

作者：徐骥，CFA
邮箱：research@fecr.com.cn

2021年中国建筑行业信用展望

中国建筑行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对中国建筑行业未来12个月基本信用状况的预期。

观点摘要

我们对建筑行业的展望为稳定，这一结论是基于对中国经济和固定资产投资增速反弹的预期、对建筑业收入增长的判断以及对该行业表现不一的财务指标的权衡。

对中国经济和固定资产投资增速反弹的预期支撑了我们对建筑行业未来12个月信用状况的稳定展望。虽然中国经济长期潜在增速仍将逐步放缓，但是，我们预计，在2020年经受疫情冲击之后，中国经济2021年全年增速将在8%左右。同时，固定资产投资也将迎来恢复性增长。在固定资产投资三大领域中，制造业投资有望在低基数效应下迎来强劲反弹，专业工程领域有望受益；基础设施投资则有望延续复苏势头，基建领域将继续较快增长；受高压政策影响，房地产开发投资增速或将放缓，住宅类房屋建筑企业或受其累。

新签合同额的快速增长将为营业收入的扩张提供强力支撑。虽然受到新冠疫情冲击，但是，在政策支持下，建筑业的需求增长提速；快速增长的新签合同额增厚了建筑业企业的在手订单金额，并将拉动营业收入增长。同时，在经历了对外承包工程新签合同额的下降之后，2021年，头部企业的海外业务有望迎来恢复性增长。此外，绿色建筑和以装配式为代表的新型建筑工业化也将为企业提供更多业务发展空间。

建筑行业债券发行人的财务指标表现不一，但未来12个月有望适度改善。积极方面，虽然债务增长导致企业负债水平有所升高，但是营业收入的增长和盈利能力的预期回升将能够抵消偿债支出压力的升高。消极方面，样本企业营运效率下降，应收账款周转天数和存货周转天数增加并导致营业周期拉长；同时，BT和PPP等投资类项目的增多也拉长了部分企业的长期应收款和无形资产周转天数。即便如此，我们预计，未来12个月，建筑业企业的营运效率将出现一定程度的改善。

然而，一些负面因素仍然存在。首先，2021年，占成本支出比重较大的建筑材料或继续出现价格升高，这对建筑行业本就偏低的盈利水平提出了挑战。其次，施工资质改革以后，建筑业产值大概率进一步向头部企业集中，在产业链中处于劣势地位的中小建筑业企业或面临业务拓展压力。

建筑行业总体稳定的展望与绝大多数发行人的评级展望也相一致。未来12个月，较快增长的新签合同额将支撑建筑业企业营业收入规模的扩张，从而抵消债务性支出的升高，建筑行业企业的偿债能力将保持稳定。

Author: Xu Ji, CFA

E-mail: research@fegr.com.cn

Construction Industry Outlook

Our outlook for the China construction industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the China construction industry over the next 12 months.

Summary Opinion

Our outlook for the construction industry is stable, reflecting our expectation of a rebound in the growth rate of China's economy and investment in fixed assets, the judgment on the revenue growth of the construction industry, and the balance of the industry's mixed financial metrics.

Underpinning our stable view on the outlook for the construction industry during the next 12 months is our expectation of a rebound in the growth rate of China's economy and investment in fixed assets. Although the long-term potential growth rate of China's economy will slow down gradually, we expect that, after the impact of the COVID-19, the growth rate of China's economy in 2021 will be around 8%. Meanwhile, the investment in fixed assets will also pick up in the growth rate. Among the three major areas of the investment in fixed assets, the investment in manufacturing is likely to experience a strong rebound under the low base effect, and the professional engineering field is expected to benefit; the investment in infrastructure is expected to continue the recovery momentum, and the infrastructure engineering field will continue to grow moderately fast; under the influence of high-pressure regulations, the growth rate of the investment in real estate development may slow down, and residential housing construction companies may be affected.

The rapid growth in the value from new contracts signed will drive the expansion of revenue. Despite the impact of the COVID-19, with policy support, the demand for the construction industry has grown at a faster year-on-year rate; sequentially, the fast-growing value from new contracts signed has increased the value of existing order backlog for construction companies and will drive the growth of their revenue. Simultaneously, after experiencing a decline in the value from new contracts signed for foreign contracted projects, in 2021, the overseas business of leading companies is expected to recover. In addition, green construction and the industrialization of construction industry, such as prefabricated construction, will also provide enterprises with more business development potential.

The financial metrics of bond issuers in the construction industry are mixed, but they are expected to improve moderately in the next 12 months. On the positive side, although debt growth has led to an increase in debt ratios, the growth in revenue and the expected rebound in profitability will be able to offset the increased pressure on long-term debt servicing. On the negative side, the operating efficiency of the sample companies has declined, and the accounts receivable and inventory turnover days have increased, which has led to a lengthened business cycle. At the same time, the increase in investment

projects, such as BT and PPP, has also lengthened the turnover days of long-term receivables and intangible assets of some companies. Even so, we expect that, in the next 12 months, the operating efficiency of construction companies will show a certain degree of improvement.

However, some credit negative factors make a positive industry outlook unjustifiable. First, in 2021, construction materials, which account for a large proportion of cost expenditures, may see their prices continue to increase, which poses a challenge to the already low profitability of the construction industry. Second, after the reform of construction qualification, the output value of the construction industry is likely to be further concentrated in the leading enterprises, and the small and medium-sized construction enterprises that are at a disadvantage in the industrial chain may face business expansion pressure.

The overall stable outlook for the construction industry is consistent with the stable outlook for most of the issuers. In the next 12 months, the rapid increase in the value from new contracts signed will support the expansion of the revenue of construction companies, thereby offsetting the increase in debt expenditures, and the solvency of construction companies will remain stable.

一、建筑行业近期运行概况

2020年前三季度，建筑业总产值同比增速在受疫情冲击之后已回升至3.4%，2020年全年增速料和上年相差无几；同期，建筑业增加值同比增长2.0%，快于GDP同比增速，2021年建筑业增加值增速料和实际GDP增速保持大体一致。

固定资产投资继续驱动建筑业总产值增长。作为固定资产投资的三大领域，制造业投资、基础设施投资、房地产开发投资分别涉及专业工程领域、基建领域、房屋建筑（以及建筑幕墙工程、装修装饰工程等）领域。在后疫情时期，固定资产三大领域的投资表现有所差异。随着制造业的连续扩张，专业工程领域有望获得助推，在2020年制造业投资低基数效应下，2021年有望取得较快增长；虽然2021年的财政政策力度或不及2020年，但是，考虑到2020年下半年投入的大量资金，以及新型城镇化建设补短板强弱项等扩大内需战略的持续落地，基建领域仍将延续回升态势；在房地产高压政策态势下，房屋建筑领域（特别是住宅类房建）增速或将受其影响。

需求方面，2020年前三季度，即便有疫情负面影响，新签合同额同比增速比上年同期升高4.38个百分点。新订单的强劲增长将支撑建筑业企业未来收入增长。海外业务方面，对外承包工程新签合同额的下降主要会对大型央企和地方国企造成影响，但国内订单的增长能够完全抵消海外订单的下降。

供给方面，2020年9月末，建筑业企业数量同比增加，从业人员同比减少。拥有总承包特级或总承包一级资质的头部企业的总产值比重持续增大；在施工资质改革以后，拥有总承包特级资质的头部企业产值比重可能会进一步升高。

建筑施工设备和原材料方面，2020年挖掘机国内市场销量增长强劲，但本轮设备更新周期可能已逐渐接近峰值，2021年建筑行业的设备购置需求出现拐点的可能性增大；PPI显示，黑色金属冶炼及压延加工业（主要涉及钢铁）出厂价格和非金属矿物制品业（主要涉及水泥、砖瓦、石材、玻璃等）出厂价格开始触底回升，2021年，在全球迎来大复苏的背景下，具有大宗商品属性的建筑材料价格仍有上涨风险。

（一）建筑业总产值、增加值受疫情冲击后有所反弹

2020年1-3季度，全国建筑业总产值¹为16.79万亿元，比上年同期增长3.4%，增速较去年同期下降3.3个百分点。新冠疫情对建筑业的冲击主要体现在第一季度，2020年第一季度建筑业总产值同比大幅下降16.0%，2020年上半年同比下降幅度则收窄至0.8%（见图1）。

¹ 根据国家统计局的口径，全国建筑业企业指具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业，不含劳务分包建筑业企业。

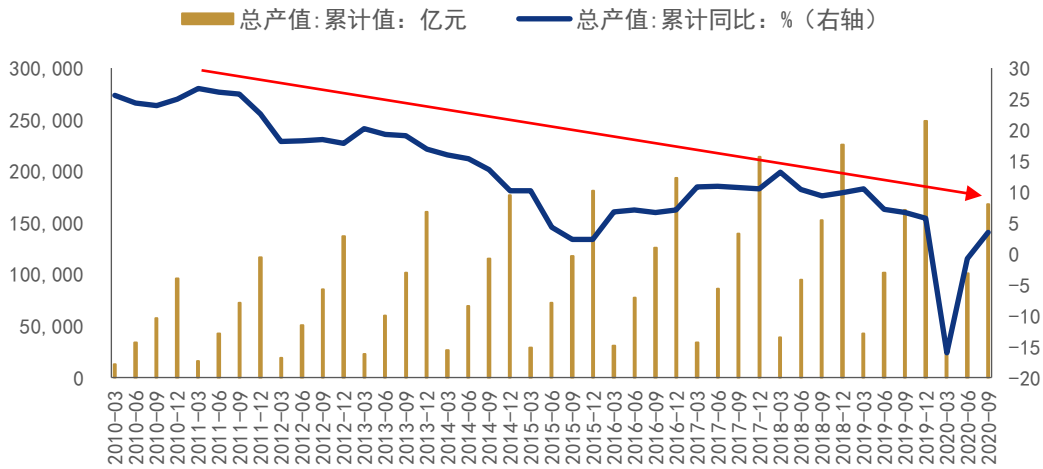


图1：建筑业总产值（2010年一季度至2020年三季度）

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

长期来看，虽然建筑业总产值一直在增长，但是增速却在不断下降。进入到2010年以后，建筑业年度总产值增速已从25.0%的高点逐步下降至2019年的5.7%。按照2020年第二和第三季度的增速进行预测，2020年全年建筑业总产值增速料落在5%至6%的区间。

2020年1-3季度，建筑业增加值为48,517亿元（按现价计算），比上年同期增长2.0%（按不变价计算）。同期，国内生产总值（GDP）为722,786亿元（按现价计算），比上年同期增长0.7%（按不变价计算）。从疫情的影响和疫情后恢复来看，第一季度建筑业受疫情影响较大，增加值同比下降17.5%，跌幅超过GDP同比值7.9个百分点；随着疫情得到控制，1-3季度，建筑业增加值累计同比增长2.0%，增幅超过GDP同比值1.1个百分点（见图2）。也就是说，和同期GDP相比，建筑业受疫情冲击更大，但是复苏却更为强劲。按照2020年第二和第三季度的增速进行预测，2020年全年建筑业增加值增速或在3.5%至4%左右。

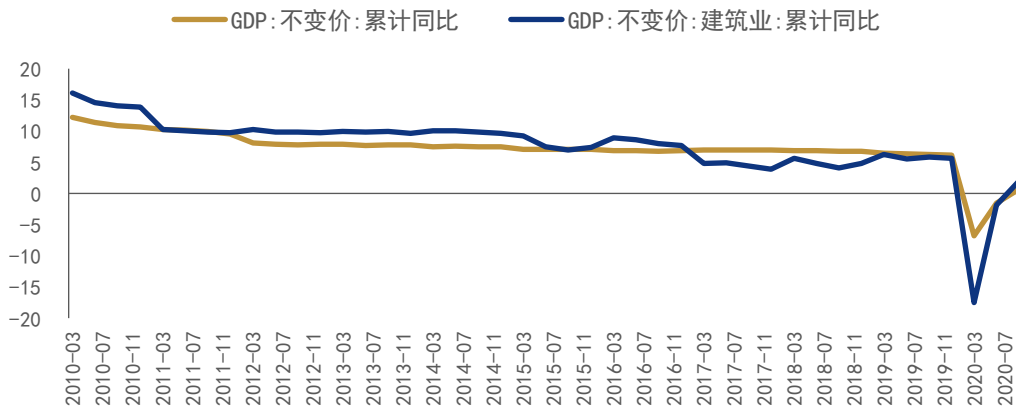


图2：建筑业增加值（建筑业GDP）累计同比和国内生产总值（GDP）累计同比（单位：%）

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

虽然，2020年受新冠疫情冲击，建筑业总产值和增加值有所波动，但为了对冲疫情负面影响，财政政策和货币政策相配合，对基础设施投资形成拉动，建筑业多有受益。2021年，在疫苗可大范围接种的前提下，全球经济料将回暖，中国经济也将保持复苏态势，全年GDP增速料在8%左右。由于建筑业增加值占GDP的比重近年一直比较稳定（7%左右），两者潜在增速相差不大，因此，我们预计2021年，建筑业增加值增速将和GDP增速基本保持一致。

