

2020.12.29

建筑施工行业研究报告



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

建筑施工行业研究报告

联合资信 公用评级一部 兰迪 张婷婷 王中天 高志杰 李思卓 黄焘

摘要

建筑业作为国民经济的支柱产业之一，近年来在国民经济中的重要性持续提升，建筑业增长与宏观经济走势高度相关，甚至在某些时间段表现出一定的逆周期性。目前，在经济下行压力加剧及“新冠”疫情背景下，国家采取更加积极的财政政策以及更加灵活的货币政策，以对冲疫情带来的负面影响，未来建筑业对国民经济的推动作用将更加显著。

建筑业是以终端需求直接驱动的产业，市场竞争较为充分，行业增长主要取决于下游需求。目前，建筑业下游房地产行业政策边际收紧，基建投资亦或将有所收敛，建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段，未来建筑业整体将保持中低速的温和增长态势。建筑施工行业准入壁垒较低，受建筑业下行周期及疫情的影响，建筑业集中度持续提升，形成了多层次的竞争格局，不同所有制建筑施工企业盈利能力及波动差异较大。

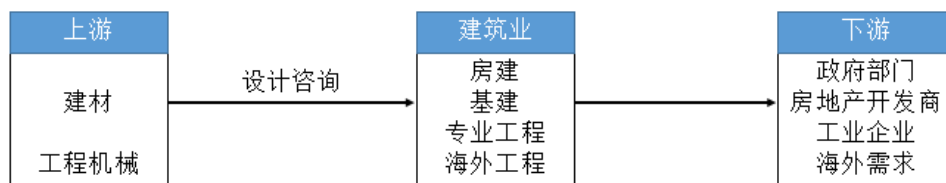
近年来，建筑施工企业债务负担有所加重，发债数量及金额同比大幅增长，高等级发行主体优势明显且发行主体向高等级集中，不同信用资质建筑施工企业发行利率分化程度较高。

整体看，联合资信认为建筑施工行业风险一般，行业展望为稳定。

一、行业概况

建筑业是国民经济中专门从事土木工程、房屋建设和设备安装以及工程勘察设计工作的生产部门。建筑业居于整个产业链的中游，市场竞争较为充分，主要由终端需求直接驱动，需求强劲时议价能力相对较强，毛利率也相对越高。从细分领域来看，建筑业主要由基础设施建设、房屋建设、装饰装修和园林工程四大需求板块直接推动。

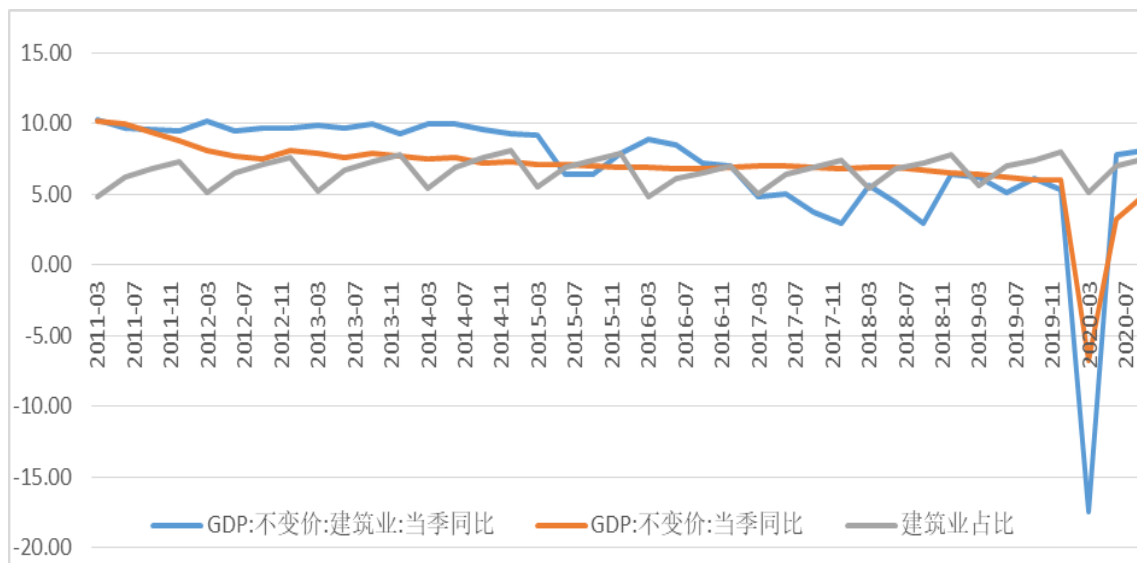
图1 建筑业产业链



资料来源：联合资信整理

建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同，但也存在一定的逆周期特征，如 2008 年金融危机导致经济增速放缓，建筑业在 2009 年逆势大幅增长，同期建筑业增加值在国民经济中的占比出现明显提升趋势，体现经济下行压力大的背景下，国家一般会加大投资，建筑业对经济增长的作用尤为重要。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓，同时受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，2020 年前三季度建筑业对国民生产总值累计同比的贡献度为 7.48%，比重较 2019 年前三季度进一步提升，建筑业在国民经济中的重要性持续提升。整体看，随着经济下行压力持续加大，未来建筑业对国民经济的推动作用将更加显著。

图2 建筑业增速及在国民经济中的占比情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、行业环境

（1）宏观经济环境

建筑业与宏观经济联系密切，建筑产业增加值占国民生产总值的比重呈上升趋势。2020 年以来，受“新冠”疫情冲击，经济下行压力加剧，建筑业继续在国民经济中发挥着重要作用；国家采取更加积极的财政政策以及更加灵活的货币政策，以对冲疫情带来的负面影响。2020 年前三季度，建筑业总产值较上年同期实现小幅增长，行业运行回归正常水平。

建筑业是国民经济支柱产业之一。2000 年以来，建筑产业增加值占国民生产总值（GDP）的比重从 5%以下上升至 6%以上。在经济面临下行压力时，政府通常会采用刺激投资的方式来稳定经济增速，而建筑业是固定资本形成的重要组成部分，因此建筑业增长与宏观经济走势高度相关，甚至在某些时间段表现出一定的逆周期性。

2020 年以来，受疫情冲击影响，中国经济增速降幅较大，前三季度同比增长 0.7%，为改革开放以来最低增速；其中，第一季度 GDP 同比下降 6.8%，第二、三季度分别同比增长 3.2%和 4.9%，经济自 2020 年二季度以来呈现明显的回暖态势。作为国民经济支柱产业之一，2020 年前三季度，全国建筑业实现总产值 167927 亿元，同比增长 3.4%，增速较上年同期下降 3.26 个百分点，但增速是 2020 年以来首次由负转正，行业运行回归正常水平。从行业贡献度来看，2020 年 1—9 月，建筑业对国民生产总值的贡献度为 7.48%，较上年同期略有增长。整体看，自 2020 年“新冠”疫情爆发以来，中国经济经历了重大考验，下行压力加剧，建筑业作为国民经济的主力军之一，仍对国民经济增长起到重要的作用，国家在延续提高经济增长质量、引导经济结构转型、减轻企业负担等供给侧改革政策指导下，需求端坚持不搞“大水漫灌”式的强刺激政策，宏观调控政策总体较为温和，未来建筑业增速或将有所放缓。

宏观政策方面，2020 年国家以“六稳”“六保”为中心，提出“积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度”，对冲疫情带来的负面影响。具体来看，积极的财政政策主要体现在增支和减税两方面，明确从提高赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债三个方面入手，加大资金投入，保障各地疫情防控资金，同时继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费措施，缓解企业经营困难。货币政策更加突出灵活适度的特征，对防疫物资生产企业加大优惠利率信贷支持力度，对受疫情影响较大的地区、行业和企业完善差异化优惠金融服务。具体来看，央行建立多项措施便利企业发

债，提高债券审核发行效率，并设立 3000 亿元专项再贷款主动对接疫情防控重点企业的融资需求，缓解企业资金压力，且“战疫”专题债券的逐步发行，有望助力疫情防控企业获得资金支持。同时，2020 年以来，中国人民银行实施全面降准三次、三次下调 LPR 报价利率并创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为市场注入了适度充裕的流动性的同时有效扩大信用规模；此外，2020 年 6 月，中国人民银行进一步下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点至 2%，旨在进一步降低企业的融资成本。

（2）行业监管与行业政策

建筑业发展受政策影响较大，行业政策对建筑业的引导主要体现在技术升级和信用体系建设两个层面，同时下游需求的调节也会对建筑业产生重要影响。2020 年以来，在“新冠”疫情的特殊形势下，建筑行业相关政策主要以为企业减负和规范行业管理为两大基调，助力建筑业回暖并实现良好发展。下半年以来，随着建筑业逐步走出疫情冲击，下游房地产行业政策边际收紧，基建投资亦或将有所收敛，预计建筑业未来整体将保持中低速的温和增长态势。

建筑业发展受政策的影响较大。由于建筑业涉及诸多民生问题，农民工权益、项目招投标、工程技术标准、建筑质量管理等方面都有具体的行业政策予以规范。

2019 年以来，建筑业政策整体延续了 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于住宅建设试点、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。

2020 年以来，在“新冠”疫情从爆发到稳定以及经济渐进修复的大背景下，建筑行业相关政策延续了从为企业减负降费促产值到合理规范行业管理保质量的过渡，整体引导着建筑业的良好发展。具体来看，2020 年一季度，面对新冠疫情的严峻形势，建筑业相关政

策围绕“做好疫情防控工作的前提下有序推动企业复工复产及降低企业成本费用、减轻企业负担”为主题有序开展。2020 年二季度，在一季度政策利好的推动下，建筑业逐步回暖，行业政策在延续降低建筑施工企业负担的同时，对建筑业资质框架、建筑业细分领域应用规程和评价标准进行完善，引导建筑业向规范化和标准化方向发展，同时注重提升建筑行业运行效率。2020 年三季度，随着建筑业整体继续改善，行业政策导向以提升建筑业工程质量为主，进一步规范行业管理，保证建筑业运行质量。

从需求端政策来看，房地产和基础设施建设是建筑业下游需求的主要来源。随着“新冠”肺炎疫情逐步防控以及后疫情时代整体社会融资环境的持续宽松，房地产投资自 2020 年二三季度以来表现强劲，资金面边际宽松叠加房地产市场短期供需失衡导致局部市场区域过热。在此背景下，住建部分别于 7 月 24 日和 8 月 26 日连续两次召开房地产工作会，重申十四五规划明确未来五年“房住不炒”不动摇，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，保持调控政策连续性稳定性，确保房地产市场平稳健康发展。在“三稳”目标带动下，部分地区相继出台调控政策，各地房地产“政策性边际收紧”的信号频出，政策面逐步转向收紧。同时，8 月 20 日住房和城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会上，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则；8 月 28 日正式出台有关房企的“三道红线、四挡管理”融资新规，并将于 2021 年 1 月 1 日正式实施。“三道红线、四挡管理”新规的出台，使房地产行业融资再度收紧，从供给端限制了房地产企业的过快发展，推动房企储备及存量项目推进，土地市场热度预计将有所降温。预计未来在疫情稳定、经济持续恢复、企业经营改善的前提下，房地产企业将以消化库存推进存量项目为主，房地产投资高增长状态将有所降温，预计不会脱离投资持续修复的主旋律。

基建行业在政策层面仍是国家逆周期调节的主力军。2020 年前三季度，受疫情影响，财政政策的逆周期调节力度显著加大，财政政策明显更加积极。政策层面，中央“一号文”提出加强现代农业水利等基础设施建设、国常会多次强调要加快 5G 基站等新型基础设施建设进度、以及支持专项债投向基建领域等政策发力，助推地方政府投资意愿和能力回升。资金方面，2020 年安排新增政府债券 8.5 万亿元，较 2019 年增加 3.6 万亿元，其中地方政府专项债同比增加 1.6 万亿元，新增特别国债 1 万亿元，此外财政赤字较 2019 年扩大 1 万亿元，资金面的持续改善对拉动基建投资起到明显的推动作用。同时因部分项目开工准备时间较长、建设进度滞后等原因导致专项债资金存在滞留、闲置的问题，2020 年 7 月底，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，指出

“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途，优先用于党中央、国务院明确的‘两新一重’、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设等领域符合条件的重大项目”。专项债在支出方面的灵活度得以提高，但同时因棚改等项目，可能从基建中分流部分专项债资金。此外，发改委在9月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。综合因素影响下，预计未来基建投资力度或将有所收敛，整体预计将保持温和增长态势。

整体看，政策红利推动下，2020年二三季度以来房地产行业与基建行业持续修复，建筑业逐渐走出疫情带来的负面影响，实现小幅增长。基建和房地产投资作为提振建筑业的主力军，预计未来将呈温和增长趋势，带动建筑业保持中低速增长。

