

联合 研究报告

2018.12.27

建筑施工行业研究报告



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

建筑施工行业研究报告

——行业下行压力增大背景下企业加剧分化

报告编号:

时间: 2018 年 12 月 27 日

公共事业一部

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

报告概要

2018 年以来,持续下行的固定资产投资增速给建筑施工行业的增长带来压力。两大下游产业中房地产行业下行态势明显,基建投资呈现断崖式下跌。

企业层面,截至目前行业内发债企业 2018 年前三季度整体经营业绩保持增长。高信用级别企业凭借其资质全、管理及技术水平高、融资能力强等多方面的优势,在规模、项目承接和盈利方面等方面与中小型建筑施工企业进一步分化。PPP 项目的参与在给企业带来业务增长空间的同时,也对企业建设及运营能力、资金周转、债务期限调整形成挑战。

短期内,固定资产投资增速的持续放缓给建筑业增长带来压力,加之建筑施工企业自身垫资施工的特征,整体行业尤其是低信用级别企业资金周转压力较大。从中长期来看,在下半年积极的财政政策以及“补短板”的背景下,建筑业产值仍存在上升空间。预计到 2019 年下半年房地产行业业绩会被逐渐释放。基建投资作为政府刺激经济增长的重要手段,其增速在组合政策的刺激下将触底反弹,但实际反弹空间有限。

一、行业发展现状

1. 行业运行及政策概况

2018 年三季度建筑业总产值增速延续增长态势，但增速有所下滑，建筑企业新签合同及在手合同均保持增长

2018 年前三季度，全国建筑业实现总产值 152326.24 亿元，同比增长 9.38%，同比增速较上年下滑 1.33 个百分点。同期，全国建筑业新签合同额同比增长 7.46%至 179288.69 亿元，增速同比下滑 14.54 个百分点；在手合同额同比增长 14.10%至 401382.19 亿元，增速同比下滑 5.08 个百分点。受到资金面趋紧及基建进度放缓等因素影响，新项目的开拓和存量项目的推进都有所放慢。

宏观调控由去杠杆向稳增长转变，下半年积极的财政政策及“基建补短板”有利于投资稳定增长

在建筑行业，去杠杆的一个重要标志是 PPP 项目的大规模缩紧。2017 年 11 月财政部 92 号文、国资委 192 号文的印发，以及 2018 年上半年资管新规的推进使 PPP 项目的管理更加严格。2018 年以来，政府持续加强项目库整改，清理不合规项目，一、二、三季度分别清退 1160 个、856 个和 538 个项目，涉及投资额分别为 1.2 万亿元、0.96 万亿元和 0.9 万亿元。

表1 财政部先后对PPP项目进行清理并限制地方政府融资

时间	文件名称	核心内容及主旨
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金【2017】92 号）	对不规范 PPP 项目进行清理
2018 年 3 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预【2017】34 号）	加强地方政府债务管理，规范政府举债，化解地方政府债务
2018 年 4 月	《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（财预【2017】35 号）	规范新增地方政府债务限额管理
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》（财金【2018】54 号）	进一步加强 PPP 示范项目规范管理
2018 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50 号）	规范地方政府融资举债行为
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库【2018】61 号）	规范地方政府债券发行

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018 年下半年以来，为对抗经济下行的压力，财政积极、货币宽松的预期逐渐增强，

2018年6月24日，央行进行年内第二次降准；7月23日央行投放5020亿元MLF，为历史最大单次规模投放。同时国常会要求积极财政政策要更加积极，加快1.35万亿元地方专项债券发行和使用进度；7月31日，中共中央政治局召开会议，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

2018年9月18日，国家发改委就加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资有关情况举行发布会，基本上明确了“基建补短板”的主要方向，包括基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域；从投资资金来源来看，会议仍然没有放开地方政府的隐性债务约束，未来中央投资和民间投资（合规的PPP）将成为主流。本次会议基本上确定了未来基建投资的主要方向为中西部交通建设、水利建设、生态环保建设，进一步明确了政府开展基建补短板的决心，稳定了市场对基建投资的信心，有望带动基建投资平稳回升。与此同时，发改委、财政部也配合地方政府紧急起草PPP条例，对PPP的合规性做了进一步的限制，《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例》预计将于年底前发布，逐渐规范的PPP项目有望成为基建投资的重要途径。

