

建筑施工行业观察报告

2019 年三季度



建筑施工行业观察报告——2019 年三季度

摘要

- 2019 年三季度，随着建筑施工行业（以下简称“建筑业”）整体进入低速增长区间，目前的政策环境对具备技术和资金优势的龙头企业更为友好。
- 建筑业下游需求方面，基建投资增速持续回升；房地产调控力度并未放松，行业总体仍呈保守态势。建筑业总产值及新签订单规模保持增长，但增速均显著回落。
- 2019 年三季度，建筑业企业债券发行数量及规模较上年同期均呈增长趋势，同时发行债券期限有所拉长，且向高级别企业集中，行业整体发债期限利差走阔。

一、建筑业行业政策

2019 年以来，建筑业行业政策整体延续了 2018 年以来的基调。2019 年 3 月 27 日，住建部印发了《住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点》（以下简称“工作要点”），提出要推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，具体包括推进钢结构住宅建设试点、深化工程招投标制度改革、完善工程建设组织模式以及改革建筑用工制度等。此外，工作要点还提出要深化建筑业“放管服”改革，优化企业营商环境，包括优化市场准入机制、完善注册执业制度以及健全建筑市场信用和担保体系。2019 年 9 月 25 日，国务院办公厅转发住建部关于完善质量保障体系提升建筑工程品质指导意见的通知，提出大力发展装配式建筑，加大重大装备和数字化、智能化工程建设装备研发力度，全面提升工程装备技术水平。

总体来看，建筑行业的相关政策有两个主要方向，第一是继续推动建筑行业的转型升级，包括加大信息化建设、推广装配式建筑，以适应人口红利萎缩下劳

动力成本的上升；第二是在减轻企业负担的同时强化信用体系建设，包括扩大增值税抵扣范围，鼓励以保函替代保证金，严惩招投标过程中的失信行为等。随着建筑行业整体进入低速增长区间，技术升级和信用体系建设本身也是在倒逼尾部企业退出市场，目前的政策环境对具备技术和资金优势的龙头企业更为友好。

表1 2019年以来建筑业相关政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年1月	住建部	关于支持民营建筑企业发展的通知	全面清理对民营建筑企业生产经营活动设置的不平等限制条件和要求，推进统一建筑市场体系建设，优化招投标竞争环境，推行银行保函替代保证金，加强诚信评价体系建设，畅通民营建筑企业沟通渠道
2019年3月	住建部	关于深入开展建筑施工安全专项治理行动的通知	2019年将重点推进着力防范重大安全风险、加大事故查处问责力度、改革完善安全监管制度、提升安全综合治理能力4项主要工作任务，进一步深入开展建筑施工安全专项治理行动
2019年3月	住建部	关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知	推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，深化建筑业“放管服”改革，优化企业营商环境
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	住建部、国家发改委	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）	明确了工程总承包的适用范围、在发包和实施阶段的具体内容、基本原则以及监管部门的管理职责
2019年6月	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年9月	住建部	关于完善质量保障体系提升建筑工程品质指导意见的通知	提出大力发展装配式建筑，加大重大装备和数字化、智能化工程建设装备研发力度，全面提升工程装备技术水平
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单

			位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
--	--	--	---------------------------------------

