

建筑施工行业政策以高质量发展转型为主导，加快推进“三大工程”建设或将带动下游需求释放

——建筑施工行业研究报告

联合资信 公用评级一部 | 张雪婷 | 王 治 | 闫 蓉 | 高志杰 | 陈佳琪 | 何 泰 | 杨 柳

建筑业作为国民经济的支柱产业之一，行业周期性明显，其发展情况与宏观经济走势高度相关，2023 年以来国民经济持续恢复向好，但受房地产投资持续低迷和基建投资增速放缓影响，前三季度建筑业总体仍维持中低速增长。

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。2023 年，房地产行业利好政策持续推出，加快推进“三大工程”建设或将成为房地产投资增量的新抓手，对基建投资亦可起到带动作用。

建筑业的业务模式导致其呈高杠杆运行，业内企业普遍存在较大资金压力。2023 年，下游房地产行业景气度较低，对建筑施工企业回款速度造成影响，建筑施工企业的流动性压力进一步显现，短期流动性趋紧，不同所有制企业之间分化程度较高，民营企业短期偿债压力大且流动性紧缩趋势更加明显。

近年来，中央国有企业债券发行明显领先于其他所有制企业且优势逐渐扩大，高信用等级主体融资优势仍突出，信用等级对信用利差表现出较强的区分度。

整体看，联合资信认为建筑施工行业政策以高质量发展转型为主导，加快推进“三大工程”建设或将改善房地产行业预期，基建投资或将保持中高速增长。在行业升级转型和需求端积极改善的背景下，短期内建筑业仍将保持中低速增长趋势。建筑业行业集中度将持续提升，需重点关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。



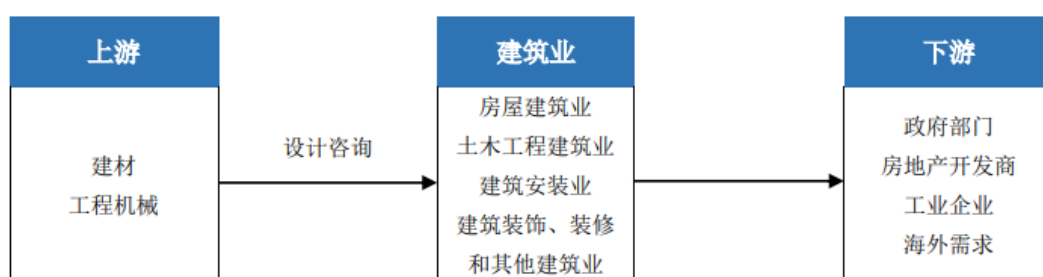
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



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，建筑业主要由房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装业以及建筑装饰、装修和其他建筑业四大类组成。

图 1 建筑业产业链



资料来源：联合资信根据公开资料整理

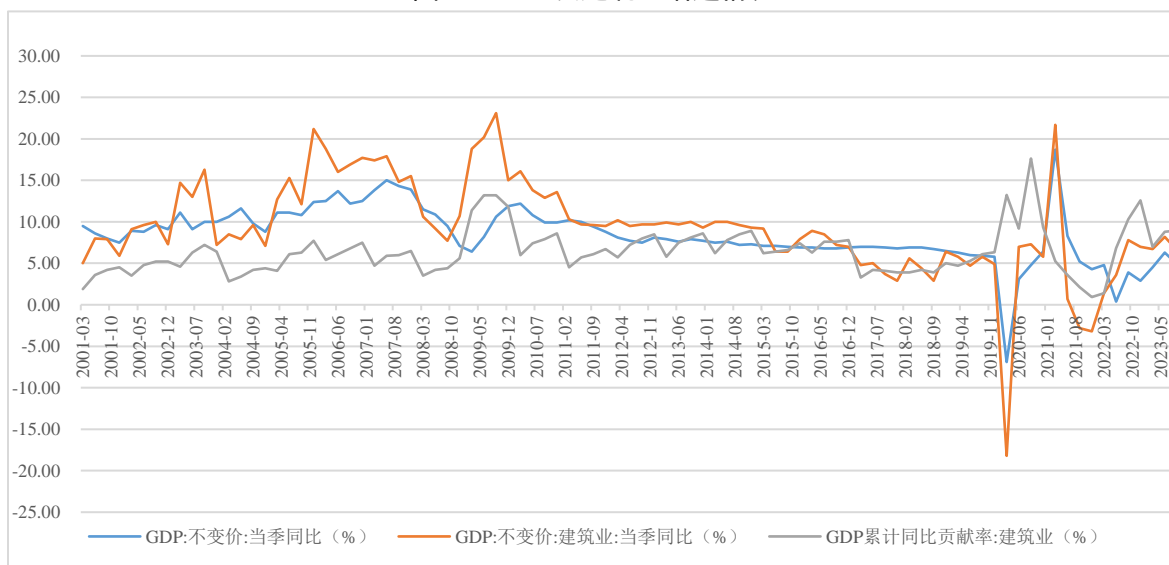
建筑业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与宏观经济走势高度相关。2023 年前三季度，受房地产投资持续低迷和基建投资增速放缓影响，建筑业增速回落明显；建筑业增加值占国内生产总值比重同比略有提高，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

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。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。2017 年之前，建筑业总产值单季增速基本高于 GDP 增速，自 2017 年起，建筑业总产值增速长期低于 GDP 增速。2023 年前三季度，受房地产投资持续低迷和基建投资增速回落影响，建筑业单季同比增速分别为 5.98%、0.24% 和 0.45%，增速回落明显。

从建筑业对 GDP 增长的贡献情况来看，自 2011 年以来，建筑业增加值占国内生产总值的比例始终保持在 6.70% 以上，2022 年为 6.89%。2023 年前三季度，建筑业实现增加值 60196.60 亿元，同比增长 7.20%，增速高于国内生产总值增速 2.00 个百分点，建筑业增加值占国内生产总值的比重为 6.59%，略高于 2022 年前三季度比重（6.52%）。建筑业通常第四季度的增加值占比更高，预计 2023 年全年建筑业增加值占国内生产总值的比重同比不会发生明显下滑，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

整体看，建筑业周期性明显，在经济下行期间，建筑业受到的冲击较大，在经济恢复期间，建筑业对国民经济贡献作用明显提升。

图2 GDP及建筑业增速情况



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

2023 年以来，随着经济社会全面恢复常态化运营以及宏观政策调控发力，国民经济逐步恢复；受房地产投资持续低迷和基建投资增速放缓影响，前三季度建筑业增速有所回落；宏观经济政策持续保持宽松，宏观政策将聚焦高质量发展。

建筑业是国民经济支柱产业之一，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。

2023 年前三季度，随着经济社会全面恢复常态化运行以及宏观政策调控发力，国民经济持续恢复向好。经初步核算，2023 年前三季度国内生产总值 91.3 万亿元，按不变价计算，同比增长 5.2%，较上半年增速回落 0.3 个百分点。其中，在低基数作用下，二季度 GDP 同比增长 6.3%，增速较一季度提高了 1.8 个百分点；三季度 GDP 同比增长 4.9%，剔除基数因素来看，第三季度 GDP 两年平均增速上升至 4.4%，增速较第二季度提高了 1.1 个百分点。

作为国民经济支柱产业之一，2023 年 1—9 月，全国建筑业实现总产值 20.99 万亿元，同比增长 5.8%，增速较上年同期下降 2.0 个百分点，主要系受房地产投资持续低迷和基建投资增速放缓影响所致；2023 年 1—11 月，全国房地产开发投资 10.40 万亿元，同比下降 9.4%，自 2023 年 1 月以来降幅持续扩大；2023 年 1—11 月，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 5.8%，自 2023 年

1 月以来增速逐月小幅回落。房地产行业景气度和基建投资对建筑业产值增长造成较大影响。

宏观政策方面，2023 年上半年，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议以及 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于优化完善房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、促进中小微企业调结构强能力等方面；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。2023 年 12 月，中央经济工作会议提出，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，将非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，持续有效化解重点领域风险，统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，2024 年经济工作总基调为“稳中求进、以进促稳、先立后破”。预计未来宏观政策将聚焦于高质量发展，更加注重有力有效地实施宏观政策调控，推动各项政策加快落地见效，为实现经济社会发展目标提供有力支撑。

（2）行业监管与行业政策

建筑业发展受政策影响较大，在推动高质量发展的背景下，行业政策主要为推进标准化作业和促进行业转型升级。需求端方面，房地产行业利好政策持续推出，加快推进“三大工程”建设或将改善房地产行业预期；伴随着基础设施建设稳步推进，作为“稳增长”的重要抓手，基建投资增速未来或将保持中高水平。在行业转型升级和需求端积极改善的背景下，短期内建筑业仍将保持中低速增长趋势。

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。目前，我国正在进入新发展阶段，以推动高质量发展为主题。2022 年 9 月以来，建筑行业相关政策以推进标准化作业和促进行业转型升级为主导，对建筑业的引导主要体现在规范施工过程标准和提升工程建设质量安全方面。在“双碳”目标的约束下，绿色低碳行业（如绿色清洁能源、绿色建筑建材、绿色交通运输）的市场空间有望继续扩大。

表 1 2022 年 9 月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
2022 年 9 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《金属非金属矿山充填工程技术标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究，参考有关国际标准和国外先进标准，为规范矿山充填的工程设计、生产作业和质量检测，提高我国矿山充填技术水平，促进充填采矿法的推广应用，本标准对矿山充填过程中的充填材料、充填系统设计、充填作业和质量检测方面进行规范
2022 年 9 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《石油化工建筑物抗爆设计标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究，参考有关国际标准和国外先进标准，为统一石油化工建筑物的抗暴设计，做到安全可靠、技术先进、经济合理，本标准对原有的抗暴设计进行修订，在基本规定、爆炸载荷、建筑设计、结构设计、通风与空调设计和既有建筑物抗暴设计方面进行规范

