

建筑施工行业观察报告

2018 年三季度



建筑施工行业观察报告——2018 年三季度

摘要

- 三季度，基建投资增速持续下行趋势，受益“稳增长”政策，预计四季度基建投资增速有望回暖。房地产行业投资增速保持增长，但销售端增速下行持续给房地产行业投资增长带来压力。
- 投资者风险偏好仍较低，高信用等级债券市场认可度较高；不同级别企业利差进一步走阔。
- 行业增速上行压力加大、融资渠道收紧背景下，关注中小规模民营建筑施工企业回款效率、经营业绩恶化带来的流动性风险；重点关注经济增速乏力区域企业受区域投资增速放缓、区域信贷环境恶化等因素引发的债务违约风险。

一、行业相关政策/动态概览

2018 年 7 月以来，中国建筑行业改革不断深化，在国务院办公厅印发《全国深化“放管服”改革转变政府职能电视电话会议重点任务分工方案》的指导下，住房城乡建设部通过修改《建筑工程施工许可管理办法》以及《房屋建筑和市政基础设施工程施工招标投标管理办法》等优化企业营商环境。

面对基建投资的持续下滑，2018 年三季度，中央政治局会议明确稳健货币、积极财政以及加大基础设施领域补短板的力度，其后会议精神陆续得以贯彻：专项债加速发行、国务院西部开发会议强调推进西部基建补短板、轨道建设投资重启、铁路投资率先回调、乡村振兴战略重磅出台、第四次降准释放增量资金约 7500 亿。

表1 建筑业相关重点政策列表

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2018 年 7 月	中共中央政治局	中央政治局会议精神	把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，增强创新力、发展新动能，打通去产能的制度梗阻，降低企业成本。
2018 年 8 月	国务院	国务院西部地区开发领导小组会议	加快开工建设川藏铁路、渝昆铁路等大通道，打通公路“断头路”，进一步推动电力、交通等骨干网络建设。推进滇中引水、桂中抗旱二期、引黄济宁、引洮二期等重大引调水工程，加大对三北防护林等重大生态工程的支持。结合推进新型城镇化，创新投资和运营机制，加快城镇污水、垃圾处理设施建设。
2018 年 9 月	国家发展改革委	新闻发布会	为加大基础设施补短板力度，稳定有效投资，接下来将精准聚焦基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保等重点补短板领域，按照近期、中期、长期三类，储备一批补短板重点项目，并推动项目尽早开工建设。
2018 年 9 月	国务院	《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》	强调以建设美丽宜居村庄为导向，以农村垃圾、污水治理和村容村貌提升为主攻方向，开展农村人居环境整治行动，全面提升农村人居环境质量，包括加快补齐突出短板、着力提升村容村貌、建立健全 整治长效机制。
2018 年 10 月	中国人民银行	中国人民银行公告	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，释放增量资金约 7500 亿。
2018 年 10 月	住房城乡建设部	关于修改《建筑工程施工许可管理办法》、关于修改《房屋建筑和市政基础设施工程施工招标投标管理办法》的决定及《住房城乡建设部关于修改和废止有关文件的决定》	取消申请施工许可证时需提交的资金到位证明，建设单位应当提供建设资金已经落实承诺书，建立黑名单制度，将申请人不履行承诺的不良行为向社会公开，建立“一处失信，处处受限的”联合处罚机制；单项合同和项目总投资金额限制取消；取消施工合同备案、建筑节能设计审查备案。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

