

作者：徐骥，CFA
邮箱：research@fecr.com.cn

制造业投资仍有待恢复，铁路建设或面临收紧 ——2021年建筑行业观察（1-3月）

摘要

2021年3月，建筑业需求继续增长，第一季度建筑业总产值在低基数效应下累计同比大幅增长31.8%。

需求端方面，2021年1-3月，固定资产投资累计同比增长25.6%，两年平均增速升至2.9%。在三大领域中，从两年平均增速来看，房地产开发投资增速最快，基础设施投资由负转正，制造业投资仍为负增长。3月，建筑业新订单环比加速扩张，地方政府开始发行新增债券。第二季度，新增地方政府债券料将拉升基础设施投资增速。

建筑机械设备方面，3月，国内市场挖掘机销量两年平均增速大幅低于2020年下半年的同比增速。

原材料方面，3月，建筑业主要原材料价格环比保持上涨。其中，螺纹钢价格继续走高，水泥价格开始回升。

政策方面，《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》对外发布，提出了做好铁路规划建设、推动铁路高质量发展的六方面任务，旨在“提高既有资源利用效率”。如果政策对铁路建设有所收紧，那么中国铁建和中国中铁或将受到负面影响；不过，从两家企业的铁路工程订单占比来看，即便政策收紧，受到的负面影响不会很大。2020年，全国新开工装配式建筑占新建建筑面积的比例约为20.5%，完成了《“十三五”装配式建筑行动方案》确定的到2020年达到15%以上的工作目标。在“十四五”规划中，该目标或将达到30%。

企业方面，广西建工的主体评级展望被调整为负面，主体信用等级仍为AAA。在控股股东变更为绿地集团以后，在房地产融资政策持续收紧的情况下，未来广西建工的融资或受到一定影响。

相关研究报告：

1. 《建设工程资质改革精简，福晟、成龙接连“爆雷”——2020年建筑行业观察（1-11月）》，2020.12.17
2. 《建筑业总产值增速超预期，绿色建造试点瞄准两领域——2020年建筑行业观察（1-12月）》，2021.1.25
3. 《固定资产投资结构失衡，绿色建筑统一标识起步——2021年建筑行业观察（1-2月）》，2021.03.23

Author: Xu Ji, CFA

E-mail: research@fecr.com.cn

Manufacturing Investment Still Needs Recovery and Railway Construction May Face Tightening ——China's Construction Industry Observation (Jan-Mar, 2021)

Summary

In March 2021, the demand for the construction industry continued growing. The total output value of China's construction industry in the first quarter has increased significantly by 31.8% year-on-year due to the low base effect.

On the demand side, from January to March 2021, China's fixed asset investment increased by 25.6% year-on-year, and the two-year average growth rate rose to 2.9%. In the three major areas, from the perspective of the two-year average growth rate, real estate development investment had the fastest growth rate, infrastructure investment's growth rate turned from negative to positive, but manufacturing investment still recorded negative growth. In March, the expansion of new orders for the construction industry accelerated, and local governments initiated the issuance of new bonds. In the second quarter, new local government bonds are expected to boost the growth rate of infrastructure investment.

In terms of construction equipment, in March, the two-year average growth rate of excavator sales in the domestic market was significantly lower than the year-on-year growth rate in the second half of 2020.

In terms of raw building materials, in March, the prices of major raw materials in the construction industry kept rising month-on-month, among which, rebar prices continued to rise and cement prices rebounded.

In terms of industry policies, a guideline on railway planning and construction to promote high-quality development was issued, which put forward six tasks aiming to "improve the efficiency of existing resources." If the policy aimed to tighten up on railway construction, then China Railway Construction Corporation (CRCC) and China Railway Group Limited (known as CREC) may be negatively affected; however, judging from the proportion of the railway engineering orders of the two companies recently, even if the policy aimed to tighten railway construction, the negative impact will be limited. In 2020, the proportion of the area of newly-started prefabricated buildings to that of newly-started construction in China is about 20.5%, having reaching the target of more than 15% by 2020 in the "13th Five-Year" prefabricated building plan. In the "14th Five-Year Plan", the target may be set to be above 30%.