从历史数据看，中西部固定资产投资始终存在滞后情况，导致中西部建筑业的发展程度也较低。近年来，中西部固定资产投资增速一直高于东部，随着城镇化的推进及中央确定“补短板”的基调，未来中西部固定资产投资空间较大。

表2 2018年下半年重要宏观政策

时间	部门	政策
2018年7月23日	国务院	明确了货币、财政政策适度宽松的风向，积极的财政政策要更加积极，加快1.35万亿元地方专项债券发行和使用进度。
2018年7月31日	中央政治局会议	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大基础设施领域补短板的力度。
2018年8月14日	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快专项债券发行进度，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。
2018年8月23日	国务院	召开西部地区开发领导小组会议，要求促进西部地区发展。
2018年9月6日	财政部、税务总局	发布《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》，自2018年9月1日至2020年12月31日，对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
2018年9月18日	发改委	国家发改委就加大基础设施等领域补短板力度、稳定有效投资有关情况举行发布会，基本上明确了“基建补短板”的主要方向，包括基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保四个领域。
2018年10月7日	央行	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。
2018年10月31日	国务院办公厅	印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出以下要求：保障在建项目顺利实施；加强地方政府专项债资金和项目管

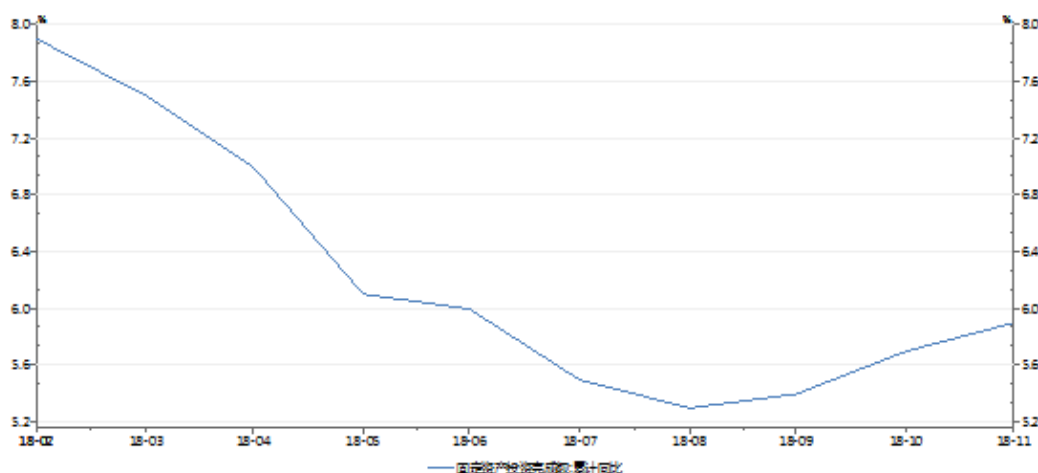
		理；妥善解决存量隐性债务问题；严控新增隐性债务；调动社会资本参与。
2018 年 11 月 9 日	银保监会	对民营企业贷款要实现“一二五”目标，即在新增的公司贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取 3 年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司贷款的比例不低于 50%。
2018 年 11 月 15 日	发改委	发改委定时主题新闻发布会，基建投资任务仍然艰巨，聚焦精准补短板，不断提高投资效益，确保有限资金投向关键领域。
2018 年 12 月 12 日	国家发改委	发布《关于支持优质企业直接融资，进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，支持信用优良、经营稳健、对产业结构转型升级或区域经济发展具有引领作用的优质企业发行企业债券。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 行业需求

2018 年 1~11 月，全国固定资产投资 60.93 亿元，较上年同期增长 5.95%，增速比 1~10 月提升 0.2 个百分点，连续三个月呈回升态势。2018 年以来，全国固定资产投资增速下滑明显，并于 2018 年 8 月创下 5.33% 的历史最低增速，自 8 月触底反弹后，目前趋于平稳回升。

