

联合 研究报告

2018.7.25

建筑施工行业观察报告

——2018 年上半年



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

摘要

- 2018 年上半年，基建投资增速延续放缓态势，房地产市场调控力度不减，导致建筑业新签合同额增速同比下降明显。
- 债券市场违约事件常态化导致投资者风险偏好明显降低，一方面表现为低级别债券发行遇冷，发债主体信用等级向高等级集中；另一方面表现为不同级别企业利差走势分化。
- 上半年风险事件频发，融资环境趋紧背景下，需关注建筑施工企业业务规模过快扩张、项目回款周期偏长对其造成的流动性风险。

一、宏观经济环境情况

国内经济总体平稳；固定资产投资增速延续放缓态势

2018 年上半年，全国经济运行平稳；GDP 增长增速 6.8%，其中二季度增长 6.7%，维持在中高速区间。

受基建投资增速放缓等因素影响，2018 年 1~6 月，全社会固定资产投资完成额（不含农户）297316 亿元，增速延续下行态势，扣除价格因素，实际增长 6.0%，较上年同期回落 2.6 个百分点。

积极的财政政策取向不变；货币政策保持稳健中性

2018 年政府工作报告指出，今年积极的财政赤字政策不变。受资管新规落地约束财政投资模式、债务风险控制、PPP 项目清库等影响，1~6 月，财政支出增速较去年同期下降 2.8 个百分点。随着后续经济下行压力凸显，同时从政治局会议强调“稳定内需”、6 月地方新增发债速度加快等迹象来看，下半年财政支出增速存在上升空间。除此之外，我国继续通过减税降费减轻相关市场主体负担。积极的财政政策旨在加强风险管控的前提下促进经济平稳健康发展。

2018 年上半年，在央行稳健中性的货币政策调控下，M1 和 M2 增速持续放缓，社融增速显著回落；市场资金面呈紧平衡状态。6 月底召开的货币政策二季度例会指出货币政策要松紧适度、引导货币信贷及社会融资规模合理增长；但同时会议也重新强调了继续深化供给侧结构性改革、打好防化金融风险攻坚战的要求。

展望未来，货币政策将坚持“调结构、防风险”的阶段性思路，以稳定经济增速。另外，在中美贸易战影响下，中国出口或承受一定压力，一定程度上加重下半年的经济

增速下行压力，在此背景下，预计我国将继续实施积极的财政政策。整体来看，2018年经济运行有望维持稳定态势。

二、行业政策概览

2018年，中国建筑行业改革不断深化，监管机构仍然延续之前对于建筑施工行业的政策导向，在加强建筑市场监管、优化企业营商环境、推进诚信体系建设、简化企业资质管理以及完善市场准入制度等方面出台多项文件。

表1 建筑业重点政策列表

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2017年12月26日	住建部	《房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包管理办法》(征求意见稿)(建市设函[2017]65号)	旨在加快推进工程总承包，完善工程总承包管理制度；从明确工程总承包适用范围、工程总承包单位组织机构和管理制度、发承包双方风险分配的原则、发承包阶段和条件等方面回应工程总承包领域诸多问题。
2017年12月11日	住建部	《建筑市场信用管理暂行办法》(建市[2017]241号)	2018年起，要求地方各级住房城乡建设主管部门通过省级建筑市场监管一体化工作平台，认定、采集、审核、更新和公开本行政区域内建筑市场各方主体的信用信息。建立“黑名单”，企业不良信用信息一般公开6个月到3年。
2018年3月27日	住建部	《关于印发住房城乡建设部建筑市场监管司2018年工作要点的通知》(建市综函[2018]7号)	修订建筑业、勘察设计、监理企业资质管理规定及资质标准，继续简化市场准入条件，减少专业类别。开展建筑业企业资质标准改革试点，进一步合并部分专业承包资质，减少资质等级。
2018年4月23日	住建部	《加强建筑市场监管一体化工作平台工程项目信息入库管理工作的通知》(建市招函[2018]16号)	对认定的虚假工程项目信息进行标记并公开曝光。对使用虚假业绩申报资质的企业，依法予以通报批评，不批准其资质申请。旨在进一步加强全国建筑市场监管公共服务平台工程项目信息入库管理，提高数据的准确性和完整性。
2018年5月9日	住建部	《建筑工人实名制管理办法(征求意见稿)》(建市施函[2018]18号)	进入施工现场从事建筑作业的建筑工人，应经过基本安全培训，并在全国建筑工人管理服务信息平台上登记。各级住房城乡建设主管部门对各地各建筑企业建筑工人实名制管理情况进行抽查，拒不整改或整改不到位的，通过全国建筑市场监管公共服务平台向社会公布。旨在改革建筑劳务用工制度，建设全国建筑工人管理服务信息平台。
2018年5月14日	国务院办公厅	《关于开展工程建设项目审批制度改革试点的通知》(国办发【2018】33号)	通过构建统一审批流程、精简审批环节、完善审批体系、强化监督管理等措施，2018年在试点地区实现工程建设项目审批时间压缩一半以上，由目前平均200多个工作日减至120个工作日，明年上半年在全国实现这一目标。
2018年6月6日	国务院	国务院常务会议	年底前先行取消申请施工许可证时需提交的资金到位证明等一批证明事项。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