表1 2019年以来建筑业相关政策和动态

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年1月	住房和城乡建设部	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，优化招标投标竞争环境，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	住房和城乡建设部	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
2020 年 1 月	中国建筑业协会	关于发布建筑劳务管理标准的公告	加强建筑业企业劳务用工实名制管理、劳务用工合同管理、劳务用工培训管理、劳务分包管理、劳务施工过程管理、劳务纠纷管理等
2020 年 1 月	住房和城乡建设部	关于修改建筑业企业资质管理规定和资质标准实施意见的通知	香港服务提供者和澳门服务提供者申请设立建筑业企业时，其在香港、澳门和内地的业绩可共同作为评定其在内地设立的建筑业企业资质的依据。管理和技术人员数量应以其在内地设立的建筑业企业的实际人员数量为资质评定依据
2020 年 2 月	住房和城乡建设部	关于加强新冠肺炎疫情防控有序推动企业开复工工作的通知	涉及疫情防控、民生保障及其他重要国计民生的工程项目应优先开复工，加快推动重大工程项目开工和建设；严格落实涉企收费清单制度，坚决制止各类乱收费、乱罚款和乱摊派等行为，切实降低企业成本费用
2020 年 3 月	中国建筑业协会	墙体饰面砂浆应用技术规程（征求意见稿）	对墙体饰面砂浆应用技术从材料、设计到施工做出具体要求，施工准备、施工要点、质量验收等作出详细规定
2020 年 3 月	中国建筑业协会	装配式混凝土结构全产业链资源消耗效益评价标准（征求意见稿）	对装配式混凝土结构全产业链相关的资源消耗、能源消耗及劳动力消耗等事项制定了详细的打分和评价标准
2020 年 3 月	国家税务总局	支持疫情防控和经济社会发展税费优惠政策指引	支持复工复产，受疫情影响较大的困难行业企业 2020 年度发生的亏损最长结转年限延长至 8 年；阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费；阶段性减征职工基本医疗保险单位缴费等
2020 年 3 月	住房和城乡建设部	关于加强新冠肺炎疫情防控期间房屋市政工程施工质量安全工作的通知	要求各地要认真贯彻落实关于统筹推进疫情防控和经济社会发展的重要指示精神，精准做好疫情防控和工程质量安全监管工作，有序推动工程开复工，保障工程质量安全等
2020 年 4 月	住房和城乡建设部	关于落实新冠肺炎疫情防控期间暂缓缴存农民工工资保证金政策等有关事项的通知	严格落实农民工工资保证金差异化存储办法，对一定时期内未发生拖欠工资的施工企业，依法依规实行减免措施，切实减轻工资支付记录良好企业的资金压力；鼓励使用银行类金融机构出具的银行保函替代现金农民工工资保证金等
2020 年 5 月	住房和城乡建设部	政府购买监理巡查服务试点方案（征求意见稿）	以建筑业供给侧结构性改革为主线，以依法监理、高效服务为原则，以政府购买监理巡查服务为切入点，聚焦工程质量安全，创新工程监理机制，提高工程风险防控能力，进一步提升房屋建筑、市政基础设施工程品质
2020 年 5 月	中国建筑业协会	全过程工程咨询服务管理标准（征求意见稿）	对全过程工程咨询服务覆盖的建设项目全生命周期，包括人、财、机、材料等核心资源调度，以满足成本、质量、安全、环境等项目目标
2020 年 6 月	住房和城乡建设部	关于下达 2020 年中央财政农村危房改造补助资金预算的通知	根据各省（自治区、直辖市）建档立卡贫困户、低保户、农村分散供养特困人员、贫困残疾人家庭（以下简称 4 类重点对象）危房改造、地震高烈度设防地区农房抗震改造等农村基本住房安全保障需求、财力情况、工作绩效、政策支持等因素，下达 2020 年农村危房改造补助资金预算

2020 年 7 月	住房和城乡建设部	建设工程企业资质标准框架（征求意见稿）	除综合资质外，全部下放至省级及以下有关主管部门审批（其中，涉及公路、水运、水利、通信、铁路、民航等资质的审批权限由住房和城乡建设部会同国务院有关部门确定），进一步压减审批环节，提高审批效率
2020 年 7 月	住房和城乡建设部	关于印发工程造价改革工作方案的通知	通过改进工程计量和计价规则、完善工程计价依据发布机制、加强工程造价数据积累、强化建设单位造价管控责任、严格施工合同履行管理等措施，推行清单计量、市场询价、自主报价、竞争定价的工程计价方式，进一步完善工程造价市场形成机制
2020 年 7 月	住房和城乡建设部	关于房地产开发企业一级资质有效期延期等有关事项的通知	结合常态化疫情防控要求和推进房地产开发企业资质“全程网办”工作安排，由住房和城乡建设部核发的房地产开发企业一级资质有效期于 2019 年 11 月 1 日至 2020 年 9 月 29 日期满的，统一延期至 2020 年 9 月 30 日，资质证书无需换发
2020 年 8 月	国家发改委	国家工程研究中心管理办法	加快科研成果向现实生产力转化，促进重大科研成果转化应用以及产业基础高级化和产业链现代化。
2020 年 9 月	住房和城乡建设部	关于落实建设单位工程质量首要责任的通知	界定并严格落实建设单位工程质量首要责任，提高房屋建筑和市政基础设施工程质量水平
2020 年 10 月	中国建筑业协会	全过程工程咨询服务管理标准	对全过程工程咨询服务覆盖的建设项目全生命周期，包括人、财、机、材料等核心资源调度，以满足成本、质量、安全、环境等项目目标

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、行业周期性及目前所处阶段

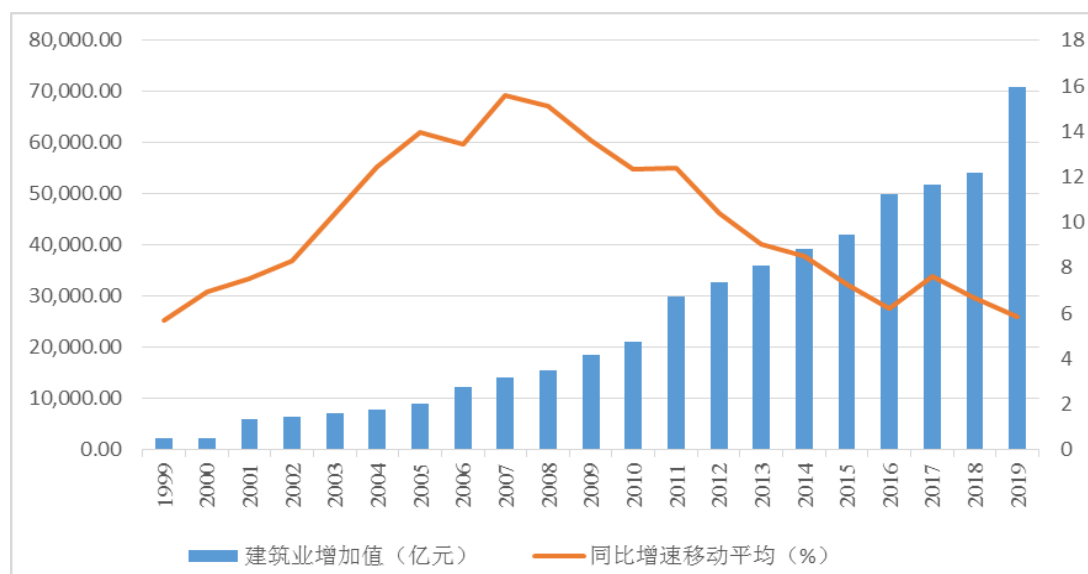
建筑业的长周期特征较为明显，目前建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段。2020 年以来“新冠”疫情增加了建筑业下行压力，但短周期内影响整体可控；长周期内，疫情对建筑业影响很小，建筑业将维持在中低水平的区间内增长。

建筑业存在一定的周期性波动规律，根据库兹涅茨周期理论，一般 20~40 年为一个长周期，背后反映了人口规模与结构的变化。中国上一轮人口出生高峰发生在 20 世纪 80 年代，21 世纪前 20 年对应了这部分新增人口的置业需求高峰期，同时城市化的持续推进也产生了大量的基建需求。一个长周期包含若干个 3 年左右的短周期，短周期又称“基钦周期”或“库存周期”。对于建筑企业而言，并不存在传统意义上产成品库存，其短周期的存在性更多的受到其他下游行业（尤其是地产行业）周期性的影响。商品房销售面积和房屋新开工面积存在明显的周期性，时间在 3 年左右。从历史经验来看，商品房销售增速较新开工增速有一定的领先性，因此房地产销售周期会对建筑业的下游需求产生一定的结构性影响。

从建筑业增加值增速的走势来看，本轮建筑业周期自 1999 年开始，经历了 2000—

2007 年左右的快速上升期,2008 年开始回落,除 2017 年增速短暂回升外,整体延续 2008 年以来的下降趋势。2019 年,建筑业增加值增速回到 1999 年水平。同时在“新冠”疫情影响下,2020 年 1—9 月以来全国建筑业实现总产值 167927 亿元,同比增长 3.40%,增速同比下降 3.26 个百分点。整体看,近年来下游需求持续性回落导致建筑业整体进入下行周期,预计未来建筑业增速整体仍存在下行压力,且考虑到目前经济坚持“不搞大水漫灌”式的强刺激政策指导下,建筑业增速未来或将进一步下降至更低水平。

图3 从建筑业增加值增速看行业周期性（单位：亿元、%）



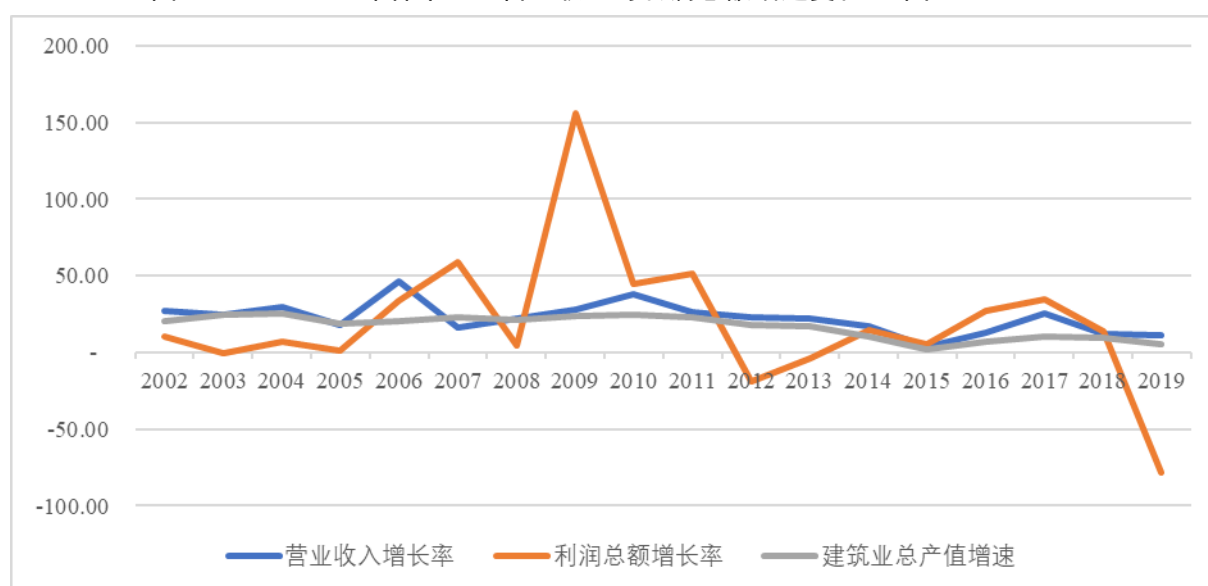
资料来源：联合资信根据公开资料整理

联合资信通过观察发债建筑施工企业样本¹收入和利润的变化特征来映射建筑业的周期性变化。通过对样本企业 2002—2019 年营业收入和利润总额的统计，得出营业收入增速和利润总额增速的变动趋势，结果如下图所示。2002—2019 年，样本企业营业收入和利润总额增速在长周期内整体呈波动下行趋势，期间包含了若干个 2~4 年的短周期。从营业收入来看，在 2006 年、2010 年和 2017 年均处于短周期内高位，但收入增速的峰值依次递减，这也印证了建筑业处于长周期下行的观点。利润总额增速波动较大，主要是受样本企业数量有限，个别企业利润总额波动导致整体偏差较大所致。近年来，受宏观政策调控的影响，建筑业周期存在被拉长的迹象。最近一轮短周期始于 2015 年左右的低点，2016 年经历一系列积极的宏观调控政策影响下，建筑业总产值、样本企业的收入和利润增速均明显回升，并于 2017 年达到短周期高点。2018 年以来，受下游房地产