图1 2018年以来全国固定资产投资投资增速



资料来源：联合资信根据公开资料整理

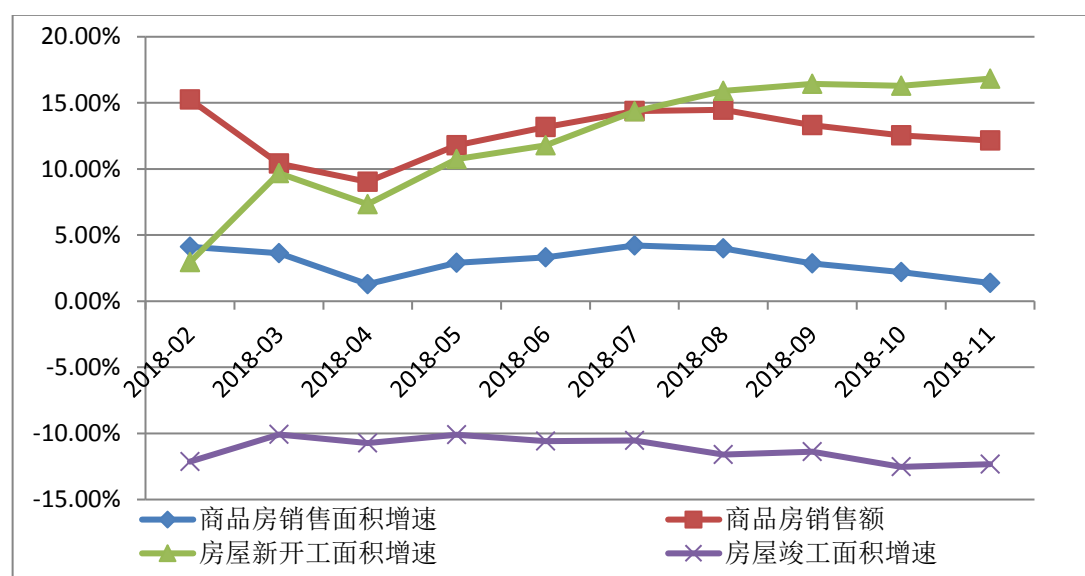
房地产行业下行态势明显，预计 2019 年下半年业绩将逐渐释放，带动建筑板块新一轮增长

作为建筑施工行业三大下游之一的房地产行业，2018 年 1~11 月，全国房地产开发投资完成 11.01 亿元，较上年同期增长 9.66%，自 8 月以来增速持续下降，增速与 1~10

月持平。同期，全国商品房销售面积 148604 万平方米，同比增长 1.39%，增速自 8 月以来持续下降；商品房销售额 129508 亿元，同比增长 12.15%，增速自 9 月以来持续下降。2018 年 1~11 月，全国房屋新开工面积 188895 万平方米，同比增长 16.83%，较 1~10 月增速提升 0.55 个百分点。

虽然房屋新开工面积增速仍维持高位，但 2018 年 8 月以来房地产行业各主要指标均出现了增速下滑的现象，行业下行态势明显。2018 年 1~11 月，房屋竣工面积 66856 万平方米，较上年同期下降 12.31%，今年以来房屋竣工面积较上年持续下降，紧缩的融资环境和不断趋严的监管环境致使国内贷款、个人按揭贷款等资金来源受到约束，仍是影响房地产投资的较大因素。预计到 2019 年下半年，今年新开工地产将逐渐完工，业绩会被逐渐释放，可能带动建筑板块的新一轮增长。

