

建筑工程施工企业信用分析

2020 年 10 月 13 日

要点

- 根据我们对 53 家企业的案头分析，我们发现除了央企优势明显外，部分央企工程局、地方国有企业和民营企业也凭借其相对较大的业务规模、较好的经营效率或较低的财务风险，在同类企业中出类拔萃。
- 我们认为建筑工程施工行业竞争激烈，但周期性波动一般，行业风险处于中偏高的水平。
- 建筑工程施工企业的竞争激烈、利润率普遍较低，因此，我们认为业务规模、范围和多样性，以及经营效率对本行业企业的业务状况至关重要。
- 当下市场环境中，影响建筑企业杠杆的因素主要是工程结算和收款的周转效率，以及政府和社会资本合作模式（PPP）等投融资项目的投入力度。

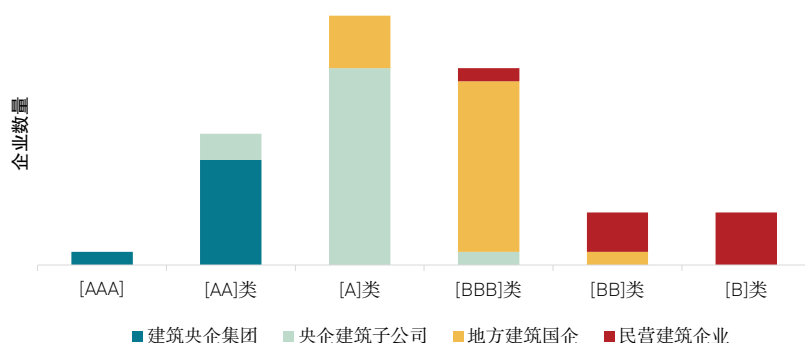
概述

本文旨在通过对建筑工程施工企业业务和财务数据的梳理和分析，展示标普信评分析建筑工程施工企业的基本思路，以及影响该行业企业信用质量的关键因素。我们按照标普信评工商企业评级方法论的分析框架，利用公开信息，对 53 家建筑工程施工企业进行案头分析，得出了我们对每家企业信用质量相对高低的初步观点，总结为我们所称的“潜在主体信用质量”。同时，为了解这些企业各项重要指标在全行业的相对位置，我们也分析了包括这 53 家企业在内共计 161 家建筑工程施工公司的业务和财务情况。

53 家样本企业的潜在主体信用质量分布如下图所示。

图1

53家样本企业潜在主体信用质量分布



资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师

任映雪

北京

+86 10 6516 6037

Yingxue.Ren

@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10 6516 6028

renyuan.zhang

@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

+86 10 6516 6033

Kexin.Wang

@spgchinaratings.cn

王璜

北京

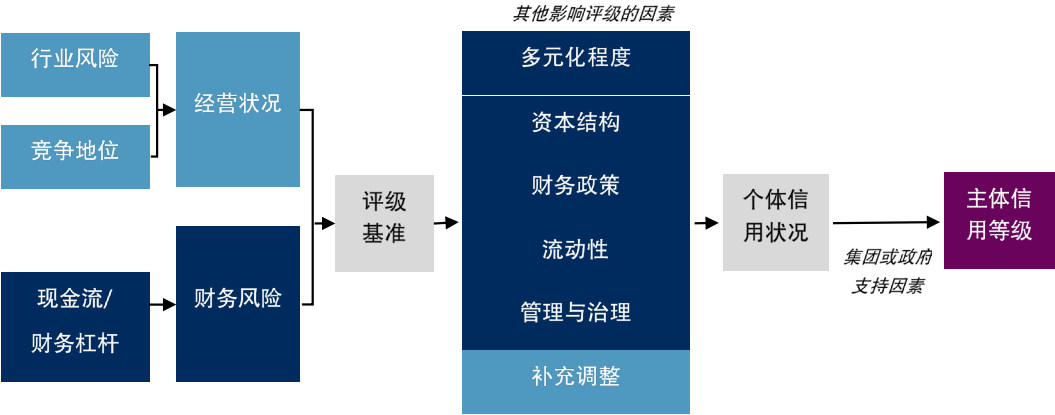
+86 10 6516 6029

Huang.Wang

@spgchinaratings.cn

本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

图2



资料来源：标普信评。
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

一般情况下，我们会从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位，并结合行业风险得出企业的业务状况。

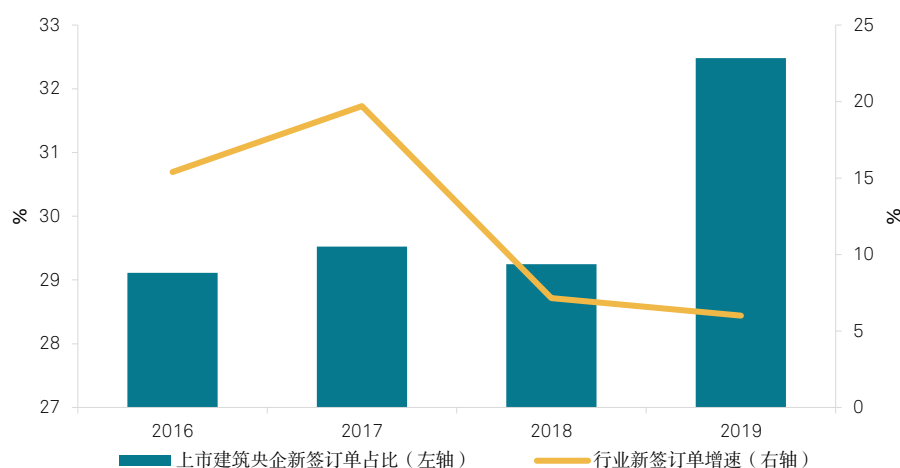
行业风险

一般情况下，我们从行业竞争格局和行业周期性两个维度评判行业风险高低。我们认为建筑工程施工行业的行业风险处于较高水平（4），在我们六档行业打分中位居中等偏上水平。这是由于我们认为建筑工程施工行业竞争较为激烈，但周期性波动不大。

我们认为，中国建筑工程施工行业的首要特征是行业集中度低，市场化程度高，同质化竞争十分激烈。根据国家统计局，截至 2018 年中国建筑业企业多达 96,544 家。近年来，行业集中度有所提升，但仍处于偏低水平。2016 年以来，伴随固定资产投资增速放缓，行业新签订单增速下降，但处于头部的 8 家上市建筑央企集团的新签订单金额占比却由 2016 年的 29% 提升至 2019 年的 33%，其他企业的市场份额进一步压缩，行业竞争加剧。

图3

行业新签订单增速放缓，头部企业集中度上升



注：上市建筑央企包括中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国化学、葛洲坝，以及中国电力建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司。

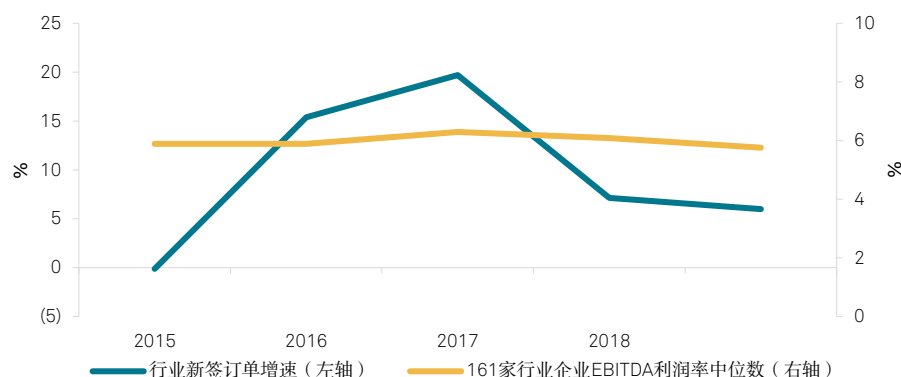
资料来源：上市公司公告，国家统计局，Wind。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，建筑行业的周期性相对一般。行业内部子行业众多，房建、基建和专业工程这几个主要领域的需求驱动因素各异，存在此消彼长的情况。而近乎充分竞争的业态使得全行业的利润水平稳定维持在较为均衡的状态，行业需求的波动对企业利润率的影响较为有限。