资料来源:联合资信根据公开资料整理

二、建筑业发展状况

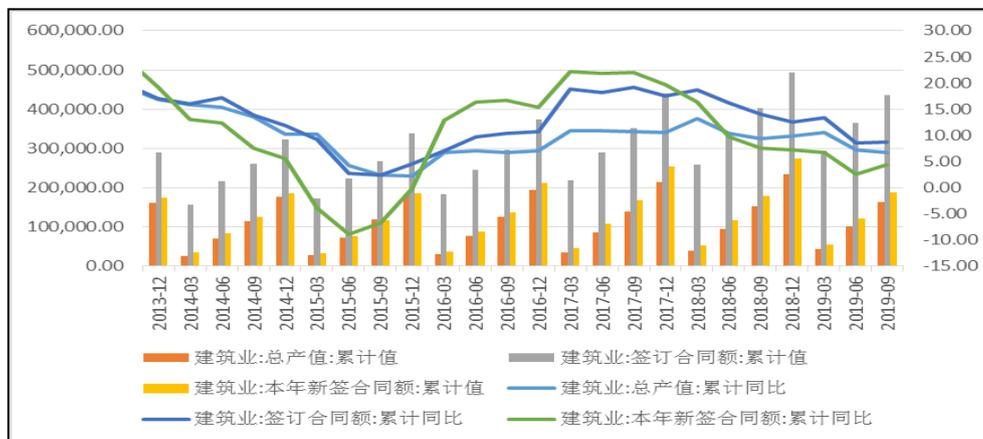
2019 年前三季度,建筑业总产值及新签订单规模保持增长,但增速均显著回落。

作为周期性行业,建筑业受宏观经济波动的影响很大。2019 年前三季度,中国经济整体下行,GDP 同比分别增长 6.4%、6.2%和 6.0%,未能延续 2018 年四季度以来的复苏态势,且下行压力有所加大。在消费、投资和净出口这“三驾马车”中,投资对经济的拉动作用显著下降,资本形成对 GDP 的累计贡献率从 2018 年的 32.4% 下降至 2019 年前三季度的 19.8%,显示出建筑行业下游需求的整体疲弱。

2019 年 1—9 月,全国建筑业实现总产值 162467.00 亿元,同比增长 6.70%,增速较上年同期下降 2.68 个百分点,显示出行业增长有所放缓,与宏观经济走势基本一致。

从合同签订情况看,全国建筑业 2019 年 1—9 月累计新签订单 18.71 万亿元,为 2018 年全年的 68.55%;新签合同额同比增长 4.38%,增速较上年同期下降 3.08 个百分点。截至 2019 年 9 月底,全国建筑业签订合同总额 43.62 万亿元,同比增长 8.67%,增速较上年同期下降 5.43 个百分点。从订单情况看,虽然新签合同和在手合同仍然保持增长,但增速自 2018 年以来显著放缓。

图 1 2013—2019 年前三季度建筑业总产值及新签合同额情况(单位:亿元、%)