¹ 本文中涉及建筑施工企业样本系根据公开市场发债企业整理

行业政策趋紧以及基建行业受到地方政府债务调控均出现投资增速下滑的影响，样本建筑施工企业收入和利润总额增速均开始下降，且均在 2019 年达到低谷。整体看，样本企业营业收入和利润总额增速变动趋势总体与建筑业总产值的增速呈现出基本一致的周期性特征，目前建筑业短周期和长周期均处于下行阶段，短周期受下游行业政策性调控影响较大，目前来看建筑业短周期仍存在下行空间，未来需持续关注下游房地产和基建行业的调控政策及边际变化。

图4 2002—2019年样本企业营业收入与利润总额增速变化（单位：%）

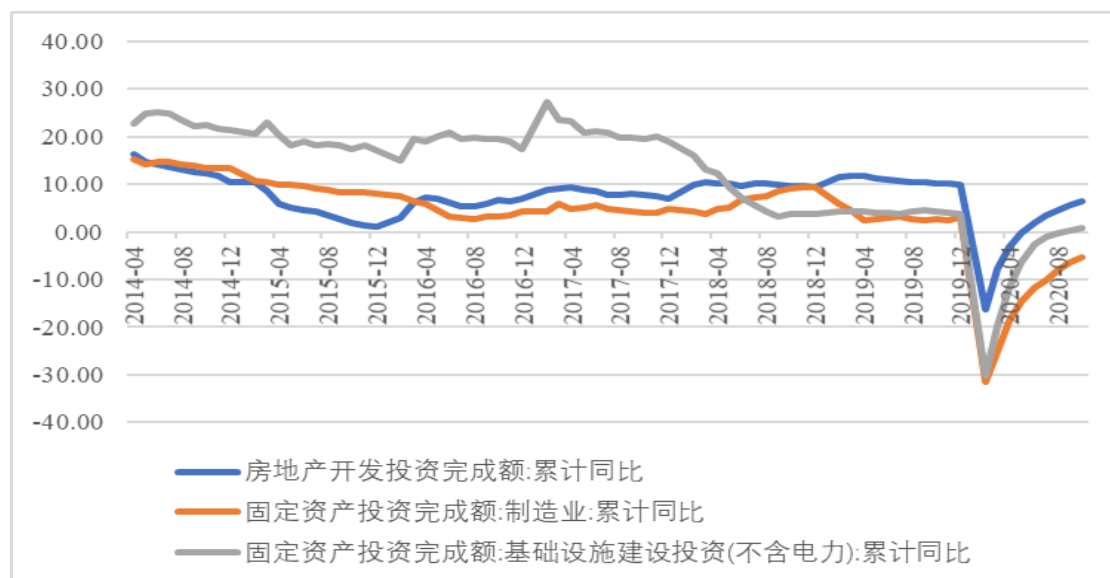


资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年初，“新冠”疫情的蔓延对年内建筑业总产值和企业盈利能力均造成较大影响，房地产行业 and 基建行业作为建筑业下游两大主要需求来源，2020 年一季度投资额增速均受疫情影响出现明显下降，建筑业下行压力加大。随着上半年疫情逐步稳定，2020 年 6 月和 9 月，房地产投资完成额增速和基础设施投资完成额（不含电力）增速陆续转正，2020 年 1—9 月分别同比增长 5.60%和 0.20%，增速较上年同期分别下降 4.90 个百分点和 4.30 个百分点，下游行业需求下滑增加了建筑业在下行周期内的压力。2020 年 1—9 月，样本企业营业收入同比增长 2.89%，利润总额同比下降 12.71%，增速较上年同期分别下降 10.21 个百分点和 31.32 个百分点。目前，随着疫情在我国基本得到控制以及年度投资项目在四季度加速结算的行业惯例，预计 2020 年全年样本企业收入和利润总额增速有望回升。总体看，短周期内，疫情增加了建筑业下行压力，但影响整体可控；长周期内，疫情对建筑业影响很小，建筑业将

维持在中低水平的区间内增长。

图5 2014年4月—2020年9月建筑业主要下游行业投资完成额同比变化（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、行业竞争态势分析

受固定资产投资放缓，产值利润率下降等因素影响，建筑业集中度逐步提升，形成了多层次竞争格局。抗风险能力强、拥有融资和技术优势的中央和地方国有建筑类企业以及部分龙头民企，有望维持业绩稳定增长，随着其市场占有率的进一步提高，建筑业集中度将持续提升。

建筑施工行业准入及行业壁垒方面，建筑业准入壁垒较低，主要体现在两个方面，一是技术及资质水平，二是资金及融资实力。首先，建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能在资质许可的范围内从事建筑施工活动，技术及资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。其次，由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商资金及融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。因此，具备较高技术及资质水平，且资金及融资实力较强的建筑企业，往往具备自身侧重的专业建筑领域，并能够利用自身优势占据更高的市场份额。

建筑施工行业竞争格局方面，从国内建筑业目前形成的竞争格局看，国内建筑

市场按照企业属性可划分五类，分别为：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。“五大”央企经过大规模的整合之后，具备了雄厚的资金实力，技术水平及资质等级高，在技术资本密集型的高端项目及其所在的细分行业中形成了较高的壁垒；地方国企能够一定程度得到地方政府支持，在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益；大型民营企业管理机制灵活，成本控制能力强，业务资质也在不断提升，近年取得了较快的发展，但同时也面临着更加激烈的竞争；外资企业具备资本、技术、信息、装备等方面的优势，在勘察、设计、智能建筑等高端建筑市场拥有很强的竞争力。

表 2 中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国交建	
	中国电建	
地方性国企	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计 and 工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存

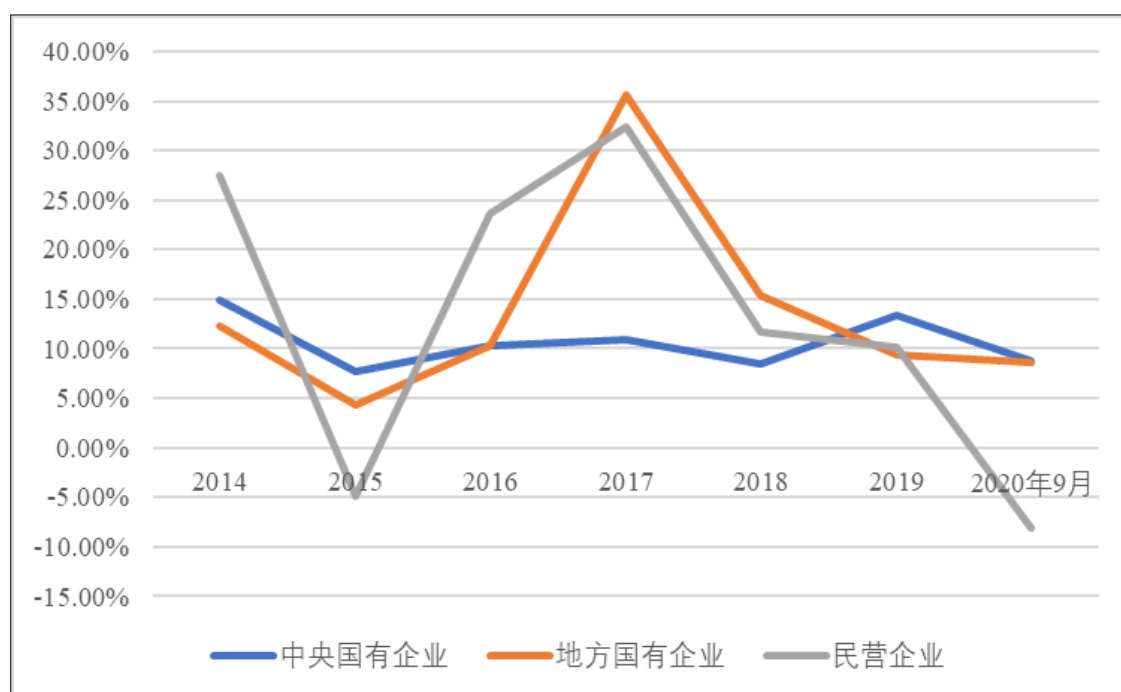
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2020 年以来，受“新冠”疫情影响，建筑业整体下行压力加大，加速了资质和融资能力相对较弱的建筑施工企业出清。2020 年下半年，随着疫情态势趋于稳定，下游房地产行业政策收紧，基建投资受地方政府债务管控等政策的影响而呈收敛态势，建筑业整体需求端有所萎缩；同时叠加国家政策对建筑业企业整体负债水平提出严控风险的要求，建筑施工企业融资空间有所收窄。整体看，2020 年，受疫情冲击叠加需求端和资金端的双重收紧，建筑业集中度将加速提升，从而进一步加快资质和融资能力较弱的建筑

施工企业被市场淘汰的步伐。

从公开发债企业营业收入变动率来看，不同所有制企业营业收入增速分化较为严重，近年来，中央国有建筑业企业营业收入增速基本稳定在 10% 左右，受建筑业短周期内波动影响有限。地方国有建筑业企业和民营建筑业企业营业收入增速则波动很大，变化趋势基本与建筑业周期波动较为一致。而民营建筑业企业在行业景气度下行阶段，营业收入降速明显高于中央国有建筑业企业和地方国有建筑业企业，表明其融资能力、技术优势及抗风险能力明显弱于中央和地方国有建筑业企业。

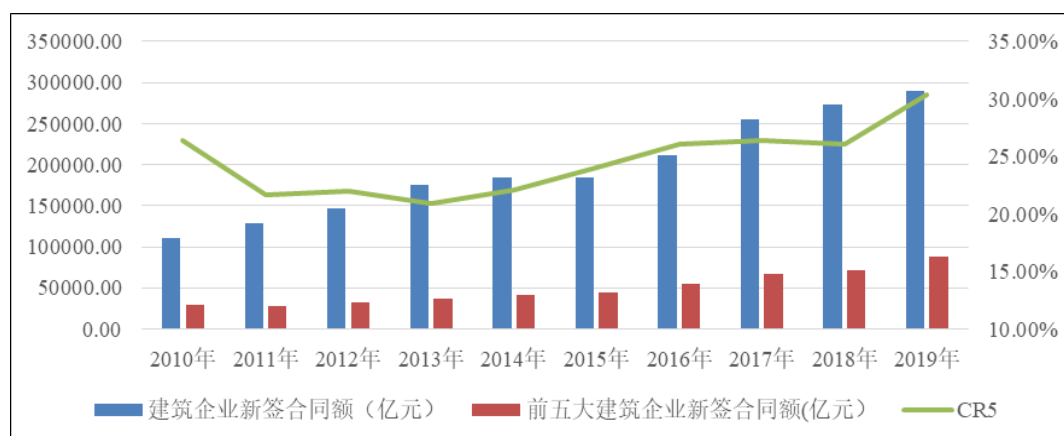
图6 2014-2020年9月样本企业营业收入同比变动情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

同时，从公开发债企业新签合同数据来看行业分化趋势，不同所有制企业新签订单增速分化加剧，国有企业新签订单持续高速增长，民企则有所下滑。2019 年，央企、地方国企以及民营企业新签合同额增速分别为 17.49%、13.52%和-12.36%。2017-2019 年，国有及国有控股建筑业企业新签合同额占建筑业全部新签合同额比重分别为 41.65%、40.77%和 44.10%，2020 年 1—9 月该比例进一步上升至 45.68%。整体看，经济下行压力下，拥有融资和技术优势的大型国有企业有望维持市场占有率的持续扩张。通过新签合同额 CR5 指标来衡量基建领域企业的集中度，2019 年，CR5 由 2018 年的 26.11% 上升至 2019 年的 30.38%，建筑业集中度呈进一步提升态势。

图7 2010-2019年前五大建筑施工企业新签合同额占比情况（单位：亿元、%）



注：前五大企业分别为中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国交通建设股份有限公司和中国冶金科工股份有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体来看，在建筑业下行周期叠加疫情影响的情况下，抗风险能力强、拥有融资和技术优势的中央和地方国有建筑类企业以及部分龙头民企，有望维持业绩稳定增长，随着其市场占有率的进一步提高，建筑业集中度将持续提升。

