

建筑施工行业观察报告

2018 年四季度



建筑施工行业观察报告——2018 年四季度

摘要

- ▶ 四季度，建筑业出现阶段性回升，但全年总产值增速同比回落。受“补短板”和“稳健货币政策”综合影响，基建投资增速触底反弹。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。
- ▶ 建筑施工企业四季度债券发行数量同比上升，发行规模快速增长。发行债券品种和期限呈现多样性。受益货币宽松加码，建筑企业债券发行利率整体下行，但低等级主体债券发行利差仍处高位。
- ▶ 持续关注中小规模民营建筑施工企业回款效率、内部管理问题带来的短期偿债风险。

一、行业相关政策/动态概览

2018 年 10 月以来，在中共中央政治局召开的 2018 年三季度政治会议所强调的“解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难”和“激发市场活力，促进资本市场长期健康发展”大背景下，相关部门出台的配套政策以及精神给建筑行业的发展带来一定利好。

货币政策方面，央行分别于 2018 年 10 月和 2019 年 1 月进行了降准操作，累计释放了超过万亿的长期资金。作为配套政策，国常会要求力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率较 2018 年一季度下降 1 个百分点，银保监会也强调了对民营企业贷款要实现“一二五”目标（具体情况见表 1）。上述金融政策的出台一定程度上缓解了建筑企业特别是民营建筑企业在资金端的压力。行

业政策方面，首先，政府依然强调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，调动平等互惠的社会资本参与。在不搞大水漫灌的前提下，四季度中央继续强调基础建设领域精准补短板，确保有限资金投向关键领域。在新的政策组合下，基建依然会是建筑行业需求改善的重要突破口。

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10月	中共中央政治局	中共中央政治局会议	解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难”和“激发市场活力，促进资本市场长期健康发展”
2018年10月	财政部	《政府和社会资本合作（PPP）项目奖补资金管理办法》	各级财政部门应当会同相关部门，统筹安排财政资金、国有资产等各类公告资源和资源，与社会资本开展平等互惠的PPP项目合作
2018年10月	国务院办公厅	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常融资需求，明确了铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保等一批重点领域和10项配套措施。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	中共中央国务院	《中共中央国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》	统筹发达地区和欠发达地区发展，加快补齐基础设施短板
2018年11月	银保监会	民营企业座谈会	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	发改委	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，确保有限资金投入关键领域。
2018 年 11 月	国务院	国务院常务会议	加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵。力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降1个百分点。
2018 年 12 月	中共中央 国务院	中央经济工作会议	宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；加大基础设施等领域补短板力度
2019 年 1 月	中国人民银行	中国人民银行公告	下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。

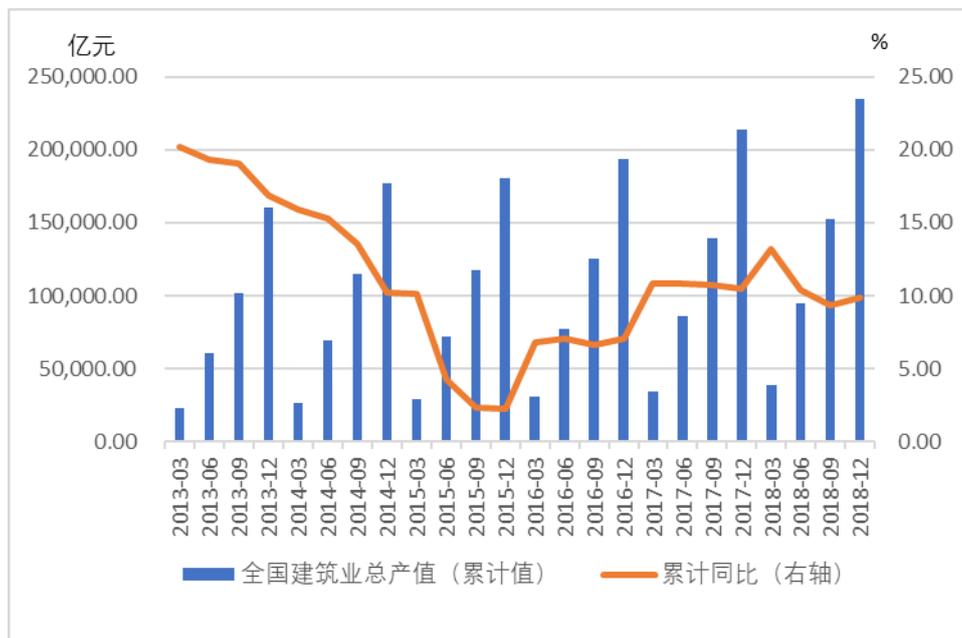
资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、建筑施工行业发展状况