2022 年 9 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《尾矿堆积坝岩土工程技术标准》的公告	标准编制组经广泛调查研究，参考有关标准，为规范尾矿堆积坝岩土工程技术工作，做到技术先进，确保质量，保护环境，保障人民生命财产安全，本标准对原有的工程技术标准进行重新修订，在工程建设的基本规定、工程勘察要求、工程地质测绘与调查、勘探与取样、原位测试与室内试验、岩土工程分析、勘察文件编制、巡查与监测和隐患治理方面进行规范
2022 年 10 月	住房和城乡建设部办公厅、交通运输部办公厅、水利部办公厅、国家铁路局综合司、中国民用航空局综合司	住房和城乡建设部办公厅 交通运输部办公厅 水利部办公厅 国家铁路局综合司 中国民用航空局综合司关于阶段性缓缴工程质量保证金的通知	为贯彻落实党中央、国务院关于稳定经济增长、稳定市场主体的决策部署，对 2022 年 10 月 1 日至 12 月 31 日期间应缴纳的各类工程质量保证金，自应缴之日起缓缴一个季度，建设单位不得以扣留工程款等方式收取工程质量保证金。对于缓缴的工程质量保证金，施工单位应在缓缴期满后及时补缴。补缴时可采用金融机构、担保机构保函（保险）的方式缴纳，任何单位不得排斥、限制或拒绝
2022 年 10 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》的公告	为适应国际技术法规与技术标准同行规则，规范建筑与市政工程防水性能，保障人身健康和生命财产安全、生态环境安全、防水工程质量、满足经济社会管理需要，本规范在基本规定、材料工程要求、设计、施工、验收和运行维护方面进行规范
2022 年 11 月	住房和城乡建设部办公厅	住房和城乡建设部办公厅关于印发装配式建筑发展可复制推广经验清单（第一批）的通知	随着各地大力推动装配式建筑发展并取得积极成效，住房和城乡建设部在总结各地在政策引导、技术支撑、产业发展、能力提升、监督管理、创新发展等方面的经验做法，形成本推广意见
2023 年 1 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《建筑防火通用规范》的公告	为适应国际技术法规与技术标准同行规则，预防建筑火灾、减少火灾危害，保障人身和财产安全，使建筑防火要求安全适用、技术先进、经济合理，本规范在基本规定、建筑总平面布局、建筑平面布置与防火分隔、建筑结构耐火、建筑构造与装修、安全疏散与避难设施、消防设施、供暖、通风和空气调节系统、电气、建筑施工和使用与维护方面进行规范
2023 年 1 月	住房和城乡建设部	建设工程质量检测管理办法	为了加强对建设工程质量检测的管理，本办法规定检测机构应当按照本办法取得建设工程质量检测机构资质，并在资质许可的范围内从事建设工程质量检测活动；同时对检测机构资质管理、检测活动管理、监督管理、法律责任进行规定
2023 年 4 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布行业标准《超长混凝土结构无缝施工标准》的公告	为了规范超长混凝土结构设计与施工，做到技术先进、安全适用、经济合理，住建部对超长混凝土结构工程制定单独标准，本标准在基本规定、材料、深化设计和施工方面对超长混凝土结构施工进行明确规范
2023 年 6 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《城乡历史文化保护利用项目规范》的公告	为了在城乡建设中加强历史文化保护与合理利用，增强中华民族文化自信，本规范对历史文化名城、历史文化名镇名村、历史文化街区、历史地段和历史建筑的保护利用进行明确规定
2023 年 8 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布国家标准《城镇燃气输配工程施工及验收标准》的公告	为规范城镇燃气输配工程施工及质量验收，保证施工安全和工程质量，制定本标准；本标准适用于新建、扩建和改建城镇燃气输配管道和厂站的施工及质量验收
2023 年 8 月	中华人民共和国交通运输部	公路水运工程质量检测管理办法	为了加强公路水运工程质量检测管理，保证公路水运工程质量及人民生命和财产安全，本办法对检测机构资质管理、检测活动管理、监督管理和法律责任进行规定
2023 年 11 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于发布行业标准《城市道路绿化设计标准》的公告	为发挥道路绿化在改善城市生态环境、提供舒适出行、丰富城市景观等方面的作用，避免绿化影响交通安全，保障绿化植物的生长环境，规范道路绿化设计，制定本标准
2023 年 12 月	住房和城乡建设部	全国住房和城乡建设工作会议	深化建筑业供给侧结构性改革，持续在工业化、数字化、绿色化转型上下功夫，努力为社会提供高品质建筑产品，打造“中国建造”升级版

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从需求端政策来看，房地产和基础设施建设行业是建筑业下游需求的主要来源。房地产行业方面，2023 年初，全国住房和城乡建设会议将 2023 年工作重心放在“防风险、促转型”工作主线上。1 月，央行及原银保监会对首套住房贷款利率政策建立动态调整机制；3 月，两会政府报告提出，明确要有效防范化解头部房企风险，促进

房地产平稳发展；4月，中央政治局会议继续强调“房住不炒”及“三保”工作的重要性；7月，中央政治局会议定调，鉴于房地产市场供求关系已发生重大变化，要适时调整优化房地产政策；8月，住建部、央行和国家金融监督管理总局提出加快落实“认房不认贷”政策，随后广州、深圳、上海和北京以及部分二三线热点城市相继发文落地执行；9月，核心城市迎来双限解禁潮，南京、合肥、大连、兰州、青岛和济南等城市全面取消限购限售，同时降首付比例、降二套房商贷利率等政策在全国各地陆续推行；9月25日，国有四大行统一批量下调符合条件的存量首套房贷利率，居民还贷压力得到一定缓解；10月，中央金融工作会议提出，促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式；12月，中央经济工作会议提出，积极稳妥化解房地产风险，促进房地产市场平稳健康发展。

“三大工程”建设是指规划建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，为了提振市场信心，自2023年4月中央政治局会议以来，“三大工程”在多个重要会议被反复强调。住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹称，加快“三大工程”建设是党中央作出的重大战略部署，是根据房地产市场新形势推出的重要举措。其中，规划建设保障性住房是完善住房制度和供应体系、重构市场和保障关系的重大改革；城中村改造有利于改善居民居住条件、推动城市高质量发展；“平急两用”公共基础设施建设侧重于低效资产和闲置资源的盘活。预计随着“三大工程”建设的加速推动，将有利于对冲房地产投资下行压力，推动构建房地产发展新模式，同时达到实现政府保障民生和满足市场多层次住房需求的目的。此外，“三大工程”中的保障性住房建设和城中村改造均属于城市更新项目领域，根据我国“十四五”规划及相关政策要求，“三大工程”建设预计可带动年均投资额超万亿，“三大工程”在托底房地产投资的同时，对基建投资的带动作用亦不容忽视。

基建投资方面，2023年1月，全国财政工作视频会议提出，2023年积极的财政政策要加力提效，更直接更有效发挥积极财政政策作用，加快实施“十四五”重大工程，加强交通、能源、水利、农业、信息等基础设施建设；2023年《政府工作报告》提出，年内拟安排地方政府专项债券3.80万亿元，加快实施“十四五”重大工程；在稳增长的要求下，地方债发行明显放量，根据2023年前三季度中国财政政策执行情况报告披露数据，2023年1—9月，全国地方政府新增一般债券0.65万亿元，完成全年新增一般债务限额的91.55%，新增专项债券3.46万亿元，完成全年新增专项债务

限额的 91.29%，新增再融资债券 2.97 万亿元；2023 年 10 月，中央增发 1 万亿特别国债用于集中力量支持灾后恢复重建和弥补防治灾害方面的短板；同期，第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议决定，授权国务院在授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。受益于资金面回暖及政策支持，基建投资将继续作为经济“稳增长”的重要抓手，未来投资增速或将保持中高水平。

整体看，房地产和基建投资作为提振建筑业的主力军，房地产行业利好政策持续推出，加快推进“三大工程”建设或将改善房地产行业预期，成为房地产投资增量新抓手，基建投资增速或将保持中高水平。

三、行业周期及目前所处的阶段

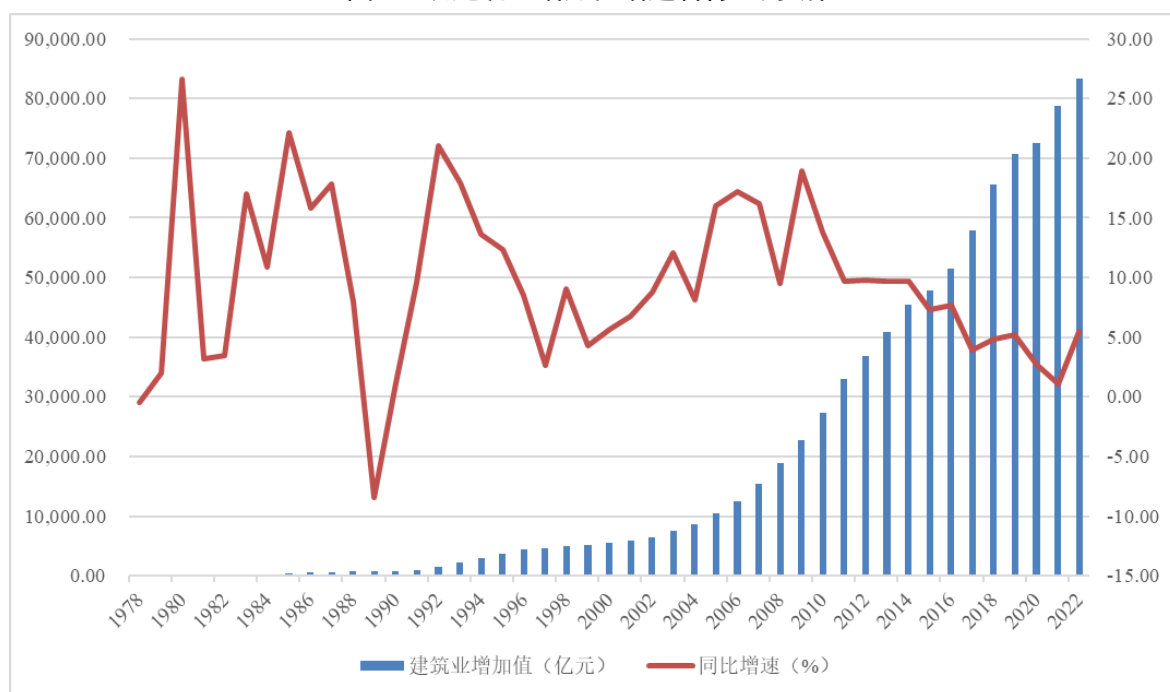
建筑业的长周期特征较为明显，且当前周期被动拉长，目前我国建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段，未来需持续关注下游房地产调控政策和基建投资强度对建筑业影响情况。

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，我国建筑业发展主要历经三大阶段。第一阶段：改革开放初期，中国建筑业进入起步阶段（1978 年至 1999 年），这一阶段，国家做了许多改革尝试，如扩大国营企业经营管理自主权及承包制改革等，从多个方面下放建筑业企业自主权，激发企业活力，极大地解放了生产力，该阶段中国建筑业发展主要依托基础设施建设需求，从 1978 至 1983 年，我国建成投产的大、中型项目达 595 个。第二阶段：2001 年中国正式加入世界贸易组织（WTO），标志着中国的产业对外开放进入了一个全新阶段，中国建筑业也进入了高速发展阶段。在该阶段，中国城市化进程加快，房地产行业迅速崛起，建筑业增加值保持着高速增长，其在国民经济各部门中的支柱地位不断加强。第三阶段：“十二五”以来（2011 年至今），我国建

建筑业进入转型升级阶段，发展模式开始由“粗放式”向“精细化”转型。从产值规模增长情况来看，这一阶段建筑业增加值增速经历了从高速到缓慢再到平稳的发展过程。整体看，近年来在宏观经济持续面临下行压力、房地产投资持续低迷以及城镇化进程放缓、基建投资持续承压的背景下，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，但考虑到目前下游需求房地产行业利好政策集中释放，稳增长下基建投资将持续发力，可为建筑业发展提供支撑，建筑业未来或将保持中低速增长态势。