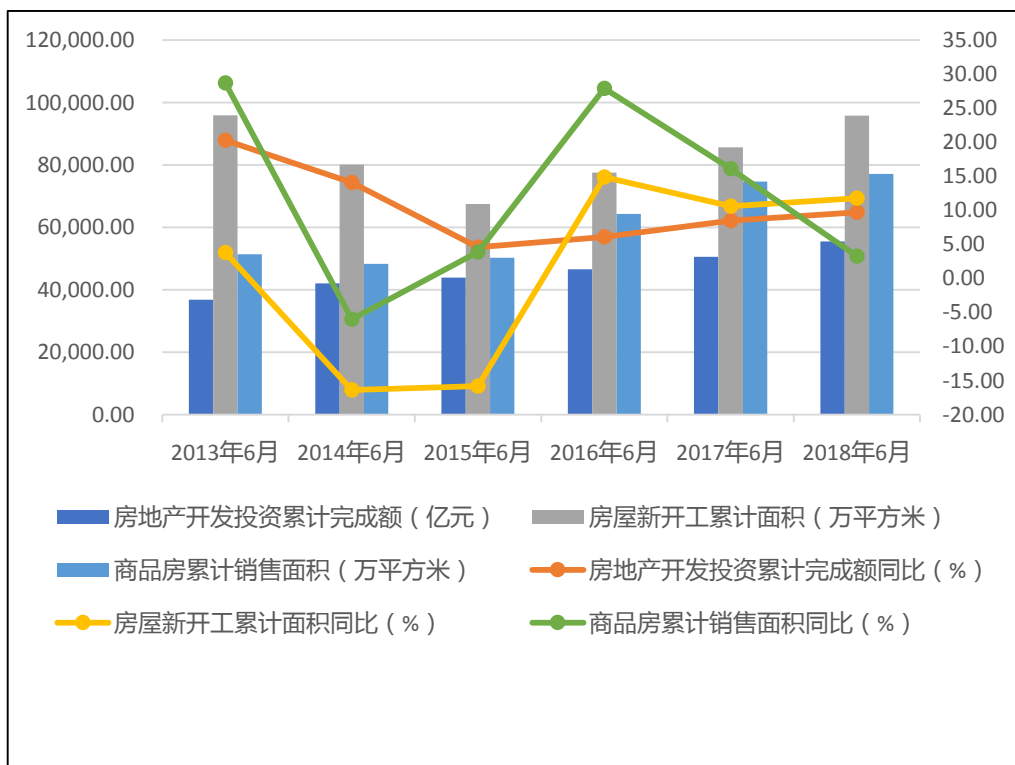
三、建筑施工行业发展状况

上半年，建筑施工下游的房地产行业投资增速实现增长，但持续的行业调控将对房地产投资增速造成压力；政策调控和资金受限造成基础设施建设投资增速下行趋势明显。

2018年1~6月，全国房地产开发投资55531亿元，同比名义增长9.7%，增速较上年同期增长1.2个百分点。房屋新开工面积95817万平方米，同比增长11.8%，增速同比小幅提升1.2个百分点。同期，商品房销售面积77143万平方米，同比增长3.3%，增速较去年回落12.8个百分点。

2018年以来，房地产调控力度持续加大、调控范围继续扩张，旨在全面强化住宅的“居住属性”，抑制房地产过度投资。住建部会同公安部、司法部、税务总局、市场监管总局、银保监会等部委将于7月初至12月底启动包括北上广等热点城市在内的30个城市治理房地产市场乱象的专项行动。政策的调控导致商品房销量增速快速下滑，进而将对房地产投资形成制约。

