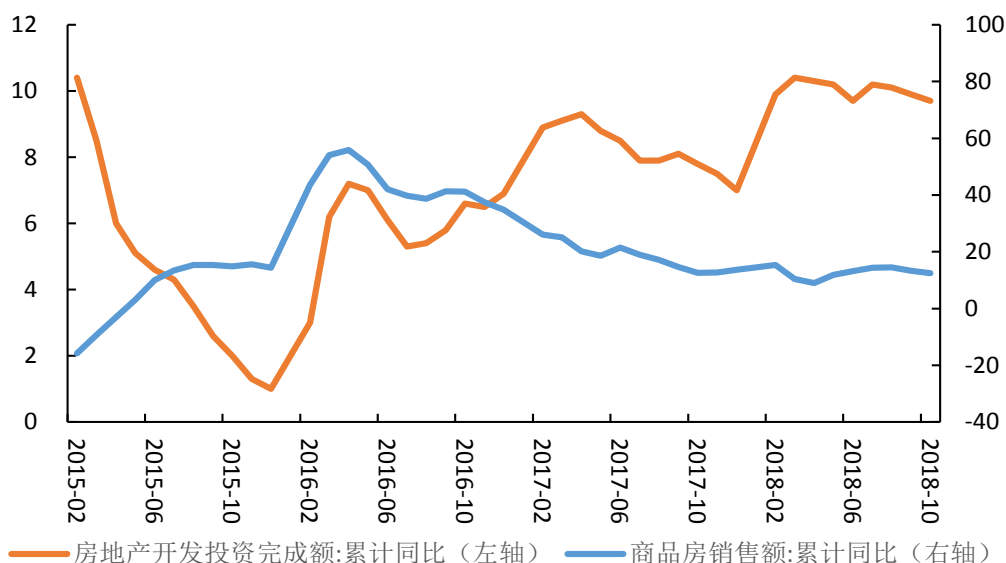


数据来源：Wind，大公整理

同期，房地产开发企业土地购置面积 21,963 万平方米，同比增长 15.3%，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。2018 年 10 月，国务院常务会议上提出要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，严格评估财政承受能力，对于商品住房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策，科学确定 2019 年度棚改任务；2018 年 12 月，中央经济工作会议提出要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。预计未来房地产仍将保持调控和监管基调，2019 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, 大公整理

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2019年我国基础设施建设的投资总额将有所下降;而房地产调控和监管基调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2019年我国建筑业总产值增速有所下降。

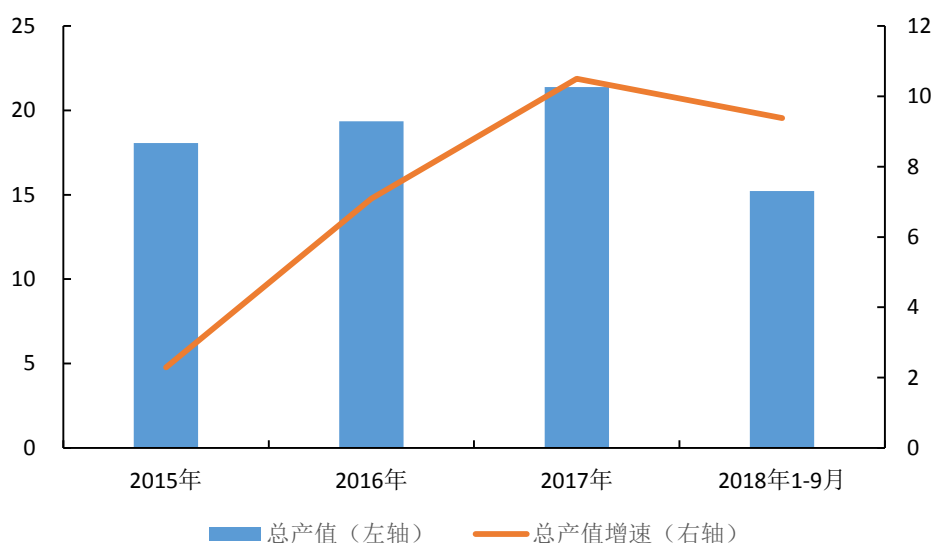
基于当前我国财政政策逐渐由过去的“稳增长”向“精准扶贫”转变,2019年西南区域仍将是我国建筑业增速较快区域。