图3 从建筑业增加值增速看行业周期性



注：1980 年建筑业增加值同比增速为 26.62%，增速显著高于前后两年，为特殊值不影响周期判断

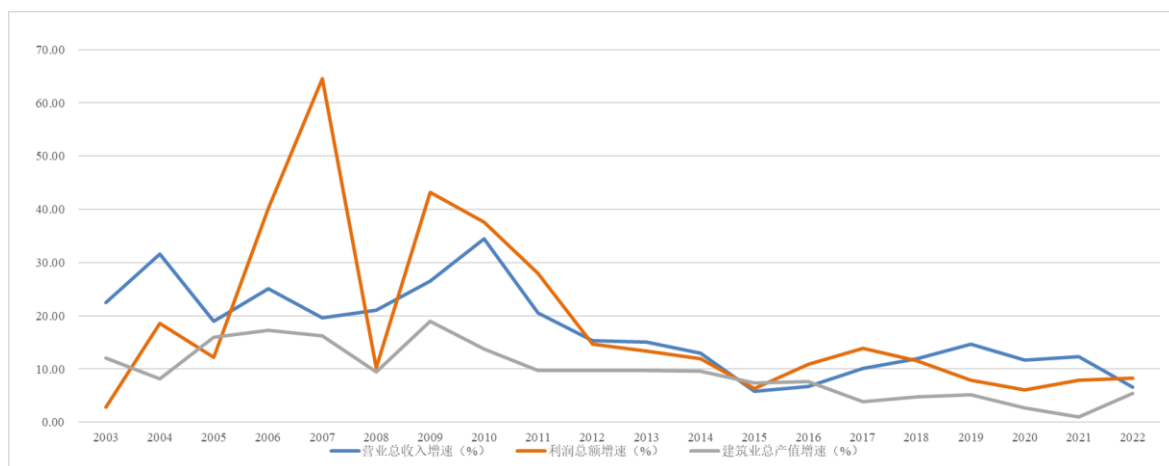
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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 2003—2022 年营业总收入和利润总额的统计，得出营业总收入增速和利润总额增速的变动趋势，结果如下图所示。2003—2022 年，样本企业营业总收入和利润总额增速中位数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。从营业总收入增速来看，在 2004 年、2006 年、2010 年、2014 年和 2019 年均处于短周期内高位，但收入增速的短周期峰值呈波动下降趋势，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。近年来，受宏观

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。

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，样本企业的收入和利润增速均明显回升，并于 2017—2018 年达到短周期高点。2019 年以来，受下游房地产行业政策趋紧导致投资增速下滑以及行业集中度提升的影响，样本建筑施工企业营业总收入和利润总额增速均开始下滑，且受公共卫生事件影响，上述指标增速均在 2020 年达到低谷。整体看，样本企业营业总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，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。

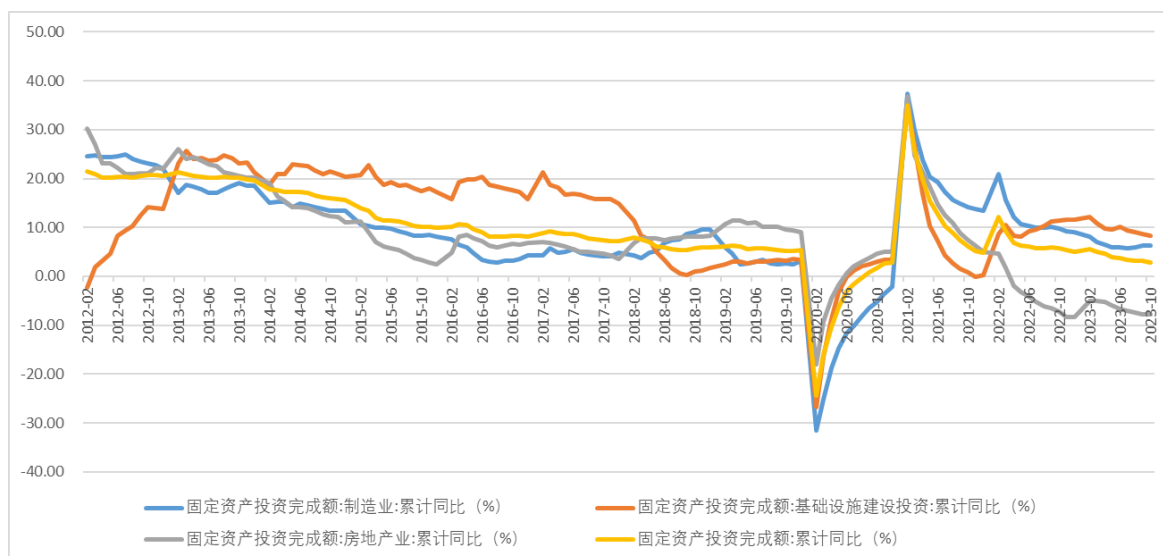
图 4 2003—2022 年样本企业营业总收入与利润总额增速变化（中位数）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房地产行业 and 基建行业为建筑业下游两大主要需求来源，2013 年起，基础设施建设投资增速处于长期下行趋势，房地产开发投资增速在 2012 至 2015 年处于下降趋势，2016 年起实现回升。2020 年初，受公共卫生事件影响，房地产和基建投资增速出现断崖式下跌，对年内建筑业总产值和企业盈利能力均造成较大影响，建筑业下行压力加大。随着 2020 年上半年公共卫生事件逐步稳定，房地产投资完成额增速和基础设施建设投资完成额增速在二至四季度陆续转正。2021 年以来，房地产投资完成额增速持续下探，基础设施建设投资增速于 2021 年末触底后反弹至 10.00% 上下波动。2023 年 1—10 月，全国固定资产投资完成额 41.94 万亿元，同比增长 2.90%，增速降至 2020 年同期水平。其中，房地产投资自 2022 年二季度以来持续负增长，对固定资产投资的拉动作用进一步下降。

图5 2012年2月—2023年10月建筑业主要下游行业投资完成额同比变化



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

受监管环境、企业性质不同影响，近年来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业企业有望维持业绩增长态势，随着其市场占有率的进一步提高，叠加民营建筑业企业逐渐被动出清，建筑业集中度将持续提升。

建筑业准入及行业壁垒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、专业承包和劳务分包三个序列。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，往往聚焦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”中央国有企业、地方国有企业、大型民营企业、外资巨头以及众多中小建筑公司。“五大”中央国有企业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；地方国有企业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
五大中央国有企业	中国建筑	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，中国建筑 2022 年营业总收入超过两万亿元，中国中铁和中国铁建于 2021 年实现超万亿营业总收入，中国交建和中国电建 2022 年营收规模均超过 5000 亿元
	中国中铁	
	中国铁建	
	中国交建	
	中国电建	
地方国有企业	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，管理机制灵活，成本控制能力强，近年取得了较快的发展，但同时也面临着更加激烈的竞争
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	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
	Skanska 瑞典斯塔斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠在某些细分领域的专业度及深耕经验，获得一定市场空间

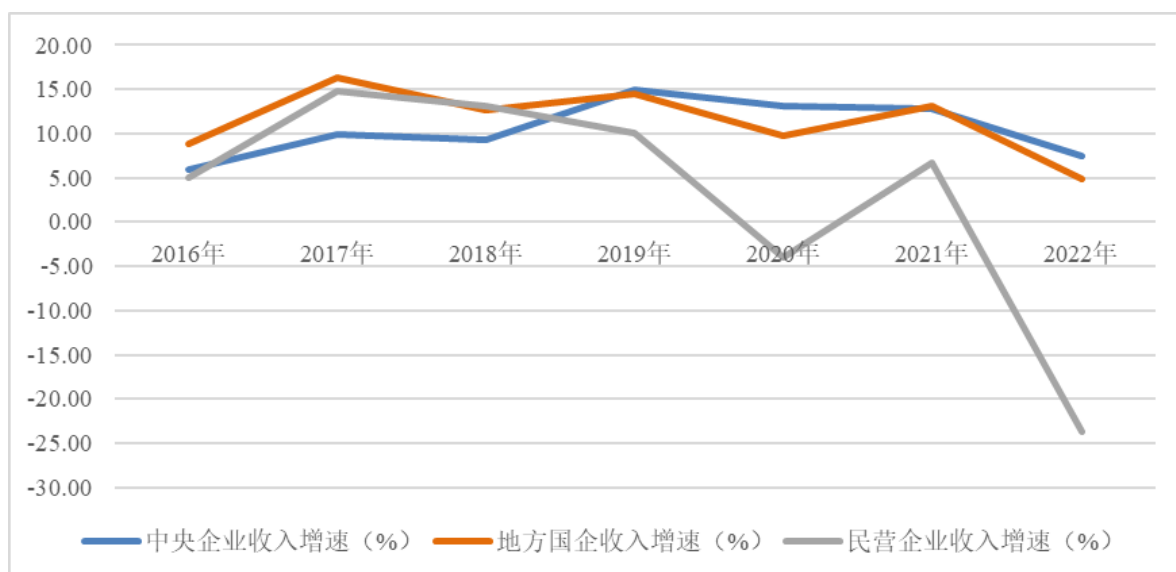
资料来源：联合资信根据公开资料整理

在当前投资者风险偏好因素影响下，中央国有企业和地方国有企业较民营企业融资能力相对较强，加之民营建筑施工企业在项目获取能力等方面优势不明显，往往更易受到外部环境变化的冲击。在房地产行业政策调整、政府控债务的背景下，房地产企业及地方国有企业资金流动性偏紧，作为其上游的建筑施工行业也将继续承压，在此背景下，民营建筑施工企业受到外部环境变化的冲击加大，民营建筑业企业逐渐被动出清，加之政府类项目的中标方以龙头企业和地方国有建筑施工企业为主，建筑行业集中度不断提升。

从公开发债企业营业总收入变动率来看，不同所有制企业营业总收入增速分化较为严重。近年来，中央国有企业和地方国有企业营业总收入增速基本呈小幅波动趋势，2020 年受公共卫生事件影响增速均有所下降，2021 年地方国有企业营业总收入增速小幅回升；民营建筑业企业营业总收入增速则波动很大，2018 至 2020 年持续快速下降且与中央及地方国有企业差距逐步拉大，2020 年增速降为负值，2021 年小幅回升。

2022 年，不同所有制企业营业总收入增速均出现不同程度下降，其中民营建筑业企业在行业景气度下行和公共卫生事件冲击双重影响下，营业总收入增速下降幅度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、项目承接及抗风险等综合能力明显弱于中央和地方国有建筑业企业。

图 6 2016—2022 年不同所有制样本企业营业总收入同比变化情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，建筑业短期及长期增长均面临较大压力，2023 年前三季度全国建筑业总产值增速和新签合同额增速同比均有所回落，未来行业总体有望维持中低速增长态势。