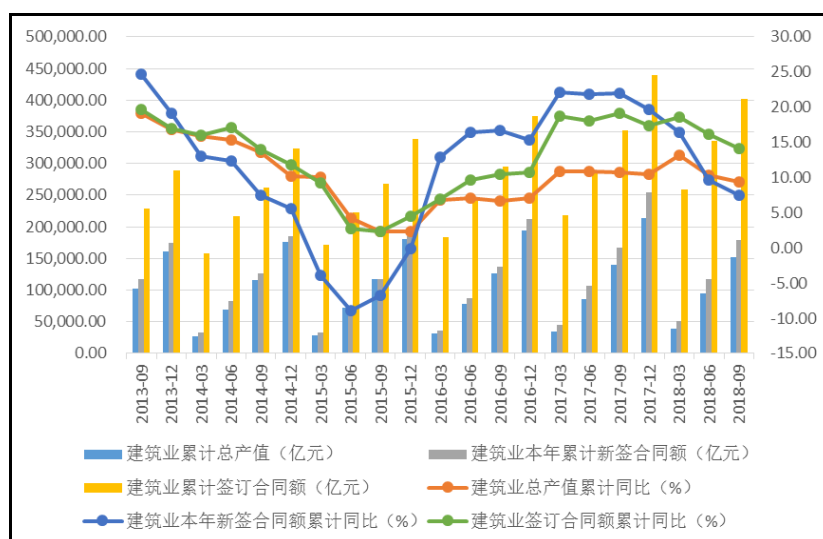
二、建筑施工行业发展状况

2018 年前三季度，建筑业总产值保持较快增长，同时新签合同额增速下滑明显，施工进度有所放缓。

2018 年前三季度，建筑业实现总产值 152326.24 亿元，同比增长 9.38%，延续了之前较快增长的态势，同比增速较上年下滑 1.33 个百分点。

从合同情况看，2018 年前三季度，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。2018 年以来新签合同额增长加速回落，且持续低于在手合同额增速，反映出施工进度的放慢。

图1 2013~2018年建筑业总产值及新签合同额三季度情况



资料来源：国家统计局、联合资信整理

2018 年前三季度，房地产行业投资增速保持增长，但销售端持续增长乏力给房地产行业投资增长带来压力。

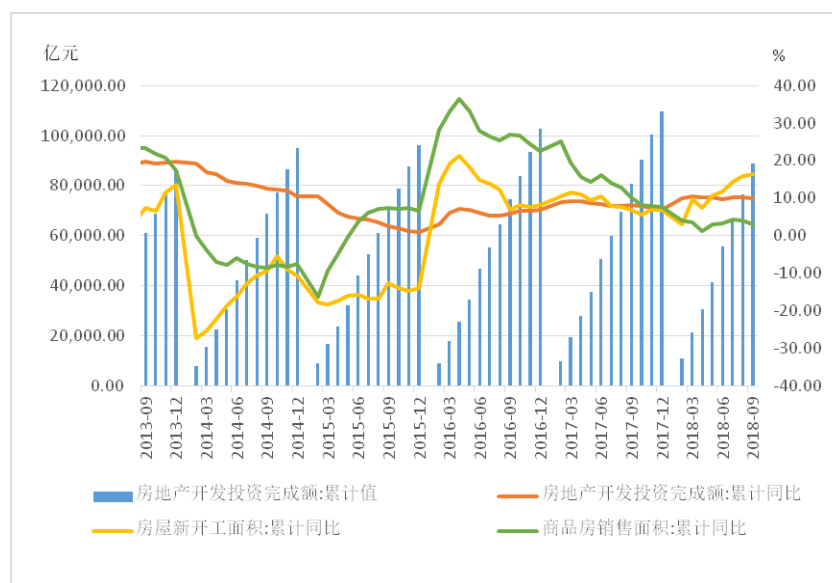
2018 年 1~9 月，全国房地产开发投资 88665 亿元，同比名义增长 9.9%，增速较上年同期增长 1.7 个百分点，增速处于 2016 年以来的高位。房屋新开工面积 152583 万平方米，同比增长 16.40%，增速同比小幅提升 9.6 个百分点，地产开发赶工的情况较为明显。同期，商品房销售面积 119313 万平方米，同比增长 2.90%，增速较去年回落 7.4 个百分点，销售增速企稳回落。整体来看，2018 年

