

建筑施工行业研究报告



建筑施工行业研究报告

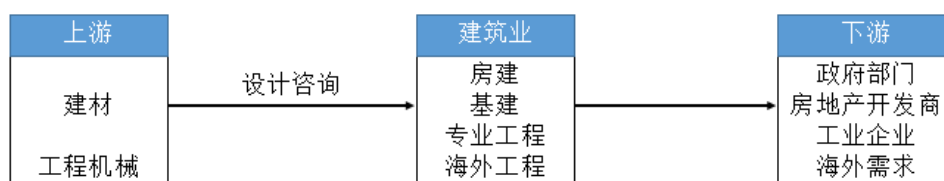
摘要

2019 年以来，中国经济整体下行，宏观调控政策未从需求端进行大规模的刺激，而是通过引导经济结构转型、减轻企业负担来实现向中低增长阶段的平稳过度，在此背景下，建筑业下游需求显示出疲弱的状态，建筑业整体进入低速增长区间，未来建筑业增速将长期放缓。受固定资产投资放缓等因素影响，建筑业集中度逐步提升，不同所有制建筑施工企业盈利能力及波动差异较大。由于建筑施工企业普遍存在垫资施工的情况，近三年，建筑施工企业整体债务规模逐渐增长，资产负债率较高，债务压力整体较重，短期偿债压力较大。2019 年三季度，建筑施工企业发债数量和规模有所增长，发债期限有所拉长，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分化程度较高，建筑施工企业整体信用水平将继续保持良好。

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。作为一个中间行业，建筑业的“原材料”包括钢筋水泥、木材玻璃等各种建材，“产品”是则是各种工厂、矿井、铁路、桥梁、港口、道路、管线、住宅等建筑物。根据证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订版），建筑业主要可分为房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰和其他建筑业四大类别。按需求来源分，可以把建筑业分为房建、基建和专业工程（工业建筑），分别对应政府部门、房地产开发商和工业企业的产品需求。

图1 建筑业产业链



资料来源：联合资信整理

21 世纪以来，随着城镇化率的持续提高和房地产行业的高速增长，中国建筑业实现了长足发展。截至 2018 年底，国内共有建筑企业 95400 家，企业数量较 2000 年翻了一番；2018 年建筑业总产值达到 23.51 万亿元，自 2000 年以来年均复合增长 17.71%；建筑业增加值占 GDP 的比重从 2000 的 5.52% 上升至 6.87%。此外，园林工程、装配式建筑等子行业的发展给建筑业带来了新的增长点，BIM（Building Information Modeling，建筑信息模型）等新技术的应用使得行业开始向数字化、智能化快速转型。

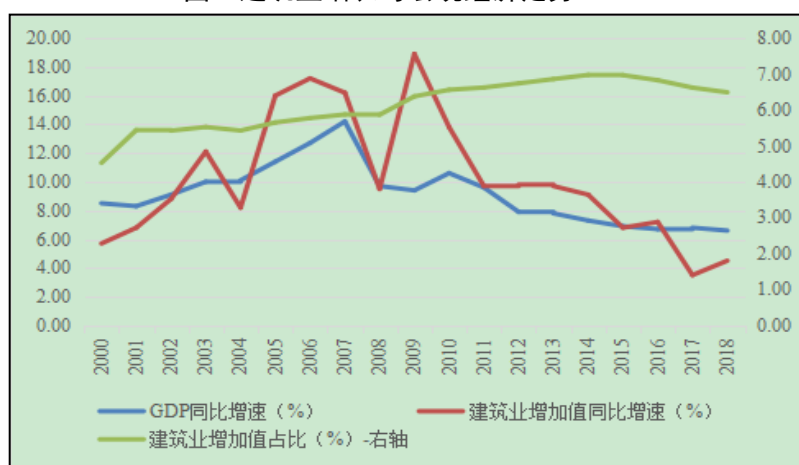
二、行业环境

（1）宏观环境

建筑业与宏观经济联系密切，2019 年以来，中国经济下行压力不减，建筑业总产值增速持续下降。

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。截至 2018 年底，全国建筑业从业人员占全国就业人口的 7% 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（2018 年建筑业增加值占到固定资本形成总额的 15.58%），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。

图2 建筑业增长与宏观经济走势



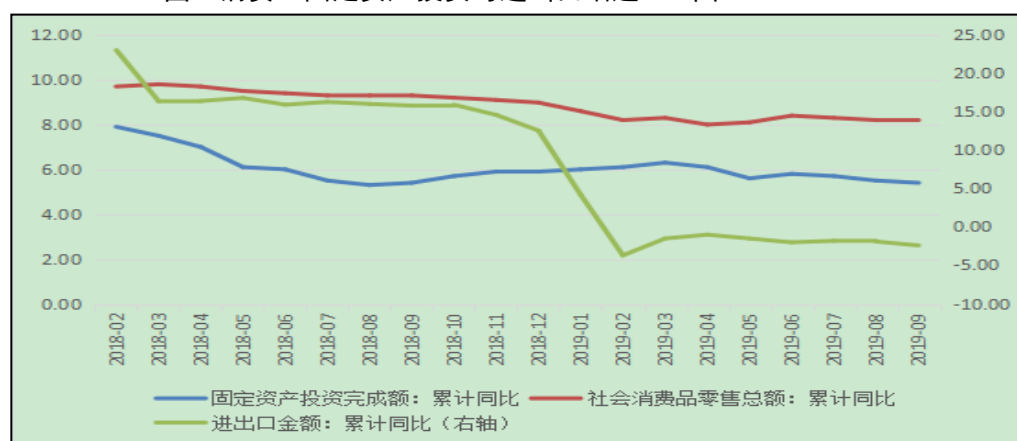
资料来源：Wind

2019 年以来，中国经济整体下行，前三季度 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。消费、投资和出口均增长乏力，其中投资对

经济的拉动作用显著下降，资本形成总额对 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%，显示出建筑业下游需求的整体疲弱。面对经济下行压力，当前的宏观调控政策对经济低增速的容忍度有所提高，并未从需求端进行大规模的刺激，而是着眼于供给端，通过引导经济结构转型、减轻企业负担来实现向中低增长阶段的平稳过渡。从宏观环境的变化来看，政策的逆周期调节对建筑业增长的拉动作用将不复从前，未来建筑业增速或将长期放缓。

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。2019 年前三季度，建筑业总产值增速持续下降，显示出行业增长有所放缓，与宏观经济走势保持一致。

图3 消费、固定资产投资与进出口增速（单位：%）



资料来源：Wind

（2）行业监管与行业政策

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，财政和货币政策对下游需求的调节也会对建筑业产生间接影响。

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。

总体来看，建筑业的相关政策有两个主要方向，第一是继续推动建筑业的转型升级，包括加大信息化建设、推广装配式建筑，以适应人口红利消失后劳动力成本的上升；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。随着建筑业整体进入中低速增长区间，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。

除了行业政策，财政和货币政策对建筑业同样影响深远，一方面是建筑业的下游需求（以基建和房地产为主）本身对宏观政策高度敏感，另一方面是作为资本密集型行业，建筑企业的融资能力受财政和货币政策的影响很大。2019年上半年，为了平衡地方隐性债务调控与基础设施建设投资，中共中央办公厅、国务院办公厅出台了《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》，要求加大逆周期条件力度，允许专项债资金作为符合条件的重大项目资本金，有利于撬动更多社会资本，保障建筑项目的资金需求。2019年9月，国务院常务会议提出提前下达明年部分专项债额度，同时明确专项债使用的重点领域和禁止领域，要求专项债不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目，从而引导资金进一步流向基建领域。以专项债为资本金，撬动银行等金融机构对基建的投资，将成为拉动基建投资增长的新模式，建筑企业融资环境的边际改善将对行业增长起到一定的支撑作用。

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

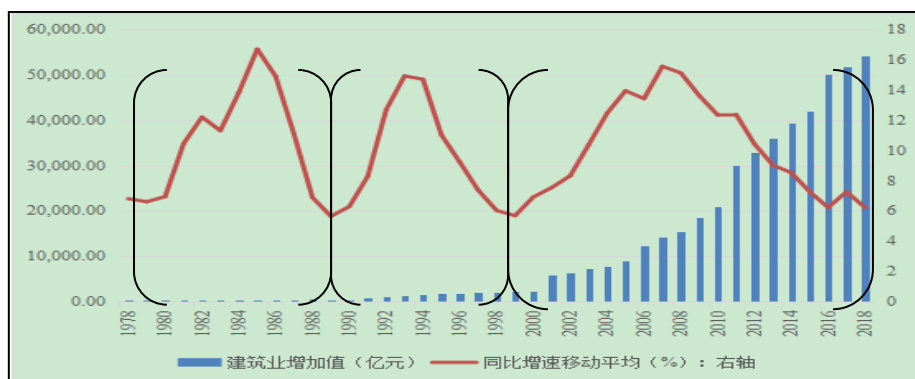
资料来源:联合资信根据公开资料整理

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,目前正处于长周期的下行阶段;短周期主要受到下游行业周期性的影响,需关注房地产施工和基建投资的边际变化。