On the corporate side, Guangxi Construction's issuer rating outlook has been changed to negative, but its AAA issuer credit rating has been maintained. After its controlling shareholder was changed to Greenland Group, under the condition of tightening real estate financing policy, the Guangxi Construction's financing may be affected to some extent in the future.

一、建筑业新订单加速扩张，地方政府新增债券开始发行

2021年1-3月，受低基数因素影响，在固定资产投资领域，制造业投资、基础设施投资累计同比增速快于房地产开发投资累计同比增速；两年平均增速显示，三大领域中，房地产开发投资仍保持较快增速，基础设施投资增速转正，制造业投资仍为负增长。一季度建筑业总产值增速较快，行业总体恢复情况较好。3月，建筑业新订单指数加速扩张，地方政府新增债券开始陆续发行。

（一）制造业投资仍未恢复到疫情前水平

2021年1-3月，固定资产投资（不含农户）完成额比上年同期增长25.6%，比2019年1-3月份增长6.0%。由于2020年同期基数较低，2021年1-3月的同比数值反映的仍是恢复性增长；相较来看，两年平均增速或更能反映实际情况。根据国家统计局公布的数据，2021年1-3月（下称“1-3月”），固定资产投资两年平均增速（以2019年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速）为2.9%。这一增速较1-2月的两年平均增速升高1.2个百分点，和2020年全年增速（2.9%）持平，但落后于疫情前（2019年1-3月）增速（6.3%）。2021年1-3月，建筑业总产值累计同比增长31.8%，高于我们的预测值（24%），表明建筑行业总体恢复情况较好。

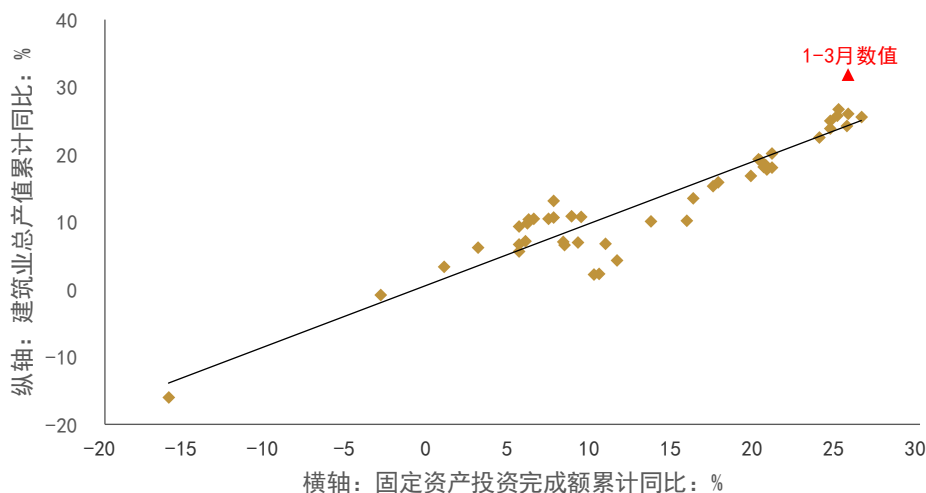


图 1：固定资产投资完成额累计同比和建筑业总产值累计同比散点图

注：散点图均为（从2010年一季度至2021年一季度的）实际季度数据。

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

分领域来看，1-3月，制造业投资、基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比增速快于固定资产投资整体增速，房地产开发投资累计同比增速持平于固定资产投资整体增速；和1-2月相比，基础设施投资的两年平均增速由负转正，制造业投资的两年平均增速仍为负值。1-3月，制造业投资累计同比增长29.8%，两年平均下降2.0%；基础设施投资累计同比增长29.7%，两年平均增长2.3%；房地产开发投资累计同比增长25.6%，两年平均增长7.6%。总体来看，以两年平均增速为锚，1-3月，固定资产投资内部结构的失衡状况有所改善，然而，房地产开发投资仍是带动固定资产投资增长的主要领域，基础设施投资已超过疫情前水平，制造业投资（对应建筑行业专业工程子领域）则仍低于疫情前水平。