四季度，建筑业出现阶段性回升，但全年总产值增速同比回落。

2018 年建筑行业仍保持较快增长，四季度以来行业增长出现阶段性回升。根据国家统计局的初步核算，2018 年全国建筑业实现总产值 23.51 万亿元，同比增长 9.9%，增速较上年有所回落；全国建筑业房屋建筑施工面积 140.9 亿平方米，同比增长 6.9%。分季度看，2018 年四季度全国建筑业生产总值按不变价计算同比增长 6.1%，增速较三季度回升 3.6 个百分点；1~12 月全国建筑业生产总值按不变价计算累计增长 4.5%，增速较 1~9 月回升 0.8 个百分点，较上年同期回升 1.0 个百分点。

图1 2013~2018年建筑业总产值情况



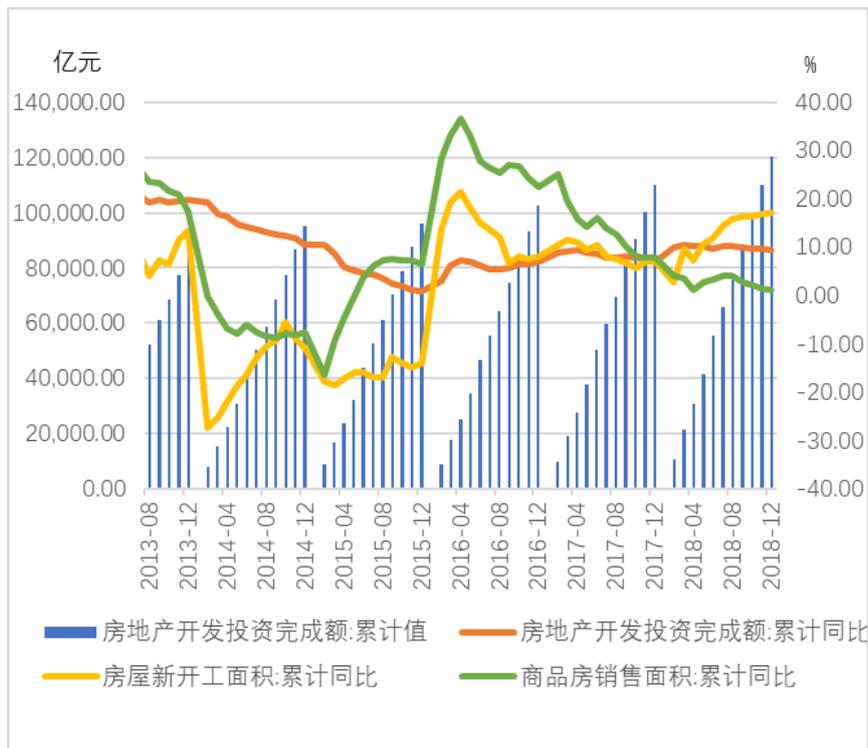
资料来源：国家统计局、联合资信整理

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。

2018 年 1~12 月，全国房地产开发投资完成 12.03 万亿元，较上年同期增长 9.50%，增速较 1~11 月份回落 0.2 个百分点。同期，全国商品房销售面积 171654 万平方米，同比增长 1.30%，其中住宅销售面积增长 2.20%；商品房销售额 149973 亿元，同比增长 12.20%，增速较 2017 年同期回落 1.5 个百分点。