从建筑业增加值增速的波动情况来看,2000 年以前建筑业存在一个 10 年左右的稳定周期。2000 年以后,受到宏观调控政策与全球性经济危机的影响,建筑业周期被动拉长,在 2009 年前快速上行,2009 年以后则持续回落。目前,建筑业增加值增速已经处于历史低位,但随着经济增长中枢的下移,未来建筑业增速预计将在一个更低水平的区间波动。

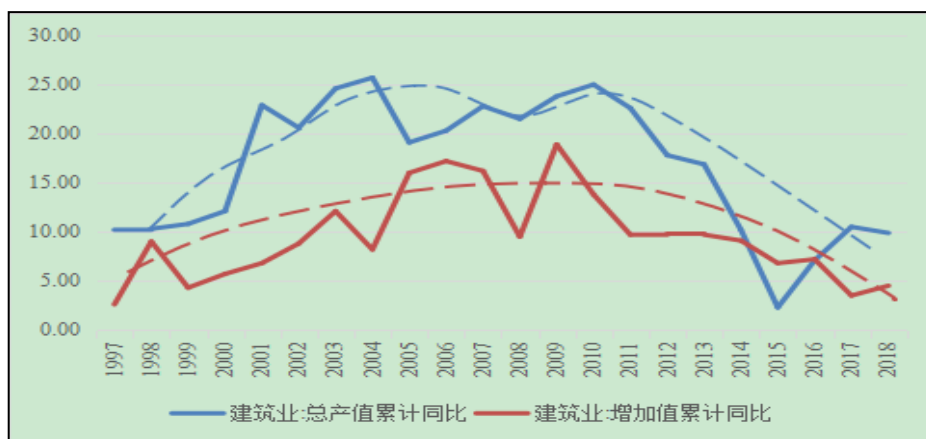
图4 从建筑业增加值增速看行业周期性



资料来源：Wind

学术界认为，建筑与房地产行业存在一个 20—40 年的长周期（又称“库兹涅茨周期”），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。本轮建筑长周期大约开始于 1998 年房改，高点出现在 2010 年前后。随着中国人口的老龄化以及城市化达到较高水平，需求的持续性回落使得建筑业整体进入下行周期。

图5 目前建筑业处于长周期下行阶段（单位：%）

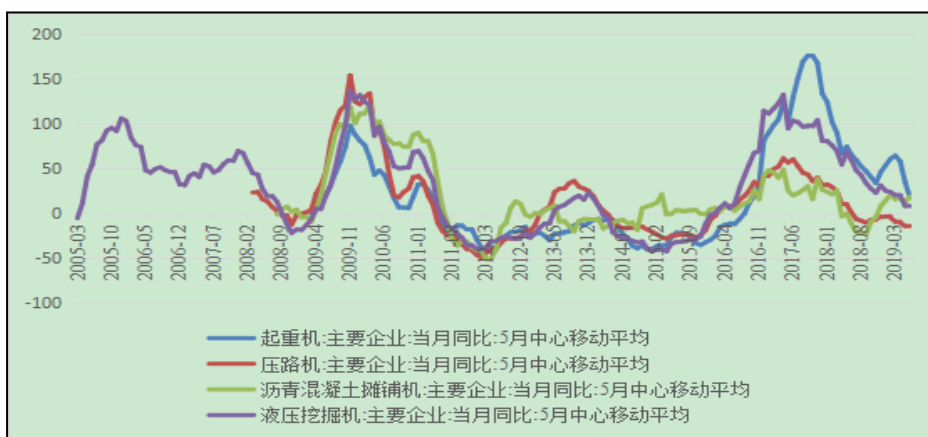


资料来源：Wind

一般而言，一个长经济周期包含若干个中周期和短周期。其中，中周期又称“朱拉格周期”或者“资本开支周期”，一般长度为 9—11 年，可能与企业设备更新周期和政治周期有关。对于建筑业而言，从总产值和增加值的增速变化来看并没有明显的中周期划分。由于建筑业属于需求拉动型的中间产业，建筑业是否存在中周期取决于相关下游行业乃至宏观经济的周期性。

从设备更新的角度看，工程机械销量增长高峰分别出现在 2009 年和 2017 年，间隔也是 8 年左右，工业企业资本开支的增加带动社会总需求的上升，从而拉动了建筑业的需求增长。然而，建筑业总产值增速虽然在工程机械销量增速高点附近均出现了反弹，但增速的绝对水平仍然主要受到长周期的影响。

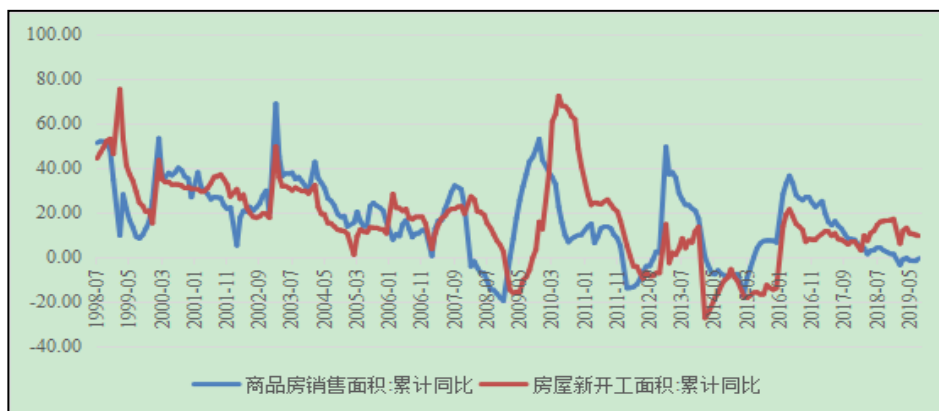
图6 工程机械销量增速呈现明显的周期性 （单位：%）



资料来源：Wind

短周期又称“基钦周期”或“库存周期”，一般长度为 2—3 年。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。从下图可以看出，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。

图7 房地产销售与新开工周期性明显



资料来源：Wind

从周期叠加的角度来看，目前建筑业处于长周期的下行阶段，而建筑业的中周期特

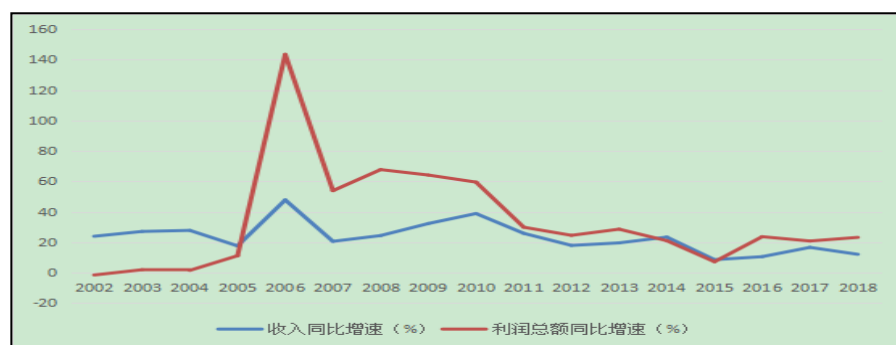
征并不明显。从短周期来看，目前下游房地产行业的新开工面积和施工面积较上年同期依然保持正增长，加上宏观政策对基建投资的逆周期调节，短期看建筑业下游需求仍然有一定韧性。

从样本企业数据来看，收入和利润增速表现出 3 年左右的短周期特征，其中枢伴随长周期的下行而逐渐下降。此外，我国区域间经济发展水平的差异决定了建筑业在不同区域可能处于不同的周期阶段。

联合资信从建筑企业收入和利润的角度来观察行业的周期性变化。我们选取了全国范围内最具代表性的 95 家建筑施工企业，涵盖了央企、地方国企和龙头民企，并对其 2002—2018 年的收入和利润进行了统计，结果如图 8 所示。2002—2018 年，样本企业收入和利润增速在长周期内先升后降，增速高点出现在 2006—2010 年，与建筑业产值和增加值的增速高点基本一致。从短周期看，样本企业收入增速呈现 3 年左右的短周期波动，其中枢伴随长周期逐渐下降。由于 2010 年之前披露财务数据的建筑企业数量较少，且部分企业存在扭亏为盈的情况，利润增速的波动幅度较收入增速更大，但利润增速的长期趋势和收入增速保持一致。