前三季度房地产开发投资增速仍然较快，同时开工加速，销售则增长乏力。目前房地产库存仍然处于低位，商品房已完工待售面积已经较 2016 年的历史高点下滑了 28%。

2018 年三季度，中央政治局会议再次强调“坚决遏制房价上涨”，政策基调依然延续偏紧。在“因城施策、精准调控”的方针下，各地调控政策继续密集出台，包括完善限购、限售、限贷和限价，实行差别化信贷，调整棚改货币化安置等。上海、深圳等 12 个城市加大了限购力度，西安、长沙、杭州、南京等城市加大了限售力度，北京则收紧了公积金贷款政策。在一系列的调控政策下，市场预期开始转变，百城新房价格涨幅持续收窄，房地产企业逐步加快资金回笼，同时土地流拍、零溢价成交地块增多。

综合来看，未来房产销售增速下滑的可能性较大，并进一步给投资和新开工的增长带来下行压力。

图2 2013~2018年房地产投资及开工情况



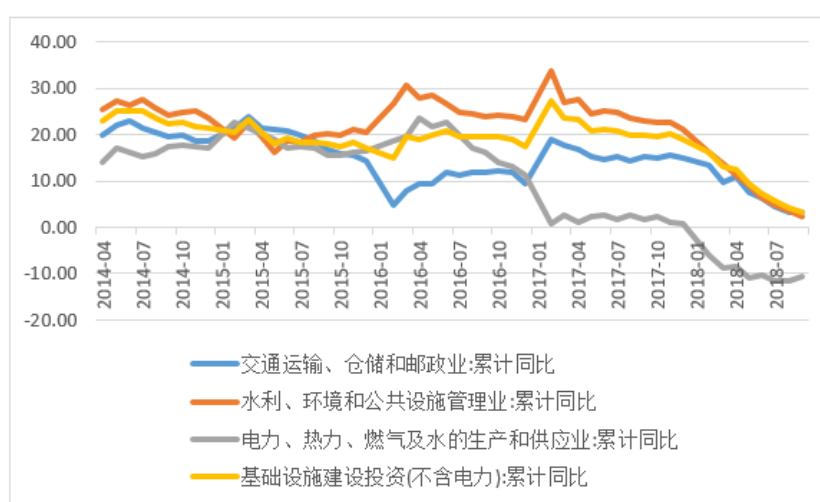
资料来源：国家统计局、联合资信整理

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，受益“稳投资”政策，预计四季度基建投资增速有望回暖。

基建投资方面，2018年1~9月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长3.3%，较去年同期下降16.5个百分点，增速连续9个月下滑，环比出现负

增长，已经处于历史绝对低位。从细分领域来看，水利环境、道路运输、铁路运输和公共设施管理投资增速均持续放缓，增速较去年同期大幅回落。其中，水利、环境和公共设施管理业同比增长 2.2%，增速同比回落 20.6 个百分点（其中环境保护和治理业同比增长 33.7 个百分点）；道路运输业同比增长 8.9%，增速同比回落 16 个百分点；铁路运输业同比下滑 10.50%，增速同比回落 11 个百分点；公共设施管理业同比增长 1.70%，增速回落 22 个百分点。

图 3 2018 年以来基础设施投资（不含电力）同比增速持续下滑



资料来源：国家统计局、联合资信整理

面对基建投资的下滑，三季度稳投资政策力度有所加大。在外部冲击（贸易战）和内部增长压力的双重影响下，从 7 月份开始政策出现了转向。7 月 23 日的国务院常务会议提出“在推动在建基础设施项目上早见成效”，标志着基建再度成为了稳定经济增长的主要抓手。根据会议精神，具体的措施包括减税降费、发行地方政府专项债、保持流动性合理充裕、保障在建项目资金需求、建立和储备一大批重点项目等。7·23 会议后，发改委、财政部、央行及银保监会、交通运输部等部门在政策配套和细化方面也做了一系列安排，包括水利等“三农”领域补短板（具体表现在集中安排中央预算内投资 550 亿元支持重大水利工程，加快 2018 年农林水利等领域中央预算内投资计划下达进度，进一步聚焦改善民生并加快相关项目投资进度等）、落实重大交通运输项目（具体通过加快投资进度、充实重大项目储备等稳定投资）、调动民间投资积极性等。