2018 年 1~12 月，全国房屋新开工面积 209342 万平方米，同比增长 17.20%，增速较 1~11 月增速提升 0.40 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 1~12 月，房屋竣工面积 93550 万平方米，较上年同期下降 7.80%，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 2013~2018年房地产投资及开工情况

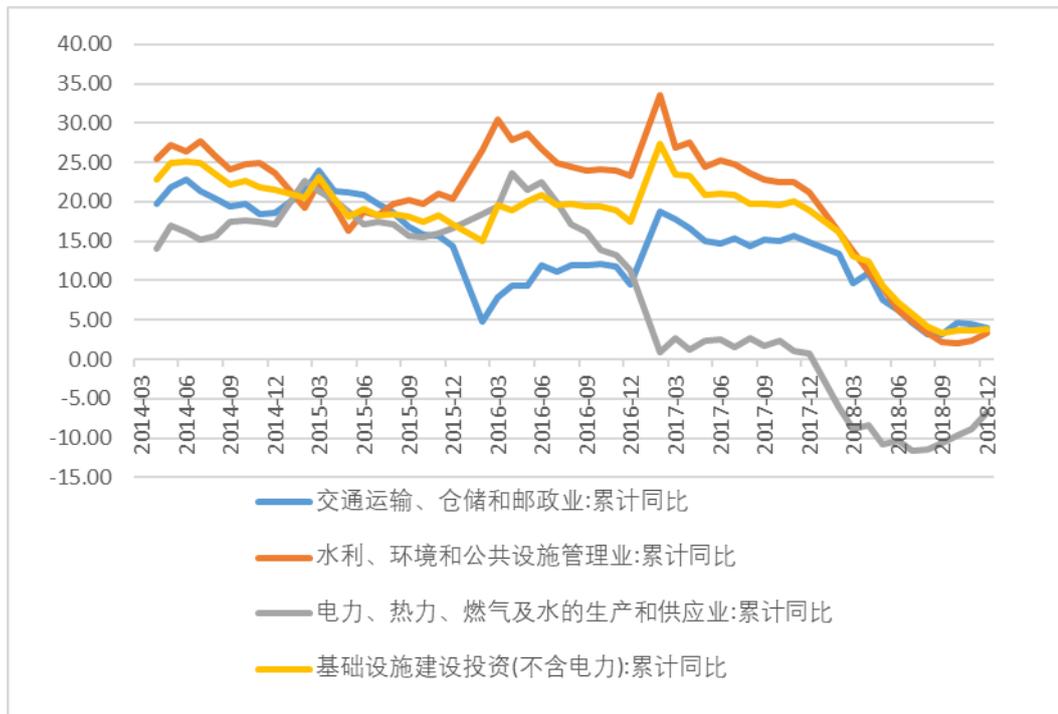


资料来源：国家统计局、联合资信整理

受“补短板”和“稳健货币政策”综合影响，基建投资增速触底反弹。

基建投资方面，2018年1~12月，全国基础设施投资（不含电力）累计同比增长3.8%，较去年同期下降15.2个百分点，增速较1~9月回升0.5个百分点。受益于“补短板”和“稳投资”的政策，四季度基建投资增速企稳回升，结束了2017年底以来连续9个月的下滑，但仍然处于历史绝对低位。从基建投资的主要分支领域看，2018年1~12月交通运输、仓储和邮政业投资同比增长3.9%，增速较前三季度回升0.7个百分点；水利、环境和公共设施管理也投资同比增长3.3%，增速较前三季度回升1.1个百分点。