从样本企业情况来看，2015 年是行业短周期低点，彼时中国经济正面临通缩的考验。2016 年开始，在一系列的政策调控下 PPI 由负转正，建筑业总产值、样本企业的收入和利润增速显著回升。2018 年以来，受到地方债务调控、基建投资增速下滑的影响，建筑企业收入和利润增速开始下滑。可以看出，本轮行业短周期的高点发生在 2017 年，但对应增速已经显著低于上一轮短周期高点（2013—2014 年），这也印证了建筑业处于长周期下行的观点。

图8 2002年以来样本企业收入与利润增速变化



资料来源：Wind

此外，由于国内不同区域之间经济发展水平差异较大，建筑业在不同区域可能处于

不同的周期阶段。下图显示了 2017 年各省份建筑业增加值占当地 GDP 的比重分布，该比重与经济发展水平整体呈负相关，西部地区建筑业对 GDP 的贡献率显著高于东部地区。西部地区产业结构相对落后，固定资产投资仍然是拉动西部地区经济增长的主要动力，从而使得建筑业在社会经济中的地位更加重要。由于西部地区城市化率较低，基础设施建设的空间大于东部地区，因此建筑业整体上将更晚进入下行周期。

图9 2017年各省份建筑业增加值占当地GDP比重分布（单位%）



资料来源：Wind

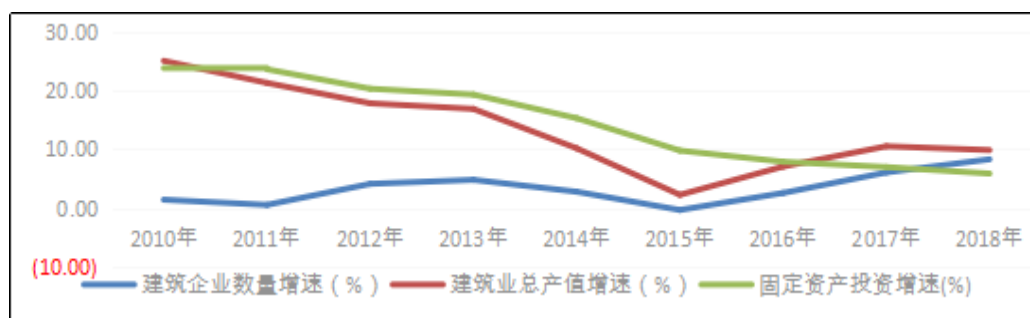
四、行业竞争态势分析

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。在建筑相关政策引导下，未来传统粗放型建筑施工企业生存空间越来越小。此外，供应商议价能力以及下游投资需求的变动成为影响建筑业竞争形态的主要力量。

在新的产业周期中，中国建筑业伴随国家经济转型，产业结构调整，城镇化速度放缓，逐渐由快速发展向成熟稳定阶段过渡，行业竞争态势也逐渐由充分竞争向集中度提升转变。2011—2015 年，中国固定资产投资增速持续下降，建筑企业数量短暂增加后逐步减少，建筑业总产值增速下降；2015 年之后，国家出台了一系列举措，加强基础设施投资力度，固定资产投资增速放缓，建筑企业数量增长，建筑业总产值增速上升。另外，从建筑业集中度看，2013 年之后中国建筑业集中度先是逐步提升然后趋于稳定，CR5 由 2013 年的 20.92% 上升至 2018 年的 26.11%，一方面，建筑业竞争加剧，资产周转率、产值利润率下降，大型中央及地方国有建筑企业依赖品牌效应、雄厚的资金实力在项目

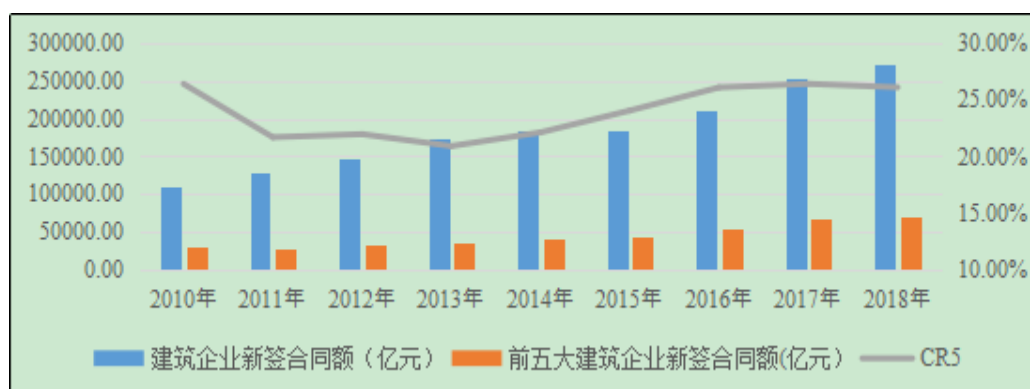
承揽方面更具优势；另一方面，随着国家固定资产投资放缓，PPP项目带来的资金压力加大，大型央企及地方国有建筑企业所占市场份额也趋于稳定。

图10 2010—2018年我国建筑业企业数量变化



数据来源：国家统计局

图11 2010—2018年我国建筑业集中度变化



注：前五大建筑企业包括中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建和中国电建。

数据来源：国家统计局，企业年报

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，主要优势在设计和工程管理，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

从影响行业竞争形态的替代品、上游供应商、下游客户三个维度看：替代品方面，未来装配式建筑可能对传统建筑业发展形成制约，但目前装配式建筑尚处发展初期，存在行业标准不规范、集成设计及生产配套能力不足等问题，目前尚不足以对传统建筑业构成威胁。上游供应商方面，近年国内劳动力市场短缺加之国家出台了保护农民工利益的相关政策，建筑企业劳务成本上涨；另外，伴随国家大力推进供给侧改革、化解过剩产能，钢材、水泥等原材料价格逐步上涨，进一步考验建筑企业成本控制能力。下游客户方面，随着政府债务管控加强、融资平台转型，基建投资不断触底，基建资金到位缓慢，建筑企业面临较大的业绩增长和资金压力；国家房地产调控政策坚定，近年土地成交、工程竣工情况不乐观，长期看房地产投资增速或将有所回落。未来较长的时间内，建筑成本的上涨和下游投资增速减缓将对建筑业竞争态势演变产生较大影响。

另外，从影响建筑业的政策环境看，近年国家在去产能、环保以及安全生产等方面出台了一系列政策，对建筑施工行业竞争形态产生了较大影响。例如，近年环保政策趋严使得一些工程项目工期延长、施工费用及停工损失增加，未来传统粗放型建筑施工企业生存空间越来越小。

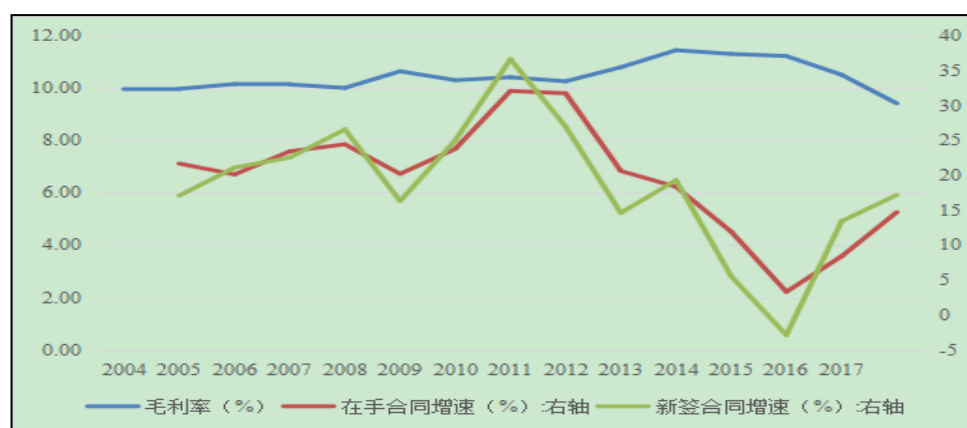
五、行业增长与盈利能力趋势分析

（1）行业增长与盈利能力的主要影响因素

整体看，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，而盈利则长期保持相对稳定。

从盈利能力出发，联合资信从收入和成本端寻找影响建筑业盈利的主要驱动因素。在收入端，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，不过由于建筑产权不归建筑企业所有，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，因此行业竞争程度（影响建筑企业议价能力）对毛利率影响较大。国家统计局的数据显示，2004—2017年，建筑业整体毛利率保持相对稳定，在10%附近波动。联合资信认为，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。