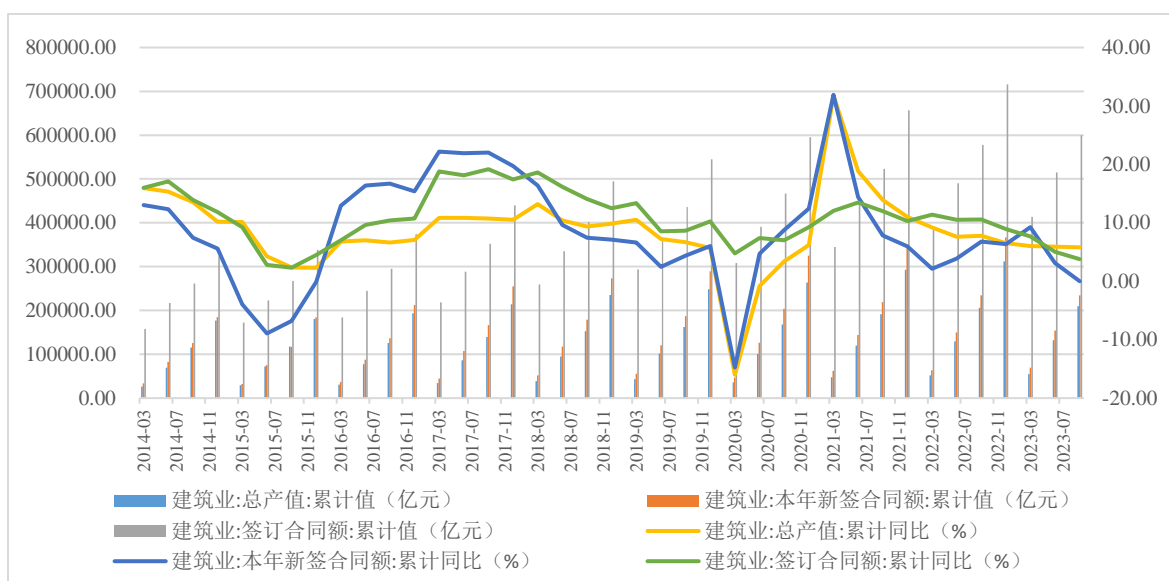
由于建筑业处于产业链的中游，所提供的服务本质上等同材料加工，但由于建筑产权不归建筑施工企业所有，企业生产决策不受库存因素干扰，而是由下游需求直接决定。对于价格而言，建筑业定价模式多为成本加成，加上原材料的采购和价格调差机制较为成熟，原材料成本的变动可以在一定程度上转移至下游，因此建筑业是一个由需求驱动的行业，在订单向施工的转化相对稳定的情况下，其行业增长主要取决于“量”，而“价”对盈利能力的影响相对较小。

从行业层面来看，2023 年前三季度，全国建筑业实现总产值 20.99 万亿元，同比增长 5.80%，增速较上年同期下降 2.00 个百分点，增速有所回落，主要系下游房地产

市场需求疲软和基建投资增速回落等因素影响所致。

从“量”来看，2023 年前三季度，全国建筑业累计新签订单 23.43 万亿元，新签合同额累计同比增长 0.01%，增速较上年同期下降 6.76 个百分点，降幅明显。截至 2023 年 9 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）59.96 万亿元，较 2022 年 9 月底增长 3.76%，增速较上年同期末下降 6.80 个百分点，在手订单增速高于新签订单增速，主要受部分房地产项目停建缓建导致开工率下降等因素影响所致。

图 7 2014 年以来建筑业总产值及新签合同情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

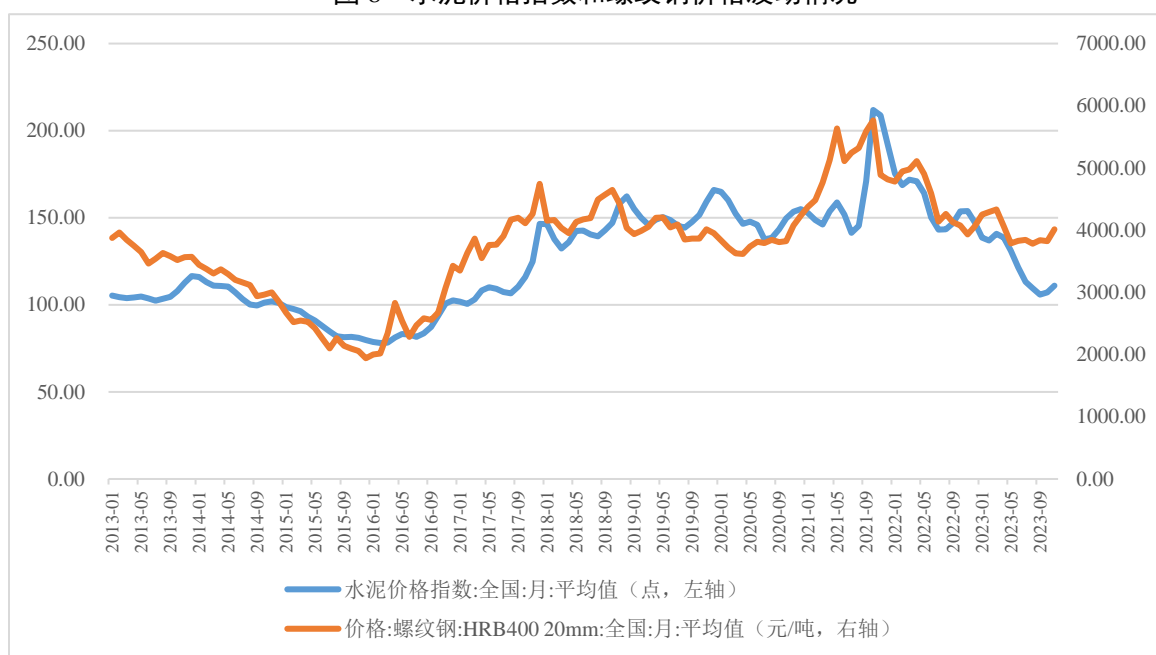
（2）建筑业上游分析

建筑业上游以水泥和钢材为主，2021 年上半年水泥、钢材价格快速回暖，但 11 月之后价格出现回落；2022 至 2023 年持续波动下行态势，预计后期价格将呈现震荡走势。

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 30.00%，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 年上半年，受公共卫生事件影响，下游需求较弱导致水泥价格保持相对低位，下半年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；2021 年，水泥价格快速攀升，11 月水泥价格大幅下跌；2022 年 1—4 月，水泥价格回落走势相对平缓，5—6 月，水泥价格出现加速下行，8 月份起，多地陆续启动水泥错峰生产，水泥价格小幅走高；2023 年以来，国内经济延

续恢复态势，但受房地产市场下行拖累，水泥市场需求不振，水泥价格持续低位下行，于9月份降至2017年下半年以来价格新低。钢材价格方面，受钢铁企业内部“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年上半年，受公共卫生事件影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降，下半年以来随着国内公共卫生事件得到有效控制，钢铁行业逐渐复苏；2021年10月以来螺纹钢价格出现回落；2022年以来，螺纹钢价格在一季度冲高后回落，主要系受公共卫生事件和经济预期下行影响，国内钢材需求低迷，价格在供大于求的背景下波动下跌；2023年以来，钢材价格整体震荡下行，一季度国内宏观经济预期回暖，钢材价格呈增长趋势，二季度受国内经济复苏情况不及预期叠加海外银行暴雷带来的流动性危机，钢材价格进入下行通道，三四季度整体价格窄幅波动。总体来看，水泥、钢材价格波动较大，2021年以来随着公共卫生事件得到有效控制及建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢材价格快速回暖，但11月以来价格出现回落，2022至2023年持续波动下行态势，预计后期价格将呈现震荡走势。

图8 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

2023年以来，房地产市场波动较大，整体呈“前高、中低、后稳”，2024年房地产行业重点工作聚焦化解行业风险和推动构建房地产发展新模式，叠加“三大工程”加速推进，行业基本面预计将实现边际改善；基建投资增速较上年同期有所回落，但

总体保持相对平稳的增长态势，预计未来稳增长政策将持续发力，叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基建投资潜力或将得到逐步释放。

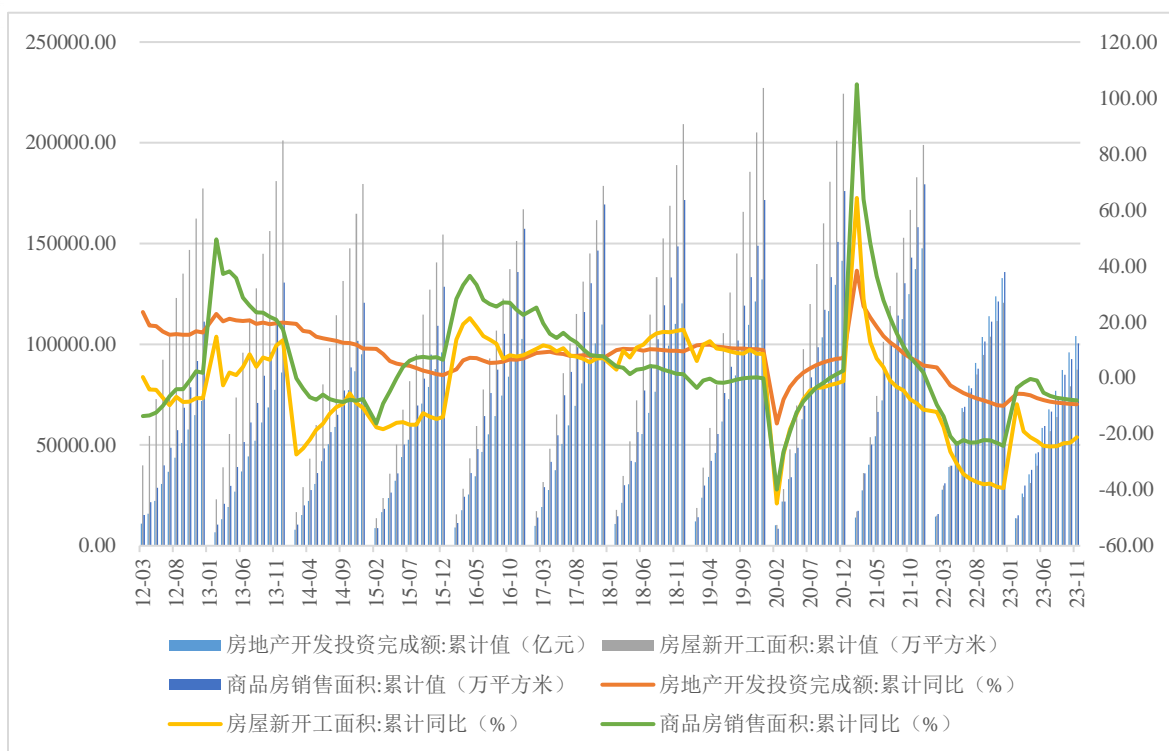
建筑业的下游需求可以大致分为房建和基建，分别对应固定资产投资中的房地产和基础设施这两大分项。房地产和基础设施投资增速自 2010 年以来呈下降趋势，这也是导致建筑业进入下行周期的直接原因。

2023 年 1—11 月，全国完成房地产开发投资 104045.0 亿元，同比下降 9.4%，累计投资增速自 2023 年以来持续为负且逐月回落。销售方面，2023 年 1—11 月，全国商品房销售面积 100509.0 万平方米，同比下降 8.0%，累计同比增速自 2022 年 2 月以来持续为负。施工方面，2023 年 1—11 月，全国房屋新开工面积 87456.0 万平方米，同比下降 21.2%，2021 年 7 月以来累计同比增速持续为负。

2023 年以来，房地产市场波动较大，整体呈“前高、中低、后稳”，其中受积压需求集中释放带动，一季度市场景气度呈现短暂回暖复苏，但二季度再次降温。2023 年 7 月中央政治局会议对房地产行业供需关系重新定调后，包括“降首付”“降利率”

“限购限贷放宽”等利好政策集中释放，但政策效果持续性不足，市场下行趋势仍未逆转。2023 年四季度，继 10 月中央金融工作会议提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求后”，11 月以来房地产企业境内债券市场融资呈边际改善状态，12 月中央经济工作会议将“积极稳妥化解房地产风险”列为 2024 年重要经济工作之一，加快推进保障性住房等“三大工程”建设或将成为拉动房地产投资增量的新抓手，预计随着中央各项决策部署持续落实，房地产发展新模式逐步建立，将推动房地产转型升级、实现高质量发展。