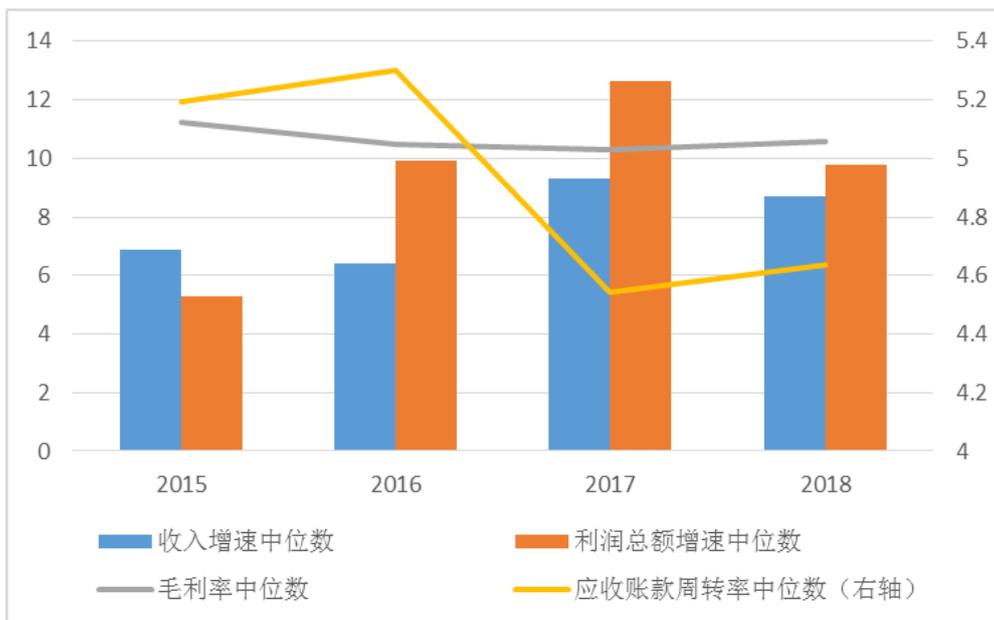
资料来源:Wind、联合资信整理

近年来，建筑企业的盈利水平保持相对稳定，而收入和利润增速的波动较大。

根据之前的分析，建筑业是一个需求拉动的行业，企业盈利能力相对稳定，而收入增长与下游需求的变化密切相关。从房地产和基建这两大主要需求来看，2015年以来房地产开发投资增速相对平稳，但其中的建筑工程投资增速快速下行；基建投资增速在2015—2016年保持相对稳定，但从2017年以来大幅下降。2015年以来，建筑施工企业收入和利润总额增速有所上升，并未同步反映下游需求的变化。由于短期内建筑企业的收入确认和下游的投资进度并不完全匹配，加上所选样本属于行业内的龙头企业，在行业集中度提升的情况下受需求变化的冲击可能较小。但长期来看，建筑施工企业的收入增长趋势仍然和需求变化相一致。

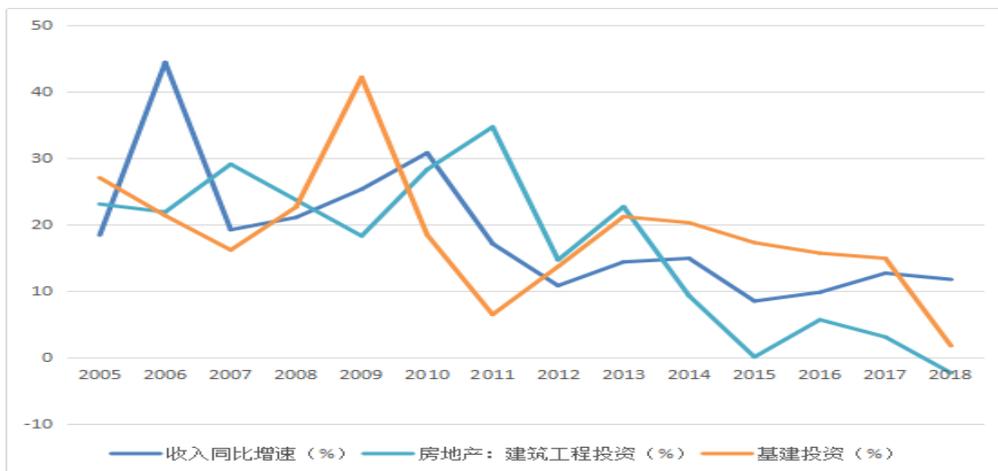
从毛利率来看，2015年以来，建筑施工企业毛利率中位数在10%~12%的区间内波动，期间受到营改增的影响略有下降，但整体仍保持稳定。从经营效率看，2015年以来建筑施工企业的应收账款周转率有所下降，但下降的绝对幅度较小。2017年，由于社会融资环境整体偏紧，建筑施工企业的账期也有所拉长。