图 12 2004—2017 年建筑业毛利率、订单增速变化



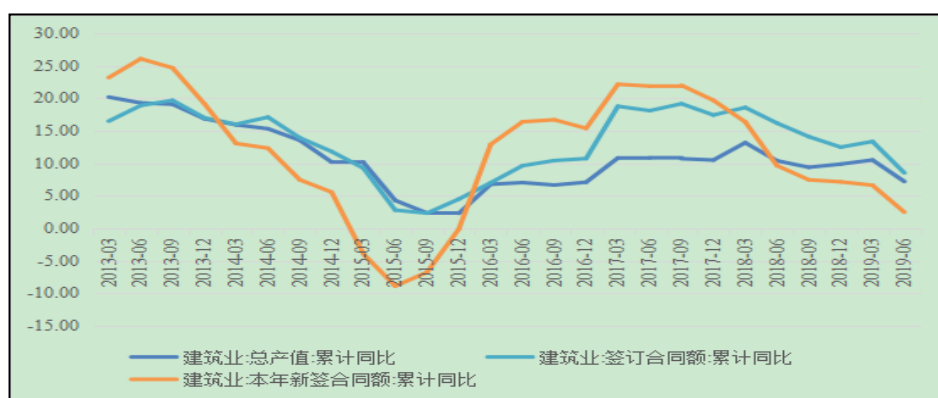
注：2018年数据尚未披露

资料来源：国家统计局

从“量”来看，截至2019年9月底，我国房屋施工面积合计123.49亿平方米，同比增长3.57%；2019年1—9月，我国房屋新开工面积合计35.32亿平方米，同比下降7.47%。生产数据显示，2018年下半年以来施工增速波动下行，而新开工增速持续回落，已跌入负增长区间。从订单情况看，建筑业订单增速从2017年3季度开始趋于下行。2019年1—9月，全国建筑业累计签订新订单18.71万亿元，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，全国建筑业在手合同总额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。新签和在手合同是企业未来的收入来源，从历史情况来看，新签合同增速较建筑业总产值增速有一定的领先性。通过新开工面积和新签合同面积的交叉验证，联合资信认为建筑业的长期增长面临较大的下行压力。

图 13 建筑业合同和产值增速变化（单位：%）



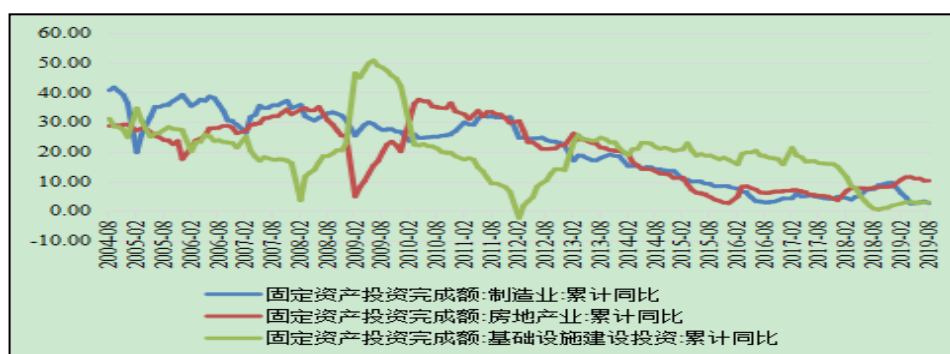
资料来源：Wind

（2）建筑业下游需求分析

综合房建和基建这两大下游需求来源，短期内建筑业面临的需求仍有一定韧性，一方面是地产投资保持较快增长，另一方面是政策仍将基建作为逆周期的重要工具。但长期来看，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，建筑业的下游需求将面临长期回落。

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。从下图可以看出，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。

图 14 固定资产投资主要分项增速变化（单位：%）

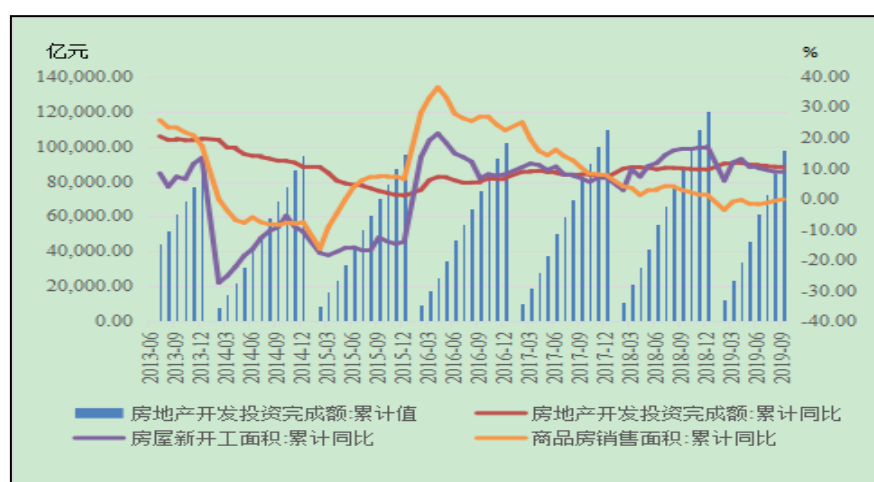


资料来源：Wind

房建方面，目前房地产开发投资韧性仍然较强，施工面积增长有助于建筑企业短期的业绩转化，但销售、购地和新开工增速的下滑预示着来自地产行业的长期需求较为疲弱。

房地产行业具有“销售→新开工→施工→竣工”的循环周期，在施工层面对建筑业需求产生影响。此外，作为建筑业中的子行业，装饰板块也具有明显的地产后周期属性。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 年以来商品房销售面积持续负增长，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 年以来销售和新开工有所放缓，不利于房建订单的持续增长；施工保持较快增长，而竣工增速有望触底反弹，有利于企业短期内业绩的转化。

图 15 房地产投资与销售情况



资料来源：Wind

基建方面，政策对地方政府投资意愿和融资能力的影响较为关键，受制于地方债务压力，未来基建投资的上行空间并不大。

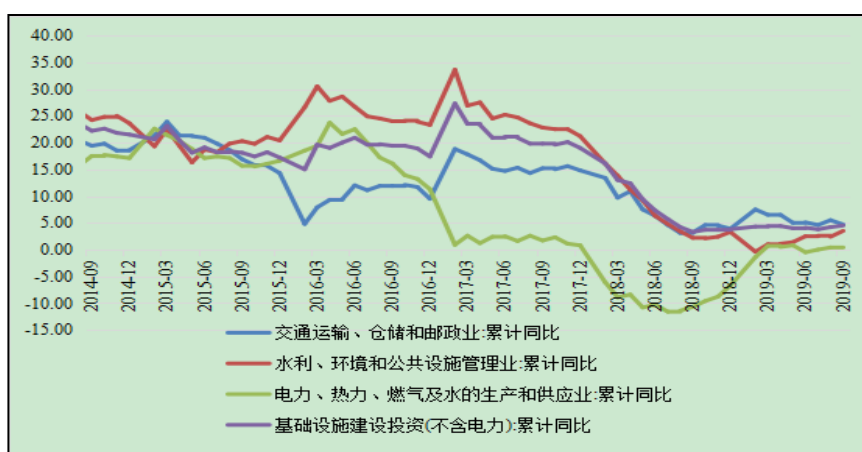
基础设施投资是建筑业的另一个主要需求来源，对路桥、轨道施工类企业的影响较大。2017 年以来，基建投资增速快速下行，严重拖累了建筑业需求的增长。2019 年 1

—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%。

影响基建的主要因素是政府投资意愿和市场融资环境。2018 年下半以来，中央政策频繁发力，印发乡村振兴规划、提出基建补短板、要求金融机构保障融资平台公司合理融资需求、加快专项债发行进度、允许专项债作为重大项目资本金、要求提前下达的专项债不得用于土储和棚改等一系列举措，都在有意引导资金流向基建领域，提升地方政府投资意愿并优化市场融资环境。2018 年下半年以来，电热气水投资率先复苏；2019 年以来，铁路投资明显改善。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。