图4

行业利润水平在需求波动下保持基本稳定



注：161家企业为分析基础，统计中不包含在观察年份未披露经营或财务数据的企业。

资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

竞争地位分析

我们一般从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。

由于同质化竞争激烈，建筑工程施工企业的利润率普遍较低，且企业之间差异不明显。企业想要获得更大的利润规模，主要依靠增加订单和收入的规模。工程项目所覆盖的区域、主要客户行业集中程度等则是影响企业订单和收入多寡的关键因素。因此，我们认为，业务规模、范围和多样性对本行业企业非常重要。同时，较低的利润率水平也对建筑企业的工程结算效率和成本费用控制提出了很高的要求。因此，经营效率也是我们评价本行企业业务状况时非常看重的一个因素。

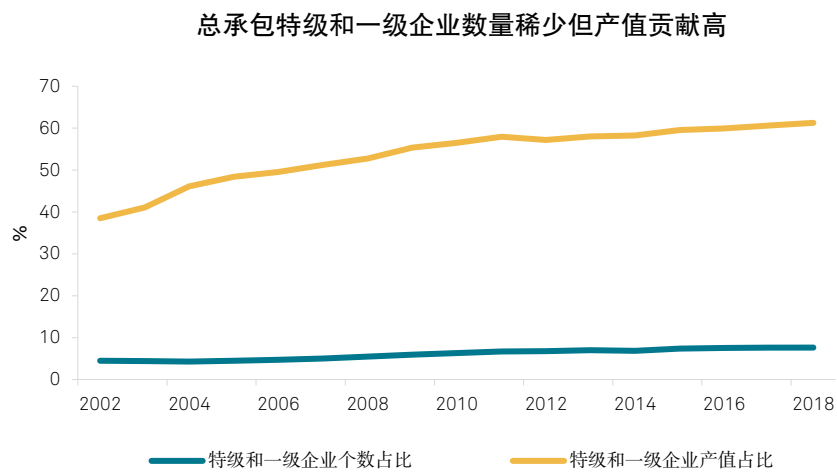
竞争优势

标普信评认为，建筑工程施工企业的竞争优势体现在施工技术能力和资质等级、工程施工履约记录、行业口碑和品牌认可度、关键市场或地区的市场份额等方面。我们认为，建筑企业的较强竞争优势是实现更强规模范围和多元性以及更好经营效率的基础条件。

建筑施工资质是业内衡量企业施工技术和过往履约业绩综合指标。根据住建部颁布的《建筑业企业资质等级标准》，施工总承包资质设有 12 个类别，一般分为 4 个等级（特级、一级、二级、三级）；专业承包资质设有 36 个类别，一般分为 3 个等级（一级、二级、三级）。

建筑业从业企业数量众多，企业之间技术实力和资质水平差异很大。掌握较强施工技术的企业在全行业中占比很小，但却创造了行业大部分的产值。根据国家统计局，截至 2018 年末具备总承包特级和一级资质的企业约 7,300 家，全行业占比不到 8%，却贡献了超过 60% 的总产值。

图5

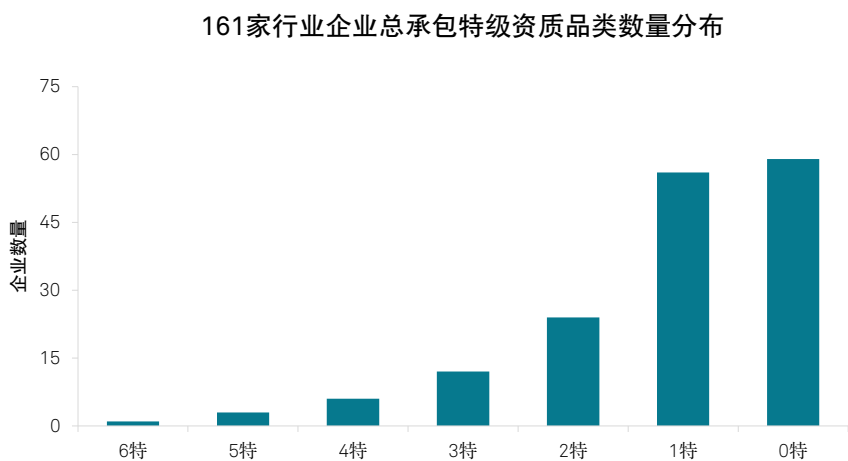


资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，建筑资质等级高且覆盖领域广泛的企业在市场拓展方面通常具有优于同业的竞争优势。这些企业往往更有能力承揽合同金额较高的大型复杂工程，也具有跨领域发展业务的基础条件。

我们以企业拥有的特级资质种类数量作为考量企业工程施工能力的一个角度。在 161 家行业企业中，拥有 3 类或更多特级总承包资质的企业占比不到 14%，没有或只有 1 类特级资质的企业占了大部分。后者往往专注在某个细分领域，或者处于产业链更上游的细分板块，如园林环境、建筑装饰、钢结构等。

图6

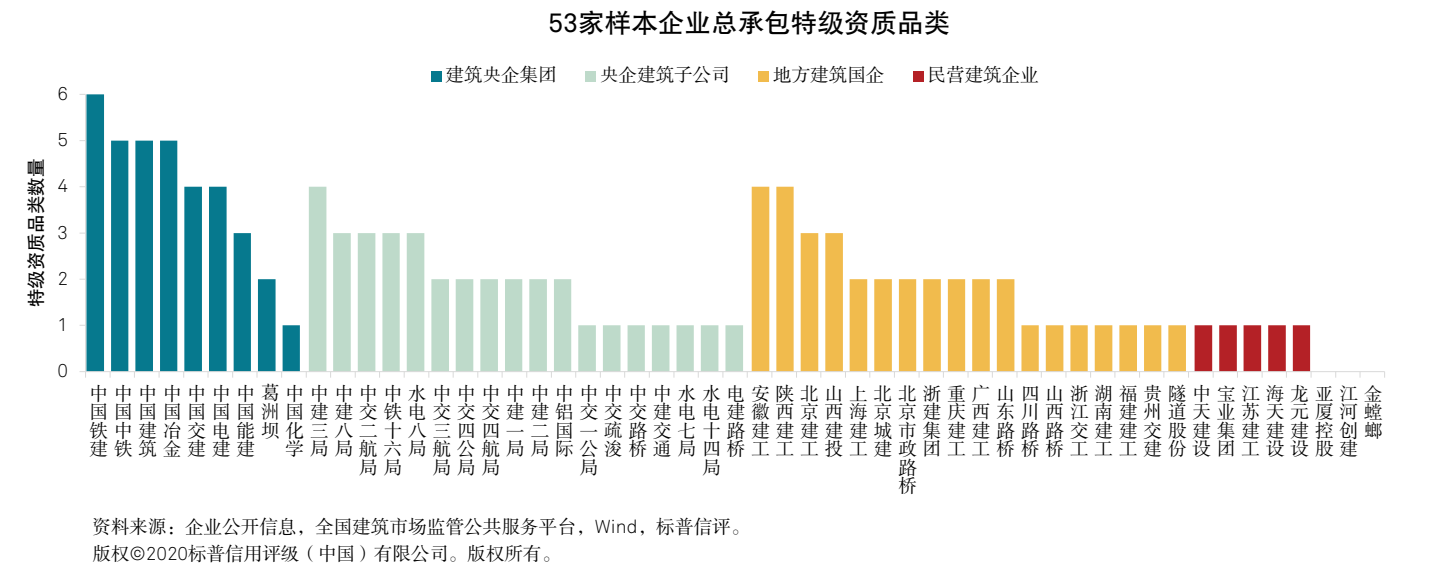


资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在 53 家样本企业中，以中国铁建、中国中铁、中国建筑为代表的建筑央企集团在特级资质数量方面具有突出的优势。随着业务的不断发展，建筑央企集团已从在某些领域具备一技之长的专业工程集团，发展为全品类、全资质的综合性建筑集团。这些集团在高难度房建、基建和专业工程施工领域具有国内乃至是世界顶尖的建筑施工技术，大型复杂工程的履约能力很强。央企建筑子公司的资质水平在全行业内也具有一定的优势，根据专业方向的不同，施工技术强项各有侧重。地方建筑国企则以房

建和路桥建设为主要方向，普遍而言，施工技术的高精尖程度和综合性弱于建筑央企集团。民营样本企业以房建和建筑装饰类企业为主，这些企业施工技术相对单一，往往处于行业偏弱水平。