图2 2015—2018年建筑施工企业盈利情况（中位数）



资料来源：Wind

图 3 建筑施工企业收入增速与下游需求长期趋势保持一致

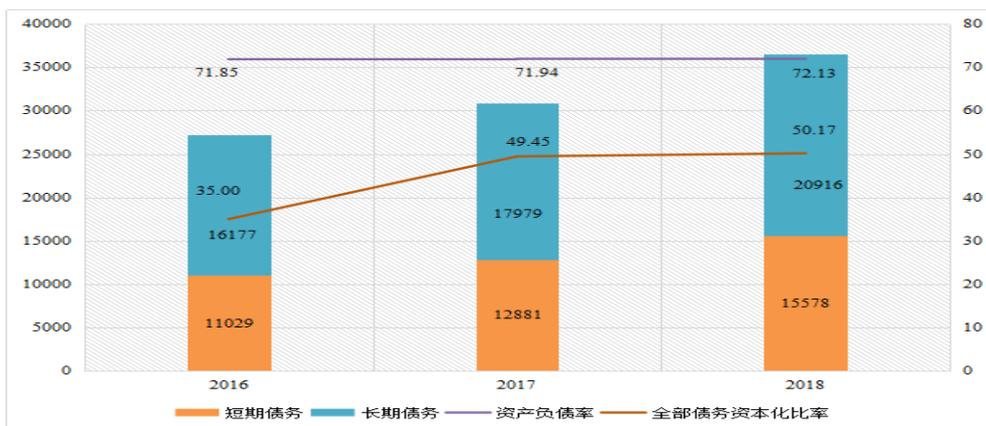


资料来源: Wind

受行业内普遍垫资施工影响,行业内企业普遍存在较大资金压力,主要表现为资产负债率较高、短债压力较大等。建筑施工企业整体债务规模逐渐增长,债务压力整体较重。

2016—2018年,建筑施工企业有息债务逐步增长,年均复合增长 15.82%。截至 2018 年底,建筑施工企业有息债务规模合计 36493.94 亿元。2016—2018 年,建筑施工企业有息债务中短期债务占比分别为 40.54%、41.74%和 42.69%。同期,建筑施工企业整体资产负债率和全部债务资本化比率均小幅逐渐上升,截至 2018 年底,建筑施工企业的资产负债率平均值 72.13%、中位数 75.05%。其中约 70.53% 的发债主体负债率在 70% 以上。

图 4 建筑施工企业债务负担情况 (单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019 年前三季度，房地产行业投资保持较高增速，但新开工面积增速较上年同期有所下降，且土地成交和竣工情况萎靡，行业总体发展仍呈保守态势。

作为建筑行业的重要需求来源，2019 年 1—9 月，全国完成房地产开发投资 98007.67 亿元，同比增长 10.50%，增速较上年同期上升 0.40 个百分点，仍然保持在较高水平。但考虑到 2019 年以来土地成交价款和土地购置面积出现明显回落，可能拖累未来的房地产开发投资增速。销售方面，2019 年 1—9 月，全国商品房销售面积 119178.53 万平方米，同比下滑 0.10%，2019 年以来销售持续负增长，可能对未来新增投资形成一定的抑制。施工方面，2019 年 1—9 月，全国房屋新开工面积 16.57 亿平方米，同比增长 8.60%，增速较上年同期下降 7.80 个百分点；施工面积 83.42 亿平方米，同比增长 8.70%，2019 年以来增速较 2018 年显著回升；竣工面积 4.67 亿平方米，同比下降 8.60%，整体仍然保持低位。整体看，2019 年以来销售和开工有所放缓，不利于未来房建订单的增长；施工保持较快增长，而竣工有望触底反弹，有利于企业短期内业绩的转化。

政策方面，自 7 月 30 日中共中央政治局会议首提“不将房地产作为短期刺激经济的手段”后，银保监会密集发文多方面整顿资金违规流入房地产。8 月初下发专项检查通知，重点检查 32 个城市的银行在四大领域房地产业务。8 月 30 日发文，强调地方中小银行机构存在违规为“四证”不齐房地产项目提供融资等问题。9 月 10 日，中国银保监会主席郭树清强调，对部分交叉金融产品流入房地产领域，以及车险市场乱象等问题果断采取监管措施，做到立查立改、即知即改。9 月 11 日，中国银保监会肖远企在银保监会通气会上表示，当前监管部门着力压降通过表外资金违规绕道流入房地产的行为。

图5 2013年6月至2019年9月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

2019 年前三季度，“稳投资”“补短板”的政策基调不变，基建投资增速持续回升。

基建投资方面，在“稳投资”“补短板”的政策推动下，基建投资整体企稳，但自2018年下半年以来的回升幅度有限。2019年1—9月，全国基础设施投资（不含电力）同比增长4.5%，增速较上年同期上升1.2个百分点，自2019年下半年以来持续回升。从细分领域来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增长3.5%，增速自2019年以来持续回升，但仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长4.7%，增速自2019年以来持续回落，其中道路运输业同比增长7.9%，铁路运输业同比增长9.8%。截至2019年9月底，发改委共批复重大项目9138.12亿元，较上年同期增长168.46%，其中铁路、地铁和机场分别占25.92%、37.49%和19.63%，交通板块依然是基建投资的重要着力点。