图1 2013~2018年房地产投资及开工情况

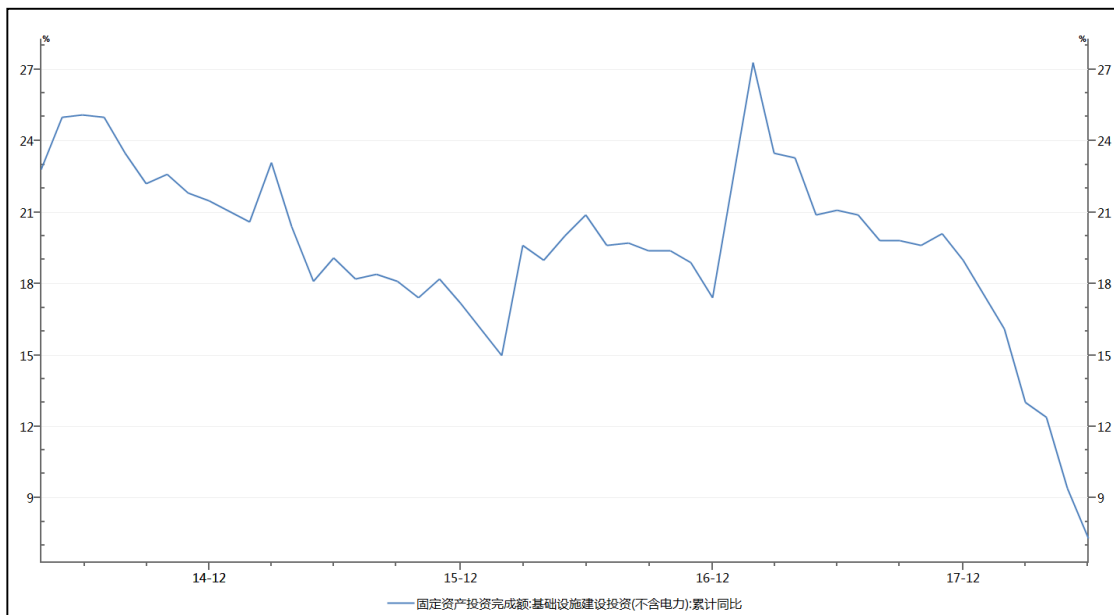


资料来源：国家统计局

2018年1~6月，全国基础设施投资（不含电力）同比增速7.3%，较去年同期下降13.8个百分点。各细分领域增速进一步分化：除道路运输业（增速10.9%，增速同比下降12.3个百分点）和水利、环境和公共设施管理业（投资增速6.3%，增速同比下降18.9个百分点；其中生态环境治理投资增速35.4%）投资维持增长外，管道运输业投资（前

五月增速-28%)，水上运输业（前五个月增速-10.00%）、电力热力（前五个月增速-10.80%）以及铁路运输业投资（增速-10.3%）增速均为负值。精准扶贫方面，2018年，中央财政专项扶贫资金1061亿元，同比增幅23.23%；农发行和国开行在“十三五”规划中拟发放精准扶贫贷款合计超4万亿元。考虑到基建支出在扶贫资金中的占比（历史数据超过60%），农村基建将成为建筑行业重要的增长动力。

图2 2015~2018年上半年基础设施投资（不含电力）季度增速



资料来源：国家统计局

基础设施投资增速的下滑主要受政策和资金两方面影响。政策方面，从年初政府工作报告和各省投资计划看，强调发挥投资对优化供给结构的关键性作用，重点在于水利环保、农村扶贫等项目，基建投资增速整体放缓趋势明显；财政部92号文、54号文等相继出台，规范PPP项目建设。尽管退库清理对于PPP总投资额影响相对较小，但一定程度限制了投资规模的无序扩张，PPP项目对投资拉动效果受到限制。基建资金来源方面，1~6月，在全国财政收入同比增速提升1.7个百分点的同时，支出累计同比增速回落11.3个百分点；根据相关统计数据显示，上半年，地方政府债务监管趋严导致城投债净融资量环比大幅下降60.79%至2391亿元；受资管新规影响，前五个月非标业务严重收缩，比去年同期少增23261亿元；上述成为拖累基建资金来源的重要因素。