图2 2018年以来全国房地产行业主要指标增速

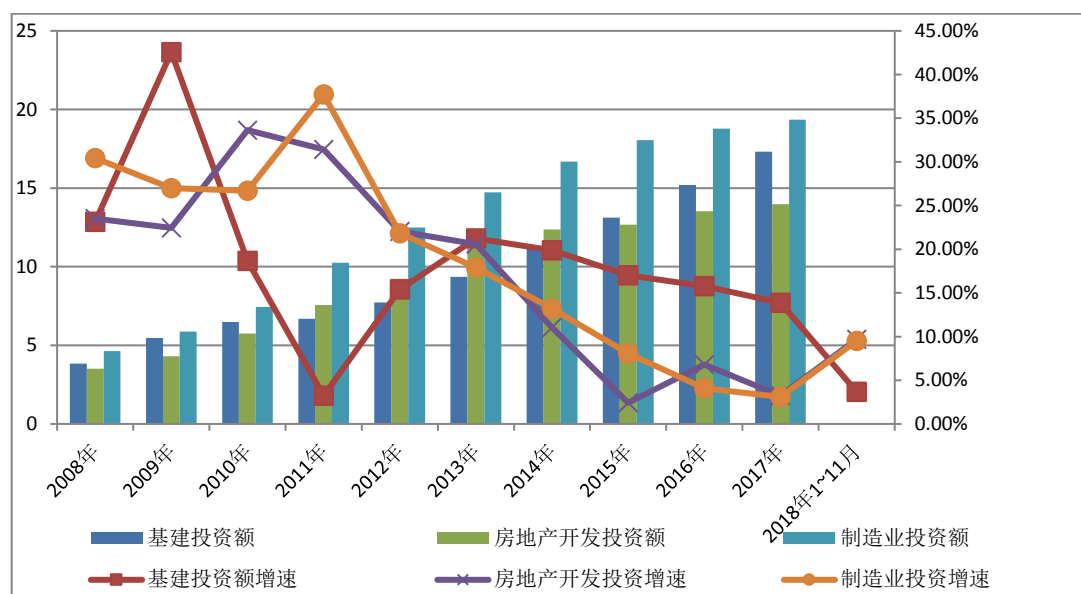


资料来源：联合资信根据公开资料整理

基建投资增速在触底后将发生反弹，但反弹空间有限

基础设施投资方面，从历史数据来看，基建投资和房地产投资的对冲作用较为明显。受降杠杆以及地方政府财政约束等影响，2018 年以来基建投资增速呈现断崖式下跌，2018 年 1~11 月实现增速 3.7%，较上年同期下滑 11.75 个百分点，增速与 1~10 月持平。其中，水利管理业投资下降 4.4%，降幅扩大 0.3 个百分点；道路运输业投资增长 8.5%，增速回落 1.6 个百分点。在“补短板”和积极的货币政策等政策组合的背景下，基建投资增速可能在触底后发生反弹，但反弹空间有限。主要原因为融资环境趋紧及地方政府监管持续对城投债的发行产生不利影响，并且地方政府专项债券的密集发行以及 PPP 项目对基建投资的拉动作用有限，主要体现在新增政府专项债募集资金用于基建项目的占比较小，同时 PPP 项目实际开工率远低于落地率。

图3 2008~2018年前11月固定资产三大分项投资情况 （单位：万亿元）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018 年全国计划新增 1.35 万亿元政府专项债，其中上半年累计发行 3673 亿元，实际发行进展较为缓慢。8 月 14 日财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快专项债券发行进度，各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。但专项债密集发行，对基建的提升作用可能有限。从新增专项债募集资金用途来看，用于土地储备和棚户区改造的资金规模为 8515 亿元，占比 68.5%。而用于收费公路、公益性资本支出和其他特定用途等可能为基建的专项债规模占比预计只有 3 成。

同时，专项债资金不能作为一个项目的资本金，反而需要在项目资本金到位的情况下，通过发行专项债为项目融资。2019 年地方债额度的提前下发，可以平缓地方债资金的投放节奏，对基建投资而言有一定的拉动作用，但仍需考虑专项债的净增量问题以及专项债是否可以完全用于新增项目资金用途上。

根据全国 PPP 综合信息平台项目管理库 2018 年三季度报，2018 年 9 月底管理库项目落地率为 49.3%。但实际开工的项目远低于落地的项目，管理库项目累计已开工 1860 个，开工项目投资额为 2.6 万亿，占项目管理库个数、投资额的比例分别只有 22.44%和 21.14%，远低于项目落地率。而且开工的项目并非全面开工，有的只是个别控制性重点工程开工，或者象征性开工。

制造业投资增速持续走高，但未来增速或将放缓

2018 年 10 月全国制造业企业营业收入总额为 7.63 万亿元，同比增长-19.02%，利

润总额 4748 亿元，同比增长-19.02%，累计同比-16.42%。2018 年 1~11 月制造业固定资产投资增速 9.5%，增速较 1~10 月提升 0.4 个百分点，连续 8 个月实现回升，成为拉动固定资产投资的主要力量。虽然全国制造业投资增速较快，但外部环境压力较大，2018 年 3 月中美贸易冲突持续升温，我国制造业可能受到影响。同时考虑到 2018 年工业企业利润持续下滑，未来制造业投资增速或将放缓。