三、建筑业企业债券发行情况

在基建投资增速回暖的背景下，建筑业企业债券发行数量及发行规模较上年同期均有所增长；发行债券期限有所拉长，且进一步向高级别企业集中。

2019年三季度，建筑业企业共计发行债券50支，发行数量较上年同期增长66.67%；发行规模合计467.18亿元，较上年同期大幅增长。2019年1—9月，建筑业发债主体共计44家，共计发行债券133支，发行规模合计1320.14亿元。从企业性质来看，主要包括15家央企、21家地方国有企业、6家民营企业。

表2 2016—2019年三季度各月份建筑施工企业债券发行数量及规模统计表

季度	AA-	AA	AA+	AAA	发行支数
2016年Q1	8.00	118.00	87.00	131.70	33
2016年Q2	15.70	49.50	58.50	240.00	29
2016年Q3	2.00	125.29	159.00	170.00	47
2016年Q4	2.30	139.50	80.98	16.00	33
2017年Q1	2.00	113.00	27.00	57.00	29
2017年Q2	--	84.40	55.00	60.00	24
2017年Q3	3.00	116.30	58.00	99.20	40
2017年Q4	3.00	189.05	73.00	104.50	38
2018年Q1	--	44.00	87.00	95.00	29
2018年Q2	--	62.50	28.50	225.95	35
2018年Q3	--	36.30	78.00	223.40	30
2018年Q4	--	77.70	87.00	457.60	49
2019年Q1	--	16.30	85.00	181.00	35
2019年Q2	--	87.40	86.80	396.46	48
2019年Q3	--	33.58	50.60	383.00	50

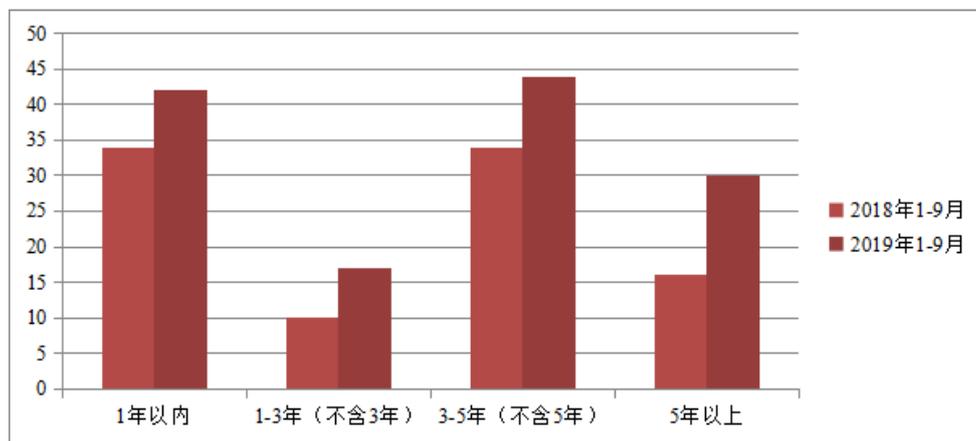
数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 整理

从发债主体级别来看，2019年1—9月，建筑业发债主体主要为AA企业（12家）、AA+企业（16家）和AAA企业（16家）。AA级别和AA+级别建筑业企业发债规模分别为137.28亿元和222.40亿元，分别占建筑业企业前三季度发债规模的10.40%和16.85%；AAA级别企业发行债券规模为960.46亿元，占建筑施工企业前三季度发债规模的72.75%。整体看，2019年1—9月，建筑业发债主体的信用等级集中在AA+及AAA级别，且高等级建筑业企业发债规模最大，发债规模占比及发债规模增速明显高于低级别企业。随着PPP模式的推广，级别相对更高的央企和地方国企对资金需求加大，发债企业主体级别进一步向高级别集中。

从发行方式看，2019年1—9月，公募和私募方式债券发行数量分别为112支和21支，发行规模分别为1183.76亿元(占89.67%)和136.38亿元(占10.33%)，建筑业企业发行债券仍以公募债为主。

从主要的发行品种看，2019年1—9月，建筑业企业共计发行(超)短融46支，金额369.00亿元；中期票据31支，金额306.10亿元，主要集中于3年期；公司债(含公募和私募)共计发行42支，金额573.50亿元。总体看，2019年前三季度建筑施工企业发行长期债券规模比例仍较高，建筑施工企业平均发债期限由上年同期的2.58年增至2.70年，整体期限仍较长。