五、行业增长与盈利能力趋势分析

（1）行业增长分析

建筑业是一个由需求驱动的行业，行业增长主要取决于下游需求。整体看，建筑业短期内有望持续改善，中长期增长仍面临较大压力，并维持在中低速增长水平。

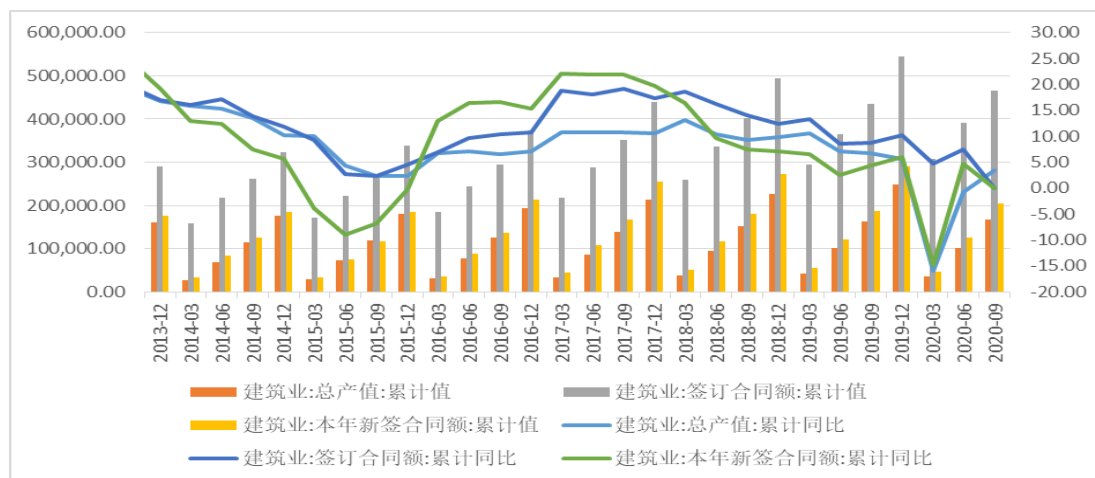
由于建筑业处于产业链的中游，所提供的服务本质上等同材料加工，但由于建筑产权不归建筑施工企业所有，企业生产决策不受库存因素干扰，而是由下游需求直接决定。对于价格而言，建筑业定价模式多为成本加成，加上原材料的采购和价格调差机制较为成熟，原材料成本的变动可以在一定程度上转移至下游，因此建筑业是一个由需求驱动的行业，在订单向施工的转化相对稳定的情况下，其行业增长主要取决于“量”，而“价”对盈利能力的影响相对较小。

从“量”来看，全国建筑业2020年前三季度累计新签订单20.35万亿元，新签合同额累计同比增长8.76%，增速较上年同期增加4.38个百分点。截至2020年9月底，全国建筑业签订合同总额（在手）46.68万亿元，累计同比增长7.02%，增速较上年同期下降1.65个百分点。从订单情况看，新签合同额和新签合同累计同比增速较2019年同期均进一步提升，

而在手合同虽保持增长，但增速有所回落。在手合同增速的回落除了受下游地产面临周期性下行、而基建投资在庞大的债务压力下也难以重返高峰影响外，同时受到 2020 年“新冠”疫情影响，建筑业企业采取加快周转、消化存量项目以获取流动性的经营策略的影响，导致在手合同增速出现小幅下滑。

短期来看，建筑业景气度有望持续改善；中长期来看，建筑业的下游需求承压，建筑业未来增速或将长期放缓，维持在中低速增长区间。

图8 建筑业合同和产值增速变化（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

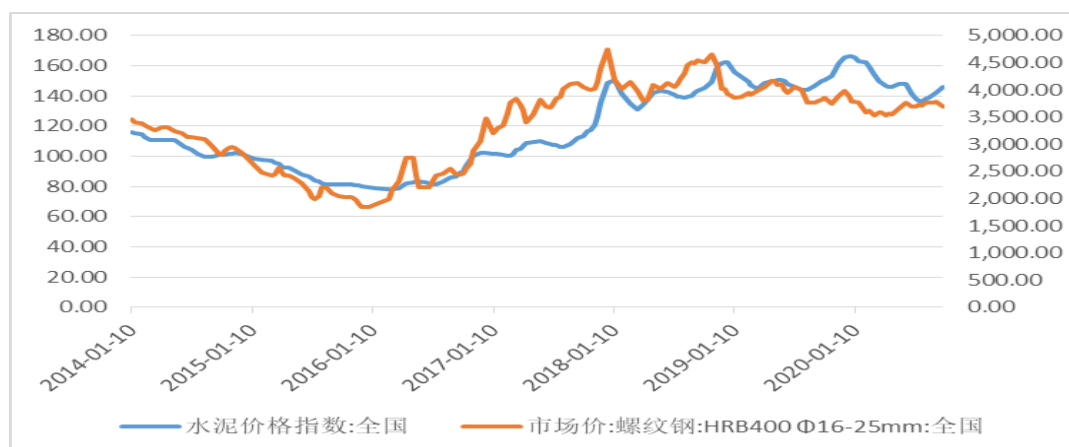
（2）建筑业上游分析

2020 年以来，受疫情影响，全国水泥价格指数及螺纹钢价格中枢较上年持续下降，但随着复产复工带动下游需求逐步恢复，水泥价格逐步回暖，钢铁价格回升明显。考虑到建筑业上游持续供给端改革，以及后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，钢铁、水泥价格企稳趋势明显。

建筑施工企业的上游“原材料”主要为各类建材，其中钢筋和水泥一般对建筑总造价的影响超过 30%，因此钢筋和水泥的价格波动对建筑施工企业成本的影响较大。水泥价格方面，受 2018 年水泥行业协会主导的错峰生产措施等供给端改革的持续推进，水泥价格逐步上行。2020 年 1—4 月，受“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格持续下降；2020 年 5—9 月，受企业复工复产叠加库存释放的影响，下游需求加快修复，水泥价格逐步回暖。钢材价格方面，受钢铁企业内部的“降本增效”“产品结构优化”等供给侧改革政策的传导，钢材价格自 2018 年以来持续维持在高位；2020 年 1—4 月，受新冠疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降；2020 年 5 月以来，随着国

内疫情得到有效控制，钢铁行业逐渐复苏；截至 2020 年 9 月底，螺纹钢价格为 3699.70 元/吨，与上年同期基本持平。总体来看，随着后疫情时代建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢铁价格企稳趋势明显。

图9 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）建筑业下游需求分析

建筑业的下游需求可以大致分为房建、基建和工建，分别对应固定资产投资中的房地产、基础设施和制造业这三大分项。房地产、基础设施和制造业固定资产投资增速在自 2010 年以来都趋于下降，这也是催化建筑业进入下行周期的直接原因。

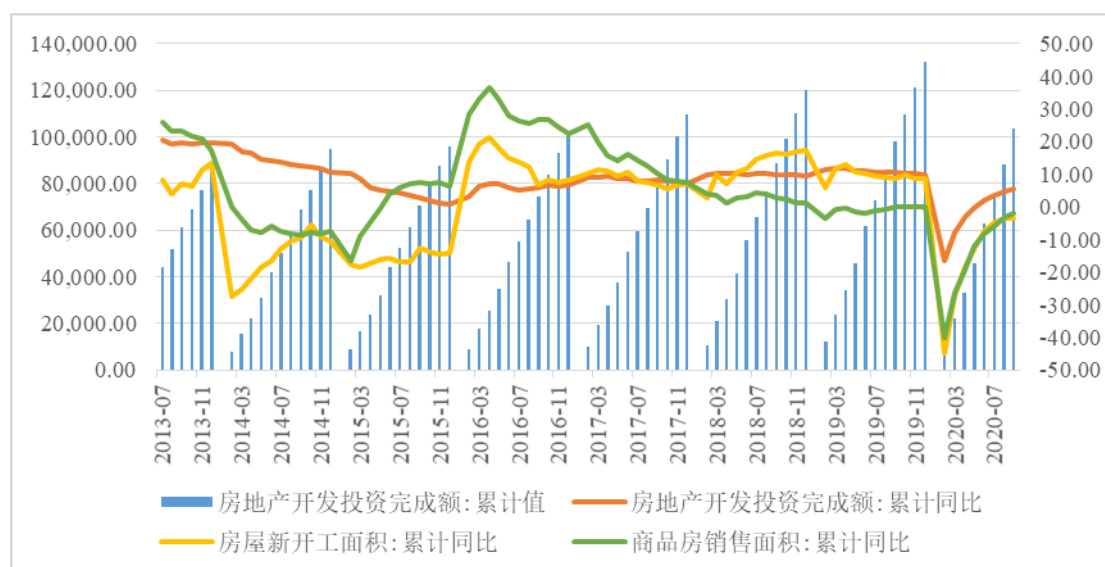
房建方面，2019 年房地产行业投资整体增速趋于稳定，2020 年以来，在“新冠”疫情影响下，前三季度开发投资同比实现增长。随着 2020 年下半年房地产政策边际收紧，房地产投资、销售和施工情况或将进入放缓期，预计未来短期内房地产政策放松的空间较小。

2019 年，全国房地产开发投资 132194 亿元，比上年增长 9.9%，增速较上年提高 0.4 个百分点。全国商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比小幅下滑 0.10%。全国房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%。总体来看，2019 年全国房地产投资在“住房不炒、因城施策”的背景下，整体投资开发增速趋于稳定。

2020 年 1—9 月，全国完成房地产开发投资 103484.00 亿元，同比增长 5.60%，累计投资增速较二季度的 1.90% 进一步加快。分季度来看，2020 年前三季度房地产开发投资分别同比增长-7.70%、7.96%和 11.83%，二三季度房地产投资保持强劲态势。销售方面，2020 年前三季度，全国商品房销售面积 117073.00 万平方米，同比下降 1.80%，降幅比 2020 年 1—8

月进一步收窄 1.50 个百分点, 9 月单月商品房销售面积实现同比增长 7.25%; 施工方面, 2020 年 1—9 月, 全国房屋新开工面积 160090.00 万平方米, 同比下降 3.40%, 降幅比 2020 年 1—8 月收窄 0.20 个百分点, 商品房销售及新开工情况处于逐步恢复阶段。总体看, 随着“新冠”肺炎疫情逐步防控, 房地产投资自 2020 年二三季度以来表现强劲, 逐渐走出“新冠”疫情带来的负面影响, 整体 2020 年前三季度房地产投资处于持续修复状态。在 2020 年前三季度疫情稳定、经济持续恢复、企业经营改善的背景下, 2020 年 8 月 28 日住房和城乡建设部正式出台有关房企的“三道红线”新规, 从供给端限制了房地产企业融资, 推动房企储备及存量项目推进; 同时, 在中央坚持“房住不炒”政策不动摇的号召下, 内蒙古、吉林省、浙江省、江苏省等地出台政策对公积金贷款、家庭住房首付比例等相关内容进行限制, 各地房地产“政策性边际收紧”的信号频出, 土地市场热度预计将有所降温。预计未来短期内房地产企业将以消化库存推进存量项目为主, 整体房地产投资、销售和施工情况或将进入放缓期, 未来房地产调控政策放松的空间较小, 平稳房地产将是主趋势。

图10 2013年6月至2020年9月房地产投资、开工及销售情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

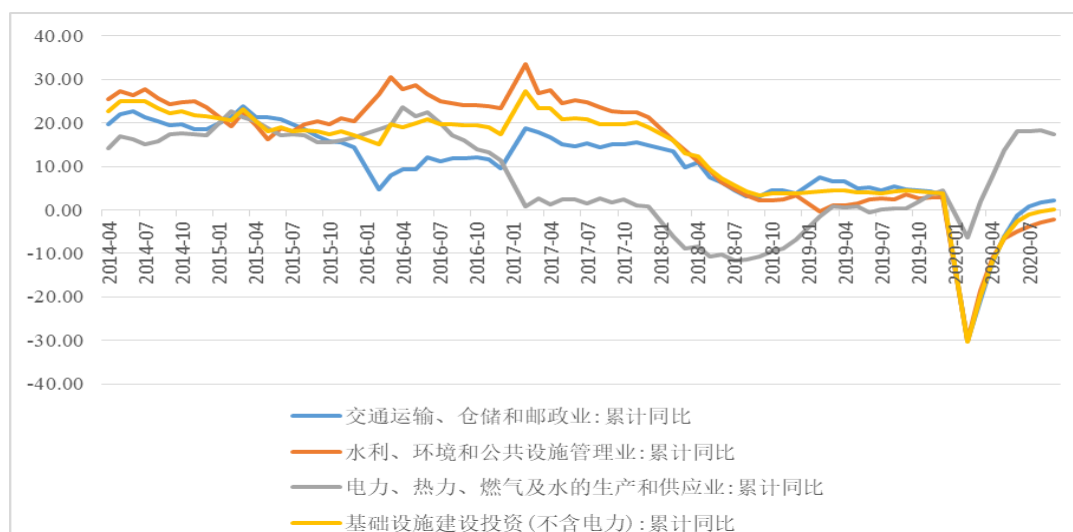
基建方面, 2019 年全国基建投资表现低迷, 进入 2020 年, 受疫情影响财政政策的逆周期调节的带动, 基础设施建设投资整体呈持续边际改善趋势。但政策导向仍以严控地方政府债务风险为主旋律, 预计短期内基建投资将保持温和增长态势。