展望 2019 年，基建投资将逐渐回暖，合规 PPP 项目将成为政府投资的主要资金来源

2018 年下半年以来，国内经济下行压力有所加大，在积极的财政政策和“补短板”的背景下，基建投资将有所回暖。另外，在目前地方政府融资受阻的情况下，通过合规的 PPP 项目吸引社会资本方参与基础设施建设将成为政府投资的重要资金来源。在政策的推动下，PPP 体系将逐渐完善，作为参与 PPP 项目主力的建筑央企未来发展前景良好。

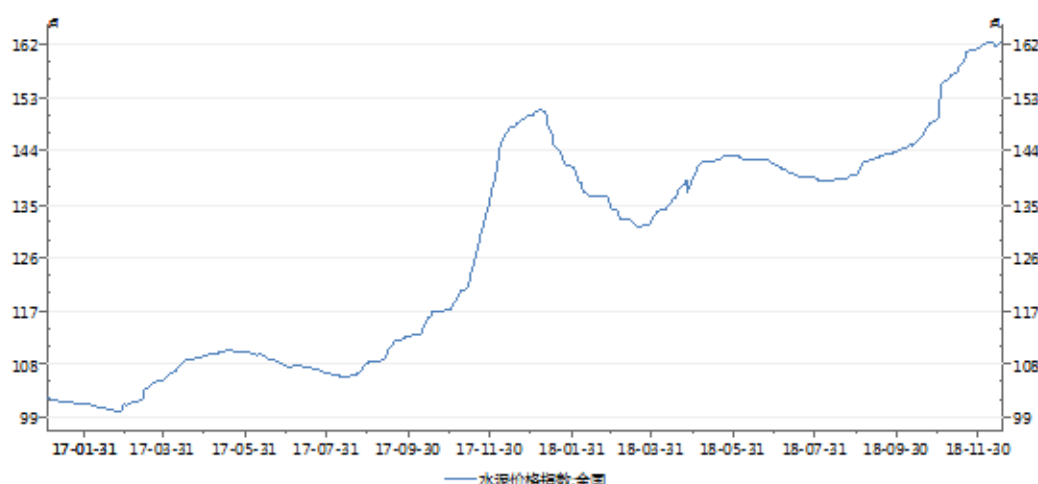
3. 上游原材料供应

水泥价格维持高位，压缩建筑企业利润空间

2017 年以来，受益冬季错峰限产以及行业协同限产的落实执行，水泥价格持续波动上升。2018 年 11 月底，全国水泥价格达到 447 元/吨，同比增长 13%，处历史高位。从区域来看，华东地区水泥价格最高，为 550 元/吨，西北地区水泥价格最低，为 357 元/吨，区域市场延续分化。

展望 2019 年，在国内经济下行压力增大的背景下，供给侧改革力度与环保政策执行迎来边际放松，环保措施完善，排放达标的企业可以实行差异化错峰。在行业高盈利的驱动下，水泥企业将加大环保投入以减少停产时间，增加自身利润。未来水泥价格预计仍将保持高位。