（二）固定资产投资驱动建筑业总产值反弹

长期来看，固定资产投资（不含农户）和建筑业总产值之间有密切关联。数据显示，固定资产投资完成额累计同比和建筑业总产值累计同比之间有较强的相关性（见图3）。2020年1-9月，固定资产投资完成额累计同比增长0.8%；同期，建筑业总产值增长3.4%，增速快于前者。2017年以来，建筑业总产值增速一直快于固定资产投资增速。固定资产投资中不仅包含建造固定资产（建筑安装工程）的工作量，还包含购置固定资产（设备工器具购置）的工作量（以及少量“其他费用”）。国家统计局数据显示，2020年1-11月，在固定资产投资完成额中，建筑安装工程累计同比增长3.2%，设备工器具购置累计同比下降8.0%，两者相差11.2个百分点。建筑安装工程累计同比增速快于设备工器具购置累计同比增速，或是造成建筑业总产值增速快于固定资产投资增速的原因之一。

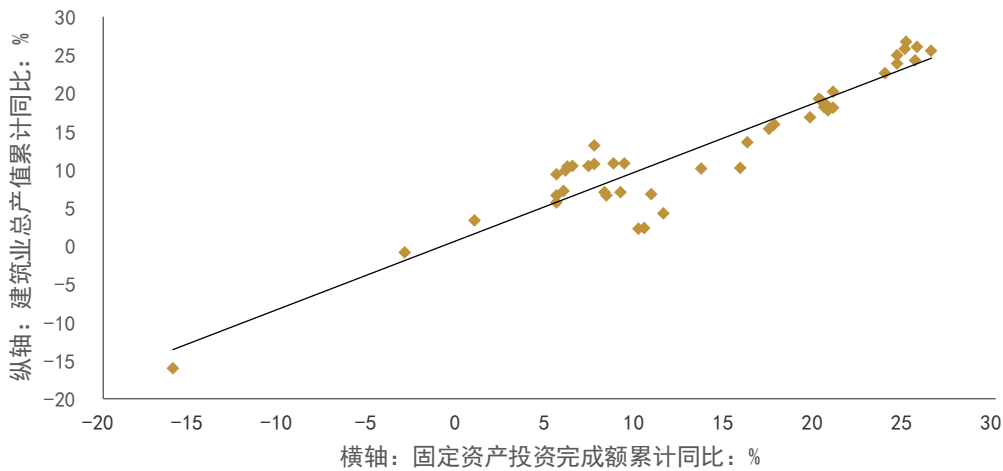


图3：固定资产投资完成额累计同比和建筑业总产值累计同比散点图

注：散点图均为（从2010年一季度至2020年第三季度的）实际季度数据。

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

分领域来看，制造业投资、基础设施投资、房地产开发投资是固定资产投资的三大领域，也是驱动建筑业总产值增长的三大主力。其中，制造业投资主要涉及专业工程（比如冶金工程、石油化工工程、机电工程等）和（工业厂房类）房屋建筑施工等建筑行业子领域，基础设施投资主要涉及基建子领域（比如路桥工程、市政公用工程、水利水电工程、桥梁和隧道工程、生态环保工程等），房地产开发投资主要涉及房屋建筑、建筑幕墙工程、装修装饰工程等子领域。

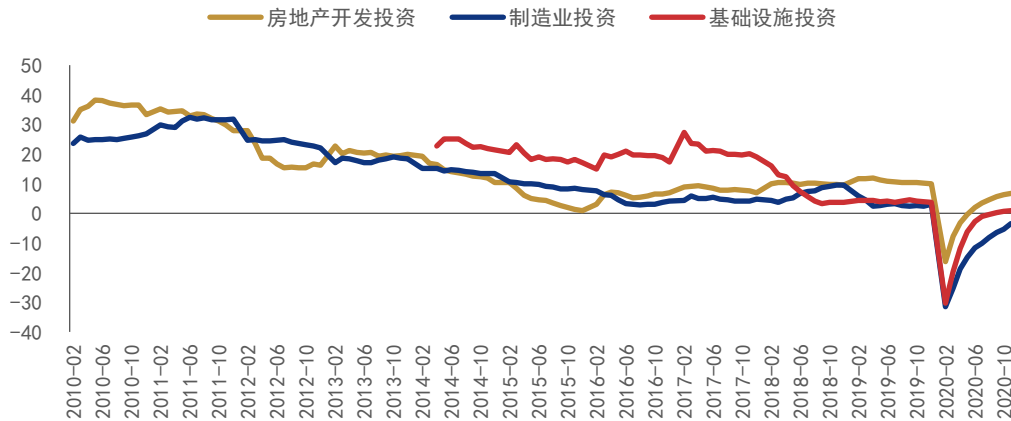


图4：三大领域固定资产投资累计同比（2010年2月-2020年11月，单位：%）

注：基础设施投资不含电力、热力、燃气及水生产和供应业。

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

2020年1-11月，制造业投资累计同比下降3.5%，增速较上年同期下降6.0个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业投资）累计同比增长1.0%，增速较上年同期下降3.0个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资累计同比增长17.5%，增速较上年同期升高13.9个百分点；房地产开发投资累计同比增长6.8%，增速较上年同期下降3.4个百分点。总体来看，2020年，在制造业投资疲弱的情况下，房地产和基建投资是建筑业总产值增长的主要驱动力。不过，2021年，固定资产投资的三大领域或将产生一定变化。

制造业投资方面，2020年3-11月，制造业已连续扩张9个月扩张，2021年有望延续复苏向好势头。在2020年上半年的低基数映衬下，以及需求端回暖带动下，2021年制造业投资同比或将迎来较快增长，包括冶金工程、石油化工工程、机电工程等在内的专业工程子领域以及厂房类房屋建筑板块或将受益。

基础设施投资方面，在2020年新增地方政府专项债券3.75万亿元、抗疫特别国债1万亿元以及财政赤字率升高等多方位的积极财政政策刺激下，基础设施投资增速实际上不及预期。2021年，财政政策可能不会像2020年一样“更加积极有为”，但基础设施投资增速料将继续回升。考虑到2020年下半年投入的大量资金仍有望继续带动基础设施投资增长，以及新型城镇化建设补短板强弱项的持续推进，2021年基建子领域料延续增长。

房地产开发投资方面，在“三条红线”政策出台以后，虽然房地产开发投资增速仍然不断提升，但房屋施工面积累计同比增速一直保持在3%左右，并没有出现明显升高；同期，房屋新开工面积累计同比值持续为负。在监管趋严之后，2021年房地产开发投资增速料受到一定影响，房屋建筑子领域（特别是住宅类房建）增速或受此拖累。

（三）新签合同额增速逆势加快

2020年1-3季度，建筑业新签合同额20.35万亿元，较上年同期增长8.76%，增速比上年同期提升4.38个百分点。新冠疫情对需求端的影响主要体现在第一季度，从第二季度开始，建筑业本年新签合同额即恢复正增长。2020年前三季度，新签合同额同比增速已超过2019年同期，这表明建筑业的需求旺盛，新订单对收入的保障程度较高。

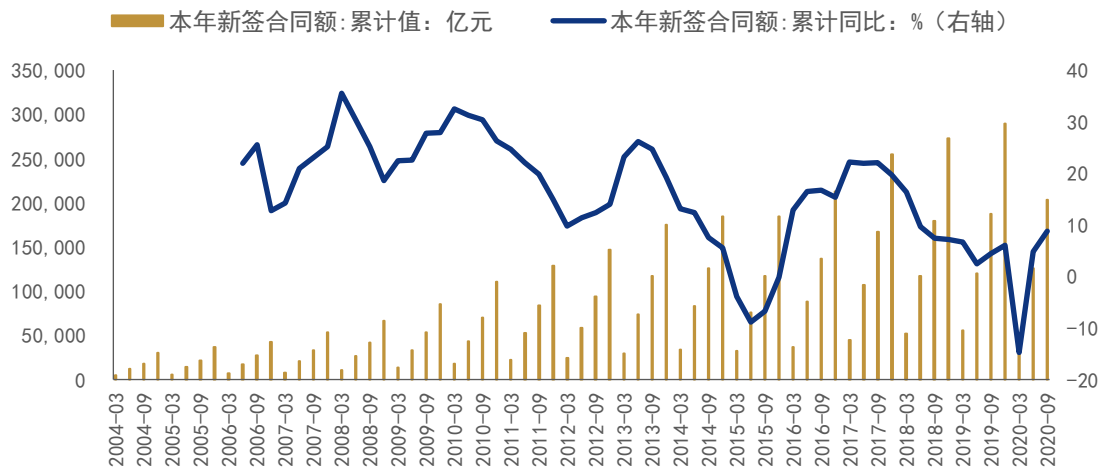


图5：建筑业新签合同额（2004年3月-2020年9月）

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

长期来看，建筑业新签合同额同比增速处于波动下降趋势（见图5），这也和固定资产投资同比增速的下行趋势相吻合。不过，固定资产投资体现的是完成额，可以视为建筑业总产值的同步指标，而新签合同额则更具有领先意义。此外，固定资产投资的统计范围应为中国国内，不包含海外业务。

海外业务方面，根据中国商务部的数据，2020年1-10月，对外承包工程新签合同额为1666.20亿美元，比上年同期下降5.69%。不过，对外承包工程业务新签合同额同比增速的波动通常较大（见图6）。2017-2019年，对外承包工程业务新签合同额增速分别为8.70%、-8.80%、7.60%。受新冠疫情全球大流行影响，海外业务需求出现下降也在情理之中。

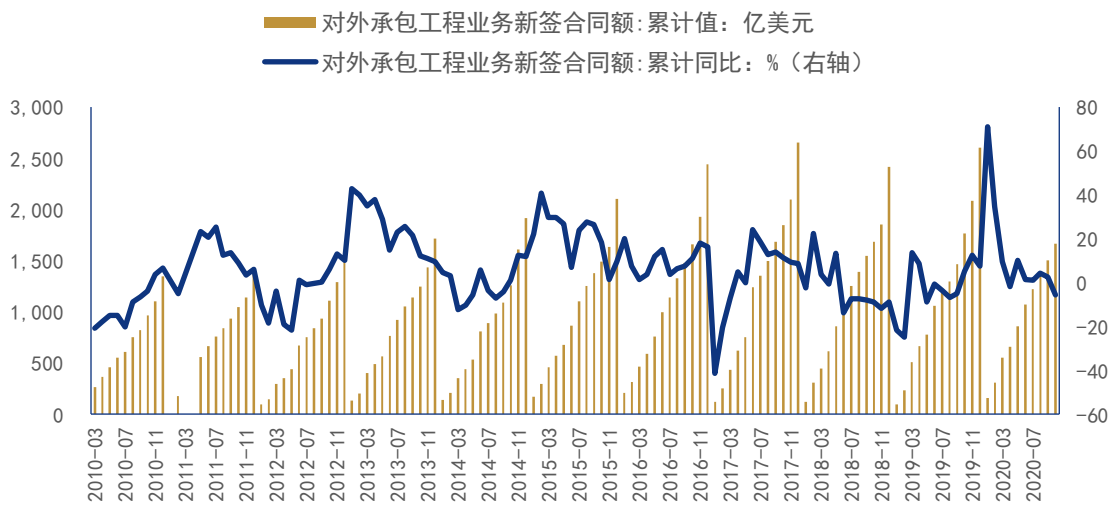


图6：对外承包工程业务新签合同额（2010年3月-2020年10月）

注：根据《对外承包工程管理条例》，对外承包工程是指中国的企业或者其他单位承包境外建设工程项目的活动。

资料来源：Wind 资讯、商务部，远东资信整理

从海外业务区域分布来看，中国企业在“一带一路”沿线国家新签合同额占对外承包工程新签合同额的比重为55.5%。在走出去、拓展海外业务的同时，中国企业还需做好风险防控，降低国家风险带来的损失。总体来看，以新签合同额的角度观察，海外业务占比（5%左右）仍然不高；并且，海外业务的承揽方主要是以大型央企和地方国企为主的头部企业，这些企业在国内业务规模较大，抗风险能力较强。

（四）企业个数增多、从业人数减少，头部企业产值占比升高

2020年9月末，建筑业企业个数为108,321家，比2019年末增加4516家，比2019年9月末增加10,943家；从业人数为4550.29万人，比2019年末减少876.79万人，比2019年9月末减少128.96万人。数据显示，2020年建筑业企业个数增加，但从业人数减少。新冠疫情对建筑业从业人员造成一定冲击，但随着疫情防控逐步稳定，在新签合同额增长带动下，从业人数应该能够实现一定程度的修复。