目前，地方政府投资意愿受隐性债务约束较大，减税降费和地产调控使得预算内资金和基金性收入的增长受限，而专项债资金则大量流向土储和棚改。在降准、LPR 改革和专项债政策的引导下，未来基建投资能否继续复苏取决于前期政策能否顺利落地，以及基建项目能否获得更多合规性资金的支持。

图 16 基建投资分项增速情况（单位：%）



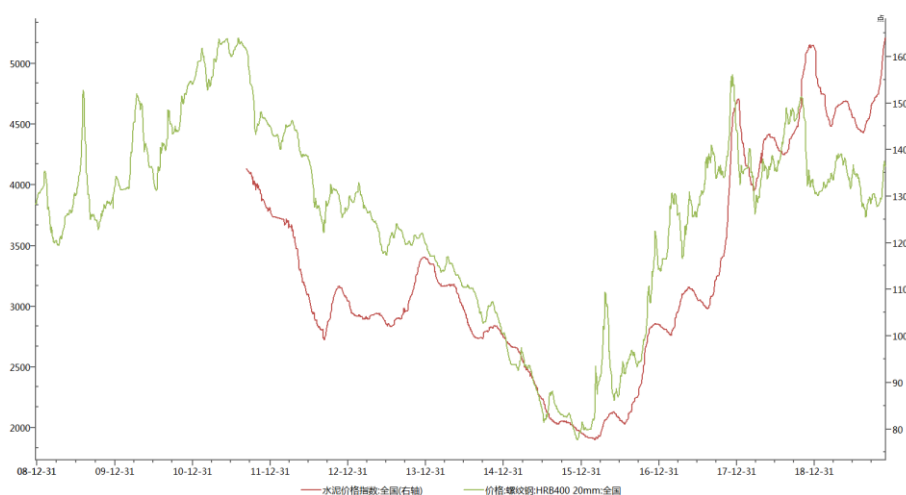
资料来源：Wind

（3）建筑业上游分析

如果类比制造业，建筑企业的“原材料”主要是各类建材。根据经验统计，材料费一般可以占到建安产值的 55%~60%，其中钢筋一般占建筑总造价的 15%~18%，水泥占

15~16%，木材占 8%~10%，因此原材料的价格波动对建筑企业成本的影响很大。如下图所示，2011 年以来水泥和螺纹钢的价格均出现了幅度较大的周期性波动，其最低点和最高点的价格差距在 1 倍以上。然而，建筑企业毛利率在长周期内并不存在如此巨大的波动，这一方面是因为建筑业多采用成本加成的定价模式，另一方面是材料采购和价格调差方面有较为成熟的应对机制，可以实现上游成本到下游价格的有效传导。

图 17 水泥价格指数和螺纹钢价格波动情况



资料来源：Wind

(4) 建筑施工企业¹盈利分析

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。从不同所有制企业来看，央企的经营情况相对稳健，地方国企的增长和盈利水平更高，而民企的盈利能力在经历了 2017 年的滑坡后有待修复。

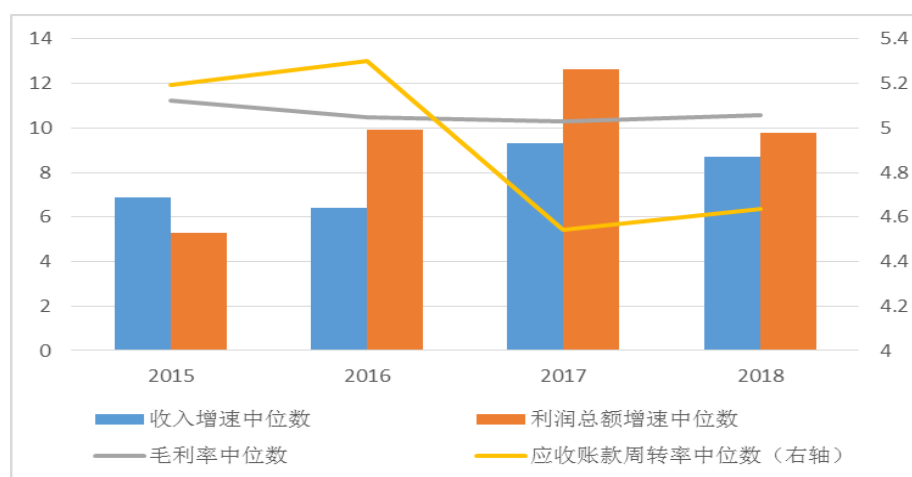
根据之前的分析，建筑业是一个需求拉动的行业，企业盈利能力相对稳定，而收入增长与下游需求的变化密切相关。从房地产和基建这两大主要需求来看，2015 年以来房地产开发投资增速相对平稳，但其中的建筑工程投资增速快速下行；基建投资增速在 2015—2016 年保持相对稳定，但从 2017 年以来大幅下降。2015 年以来，建筑施工企业收入和利润总额增速有所上升，并未同步反映下游需求的变化。由于短期内建筑企业的收入确认和下游的投资进度并不完全匹配，加上所选样本属于行业内的龙头企业，在行业集中度提升的情况下受需求变化的冲击可能较小。但长期来看，建筑施工企业的收入

¹ “五、行业增长与盈利能力趋势分析”、“六、行业杠杆与偿债能力”和“七、企业信用状况”章节涉及的建筑施工企业共 95 家，是指联合资信所选取的截至 2019 年 9 月底公开市场存续债券中可获取财务数据的建筑施工发行主体。

增长趋势仍然和需求变化相一致。

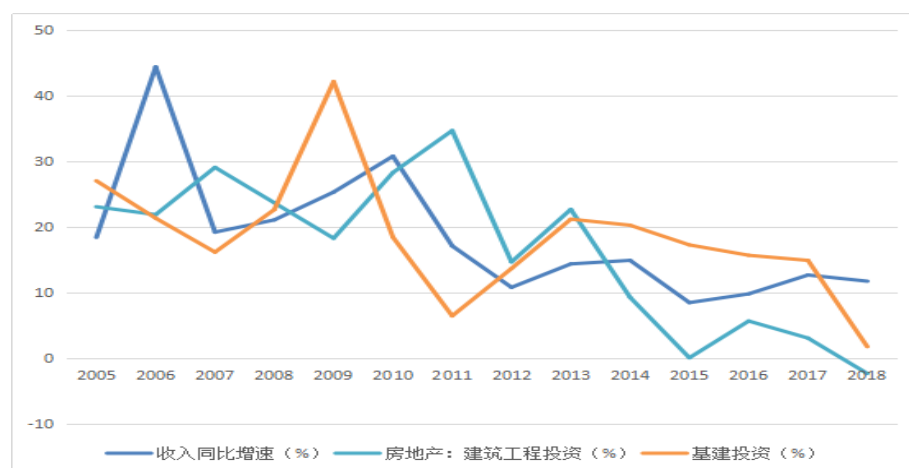
从毛利率来看，2015 年以来，建筑施工企业毛利率中位数在 10%~12% 的区间内波动，期间受到“营改增”的影响略有下降，但整体仍保持稳定。从经营效率看，2015 年以来建筑施工企业的应收账款周转率有所下降，但下降的绝对幅度较小。2017 年，由于社会融资环境整体偏紧，建筑施工企业的账期也有所拉长。