图4 2017年以来全国水泥价格指数

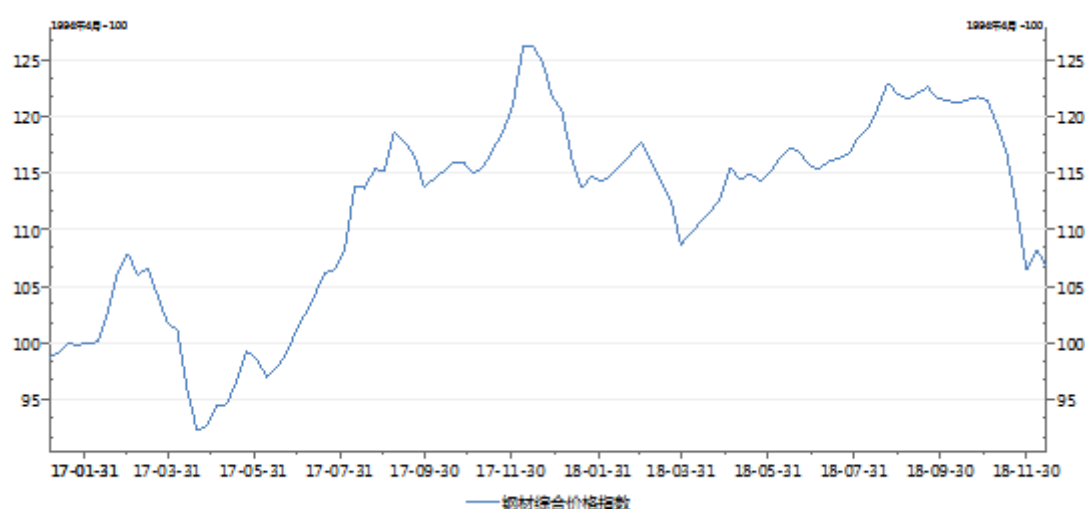


资料来源：联合资信根据公开资料整理

钢材价格有所回落，但环保限产仍将对钢材价格产生支撑

2018 年前三季度，钢材价格整体走势与水泥较为一致，均处于上升趋势。但 2018 年 9 月至今，钢材价格有所回落，主要原因为天气转冷致使工地施工受限，钢材需求季节性回落，同时钢贸商及终端基于未来需求较差预期接货意愿趋于消极。供给方面，采暖季限产仍未全面展开，产能利用率回落 1.24 个百分点至 77.26%。供大于求致使钢材库存累积。短期内环保限产仍是影响钢材价格的主要因素，若后续各地环保限产全面开展并严格执行，供给收缩仍将对钢材价格产生一定支撑。

图5 2017年以来钢材综合价格指数



资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、发债企业信用分析

1. 发债企业信用等级分布

截至 2018 年 12 月 18 日，建筑行业有存续债券的企业共计 102 家（包括银行间及交易所市场），其中央企 35 家，地方国有企业 33 家，民营企业 32 家，外商独资企业 1 家，集体企业 1 家。级别分布上，AA、AA⁺、AAA 占比分别为 36.27%、31.37%和 27.45%。存续期内建筑施工样本企业级别分布差异较为明显，央企中 AA⁺及 AAA 级别合计占比 94.29%，地方国企和民营企业级别多集中于中 AA⁺和 AA 级别，占比分别为 78.79%和 87.50%。从级别迁徙情况来看，2018 年 9 月至今发债企业无级别调整情况。

表3 按企业性质划分发债企业主体级别分布情况（单位：家）

	中央国有企业	地方国有企业	民营企业	集体企业	外商独资企业	总计
--	--------	--------	------	------	--------	----

AAA	22	6	0	0	0	28
AA ⁺	11	11	10	0	0	32
AA	2	15	18	1	1	37
AA ⁻	0	1	2	0	0	3
C	0	0	2	0	0	2
总计	35	33	32	1	1	102

注：级别分布情况为截至 2018 年 12 月 18 日底数据。

2. 建筑企业表现分析

2018 年前三季度建筑企业整体业绩有所增长，未来利润提升空间仍存在

2018 年 1~9 月，样本企业平均营业收入较上年同期增长 10.74%，其中 AA 级别企业营业收入增长最快，增速为 16.53%。2018 年 1~9 月，全国建筑业新签合同为 179288.69 亿元，较上年同期增长 7.46%，增速同比下滑 14.54 个百分点，增速下滑较快。但随着“稳投资”政策渗透以及下半年基建“补短板”政策惠及，预计未来样本企业业务规模仍将保持一定规模增幅。

2018 年 1~9 月，样本企业平均利润总额较上年同期增长 12.71%，增速高于营业收入增速，营业利润率较上年同期增加 0.33 个百分点。考虑到建筑企业推进经营模式转型，部分企业向行业上下游延伸，同时企业参与高毛利率 PPP 项目规模增大，未来建筑企业毛利率增长空间仍存在。

表4 样本企业主要经营情况 （单位：亿元、%）

	营业收入			利润总额			营业利润率		
	2017 年 1~9 月	2018 年 1~9 月	增长率	2017 年 1~9 月	2018 年 1~9 月	增长率	2017 年 1~9 月	2018 年 1~9 月	增长率
AAA	1565.64	1721.76	9.97	60.03	71.02	18.31	8.67	9.49	9.46
AA ⁺	192.00	217.98	13.53	6.60	7.72	16.97	11.56	11.90	2.94
AA	102.37	119.29	16.53	3.03	3.23	6.60	10.71	10.52	-1.77
行业平 均值	591.14	654.64	10.74	23.06	25.99	12.71	10.41	10.74	3.17