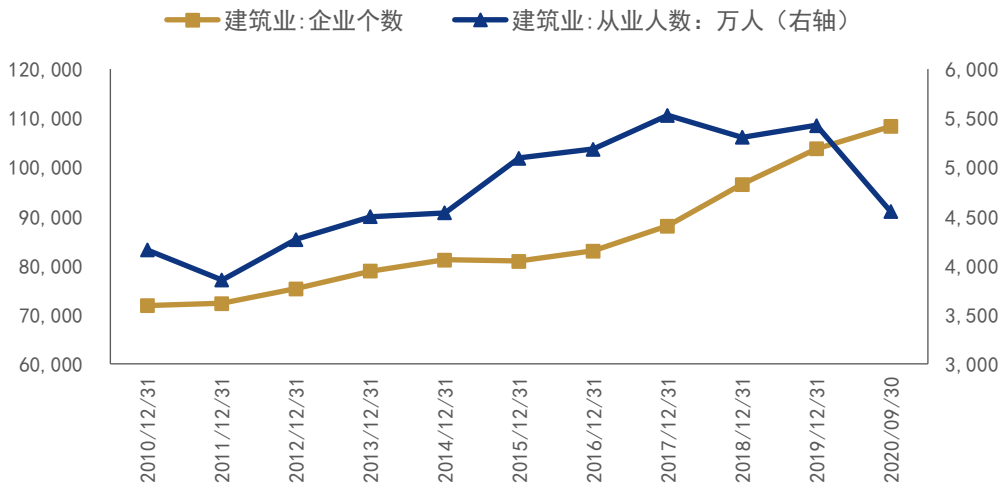


图7：建筑业企业个数和从业人数（2010年末至2020年9月末）

注：除2020年为9月末数据，其他年份数据均为年末数据。

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

建筑企业施工资质（改革前）分为总承包资质、专业承包资质、施工劳务资质等三个序列，其中总承包资质又分为特级、一级、二级、三级等共四个等级。拥有总承包特级资质和总承包一级资质的企业是建筑行业的头部企业。根据国家统计局公布的数据计算，2019年末，拥有**总承包特级资质**的企业个数为640家，占全部建筑业企业的比重仅为0.62%；相比之下，2019年，拥有**总承包特级资质**的企业创造的总产值约为6.98万亿元，占全部建筑业总产值的比重为28.09%。2019年末，拥有**总承包一级资质**的企业个数为7564家，占全部建筑业企业的比重为7.29%；2019年，拥有**总承包一级资质**的企业创造的总产值约为8.82万亿元，占全部建筑业总产值的比重为35.49%。将两者合并计算，也就是说，占比8%左右的建筑行业头部企业（总承包特级和一级资质企业），创造了将近三分之二的建筑业总产值。

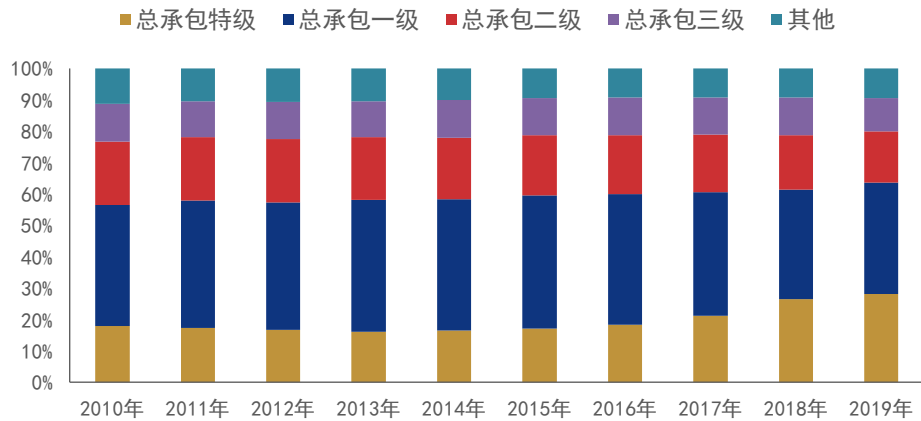


图8：各资质等级总产值占比（2010年至2019年）

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

从过去几年的趋势来看，总承包特级和总承包一级两个资质等级企业的合计总产值比重呈现上升趋势（见图8）。在施工资质改革以后，拥有较高资质等级的头部企业产值比重可能会进一步升高。特别对于改革前拥有总承包特级资质的企业来说，改革后将获得更大优势。

（五）挖掘机销量大幅增长，原材料价格筑底回升

根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2020年1-11月，纳入统计的25家主机制造企业，国内市场共计销售挖掘机265,545台，同比涨幅38.4%。其中，2020年4-11月，国内挖掘机销量当月同比增速已连续8个月超过50%（见图9）。

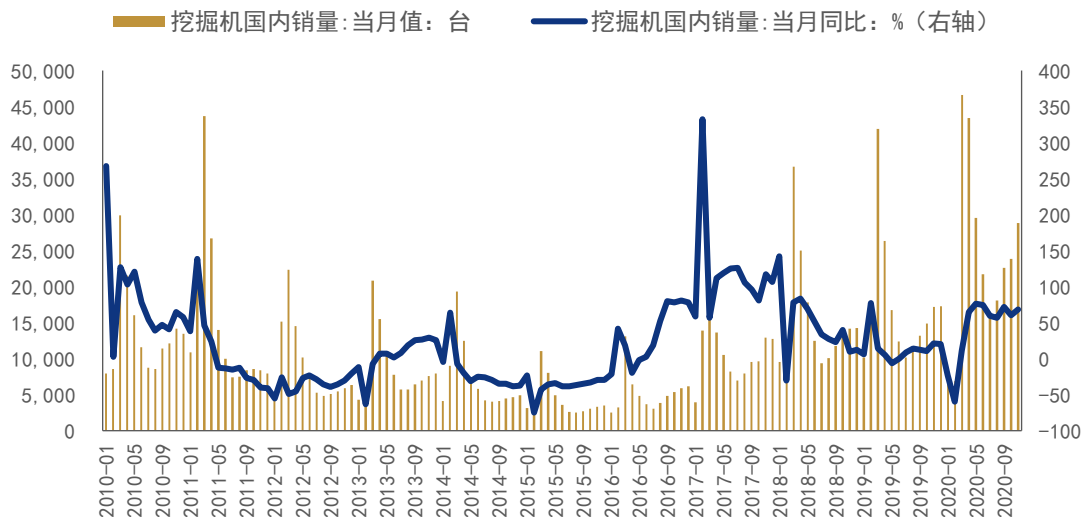


图9：挖掘机国内市场销售情况（2010年1月-2020年11月）

注：统计口径可能存在调整。

资料来源：Wind 资讯、CCMA 挖掘机分会，远东资信整理

长期来看（见图 10），2016-2020 年（截至 2020 年 11 月），挖掘机国内销量一直处在节节攀升的状态。2016 年以来挖掘机销量的逐年增长可能更多反应的是建筑行业的设备更新周期。计算结果显示，2020 年（截至 11 月），国内挖掘机销量较 2015 年全年增长了 425%，而同期建筑业总产值（含预测）仅增长了不到 50%，两者相差巨大。从上一个高点（2011 年）到 2020 年，已经过去 9 年，基本接近一个朱格拉周期（Juglar cycle）。也就是说，本轮设备更新周期可能已逐渐接近峰值。2021 年，建筑行业的设备购置需求出现拐点的可能性增大。

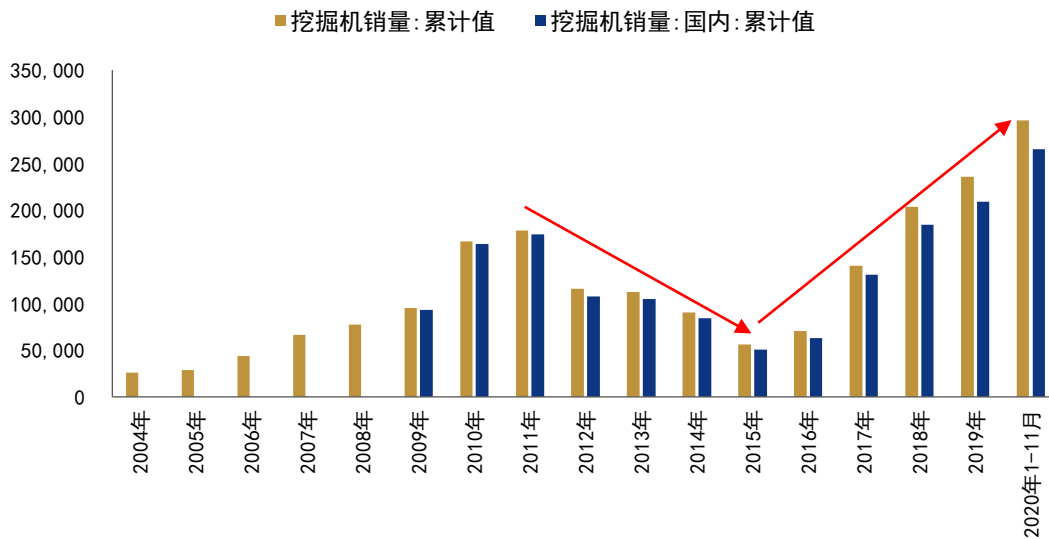


图 10：年度挖掘机销售情况（2010 年-2020 年，单位：台）

注：统计口径可能存在调整。

资料来源：Wind 资讯、CCMA 挖掘机分会，远东资信整理

在建筑施工企业中，人工费和材料费是成本构成中占比最大的两个项目，两者合计占成本的比重约在 80%。其中，人工费占成本的比重约在 20% 至 40%，材料费占成本的比重约在 40% 至 60%。建筑行业的人工成本受就业市场和地域分布影响，但总体来看波动不大。相比来说，建筑材料价格波动对建筑企业的成本影响更大。

环比来看，工业生产者出厂价格显示（见图 11），黑色金属冶炼及压延加工业（主要涉及钢铁）出厂价格在 2020 年 5 月之后基本处于环比上涨的态势（除 10 月环比略降）；非金属矿物制品业（主要涉及水泥、砖瓦、石材、玻璃等）出厂价格从 2020 年 9 月开始出现连续上涨。

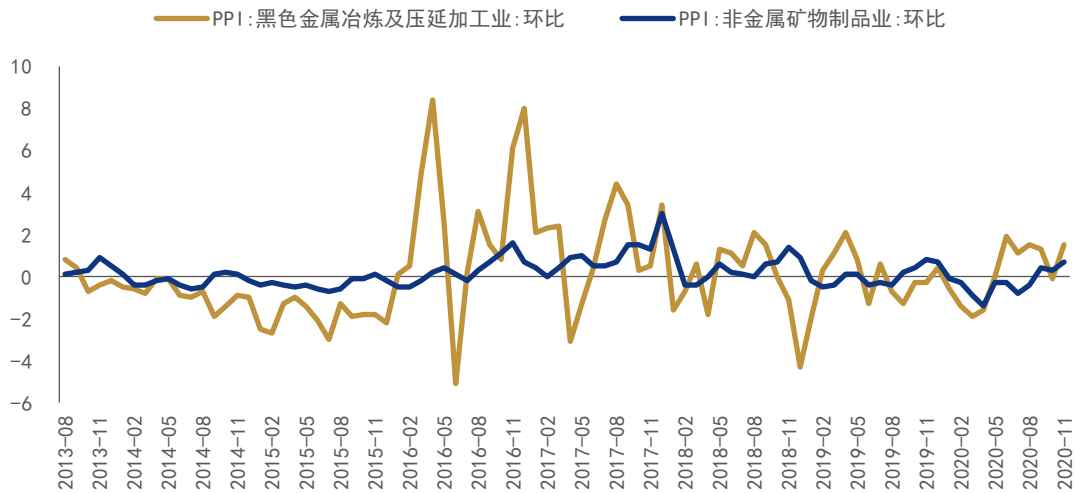


图 11: 建筑业涉及相关原材料价格环比 (2013 年 8 月至 2020 年 11 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯、国家统计局, 远东资信整理

长期来看, 主要建筑材料——水泥和螺纹钢价格走势基本一致 (见图 12)。2020 年水泥和螺纹钢价格总体呈现先波动下行、后波动上行的走势。近期, 在供给管控和下游赶工期的双重背景下, 水泥厂商多次上调价格; 螺纹钢价格走高则受到铁矿石等原材料价格升高影响。2021 年, 在全球迎来大复苏的背景下, 原材料价格仍有上涨风险。

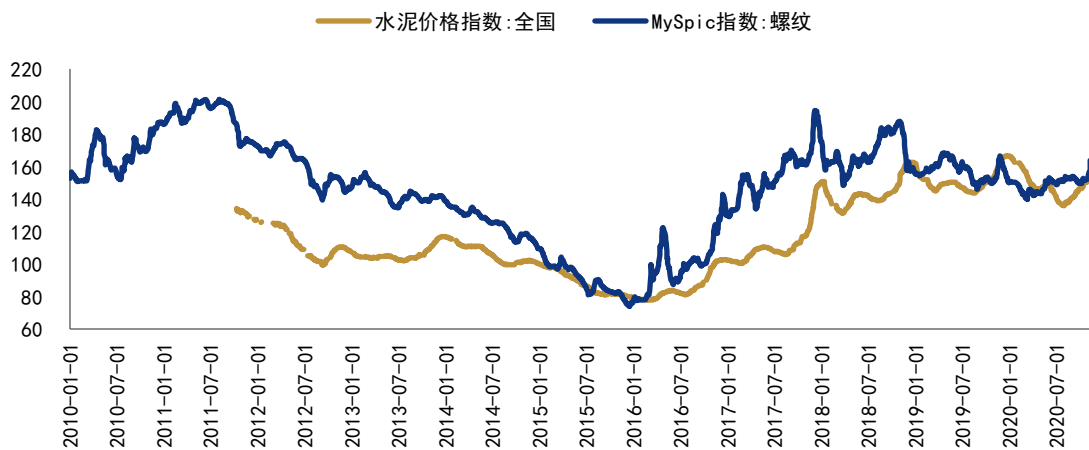


图 12: 水泥和螺纹钢价格指数 (2010 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 9 日)