图7



我们认为，资质优势是建筑企业实现更大业务规模和更好经营效率的必要条件，但非充分条件。拥有较大的规模或较好经营效率的公司大部分都拥有较强的资质水平，但不代表所有拥有较强资质水平的企业都能在规模和效率方面做到出类拔萃。除了高等级资质的品类和数量，我们还会关注企业能否将现有的施工技术实力有效转化为所处市场的品牌认可度，获得与之相匹配的订单承揽能力和市场份额，进而获得稳定的收入和利润。我们通常会将资质与企业的投标成功率、新签订单规模和增速等指标结合在一起分析。

除了资质，我们认为，竞争优势较强的建筑企业应当同时具备稳定可靠的工程履约记录、高难度复杂工程的履约经验、业内专业奖项的获奖记录等。这些有助于企业树立品牌认可度，提升项目承揽能力，巩固市场份额。

规模、范围和多样性

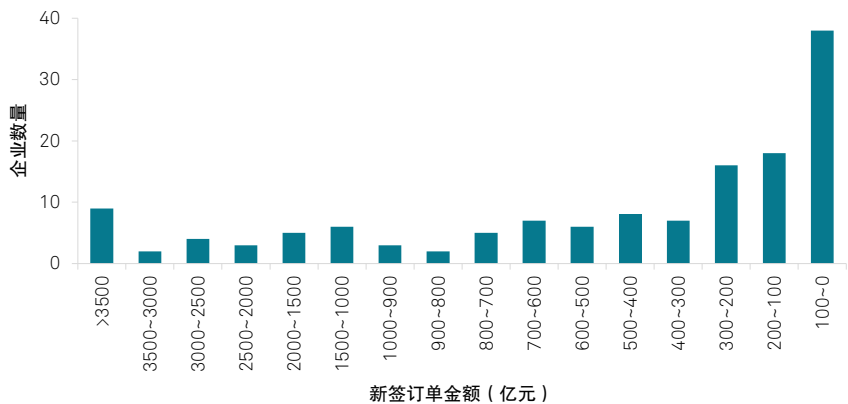
在考量建筑工程施工企业的规模、范围和多样性时，我们通常关注工程施工收入规模、在手订单规模、新签订单规模、下游市场的多样性、工程地域的多样性、客户的多样性等方面。

我们认为，施工收入和新签订单规模是建筑企业在全市场竞争地位强弱的综合体现。一般而言，收入和订单规模大而稳定的建筑企业在所处市场中具有更加优秀的品牌认可度和更强的业务承揽能力，这与竞争优势相互印证。

从 2019 年新签订单来看，161 家行业企业的业务规模千差万别。这反映出企业之间竞争实力差异很大，中小规模的市场参与者数量众多，细分市场竞争激烈。

图8

2019年161家行业企业新签订单规模分布

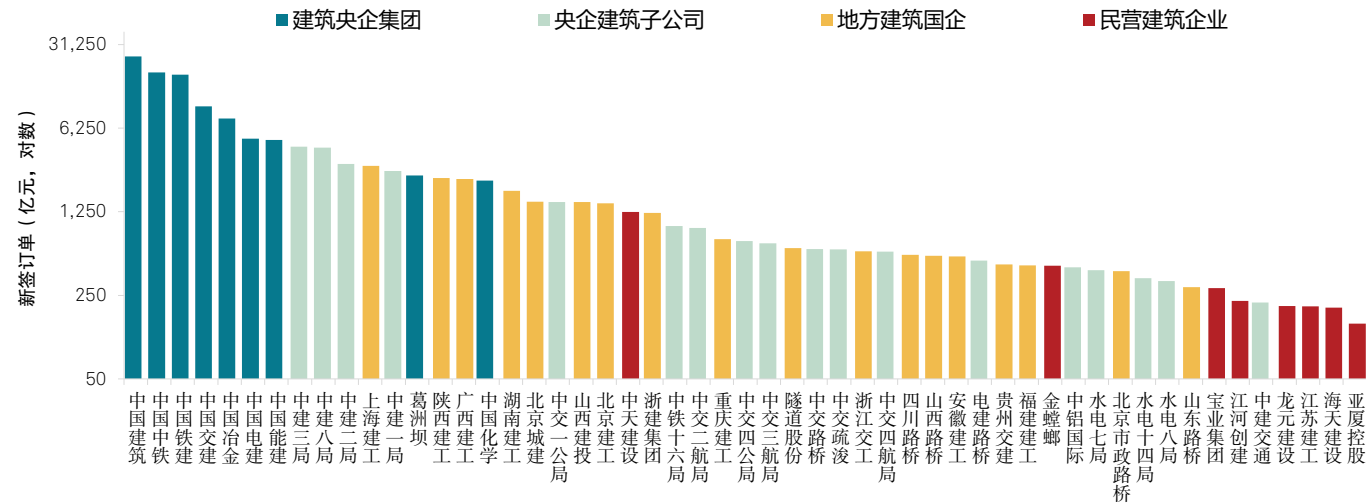


注：161家企业为分析基础，统计中不包含在观察年份未披露经营或财务数据的企业。
资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在 53 家样本企业中，建筑央企集团在新签订单规模方面占据绝对的领先地位，其中中国建筑、中国中铁和中国铁建是新签订单规模最大的三家央企集团。央企建筑子公司之间的订单规模差异很大，中建三局和中建八局订单规模优势突出，甚至不逊色于部分央企集团；中建交通、水电八局和水电十四局订单规模较小。地方建筑国企中房建企业订单规模通常较大，路桥企业订单规模往往较小，其中上海建工、陕西建工和广西建工订单规模居前；山东路桥、北京市政路桥订单规模较小。民营企业中，中天建设的订单规模一枝独秀排在前列，其他企业则集中在尾部。

图9

53家样本企业2019年新签订单规模分布

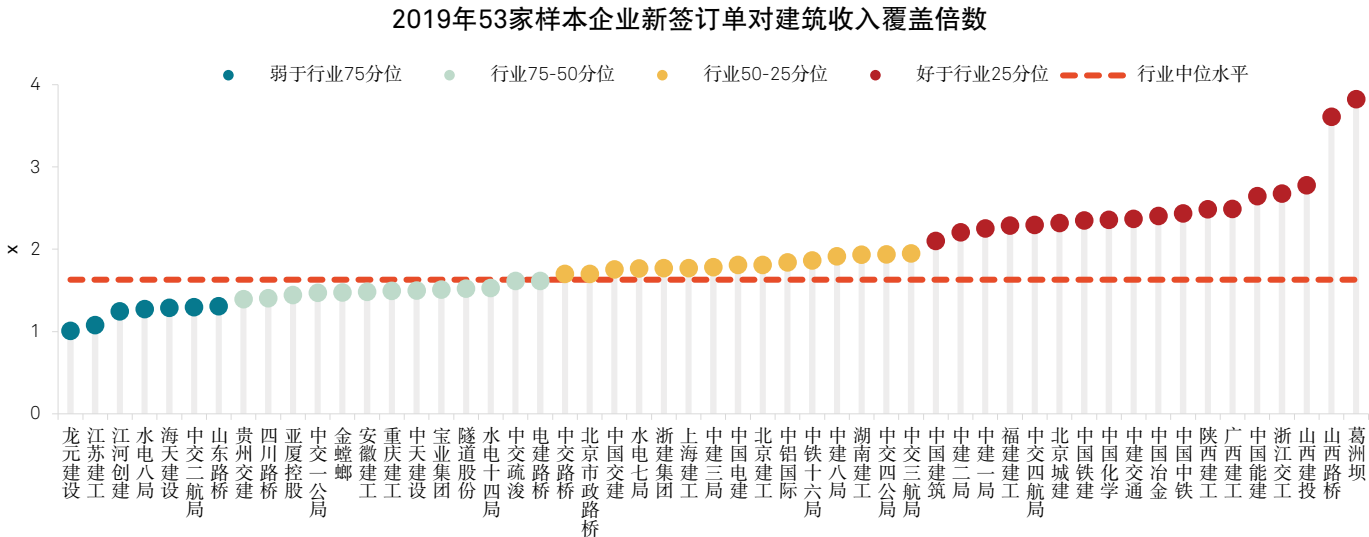


注：中国电建和金螳螂数据分别来自上市公司。
资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

除了规模的绝对大小，我们也会关注收入和订单的未来变动趋势。对于建筑工程施工这一订单驱动型行业，我们通常使用新签订单对收入的覆盖倍数、在手未执行合同对收入的覆盖倍数、工程收入增速等指标来考量企业规模的变化趋势和稳定性。