图 9 2012 年 2 月至 2023 年 11 月房地产投资、开工及销售情况

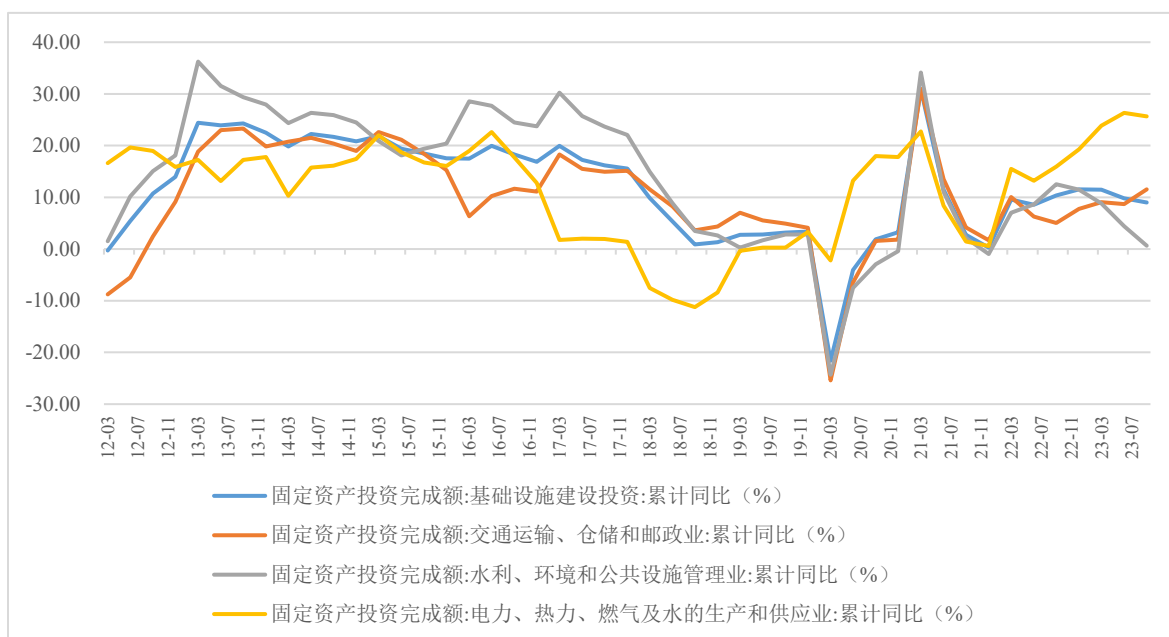


资料来源：联合资信根据公开资料整理

受 2018 年以来地方政府隐性债务排查及城投企业融资受限影响，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。2020 年，受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，基建投资增速稳定增长。2021 年，全国基础设施建设投资增速持续下降由正转负。2022 年，稳增长政策持续发力，2021 年 12 月中央经济工作会议提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，适度超前开展基础设施投资，2022 年全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 9.4%，增速连续 8 个月加快，较上年大幅提高 9.0 个百分点，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显。

2023 年以来，稳增长政策持续发力，2023 年政府工作报告指出，“提前实施部分‘十四五’规划重大工程项目，加快地方政府专项债券发行使用，依法盘活用好专项债务结存限额，分两期投放政策性开发性金融工具 7400 亿元，为重大项目建设补充资本金”，基础设施建设继续在中国经济社会发展中发挥重要的支撑作用。2023 年 1—11 月，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 5.8%，增速较 1—10 月回落 0.1 个百分点、较上年同期下降 3.1 个百分点，总体保持相对平稳的增长状态。

图 10 基建投资分项增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年前三季度，地方政府债券累计发行 1799 支，金额合计 70662.87 亿元，其中新增债券 40968.60 亿元，发行总额相当于 2022 年全年的 96.07%，较上年同期增长 11.31%。2023 年前三季度地方债发行总额及新增规模均创出历年同期高峰。从资金用途看，2023 年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占 68.22%，延续了 2019 年以来以专项债券为主的融资结构。从净融资额来看，2023 年前三季度地方政府债券净融资额为 38303.34 亿元。2023 年 3 月，国务院新闻办公室举办新闻发布会介绍“财政贯彻落实党的二十大重大决策部署”中，财政部部长刘昆提到，地方政府专项债券是带动扩大有效投资、稳定宏观经济的重要手段。随着专项债券发行提速以及投向领域扩大和使用效益提升，对开工项目的支持力度明显增强，基建投资将成为建筑业增长主要驱动力。

(4) 建筑施工企业²收入及盈利分析

近年来，建筑施工企业营业总收入和利润总额合计规模均呈持续增长态势，利润规模增速明显低于收入增速；建筑施工企业整体盈利水平呈下降趋势，营业利润率逐年下滑。

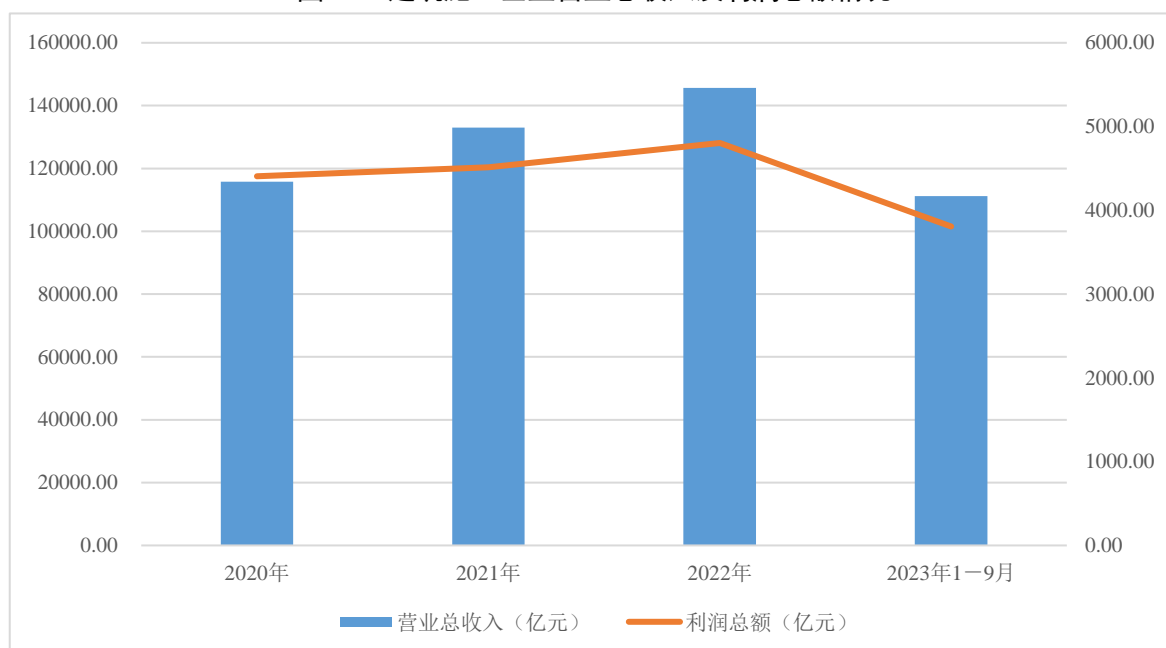
2020—2022 年，建筑施工企业营业总收入规模合计分别为 11.57 万亿元、13.30

² 建筑施工企业财务表现分析部分，仅保留 2020—2022 年及 2023 年前三季度财务数据完整的企业样本，样本数量为 137 家，未剔除母子公司影响。

万亿元和 14.57 万亿元，年均复合增长 12.19%。同期，建筑施工企业利润总额规模合计分别为 4407.26 亿元、4513.04 亿元和 4803.85 亿元，年均复合增长 4.40%。建筑施工企业营业总收入和利润总额均呈持续增长态势。2023 年 1—9 月，建筑施工企业营业总收入合计为 11.12 万亿元，同比增长 6.85%；同期，建筑施工企业利润总额合计为 3807.29 亿元，同比增长 2.30%。

2020—2022 年，建筑施工企业营业利润率中位数分别为 10.43%、10.02% 和 9.42%，呈逐年下降趋势。2023 年 1—9 月，建筑施工企业营业利润率中位数为 8.93%，较 2022 年 1—9 月（9.34%）下降 0.41 个百分点。