注: 水泥价格指数的基期是 20091231, 基期价格指数为 100 点。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、行业政策

《绿色建筑创建行动方案》提出“到 2022 年, 当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%”, 且《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》专门指出要“发展绿色建筑”。在未来的建筑业发展“十四五”规划中, 绿色建筑料将成为重中之重。

《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》提出，到2025年，“智能建造与建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立”。这意味着建筑业企业或将加大研发投入，建筑业的工业属性将有所提升，以装配式为代表的新型建筑工业化将迎来更好发展机遇。

《住房和城乡建设部关于印发建设工程企业资质管理制度改革方案的通知》明确改革后的施工资质分为综合资质、施工总承包资质、专业承包资质、专业作业资质等四个序列。拥有原总承包特级资质的建筑业头部企业料将扩大市场份额，建筑业总产值或将继续向头部企业集中。

（一）城镇新建绿色建筑面积占比将进一步提升

2020年7月24日，住房和城乡建设部公开了由七部门联合印发的《绿色建筑创建行动方案》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》由4个部分构成：创建对象、创建目标、重点任务、组织实施。

在“创建对象”部分，《行动方案》明确，绿色建筑创建行动以**城镇建筑**作为创建对象。同时，《行动方案》还给出了绿色建筑的定义，即“在全寿命期内节约资源、保护环境、减少污染，为人们提供健康、适用、高效的使用空间，最大限度实现人与自然和谐共生的高质量建筑”。

在“创建目标”部分，《行动方案》提出，“到2022年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%，**星级绿色建筑持续增加**”。2019年10月29日，国家发展改革委印发《绿色生活创建行动总体方案》，并提出，“到2022年，城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到60%，既有建筑绿色改造取得积极成效”。对比来看，新出台的《行动方案》将城镇新建建筑中绿色建筑面积占比提高了10个百分点，目标实现将更加具有挑战。从此前的多个发文中，我们可以寻觅到政策对这一占比的要求在不断提升。2013年，国务院办公厅《绿色建筑行动方案》（国办发〔2013〕1号）提出，“到2015年末，20%的城镇新建建筑达到绿色建筑标准要求”。2014年，《国家新型城镇化规划（2014~2020年）》发布，明确提出到2020年我国城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%。根据《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，2012年，城镇绿色建筑占新建建筑比重仅为2%。根据中国建设报的报道，“截至2018年年底，全国城镇建设绿色建筑面积累计超过25亿平方米，绿色建筑占城镇新建民用建筑比例超过40%”。也就是说，从2012年到2018年，这一占比提升了38个百分点。

关于创建目标中提到的“星级绿色建筑”，根据2019年3月13日发布的新版《绿色建筑评价标准》（GB/T50378-2019），**绿色建筑划分为4个等级：基本级、一星级、二星级、三星级**；其中，三星级为最高级。一星级、二星级、三星级由地市级政府住房和城乡建设部门、省级政府住房和城乡建设部门、住房和城乡建设部分别授予。

在“重点任务”部分，《行动方案》提出了8项重点任务，包括“推动新建建筑全面实施绿色设计”“完善星级绿色建筑标识制度”“提升建筑能效水效水平”“提高住宅健康性能”“推广装配化建造方式”“推动绿色建材应用”，等等。在“推广装配化建造方式”部分，《行动方案》提出“**大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构**”。未来，包括钢结构在内的装配式建筑的发展前景广阔。

在“组织实施”部分，《行动方案》要求省级住房和城乡建设部分在2020年8月底前，将本地区绿色建筑创建行动实施方案报住房和城乡建设部。在“加强财政金融支持”方面，《行动方案》表示要，“**各地要积极完善绿色金融支持绿色建筑的政策环境，推动绿色金融支持绿色建筑发展**”。未来，绿色债券市场或能推动绿色建筑进一步发展。

在“推动绿色发展，促进人与自然和谐共生”方面，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》专门指出要“发展绿色建筑”。在未来的建筑业发展“十四五”规划中，绿色建筑料将成为重中之重。

（二）推动智能建造与建筑工业化协同发展

2020年7月28日，住房和城乡建设部网站公开了由13部门联合印发的《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》（建市〔2020〕60号，以下简称《指导意见》）。《指导意见》的制定，旨在“**推进建筑工业化、数字化、智能化升级**，加快建造方式转变，推动建筑业高质量发展”。《指导意见》主要分为5个部分：指导思想、基本原则、发展目标、重点任务、保障措施。

发展目标分两个阶段：**一是**，到2025年，“智能建造与建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立”，“建筑产业互联网平台初步建立”，“推动形成一批智能建造龙头企业”，“打造‘中国建造’升级版”；**二是**，到2035年，“智能建造与建筑工业化协同发展取得显著进展”，“建筑工业化全面实现，迈入智能建造世界强国行列”。从关键词来看，“智能建造”和“建筑工业化”是发展目标的核心。全文正文共计38次提及“智能建造”，17次提及“建筑工业化”。政策力推智能建造和建筑工业化，旨在改变建筑业目前仍然比较粗放的生产方式。

《指导意见》从“加快建筑工业化升级”“加强技术创新”“提升信息化水平”“培育产业体系”“积极推行绿色建造”等等，共7个方面，明确了重点任务。从官方的解读来看，重点任务有4大“突破口”：大力发展装配式建筑、加快打造建筑产业互联网平台、积极推广应用建筑机器人、加强示范应用。其中，位于首位的装配式建筑应该是重中之重。《建筑业发展“十三五”规划》在发展目标中明确提出，**到2020年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%**。2017年发布的《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》（国办发〔2017〕19号）提出，“**力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%**”。由此推测，在“十四五”规划中，**装配式建筑面积占比目标或将达到30%**。装配式建筑的发展既能体现建筑工业化成果，又有利于实现建筑节能及绿色建筑发展目标，其未来发展空间非常广阔。

建筑业是中国经济的重要支柱产业。2019年，中国建筑业实现增加值70904亿元，占国内生产总值的比重为7.16%。根据国家统计局的《国民经济行业分类》，建筑业和工业同属于第二产业。推动智能建造与建筑工业化协同发展，意味着建筑业企业或将加大研发投入，建筑业的工业属性将有所提升。

（三）建设工程企业资质得到大幅精简

2020年12月2日，《住房和城乡建设部关于印发建设工程企业资质管理制度改革方案的通知》（建市〔2020〕94号）对外公开发布，该通知包括《建设工程企业资质管理制度改革方案》（以下简称《**改革方案**》）。

2020年11月11日，国务院常务会议明确提出，“将工程勘察、设计、施工、监理企业资质类别和等级由593项减至245项”。11月24日，在国务院政策例行吹风会上，住房和城乡建设部副部长表示，《改革方案》已审议通过。此次公开发布之后，更为具体的改革措施表和改革后的资质分类分级表也一并公开。

《改革方案》主要由三个部分组成：指导思想、主要内容、保障措施。其中，“主要内容”是核心部分，而“主要内容”的核心则是“精简资质类别，归并等级设置”。

《改革方案》主要涉及四大类的建设工程企业资质：工程勘察资质、工程设计资质、施工资质、工程监理资质。我们主要关注施工资质的精简变化。

此前，根据2015年发布施行的《建筑业企业资质管理规定》，建筑业企业资质分为**施工总承包资质**、**专业承包资质**、**施工劳务资质**三个序列。其中，施工总承包资质分为特级、一级、二级、三级，并设有12个类别（其中，通信工程施工总承包和机电工程施工总承包没有特级资质，即只有10个类别的特级资质）；专业承包资质分为一级、二级、三级，并设有36个类别；施工劳务资质不分等级和类别。

根据《改革方案》，改革后的施工资质分为**综合资质**、**施工总承包资质**、**专业承包资质**、**专业作业资质**。其中，新增加的综合资质是由原先的10个施工总承包特级资质转变而来，在这10个类别的施工总承包特级资质被调整为综合资质以后，将不分行业、不分等级，且可以承担各行业、各等级施工总承包业务。原来的12个类别施工总承包资质（不含特级资质）得到保留，同时将“民航工程的专业承包资质”整合为施工总承包资质。也就是说，改革后的施工总承包资质将含有13个类别，同时，《改革方案》将原先的三个等级（一、二、三级）压缩为甲、乙两个等级。原来的36类专业承包资质被《改革方案》整合为18类，最多分为甲、乙两个等级（部分类别将不分等级）。原先的施工劳务资质被改为专业作业资质，并由审批制改为备案制。

除了将资质类别和等级做了大幅精简之外，《改革方案》还做出了资质审批权限下放的决定。《改革方案》提出，将选择工作基础较好的地方和部分资质类别，开展企业资质审批权下放试点。2020年12月24日，《住房和城乡建设部办公厅关于开展建设工程企业资质审批权限下放试点的通知》（建办市函〔2020〕654号）对外发布。根据该通知，住房和城乡建设部决定在上海市、江苏省、浙江省、安徽省、广东省、海南省等6个地区开展建设工程企业资质审批权限下放试点，试点时间为2021年上半年。

从《改革方案》的影响来看，由于原先10个类别的特级资质合并转为综合资质，且不分行业和等级，可以承担各行业各等级业务，这相当于扩展了原先拥有施工特级资质的建筑企业的业务范围。比如，原先的公路和铁路工程施工总承包特级资质是两个类别，改革之后，由于不再区分类别，拥有公路工程施工总承包特级资质的企业就相当于新增了铁路工程施工总承包特级资质。这对于原先只拥有少数类别特级资质的施工企业是一大利好。因此，拥有原总承包特级资质的建筑业头部企业料将扩大市场份额，建筑业总产值或将继续向头部企业集中。

三、行业关注

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》对建筑业及其相关领域多有提及，“绿色建筑”“建设交通强国”“补短板”等都是关键词，建筑业发展“十四五”规划的部分雏形已有所显现。

《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》出台，这进一步确定了建筑业向工业整体靠拢的趋势；在金融支持方面，“支持新型建筑工业化企业通过发行企业债券、公司债券等方式开展融资”也将为投资者提供机会。

（一）“十四五”规划和二〇三五远景目标建议中的建筑行业

2020年11月3日,《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以下简称《建议》)对外发布。作为支柱产业之一,建筑业及其相关领域被多次提及,主要包括在产业发展、国内市场、绿色发展、对外开放、安全发展等五个部分。

在**产业发展**部分,《建议》提出“统筹推进基础设施建设”,其中包括“**加强建设交通强国**”。2019年9月,中共中央、国务院曾印发《交通强国建设纲要》,涉及铁路、公路、水运、民航、管道、邮政等多个基础设施建设领域。之后的2020年8月13日,中国国家铁路集团有限公司发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》,对未来30年铁路高质量发展做出规划,铁路工程施工企业将获益。在建设交通强国的具体方面,《建议》提出要“完善综合运输大通道”以及“加快城市群和都市圈轨道交通网络化”,路桥工程和轨道交通等领域将受益。

在**国内市场**部分,《建议》提出“拓展投资空间”,其中包括“加快补齐基础设施、**市政工程**”以及“**生态环保**”等领域短板。此外,《建议》还提出要推进“推进新型基础设施、新型城镇化、**交通水利等重大工程建设**”。同时,《建议》特别提出,“**实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发**”,以及推进包括“**重大生态系统保护修复**”在内的重大项目建设。由此来看,市政、生态环保、水利水电等建筑施工企业将受益于“投资内生增长机制”。

在**绿色发展**部分,《建议》提出“加快推动绿色低碳发展”,其中特别提到“**发展绿色建筑**”。2020年7月24日,由住房和城乡建设部等七部门联合印发的《绿色建筑创建行动方案》对外公开,提出“到2022年,当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%,星级绿色建筑持续增加”。未来,“十四五”规划纲要或将对绿色建筑发展目标提出更细化的指导建议。

在**对外开放**部分,《建议》提出“推动共建‘一带一路’高质量发展”,其中包括“坚持以企业为主体,以市场为导向,遵循国际惯例和债务可持续原则,健全多元化投融资体系”。在对外承包工程方面,“一带一路”沿线国家占有较大比重。根据商务部发布的数据,2020年1-9月,中国企业在“一带一路”沿线国家的新签合同额为5852.8亿元人民币,占同期对外承包工程新签合同的55.7%,在“一带一路”沿线国家的完成营业额为3714.7亿元人民币,占比为58.2%。推动共建“一带一路”高质量发展,意味着中国建筑企业将有机会继续拓展海外市场业务。

在**安全发展**部分,《建议》提出“保障人民生命安全”,其中包括“有效遏制危险化学品、矿山、**建筑施工**、交通等重特大安全事故”。在开展作业时,建筑施工企业应当以安全生产为第一前提,同时提高建筑质量水平。

(二) 新型建筑工业化发展指导意见出台

2020年9月4日,住房和城乡建设部公开发布了由9部门联合印发的《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》(建标规〔2020〕8号)(以下简称《若干意见》)。