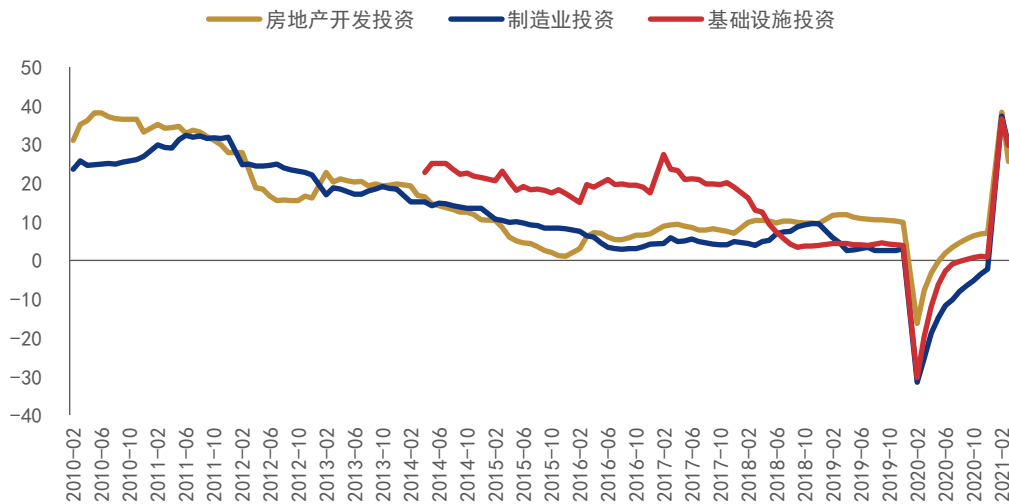


图 2: 三大领域固定资产投资累计同比 (2010年2月-2021年3月, 单位: %)

注: 基础设施投资不含电力、热力、燃气及水生产和供应业。

资料来源: Wind 资讯、国家统计局, 远东资信整理

(二) 建筑业新订单加速扩张

国家统计局发布的《2021年3月中国采购经理指数运行情况》显示, 3月建筑业新订单指数为59.0%, 比上月大幅升高5.6个百分点, 连续12个月保持扩张。建筑业新订单指数位于临界点(50%)以上, 表明建筑业的需求继续升高。

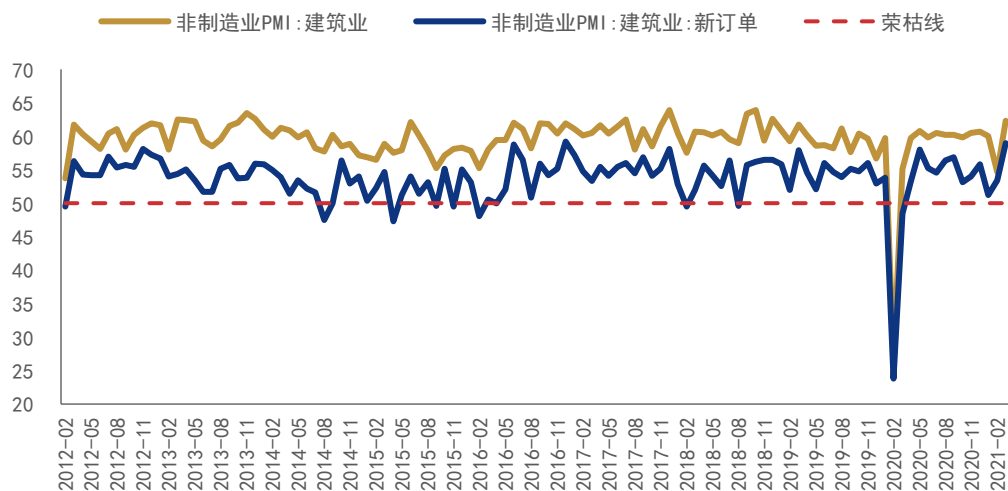


图 3: 建筑业商务活动指数和新订单指数 (2010年2月-2021年3月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯、国家统计局, 远东资信整理