从区域细分来看,2018年上半年,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。但基于基础设施建设的强劲需求,西南区域建筑业继续维持强劲的增长势头,后发优势明显,2018年上半年,贵州省、云南省建筑业总产值均实现超过15%的增长。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,2019年,西南区域仍将是我国建筑业增速较快区域。

2019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2018年较高的新签合同额,盈利水平将保持稳定。

2015年以来,建筑业总产值增速整体仍保持增长趋势;2018年1~9月,受政策变化的影响,建筑业实现总产值15.23亿元,总产值增速为9.38%,同比有所下滑,预计2019年全年建筑业总产值约为23万亿元。

图5 2015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, 大公整理

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2019年建筑业需求增速放缓的判断,建筑业行业内竞争将更为激烈,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2018年较高的新签合同额,以中国建筑、中国铁建等为代表大型龙头建筑企业2019年的盈利水平将保持稳定。具体来看,中国建筑2018年1~10月共实现新签合同额18,247亿元,同比增长2.2%;中国铁建方面,2018年前三季度,中国铁建共实现新签合同额7,306亿元,同比增长2.9%。

现金流方面,2018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。

2019年建筑企业到期债券总额较2018年有所增加，但涉及企业主要为大型央企，故2019年建筑企业到期债券整体偿付压力一般。

2018年1~11月，我国建筑业企业共在境内市场发行债券117支，发行金额合计1,323亿元。从发行主体来看，受资金面收紧影响，部分资产水平较低的建筑企业债券发行难度较大，发行主体向资质较高的大型央企及部分地方国企迁移，民企债券发行金额在发行总额中占比仅为10.71%。从发行债券的具体种类来看，公司债方面，2018年1~11月，建筑企业共发行公司债503.60亿元，同比大幅增加，主要由于本期债券的发行主体以大型央企及国企为主；银行间发行的债券中，期限较长的中期票据占比为36.37%，同比有所提升，短期融资券和超短期融资券占比分别为21.80%和3.17%，发行成本较高的PPN等品种占比大幅下降。

表1 2018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
中铁股份有限公司	120	4
中国核工业建设集团有限公司	110	6
中国铁建股份有限公司	100	4
中国建筑股份有限公司	100	2
中国交通建设股份有限公司	80	4
合计	510	20

数据来源：Wind，大公整理

从具体债券发行人的情况来看，2018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510亿元，约占当期发行总额的39%，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，当期前五大发行人皆属于龙头央企，主体级别均为AAA级。

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，2019年建筑企业到期债券总额为1,150亿元，较2018年有所增加，在未来3年到期债券总额中占比上升至30.03%；从2019年到期债券前五大企业情况来看，前五大企业到期



债券合计 471 亿元，占当期到期债券总额的 40.96%，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 2019 年建筑企业到期债券整体偿付压力一般。

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
中国交通建设集团股份有限公司	159	3
中国铁建股份有限公司	110	2
中国电力建设有限公司	79	4
中国建筑股份有限公司	70	3
中国核工业建设集团有限公司	53	4
合计	471	13