订单覆盖倍数可以反映某一段时间内企业承揽业务的表现，事关未来 1-2 年收入和利润的稳定。我们注意到，订单覆盖倍数的分散度相对较大，既与主要施工领域的工程特点相关，也受企业业务体量和短期承揽表现的影响。一般情况下，业务体量小的企业易受到单一合同金额影响，订单规模和订单覆盖倍数波动较大。

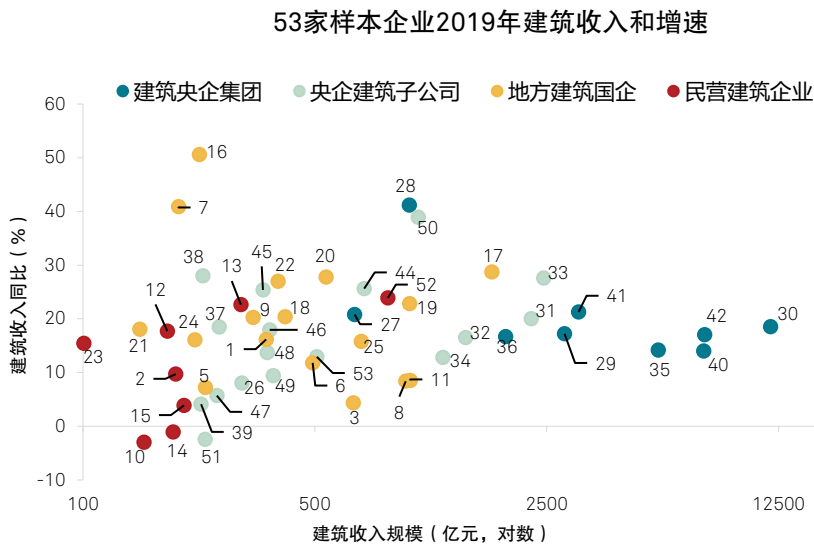
图10



注：1.中国电建和金螳螂数据分别来自上市公司；2.分位数代表样本企业在161家行业企业中的分位数。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

工程收入增速可以最直观地反映出企业过往承揽的业绩表现。如下图所示，在基建托底稳经济和房地产开发投资保持韧性的背景下，建筑央企集团的收入增速维持较好，规模优势稳固。央企建筑子公司也普遍保持了较高的收入增速，其中中国建筑和中国交建旗下的子公司收入增速更加突出。地方建筑国企的收入增长呈现一定分化，其中上海建工、陕西建工、浙建集团属于规模大且收入增速保持较好的企业。民营企业中，中天建设是鲜有的在规模和收入增速方面均表现不错的企业，显著领先同组企业。

图11



图中序号分别指代：

1	安徽建工
2	宝业集团
3	北京城建
4	北京建工
5	北京市政路桥
6	重庆建工
7	福建建工
8	广西建工
9	贵州交建
10	海天建设
11	湖南建工
12	江河创建
13	金螳螂
14	江苏建工
15	龙元建设
16	山东路桥
17	上海建工
18	隧道股份
19	陕西建工
20	山西建投
21	山西路桥
22	四川路桥
23	亚厦控股
24	浙江交工
25	浙建集团
26	电建路桥
27	葛洲坝
28	中国化学
29	中国电建
30	中国建筑
31	中建八局
32	中建二局
33	中建三局
34	中建一局
35	中国交建
36	中国能建
37	水电八局
38	水电七局
39	水电十四局
40	中国铁建
41	中国冶金
42	中国中铁
43	中建交通
44	中交二航局
45	中交三航局
46	中交四公局
47	中交四航局
48	中交路桥
49	中交疏浚
50	中交一公局
51	中铝国际
52	中天建设
53	中铁十六局

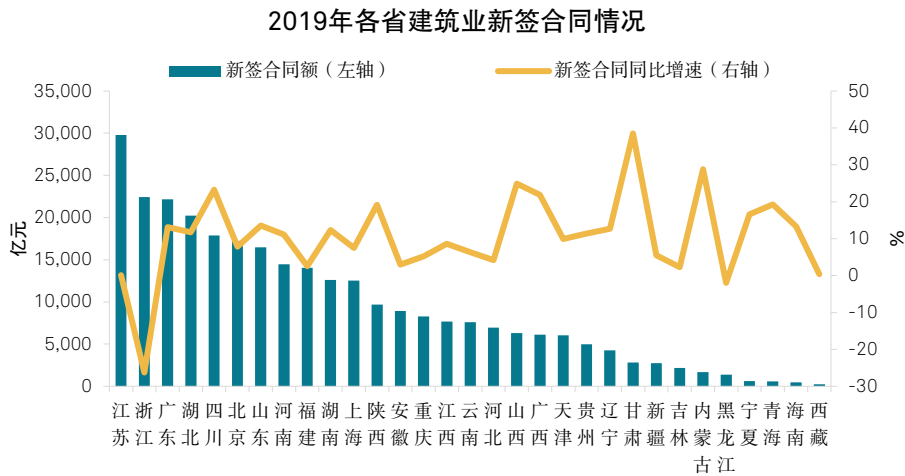
在收入和订单规模之外，我们也会重点考察企业施工领域和地域分布的多元化程度。一般而言，施工领域和地域分布更广的的建筑企业应对下游市场波动的能力更强。

我们认为，施工领域的多样化能够最大程度地分散单一下游需求波动的风险。当某一领域出现需求周期性收缩，如果企业具有跨领域施工的能力，则可以通过承揽其他市场的订单维持整体收入和盈利的基本稳定。我们认为，施工下游的多元化与“竞争优势”中分析的工程技术优势是一脉相承的。一般而言，企业只有具备扎实广泛的施工技术，才能够有效实现跨领域经营，从而分散风险。

业务集中在专业化施工领域固然表明企业在该领域的建设水平和技术能力较为突出，但若过于集中，则有可能受到下游需求萎缩的不利影响，对收入和订单规模形成较大压力。例如，福岛核电站事故之后，中国核电站建设进入停滞期，大量项目的审批被搁置，在此情况下以核电建设为主要收入来源的企业面临订单和收入规模萎缩的不利局面。又如，园林环境、建筑装饰和钢结构等细分行业的企业往往规模较小，技术覆盖面狭窄且业务模式相对单一，跨领域能力较弱。我们认为，行业需求或政策的变化对这类企业的经营影响较大。例如，2017 年 PPP 监管政策收紧叠加市场信用环境收紧，行业普遍受到影响，部分园林类企业由于业务范围单一，且较为依赖 PPP 模式，受到冲击较大。

施工地域的多样性则可以较好的分散单一区域需求波动的风险。在这方面，建筑央企集团具备绝对的优势，这是由于它们在全国范围内整合了众多工程局的业务资源，从而在集团层面具有全面且均衡的全国业务布局。除此以外，大部分建筑企业都是在深耕自身传统优势区域市场的基础之上跨区域拓展业务而形成了目前的业务布局。我们在评价区域多样性的时候，不仅考量施工省份数量，也兼顾不同区域市场需求的活跃程度来综合评价区域布局的优劣。我们认为，在固定资产投资增速较强、工程需求旺盛的长三角、粤港澳大湾区和京津冀等区域具有良好市场布局的企业，新签订单来源将更有保障。

图12

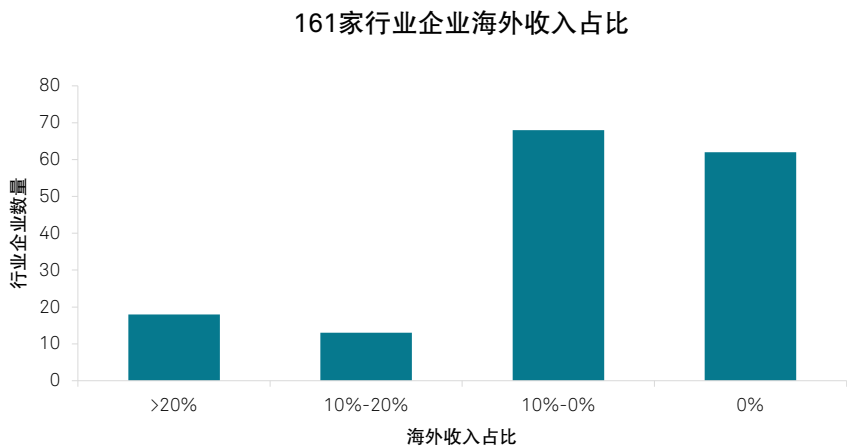


资料来源：国家统计局，Wind
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

与此同时，我们还关注海外业务对建筑企业信用质量的潜在影响。在“一带一路”政策的指引之下，中国建筑企业在海外工程方面的参与度逐年提升，海外工程逐渐构成部分建筑企业的业务增长点。根据 2020 年美国《工程新闻记录（ENR）》发布的“全球最大 250 家国际承包商”榜单，中国有 74 家建筑企业入围，上榜企业数量蝉联各国榜首，平均国际业务营业额占比为 11.9%。我们认为，海外业务在带来市场机遇的同时，也面临着地缘政治、经济、汇率、法律合规和突发事件等诸多风险因素。在评价海外业务对建筑企业信用质量的影响时，我们关注企业海外业务收入和利润规模占比、业务模式、运营经验、履约记录、项目所在国家或地区的风险状况，以及是否采取有效的风险管控措施等方面。