基建资金方面，基建资金来源主要包括财政预算内资金和自筹资金。预算资金方面，1~9 月全国公共财政支出累计同比增长 7.50%，增速同比回落 3.91 个百分点。2018 年以来，预算内财政投放力度不及预期，但随着政策的逐渐落地，9 月份财政支出当月同比增长 11.70%，边际上出现明显好转。自筹资金方面，1~9 月全国政府性基金收入同比增长 28.0%，同时三季度集中发行了 1.3 万亿的地方政府专项债将给基建资金带来有效补充。随着清库的完成，合规 PPP 项目落地率提升，资金对接 PPP 项目的渠道将更加畅通。

总体看，扩大基建投资以稳定经济的政策意图相对明确，虽然债务约束仍在，政策落地、资金到位仍需要一定的时间，但预计四季度基建投资反弹概率较大。

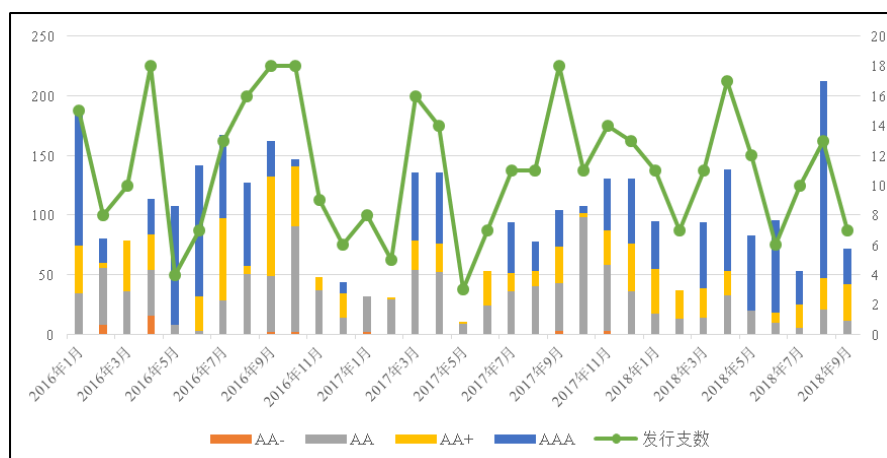
三、2018 年三季度建筑施工企业债券发行情况分析

建筑施工企业债券发行数量同比下降，发行规模有所增长。

2018 年三季度，建筑施工企业共计发行债券 30 支，发行数量较上年同期减少 7 支；发行规模合计 337.70 亿元，较上年同期增长 28.36%。

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；5~7 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；8 月，除单一样本发行规模大的影响外，财政部、发改委、银保监会等部委纷纷出台政策支持基建补短板、稳定有效投资因素影响，建筑施工企业发债规模快速增长；9 月，受部分债务融资需求已于上月集中释放影响，债券发行量及发行支数有所回落。

图4 2016~2018年三季度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

投资者避险情绪进一步加重，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 年三季度，建筑施工行业发债主体共计 23 家，较上年同期减少 4 家，包括 7 家央企、8 家地方国有企业、8 家民营企业。

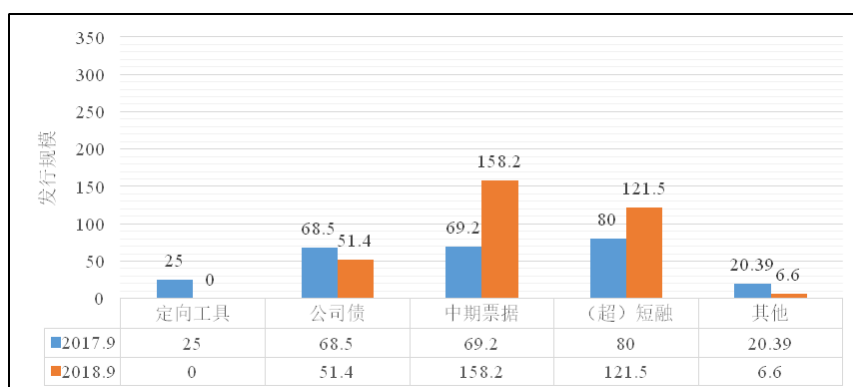
从发债主体级别来看，2018 年三季度，建筑施工行业发债主体中 AA 企业（6 家）、AA⁺企业（9 家）和 AAA 企业（8 家）。AA 级别建筑施工企业发债合计 36.30 亿元，占建筑施工企业三季度发债规模的 10.75%，较上年同期占比下降 27.45 个百分点；AA⁺级别和 AAA 级别企业发行债券规模分别为 78.00 亿元和 223.40 亿元，占建筑施工企业三季度发债规模的 23.10%和 66.15%，较上年同期占比分别提升 1.05 个和 34.15 个百分点。整体看，受债券违约事件频发及投资者避险情绪加重影响，低级别企业发债难度增大；发债主体信用等级向高级别集中。