数据来源：Wind，大公整理

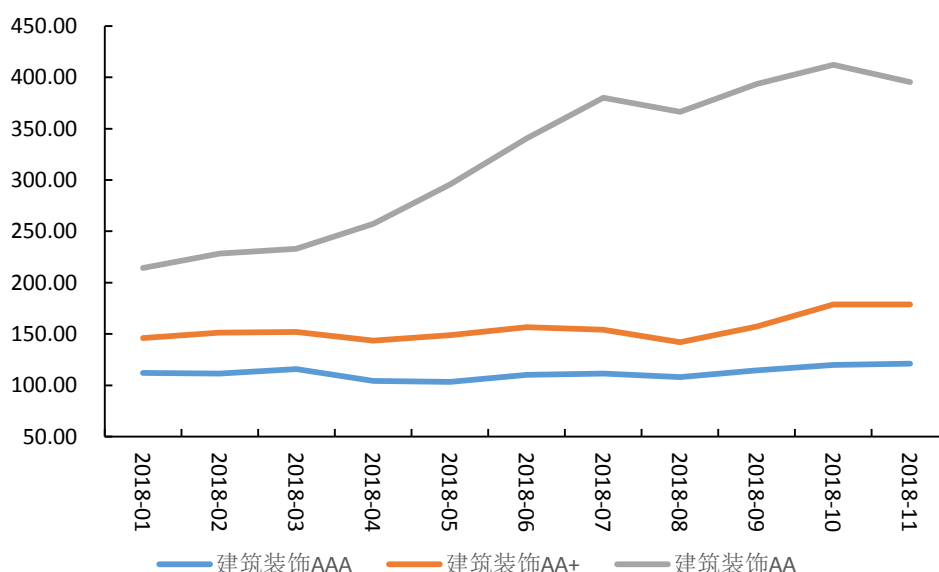
基于国家出台一系列政策向民企提供流动性支持，预计2019年建筑业信用利差总体将与2018年持平。

2018 年 1~11 月，建筑业信用利差较 2017 年呈大幅上升趋势，主要由于资金面较为紧张所致，其中，其中 AAA 和 AA+级建筑行业信用利差整体较为稳定，在第三季度略有上升，其中 AAA 级建筑企业信用利差由 1 月 2 日的 109.83BP 波动上升至 11 月 30 日的 120.63BP；AA+级建筑企业信用利差由 1 月 2 日的 145.56BP 波动上升至 179.34BP。

AA 级建筑行业利差在第一季度保持平稳，之后随着资金面的趋紧，在第二季度出现较大幅度上升；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小幅下降，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。而当下半年资金面再次趋紧后，以民营居多的 AA 级别建筑企业信用利差再次上升，在 10 月 30 日达到了年度高点 426.15BP。截至 2018 年 11 月末，AA 级别建筑企业信用利差为 395.38BP。虽然宏观层面去杠杆仍在推进，基于国家出台一系列政策向民企提供流动性支持，预计 2019 年建筑业信用利差总体将与 2018 年持平。



图 6 2018 年 1~11 月建筑行业利差走势 (单位: BP)



数据来源: Wind, 大公整理

2019年, 建筑行业总体信用水平将保持稳定, 但对于应收账款总额较高且账期较长的施工企业可能面临一定的流动性问题。

截至到 2018 年 11 月 30 日, 已发布跟踪评级结果的建筑施工企业中, 下调评级的数量有 2 家, 分别为内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司及云南路桥股份有限公司, 建筑行业总体信用水平较为稳定。其中蒙草生态的主体级别被联合资信和联合信用由 AA 下调至 AA-, 展望调整为负面, 主要由于 PPP 项目回款滞后导致其应收账款规模大幅增长, 且短期债务规模大幅上升, 短期偿付压力较大; 云南路桥主体级别被东方金诚由 AA- 下调至 A, 展望调整为负面, 主要由于承接业务量下降对未来经营构成不利影响, 应收款项较大且资金回收时间存在较大不确定性, 大额资产减值损失及财务费用导致公司持续出现大额亏损, 但债务规模仍较大。8 家企业被上调评级, 如中电建路桥集团有限公司由于其新签合同额保持增长, 存量项目充足且质量较高, 带动盈利能力提升, 且控股股东电建股份实力较强, 对其支持力度持续提升, 被中诚信国际将评级由 AA+ 上调至 AAA。预计 2019 年, 建筑行业总体信用水平将保持稳定; 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 2019 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。



表 3 2018 年 1~11 月建筑企业级别调整情况

公司名称	最新级别	最新展望	原始级别	原始展望	评级机构
七冶建设集团有限责任公司	AA	稳定	AA-	稳定	东方金诚
中电建路桥集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	中诚信国际
山东金鲁班集团有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	联合资信
山西路桥建设集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	东方金诚、 上海新世纪
广东省联泰集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	联合信用
广东省建筑工程集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	联合资信
中交第二航务工程局有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	上海新世纪
江河创建集团股份有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	大公资信
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	联合信用、 联合资信
云南路桥股份有限公司	AA-	负面	AA	稳定	东方金诚

数据来源: Wind, 大公整理