受 2018 年以来地方政府隐性债务排查及城投融资受限影响, 2019 年整体基建投资增速维持低位, 全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增

长 3.8%，增速较上年持平。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 2.9%，仍然处于较低水平；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 3.4%，增速持续回落，其中道路运输业投资同比增长 9.0%，铁路运输业投资同比下降 0.1%。

2020 年 1—9 月，全国基础设施建设投资累计同比实现正增长，同比增长 0.20%，较 2020 年上半年累计同比下降 2.70% 进一步改善。其中在继一季度基建投资同比下降 19.70% 之后，基建投资在二、三季度实现稳步增长，主要是由于政策资金的带动以及放宽专项债券作为资本金的范围等政策红利的影响。截至 2020 年 10 月 16 日，全国各地新增发行专项债券 3.41 万亿元，资金面边际宽松有效助力基建投资的稳定增长。从细分领域来看，2020 年 1—9 月，道路运输业和铁路运输业投资分别同比增长 3.00% 和 4.50%，水利、环境和公共设施管理业投资同比下降 2.10%；从增速来看，上述行业增速分别同比回落 4.90 个百分点、5.30 个百分点和 5.60 个百分点，整体看增速低于预期；从增速环比情况来看，道路运输业和铁路运输业投资增速较 2020 年 1—6 月分别上升 2.20 个百分点和 1.90 个百分点，水利、环境和公共设施管理业降幅较 2020 年 1—6 月收窄 2.80 个百分点。从各细分领域来看，2020 年前三季度，基础设施建设投资整体呈持续边际改善趋势。从政策角度来看，2020 年 7 月财政部发布的相关通知中虽然指出“赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途”使得专项债支出灵活度得以提高，但发改委在 9 月初例行发布会上表示，要引导地方尽力而为、量力而行，严防地方政府债务风险，严防“大水漫灌”，在引导地方政府理性投资的同时，进一步强调稳增长与地方政府债务风险之间的再平衡。整体看，2020 年政策导向仍以严控地方政府债务风险为基调，预计短期内基建投资增速将保持温和增长态势。

图11 基建投资分项增速情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

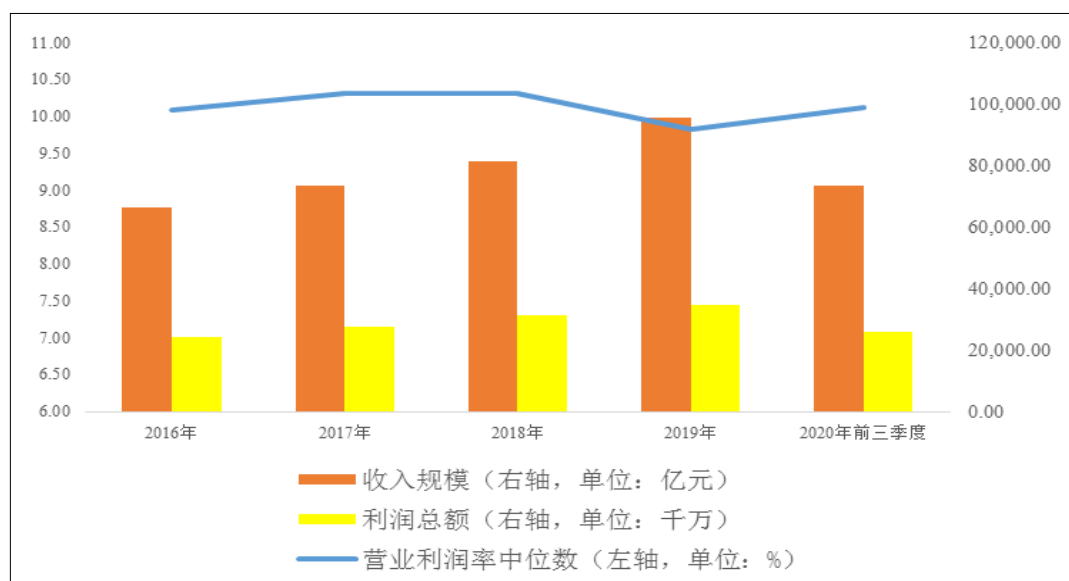
（4）建筑施工企业盈利分析

近年来，建筑样本企业收入和利润规模均呈增长趋势，处于行业头部的发债企业收入规模同比增速高于行业产值增速，行业毛利率水平同比有所增长。

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。2017—2019 年，建筑样本企业收入规模分别为 7.34 万亿元、8.16 万亿元和 9.56 万亿元，年均复合增长 14.11%。同期，建筑样本企业利润总额合计分别为 2771.68 亿元、3122.50 亿元和 3488.07 亿元，年均复合增长 12.18%。建筑样本企业营业收入和利润总额均呈增长趋势。2020 年 1—9 月，建筑样本企业收入规模为 7.35 万亿元，同比增长 11.83%，增幅远高于同期建筑业总产值增速，一方面系自年初应对疫情的逆周期调节以来，建筑行业景气度未见顶回落；另一方面，建筑样本企业大部分是行业龙头、细分子行业龙头、区域龙头，均为建筑行业优质公司。同期，建筑样本企业利润总额为 2618.92 亿元，同比增长 5.14%。

建筑施工企业营业利润率中位数在 10.00% 上下波动，2017—2019 年分别为 10.32%、10.32% 和 9.83%。2019 年上半年，基建温和复苏但总体增速不及预期，作为“基建主力军”的央企和地方国企基建业务表现平淡，而盈利水平较低的房建业务则表现相对良好，随着基建业务板块回暖，营业利润率水平有所企稳。2020 年 1—9 月，建筑样本企业营业利润率中位数为 10.13%，较 2019 年 1—9 月（毛利率 9.28%）增长 0.86 个百分点。

图12 2016年以来建筑样本企业收入规模、利润总额及营业利润率情况

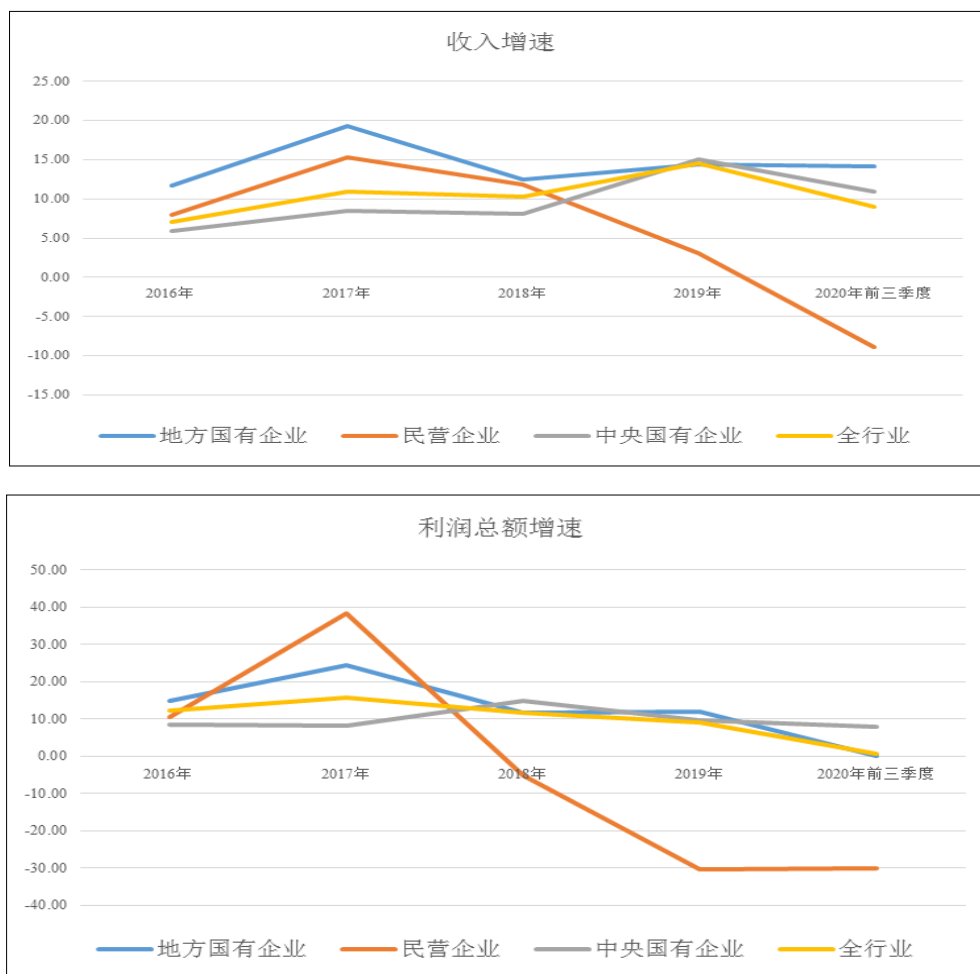


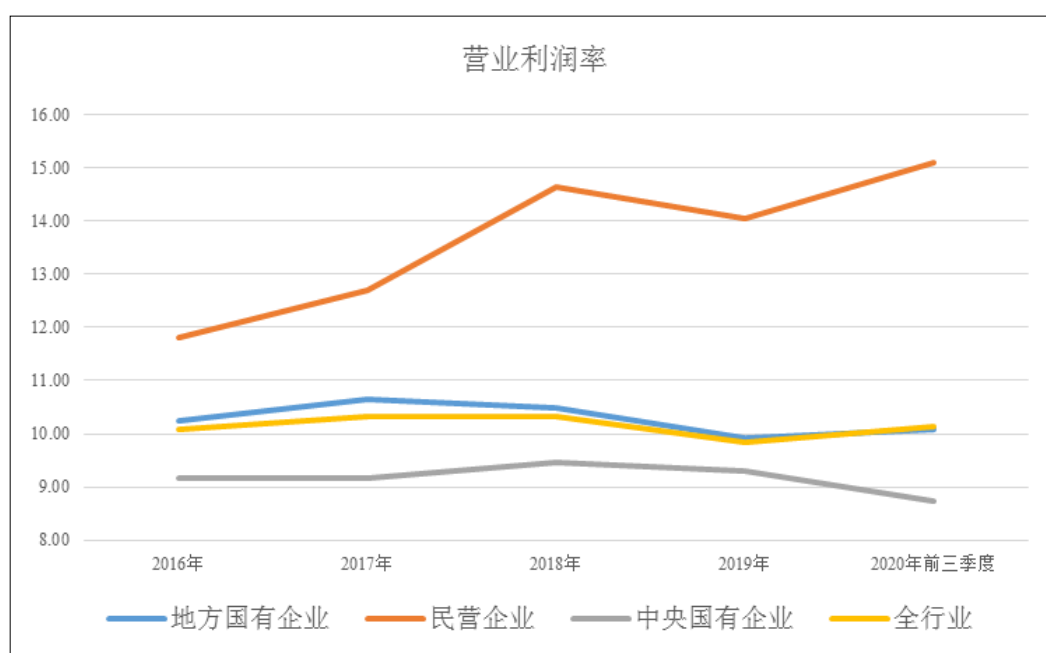
资料来源：联合资信根据公开资料整理

从不同所有制企业来看，近年来，央企和地方国企整体盈利水平相较民营企业较为稳定，而民营企业的盈利能力呈现较大程度的波动。同时，在行业整体盈利能力下行的背景下，民营企业盈利水平仍逆周期上升。

从不同所有制的建筑施工企业来看，2020年1—9月，央企、地方国企与民营企业之间的分化仍在持续。其中，央企、地方国企收入增速在疫情后迅速回归较高水平，而民企收入增速显著降低，这主要系受行业竞争不断加剧，以及央企和地方国企较早地受益于专项债加速落地和再融资政策放宽等逆周期政策影响。与此同时，央企在疫情期间表现出较强的韧性，2020年前三季度利润总额保持明显增速。营业利润率方面，受益于严格的成本控制及民营建筑样本企业主要分布在营业利润率较高的装饰装修和园林工程等细分行业，民企营业利润率较其他性质企业仍维持高位。值得关注的是，部分企业在行业整体盈利能力下行背景下，营业利润率仍逆周期上升，应对其财务真实性进行谨慎分析。