图3 2013~2018年四季度基础设施投资同比增速



资料来源：国家统计局、联合资信整理

随着经济下行的趋势进一步确认，基建成为了对冲地产和外需下滑的主要抓手。10月份国务院发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常融资需求，确认了铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保等一批重点领域和10项配套措施。12月份的中央经济工作会议提出宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大基础设施等领域补短板力度。据太平洋证券统计，2018年四季度，发改委总共批复重点项目1.1万亿元，其中轨道交通7113亿元，铁路4293亿元，轨道交通审批力度超市场预期。随着补短板政策的快速落地，基建项目储备有望保持在较高水平，有利于建筑企业订单的持续增长。

2018年资金短缺是阻碍订单向收入转化的重要因素，而融资难的问题也在四季度出现边际缓和。央行在2018年10月和2019年1月分别进行了降准操作，在总量上释放流动性，而保监会也提出了对民营企业贷款的“一二五”目标，在微观上加强信贷资金投放的普惠性。地方债方面，中国人民银行规定自2018年

9 月期将地方政府专项债纳入社融口径，传递出金融支持实体经济的重要信号。2018 年 1~11 月，地方政府专项债的发行规模已经占到同期社融（新口径）总量的 10% 左右，这种“开前门”的融资方式合理对冲了非标融资的持续萎缩。城投债方面，2018 年四季度 Wind 口径的城投债累计发行规模达到 7528.63 亿元，扣除到期偿还部分后净融资额达到 3157.68 亿元，均创下年内最高水平。此外，随着清库的结束和 PPP 条例的不断出台，2018 年 9 月以来 PPP 入库项目数恢复正增长，社会资本参与基建投资的通常有望继续拓宽。