从发行方式看，2018 年三季度，建筑施工企业发债方式全部为公募方式，发行规模为 337.70 亿元。上年同期，建筑施工企业公募及私募发行规模分别为 238.09 亿元（占 90.50%）和 25.00 亿元（占 9.50%），公募方式发行规模较上年同期增长 41.84%，建筑施工企业发行债券仍以公募债为主。

从发行品种看，2018 年三季度共计发行（超）短融 13 支，金额 121.50 亿元，发行规模较上年同期增长 34.16%；中期票据 8 支，金额 158.20 亿元，发行规模较上年同期增长 128.61%，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 9 支，金额 58.00 亿元，发行规模较上年同期下降 37.97%。总体看，2018 年三季度建筑施工企业中长期债券发行规模增幅较大，在此影响下，建筑施工企业平均发债期限由去年同期的 2.40 年增至 3.27 年。主要系随着建筑施工企业 PPP 项目承接量的增加，为匹配相应偏长的建设期，企业对中长期资金需求有所增长。

图5 2017年三季度及2018年三季度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

总体看，2018 年三季度受“宽货币、宽财政”政策取向，叠加政策支持基建补短板、拉动基建投资等因素的推动下，建筑企业发债规模有所回升。但受债券违约事件频发影响，投资者对信用债的风险偏好短期内预期难以回升，发债主体信用等级趋于向高级别中长期债券集中。2018 年 10 月，央行再度降准，货币宽松持续加码，但受九月底信用债违约潮再现的影响，发债企业特别是民营企业再融资难度仍高，货币政策或较难达到预期，预计建筑施工企业发债规模仍不会大幅增长。

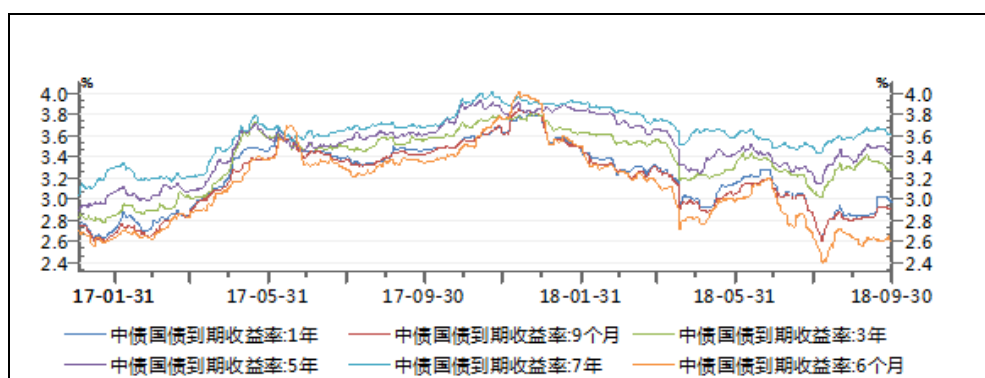
四、建筑施工企业发行债券利率分析

市场资金面整体稳定、基准利率水平略有回落，建筑企业债券发行利率分化更加明显。

2018 年三季度，央行继续实施稳健中性的货币政策，通过定向降准、中长期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等多种货币政策工具，加强预调微调和预期管理，保持了流动性的合理充裕。三季度中债国债到期收益率曲线呈现先降后升态势，主要系前半阶段央行实施第三次定向降准，市场资金面宽松，中