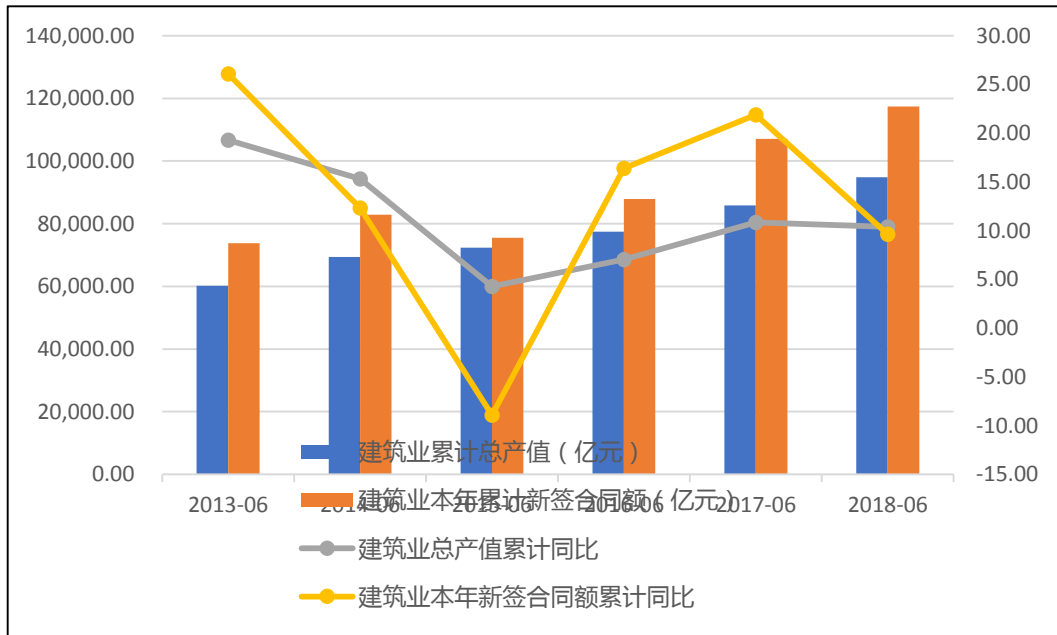
综合来看，精准扶贫、生态环保等惠民工程有望持续为建筑施工企业盈利增长提供动力；但目前房地产调控政策的持续加码以及基础设施投资增速的放缓对建筑业短期发展速度造成影响。