总体看，在政策支持下项目储备和融资环境都将得到持续改善，2018 年四季度投资已经出现企稳迹象，而 2019 年基建投资进一步反弹的概率较大。

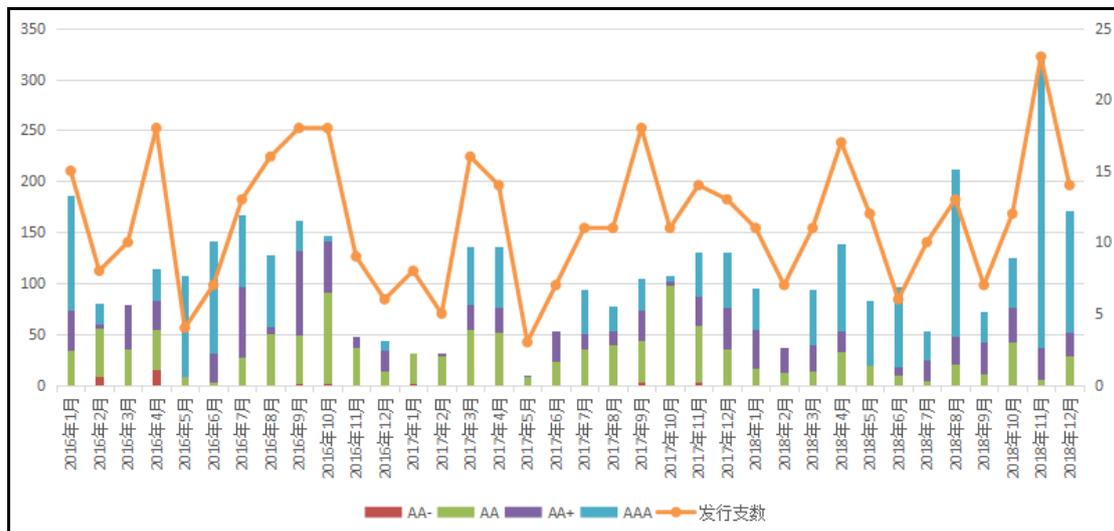
三、2018 年四季度建筑施工企业债券发行情况分析

建筑施工企业债券发行数量同比上升，发行规模快速增长。

2018 年四季度，建筑施工企业共计发行债券 49 支，发行数量较上年同期增长 11 支；发行规模合计 622.30 亿元，较上年同期增长 68.39%。

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，基层数据尚未达预期，且赶工潮持续性有限，整体基建投资增速及行业龙头数据回暖仍需等待，建筑施工发债规模回撤；10~11 月，基建投资增速回升，基建补短板成效显现，企业发债规模快速增长；12 月，“稳增长”政策基调下基建托底经济预期，债券发行规模及发行支数仍处高位，但受部分债务融资需求已于上月集中释放影响，相较上月有所回落。

图 4 2016~2018 年四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

投资者避险情绪加重，发债主体信用等级进一步向高等级集中，发行债券品种和期限呈现多样性。

2018 年四季度，建筑施工行业发债主体共计 26 家，较上年同期减少 3 家，包括 8 家央企、10 家地方国有企业、7 家民营企业、1 家外商独资企业。

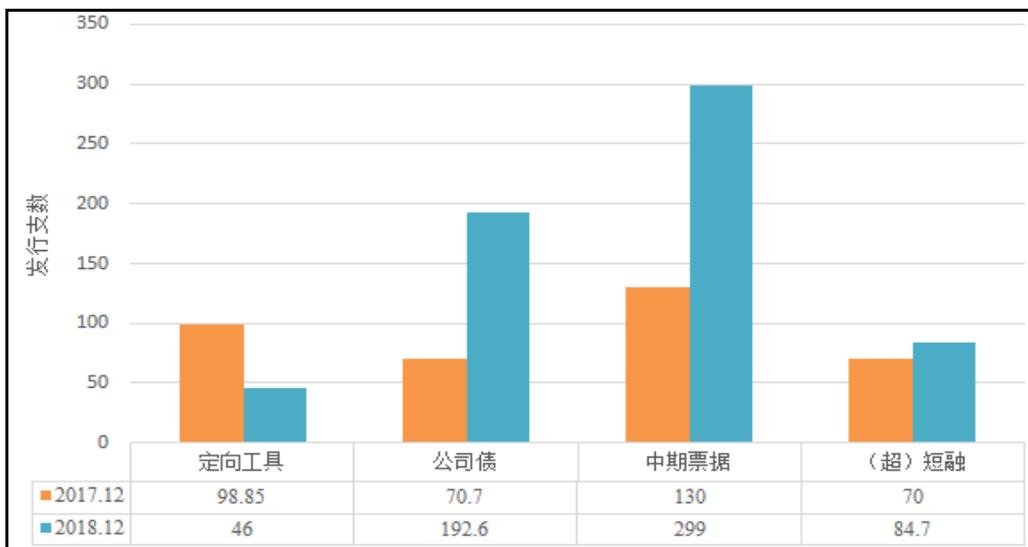
从发债主体级别来看，2018 年四季度，建筑施工行业发债主体中 AA 企业（7 家）、AA+企业（8 家）和 AAA 企业（11 家）。AA 级别和 AA+级别建筑施工企业发债规模分别为 77.70 亿元和 87.0 亿元，占建筑施工企业四季度发债规模的 12.49%和 13.98%，较上年同期占比分别下降 25.41 个和 11.46 个百分点；AAA 级别企业发行债券规模合计 457.60 亿元，占建筑施工企业四季度发债规模的 73.53%，较上年同期占比提升 38.49 个百分点。整体看，受债券违约事件频发及投资者避险情绪加重影响，低级别企业发债难度增大；发债主体信用等级向高级别集中。

从发行方式看，2018 年四季度，建筑施工企业公募及私募发行规模分别为 576.30 亿元（占 92.61%）和 46.00 亿元（7.39%）。上年同期，建筑施工企业公募及私募发行规模分别为 270.70 亿元（占 73.25%）和 98.85 亿元（占 26.75%），公募方式发行规模较上年同期增长 112.89%，建筑施工企业发行债券仍以公募债