美贸易摩擦升级，避险情绪升温，债券收益率陡峭化下行；后半阶段主要系地方政府债券发行加速对债市造成一定供给压力，同时信用违约事件增多，债券收益率震荡上行。

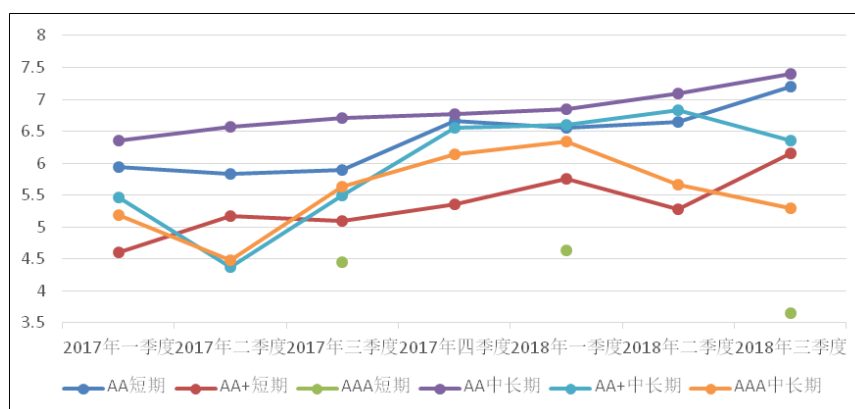
图6 2017年至2018年三季度各期限中债国债到期收益率（单位：%）



数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

2018 年三季度，各级别建筑施工企业发行债券利率分化明显，低级别主体发行债券利率持续上升。三季度，以民营企业为主的 AA 级主体发行的各期限债券季度平均利率延续上升趋势，其中短期债券季度平均发行利率同比上升 131BP、环比上升 55BP；中长期债券季度平均发行利率同比上升 69BP、环比上升 30BP。AA⁺发债主体所发短期债券季度平均利率同比上升 105BP、环比下降 87BP，中长期债券季度平均利率同比上升 87.19BP、环比下降 47BP。AAA 级主体发债利率呈下降趋势，其中中长期债券季度平均发行利率同比下降 33.80BP、环比下降 36BP。

图7 2017年至2018年三季度建筑施工企业季度平均利率（单位：%）

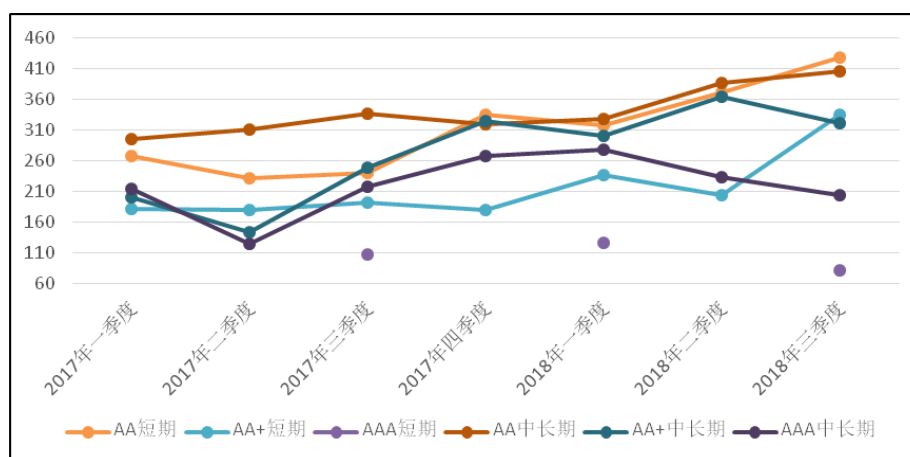


数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

投资者避险情绪加重，低等级主体债券发行利差持续扩张。

2018 年三季度，低等级主体债券发行利差持续走高。在目前经济下行、违约事件频发、市场风险偏好降低背景下，竞争力相对较弱、流动性管理较为薄弱的低级别建筑施工企业（集中在民营企业）发债融资能力被进一步削弱。相比之下，投资者对具备规模及股东支持优势的大型国有建筑企业债券配置需求有所增加。体现在利差方面，AAA 级别企业发行利差整体有所收窄，其余各级别企业债券发行利差均不同幅度走阔。