图 11 建筑施工企业营业总收入及利润总额情况



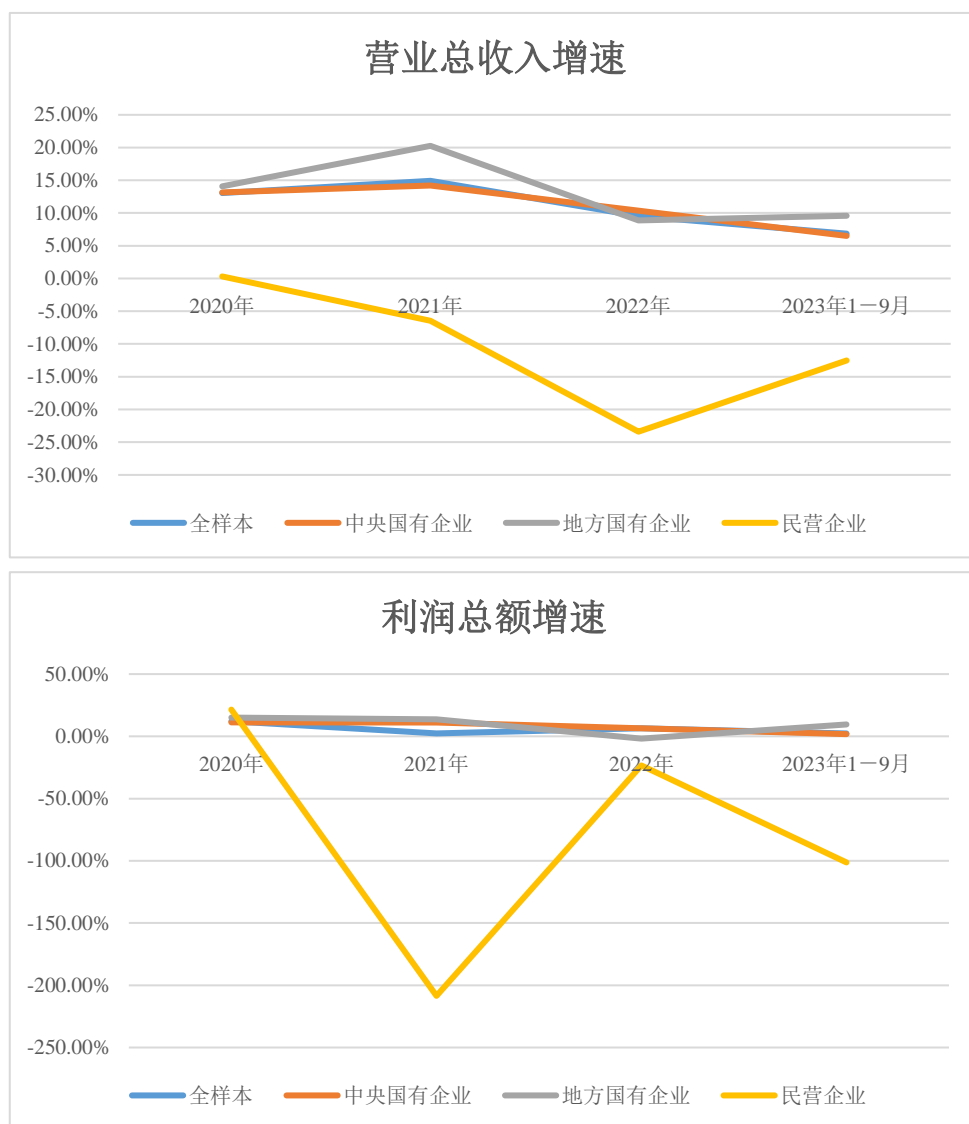
资料来源：联合资信根据公开资料整理

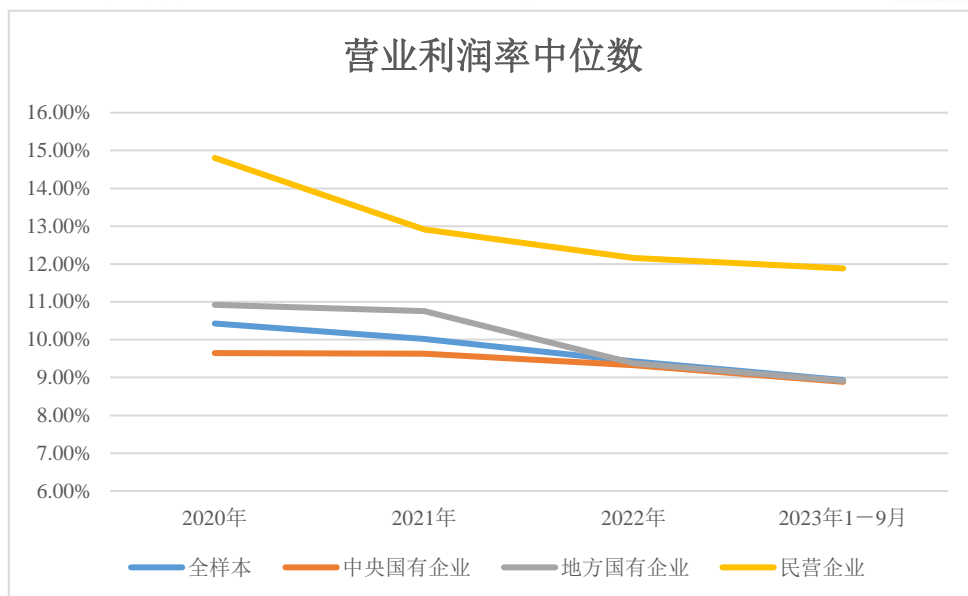
从不同所有制建筑施工企业来看，公共卫生事件爆发以来，中央国有企业和地方国有企业表现出相对更强的经营韧性，而民营企业营收和利润增速均下滑明显；受地产行业冲击导致坏账计提规模扩大影响，2022 年中央国有企业和地方国有企业利润总额增速亦同比大幅下降，民营企业利润总额继续负增长。

从不同所有制建筑施工企业来看，2022 年及 2023 年 1—9 月，国有企业与民营企业营收和利润水平分化仍在持续。其中，中央国有企业和地方国有企业营业总收入增速相对更加稳定，而民营企业自 2020 年公共卫生事件爆发后营业总收入增速逐年大幅下降，主要系宏观因素导致行业竞争不断加剧，以及中央国有企业和地方国有企业较早受益于专项债加速落地和再融资政策放宽等利好政策影响所致。利润总额增速

方面，2022 年，中央国有企业和地方国有企业利润总额增速均同比下降明显，民营企业利润总额继续负增长，主要系下游地产行业多个房企资金链断裂导致建筑施工企业坏账计提规模扩大所致。营业利润率方面，受益于严格的成本控制及民营建筑施工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，但整体降幅最为明显。

图 12 不同所有制建筑施工企业营业总收入增速、利润总额增速和营业利润率中位数情况





资料来源：联合资信根据公开资料整理

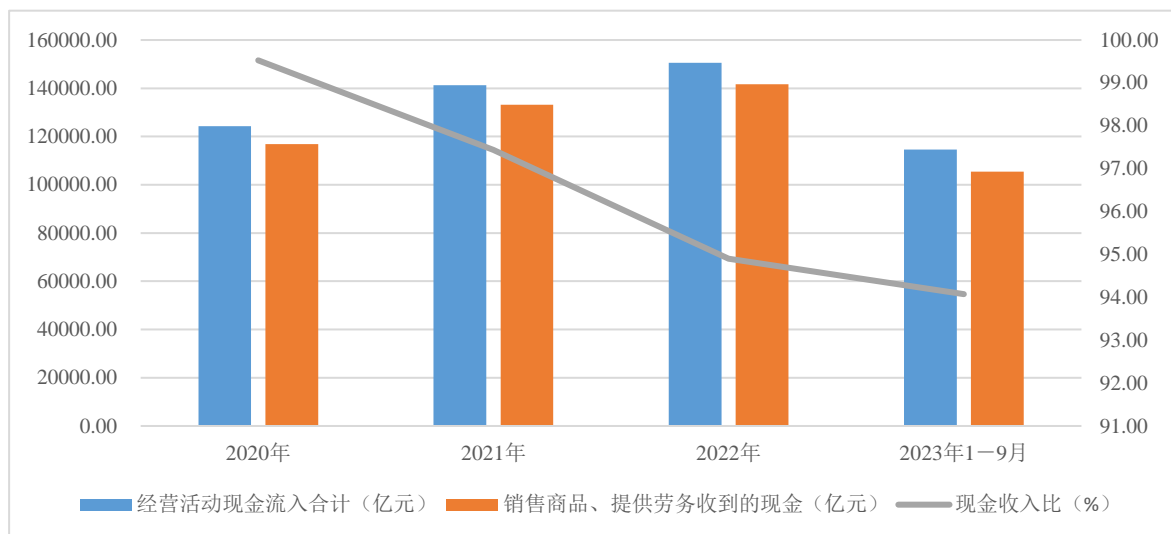
六、行业杠杆与偿债能力

（1）建筑施工企业现金流情况

建筑行业现金流受施工周期影响呈现明显的周期性，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；2023 年前三季度，建筑行业经营回款质量保持稳定，受行业回款周期性特征、下游地产行业持续低迷及 PPP 等投融资项目持续推进等因素影响，建筑施工企业经营和投资活动产生的现金流为负，缺口同比有所扩大。

从经营活动现金流入规模及收现质量情况来看，2020—2022 年，建筑施工企业经营活动现金流入量合计持续增长，年均复合增长 10.04%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计年均复合增长 10.12%，现金收入比中位数在 94.00%~100.00% 的区间呈下降趋势，收现质量相对稳定且整体表现较好。2023 年前三季度，建筑施工企业经营活动现金流入量合计 11.46 万亿元，同比增长 4.58%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计 10.54 万亿元，同比增长 5.00%，现金收入比中位数 94.07%，同比下降 0.70 个百分点。

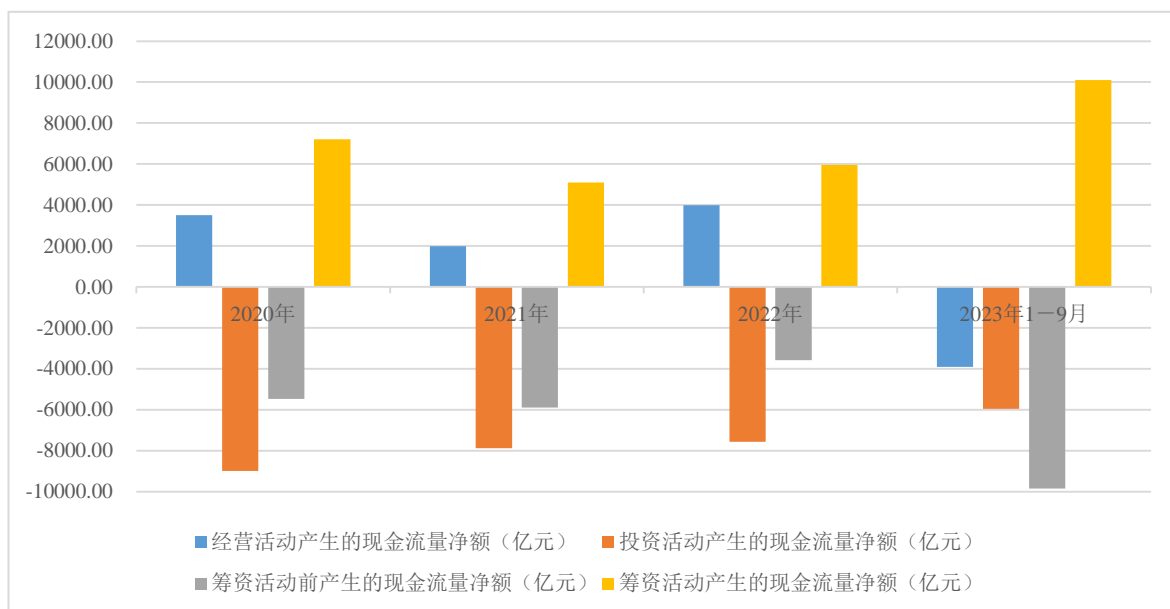
图 13 建筑施工企业经营活动现金流入及收现质量情况



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来看，建筑行业现金流受施工周期影响呈现明显的周期性，前三季度的经营性现金流出规模较大，第四季度普遍为集中回款期。2023 年前三季度，受行业回款特征及下游地产企业持续低迷影响，建筑施工企业经营活动产生的现金流量净额合计-3903.05 亿元，缺口同比扩大 29.52%。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合计持续为负。2023 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-5945.88 亿元，缺口同比扩大 12.00%。2023 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合计-9848.94 亿元，缺口同比扩大 18.35%；同期，建筑施工企业筹资活动产生的现金流量净额合计 10100.87 亿元，同比下降 1.34%，净融资规模小幅收缩。

图 14 建筑施工企业现金流净额及资金缺口情况



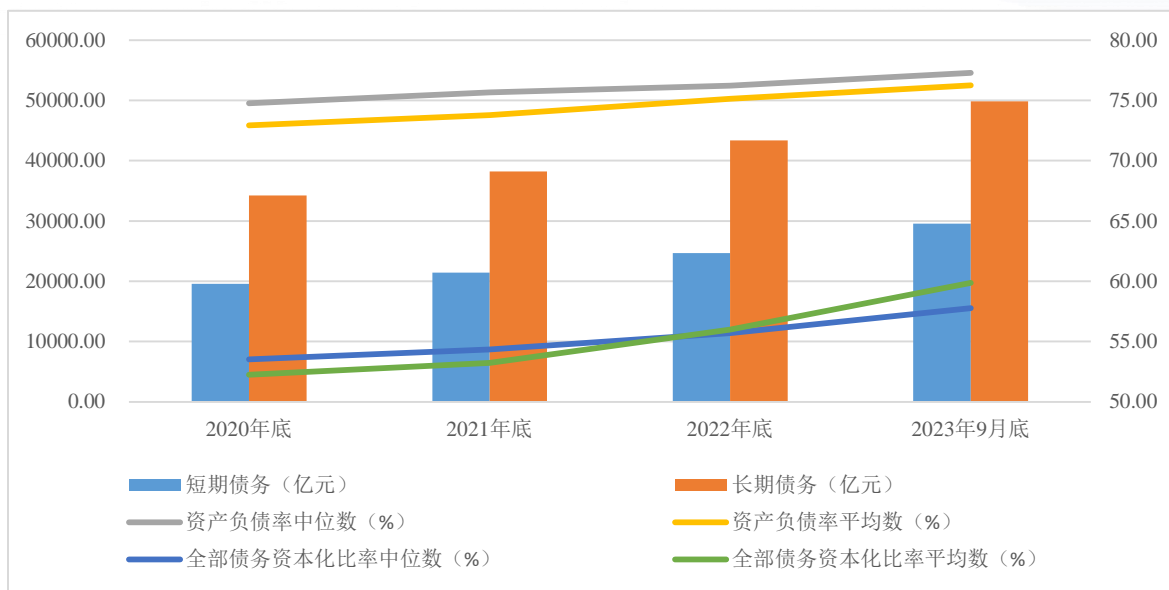
资料来源：联合资信根据公开资料整理

(2) 建筑施工企业有息债务情况

受投融资项目持续投入和垫资施工等因素影响，建筑施工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、短债规模较大等特点。近年来，建筑施工企业整体债务规模持续增长，杠杆水平不断攀升，债务负担整体较重。