图 18 2015—2018 年建筑施工企业盈利情况（中位数）（单位：%）



资料来源：Wind

图 19 建筑施工企业收入增速与下游需求长期趋势保持一致

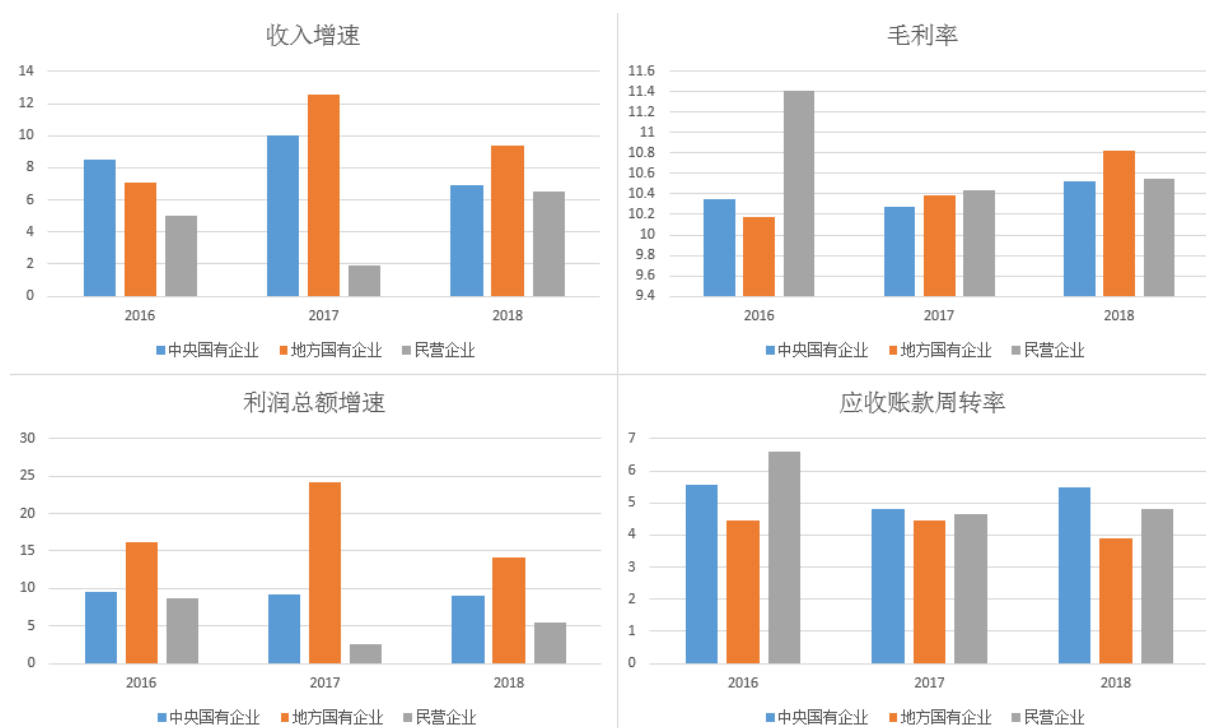


资料来源：Wind

从不同所有制的建筑施工企业来看，2016—2018 年，建筑企业收入和利润总额增速的波动较大。收入增速方面，央企和地方国企的收入增速整体高于民企，且波动幅度小于民企，其中 2017 年不同所有制企业间的分化最为明显。利润总额方面，近三年地方国企的利润增速显著高于央企和民企，央企的利润总额保持稳定增长，而民企的利润总额增

速较低且波动下降。毛利率方面，三类企业的毛利率较为接近，均在 10%—12% 的区间波动。近三年，央企和地方国企的毛利率有所上升，原本毛利率水平最高的民企则大幅下滑。相比央企和国企，民企对原材料价格上涨和环保政策的反应可能更为敏感。经营效率方面，央企和地方国企的应收账款周转率保持相对稳定，而民企的周转率有所下降。整体看，民营企业的营收增长和盈利能力在 2017 年出现大幅下滑，但在 2018 年有所修复；地方国有企业在增长和盈利方面表现最为突出，比央企更具成长性；央企各类财务指标的波动程度最小，经营最为稳健。

图 20 建筑施工企业盈利情况（中位数）



资料来源：Wind

六、行业杠杆与偿债能力

（1）建筑施工企业²有息债务情况

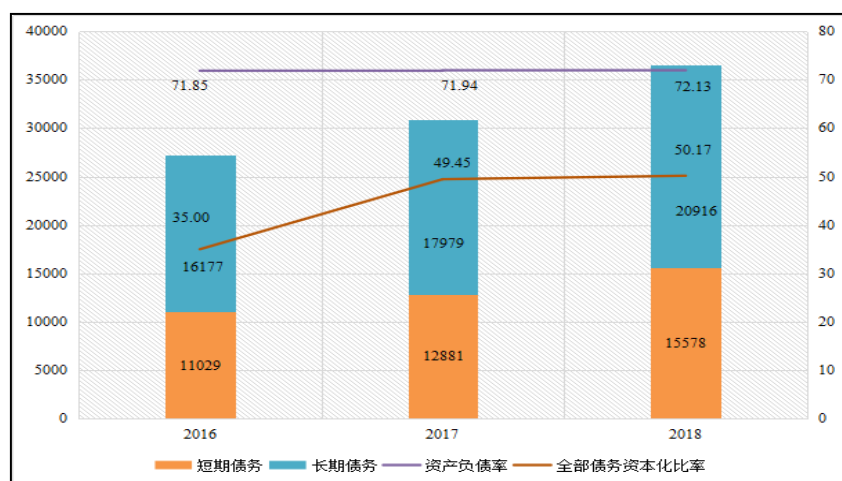
行业特征基本决定了行业的财务杠杆。由于建筑施工行业往往通过垫资施工来增加业务的承揽量，或项目量较大，该业务模式一般会产生较大垫资，因而业内企业普遍存在较大资金压力，主要表现为资产负债率较高、短债规模较大等。近三年，建筑施工企

² “五、行业增长与盈利能力趋势分析”、“六、行业杠杆与偿债能力”和“七、企业信用状况”章节涉及的建筑施工企业共 95 家，是指联合资信所选取的截至 2019 年 9 月底公开市场存续债券中可获取财务数据的建筑施工发行主体。

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。其中，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。

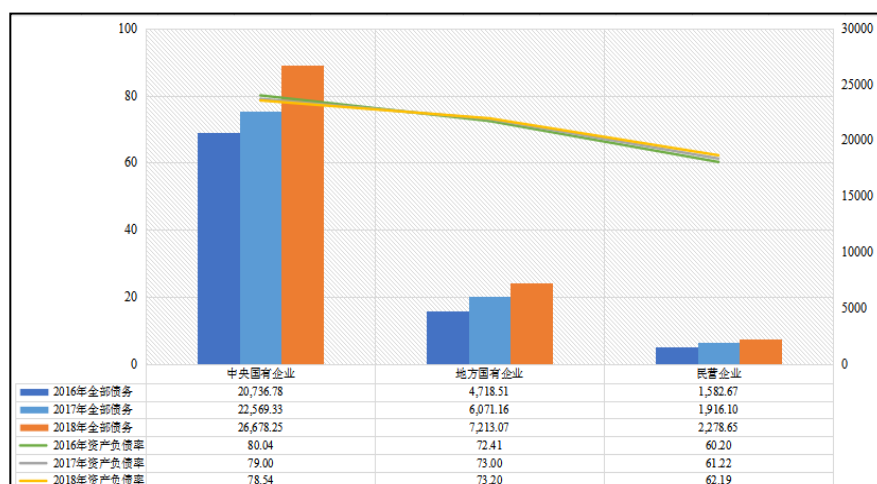
图 21 建筑施工企业债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

按企业性质区分，在当前投资者风险偏好因素影响下，国有企业较民营企业融资环境相对宽松，使得国有企业负债水平和债务负担明显高于民营企业。截至 2018 年底，央企、国企和民企样本企业平均资产负债率分别较 2017 年底增加-0.46 个百分点、0.20 个百分点和 0.97 个百分点，民企债务负担略有上升。

图 22 建筑施工企业债务负担情况（单位：亿元、%）



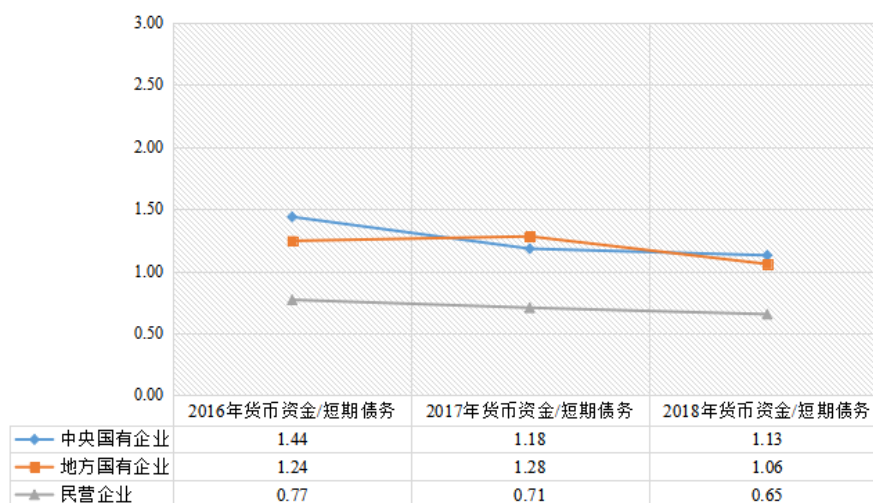
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（2）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，2016—2018 年，建筑施工企业货币资金/短期债务均值分别为 1.36 倍、1.17 倍和 1.09 倍，经营性现金流入/短期债务均值分别为 8.91 倍、9.57 倍和 8.54 倍，整体流动性储备趋紧。按企业性质区分，国有企业的再融资能力以及银企关系相对较强，因而其货币资金充裕度往往更高于行业平均水平。其中，中央国有企业近三年货币资金/短期债务均值分别为 1.44 倍、1.18 倍和 1.13 倍；地方国有企业货币资金/短期债务均值分别为 1.24 倍、1.28 倍和 1.06 倍；民营建筑施工企业近三年货币资金/短期债务均值分别为 0.77 倍、0.71 倍和 0.65 倍，民营企业货币资金对短期债务覆盖能力偏弱，且短期偿债能力持续弱化。