图8 2017年至2018年三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

五、级别调升建筑企业以地方国有企业为主

2018 年三季度，建筑施工发债企业中 6 家主体信用级别（展望）被调升；原始主体级别以 AA 为主，AA 企业 3 家（1 家民营企业，2 家地方国有企业），AA+企业 2 家（1 家地方国有企业，1 家央企），AA-企业 1 家（地方国有企业）。

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，项目储备充足等方面。

表2 2018年三季度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
广东省建筑工程集团有限责任公司	AA+	AAA	2018/07/25	联合资信	公司与广东省水电集团有限公司合并，资产及收入规模均有较大幅度提升，行业竞争力有所提升；公司是广东省棚改唯一省级融资平台。
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。
山西路桥建设集团有限公司	AA	AA+	2018/07	东方金诚/上海新世纪	2017年，公司各项财务指标均有提升，尤其表现在资产规模。公司在山西省公路施工及高速公路运营领域具有一定专营优势。
江苏南通二建集团有限公司	AA	AA+	2018/07/26	联合资信	公司新签合同额保持增长，在手项目储备充足。公司获得以色列建筑业最高资质，对承接海外业务具有积极作用。
福建建工集团有限责任公司	AA/稳定	AA/正面	2018/07/27	中诚信国际	2017年，新签合同额同比增幅 50%左右；公司主要财务指标同比有所优化；融资渠道畅通。
七冶建设集团有限责任公司	AA-	AA	2018/07/26	东方金诚	2017年，公司营业收入同比有所上升；新签合同额同比增长。

数据来源：联合资信根据公开资料整理

六、行业风险事件

1. 8月13日，中城投集团第六工程局有限公司（以下简称“中城投六局”）公告称，“15城六局”应于8月13日兑付回售本金10.5亿元和债券第三个付息

年度利息 7350 万元；由于公司的主要资产被查封冻结，且流动性较为紧张，无法按期偿付本期债券到期应付的回售本息。

点评：中城投六局 2017 年营业收入大幅下降，负债总额快速增加，加之公司涉及诉讼高达 853 起，存在 7 条失信信息，主要资产被查封冻结，流动性较为紧张，无法按期偿付债券到期应付回售本息，最终发生违约。行业增速下行压力加大、融资渠道收紧背景下，关注建筑企业诉讼、流动性等风险。

2. 鉴于锦州北山建筑工程有限责任公司（以下简称“锦州北山”）目前资金紧张，公司非公开发行公司债券“16 北山债”的到期回售存在不确定性，2018 年 9 月 28 日，联合评级决定将“16 北山债”列入可能降级的观察名单。

点评：锦州北山是锦州市规模较大的房屋建筑工程施工企业之一，业务基于锦州市辐射辽西地区。重点关注经济增速乏力区域企业受区域投资增速放缓、区域信贷环境恶化等因素引发的债务违约风险。

3. 2018 年 6 月 27 日，中诚信证券评估有限公司将江苏省建工集团有限公司（以下简称“江苏建工”）的主体信用等级和 2017 年公开发行公司债券的债项信用等级列入信用评级观察名单。

点评：江苏建工业务集中于房地产建筑施工，房地产市场行情波动给公司主营业务带来较大不确定性，另外部分项目受环保政策及督查影响处于停工状态；受回款速度减慢等影响，资金周转压力较大；涉诉案件较多对建筑企业自有资本实力及公司信用等级产生影响。关注下游行业增速放缓背景下，建筑行业市场及政策风险对中小规模民营建筑施工企业经营业绩及回款效率产生的影响。