图13 不同所有制建筑施工企业收入增速、利润总额增速及营业利润率情况（中位数）（单位：%）





资料来源：联合资信根据公开资料整理

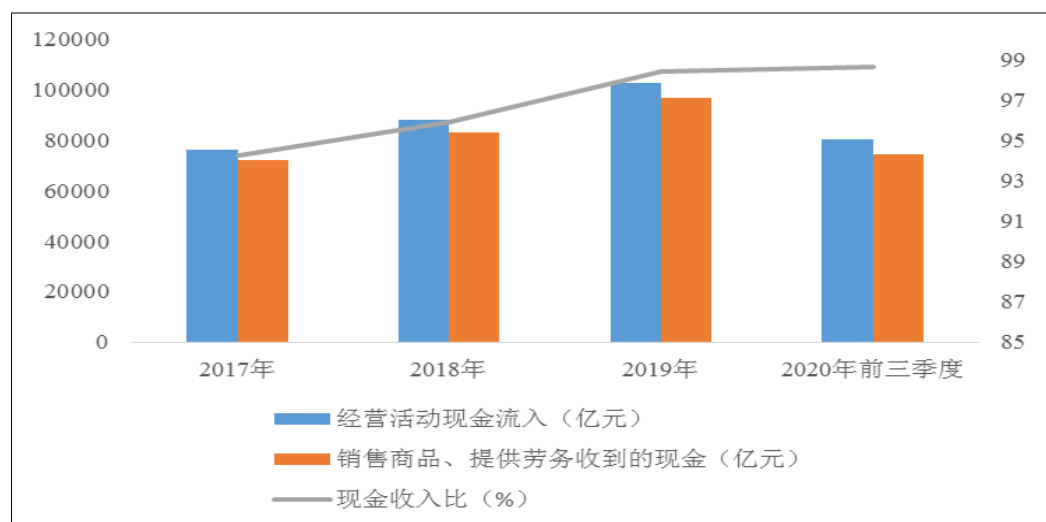
六、行业杠杆与偿债能力

（1）建筑施工企业现金流情况

建筑业企业现金流状况较好，收现质量稳定。受到施工周期影响，建筑行业现金流周期性明显，四季度普遍为集中回款期，前三季度的经营性现金流出规模较大。近年来，受行业回款特征及 PPP 等投融资项目持续推进等因素影响，经营和投资活动产生的现金流为负，但筹资活动前产生的现金流量缺口同比有所下降。

从经营活动现金流入规模及收现质量情况看，2017—2019 年，建筑施工企业经营活动现金流入量合计不断增长，年均复合增长 15.95%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计年均复合增长亦为 15.95%，现金收入比中位数在 94%~99% 的区间波动，收现质量稳定且表现好。2020 年前三季度，建筑施工企业经营活动现金流入量合计 8.02 万亿元，同比增长 12.36%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计 7.44 万亿元，同比增长 11.94%，现金收入比中位数 98.62%，同比增长 1.94 个百分点。

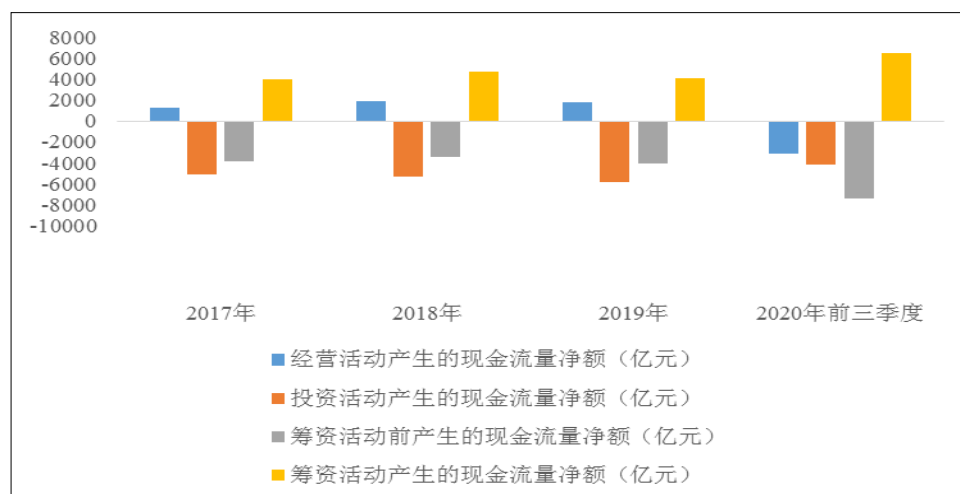
图14 经营活动现金流入及收现质量情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

从现金流净额及资金缺口看，建筑行业现金流受到施工周期影响，周期性明显，四季度普遍为集中回款期，前三季度的经营性现金流出规模较大。2020年前三季度，建筑施工企业经营活动产生的现金流量净额合计-3162.39亿元，缺口同比下降16.95%；近年来，受PPP等投融资项目持续推进等因素影响，建筑施工企业投资活动产生的现金流量净额持续为负。2020年前三季度，建筑施工企业投资活动产生的现金流量净额合计-4215.01亿元，缺口同比扩大7.64%。2020年前三季度，建筑施工企业筹资活动前产生的现金流量净额-7377.40亿元，缺口同比下降4.49%；在疫情防控特殊时期下，货币政策逆周期调节力度加大，市场流动性充裕，2020年前三季度建筑施工企业筹资活动产生的现金流量净额合计6536.94亿元，同比增长35.71%。

图15 现金流净额及资金缺口情况



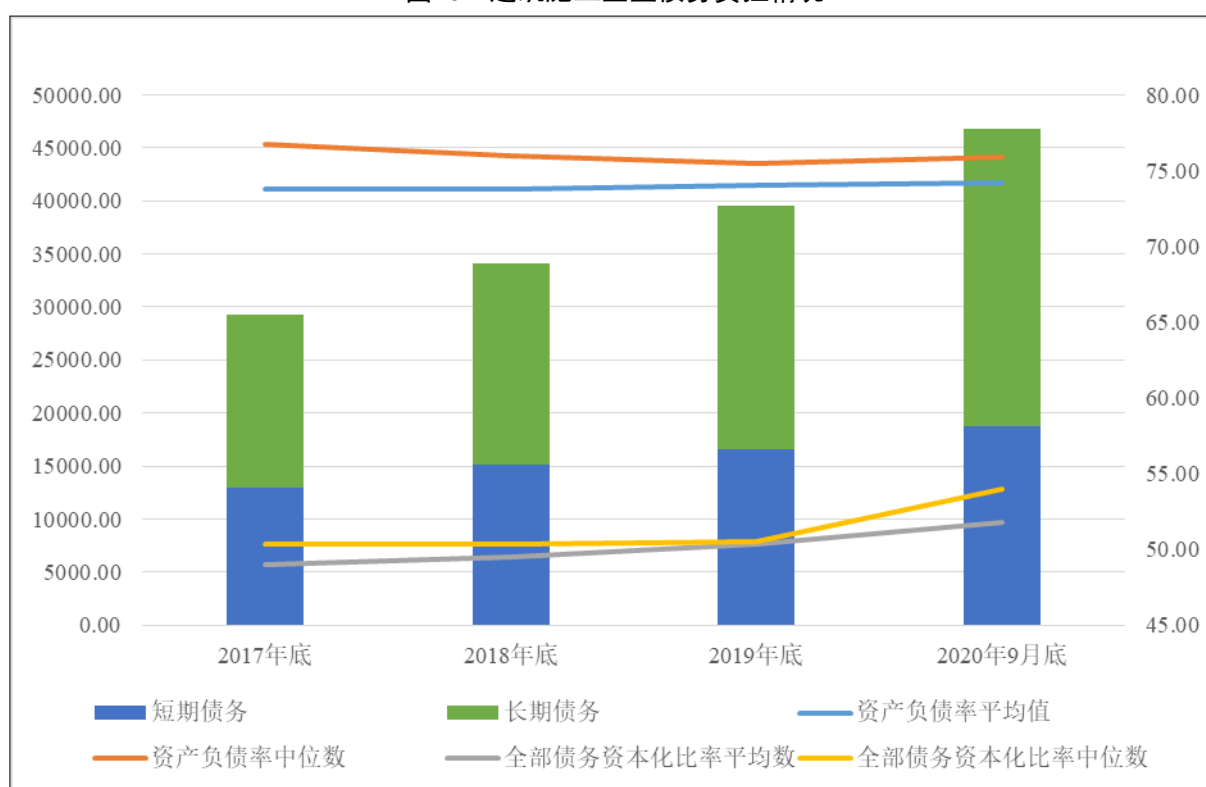
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）建筑施工企业有息债务情况

建筑施工企业受垫资施工影响，业内企业普遍存在较大的资金压力，主要表现为资产负债率较高、短债规模较大等。近年来，建筑施工企业整体债务规模逐渐增长，债务压力整体较重。

近年来，建筑施工企业资产负债率中位数维持在 75%左右，有息债务规模整体呈增长趋势。2020 年前三季度，受新冠疫情影响，建筑施工企业债务负担有所加重。截至 2020 年 9 月底，样本建筑施工企业资产负债率平均值 74.19%，中位数 75.90%，分别较上年底增长 0.18 个百分点和 0.47 个百分点；有息债务规模合计 46815.87 亿元，较上年底增长 18.37%，其中短期债务 18768.56 亿元，较上年底增长 13.32%，长期债务 28047.31 亿元，较上年底增长 22.01%。截至 2020 年 9 月底，样本企业全部债务资本化比率平均值 51.78%，中位数 53.96%，分别较上年底增长 1.43 个百分点和 3.46 个百分点。

图16 建筑施工企业债务负担情况

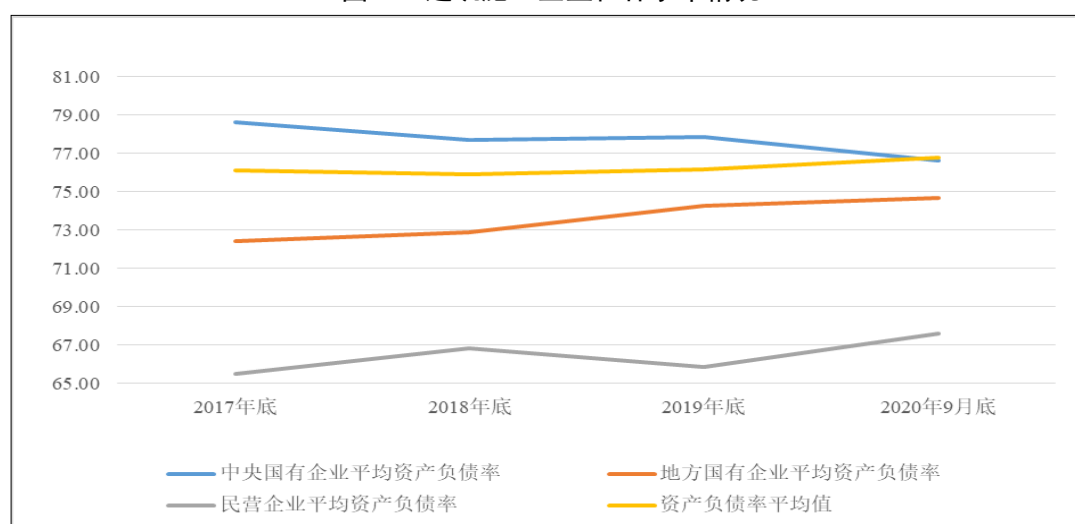


资料来源：联合资信根据公开资料整理

从不同所有制企业来看，中央国有企业随着永续债等权益工具发行增多影响，杠杆水平有所下降；民营企业在房地产行业销售受阻等因素叠加下回款速度受到一定影响，平均资产负债率有所上升。

从企业性质看，中央国有企业融资环境相对宽松，整体杠杆水平处于高位。截至 2020 年 9 月底，中央国有企业平均资产负债率 76.63%，较上年底下降 1.21 个百分点，主要系中央国有企业永续债等权益工具发行增多及国资委对资产负债率纳入企业年度考核所致；地方国有企业平均资产负债率 74.68%，较上年底增长 0.44 个百分点，主要系受到地方政府加力基础设施建设对冲经济下行所致；民营企业平均资产负债率 67.58%，较上年底增长 1.76 个百分点，主要系受疫情影响房地产行业资金紧张叠加下，民营企业回款受到一定影响，流动性压力加大所致。