(三) 3月地方政府新增债券开始发行

根据政府债务研究和评估中心的数据，3月地方政府债券发行金额为4771亿元；其中，新增债券364亿元（其中114亿元使用的是2020年支持化解地方中小银行风险专项债券结转额度）。在这364亿元新增债券中，新增一般债券100亿元，新增专项债券264亿元。

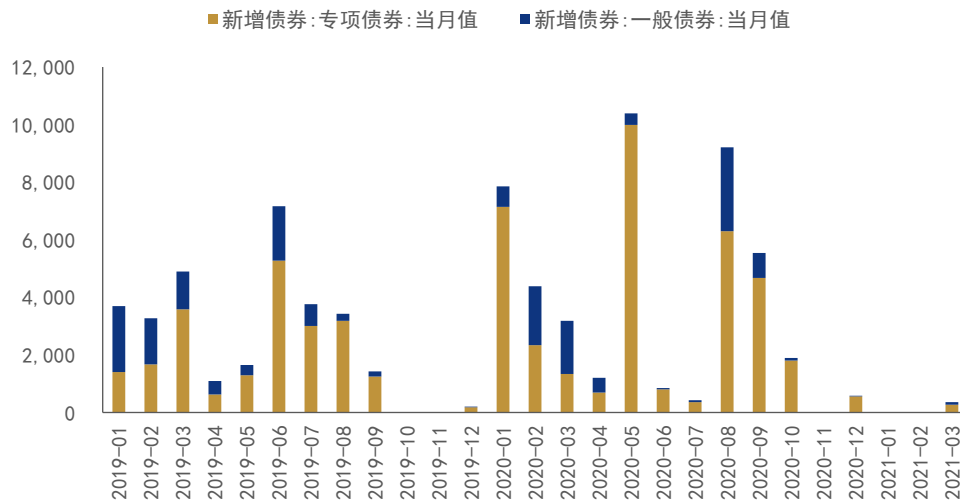


图4：新增地方政府债券发行金额（2019年1月-2021年3月，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯、财政部，远东资信整理

从资金投向来看，3月，在100亿元新增一般债券中，43.8亿元用于市政建设；在264亿元新增专项债券中，除114亿元用于化解地方中小银行风险之外，有53.87亿元投向交通基础设施领域。

财政部提前下达2021年新增地方政府债务限额23580亿元，但提前下达的时间点晚于过去两年，导致地方政府从3月才开始发行新增债券。2021年1-2月，地方政府没有发行新增债券，这在一定程度上也拖累了基础设施投资增速。3月，随着新增债券的发行，1-3月基础设施投资累计同比增速转正。第二季度，新增地方债券发行料将迎来高峰，并拉动基础设施投资增速升高。

二、挖掘机国内销量增速放缓态势待确认

3月，挖掘机国内销量同比增幅仍然较大，但以2019年同期基数计算的两年平均增速则大幅低于2020年下半年的同比增速。

（一）挖掘机销售量两年平均增速放缓趋势待确认

根据中国工程机械工业协会行业统计数据，3月，国内市场共计销售各类挖掘机械产品72977台，同比上涨56.6%。由于2020年的数据可比性较差，因此我们以2019年同期的数据为基数，计算了两年平均增速。计算结果显示，2021年3月国内市场挖掘机销量两年平均增速为32.0%，这一增速要高于1月和2月的两年平均增速，但仍大幅低于2020年下半年的同比增速。从过往年份数据来看，3月的销售量一般是全年的最高点。挖掘机销售量增速的放缓态势或将在二季度得到进一步确认。

