

地产投资增速探底，行业或将保持中低速温和增长 ——建筑施工行业研究报告

联合资信 公用评级一部 | 张雪婷 | 高志杰 | 陈佳琪 | 杨 柳 | 何 泰 | 刘 瑞

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，2022 年以来全国经济受疫情影响下行压力加大和房地产投资持续探底，建筑业总产值维持中低速增长态势。

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。2022 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，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明显，民营企业短期偿债压力较大。

近年来，中央国有企业债券发行明显领先其他所有制企业且优势逐渐扩大，信用等级对信用利差表现出一定的区分度。

整体看，联合资信认为建筑施工行业目前内部分化愈加明显，应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。



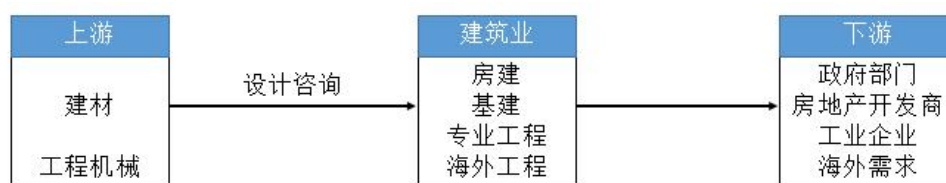
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



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，建筑业主要由基础设施建设、房屋建设、工业企业投资和海外工程需求四大板块直接推动。

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，其发展与固定资产投资密切相关。2022 年前三季度，受基础设施建设投资持续发力影响，建筑业总产值增速持续回升，行业增加值占国内生产总值的比重同比略有提高，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

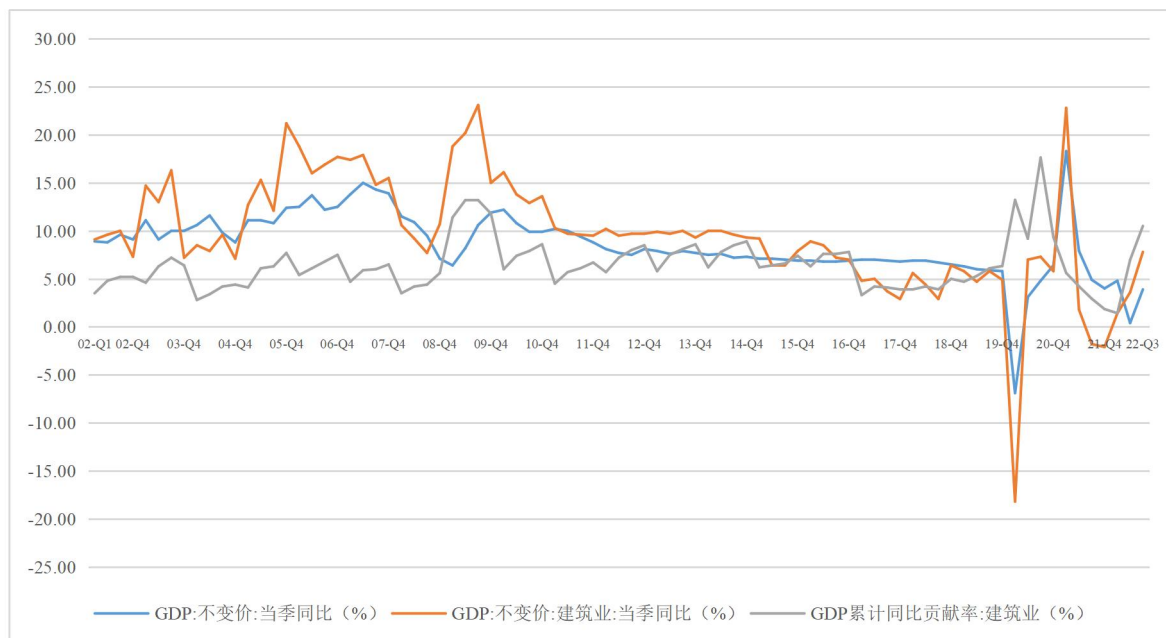
建筑业在国民经济中发挥着重要作用，其变动趋势与宏观经济走势大致相同。近年来，随着经济增速的持续下行，建筑业整体增速也随之放缓。2017 年之前，建筑业总产值单季增速基本高于 GDP 增速，自 2017 年起，建筑业总产值增速长期低于 GDP 增速。受 2020 年“新冠”疫情冲击，经济下行压力显著加大，一季度建筑业总产值增速同比快速回落，下降速度大幅高于 GDP 增速，二季度开始增速明显回暖。2021 年以来，建筑业总产值单季增速持续下降，一季度、二季度、三季度及四季度增速分别为 22.80%、1.80%、-1.80%和-2.10%，下半年以来建筑业总产值同比呈现负增长。2022 年以来，基础设施建设投资持续发力，建筑业总产值单季增速持续回升，一季度、二季度及三季度增速分别为 1.40%、3.60%和 7.80%。