为主。

从发行品种看，2018 年四季度共计发行（超）短融 12 支，金额 84.70 亿元，发行规模较上年同期增长 21.00%；中期票据 21 支，金额 299.00 亿元，发行规模较上年同期增长 130.00%，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 16 支，金额 238.60 亿元，发行规模较上年同期增长 40.72%。总体看，2018 年四季度建筑施工企业债券发行期限呈现多样化的特征，建筑施工企业平均发债期限由去年同期的 2.59 年增长至 2.76 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年四季度及2018年四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 年四季度受积极的财政政策以及稳健中性的货币政策影响，随着基建补短板相关部署的落实，基建托底经济预期回升，建筑行业逐渐复苏，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。近期，国家发改委共批复八个城市及地区的城市轨道交通与铁路建设规划（包含新增），总投资约为 8600 亿元；同时，中国人民银行在 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别决定下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做，综合来看可以释放近 8000 亿元长期资金。基建资金面持续改善，重大工程项目加速批复，预计建筑施工企业发债规模有望进

一步提升。考虑到受九月底信用债违约潮再现的影响，投资者避险情绪加重，信用分化明显，预计建筑施工行业龙头企业将优先受惠。

四、建筑施工企业发行债券利率分析

货币宽松加码，基准利率下行，建筑企业债券发行利率整体下行。

2018 年四季度，央行维持稳健的货币政策，通过降准、中长期借贷便利（MLF）等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，资金面整体宽松，中债国债到期收益率曲线整体呈现下降态势。10 月上旬，央行定向降准与加大公开市场投放，货币宽松加码，带动短端利率下行，打开长端利率下行空间；11 月，央行暂停逆回购操作，但银行间资金面整体仍然充裕，R007 均值环比仅小幅抬升 3BP；12 月下旬，央行重启逆回购操作，并创设定向中期借贷便利（TMLF）引导中长期利率下行，整体资金面仍保持合理充裕。2018 年末的中央经济工作会议提出稳健的货币政策从“保持中性”调整为“松紧适度”；央行四季度货币政策例会表示要加大逆周期调节力度，稳健的货币政策要更加注重松紧适度。货币宽松预期延续，短时间内市场利率仍存在一定的下行空间。