建筑业总产值保持高速增长，新签合同额增速下滑明显

2018 年上半年，建筑业总产值 94790.00 万元，延续之前较高速度增长态势，同比增速较上年基本持平，为 10.4%。

从新签合同额情况看，2018 年上半年，全国建筑业新签合同额同比增长 9.64% 至 117402 亿元，增速同比下滑 12.25 个百分点。

图 3 2013~2018 年建筑业总产值及新签合同额上半年情况



资料来源：国家统计局

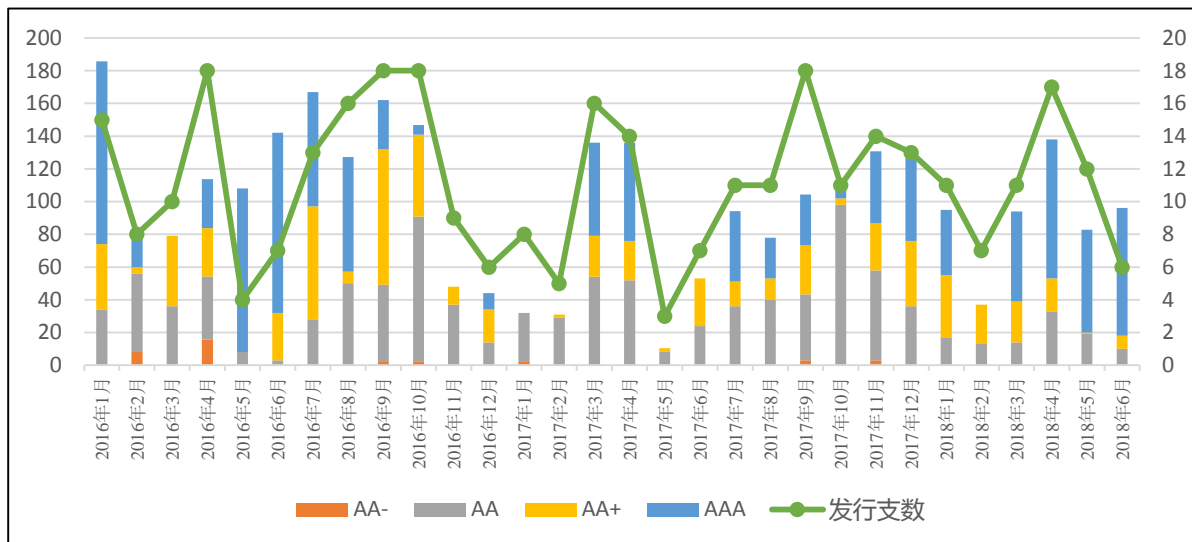
四、2018 年上半年建筑施工企业债券发行情况分析

建筑施工企业债券发行数量同比基本持平，发行规模有所增长

2018 年上半年，建筑施工企业共计发行债券 64 支，发行数量较上年同期基本持平；发行规模合计 545.75 亿元，较上年同期增长 14.49%。

受 2017 年四季度金融监管压力持续加大以及春节假期等因素影响，2018 年 1~2 月建筑施工企业债券发行规模持续下滑；3~4 月积压的债务融资需求有所释放，债券发行量及发行支数均明显回升；5~6 月，受市场信用风险加剧，叠加资金面紧张以及监管机构去杠杆深入推进的影响，建筑施工企业债券发行规模有所下降。

图4 2016~2018年上半年各月份建筑施工企业债券发行数量及规模（单位：亿元、支）



数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

低级别债券发行遇冷，发债主体信用等级向高等级集中；中长期债券发行规模有所扩大

2018年上半年，建筑施工行业发债主体共计37家，较上年同期减少7家，包括13家央企、11家地方国有企业、13家民营企业。

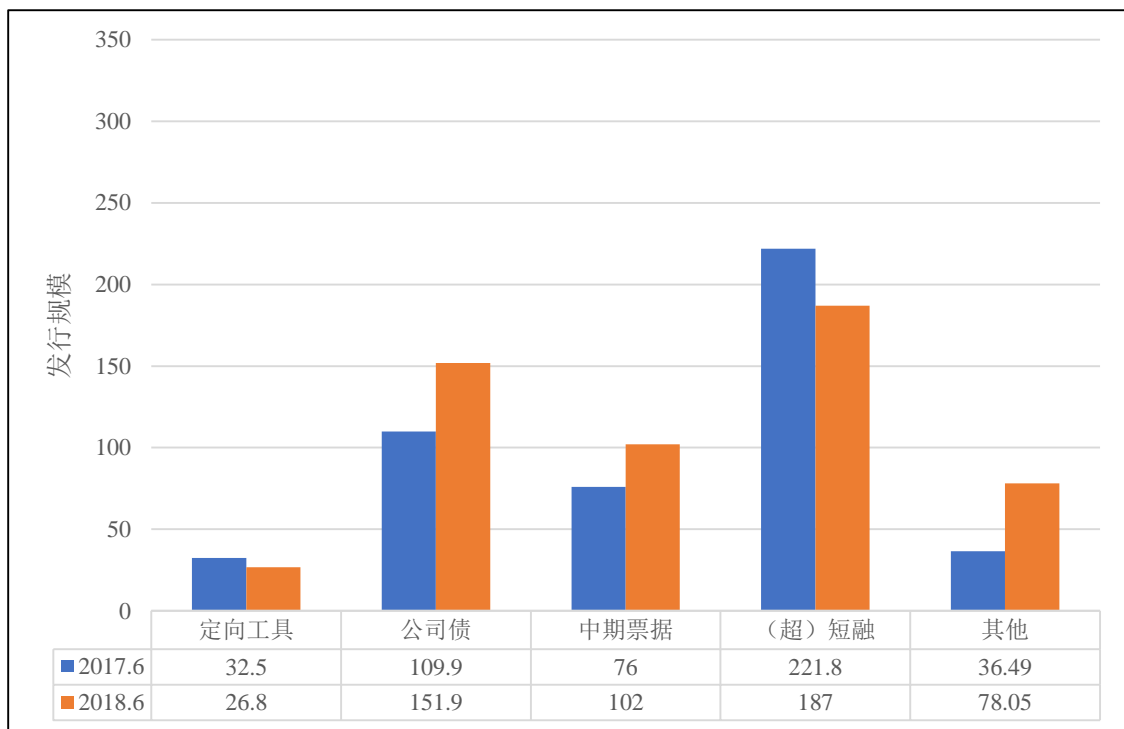
从发债主体级别来看，2018年上半年，建筑施工行业发债主体中AA企业（13家）、AA+企业（12家）和AAA企业（11家）。AA级别建筑施工企业发债合计89.50亿元，占建筑施工企业上半年发债规模的16.40%，较上年同期占比下降16.51个百分点；AA+级别和AAA级别企业发行债券规模分别为122.50亿元和330.95亿元，占建筑施工企业上半年发债规模的22.45%和60.64%，较上年同期占比分别提升2.63个和22.48个百分点。整体看，2018年上半年在市场资金面较紧及债券违约事件频发的背景下，低级别企业发债难度增大，AA+及AAA级别建筑施工企业发债数量及规模同比大幅提升，发债主体信用等级向高等级集中。