在 161 家行业企业中，大部分企业的海外收入占比在 0 到 10%之间，或尚未开展海外业务。海外收入占比超过 10%的企业目前较少，以大型基建和专业工程类企业为主；房建、装饰、园林、钢结构类企业海外业务占比普遍不高。

图13



注：未披露海外收入占比的企业以海外订单占比估测。
资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

经营效率

在考量建筑工程施工企业的经营效率时，我们通常关注企业营运资金的周转效率、收现能力、成本的控制能力等方面。

建筑行业处于产业链的中游位置，行业同质化竞争激烈导致企业对上下游的议价能力均不强，营运资金占用普遍较大。营运资金周转效率直接决定了企业外部筹资缺口，从而进一步影响杠杆和流动性水平。我们认为，在竞争加剧、项目获取难度加大的大趋势下，经营效率是影响建筑企业信用质量的关键，也是导致行业内信用分化的因素之一。

在评价企业营运资金周转效率时，我们通常会综合参考应收账款（含票据）周转天数、存货（含合同资产）周转天数、长期应收账款和无形资产周转天数等指标。

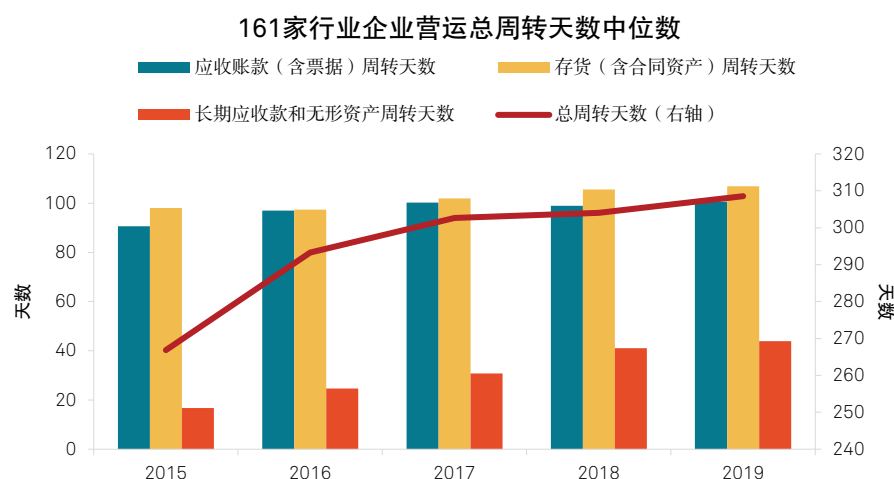
应收账款（含票据）周转天数反映工程结算后业主方的回款周期；存货（含合同资产）主要包括已完工未结算的工程量，存货（含合同资产）周转天数偏长往往说明工程结算存在拖延。这两个指标合起来反映企业的工程结算回款周期。

工程结算回款效率综合反映了行业环境、企业市场策略和营运资金管理水平等因素。在下游的房地产和城投行业资金收紧的情况下，业主往往会通过拖延结算周期或拖欠工程款等手段拉长向建筑企业付款的周期。企业的市场拓展策略则决定了项目的质量，承揽较为激进且项目资质把关不严的企业，有可能面临经营效率恶化的后果。近年来，部分建筑企业加大运用应收账款保理和资产证券化出表等手段，加快营运资金回笼，保障了经营效率的稳健。

除了传统的工程结算和回款这两个环节外，近年来持续火热的投资类项目对企业的营运资金也产生了越来越大的影响。自 2014 年 PPP 模式逐步发展规范以来，通过竞标投融资项目拉动工程订单增长已经成为不少建筑企业重要的业务发展模式。PPP 模式要求企业在项目建设期投入大量资金，建设当期虽然可以带动工程量和收入的增长，但是投资额却需要在长达 10-30 年的运营期间逐步回收。我们认为，PPP 等投融资模式对建筑企业的融资能力和建设运营能力提出了很高的要求，投融资项目本身的质量也需要关注。企业忽视自身资金和运营实力，较为激进地拓展投融资项目，降低项目资质要求，不仅会造成短期内杠杆的抬升，也会带来长期的运营和投资回收风险。我们通过计算长期应收账款和无形资产周转天数来模拟“投资周转天数”，大致衡量企业表内投融资项目开展的力度。

我们将应收账款（含票据）、存货（含合同资产）、长期应收款和无形资产三类周转天数合在一起，作为营运总周转天数。我们观察到，161 家企业的总周转天数中位数近 5 年来持续上升，这主要由长期应收账款和无形资产周转天数的增长带动。

图14



注：161家企业为分析基础，统计中不包含在观察年份未披露经营或财务数据的企业。

资料来源：Wind、标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们进一步拆解 53 家样本企业的周转天数来具体考察它们的经营效率，分为结算回款周转天数和营运总周转天数两个视角。我们观察到，大部分房建类样本企业的结算回款周转天数和营运总周转天数均好于行业中位水平，投资周转天数相对较短，投融资项目的参与程度较为温和。相较之下，基建类样本企业的营运总周转天数相对更长，这是由于基建项目的建设周期一般长于房建，且该类企业投融资项目开展得更多。建筑装饰类样本企业应收账款（含票据）周转天数明显较长，这是因为该类企业面对开发商或总承包企业的议价能力很弱，面临现金回笼的常态化压力。在我们的样本企业中，湖南建工、广西建工、中天建设、中建八局、中建三局等企业整体的营运资金周转效率领先其他公司。