图6 2018年前三季度及2019年前三季度债券发行期限分布情况(单位:支)



数据来源: 联合资信根据 COS 系统、Wind 整理

四、发行债券利率分析

债市资金合理充裕，债市收益率波动下行，资金利率维持低位。

2019年三季度，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过公开市场操作、中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，并于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放资金约8000亿元，维持了资金面的合理充裕。此外，今年8月，央行改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制，进一步推动实体经济融资成本降低。在此背景下，本季度，市场资金面整

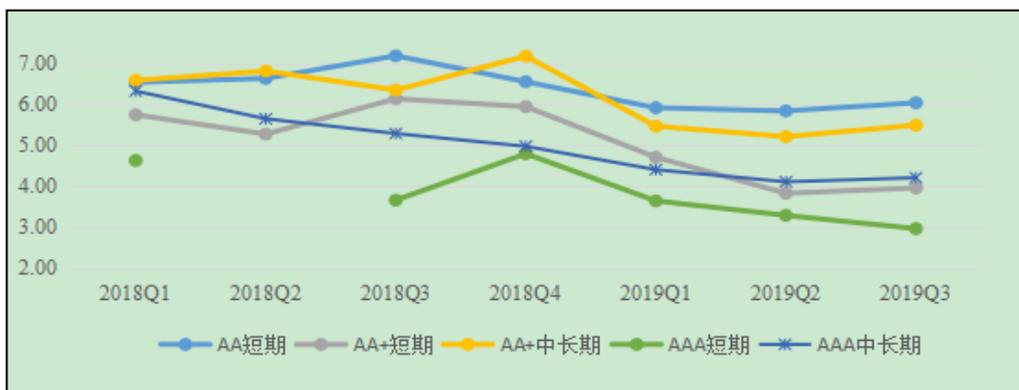
体较为宽松，利率水平略有下降。

本季度，一年期贷款基础利率（LPR）略有下行，一年期贷款基础利率（LPR）自 2019 年 8 月 20 日按照新的报价机制（公开市场操作利率加点形成）发布，本季度 LPR 略有下行，自 2019 年 9 月 20 日起维持在 4.20% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率在本季度呈小幅波动下行趋势，本季度平均水平（2.60%）较上季度（2.65%）和上年同期（2.92%）均有所下降。交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率在本季度均呈小幅波动下行趋势。银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率平均水平分别为 2.82%、2.98% 和 3.13%，较上季度（2.96%、3.13% 和 3.33%）和上年同期（3.25%、3.36% 和 3.56%）均有所下降。

市场风险偏好未见改善，不同信用资质建筑施工企业发行利率仍呈分化

本季度，信用债市场新增违约主体增加，市场风险偏好未见改善。从不同信用级别发债主体季度平均发行利率看，AA 级发债主体以民营企业及资质较弱的地方国企为主，债券品种主要为超短期融资券，季度平均发行利率 6.05%，环比上升 19.97 个 BP；AA+级发债主体中长期债券季度平均发行利率 5.50%，环比上升 28.22 个 BP；AAA 级建筑施工企业发债利率整体维持在低位，但较上季度，AAA 级地方国企发行的中长期债券数量有所增加，中长期债券季度平均发行利率环比略有上升。从利率均值级差表现看，对于短期债券，AAA 级与 AA+级的级差显著低于 AA+级与 AA 级的级差，表明不同信用等级对短期债券利率均值呈现一定的区分度。