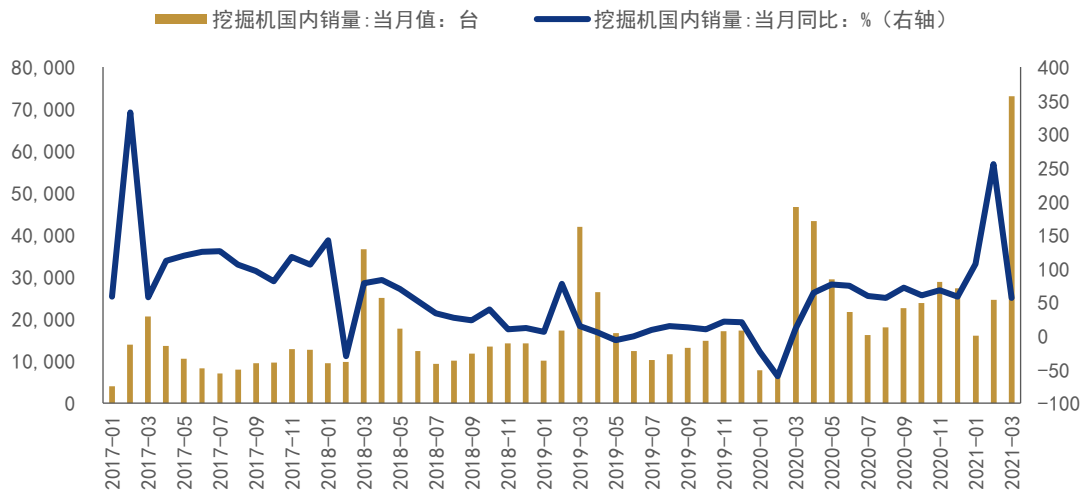


图5：挖掘机国内市场销售情况（2017年1月-2021年3月）

资料来源：Wind 资讯、CCMA 挖掘机分会，远东资信整理

（二）小松设备利用小时数同比增长

3月，小松（Komatsu Ltd.）中国建筑机械设备平均工作小时数分别为122.2小时，同比增长7.7%。类似地，如果以2020年3月数据为基数，则过去两年平均增速为-5.3%。

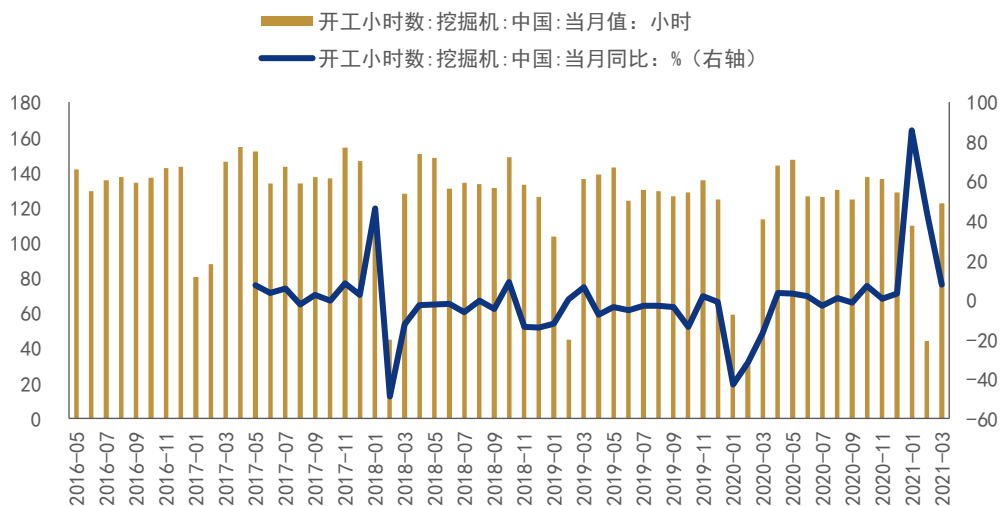


图6：小松建筑机械设备月平均利用小时数（2016年5月-2021年3月）

注：小松（Komatsu Ltd.）每月公布其建筑设备的月平均工作小时数（monthly average hours of machine use per unit of KOMTRAX-installed Komatsu construction equipment, excluding mini and mining equipment）。小松可能会对前值做修正。