图6 2017年至2018年各期限中债国债到期收益率（单位：%）

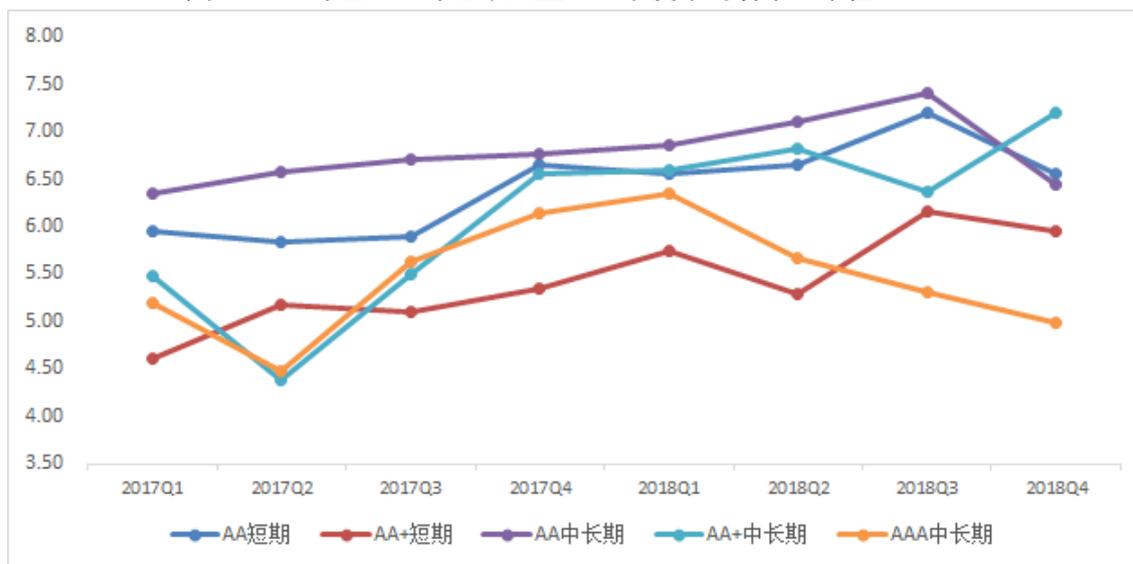


数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

2018 年四季度，建筑施工除 AA+发债主体中长期债券发行利率环比上升外，其他等级建筑施工企业发行利率均环比下降，主要系本季度融资主体企业性质发

生较大变动。具体看，四季度 AA 级发债主体以地方国有企业或央企为主，短期债券发行利率环比下降 63.67BP，中长期债券发行利率环比下降 95.33BP；AA⁺级发债主体短期利率环比变动较小，但中长期债券发行利率环比上升 83.11BP，主要系本季度 AA⁺中长期债券发债主体以民营企业为主；AAA 级发债主体所发债券以中长期债券为主，整体发债利率环比下降 31.46BP，主要系市场避险情绪依然较重，加之理财新规的落地，高等级债券受到市场青睐。另外从发债主体属性看，本季度央企和地方国有企业受惠明显。其中，央企季度平均发行利率环比下降 17BP；地方国有企业季度平均发行利率环比下降 16BP；民营企业季度平均发行利率环比上升 109BP。