2018-2019年53家样本企业平均结算回款周转天数

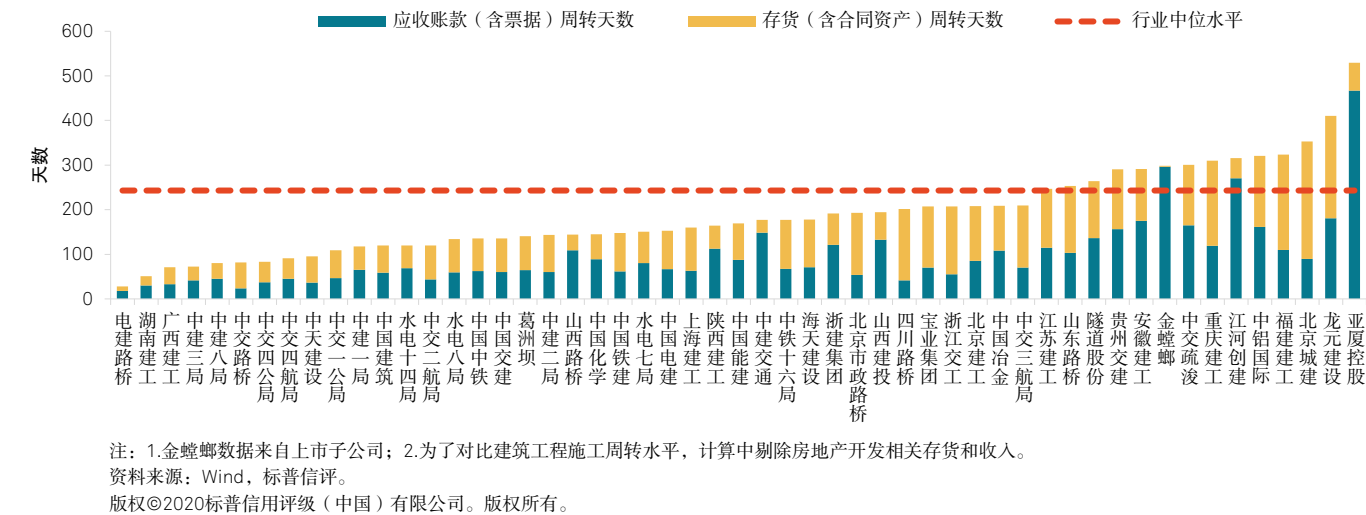
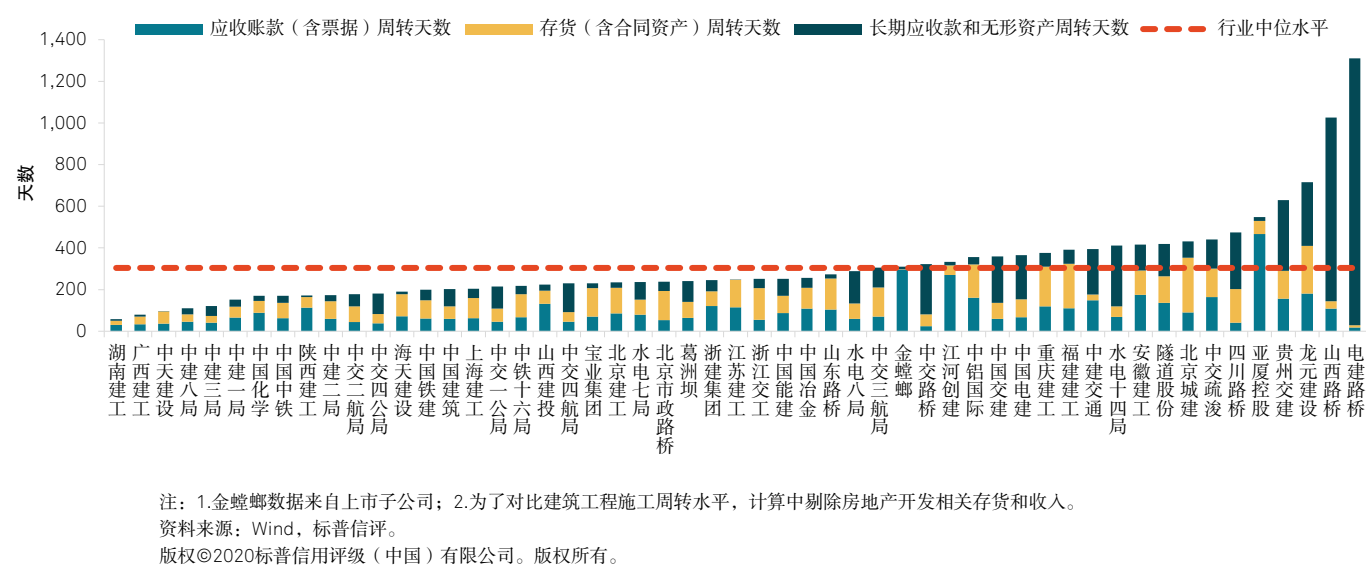


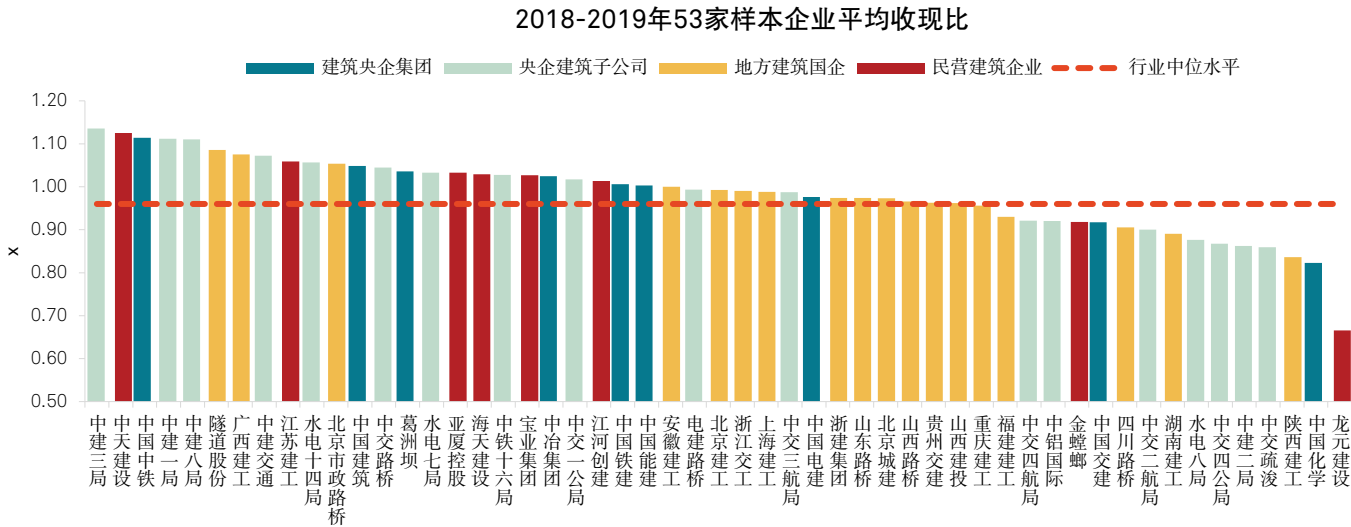
图15

2018-2019年53家样本企业平均营运总周转天数



除上述周转指标，我们还会考虑收现比指标，即销售商品、提供劳务收到的现金对主营业务收入的比率，来衡量企业收入的质量。在 53 家样本企业中，大部分企业的收现比水平处于行业中等水平，其中中建三局、中天建设、中国中铁的收现比表现最好，龙元建设收现比显著低于行业中位水平。

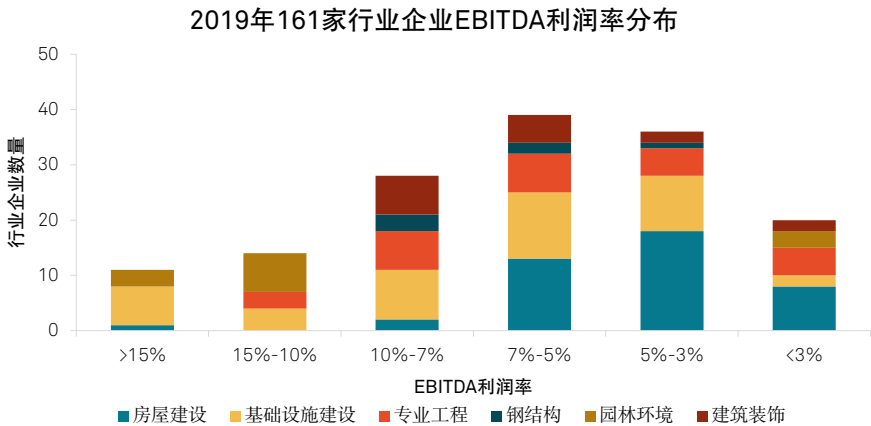
图16



盈利能力

盈利能力是企业竞争优势、规模范围和多样性以及经营效率的综合体现。我们通常会考察毛利润率和 EBITDA 利润率等指标。建筑企业利润水平的差异往往源于其主要施工领域的不同。一般而言，普通房建工程利润率较低，铁路工程由于铁路总公司强势的议价能力，利润水平也压制得较低。技术门槛更高的基础设施和专业工程利润率则相对更好，海外工程的利润水平普遍好于国内。我们认为，具有多元化施工技术和跨领域承揽能力的企业更能把握优化业务布局、提升盈利能力的机遇。