《若干意见》给出了新型建筑工业化的定义:“新型建筑工业化是通过新一代信息技术驱动,以工程全生命周期系统化集成设计、精益化生产施工为主要手段,整合工程全产业链、价值链和创新链,实现工程建设高效益、高质量、低消耗、低排放的建筑工业化。”早在2016年9月印发的《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》(国办发〔2016〕71号),推进了以装配式建筑为代表的新型建筑工业化。此次,《若干意见》的印发实施,将给更全方位的新型建筑工业化注入新的发展动能。

《若干意见》将重点工作分为九个部分,包括“加强系统化集成设计”“优化构件和部品部件生产”“推广精益化施工”“加快信息技术融合发展”“加大政策扶持力度”等多个方面。

在“加强系统化集成设计”部分，《若干意见》提出“推动全产业链协同”。具体来看，《若干意见》提出推行建筑师负责制，并鼓励设计单位提供全过程咨询服务。

在“优化构件和部品部件生产”部分，《若干意见》提出“推动构件和部件标准化”并“推动应用绿色建材”。构件和部件标准化的具体工作还有赖于装配式建筑的进一步发展以及相关行业标准的制定和完善。绿色建材的推广应用也同样面临标准认证问题。根据7月发布的《绿色建筑创建行动方案》，“到2022年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%”。绿色建材将继续在绿色建筑中扮演重要角色。

在“推广精益化施工”部分，《若干意见》提出“大力发展钢结构建筑”“推广装配式混凝土建筑”“推进建筑全装修”。医院、学校等公共建筑或将优先选择采用钢结构，保障性住房和商品住宅或将迎来装配式混凝土结构的推广应用，装配式建筑和星级绿色建筑项目的全装修推广将利好建筑装饰行业。

在“加快信息技术融合发展”部分，《若干意见》提出“大力推广建筑信息模型（BIM）技术”“加快应用大数据技术”“推广应用物联网技术”以及“推进发展智能建造技术”。细节上，大数据、5G、边缘计算、建筑机器人、工业机器人等有望在新型建筑工业化中找到广阔的应用场景。以劳动密集型为特征的粗放式建筑业发展模式将会被逐渐改变。

在“加大政策扶持力度”部分，《若干意见》提出“强化项目落地”，同时加大金融、环保政策、科技推广、评奖评优等方面的支持。在金融扶持方面，《若干意见》提出“支持新型建筑工业化企业通过发行企业债券、公司债券等方式开展融资”。不过，分别主管企业债和公司债的国家发展改革委和证监会并不在《若干意见》的9家联合印发单位中。同时，《若干意见》还提出“积极探索多元化绿色金融支持方式”，发行绿色债券应该也在支持范围之内。

四、行业内发债企业信用分析

远东资信对2020年11月30日仍有债券存续的工程施工企业进行了筛选和数据清洗（删除了无可获公开主体信用等级或主体信用等级最新评级日期在2020年1月1日之前的主体），形成发债主体样本133个（见文末附表）。需要说明的是，本部分中提及的主体信用等级均为国内评级机构（除中债资信）给出。

（一）存量债券概况

1. 信用等级分布呈阶梯型，近八成为国有企业

从主体等级分布来看（见图13），信用等级越高，企业数量越多。也就是说，存量债券发行主体的信用等级分布呈阶梯形态。

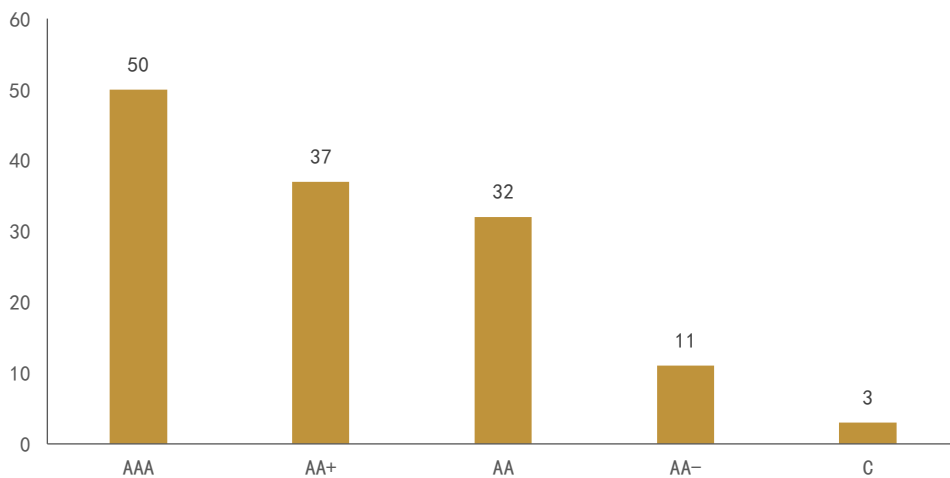


图 13：建筑行业发债主体评级分布（截至 2020 年 11 月 30 日，单位：家）

注：不同评级机构对同一样本主体可能给出不同信用等级。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

在 133 家样本发行人中，有 50 家的主体信用等级为 AAA，占到全部样本总数的 37.6%，而主体评级为 AA 级（含）以上的主体为 119 家，占比为 89.5%。在 133 家样本中，有 3 家主体的信用等级为 C，均为已发生债券违约的企业，其中 2 家为 2020 年新增违约主体。此外，133 家样本企业中，展望为“稳定”的为 128 家，占比为 96.2%。

从公司属性来看（见图 14），在 133 家样本主体中，有 56 家为中央国有企业，50 家为地方国有企业，也就是说，国有企业合计占比为 79.7%，民企占比为 20.3%。虽然建筑行业中民营企业众多，但是头部企业仍以国有企业为主。

■ 中央国有企业 ■ 地方国有企业 ■ 民营企业

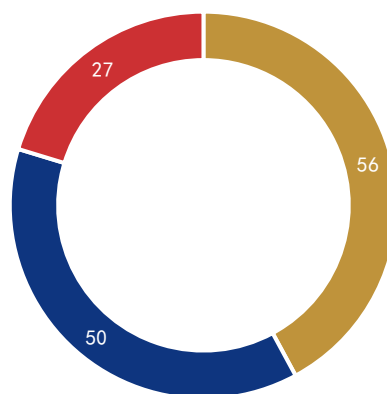


图 14：建筑行业存量债券发行主体股东背景（截至 2020 年 11 月 30 日，单位：家）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 国企债券余额占比超九成

从存量债券来看，截至2020年11月末，133家发行人的债券余额合计约为7782亿元。其中，中央国有企业和地方国有企业的存量债余额约为7332亿元，合计占比约为94.2%（见图15）。相比较来看，虽然样本主体中民营企业占样本数量的比重为20.3%，但民营企业债券余额占比仅为5.8%，两者差距较大。

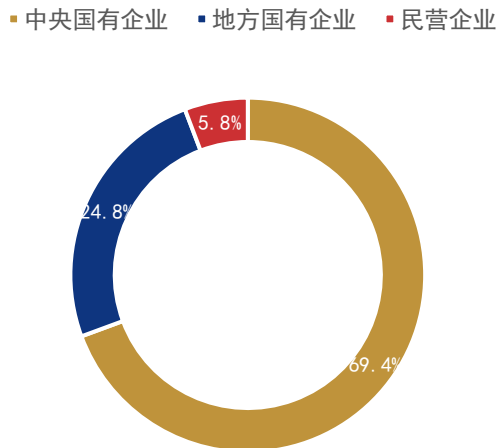


图15：建筑行业存量债券余额分布（截至2020年11月30日）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 存量债券未来到期情况

截至2020年12月20日，133家样本企业的债券余额为7967亿元。假定不考虑新发行债券的到期（含提前到期）情况，2021年1-12月，建筑行业将有约2294亿元的债券到期，其中，11月和12月的债券偿还压力较大（见图16）。

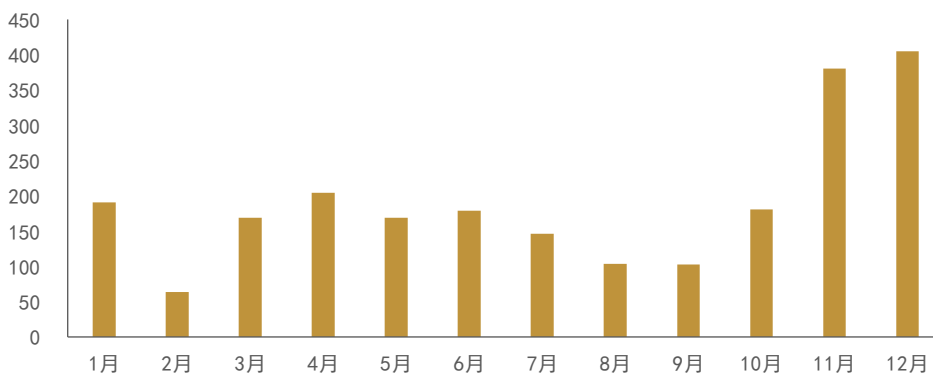


图16：存量债券未来12个月到期分布（2021年1月至2021年12月，单位：亿元）

注：统计不含海外债券，且未包含2020年12月20日以后新发行的债券；统计到期分布时未考虑提前偿还、提前赎回和分期偿还本金情况。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

长期来看，假定不考虑新发行债券的到期（含提前到期）情况，未来3年（2021年至2023年），建筑行业的存量债券到期分布情况较为均匀，都在2000亿元左右。2024年和2025年，到期债券金额较少，规模在500亿元上下。

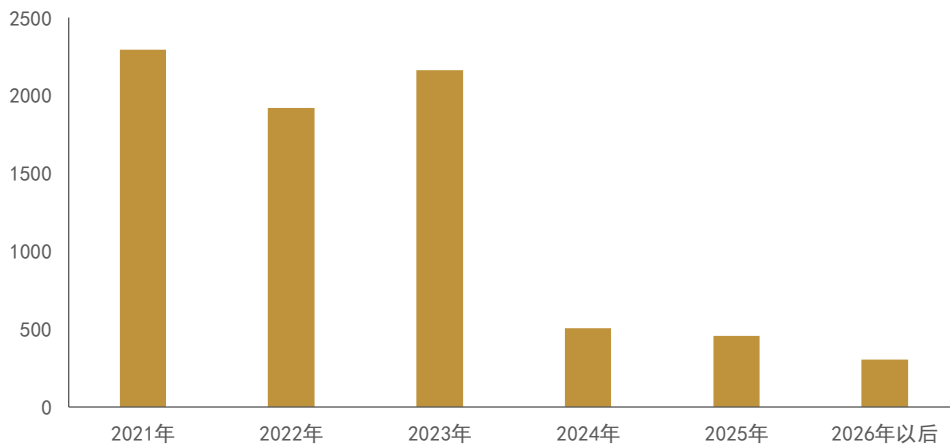


图 17：存量债券未来到期分布（单位：亿元）

注：统计不含海外债券，且未包含 2020 年 12 月 20 日以后新发行的债券；统计到期分布时未考虑提前偿还、提前赎回和分期偿还本金情况。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）新增首次违约主体

在主体信用等级为 C 的 3 家企业中，有 1 家主体为 2020 年之前发生首次违约，其他 2 家主体为 2020 年新增首次违约主体。2020 年新增的两家首次违约主体分别是福建福晟集团有限公司（以下简称**福晟集团**）和成龙建设集团有限公司（以下简称**成龙建设**），均为民营企业。

1. 福晟集团违约

2020 年 11 月 19 日，福晟集团发布公告称，截至该公告出具之日，公司尚未支付“18 福晟 02”利息及回售本金。福晟集团应于 2020 年 11 月 19 日支付“18 福晟 02”已登记回售的债券本金及（2019 年 11 月 19 日至 2020 年 11 月 18 日期间的）利息共计 6.31 亿元（其中回售本金共计 5.52 亿元）。

福晟集团的主营业务由三个板块构成：建筑施工、房地产开发、批发贸易；其中，建筑施工收入占营业收入的比重在过去 3 年（2017-2019 年）都超过 50%，是第一大业务板块。不过，由于建筑施工业务毛利率较低，从毛利贡献度来看，房地产开发业务才是公司的主要利润来源。根据公开评级报告内容，2019 年以来，福晟集团的公司治理结构发生较大调整，“控股股东持股比例多次发生变化，同时高管及董事会人员变动较大”；2019 年，“公司房地产业务无新增拿地”，“建筑施工业务新签合同额同比下降较大”；此外，2019 年末，“公司非受限货币资金同比明显下降”，“公司债务主要集中在未来一至两年内到期”，短期债务压力较大。

截至2020年12月14日，福晟集团存量债券余额约100.10亿元（含证监会主管ABS）。在不考虑回售和提前偿还条款的情况下，2021年到期金额约33.3亿元，2020年到期金额50亿元。由此来看，债券偿还压力主要集中在最近2年，债券兑付存在较大不确定性。

2. 成龙建设违约

2020年11月13日，成龙建设发布公告称，公司无法按期支付“17成龙03”的应兑付回售本金和第三个付息年度利息，合计约2.06亿元。根据上述公告，截至2020年11月12日，成龙建设有息债务总量为13.90亿元，其中公司债券余额8.20亿元，银行借款余额4.85亿元。