从发行方式看，2018年上半年，公募和私募方式债券发行数量分别为57支和7支，发行规模分别为517.10亿元（占94.75%）和28.65亿元（占5.25%），公募方式发行规模较上年同期增长11.82%，私募方式发行规模较上年同期增长17.07%，建筑施工企业发行债券仍以公募债为主。

从发行品种看，2018年上半年共计发行（超）短融28支，金额187亿元，发行规模较上年同期下降15.69%；中期票据12支，金额102亿元，发行规模较上年同期增长

34.21%，发行期限主要集中于 3 年期；公司债（含公募和私募）共计发行 20 支，金额 178.7 亿元，发行规模较上年同期增长 25.49%。总体看，2018 年上半年建筑行业企业发行短期债券规模较上年同期有所下降，中长期债券发行规模有所增长，建筑施工企业平均发债期限由去年同期的 2.13 年增至 2.26 年。主要是随着建筑施工企业参与 PPP 项目规模的不断扩大以及央企降杠杆的推进，企业对中长期资金（包括永续产品）需求有所增长。

图 5 2017 年上半年及 2018 年上半年建筑施工企业各发债品种规模（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

总体来看，在融资环境偏紧、低级别债券发行困难的情况下，2018 年上半年建筑企业发债主体信用等级分布以及发债期限发生变化；高级别中长期债券发行规模增长明显。考虑到未来政府大力推动基础设施建设的动力有所减弱，投资需求的减少叠加发行成本因素，或导致建筑行业债券发行量出现减少。

五、建筑施工企业发行债券利率分析

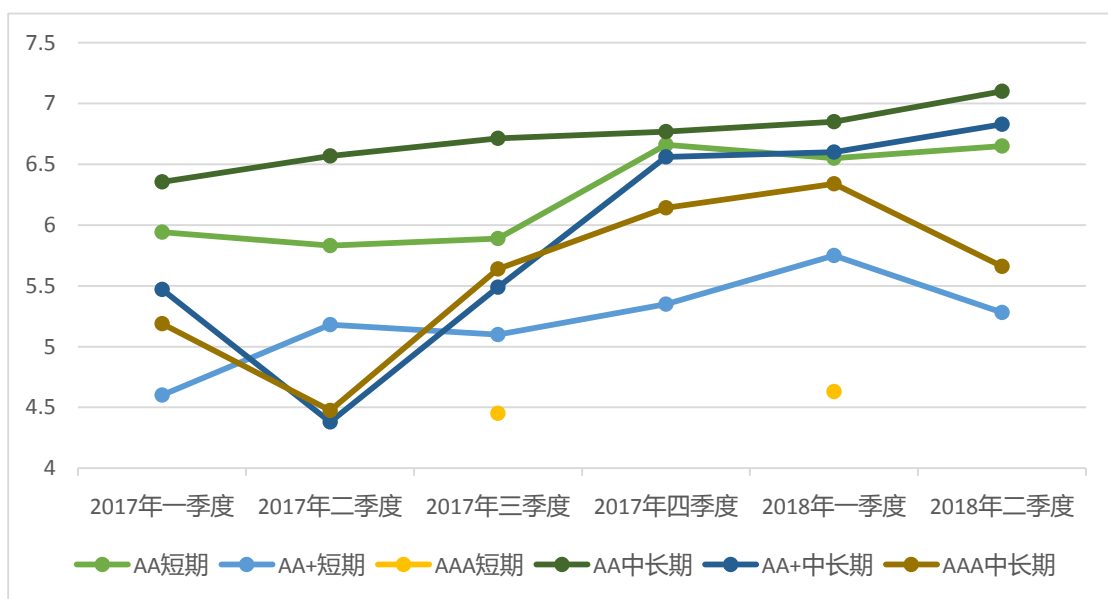
建筑企业债券发行利率整体呈上行趋势，不同级别企业发行利率分化明显

2018 年以来，央行继续实施稳健中性的货币政策，通过中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）以及定向降准等措施维护流动性合理稳定。同时，信用风险事件频发，信用风险溢价（尤其对于低级别债券）有所上升。在此背景