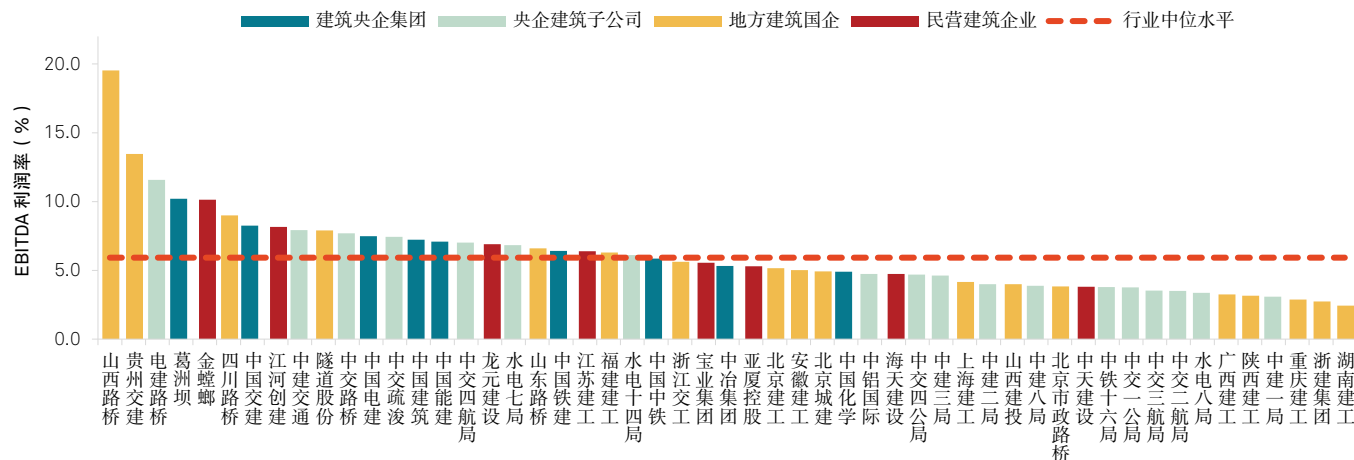
图17



53 家样本企业中，房建企业的 EBITDA 利润率较为薄弱，我们会更加关注这类企业是否可以维持稳定高效的经营效率支撑现金快速回流。基建和专业工程类企业的利润水平呈现分化。同时，由于基建合同单体金额大，我们会更加关注单体大合同对于部分中小型企业利润率波动的影响。我们关注到，很多建筑企业会兼营少量建筑以外的业务，如房地产开发、高速公路收费、勘察设计、贸易等其他业务，从而对综合盈利水平产生或正面或负面的影响。

图18

2018-2019年53家样本企业平均EBITDA利润率



注：金螳螂EBITDA利润率根据上市公司财务数据计算。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务风险

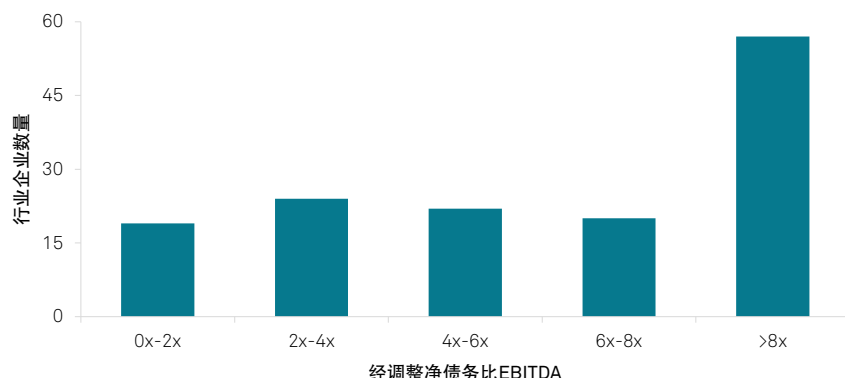
标普信评对财务风险的考量主要关注现金流对偿债能力的支撑。我们主要使用经调整净债务对 EBITDA 比率和营运现金流（FFO）对经调整净债务比率这两个指标来衡量企业的财务风险。同时我们也会参考 EBITDA 和 FFO 对利息的覆盖倍数。

我们认为，建筑企业的业务拓展能力和经营效率可能直接影响杠杆水平。当下市场环境中，影响企业杠杆的因素主要有二：一是工程结算和收款的周转效率——难以平衡自身经营性现金流的企业将依赖外部举债填补流动资金缺口，推升杠杆水平；二是 PPP 等投融资项目的投入情况——集中开展该类项目会催生持续性的资本支出和融资需求，推升债务水平。值得注意的是，PPP 类项目的建设周期一般是 3-5 年，运营期（回款期）往往长达 10-30 年，建筑企业因此而增加的债务是中长期的，对杠杆水平的影响也将是持续性的。

我们的分析显示，161 家企业杠杆的中位水平高，高杠杆企业也占了较大比例。2019 年债务对 EBITDA 倍数超过 8 倍的企业占比超过 40%。在项目承揽和资金周转的双重压力下，相当一部分企业不得不维持高杠杆经营。对于杠杆水平较高的企业，我们会更加关注其流动性状况和再融资能力。对于目前杠杆水平适中甚至很低的企业，我们会重点关注其经营决策、业务发展、经营效率等方面对杠杆趋势的潜在影响。

图19

2019年161家行业企业经调整净债务比EBITDA分布



注：161家企业为分析基础，统计中不包含在观察年份未披露经营或财务数据的企业。

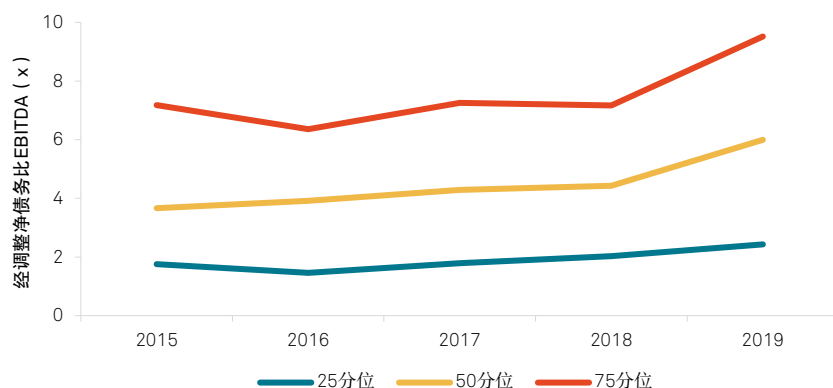
资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2015 年以来，161 家行业企业经调整净债务对 EBITDA 比率中位数保持上升。我们认为，这主要是因为行业营运资金压力增大，PPP 等投融资类项目逐渐增多，引发企业债务普遍上升。

图20

161家行业企业经调整净债务比EBITDA趋势



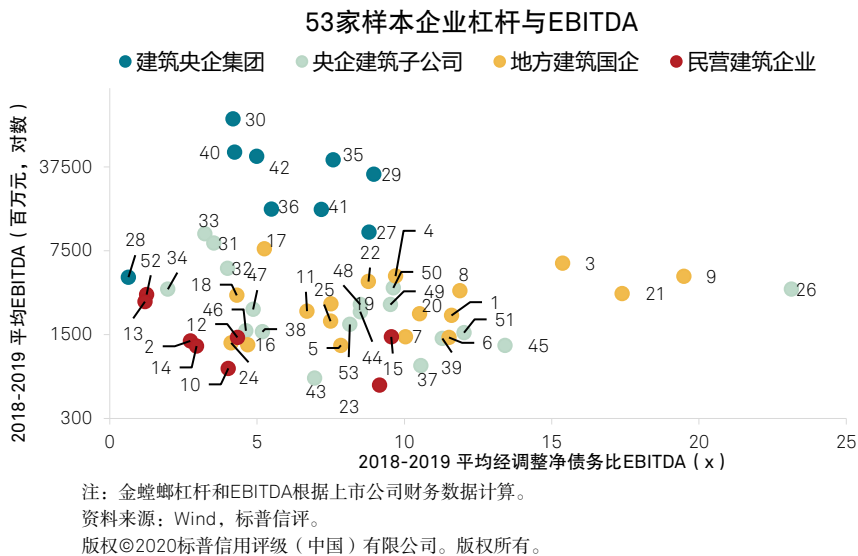
注：161家企业为分析基础，统计中不包含在观察年份未披露经营或财务数据的企业。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

53 家样本企业里面的央企企业集团当中，中国化学的杠杆率水平最低，中国建筑、中国中铁和中国铁建也保持着相对较低的杠杆水平。近年来投融资项目开展力度较大的中国交建和中国电建杠杆水平相对更高。央企子公司中，中建系子公司杠杆水平最低，电建系子公司较高。地方建筑国企中，上海建工和隧道股份的杠杆指标较好，山西路桥和贵州交建债务负担较重。民营企业中，中天建设的杠杆指标在组内和全样本中均属较轻，龙元建设和亚夏控股杠杆指标较高。