成龙建筑的主营业务为建筑施工，分为轨道交通、公共建筑、房屋建筑等三大板块。根据公开评级报告内容，新冠肺炎疫情对成龙建设的新签合同、开复工、项目结算及回款都造成了负面影响。同时，成龙建设在建业务合同金额较大，资金压力大；另外，公司货币资金显著下降，也造成对短期债务覆盖程度下降。值得注意的是，2019年，成龙建设70%股权被以1万元转让给中机文化产业发展（云南）有限公司（后更名为“中机科创文化产业发展（北京）有限公司”），并于2020年4月完成工商变更，变更之后，原实际控制人刘美产持股比例降为30%。然而，在违约前夕（2020年10月28日），成龙建设的股权再度发生变更，刘美产再度成为公司的控股股东。

（三）发债主体的经营状况和偿债能力分析

在本小节对发债主体做信用分析时，考虑到近几年财务数据的可得性和可比性，我们从133家发债样本企业中剔除了5家企业，最终形成的分析样本数为128家。

1. 营业收入：增速较快

营业收入是对企业经营规模的反应。2020年前三季度，样本企业的营业收入平均值和中位数分别为691.22亿元和205.14亿元，分别比上年同期增长了15%和10%。2020年前三季度，建筑业总产值累计同比增速为3.4%。相比较来看，样本企业的营业收入增速明显高于建筑业总产值增速。这或许是因为，发债企业是建筑业头部企业，而头部企业营业收入增长更快。

从绝对规模来看，2019年营业收入超过1000亿元的样本企业有26家，占比为20.3%；2020年营业收入超过1000亿元的样本企业预计将增加3家。

2020年前三季度，营业收入同比增长的企业有93家，同比下降的企业有20家。其中，深圳市名家汇科技股份有限公司（以下简称“名家汇”）在2020年前三季度的营业收入比上年同期下降了67.2%，降幅最大。名家汇主营业务为照明工程，属于建筑行业的专业工程子领域。在2020年第三季度报告中，名家汇表示，营业收入大幅减少“主要系报告期新增施工项目减少所致”。

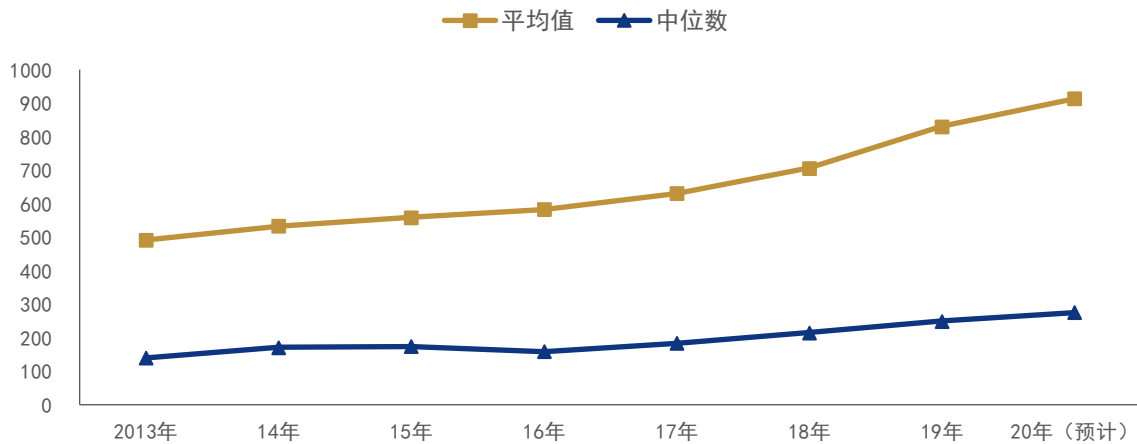


图 18: 样本企业的营业收入 (单位: 亿元)

注: 除非特别说明, 均值指简单平均值; 数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

数据显示 (见图18), 样本企业营业收入的中位数一直大幅低于平均值, 这是由于样本中出现了一些数值较大的个体拉高了平均数。此外, 样本企业营业收入平均值的增速明显快于中位数的增速。这从另一个侧面反映出建筑业的头部集中度较高。

我们预计, 2021年, 样本企业的营业收入将继续受益于新签合同额的快速增长, 全年营业收入增速料保持两位百分数。

2. 新签合同额: 境内增速高于境外

新签合同额是需求的反应, 新签合同额越大、增速越快, 未来营业收入的保障程度越高。由于缺乏统一可获的数据来源, 我们仅收集了部分上市公司的新签合同额 (见表1)。

表 1: 2020年1-9月新签合同额同比增速

序号	企业	简称	新签合同额 同比增速	境内新签合同 额同比增速	境外新签合同 额同比增速
1	四川路桥建设集团股份有限公司	四川路桥	38.0%	-	-
2	中国冶金科工股份有限公司	中国中冶	31.1%	-	-24.1%
3	中国电力建设股份有限公司	中国电建	30.2%	31.4%	27.0%
4	中国化学工程股份有限公司	中国化学	27.8%	54.8%	-30.4%
5	中国铁建股份有限公司	中国铁建	24.7%	25.9%	12.1%
6	中国中铁股份有限公司	中国中铁	24.3%	25.3%	7.0%
7	中国能源建设股份有限公司	中国能源建设	14.5%	13.6%	16.2%
8	上海隧道工程股份有限公司	隧道股份	14.4%	-	-
9	中国交通建设股份有限公司	中国交建	12.5%	-	-7.0%
10	中国建筑股份有限公司	中国建筑	10.3%	9.9%	17.1%

序号	企业	简称	新签合同额 同比增速	境内新签合同 额同比增速	境外新签合同 额同比增速
11	中国葛洲坝集团股份有限公司	葛洲坝	7.9%	10.7%	3.7%
12	上海建工集团股份有限公司	上海建工	1.7%	-	-
13	重庆建工集团股份有限公司	重庆建工	-18.4%	-	-
14	中铝国际工程股份有限公司	中铝国际	-29.7%	-	-

资料来源：公开资料，远东资信整理

根据收集到的14家企业数据，2020年1-9月，新签合同额同比增速平均值为13.5%。其中，四川路桥、中国中冶、中国电建的新签合同额同比增速较快，都超过了30%；中铝国际、重庆建工的新签合同额同比负增长。2020年前三季度，建筑业新签合同额同比增速为8.76%；相比来看，上述14家企业的新签合同额同比增速（平均值）更快。不过，这14家企业均为行业内的头部企业，其增速可能无法完全代表全部发行人的增速平均水平。

从可获数据来看，境内新签合同额同比增速平均值为24.5%，而境外新签合同额同比增速平均值为2.4%，境内增速明显快于境外。国外疫情蔓延迟迟得不到有效遏制，以及国内扩大内需的拉动作用，两者合力或是造成境内、外新签合同额同比增速差异巨大的原因。我们预计，2021年，样本企业新签合同额，并将继续拉动营业收入较快增长。

3.盈利水平：探底之后或企稳

毛利率和EBITDA利润率（即EBITDA/营业收入×100%）反映了企业的盈利水平。总体来看，建筑业的盈利水平普遍不高，虽然近年来出现盈利水平小幅下滑，但已基本趋向稳定。

从毛利率来看（见图19），2019年全年，样本企业毛利率平均值和中位数分别为12.0%和10.1%，较上年度分别下降0.5个百分点和0.7个百分点。2020年前三季度，样本企业毛利率平均值为12.2%，和上年同期持平；毛利率中位数为10.5%，较上年同期升高0.7个百分点。

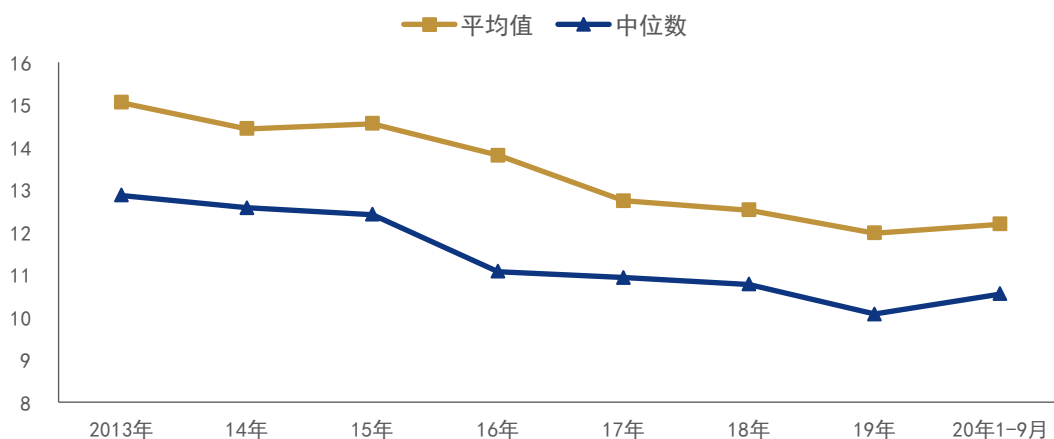


图 19：样本企业毛利率（单位：%）

注：除非特别说明，均值指简单平均值；数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从EBITDA利润率来看（见图20），2019年，样本企业EBITDA利润率平均值和中位数分别为7.1%和6.4%，较上年分别下降1.2个百分点和0.1个百分点。其中，中位数基本稳定，但平均值下降幅度相对较大。2019年，平均值下降幅度较大的部分原因是，大部分样本企业的EBITDA利润率出现了不同幅度下降；2019年，128家样本企业中，有80家企业的EBITDA利润率较上年下降。此外，2019年，有2家样本企业的EBITDA为负值，且负值规模相对较大，也拉低了平均值水平。

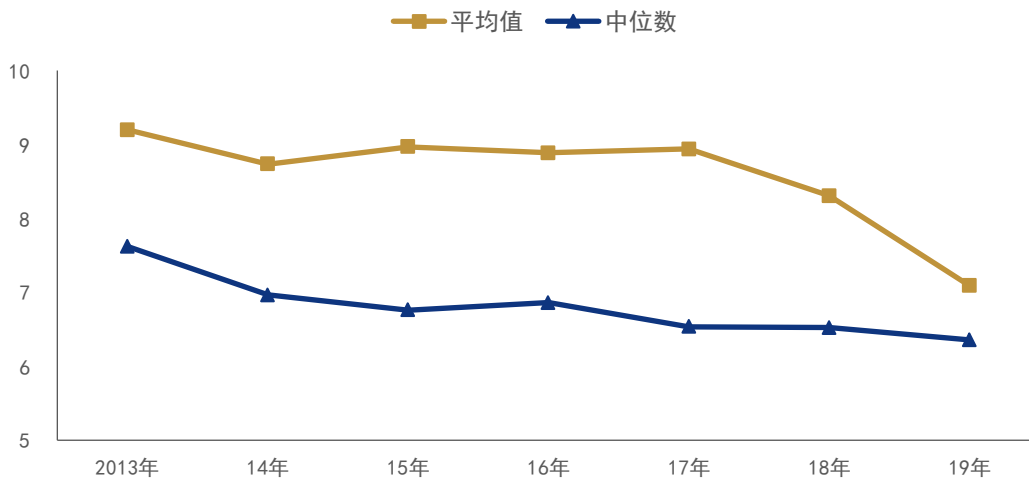


图 20：样本企业 EBITDA 利润率（单位：%）

注：除非特别说明，均值指简单平均值；数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

上述两家2019年EBITDA利润率较差的企业分别是棕榈生态城镇发展股份有限公司（以下简称“棕榈生态”）和南京建工产业集团有限公司（以下简称“南京建工”）。其中，南京建工2019年已发生债券违约。棕榈生态2019年的净利润和营业利润均为负值；2020年前三季度，棕榈生态的营业收入已超过上年全年，净利润和营业利润已转为正值，盈利能力有所修复。

综合来看，在经过疫情冲击之后，我们预计2021年样本企业的盈利水平将保持基本稳定，或有所提升。如果建筑材料价格普遍升高，建筑业的盈利能力或将面临一定考验。

4. 营运效率：周转效率出现下降，收现能力稳中有升

由于盈利水平普遍不高，建筑企业的营运效率对企业的生存发展至关重要。我们以应收账款周转天数、存货周转天数、长期应收款和无形资产周转天数、现金收入比等四个基础指标来观察样本企业的营运效率。

应收账款周转天数主要反应工程结算之后的回款周期，即业主方在结算之后，需要多久才能完成款项支付。应收账款天数越长，说明建筑企业的回款周期越长。2019年，样本企业的应收账款周转天数平均值和中位数分别为118天和87天；其中，平均值比上年增加6天，中位数比上年减少2天。2020年前三季度，受疫情冲击，样本企业的应收账款周转效率有所下降，全年周转天数预计将有所升高（见图21）。