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的算数平均值；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业。

行业分化趋势明显，央企规模竞争优势进一步扩大

从财务指标来看，2018 年 9 月底样本企业资产及权益规模较 2017 年底呈增长趋势，尤其是级别越高的企业增速越快。AAA 级别企业资产及权益增速最快，分别增长 13.39%

和 12.38%，相较于 AA⁺及 AA 级别企业优势进一步扩大。

AAA 的企业均为建筑施工行业全国性龙头企业，包括中国中铁、中国交建、中国建筑、中国电建等。2018 年前三季度八大建筑央企新签订单合计 5.12 万亿元，同比增长 11.7%，尽管受到基建投资增速下滑、国际环境变化等因素，整体仍然保持稳健增长态势。2018 年 1~9 月，八大建筑央企合计营业收入超 2.65 万亿元，同比增长 10.36%，合计归母净利润 801 亿元，同比增长 12.40%。2018 年 9 月底，央企订单充足，在手订单创历史新高，八大央企平均在手订单为 17704.87 亿元，为未来收入实现形成有力支撑。

表5 样本企业资产规模 （单位：亿元、%）

	资产总额			所有者权益		
	2017 年	2018 年 9 月	增长率	2017 年	2018 年 9 月	增长率
AAA	3342.16	3789.67	13.39	718.47	807.42	12.38
AA ⁺	434.65	480.39	10.52	97.64	108.29	10.91
AA	226.63	243.74	7.55	60.47	64.61	6.85
行业平均值	1274.19	1435.94	12.69	279.44	312.32	11.77

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的算术平均值；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业。

建筑施工企业上下游信用敞口收窄，企业资金周转压力进一步加大

2018 年 1~9 月，样本企业平均收现比为 100.19%，较上年同期提升 1.19 个百分点；付现比为 102.10%，较上年同期提升 4.3 个百分点；信用敞口为-1.91%，信用敞口较上年同期由正转负，主要系上游钢铁、水泥等行业近年来在供给侧改革、行业自律等多方面因素共同作用下，其议价能力有所增强，压缩下游建筑施工行业对资金的占用规模，一定程度上体现出建筑施工企业在整个产业链中资金占用能力的减弱，进而对建筑施工企业资金周转带来更大压力。

整体债务期限有所拉长，高信用级别企业债务结构相对更为合理

从债务指标来看，2018 年 9 月底样本企业资产负债率较上年底基本保持稳定，全部债务资本化比率增长 1.61 个百分点至 52.30%。从分布来看，高信用级别企业得益于较低的融资成本以及有利的融资环境，更倾向于通过举债扩大资产规模，故其资产负债率及整体债务资本化比率水平整体高于低级别企业。

从债务结构来看，2018 年 9 月底，随着建筑施工企业 PPP 项目承接量的增加，为匹配相应周期偏长的建设期，样本企业短期债务占比有所下降，债务期限拉长。同时，得益于较低的融资成本以及有利的融资环境，高信用级别企业短期债务比例相对较低，债务结构更为合理。2018 年 9 月底，AA⁺和 AAA 级别企业短期债务占比均有所下降，

AA 级别企业短期债务占比进一步提升。

表6 样本企业主要偿债能力指标（单位：亿元、%）

	资产负债率		短期债务/全部债务		全部债务		全部债务资本化比率	
	2017 年	2018 年 9 月	2017 年	2018 年 9 月	2017 年	2018 年 9 月	2017 年	2018 年 9 月
AAA	79.74	79.97	41.26	36.96	956.65	1092.80	55.36	56.98
AA ⁺	73.77	73.73	48.53	44.59	124.18	138.74	47.10	49.81
AA	69.08	68.74	50.61	53.60	70.03	76.83	51.28	51.34
行业平均值	73.93	73.94	42.72	38.85	366.04	416.06	50.69	52.30

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的平均值，平均值的计算方法为算数平均；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业。