图17 建筑施工企业杠杆水平情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）建筑施工企业偿债能力

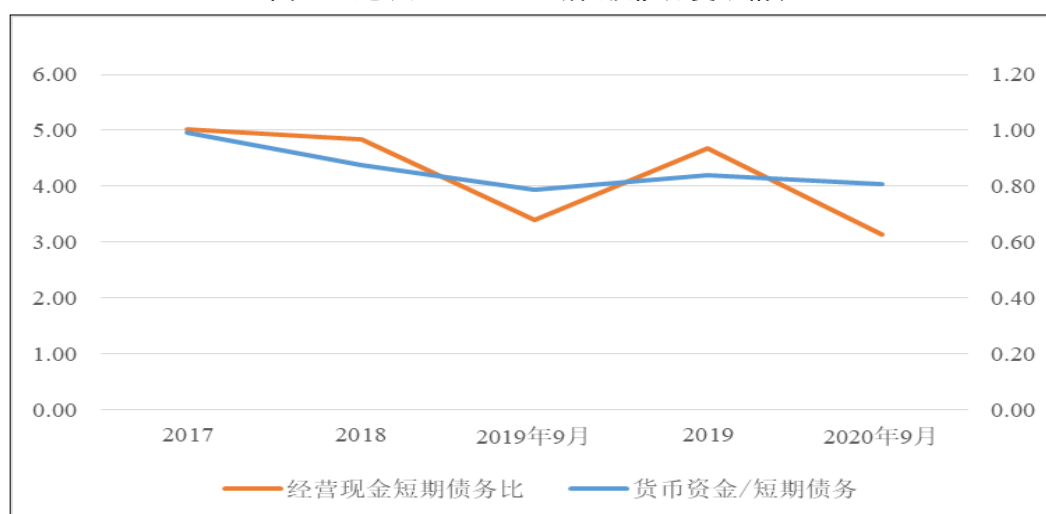
近几年，建筑施工企业的下游房地产行业景气度下行，对建筑施工企业回款速度造成负面影响，加之融资环境收紧等因素影响，建筑施工企业的流动性压力在逐步显现。偿债能力方面，建筑施工企业短期流动性逐步趋紧，需关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的企业。

短期偿债能力方面，2017—2019 年及 2020 年 9 月底，建筑施工企业货币资金/短期债务中位数分别为 0.99 倍、0.88 倍、0.84 倍和 0.81 倍，经营性现金流入/短期债务中位数分别为 5.01 倍、4.84 倍、4.68 倍和 3.15 倍，短期偿债能力持续下降，主要系部分建筑施工企业再融资能力弱化和上下游占款增长所致。

从企业性质看，中央国有企业短期偿债能力整体较强；民营企业受到再融资能力弱

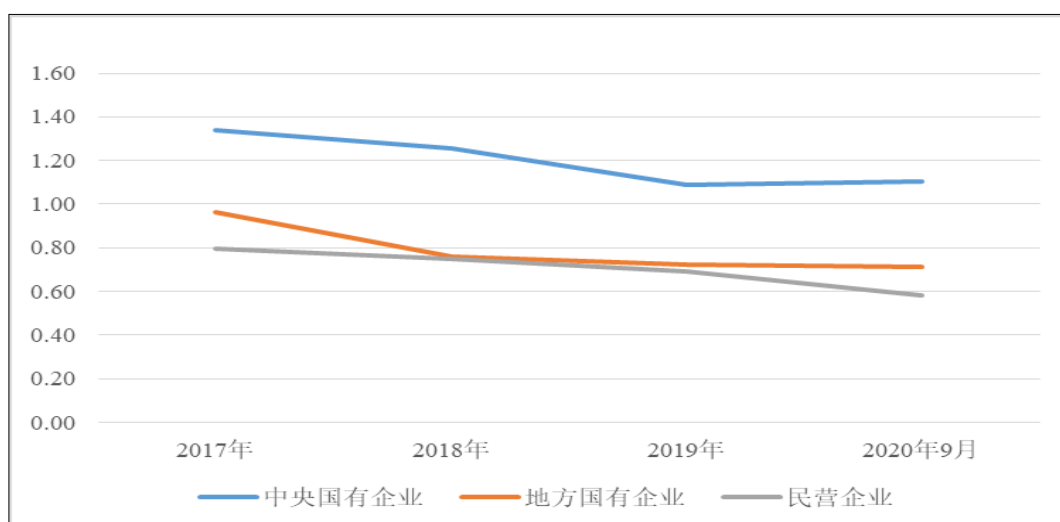
化影响，短期偿债能力下降明显。截至 2020 年 9 月底，中央国有企业货币资金/短期债务 1.10 倍，较上年底增长 1.44%；地方国有企业货币资金/短期债务 0.71 倍，较上年底下降 1.33%；民营企业货币资金/短期债务 0.58 倍，较上年底下降 15.67%。同期，中央国有企业经营性现金流入/短期债务 4.57 倍，同比无变化；地方国有企业经营性现金流入/短期债务 3.06 倍，同比增长 2.97%；民营企业经营性现金流入/短期债务 2.14 倍，同比增长 1.30%。

图18 建筑施工企业短期偿债能力变动情况



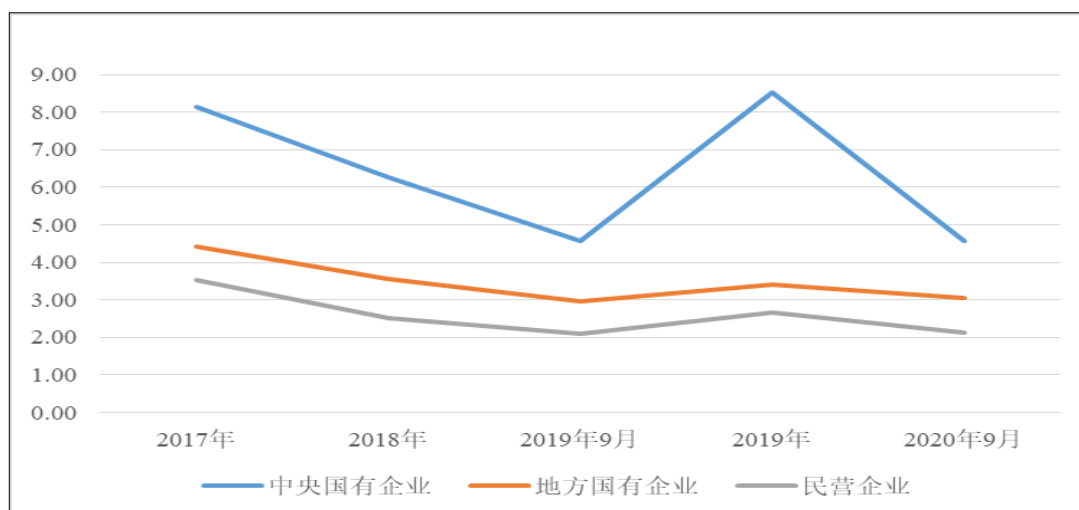
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图19 不同所有制建筑施工企业货币资金/短期债务变动情况



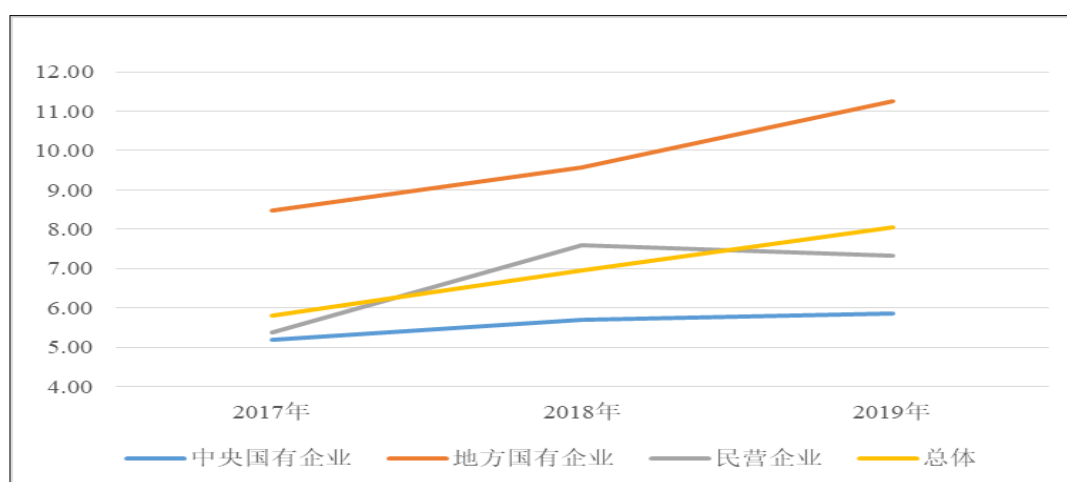
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图20 不同所有制建筑施工企业经营性现金流入/短期债务变动情况



长期偿债能力方面，2017—2019 年，建筑施工企业全部债务/EBITDA 中位数分别为 5.80 倍、6.95 倍和 8.05 倍，整体长期偿债能力指标有所弱化。按企业性质划分，受到地方政府加大基础设施建设对冲经济下行影响，地方国有企业全部债务/EBITDA 中位数为 11.25 倍，较去年增长 17.69%；中央国有企业全部债务/EBITDA 中位数 5.87 倍，较去年增长 2.83%，整体变化较小；民营企业全部债务/EBITDA 中位数为 7.32 倍，较去年下降 3.66%。

图21 不同所有制建筑施工企业全部债务/EBITDA变动情况



七、企业信用状况

(1) 建筑施工企业债券发行情况分析

受新冠疫情及资金面宽松影响，2020 年前三季度，建筑施工企业发债数量及金额

同比大幅增长，短期债券备受青睐；从发行场所看，银行间债券在发行期数及规模均领先交易所债券且差距继续扩大；从发行主体级别看，高等级发行主体优势明显且发行主体向高等级集中；从企业所有制形式看，中央国有企业明显领先其他所有制企业且优势逐渐扩大。

发债数量及期数大幅增长且超短期融资债券增幅较大。从债券发行品种看，2020年前三季度，建筑施工企业共发行各类债券 231 期，同比增长 66.19%；共发行各类债券规模 2734.55 亿元，同比增长 94.55%。除私募债外，其他债务融资工具在发行金额及发行期数均有所增长；其中，超短期融资债券共发行金额 1159.30 亿元，同比增长 201.12%，增幅较大。

表3 2020年前三季度建筑施工企业发债品种同比情况（单位：期、亿元、%）

债券种类	2019 年前三季度			2020 年前三季度			期数同比增幅	规模同比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
一般中期票据	36	348.10	24.77	50	683.50	24.99	24.99	38.89
超短期融资债券	48	385.00	27.39	105	1159.30	42.39	42.39	118.75
一般短期融资券	5	28.00	1.99	9	101.00	3.69	3.69	80.00
私募债	10	106.97	7.61	8	62.95	2.30	2.30	-20.00
一般公司债	32	447.50	31.84	41	567.80	20.76	20.76	28.13
一般企业债	4	60.00	4.27	12	126.00	4.61	4.61	200.00
定向工具	4	30.00	2.13	6	34.00	1.24	1.24	50.00
合计	139	1405.57	100.00	231	2734.55	100.00	100.00	66.19

资料来源：联合资信根据公开资料整理

银行间市场债券发行领先于交易所市场且差距继续扩大。从交易场所看，2020 年前三季度，建筑施工企业共发行银行间债券 176 期，同比增长 85.26%；银行间债券发行金额 2040.80 亿元，同比增长 148.54%。同期，建筑施工企业发行交易所债券 55 期，同比增长 25.00%；交易所债券发行金额 693.75 亿元，同比增长 18.70%。

表4 2020年前三季度建筑施工企业不同交易场所债券发行同比情况（单位：期、亿元、%）

交易场所	2019 年前三季度			2020 年前三季度			期数同比增幅	规模同比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
银行间	95	821.10	58.42	176	2040.80	78.53	85.26	148.54
交易所	44	584.47	41.58	55	693.75	21.47	25.00	18.70

上海	40	557.67	39.68	44	615.60	15.29	10.00	10.39
深圳	4	26.80	1.91	11	78.15	6.18	175.00	191.60
合计	139	1405.57	100.00	231	2734.55	100.00	66.19	94.55

资料来源：联合资信根据公开资料整理

高等级主体备受资金青睐且发行主体向高等级集中。从发行主体级别看，2020 年前三季度，建筑施工企业 AAA 级主体共发行债券 137 期，同比增长 132.20%；AAA 级主体发债规模 2136.00 亿元，同比增长 142.31%。同期，AAA 级发债主体债券发行规模占同期总发行规模 78.11%，同比提高 15.40 个百分点。

表5 2020年三季度建筑施工企业不同主体级别债券发行同比及环比情况（单位：期、亿元、%）

主体级别	2019 年前三季度			2020 年前三季度			期数同比增幅	规模同比增幅
	期数	规模	规模占比	期数	规模	规模占比		
AAA	59	881.50	62.71	137	2136.00	78.11	132.20	142.31
AA ⁺	52	349.90	24.89	65	447.10	16.35	25.00	27.78
AA	26	146.67	10.43	28	150.30	5.50	7.69	2.47
AA ⁻	1	2.50	0.18	1	1.15	0.04	0.00	-54.00
A ⁺	1	25.00	1.78	0	0.00	0.00	-100.00	-100.00
合计	139	1405.57	100.00	231	2734.55	100.00	66.19	94.55