图7 2017年至2018年建筑施工企业季度平均利率（单位：%）

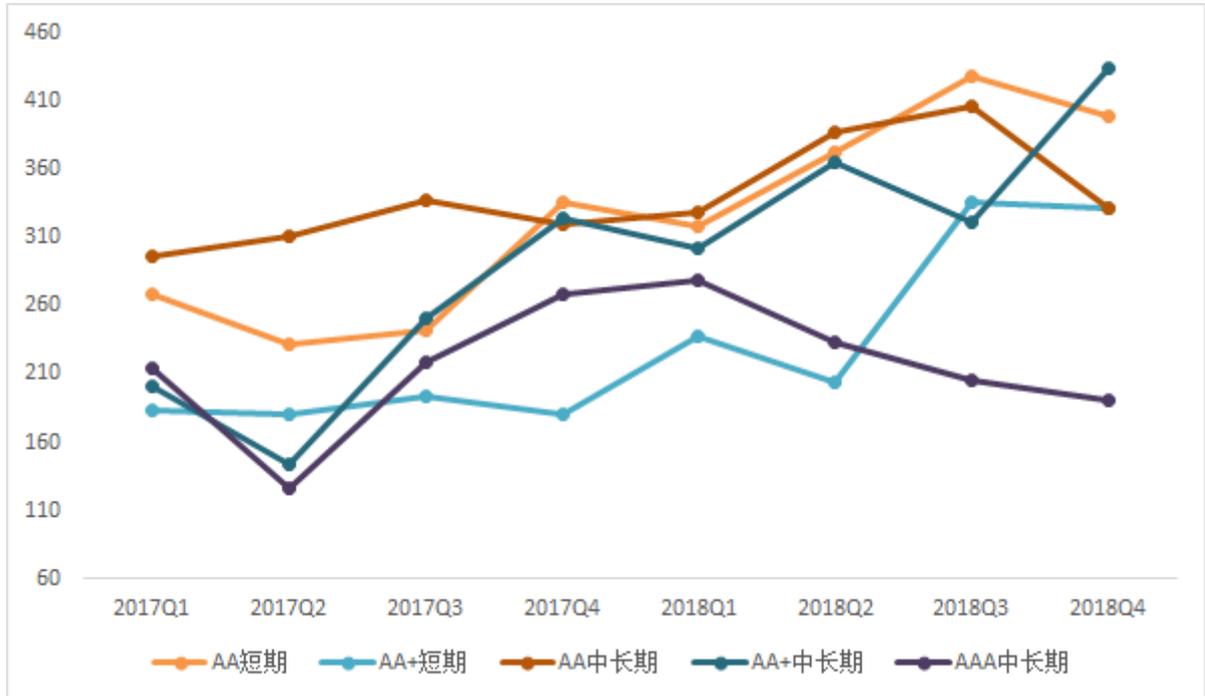


数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 资讯整理

低等级主体债券发行利差仍处高位，中高等级利差涨跌互现，个债利差走势分化。

2018 年四季度，在经济下行的背景下，投资者信用风险偏好尚未改善，低等级主体债券发行利差随环比有所下降，但整体仍处高位并难以明显压缩，低级别建筑施工企业发债融资能力受限。相比之下，中高等级的建筑企业债券呈现涨跌互现的情况，个债利差走势分化，其中以大型国有和优质地方国有建筑企业为主的高等级中长期债券利差持续走低，资源向龙头集中的趋势不变。

图8 2017年至2018年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、建筑企业级别调整情况

2018 年四季度以来，建筑施工发债企业中共 1 家民营发债企业（南京丰盛产业控股集团有限公司）主体信用级别被调降；原始主体级别 AA，降至 AA⁻。

调降理由主要包括公司短期偿付压力大增，2019 年债券到期及回售压力大，预计短期内融资情况不一定能够好转；内部治理问题突出，其他应收等往来款回收不确定性大；或有负债风险较大等。

表2 2018年四季度以来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	调整理由
南京丰盛产业控股集团有限公司	AA/稳定	AA-/稳定	2018/12/25	联合资信/联合评级	2018年以来,公司债务规模增长过快,银行授信已全部使用完毕,资金链紧张。公司短期偿付压力大增,2019年债券到期及回售压力大,预计短期内融资情况不一定能够好转;所提供实际控制人可控资源不足以支撑公司即期债务;内部治理问题突出,其他应收等往来款回收不确定性大,内部流动性紧张;还款来源不确定性较大,土地收储及基金增资均无确定性依据;政府回款规模不及预期。
南京丰盛产业控股集团有限公司	AA/稳定	AA/负面	2019/1/25	东方金诚	公司应收账款、长期应收和其他应收款规模大,对资产流动形成较大负面影响;公司短期债务增长显著;公司对外担保对其形成较大或有负债风险;公司同一控制下企业丰盛控股有限公司投资大幅亏损等。

数据来源：联合资信整理

六、行业风险事件

1.中科建设开发总公司（以下简称“中科建设”）“16 中科建设 PPN002”应于 2018 年 11 月 19 日兑付债券第二个付息年度利息 9300 万元；公司未按期支付利息，已构成违约。

点评：据公开资料统计显示，从 2018 年 5 月起，中科建设已经出现了多次兑付违约问题，同时公司累计涉及诉讼高达 783 起，存在 20 条失信信息。在对建筑企业进行信用分析时，应重点关注建筑企业诉讼、失信等风险。

2.2018 年 12 月 13 日，上海建工集团股份有限公司（以下简称“上海建工”）

发布公告，上海建工下属全资子公司上海建工七建集团有限公司（以下简称“上海七建”）涉及重大诉讼，上海七建作为原告请求判决上海浦东山佳实业有限公司支付工程款 3.22 亿元及逾期利息。

点评：上海七建在上海市建筑施工企业综合实力 30 强评选中十次名列第一，业务遍布国内 14 个省、直辖市。目前宽信用仍难以明显改善建筑企业回款效率，建筑企业基本面持续向下，回款效率改善仍有待政策落地，建筑企业近年积累的风险难以短期内扭转。