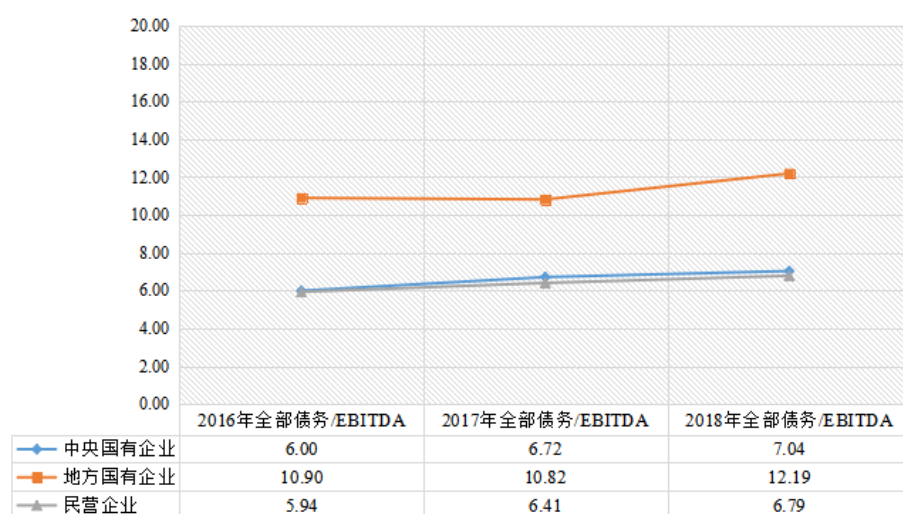
图 23 建筑施工企业偿债能力变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债能力方面，2016—2018 年，建筑施工企业盈利水平受到建筑施工行业原材料价格上涨，以及行业内竞争加剧等因素影响，全部债务/EBITDA 分别为 7.69 倍、8.21 倍和 8.86 倍，整体长期偿债能力逐渐弱化。按企业性质区分，国有建筑施工企业融资能力较强，杠杆率较高，全部债务/EBITDA 均值均高于民营企业，体现业内长期偿债压力整体较大，长期偿债能力有所弱化。整体看，随行业内流动性储备趋紧，需关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的建筑施工企业。

图 24 建筑施工企业偿债能力变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

七、企业信用状况

（1）建筑施工企业债券发行情况分析

在基建投资增速回暖的背景下，建筑施工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 3 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

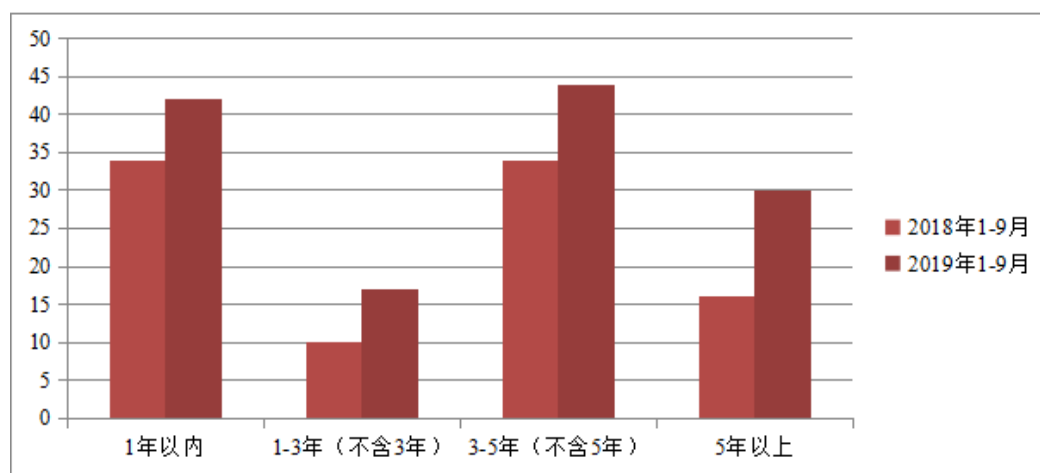
数据来源：联合资信根据 COS 系统、Wind 整理

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 亿元；中期票据 31 支，金额 306.1 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 25 2018 年三季度及 2019 年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

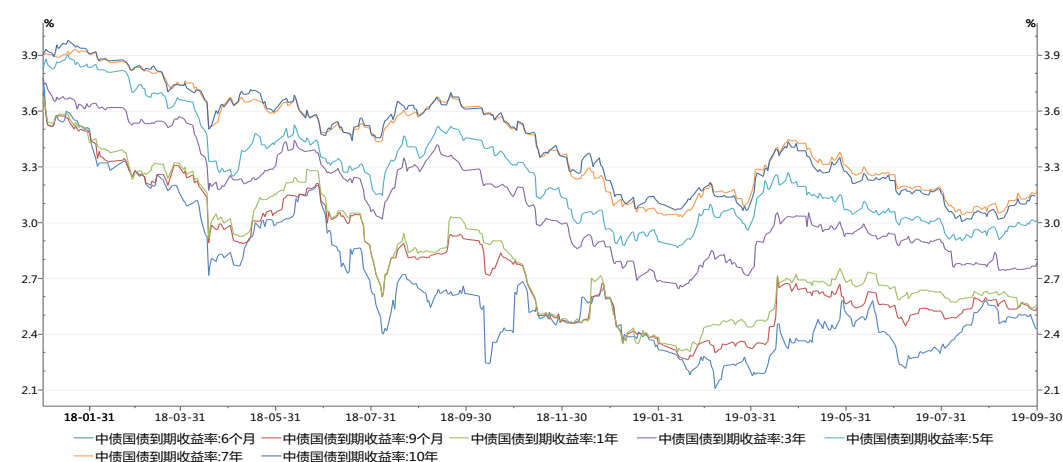
（2）建筑施工企业债券发行利率分析

前三季度债市资金合理充裕，年内债市收益率虽有波动，但较上年整体下行

2019 年前三季度，央行继续实施稳健的货币政策，1 月 15 日、25 日，央行分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，并决定于 2019 年起降低普惠金融定向降准贷款考核标准；5 月 15 日开始对聚焦当地、服务县域的中小银行实施定向降准；同时，央行综合运用多种货币政策工具，市场资金面整体稳定；7 月面向地域性银行和服务范围为县域的中小型银行的定向降准落地，9 月又实施全面降准叠加定向降准，银行体系内流动性总量较为充裕。

从银行间固定利率国债到期收益率表现看，2019 年一季度，各期限银行间固定利率国债到期收益率整体延续了上年的下行趋势；二季度，各期限银行间固定利率国债到期收益率窄幅震荡、环比上行，主要系该季度债市阶段性干扰因素增多，包括经济增长由短暂企稳转向再度下行，中美贸易摩擦进一步升级，通胀压力上升等；三季度，中长期银行间固定利率国债到期收益率环比下行，短期银行间固定利率国债到期收益率环比变动较小。前三季度，债市收益率虽有波动，但较上年整体有所下降，以一年期、三年期、五年期银行间固定利率国债到期收益率为例，一年期银行间固定利率国债到期收益率前三季度均值同比下降 60.20 个 BP；三年期银行间固定利率国债到期收益率前三季度均值同比下降 55.37 个 BP；五年期银行间固定利率国债到期收益率前三季度均值同比下降 49.44 个 BP。