资料来源：联合资信根据公开资料整理

中央国有企业明显领先其他所有制企业且优势逐渐扩大。从企业性质看，2020 年前三季度，建筑施工企业中中央国有企业发行债券 130 期，同比增长 132.14%，发行债券金额 1946.80 亿元，同比增长 138.58%，中央国有企业在发行数量及金额方面大幅领先其他所有制企业；同期，中央国有企业发行规模总规模 71.19%，同比提高 13.14 个百分点。2020 年前三季度，中央国有企业发行主体数量同比增长 77.27%，地方国有企业发行主体数量同比增长 48.00%，民营企业主体发行数量下降 27.27%，民营企业直接融资难度加大。

表6 2020年二季度建筑施工企业不同企业性质债券发行同比及环比情况

（单位：期、亿元、%、家）

企业性质	2019 年前三季度				2020 年前三季度				期数同比增幅	规模同比增幅
	期数	规模	规模占比	主体数量	期数	规模	规模占比	主体数量		
中央国有企业	56	816.00	58.05	22	130	1946.80	71.19	39	132.14	138.58
地方国有企业	65	499.77	35.56	25	83	656.80	24.02	37	27.69	31.42

民营企业	18	89.80	6.39	11	18	130.95	4.79	8	0.00	45.82
合计	139	1405.57	100.00	58	231	2734.55	100.00	84	66.19	94.55

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）建筑施工企业债券发行利率分析

2020 年前三季度，央行货币政策执行表现出明显的稳健、灵活和适度的特点。在疫情防控特殊时期下，综合利用各种货币政策工具，保证流动性总量处于合理充裕水平；随着疫情的有效控制和经济增长的好转，下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向。

总体看，2020 年前三季度，央行货币政策执行表现出明显的稳健、灵活和适度的特点。在疫情防控特殊时期下，央行灵活运用降准、降息等常规货币政策，以及一些特殊的、阶段性的货币政策工具加大了逆周期调节力度，缓解疫情带来的负面冲击，为经济恢复创造宽松的货币金融环境，保持市场流动性合理充裕。随着疫情的有效控制和经济增长的好转，下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。

2020 年一季度，在疫情防控特殊时期下，货币政策逆周期调节力度加大。1 月，央行通过下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）、逆回购操作、中期借贷便利（MLF）投放、续做定向中期借贷便利（TMLF）等措施有效对冲政府债券发行、现金投放高峰等因素的影响，释放流动性，维护春节前资金面合理充裕。2 月，央行通过超预期流动性投放和逆回购、中期借贷便利（MLF）中标利率的下降等措施降低企业融资成本，缓解疫情带来的负面冲击，推动利率市场化降息，维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕。3 月，央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，同时对符合条件的股份制商业银行额外降准 1 个百分点。月底，央行重启逆回购操作同时下调 7 天逆回购中标利率，货币政策逆周期调节力度加大，引导市场利率下行，保持流动性合理充裕。

2020 年二季度伊始，央行货币政策逆周期调节力度仍大，灵活运用降准、降息等常规货币政策，以及一些特殊的、阶段性的货币政策工具，鼓励商业银行扩大信贷投放，推动公司发行信用类债券融资，为企业提供流动性支持，为经济恢复创造宽松的货币金

融环境。2020年4月7日起，金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，鼓励商业银行加大实体经济信贷投放力度。2020年4月15日，央行开展MLF，中标利率2.95%，较此前下调20个基点（BP），引导LPR下行，降低实体经济融资成本。央行对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，有效增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源。2020年4月20日，1年期LPR为3.85%，较3月的4.05%大幅下调20个基点，创下上年8月以来的最大单次降幅，5年期以上LPR为4.65%，较3月的4.75%下降10个基点，同样创下上年8月启动LPR改革以来的最大单次降幅。

随着疫情的有效控制和经济增长的好转，2020年7月10日，央行举办的新闻发布会上表示货币政策的立场仍然是稳健的，货币政策更加灵活适度，现在更加强调“适度”这两个字，同时表示下半年稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕。7月，央行公开市场操作延续6月净回笼，共开展7700亿元逆回购操作和4000亿元MLF操作，由于当月共有11400亿元央行逆回购到期和6977亿元MLF到期，从全口径测算，全月央行公开市场操作净回笼资金6677亿元。8月，随着地方债迎来发行高峰以及公开市场大量到期，流动性呈现收敛的态势，央行加大公开市场操作投放，全月实现公开市场操作净投放资金6500亿元，并超额续作月内到期MLF。9月，为维护季末流动性平稳，央行持续开展逆回购操作，叠加MLF超额续作4000亿元，资金面边际改善，流动性总量处于合理充裕水平。

2020年前三季度，受疫情期间逆周期调节力度加大影响，建筑业发行主体的发行利率均值同比呈下降态势。其中，短期主要债券发行品种的发行利率均值、利差均值水平同比显著下行，而中长期主要债券发行品种的风险溢价受特殊时期出台的政策影响较小。与此同时，信用等级对信用风险仍表现出较好的区分度。

2020年前三季度，受疫情期间逆周期调节力度加大影响，债券市场资金面宽松，资金利率中枢下行，建筑业发行主体的发行利率均值同比呈下降态势。其中，短期主要债券发行品种（超短期融资券）的发行利率均值、利差均值水平同比显著下行。中长期主要债券发行品种（公司债和中期票据）的发行利率均值、利差均值水平同比变化较小，表明投资者对于中长期主要债券发行品种的风险溢价要求受特殊时期出台的政策影响较小，市场风险偏好未见改善。

与此同时，建筑业发行主体信用等级与主要债券发行品种（超短期融资券、公司债和中期票据）的发行利率均值、利差均值基本仍呈负向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值、利差均值越低，信用等级对信用风险仍表现出较好的区分度。

表7 2020年前三季度建筑业发行主体主要券种发行利率及发行利差统计

项目			2020 年前三季度					2019 年前三季度				
期限类型	债券类型	信用等级	样本数量	发行利率（%）		发行利差（BP,%）		样本数量	发行利率（%）		发行利差（BP,%）	
				区间	均值	均值	级差		区间	均值	均值	级差
短期	超短期融资债券	小计	102	1.30 ~ 6.85	2.53	67.97	--	48	2.55 ~ 7.50	4.50	205.66	--
		AAA	64	1.30 ~ 4.50	1.99	13.64	--	16	2.55 ~ 4.19	3.32	87.65	--
		AA ⁺	27	2.00 ~ 6.85	3.00	112.72	99.08	18	3.30 ~ 6.50	4.14	174.26	86.61
		AA	11	2.13 ~ 6.00	4.49	274.25	161.53	14	4.18 ~ 7.50	6.30	380.90	206.64
	一般短期融资券	小计	9	1.80 ~ 4.00	2.79	105.04	--	5	3.55 ~ 5.20	4.06	154.24	--
		AAA	4	1.80 ~ 4.00	2.86	126.97	--	--	--	--	--	--
		AA ⁺	5	2.30 ~ 3.09	2.73	87.50	-39.463	5	3.55 ~ 5.20	4.06	154.24	--
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
中长期	一般公司债	小计	37	2.50 ~ 7.40	4.01	167.72	--	28	3.35 ~ 7.50	4.49	157.21	--
		AAA	25	2.50 ~ 4.48	3.66	120.87	--	21	3.35 ~ 6.50	4.16	121.18	--
		AA ⁺	10	3.04 ~ 7.40	4.49	243.46	122.59	7	3.90 ~ 7.50	5.49	265.32	144.15
		AA	2	5.00 ~ 7.00	6.00	374.66	131.20	--	--	--	--	--
	一般企业债	小计	12	4.28 ~ 5.50	4.70	216.15	--	4	4.50 ~ 5.08	4.79	181.66	--
		AAA	10	4.28 ~ 5.50	4.67	213.13	--	4	4.50 ~ 5.08	4.79	181.66	--
		AA ⁺	2	4.80 ~ 4.80	4.80	231.26	18.13	--	--	--	--	--
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	一般中期票据	小计	45	2.14 ~ 7.50	4.13	192.87	--	33	3.57 ~ 7.50	4.93	204.72	--

	AAA	29	2.14 ~ 5.60	3.59	147.93	--	16	3.57 ~ 6.90	4.30	142.83	--
	AA ⁺	13	3.38 ~ 7.50	5.06	272.29	124.36	12	4.13 ~ 7.50	5.12	227.63	84.80
	AA	3	4.50 ~ 6.50	5.30	283.19	10.91	5	4.74 ~ 7.10	6.47	347.79	120.16
总计		205	1.30 ~ 7.50	3.28	123.69	--	118	2.55 ~ 7.50	4.61	190.91	--

注：所有券种样本均为公开发行债券并剔除定向工具、可转债、私募债和证监会主管 ABS 产品；已剔除含担保方债项；发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额；级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高 1 个子集的利差均值

数据来源：联合资信根据公开资料整理

（3）建筑施工企业级别及展望调整情况

2020 年 1—9 月，建筑业公募债券市场共有 8 家发行主体信用等级发生调整，1 家发行主体展望发生调整，其中，信用等级被调升的有 5 家，调升率为 2.58%；信用等级被调降的有 3 家，调降率为 1.55%。在信用等级调升的企业中，3 家企业主体级别由 AA⁺上调为 AAA；2 家企业主体级别由 AA 上调为 AA⁺。在信用等级调降的企业中，1 家企业主体级别由 AA⁺下调为 AA；2 家企业主体级别由 AA 下调为 AA⁻；1 家企业展望由稳定调整为正面。

从等级调整企业类型来看，2020 年 1—9 月，主体信用等级被调升的企业中，3 家为地方国有企业，2 家为中央国有企业；信用等级被调降的全部为民营企业。

表8 2020年1—9月建筑业发行主体信用等级调整统计表（单位：家、%）

发行人主体	信用等级	评级展望
样本数量	194	194
调升数量	5	1
调降数量	3	0
调升率	2.58	0.52
调降率	1.55	0

注：同一家企业发生信用等级连续多次被调降的情况，调降数量视为 1 家；先后调整展望与级别的企业仅计入级别变动样本

数据来源：联合资信根据公开资料整理

表9 2020年1—9月建筑业发行主体信用等级及展望调整明细

调整情况	发行人主体	调整前	调整后	调整时间
展望上调	中交第三航务工程局有限公司	稳定	正面	2020/2/4
级别上调	江西省建工集团有限责任公司	AA	AA ⁺	2020/6/24
	中国建筑第六工程局有限公司	AA ⁺	AAA	2020/6/24

	四川路桥建设集团股份有限公司	AA ⁺	AAA	2020/6/23
	山西建设投资集团有限公司	AA ⁺	AAA	2020/6/10
	中建新疆建工（集团）有限公司	AA	AA ⁺	2020/7/15
级别下调	深圳洪涛集团股份有限公司	AA	AA ⁻	2020/6/30
	深圳广田集团股份有限公司	AA ⁺	AA	2020/7/28
	广州普邦园林股份有限公司	AA	AA ⁻	2020/8/7

资料来源：联合资信根据公开资料整理

八、行业研究结论

作为国民经济支柱产业之一，建筑施工行业发展情况与宏观经济走势高度相关。2020年以来，受“新冠”疫情冲击影响，经济下行压力加剧，为应对疫情带来的负面影响，国家采取更加积极的财政政策以及更加灵活的货币政策，同时，建筑行业相关政策主要以为企业减负和规范行业管理为两大基调，下半年以来，建筑业逐步走出疫情冲击，行业运行回归正常水平。从需求端来看，下游房地产行业政策边际收紧，基建投资亦或将有所收敛，预计建筑业未来整体将保持中低速的温和增长态势。

由于建筑施工行业的业务模式一般会产生较大垫资，呈高杠杆运行的特点，业内企业普遍存在较大资金压力，尤其是短期债务压力较大。近几年，建筑施工企业的下游房地产行业景气度下行，对建筑施工企业回款速度造成负面影响，加之融资环境收紧等因素影响，建筑施工企业的流动性压力在逐步显现。

在建筑业下行周期叠加疫情影响的背景下，建筑业集中度持续提升，进一步加快资质和融资能力较弱的建筑施工企业被市场淘汰的步伐。从不同所有制企业来看，央企和地方国企在疫情期间表现出较强的韧性，收入增速在疫情后迅速回归较高水平。同时，中央国有企业短期偿债能力整体较强；民营企业受到再融资能力弱化影响，短期偿债能力下降明显。并且，高等级发行主体优势明显且发行主体向高等级集中，中央国有企业明显领先其他所有制企业且优势逐渐扩大，不同信用资质建筑施工企业发行利率分化程度较高。

整体看，联合资信认为建筑施工行业风险一般，行业展望为稳定。