资料来源：Wind 资讯、Komatsu Ltd.，远东资信整理

三、水泥价格出现回升，螺纹钢价格继续走高

3月，建筑业主要原材料价格环比继续上涨。

3月，建筑业投入品价格指数为63.6%，比上月升高3.4个百分点，已连续11个月保持在荣枯线以上。建筑业投入品价格指数高于临界点（50%），表明建筑企业的投入品（原材料）价格总体呈现上涨趋势。

3月，工业生产者出厂价格显示，黑色金属冶炼及压延加工业（主要涉及钢铁）出厂价格环比上涨4.7%，涨幅较大，且增速较上月提升；非金属矿物制品业（主要涉及水泥、砖瓦、石材、玻璃等）出厂价格环比下降0.1%，基本持平，且降幅较上月收窄。

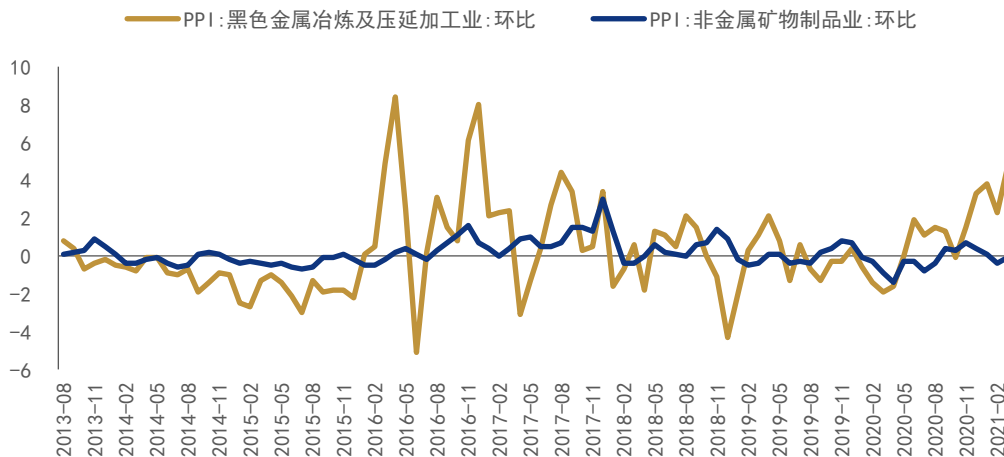


图7：建筑业涉及相关原材料价格环比（2013年8月至2021年3月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯、国家统计局，远东资信整理

3月，水泥价格回升，螺纹钢价格继续走高。具体来看，3月，水泥价格扭转了此前的跌势，在中旬开始出现价格回升。3月，随着各地重大项目的集中开工，水泥、熟料的需求增大，全国水泥市场开启涨价潮，这一涨价趋势已延续到4月中旬。“我的钢铁网”MySpic指数显示，3月螺纹钢价格继续走高。螺纹钢价格的持续上涨，主要受到原材料价格升高和下游需求增大的影响。未来，在成本维持高位和需求向好的情况下，建筑材料价格仍有继续上涨的可能。

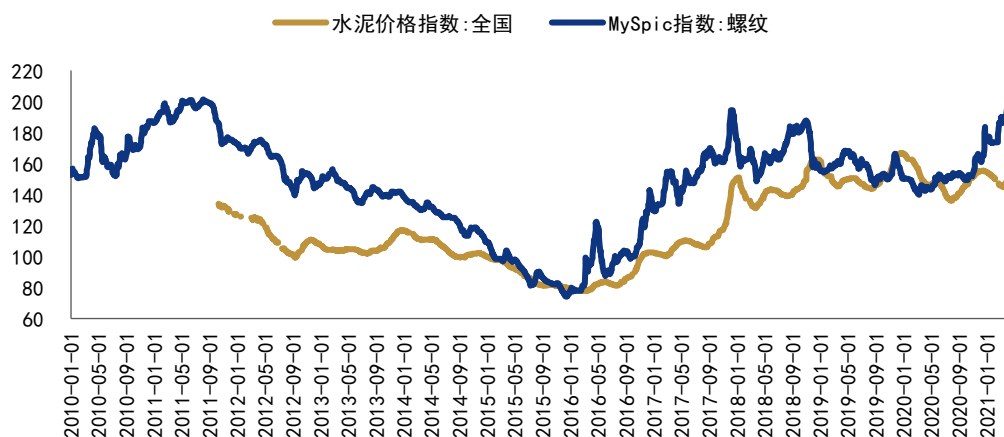


图8：水泥和螺纹钢价格指数（2010年1月1日至2021年4月15日）

注：水泥价格指数的基期是20091231，基期价格指数为100点。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四、政策动态及其分析