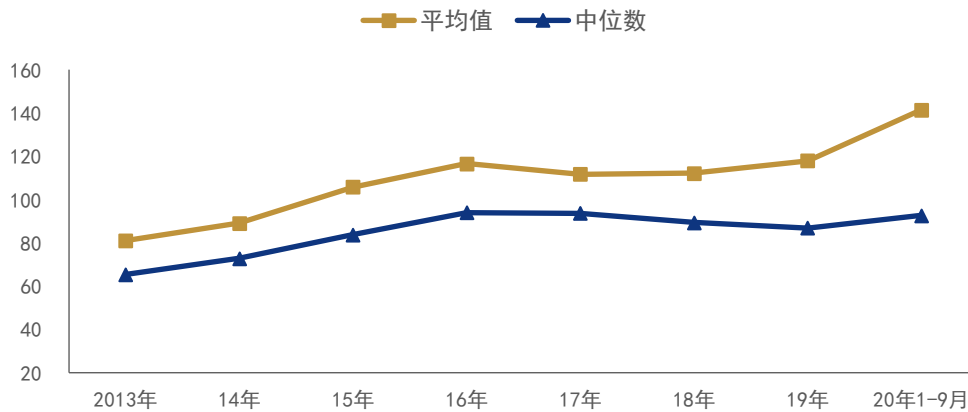


图 21: 样本企业应收账款周转天数 (单位: 天)

注: 应收账款周转天数=365÷[营业收入÷(应收账款期初期末均值+应收票据期初期末均值)]; 计算2020年1-9月的(年化)应收账款周转天数时, 公式调整为270÷[前三季度营业收入÷(应收账款期初期末均值+应收票据期初期末均值)]; 除非特别说明, 均值指简单平均值; 数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源: Wind 资讯、远东资信整理

计算结果显示, 亚厦控股有限公司和深圳洪涛集团股份有限公司的应收账款周转率较差, 2019年周转天数都超过了365天(1年), 两家公司的主营业务均为建筑装饰装修。2018年和2019年, 深圳洪涛集团股份有限公司的应收账款周转天数分别为496天和523天, 2020年前三季度数据显示, 该公司应收账款周转率或进一步下降。

存货周转天数主要反应的是已完工未结算款的结算周期, 即业主方在工程完工后需要多久完成工程结算。存货周转天数越长, 说明工程结算拖延的时间越长。2019年, 样本企业的存货周转天数平均值和中位数分别为179天和141天, 较上年分别增加了5天和3天。和应收账款相比, 存货周转天数的缓慢升高趋势较为明显。2020年前三季度, 存货周转率继续下降, 全年存货周转天数或进一步增长(见图22)。

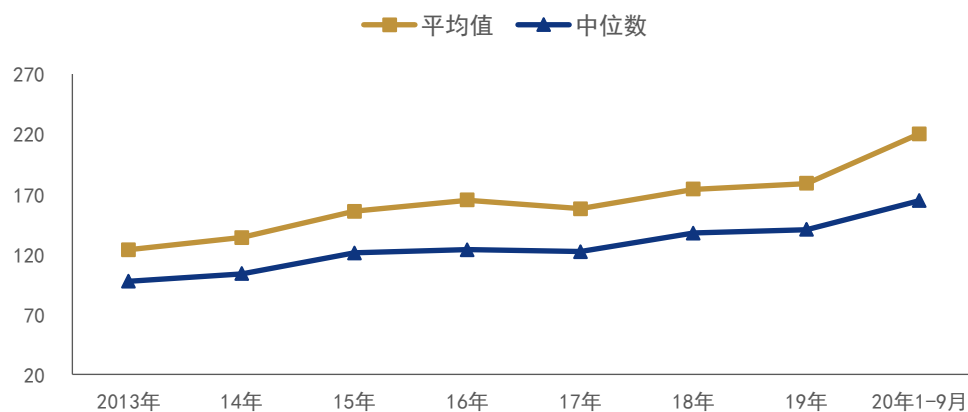


图 22: 样本企业存货周转天数 (单位: 天)

注: 存货周转天数=365÷[营业成本÷(存货期初期末均值+合同资产期初期末均值)]; 计算2020年1-9月的(年化)存货周转天数时, 公式调整为270÷[前三季度营业成本÷(存货期初期末均值+合同资产期初期末均值)]; 除非特别说明, 均值指简单平均值; 数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源: Wind 资讯、远东资信整理

计算结果显示，山东美晨生态环境股份有限公司（以下简称“美晨生态”）和棕榈生态等两家企业的存货周转率较差。2019年，美晨生态的存货周转天数高达901天，棕榈生态的存货周转天数则为967天。2020年前三季度数据显示，棕榈生态的存货周转率出现大幅好转，2020年全年周转天数有望大幅缩减；然而，美晨生态的存货周转率并没有出现好转迹象，2020年全年周转天数或将和上年基本持平，甚至小幅升高。

营业周期为应收账款周转天数和存货周转天数之和，相当于建筑企业的结算回款周期之和。营业周期越短，说明企业的营运资金周转效率越高。2019年，样本企业的营业周期平均值和中位数分别为297天和235天；其中，平均值较上年增加11天，中位数较上年减少11天。2020年前三季度，由于应收账款周转率和存货周转率的下降，营业周期相应也会拉长，全年营业周期天数料升高。

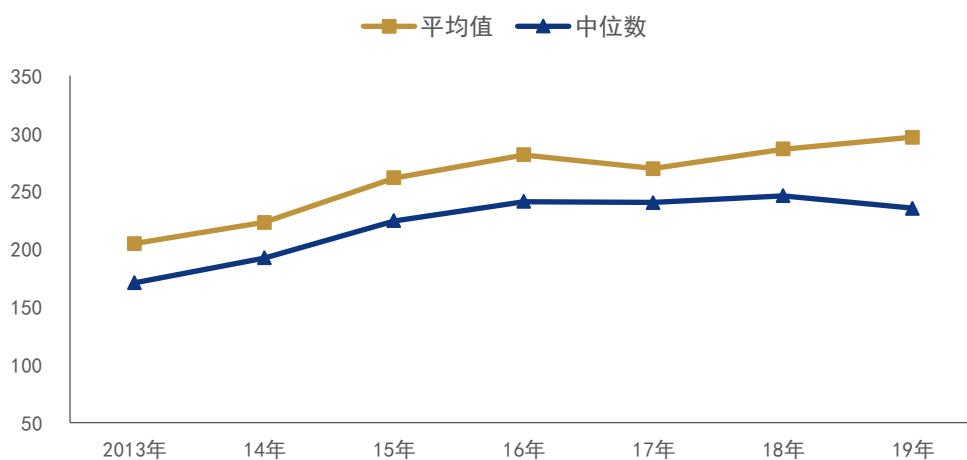


图 23：样本企业营业周期（单位：天）

注：营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数；除非特别说明，均值指简单平均值；数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源：Wind 资讯、远东资信整理

长期应收款和无形资产周转天数主要反应企业在BT和PPP等投资类项目上的投资周期。2019年，样本企业的长期应收款和无形资产周转天数平均值和中位数分别为113天和56天，较上年分别增加9天和8天。有些企业参与BT和PPP项目较少或基本不参与，这会导致不同企业之间的周转天数有较大差异。2020年，为应对疫情冲击，拉动内需，一些企业，特别是国有企业参与的投资类项目增多，长期应收款和无形资产周转天数将会进一步增加。

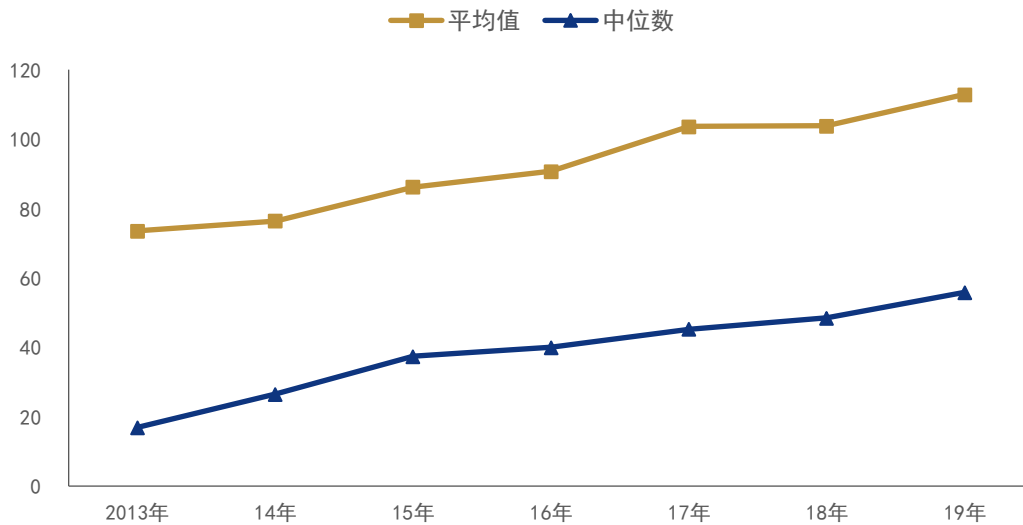


图 24: 样本企业长期应收款和无形资产周转天数 (单位: 天)

注: 长期应收款和无形资产周转天数=365÷[营业收入÷(长期应收款期初期末均值+无形资产期初期末均值)]; 除非特别说明, 均值指简单平均值; 数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源: Wind 资讯、远东资信整理

现金收入比, 即销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入之比, 主要反应了企业的收现能力。2019年, 样本企业现金收入比平均值和中位数分别为 0.96 (倍) 和 0.97 (倍), 略高于上年水平。2020 年前三季度数据显示, 样本企业的现金收入比在疫情冲击之下并没有下降, 反而较上年同期小幅提高。在周转率下降、周转天数升高的情况下, 现金收入比的稳定可视为积极信号。

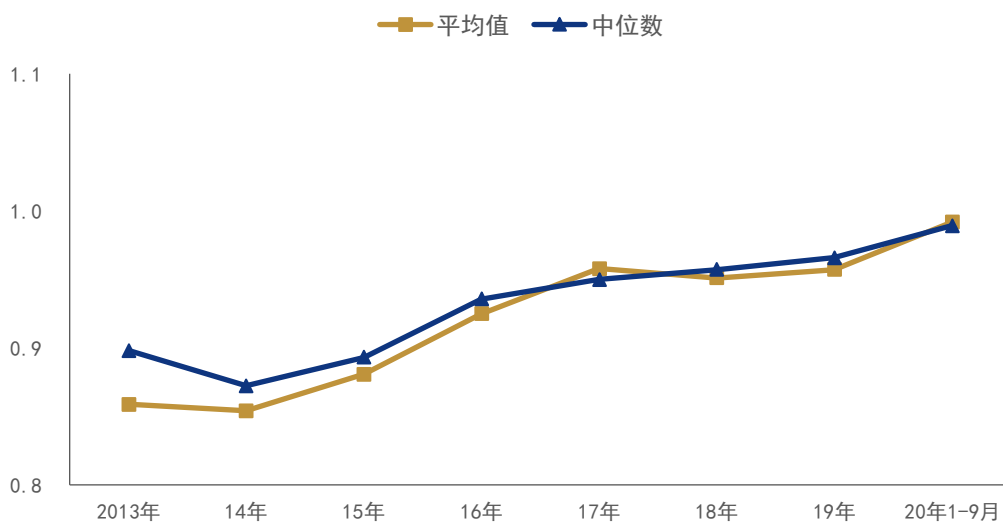


图 25: 样本企业现金收入比 (单位: 倍)

注: 现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入; 除非特别说明, 均值指简单平均值; 数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源: Wind 资讯、远东资信整理

综合来看，2020年，因受疫情冲击影响，样本企业的周转效率出现下降，但收现能力保持稳定。2021年，随着经济的复苏，建筑业整体的营运效率或将得以提升。

5. 负债水平和偿债能力：负债水平小幅升高、偿债能力保持稳定

总债务和EBITDA之比，主要体现了企业的负债水平。2019年，样本企业的总债务/EBITDA平均值和中位数分别为7.28和6.81；其中，平均值和上年持平，中位数较上年升高0.41。由于分项数据尚不可得，2020年的总债务和EBITDA暂时无法计算；但是，从资产负债率观察，2020年9月末，样本企业的负债水平较上年同期小幅升高。2020年9月末，浙江省建设投资集团有限公司、武汉建工集团股份有限公司、陕西建工集团有限公司等3家企业的资产负债率都突破了90%。

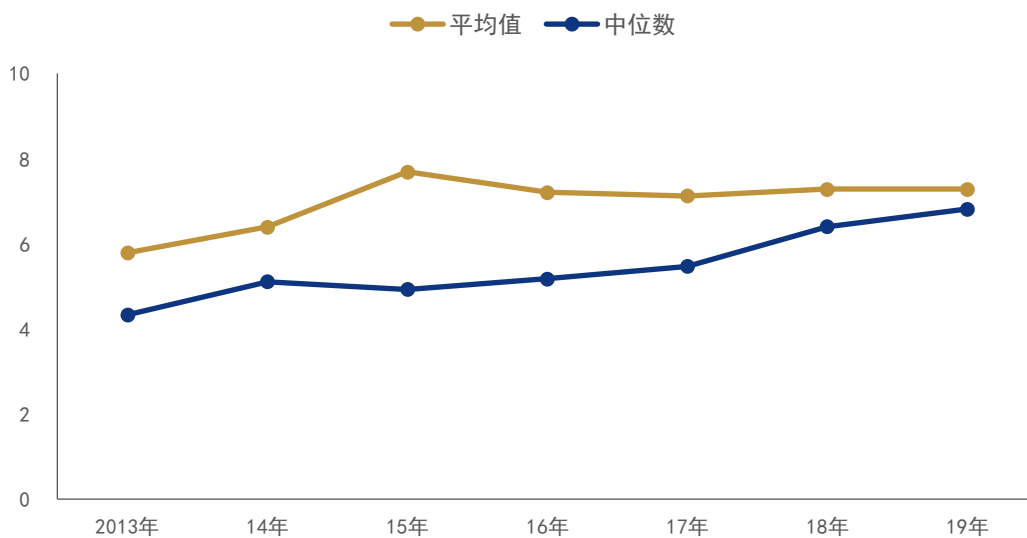


图 26：样本企业的总债务和 EBITDA 之比（倍）

注：除非特别说明，均值指简单平均值；数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源：Wind 资讯、远东资信整理