下，建筑施工企业发债利率整体上行；二季度开始，各级别债券发行利率走势出现明显分化。

2018 年一季度，建筑施工企业所发行的各级别债券平均发行利率较上年同期均有较大幅度上升；二季度，各级别债券平均发行利率较一季度有所分化，AA+级债券短期季度平均利率和 AAA 级债券中长期季度平均利率走低，AA+级债券中长期季度平均利率（样本中民营企业发债数量占比较一季度扩大，其中一家为新调升企业）和 AA 级债券各期限季度平均利率均走高。

图 6 2017 年至 2018 年二季度建筑施工企业季度平均利率（单位：%）

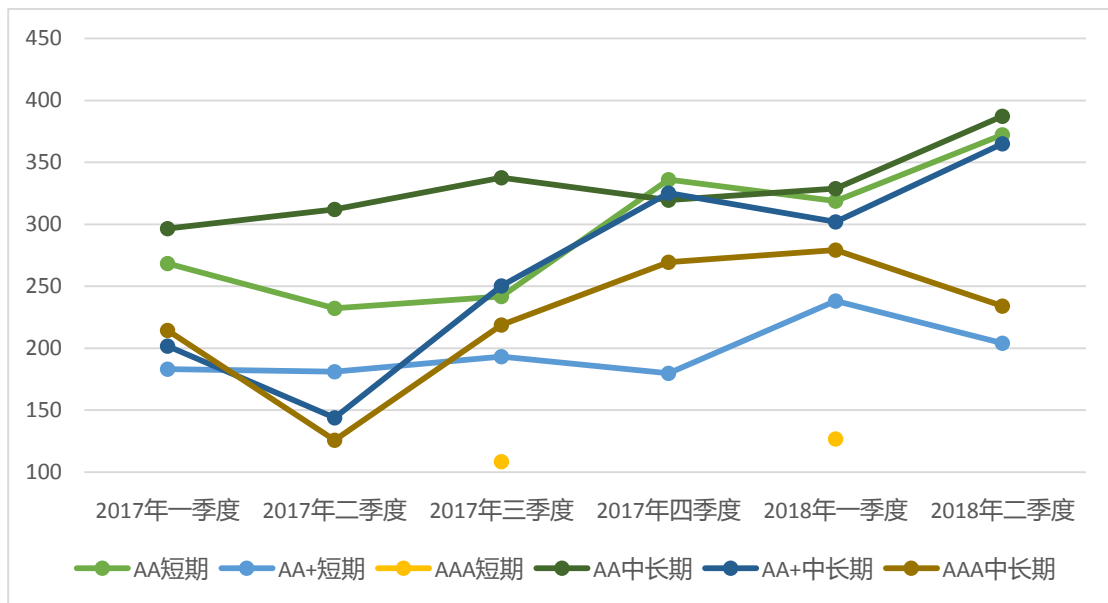


数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

投资者避险情绪加重，上半年整体利差走阔，二季度不同级别企业利差走势分化

2018 年上半年，金融强监管持续，企业融资环境趋紧，部分负债率较高的企业信用风险持续加大。建筑施工企业中特别是近两年业务规模以 PPP 模式大幅增长的企业在投资规模大、回款周期长、政府支出放缓等因素影响下，其面临较大的短期偿债压力，投资者对建筑施工行业的避险情绪加重。在此背景下，建筑行业除 AAA 级别企业发行利差有所收窄，其余各级别企业债券发行利差均不同幅度走阔。

图 7 2017 年至 2018 年二季度建筑施工企业季度平均利差（单位：BP）



数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

六、级别调升建筑企业中细分领域 AA 上市民企以及 AA+ 央企居多

从发债企业级别迁徙情况来看，2018 年上半年，建筑施工行业共有 7 家企业主体信用评级调整，整体仍呈现调升趋势。从调升企业初始主体级别来看，AA（均为民营企业，其中两家主营建筑装饰）及 AA+ 企业（均为央企，其中两家在路桥、港口航道工程专业优势较强）各三家；同期，级别下调企业 1 家（民营园林企业），由 AA（稳定）调至 AA-（负面）。