2020—2022 年末，建筑施工企业资产负债率中位数维持在 75.00% 左右呈逐年上升趋势，有息债务规模年均复合增长 12.43%。2023 年前三季度，受投融资项目持续投资和垫资施工等因素影响，建筑施工企业债务负担进一步加重。截至 2023 年 9 月底，建筑施工企业资产负债率平均值为 76.26%、中位数为 77.28%，分别较上年底增长 1.11 个百分点和增长 1.06 个百分点；有息债务规模合计 79382.26 亿元，较上年底增长 16.68%，其中短期债务为 29543.92 亿元，较上年底增长 19.84%，长期债务为 49838.34 亿元，较上年底增长 14.88%。截至 2023 年 9 月底，建筑施工企业全部债务资本化比率平均值为 59.86%、中位数为 57.78%，分别较上年底增长 3.86 个百分点和增长 2.08 个百分点。

图 15 建筑施工企业债务负担情况

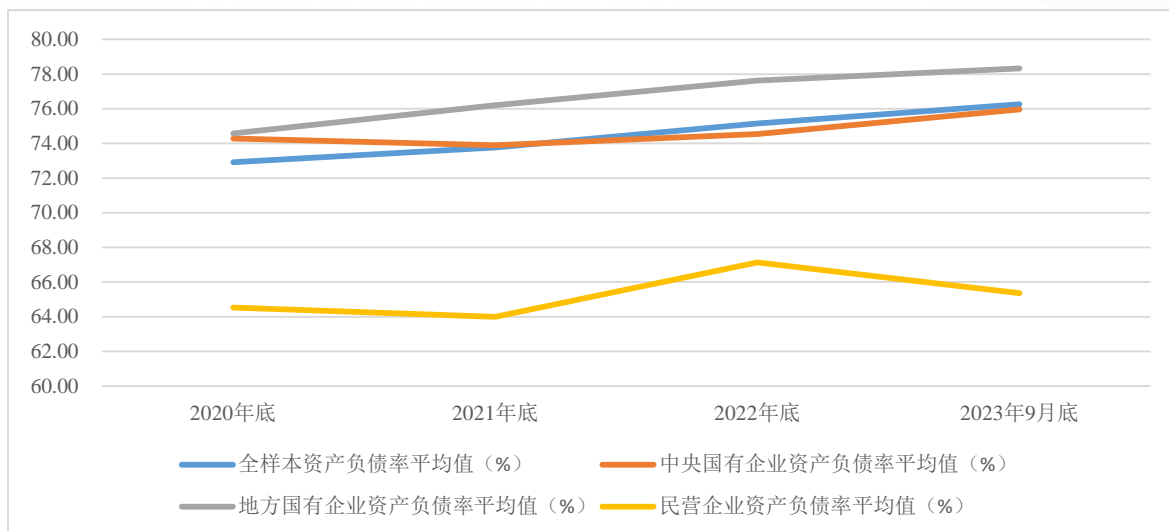


资料来源：联合资信根据公开资料整理

从不同所有制建筑施工企业来看，受融资环境相对宽松、政策导向下资金投放更多流向龙头企业等因素影响，中央国有企业和地方国有企业融资规模扩大，杠杆水平较高；民营企业债务融资规模收缩，杠杆水平有所下降。

从不同所有制建筑施工企业来看，截至 2023 年 9 月底，中央国有企业和地方国有企业资产负债率平均值分别为 75.97% 和 78.32%，分别较上年底增长 1.43 个百分点和增长 0.70 个百分点，中央国有企业和地方国有企业较民营企业融资环境相对宽松，且政策导向下的资金投放更多流向建筑业龙头企业，在经历主动去杠杆后负债水平有所企稳；民营企业资产负债率平均值为 65.37%，较上年底下降 1.77 个百分点，主要系民营企业融资环境相对紧张导致债务规模被动收缩。

图 16 建筑施工企业杠杆水平情况



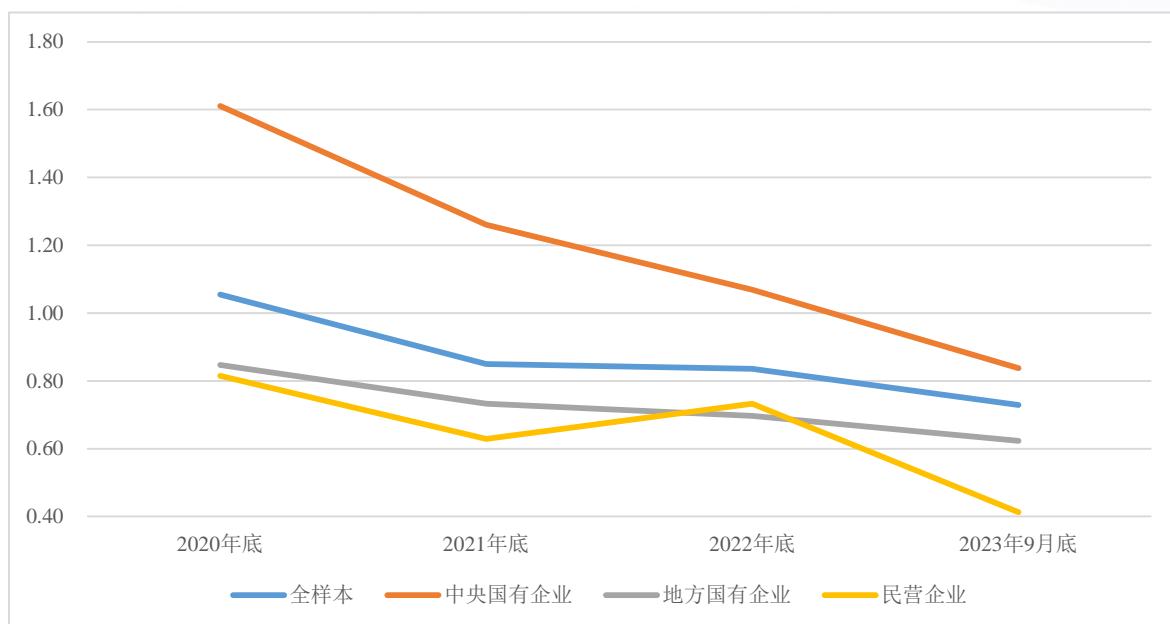
资料来源：联合资信根据公开资料整理

(3) 建筑施工企业偿债指标

近年来，建筑施工企业的流动性压力进一步显现，短期流动性趋紧，不同所有制企业之间分化程度较高，民营企业短期偿债压力大且流动性紧缩趋势更加明显，需持续关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。

短期偿债指标方面，分企业性质看，中央国有企业短期偿债指标表现整体较强，地方国有企业短期偿债指标表现尚可，民营企业受到再融资能力削弱影响，短期偿债指标表现波动下降。截至 2023 年 9 月底，中央国有企业货币资金/短期债务中位数为 0.84 倍，较上年底下降 21.63%；地方国有企业货币资金/短期债务中位数为 0.62 倍，较上年底下降 10.63%；民营企业货币资金/短期债务中位数为 0.41 倍，较上年底下降 43.77%。建筑施工企业短期流动性整体趋紧，中央国有企业和地方国有企业短期流动性分化程度不断降低，民营企业较国有企业短期偿债压力更大，流动性紧缩趋势更加明显。

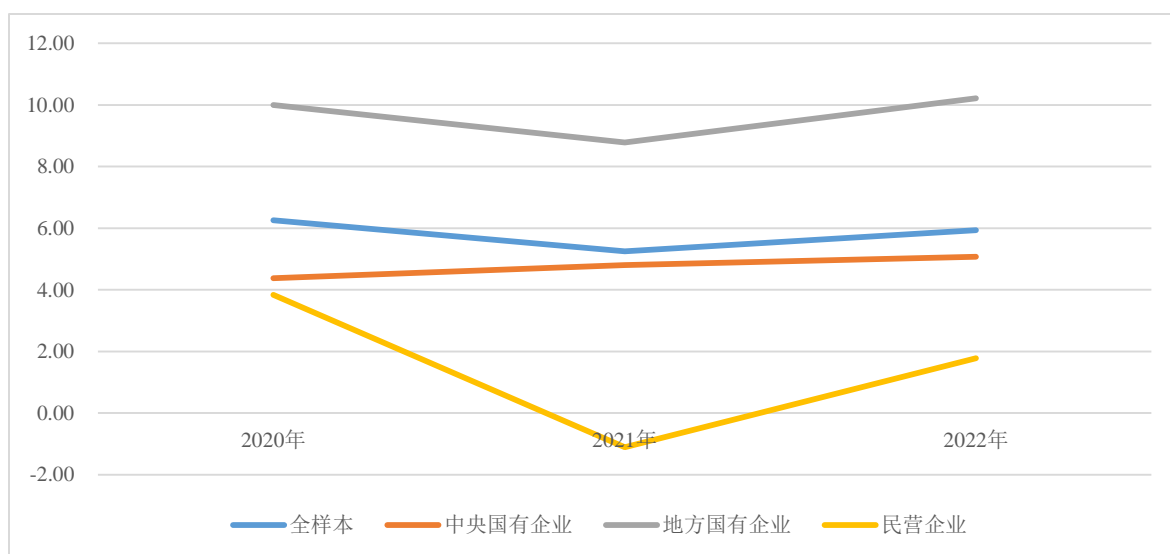
图 17 不同所有制建筑施工企业货币资金/短期债务中位数变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债指标方面，2020—2022 年，建筑施工企业全部债务/EBITDA 中位数波动下降，分别为 6.26 倍、5.25 倍和 5.93 倍，整体长期偿债指标表现有所改善。分企业性质看，2022 年，中央国有企业全部债务/EBITDA 中位数为 5.07 倍，较 2021 年增长 5.55%；地方国有企业全部债务/EBITDA 中位数为 10.21 倍，较 2021 年增长 16.25%；民营企业全部债务/EBITDA 中位数由负转正，为 1.78 倍。

图 18 不同所有制建筑施工企业全部债务/EBITDA 中位数变动情况（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

2023 年前三季度，建筑施工企业发债期数及规模同比有所增长，短期债券更受投资人青睐，一般中期票据和私募债发行规模较上年同期增幅明显；从交易场所看，银行间债券发行期数及规模均领先于交易所债券且差距有所扩大；从发行主体级别看，高等级发行主体优势明显；从企业性质看，中央国有企业发债主体数量及发债规模明显领先于其他所有制企业，且优势同比有所扩大。