（一）政策加强规划指导，铁路建设或将收紧

3月，国务院办公厅转发了国家发展改革委等单位的《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出了做好铁路规划建设工作、推动铁路高质量发展的六方面任务：一是加强规划指导，二是合理确定标准，三是分类分层建设，四是有效控制造价，五是创新投融资体制，六是防范化解债务风险。

在加强规划指导方面，《意见》明确，铁路发展规划体系包括国家级铁路发展规划和区域性铁路发展规划两部分。其中，国家级铁路发展规划又包括铁路中长期规划和铁路五年发展规划两方面。同时，《意见》提出“两严”：“严格控制建设既有高铁的平行线路，既有高铁能力利用率不足80%的，原则上不得新建平行线路”；“严禁以新建城际铁路、市域（郊）铁路名义违规变相建设地铁、轻轨”。在近期国家发展改革委举行的4月份新闻发布会上，有媒体就此提问：“有观点认为，这是对铁路建设全面收紧，请问发改委对此如何评价？”发言人并未就收紧与否直接作答。但是，从发布会实录文字来看，在加强规划指导方面，《意见》旨在“提高既有资源利用效率”。

在防范化解债务风险方面，《意见》强调“妥善处理存量债务，严格控制新增债务”。在资本金比例方面，《意见》明确，“确保中西部铁路项目权益性资本金比例原则上不低于50%”。2019年11月13日，国务院常务会议决定，在一定条件下，可适当降低包括铁路在内的部分项目资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点。也就是说，铁路项目最低资本金比例从20%降至15%。如此来看，50%的资本金比例明显较高，这也反应了政策对中西部铁路项目投资的谨慎态度。此外，《意见》提出“创新铁路债券发行方式，提高直接债务融资比例，有效降低融资成本”。

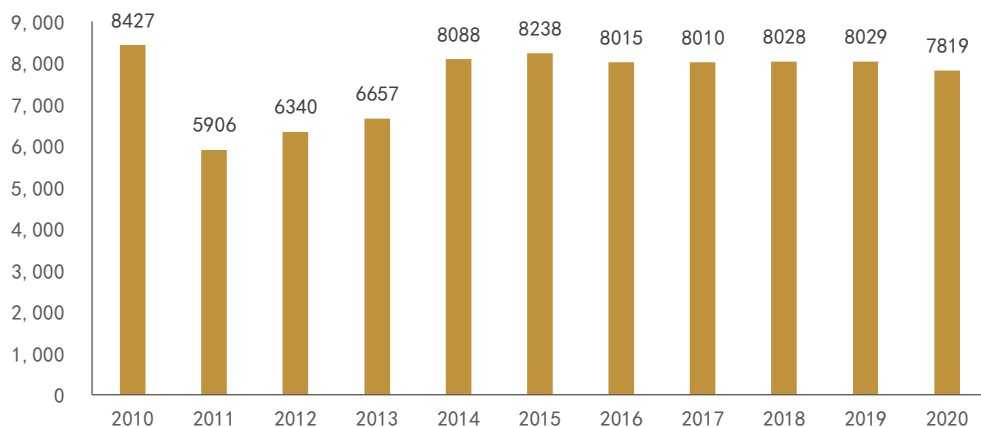


图9：全国铁路固定资产投资完成额（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯、国家铁路局，远东资信整理