EBITDA利息保障倍数，体现了企业的偿债能力（主要是利息覆盖水平）。2019年，样本企业的EBITDA利息保障倍数平均值和中位数分别为4.88和3.47，较上年分别下降0.15和0.62。整体来看，样本企业的盈利水平虽然有所下降、负债率有所升高，但是，在营业收入增长、融资成本下降的对冲下，EBITDA对利息的覆盖仍然比较充分。

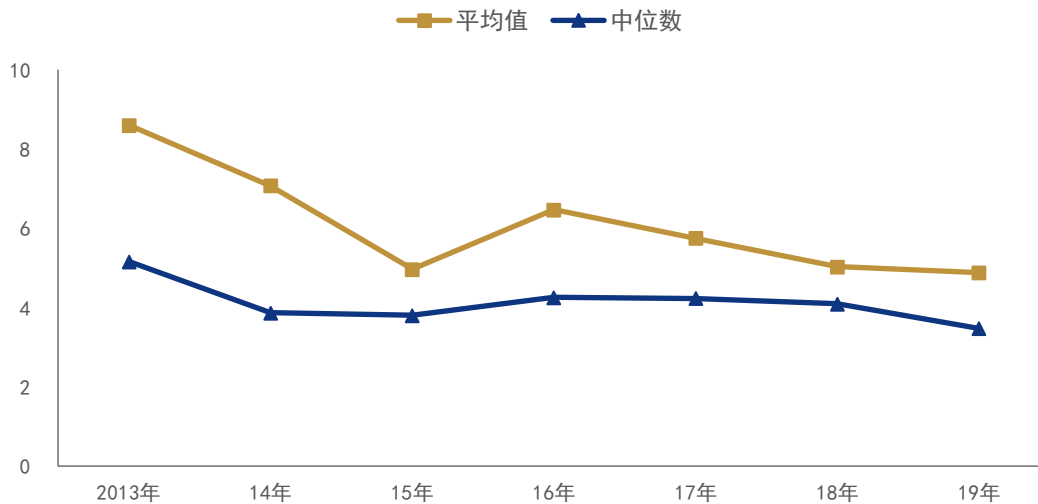


图 27：样本企业 EBITDA 利息保障倍数（倍）

注：除非特别说明，均值指简单平均值；数据可得性造成各年度样本数量有所不同。

资料来源：Wind 资讯、远东资信整理

整体来看，虽然2020年样本企业的负债水平小幅升高，但其偿债能力料基本保持稳定。2021年，营业收入将因新签合同额的较快增长而持续扩张，从而能够抵消偿债支出的升高。另一方面，随着疫情影响的淡化，2021年，样本企业的负债水平或稳中有降，偿债压力有望得到一定程度的缓解。

五、建筑行业信用展望

综合上文的陈述和分析，远东资信对未来12个月建筑行业和相关发债企业的表现做出如下判断：

从固定资产投资的三大领域来看，制造业投资或将迎来快速增长，基础设施投资或延续复苏，房地产开发投资则面临高压政策的束缚。2021年，制造业投资或因为2020年低基数效应以及疫情之后的强劲复苏而快速增长，从而利好建筑专业工程领域。虽然财政政策的力度或边际下降，但基础设施投资仍将因扩大内需战略和补短板政策的落地而继续复苏增长，基建领域企业或将持续受益。高压政策对房地产开发投资或形成抑制，以住宅类为主的房屋建筑企业或受负面影响。

从需求来看，新签合同额的快速增长将持续支撑营业收入的扩张。2020年，在疫情冲击之下，建筑业新签合同额增速却逆势加快。新签合同额的快速增长增加了建筑行业的在手订单额，并为2021年的营业收入增长奠定了坚实的基础。海外业务方面，在疫情得到控制、疫苗能够量产并接种的前提下，建筑业对外承包工程或将迎来反弹。

从供给来看，建筑业产值或继续向头部企业集中，头部企业将在建筑工业化转型中获得优势。近年来，拥有总承包特级资质和一级资质的头部企业的总产值占比持续提升，在资质改革之后，拥有原总承包特级资质的企业的项目承揽能力将进一步增大，建筑业产值规模将更加集中于头部企业。同时，拥有技术优势和规模优势的头部企业，也将在建筑业工业化转型和发展绿色建筑等“十四五”规划的重点方向上获得优势。

从生产成本来看，建筑材料价格或仍将上涨。近期，相关PPI分项数值以及水泥、螺纹钢等主要建筑材料价格环比开始出现连续上涨。2021年，在新订单不断扩张和疫情之后的强劲复苏环境下，建筑材料或因相关原材料价格的升高而涨价，建筑企业的成本压力或将增大。

从我们对建筑发债企业的观察结果来看，各项指标数据表现不一。正面因素方面，样本企业的营业收入和部分上市公司的新签合同额增速较快，未来收入规模或继续受益于新订单的快速增长；现金收入比在疫情冲击下保持稳定，甚至出现小幅升高；EBITDA利息保障倍数在负债水平升高的情况下基本稳定。负面因素方面，应收账款周转率和存货周转率双降，导致营业周期天数增加；样本企业负债水平出现小幅抬升。此外，样本企业的盈利能力或将迎来触底回升。从存量债券角度来看，超过九成的债券余额都来自国有企业，其中大部分为中央国有企业，强大的国资股东背景在一定程度上可以对信用起到有力支撑。同时，绝大部分样本企业的展望都是“稳定”。

综合各方面因素，我们认为，未来12个月，中国建筑行业的信用展望为稳定。

附表：建筑行业发债主体样本

序号	发行人	主体信用等级
1	安徽鸿路钢结构(集团)股份有限公司	AA
2	安徽建工集团股份有限公司	AA+
3	北方国际合作股份有限公司	AA+
4	北京城建集团有限责任公司	AAA
5	北京建工集团有限责任公司	AAA
6	北京市政路桥股份有限公司	AA+
7	成都建工集团有限公司	AA+
8	成都兴城投资集团有限公司	AAA
9	成龙建设集团有限公司	C
10	福建福晟集团有限公司	C
11	福建建工集团有限责任公司	AA+
12	福州建工(集团)总公司	AA
13	甘肃省公路交通建设集团有限公司	AAA
14	广东腾越建筑工程有限公司	AA
15	广西建工集团有限责任公司	AAA
16	广州市建筑集团有限公司	AA+
17	贵州交通建设集团有限公司	AAA
18	黑龙江省建设投资集团有限公司	AA
19	湖南建工集团有限公司	AA+
20	花王生态工程股份有限公司	AA-
21	江河创建集团股份有限公司	AA+

序号	发行人	主体信用等级
22	江苏南通二建集团有限公司	AA+
23	江苏南通三建集团股份有限公司	AA+
24	江苏省华建建设股份有限公司	AA
25	江苏省建工集团有限公司	AA-
26	江苏中南建筑产业集团有限责任公司	AA
27	岭南生态文旅股份有限公司	AA
28	美尚生态景观股份有限公司	AA
29	南京建工产业集团有限公司	C
30	宁波建工股份有限公司	AA
31	荣盛建设工程有限公司	AA-
32	森特士兴集团股份有限公司	AA-
33	山东电力建设第三工程有限公司	AA+
34	山东高速路桥集团股份有限公司	AA+
35	山东美晨生态环境股份有限公司	AA
36	山东省路桥集团有限公司	AA+
37	山西建设投资集团有限公司	AAA
38	山西路桥建设集团有限公司	AA+
39	山西园区建设发展集团有限公司	AA
40	陕西建工集团股份有限公司	AAA
41	陕西建工控股集团有限公司	AAA
42	上海城建(集团)公司	AAA
43	上海建工集团股份有限公司	AAA
44	上海浦东发展(集团)有限公司	AAA
45	上海浦东路桥建设股份有限公司	AA+
46	上海全筑建筑装饰集团股份有限公司	AA
47	上海隧道工程股份有限公司	AAA
48	深圳洪涛集团股份有限公司	AA-
49	深圳市建艺装饰集团股份有限公司	AA-
50	深圳市名家汇科技股份有限公司	AA-
51	深圳市奇信集团股份有限公司	AA-
52	深圳市铁汉生态环境股份有限公司	AA
53	深圳市郑中设计股份有限公司	AA-
54	深圳文科园林股份有限公司	AA-
55	十一冶建设集团有限责任公司	AA
56	四川路桥建设集团股份有限公司	AAA

序号	发行人	主体信用等级
57	苏州风景园林投资发展集团有限公司	AA
58	天域生态环境股份有限公司	AA-
59	武汉东湖高新集团股份有限公司	AA
60	武汉航空港发展集团有限公司	AA+
61	武汉建工集团股份有限公司	AA
62	武汉市市政建设集团有限公司	AA
63	欣捷投资控股集团有限公司	AA
64	新疆北新路桥集团股份有限公司	AA
65	新疆交通建设集团股份有限公司	AA
66	邢台路桥建设总公司	AA
67	亚厦控股有限公司	AA
68	兖矿东华建设有限公司	AA
69	扬州建工控股有限责任公司	AA
70	云南省建设投资控股集团有限公司	AAA
71	浙江交工集团股份有限公司	AA+
72	浙江交通科技股份有限公司	AA+
73	浙江省建设投资集团有限公司	AA+
74	中电建路桥集团有限公司	AAA
75	中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司	AA+
76	中国电建市政建设集团有限公司	AA+
77	中国电力建设股份有限公司	AAA
78	中国葛洲坝集团股份有限公司	AAA
79	中国核工业建设股份有限公司	AAA
80	中国化学工程股份有限公司	AAA
81	中国化学工程集团有限公司	AAA
82	中国建材国际工程集团有限公司	AA
83	中国建筑第八工程局有限公司	AAA
84	中国建筑第二工程局有限公司	AAA
85	中国建筑第六工程局有限公司	AAA
86	中国建筑第七工程局有限公司	AAA
87	中国建筑第三工程局有限公司	AAA
88	中国建筑第四工程局有限公司	AAA
89	中国建筑第五工程局有限公司	AAA
90	中国建筑股份有限公司	AAA

序号	发行人	主体信用等级
91	中国建筑国际集团有限公司	AAA
92	中国建筑一局(集团)有限公司	AAA
93	中国交通建设股份有限公司	AAA
94	中国交通建设集团有限公司	AAA
95	中国能源建设股份有限公司	AAA
96	中国水利水电第八工程局有限公司	AA+
97	中国水利水电第七工程局有限公司	AA+
98	中国水利水电第十六工程局有限公司	AA+
99	中国水利水电第十四工程局有限公司	AA+
100	中国水利水电第十一工程局有限公司	AA+
101	中国水利水电第四工程局有限公司	AA+
102	中国水利水电第五工程局有限公司	AA+
103	中国铁建股份有限公司	AAA
104	中国冶金科工股份有限公司	AAA
105	中国冶金科工集团有限公司	AAA
106	中国中材国际工程股份有限公司	AAA
107	中国中铁股份有限公司	AAA
108	中化岩土集团股份有限公司	AA
109	中建国际投资集团有限公司	AAA
110	中建海峡建设发展有限公司	AA+
111	中建交通建设集团有限公司	AA
112	中建科工集团有限公司	AA+
113	中建三局集团有限公司	AAA
114	中交城市投资控股有限公司	AA+
115	中交第二公路工程局有限公司	AAA
116	中交第二航务工程局有限公司	AAA
117	中交第三公路工程局有限公司	AA+
118	中交第三航务工程局有限公司	AAA
119	中交第四公路工程局有限公司	AAA
120	中交第四航务工程局有限公司	AAA
121	中交第一航务工程局有限公司	AAA
122	中交路桥建设有限公司	AAA
123	中交疏浚(集团)股份有限公司	AAA
124	中交天津航道局有限公司	AA+
125	中交一公局集团有限公司	AAA

序号	发行人	主体信用等级
126	中铝国际工程股份有限公司	AA+
127	中煤地质集团有限公司	AA
128	中煤矿山建设集团有限责任公司	AA
129	中天建设集团有限公司	AA+
130	中铁十六局集团有限公司	AA+
131	重庆建工集团股份有限公司	AA+
132	重庆市中科控股有限公司	AA
133	棕榈生态城镇发展股份有限公司	AA

注：信用等级来自2020年11月30日的可获数据，且来自国内评级机构（除中债资信）；不同评级机构对同一主体给出的信用等级可能存在不一致。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。