发债期数及规模有所增长。从债券类型看，2023 年前三季度，建筑施工企业共发行各类债券 342 期，同比增长 11.76%；共发行各类债券规模 4379.06 亿元，同比增长 27.93%。除一般短期融资券和一般企业债外，其他债券类型的发行规模同比均有所增长，其中一般中期票据和私募债发行规模增幅明显。超短期融资债券发行规模仍为最大，但发行规模占比有所下降，此外一般短期融资券、一般公司债及一般企业债发行规模占比亦有所下降，私募债及一般中期票据发行规模占比有所增长。

表 3 2023 年前三季度建筑施工企业发行债券类型同比情况（单位：期、亿元）

债券类型	2022 年前三季度			2023 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 (%)		
超短期融资债券	188	2163.70	63.21	159	2357.00	53.82	-15.43	8.93
私募债	9	57.91	1.69	12	87.90	2.01	33.33	51.79
一般短期融资券	5	32.50	0.95	1	9.00	0.21	-80.00	-72.31
一般公司债	58	764.47	22.33	76	872.20	19.92	31.03	14.09
一般企业债	2	11.00	0.32	1	10.00	0.23	-50.00	-9.09
一般中期票据	44	393.50	11.50	93	1042.96	23.82	111.36	165.05
合计	306	3423.08	100.00	342	4379.06	100.00	11.76	27.93

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有所扩大。从交易场所看，2023 年前三季度，建筑施工企业发行交易所债券 88 期，同比增长 31.34%；交易所债券发行金额 960.10 亿元，同比增长 16.75%。同期，建筑施工企业共发行银行间债券 254 期，同比增长 6.28%；银行间债券发行金额 3418.96 亿元，同比增长 31.46%。

表 4 2023 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	2022 年前三季度			2023 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 (%)		
交易所	67	822.38	24.02	88	960.10	21.92	31.34	16.75

上海	63	792.38	23.15	74	825.10	18.84	17.46	4.13
深圳	4	30.00	0.88	14	135.00	3.08	250.00	350.00
银行间	239	2600.70	75.98	254	3418.96	78.08	6.28	31.46
合计	306	3423.08	100.00	342	4379.06	100.00	11.76	27.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

高等级主体更受资本青睐。从发行主体级别看，2023 年前三季度，建筑施工企业 AAA 级主体共发行债券 253 期，同比增长 4.98%；AAA 级主体发债规模为 3781.36 亿元，同比增长 25.08%。同期，AAA 级主体债券发行规模占同期总发行规模的 86.35%，同比下降 1.97 个百分点，规模优势仍突出。此外，AA⁺和 AA 级主体债券发行期数及发行规模均同比有所增长，发行规模占同期总发行规模的比重较上年同期均有所提升。

表 5 2023 年前三季度建筑施工企业不同主体级别债券发行同比情况（单位：期、亿元）

主体级别	2022 年前三季度			2023 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	241	3023.20	88.32	253	3781.36	86.35	4.98	25.08
AA ⁺	41	304.10	8.88	56	433.00	9.89	36.59	42.39
AA	24	95.78	2.80	33	164.70	3.76	37.50	71.96
合计	306	3423.08	100.00	342	4379.06	100.00	11.76	27.93

资料来源：联合资信根据公开资料整理

中央国有企业发债规模明显领先于其他所有制企业，且发债主体数量及发债规模占比均有所增长。从企业性质看，2023 年前三季度，中央国有企业发行债券 220 期，同比增长 19.60%，发行债券金额为 3369.56 亿元，同比增长 36.30%，中央国有企业在发行数量及金额方面大幅领先于其他所有制企业；同期，中央国有企业发行债券规模占总发行规模的 76.95%，同比增长 4.75 个百分点。2023 年前三季度，建筑施工企业发债主体数量同比增长 2.74%，其中中央国有企业和民营企业发债主体数量较上年同期无变化，地方国有企业发债主体数量同比增加 2 家。

表 6 2023 年前三季度建筑施工企业不同企业性质债券发行同比情况（单位：期、亿元、家）

企业性质	2022 年前三季度				2023 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	184	2471.60	72.20	38	220	3369.56	76.95	38	19.60	36.30
地方国有企业	121	947.98	27.69	34	121	1006.00	22.97	36	0.00	6.12
民营企业	1	3.50	0.10	1	1	3.50	0.08	1	0.00	0.00

合计	306	3423.08	100.00	73	342	4379.06	100.00	75	11.80	27.90
----	-----	---------	--------	----	-----	---------	--------	----	-------	-------

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

2023 年前三季度，我国宏观政策继续坚持稳中求进的政策总基调，央行加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，维持债券市场流动性合理充裕。

2023 年上半年，我国宏观政策以贯彻落实二十大报告、中央经济工作会议、全国两会决策部署及中央政治局会议精神为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，同时强调“保持政策连续性稳定性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”，经济运行整体企稳回升。债券市场运行方面，2023 年上半年，央行加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，维持债券市场流动性合理充裕。上半年利率债收益率总体呈现波动下行态势，主要信用债发行利率均有所上行。

2023 年三季度以来，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。从货币政策操作来看，2023 年 8 月央行 1 年期 MLF 利率下调 15 个基点，同时短期政策利率的 7 天逆回购利率下调 10 个基点，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，发挥好存款利率市场化调整机制重要作用。2023 年 9 月 15 日央行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，该举措将释放约 1.2 万亿元人民币的流动性，有利于保持市场合理充裕，支持实体经济持续恢复向好。2023 年四季度货币政策没有采取降准的措施，MLF 短期流动性投放量较多。进入明年一季度之后，货币政策大概率延续 MLF 投放流动性的措施，长债利率或保持强势。

2023 年前三季度，建筑业发债主体债券发行利率均值整体较上年同期有所上升，信用等级对信用利差表现出较强的区分度。

2023 年前三季度，建筑业发债主体债券发行利率均值整体较上年同期有所上升，其中超短期融资券和一般企业债券的发行利率均值上升幅度较明显。值得关注的是，超短期融资券 AAA 级债券发行利率区间宽度较大，主要系部分 AAA 级地方国有企业超短期融资券发行利率明显高于正常水平所致，该情况亦导致超短期融资券发行利差出现级差为负现象，即 AAA 级主体和 AA⁺级主体的超短期融资券发行利差出现倒挂。

若剔除上述极值干扰，信用等级对信用风险仍表现出较强的区分度，即建筑业债券发行主体的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系。

表 7 2023 年前三季度建筑业债券发行主体主要券种发行利率及发行利差统计（单位：家）

项目	2022 年前三季度	2023 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	188	1.27~5.20	2.53	66.32	--	159	1.79~7.87	3.06	106.33	--
		AAA	155	1.27~5.20	2.50	64.81	--	126	1.79~7.87	3.08	108.45	--
		AA ⁺	23	1.70~3.70	2.54	69.15	4.34	22	2.14~3.90	2.80	82.94	-25.51
		AA	10	2.18~3.90	2.83	83.10	13.95	11	2.56~6.00	3.39	128.76	45.82
	一般短期融资券	小计	5	2.50~4.20	3.07	110.82	--	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--
		AAA	2	2.50~2.55	2.53	55.16	--	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--
		AA ⁺	1	4.20~4.20	4.20	224.93	169.77	--	--	--	--	--
		AA	2	2.80~3.30	3.05	109.42	-115.52	--	--	--	--	--
中长期	一般公司债	小计	58	2.44~5.70	3.17	80.08	--	76	2.30~6.50	3.30	93.93	--
		AAA	52	2.44~5.70	3.13	77.01	--	65	2.30~4.50	3.20	85.19	--
		AA ⁺	5	2.50~4.90	3.55	107.79	30.78	6	2.85~3.98	3.43	111.35	26.16
		AA	1	3.20~3.20	3.20	101.00	-6.79	5	3.49~6.50	4.42	186.67	75.33
	一般企业债	小计	2	3.40~3.76	3.58	109.30	--	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--
		AAA	1	3.76~3.76	3.76	133.85	--	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--
		AA ⁺	1	3.40~3.40	3.40	84.74	-49.11	--	--	--	--	--
		AA	-	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	一般中期票据	小计	44	2.20~5.90	3.74	139.87	--	93	2.68~6.50	3.70	136.57	--
		AAA	28	2.20~5.70	3.64	130.42	--	56	2.68~6.50	3.46	113.52	--
		AA ⁺	8	3.19~4.50	3.80	142.49	12.07	28	3.14~5.88	3.92	160.42	46.90
		AA	8	2.74~5.90	4.03	170.31	27.83	9	3.70~5.80	4.51	205.75	45.33
总计			297	1.27~5.90	2.85	80.94	--	330	1.79~7.87	3.30	112.28	--

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；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 个子级的利差均值。

资料来源：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

2023 年 1—9 月，建筑业债券市场发行主体中无信用等级调升情况，共有 1 家发行主体信用等级发生下调，系由 AA⁻下调至 A⁺，并伴随评级展望调整，信用等级调降率为 0.47%。从等级调整企业性质来看，该信用等级调降主体为民营企业。

八、总结

作为国民经济支柱产业之一，建筑业周期性明显，其发展情况与宏观经济走势高度相关。2023 年以来，随着经济社会全面恢复常态化运行以及宏观政策调控发力，国民经济持续恢复向好，但受房地产投资持续低迷和基建投资增幅放缓影响，前三季度全国建筑业总产值增速和新签合同额增速同比均有所回落，总体维持中低速增长，行业增加值占国内生产总值比重同比略有提高，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。建筑业发展受政策影响较大，在推动高质量发展的背景下，行业政策主要为推进标准化

作业和促进行业转型升级。从需求端来看，房地产行业利好政策持续推出，加快推进“三大工程”建设将有利于对冲房地产投资下行压力，成为房地产投资增量的新抓手，对基建投资亦可起到带动作用；基建投资增速较上年同期小幅回落，但稳增长政策调控叠加专项债券方面的资金支持力度增强，基建投资潜力或将得到逐步释放。

由于建筑施工行业的业务模式一般会产生较大规模垫资，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为突出。2023 年，建筑施工企业的下游房地产行业景气度较低，对建筑施工企业回款速度造成影响，建筑施工企业的流动性压力进一步显现，短期流动性趋紧，不同所有制企业之间分化程度较高，民营企业短期偿债压力大且流动性紧缩趋势更加明显。

在建筑业下行周期，建筑业行业集中度进一步提升，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进度。从不同所有制企业来看，公共卫生事件爆发以来，中央国有企业和地方国有企业表现出更强的经营韧性，而民营企业营收和利润增速均下滑明显。同时，中央国有企业和地方国有企业较民营企业融资环境相对宽松，融资规模和杠杆水平呈增长趋势，而民营企业融资环境相对紧张导致债务规模被动收缩，杠杆水平有所下降。从发债情况来看，中央国有企业发债主体数量及发债规模明显领先于其他所有制企业且优势有所扩大，且高等级主体融资优势明显，信用等级对信用利差表现出较强的区分度。

整体看，联合资信认为建筑施工行业政策以高质量发展转型为主导，加快推进“三大工程”建设或将改善房地产行业预期，基建投资未来或将保持中高速增长。在行业升级转型和需求端积极改善的背景下，短期内建筑业仍将保持中低速增长趋势。建筑业行业集中度将持续提升，需重点关注偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部企业。

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。