图21



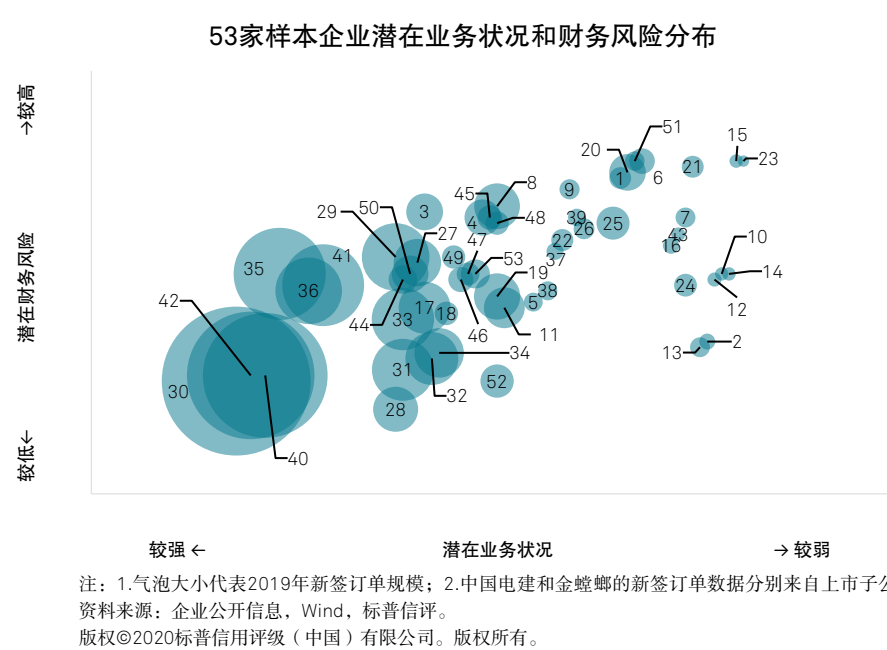
图中序号分别指代：

- 1 安徽建工
- 2 宝业集团
- 3 北京城建
- 4 北京建工
- 5 北京市政路桥
- 6 重庆建工
- 7 福建建工
- 8 广西建工
- 9 贵州交建
- 10 海天建设
- 11 湖南建工
- 12 江河创建
- 13 金螳螂
- 14 江苏建工
- 15 龙元建设
- 16 山东路桥
- 17 上海建工
- 18 隧道股份
- 19 陕西建工
- 20 山西建投
- 21 山西路桥
- 22 四川路桥
- 23 亚厦控股
- 24 浙江交工
- 25 浙建集团
- 26 电建路桥
- 27 葛洲坝
- 28 中国化学
- 29 中国电建
- 30 中国建筑
- 31 中建八局
- 32 中建二局
- 33 中建三局
- 34 中建一局
- 35 中国交建
- 36 中国能建
- 37 水电八局
- 38 水电七局
- 39 水电十四局
- 40 中国铁建
- 41 中国冶金
- 42 中国中铁
- 43 中建交通
- 44 中交二航局
- 45 中交三航局
- 46 中交四公局
- 47 中交四航局
- 48 中交路桥
- 49 中交疏浚
- 50 中交一公局
- 51 中铝国际
- 52 中天建设
- 53 中铁十六局

潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了 53 家样本企业的潜在业务状况和财务风险，如下图。通常情况下，业务状况和财务风险的综合会构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性等企业自身的其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。

图22



外部支持

在得出企业的潜在个体信用状况后，我们还考虑了政府或集团支持对企业信用状况的影响。

我们认为，央企建筑集团对于政府普遍具有较高的重要性。央企建筑集团具有庞大的施工业务体量和跨区域广泛分布的业务布局，不仅在推进中国新型城镇化建设的过程中发挥重要的作用，对于吸纳解决就业和拉动地方经济也具有相当的意义。我们认为，建筑央企集团掌握的高精尖施工技术在建设具有国际影响力的高难度工程中十分关键。同时，建筑央企集团遍布“一带一路”国家的海外项目对于推进中国的外交政策和树立国际影响力起着十分重要的作用。

我们认为，央企建筑子公司对集团的重要性普遍较高。央企子公司在股权和管理上与集团紧密度很强，它们运用集团品牌开展业务，同时也是集团收入和利润的重要贡献者。

相比之下，我们认为地方建筑国企对于当地政府的重要性可能处于中等水平。其一，地方建筑国企主要在各省内开展房建基建业务，但其业务高度市场化，多数通过拓展省外业务增强市场竞争实力。其二，建筑业务本身具有较强的可替代性，对于地方政府，建筑国企所承担的职能较易被其他市场竞争者填补替代。

对于民营建筑企业存在集团的情况，我们会具体分析集团对企业信用质量的影响。这种影响可能是正面的，可能是负面的，也有可能是中性的。我们通常考量的因素包括集团自身的信用质量、企业预计能从集团处获得的支持，以及预计集团可能对企业产生的负面影响等方面。

附录

样本企业简称及全称对照

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	安徽建工集团股份有限公司	安徽建工	地方建筑国企
2	宝业集团股份有限公司	宝业集团	民营建筑企业
3	北京城建集团有限责任公司	北京城建	地方建筑国企
4	北京建工集团有限责任公司	北京建工	地方建筑国企
5	北京市政路桥股份有限公司	北京市政路桥	地方建筑国企
6	重庆建工集团股份有限公司	重庆建工	地方建筑国企
7	福建建工集团有限责任公司	福建建工	地方建筑国企
8	广西建工集团有限责任公司	广西建工	地方建筑国企
9	贵州交通建设集团有限公司	贵州交建	地方建筑国企
10	海天建设集团有限公司	海天建设	民营建筑企业
11	湖南建工集团有限公司	湖南建工	地方建筑国企
12	江河创建集团股份有限公司	江河创建	民营建筑企业
13	苏州金螳螂企业(集团)有限公司	金螳螂	民营建筑企业
14	江苏省建工集团有限公司	江苏建工	民营建筑企业
15	龙元建设集团股份有限公司	龙元建设	民营建筑企业
16	山东高速路桥集团股份有限公司	山东路桥	地方建筑国企
17	上海建工集团股份有限公司	上海建工	地方建筑国企
18	上海隧道工程股份有限公司	隧道股份	地方建筑国企
19	陕西建工集团股份有限公司	陕西建工	地方建筑国企
20	山西建设投资集团有限公司	山西建投	地方建筑国企
21	山西路桥建设集团有限公司	山西路桥	地方建筑国企
22	四川路桥建设集团股份有限公司	四川路桥	地方建筑国企
23	亚厦控股有限公司	亚厦控股	民营建筑企业
24	浙江交工集团股份有限公司	浙江交工	地方建筑国企
25	浙江省建设投资集团有限公司	浙建集团	地方建筑国企
26	中电建路桥集团有限公司	电建路桥	央企建筑子公司
27	中国葛洲坝集团股份有限公司	葛洲坝	建筑央企集团
28	中国化学工程股份有限公司	中国化学	建筑央企集团
29	中国电力建设集团有限公司	中国电建	建筑央企集团
30	中国建筑股份有限公司	中国建筑	建筑央企集团
31	中国建筑第八工程局有限公司	中建八局	央企建筑子公司
32	中国建筑第二工程局有限公司	中建二局	央企建筑子公司

33	中国建筑第三工程局有限公司	中建三局	央企建筑子公司
34	中国建筑一局(集团)有限公司	中建一局	央企建筑子公司
35	中国交通建设股份有限公司	中国交建	建筑央企集团
36	中国能源建设股份有限公司	中国能建	建筑央企集团
37	中国水利水电第八工程局有限公司	水电八局	央企建筑子公司
38	中国水利水电第七工程局有限公司	水电七局	央企建筑子公司
39	中国水利水电第十四工程局有限公司	水电十四局	央企建筑子公司
40	中国铁建股份有限公司	中国铁建	建筑央企集团
41	中国冶金科工集团有限公司	中国冶金	建筑央企集团
42	中国中铁股份有限公司	中国中铁	建筑央企集团
43	中建交通建设集团有限公司	中建交通	央企建筑子公司
44	中交第二航务工程局有限公司	中交二航局	央企建筑子公司
45	中交第三航务工程局有限公司	中交三航局	央企建筑子公司
46	中交第四公路工程局有限公司	中交四公局	央企建筑子公司
47	中交第四航务工程局有限公司	中交四航局	央企建筑子公司
48	中交路桥建设有限公司	中交路桥	央企建筑子公司
49	中交疏浚(集团)股份有限公司	中交疏浚	央企建筑子公司
50	中交一公局集团有限公司	中交一公局	央企建筑子公司
51	中铝国际工程股份有限公司	中铝国际	央企建筑子公司
52	中天建设集团有限公司	中天建设	民营建筑企业
53	中铁十六局集团有限公司	中铁十六局	央企建筑子公司

注：1.上述企业按拼音排序；2. 根据广西建工发布的“关于混合所有制改革控股股东变更等相关情况公告”，公司由广西国资委 100%持股，变更为绿地控股集团有限公司持股 66%，广西国资委持股 34%，实际控制人变更为绿地集团。本次研究暂将广西建工归类为地方建筑国企。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。