受垫资情况加剧影响，经营性现金流有所恶化；PPP 项目持续投入进一步加大企业资金压力

现金流方面，整体来看，受下游房地产企业普遍资金偏紧，项目结算支付周期递延，规范地方政府融资行为等因素影响，基建下游行业整体融资环境收紧，建筑施工企业垫资情况加剧，2018 年 1~9 月样本企业经营性净现金流缺口有所扩大。受 PPP 项目持续投入以及项目自身融资需求较大影响，样本企业投资性净现金流持续表现为大额净流出。同时，叠加样本企业经营性现金流有所恶化，迫使企业扩大融资方式缓解资金压力，2018 年 1~9 月样本企业筹资性净现金流平均值为 66.12 亿元，较上年同期增加 20.25 亿元。

表7 样本企业主要现金流对比情况（单位：亿元）

	经营性净现金流		投资性净现金流		筹资性净现金流	
	2017 年 1~9 月	2018 年 1~9 月	2017 年 1~9 月	2018 年 1~9 月	2017 年 1~9 月	2018 年 1~9 月
AAA	-84.37	-113.57	-115.87	-114.20	120.92	187.53
AA ⁺	-4.10	-4.11	-13.12	-14.40	17.35	17.46
AA	-4.50	-2.32	-5.59	-7.38	6.42	3.80
行业平均值	-29.04	-37.73	-43.45	-43.26	45.87	66.12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：1、表格中数据均为各信用等级企业数据的平均值，平均值的计算方法为算数平均；2、由于部分企业相关数据难以获取，表格中部分指标仅统计资料完整度较好的部分企业。

三、建筑企业信用风险关注

2018 年以来，作为行业两大下游的基建和房地产行业下行压力均较大，建筑行业需求增速面临下滑

在当前国内固定资产投资增速放缓的背景下，建筑行业需求增速面临下滑。目前建筑施工企业业务承接主要来自房建和基建领域。房地产行业方面，2018年以来，房地产行业各主要指标增速均处于下降趋势，楼市下行态势较大，直接影响建筑施工企业业务承揽情况。基建方面，虽然“补短板”和积极的财政政策促使基建投资增速在触底后发生反弹，但反弹空间有限，建筑企业在基建领域方面业务扩展空间有限。同时，在当前城投企业融资环境持续收缩的背景下，建筑施工企业在基建项目中的现金回流风险需要特别关注。

PPP项目将给建筑施工企业带来更大的挑战

近年来，PPP项目已成为建筑企业重要的业绩增长点，但PPP项目前期垫资规模大，回款周期长等特征会对企业（尤其是短期债务占比更大的低信用级别企业）债务结构提出更高要求，企业财务报表里的资产端与负债端可能会产生一定的久期错配问题，企业债务负担增长，面临更大的融资压力。同时，PPP项目建成后，运营期间的风险时有发生，这些风险与项目的配套设施、运营期间的专业人才和经营管理人员知识水平等都密切相关。在财政部《负债准则》出台后，项目建设和运营情况的质量将对回款产生很大影响。对于企业的建设和运营能力也提出更高的要求。在PPP项目加强整改的背景下，PPP项目后期运营风险、自身合规性以及当地政府财力和支付能力将给企业未来项目盈利和资金回流带来不确定性。

短期内民营企业仍面临融资难的困境，短期流动风险需关注

2018年以来，国家出台向专业机构提供资金支持委托其为经营性正常以及流动性遇暂时困难的民企发债提供增信等多项政策支持民营企业稳定发展，但由于相关政策细节尚未落地（如资金支持具体规模等），短期内民营企业融资仍面临一定困难，短期流动性风险将持续增加，短期债务比例进一步提高，企业将面临一定短期偿债压力。

四、行业展望

从短期来看，固定资产投资增速的趋势性放缓给行业增长带来压力，同时，金融监管力度强，加之建筑施工企业自身垫资施工的特征，短期内建筑施工企业尤其是低信用级别企业面临较大的资金周转压力。联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

中长期来看，建筑施工行业产值仍存在上升空间，但整体上升空间有限。2018年8月以来房地产行业下行态势明显，制约房地产投资增长的因素仍存在，但预计到2019年下半年，今年新开工地产将逐渐完工，业绩会被逐渐释放，可能带动建筑板块的新一轮增长。与此同时，在中央政治局“补短板”及“稳投资”会议精神的指引下，基建项目有望加速推进，逐渐规范的PPP项目有望成为基建投资的重要途径。但考虑到PPP项目实际开工率较低，且融资环境持续趋紧，基建投资的增长空间有限。