表 2 2018 年上半年建筑施工发债企业级别调整情况

发行人名称	原有级别	现有级别	调级时间	调级机构	调级理由
中国建筑第四工程局有限公司	AA+	AAA	2018/07/04	中诚信国际	营业收入同比增幅较大；2017 年，公司在核心区域华南区新签合同增长，广东省市场新签合同在中建股份系统排名第一。
中交第二航务工程局有限公司	AA+	AAA	2018/06/05	上海新世纪	公司资产及收入规模同比出现增长；公司在港口与航道工程专业优势较强。
中电建路桥集团有限公司	AA+	AAA	2018/06/20	中诚信国际	2017 年，除营业收入外，公司各项财务指标均有提升，尤其表现在资产规模。

江河创建集团股份有限公司	AA	AA+	2018/06/07	大公国际	公司于 2011 年在上交所上市；公司子公司承达集团 2015 年 12 月在香港联交所主板上市；公司子公司梁志天设计集团于 2018 年 7 月在香港联交所上市，另外，调级理由强调公司在幕墙业务市场份额的领先地位。
深圳广田集团股份有限公司	AA	AA+	2018/06/27	大公国际	2017 年收入增幅 25%；公司主做装饰工程，2017 年业务正常发展，没有突出变化。
广东省联泰集团有限公司	AA	AA+	2018/06/26	联合评级	公司在 AA 企业中规模优势较为明显，2017 年公司各项财务指标均有所提升。
岭南生态文旅股份有限公司	AA-	AA	2018/05/15	鹏元	资产及收入规模大幅增长。
内蒙古蒙草生态环境(集团)股份有限公司	AA	AA-	2018/06/11	联合资信	蒙草生态因 PPP 项目回款滞后导致应收账款规模大幅增长，对资金形成很大占用。财务杠杆持续上升，整体偿债能力较快下降；短期偿债压力很大。

数据来源：联合资信根据公开资料整理

级别调升理由主要集中在资产、营收、利润规模扩大，新签合同额大幅增长，项目储备充足且在相关细分领域市场地位较高等方面。级别调降主要系 PPP 项目快速扩张背景下，项目资金到位情况较差、项目回款滞后导致企业短期流动性风险剧增，短期偿债压力很大。

七、行业风险事件

1、5 月 21 日，东方园林公告原计划发行的 10 亿元公司债实际募集资金 5000 万元，引发市场对于该公司甚至整个 PPP 板块流动性担忧。债券市场的再融资压力加大。

点评：今年以来，债券市场违约事件常态化导致投资者风险偏好明显降低，部分短期流动性较差、融资依赖性较高的建筑类民营企业债券发行难度进一步加大。关注业务规模过速扩张、项目回款周期偏长对企业造成的现金压力。

2、5 月 3 日，黑龙江省建设集团有限公司发布公告显示：根据已披露的 2017 年年报和 2018 年一季度财务报表数据，资产负债率分别为 88.94% 和 88.89%，触发了 17 龙建设 SCP001、17 龙建设 MTN001 和 18 龙建设 MTN001 募集说明书事先约束条款。后

经债券持有人会议表决，同意无条件豁免该事先约束条款。

点评：建筑施工企业普遍存在举债经营的特点，资金周转压力较大，在目前融资环境趋紧背景下，过高的杠杆水平大幅提升企业债务违约风险。

3、4月28日，“华创中科金一号集合资产管理计划”因资金最终投向的中科金控资本管理有限公司（以下简称“中科金控”）未能及时还款而触发违约，该产品发行于2017年，总规模约为1.5亿元。上述资产管理计划由中科金控母公司中科建设开发总公司承担无限连带责任。

点评：建筑施工企业子公司较多且融资相对独立，部分企业在子公司融资及偿债管理方面存在漏洞，导致其短期流动性风险更易暴露。关注建筑企业子公司资金周转压力以及偿债风险管理。

4、7月6日，证监会就五洋建设集团股份有限公司（以下简称“五洋建设”）涉嫌欺诈发行公司债券、信息披露违法行为，对五洋建设及20名相关责任人作出行政处罚决定及市场禁入决定。五洋建设为顺利发行公司债券，曾在2012~2014年的财务报告中，利用少计提坏账准备、多计利润等财务造假手段，成功于2015年8月和9月分别发行公司债券。根据此后监管部门的调查发现，2012~2014年五洋建设三年平均分配利润不足以支付公司债券一年的利息、不具备公司债券公开发行条件。

点评：金融严监管环境下，监管部门对财务造假行为表现“零容忍”态度。部分企业盈利规模不及预期、流动性风险偏大，关注企业财务数据真实性。