2020年，全国铁路固定资产投资完成7819亿元，低于市场预期，比2019年下降2.6%。上年，根据《2020年政府工作报告》提出的“实施扩大内需战略”“加强交通、水利等重大工程建设”“增加国家铁路建设资本金1000亿元”，我们曾预计2020年铁路固定资产投资或在过去6年（2014-2019年）8000亿元水平上有所增长。但是，实际结果显示，2020年全年，全国铁路固定资产投资不增反降。一方面，铁路项目周期较长或造成投资完成额滞后，另一方面，政策对铁路投资建设的谨慎态度或也起到了牵制作用。

在中国国内市场，铁路建设工程由中国铁建股份有限公司（中国铁建）和中国中铁股份有限公司（中国中铁）双头垄断，两家公司在铁路建设工程市场的份额大概在85%至90%。因此，如果政策对铁路建设有所收紧，那么两家公司或将受到负面影响。不过，近年来，两家公司的铁路工程新签合同额占比已经不高。2020年，中国铁建的铁路工程承包新签合同额占工程承包合同额的比重为13.0%，中国中铁的铁路新签合同额占其基础设施建设新签合同额的比重为16.3%。

（二）住建部通报2020年装配式建筑发展情况

3月，《住房和城乡建设部标准定额司关于2020年度全国装配式建筑发展情况的通报》（以下简称《通报》）公开发布。《通报》从总体发展情况、区域发展情况、不同结构类型发展情况、产业链发展情况等四个方面介绍了2020年度全国装配式建筑发展情况。

在总体发展情况方面，《通报》内容显示，2020年，全国新开工装配式建筑共计6.3亿平方米，较2019年增长50%，占新建建筑面积的比例约为20.5%，完成了《“十三五”装配式建筑行动方案》确定的到2020年达到15%以上的工作目标。

在区域发展情况方面，重点推进地区（包括京津冀、长三角、珠三角）新开工装配式建筑占全国的比例过半（54.6%），积极推进地区和鼓励推进地区占比为45.4%。在主要城市中，上海和北京的新开工装配式建筑占比较高，分别为91.7%和40.2%。

在不同结构类型发展情况方面，新开工装配式混凝土结构建筑和装配式钢结构建筑占新开工装配式建筑的比例分别为68.3%和30.2%。

在产业链发展情况方面，《通报》内容显示：“构件生产产能和产能利用率进一步提高，全年装配化装修面积较2019年增长58.7%”。

装配式建筑是指，由预制部品部件在工地装配而成的建筑。大力发展装配式建筑是推进新型建筑工业化的重要一环。2017年发布的《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》（国办发〔2017〕19号）提出，“力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%”。由此推测，在“十四五”规划中，装配式建筑面积占比目标或将达到30%。

五、企业动态及其分析

（一）广西建工评级展望调整为负面

2021年4月2日，广西建工集团有限责任公司（以下简称“广西建工”）发布公告称，两家评级机构维持其主体信用等级为AAA，评级展望调整为负面。2020年，两家评级机构曾将广西建工主体及相关债项信用等级列入信用评级观察名单，此次评级展望调整为负面之后，已移出评级观察名单。

2020年，广西建工的控股股东由广西国资委变更为绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”），绿地集团则由A股上市公司绿地控股集团股份有限公司（以下简称“绿地控股”）100%控股，而绿地控股则无实际控制人。因此，此次股权转让可能部分改变了广西建工的国企属性。

关于此次调整，评级机构给出的理由主要分为两个方面。一方面，在广西建工完成混改之后，绿地集团和广西国资委以现金出资方式完成了增资，广西建工的注册资本由 5.58 亿元增至 49.69 亿元；在资本实力有所提升的同时，股东方面也将继续为其业务和融资支持，但实际落地情况则或有待观察。另一方面，广西建工和控股股东绿地集团的负债水平均较高（2020 年 9 月末，广西建工的资产负债率为 89.28%），且广西建工的银行授信已部分纳入集团总对总管理，在房地产融资政策持续收紧的情况下，未来融资或受到一定影响。

截至 2021 年 4 月 22 日，广西建工存量债券余额约 77.85 亿元，最近 1 年债券到期偿债压力不大。

【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。