图7 2018年及2019年1—9月建筑施工企业季度平均发行利率（单位：%）

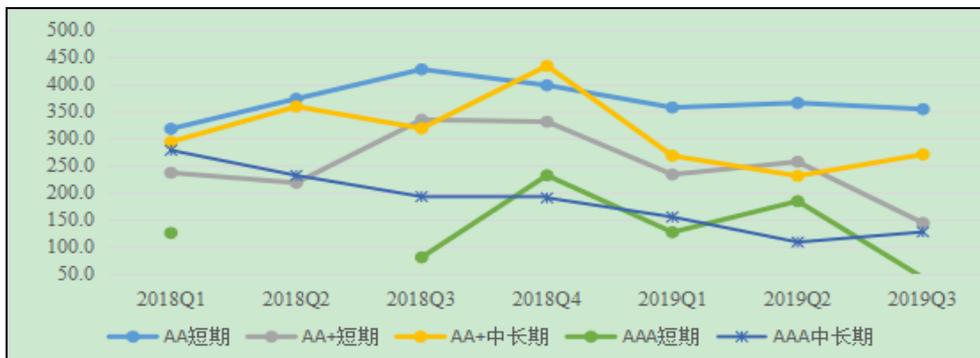


注：本季度 AA 级中长期债券发行数量非常少，故不做分析
数据来源：联合资信整理

短期债券季度平均发行利差环比下降，发债期限利差走阔。

本季度，建筑施工企业发债期限利差走阔，各等级发债主体短期债券发行利差环比下降，中长期债券发行利差环比上升。其中，AA 级短期债券季度平均发行利差 355.02 个 BP，环比下降 11.41 个 BP；AA+级短期债券季度平均发行利差 145.11 个 BP，环比下降 112.88 个 BP；AAA 级短期债券季度平均发行利差 44.25 个 BP，环比下降 141.19 个 BP；AA+级中长期债券季度平均发行利差 271.55 个 BP，环比上升 39.63 个 BP；AAA 级中长期债券季度平均发行利差 128.61 个 BP，环比上升 18.74 个 BP。从不同信用等级利差均值级差表现看，对于短期债券，AAA 级与 AA+级的级差显著低于 AA+级与 AA 级的级差，表明投资者对信用等级较低的主体所发债券的风险溢价要求更高。

图 8 2018 年及 2019 年 1—9 月建筑施工企业季度平均利差（单位：BP）



注：本季度 AA 级中长期债券发行数量非常少，故不做分析
数据来源：联合资信整理

表3 2019年三季度建筑施工企业短期债券发行利率和利差情况

信用等级	发行利率			发行利差		
	发行利率区间 (%)	发行利率均值 (%)	级差 (BP)	发行利差区间 (%)	发行利差均值 (%)	级差 (BP)
AAA	2.55~3.37	2.96	--	-2.51~83.36	44.25	--
AA+	3.5~4.8	3.96	100.00	99.82~230.48	145.11	100.86
AA	4.29~7.50	6.05	209.00	170.40~493.09	355.02	209.91

数据来源：联合资信整理

表4 2019年三季度建筑施工企业中长期债券发行利率和利差情况

信用等级	发行利率			发行利差		
	发行利率区间 (%)	发行利率均值 (%)	级差 (BP)	发行利差区间 (%)	发行利差均值 (%)	级差 (BP)
AAA	3.50~5.08	4.21	--	43.18~210.87	128.61	--
AA+	4.23~6.80	5.50	129.00	144.44~402.75	271.55	142.94

数据来源：联合资信整理

五、级别调整情况

2019年1—11月，建筑施工公募债券市场上共有10家发行主体信用等级发生调整。其中，信用等级被调升的有8家（其中包括1家评级展望由稳定调整为正面），调升率为8.42%；信用等级被调降的有2家，调降率为2.11%。

从等级调整企业类型来看，2019年1—11月主体信用等级被调升的企业中国有企业占比较高（75%），民营企业占比为25%；信用等级被调降的2家企业中1家为地方国有企业，1家为民营企业。

表5 2019年1—11月建筑施工行业发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级	评级展望	合计
样本数量（家）	95	95	95
调升数量（家）	7	1	8
调降数量（家）	2	0	2
调升率（%）	7.37	1.05	8.42
调降率（%）	2.11	0	2.11

数据来源：联合资信整理

六、总结

2019年三季度，受宏观经济整体下行影响，建筑行业下游需求整体疲弱，行业增速有所放缓。作为建筑行业重要需求来源之一的房地产行业总体发展呈保守态势，基建投资在“稳投资”“补短板”的政策推动下增速有所回升。在此背景下，建筑施工企业发债数量及规模均有所增长，且进一步向高级别企业集中，不同信用资质建筑施工企业发行利率仍呈分化趋势，建筑施工企业整体信用水平将继续保持良好。