图 26 2018 年及 2019 年 1—9 月各期限固定利率国债到期收益率

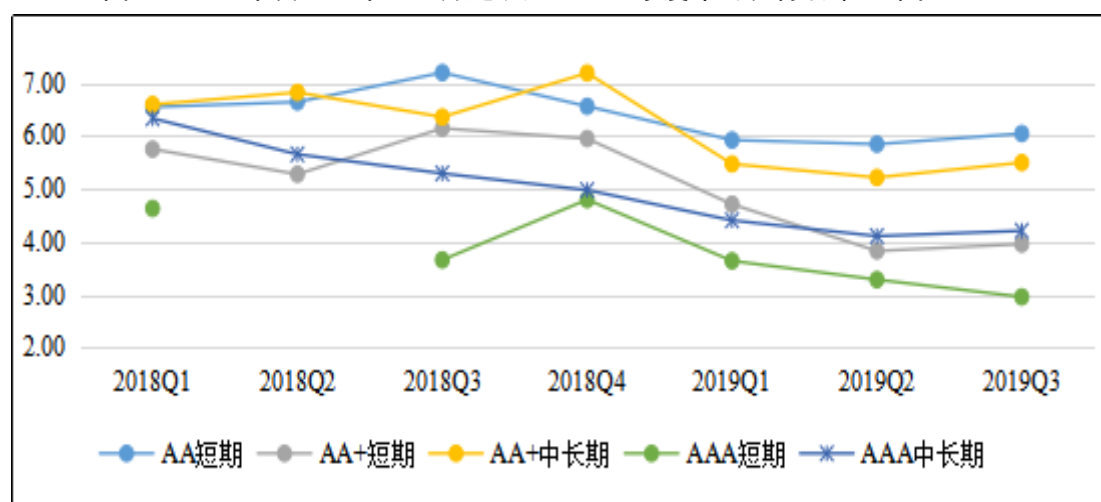


前三季度建筑施工企业发债利率整体平稳，行业分化趋势仍较明显。

2019 年前三季度，市场资金面合理充裕，发债主体结构调整，国有、中央建筑施工

企业占比增加，同时伴随市场违约事件增加，市场风险偏好处于低水平。多重因素影响下，前三季度建筑施工企业发债利率走势整体平稳。前三季度，高信用等级建筑施工企业所发债券受到市场青睐，其短期债券发行利率持续下行，分化仍较明显。从不同信用等级发债主体季度平均发行利率表现看，AAA级发债主体短期、中长期债券前三季度平均发行利率分别为3.25%和4.31%，其中第三季度短期债券环比下降32.60个BP，中长期债券环比上升10.04个BP；AA+级发债主体短期、中长期债券前三季度平均发行利率分别为4.19%和5.39%，其中第三季度分别环比上升13个BP和28.22个BP；AA级发债主体短期债券平均发行利率为5.94%，其中第三季度环比上升19.97个BP。前三季度，各信用等级发债主体短期融资券平均发行利率分别为3.25%、4.16%和5.94%，各信用等级发债主体五年期中期票据平均发行利率分别为4.03%、4.90%和7.10%，AA级发债主体所发短期融资券、五年期中期票据发行利率级差显著高于AA+级。

图27 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，故未列示

数据来源：联合资信整理

表4 2019年前三季度建筑施工企业发行债券利率情况

信用等级	短期债券		中长期债券	
	发行利率区间（%）	发行利率均值（%）	发行利率区间（%）	发行利率均值（%）
AAA	2.55—3.90	3.25	3.35—6.90	4.31
AA+	3.30—6.50	4.19	3.55—7.80	5.39
AA	4.10—7.50	5.94	4.74—7.30	6.25

注：短期债券为期限在一年以内的债券，以超短期融资券为主

数据来源：联合资信整理

表 5 2019 年前三季度不同信用等级主体所发主要债券品种利率情况

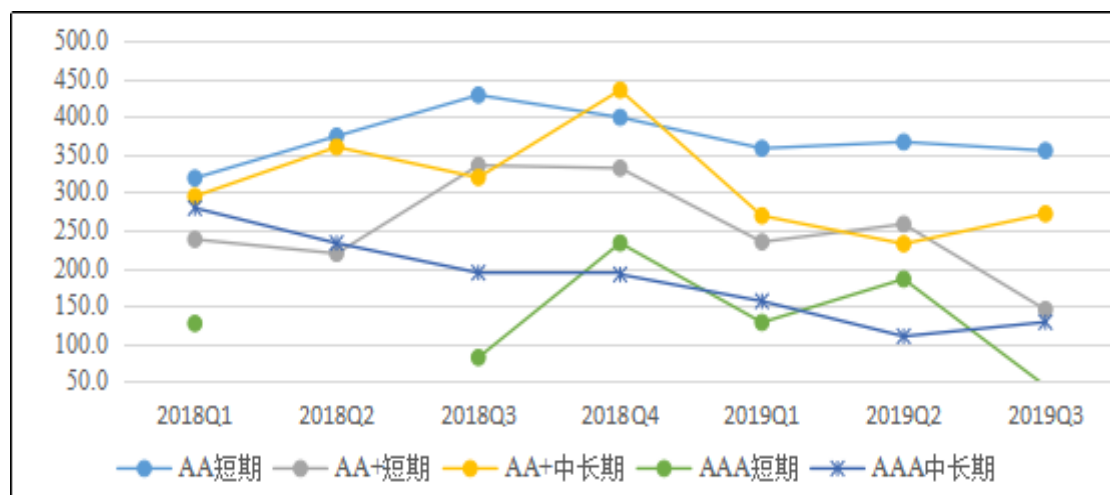
信用等级	短期融资券		三年期中期票据		五年期中期票据	
	发行利率均值 (%)	级差 (BP)	发行利率区间 (%)	级差 (BP)	发行利率区间 (%)	级差 (BP)
AAA	3.25	--	4.55	--	4.03	--
AA+	4.16	91.00	5.40	85.00	4.90	87.00
AA	5.94	178.00	5.97	57.00	7.10	220.00

注：短期融资券包括一般短融融资券和超短期融资券

前三季度低等级主体发债利差处于高位，行业短端利差波动下降，期限利差走阔

2019 年前三季度，AA 级建筑施工企业短期债券季度平均发行利差变动较小，前三季度平均发行利差 360.25 个 BP，处于高位。前三季度，建筑施工行业期限利差走阔，其中 AA+级、AAA 级建筑施工企业短期债券季度平均发行利率震荡下行，前三季度平均发行利差分别为 218.68 个 BP 和 113.68 个 BP，第三季度分别环比下降 112.88 个 BP 和 141.19 个 BP；AA+级、AAA 级建筑施工企业中长期期债券季度平均发行利率震荡上行，前三季度平均发行利差分别为 256.37 个 BP 和 137.51BP，第三季度分别环比上升 39.63 个 BP 和 18.74 个 BP。前三季度，各信用等级发债主体短期融资券平均发行利差分别为 113.68 个 BP、201.10 个 BP 和 360.25 个 BP，各信用等级发债主体五年期中期票据平均发行利差分别为 102.80 个 BP、192.00 个 BP 和 388.93 个 BP，AA 级发债主体所发短期融资券、五年期中期票据发行利差级差显著高于 AA+级，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28 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 6 2019 年前三季度建筑施工企业债券发行利差情况

信用等级	短期债券		中长期债券	
	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)
AAA	-2.51—275.00	113.68	41.49—414.03	137.51
AA+	94.12—409.58	218.68	93.39—491.76	256.37
AA	144.2—720.00	360.25	179.8—433.81	333.06

数据来源：联合资信整理

表 7 2019 年前三季度不同信用等级主体所发主要债券品种利差情况

信用等级	短期融资券		三年期中期票据		五年期中期票据	
	发行利差均值 (BP)	级差 (BP)	发行利差区间 (BP)	级差 (BP)	发行利差区间 (BP)	级差 (BP)
AAA	113.68	--	167.25	--	102.80	--
AA+	201.10	87.42	255.52	88.27	192.00	89.20
AA	360.25	159.15	308.80	53.28	388.93	196.93

注：短期融资券包括一般短融融资券和超短期融资券

数据来源：联合资信整理

八、行业展望

未来一年内，国内建筑施工行业有望平稳发展，建筑施工行业企业整体信用展望为稳定。

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。2019 年以来，中国经济整体下行，建筑施工行业下游需求整体疲弱。目前，整体宏观调控政策通过引导经济结构转型、减轻企业负担来实现向中低增长阶段的平稳过渡。从宏观环境的变化来看，政策的逆周期调节对建筑业增长的拉动作用将不复从前，未来建筑业增速将长期放缓。在一系列“稳投资”“补短板”政策的推动下，以专项债为资本金，撬动银行等金融机构对基建的投资，将成为拉动基建投资增长的新模式，建筑企业融资环境的边际改善将对行业增长起到一定的支撑作用。

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。在项目模式转变 PPP 模式推广的背景下，为满足对中长期资金需求的增长，建筑施工企业发行债券期限有所拉长，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分化程度较高，建筑施工企业

整体信用水平将继续保持良好。未来一年内，我国建筑施工行业有望平稳发展，联合资信认为，建筑施工行业整体信用展望为稳定。