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 6.7%以上，2021 年为 7.0%。2022 年前三季度，建筑业实现增加值 58025.0 亿元，同比增长 4.8%，增速高于国内生产总值增速 1.8 个百分点，建筑业增加值占国内生产总值的比重为 6.7%，略高于 2021 年前三季度比重（6.6%）。建筑业通常第四季度的产值占比更高，预计 2022 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

2022年以来全国经济受疫情影响下行压力加大，国家加大宏观政策调控力度，未来建筑业或将保持中低速温和增长态势。

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。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，受疫情冲击，二季度GDP同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP当季同比增速回升至3.90%。

作为国民经济支柱产业之一，2022年1—9月，全国建筑业实现总产值20.62万亿元，同比增长7.82%，增速较上年同期下降6.09个百分点，主要系受疫情冲击和房地产行业投资持续下降影响所致；房地产业前三季度增速-4.40%，在同期全国各行业GDP增速中最低，房地产业景气度对建筑业产值增长造成较大影响。

宏观政策方面，2022年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。一季度期间，国际环境复

杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，“稳增长、稳预期”成为宏观政策焦点，政策发力适当靠前。二季度期间，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台稳经济一揽子政策措施，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。2022 年 9 月 28 日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。另外，要求各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。2022 年 12 月 15 日，2022 年中央经济工作会议召开，再次强调 2023 年经济工作要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。

（2）行业监管与行业政策

建筑业发展受政策影响较大，在“双碳”目标的约束下，绿色低碳行业的信用质量有望继续改善；此外下游需求和行业监管的调整也会对建筑业产生重要影响。2022 年以来，房地产投资持续探底但行业政策环境持续回暖，基建投资持续发力，预计建筑业未来整体或将保持中低速温和增长态势。

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。目前，我国正在进入新发展阶段，以推动高质量发展为主题，围绕构建“双循环”新发展格局、实现“双碳”目标、防范化解重大风险等重大战略任务，制定实施了一系列行业监管政策。

2022 年以来，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）的信用质量有望继续改善。12 月 14 日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》（以下简称“《规划》”），要求持续推进重点领域补短板投资，加快交通基础设施建设，加强能源基础设施建设，加快水利基础设施建设，完善物流基础设施网络，加快生态环保设施建设力度，完善社会民生基础设施。该《规划》有望持续拉动基础设施投资，推动公路、铁路及公路等基础设施建设发展。

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。在市场景气度加速下行背景下，为防范行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，2022年以来中央多次释放维稳信号，将“保交楼”作为下半年工作重点之一，具体措施包括设立“地产纾困基金”，通过资产处置、资源整合和重组等方式，参与问题楼盘盘活及困难房企救助等纾困工作等，“房住不炒”仍为政策主基调。2022年3月，国务院金融委会议讨论关于房地产行业应及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案等内容；4月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7月，国内多地爆发“停工断贷”风波，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”工作；8月，国务院常务会议明确9月上旬接续政策细则应出尽出，且再派一批督导和服务工作组，赴若干省份推动政策落实，释放了尽快稳住经济大盘的重要信号；9月，四部委出台的信贷支持和税收优惠继续在房地产市场需求端发力；11月，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，央行联合银保监会支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度。尽管房地产行业政策环境持续回暖，但政策效果显现与资金回笼尚需时间。

基建投资方面，2022年以来地方政府债券发行明显前置和提速。2022年3月，国务院常务会议（以下简称“国常会”）部署用好政府债券扩大有效投资，要求2021年提前下达的额度5月底前发行完毕，2022年下达的额度9月底前发行完毕。在二季度经济下行压力明显增大的背景下，地方债发行再次提速，2022年5月，国务院要求加快今年已下达的3.45万亿元专项债券发行使用进度，在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。政策引导下，2022年地方债发行明显前置，二季度发行最为密集，其中5月份、6月份分别发行1.21万亿元和1.93万亿元，6月份发行规模创下地方债单月发行高峰，上半年已基本完成本年度新增债券发行任务。但疫情扩散进一步加重了下半年经济下行及财政收支压力，8月份以来，国常会提出接续政策措施，决定依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜，要求各地在10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。2022年，在房地产投资持续探底的背景下，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显，预计基建投资有望回升。

整体看，房地产和基建投资作为提振建筑业的主力军，房地产行业整体信用质量有所改善但难言乐观，基建投资增速有望提升，建筑业或将长期保持中低速温和增长态势。

表 1 2022 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
2022 年 1 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于印发“十四五”建筑业发展规划的通知（建市〔2022〕11 号）	以建设世界建造强国为目标，着力构建市场机制有效、质量安全可控、标准支撑有力、市场主体有活力的现代化建筑业发展体系。主要任务为加快智能建造与新型建筑工业化协同发展，健全建筑市场运行机制，完善工程建设组织模式，培育建筑产业工人队伍，完善工程质量安全保障体系，稳步提升工程抗震防灾能力和加快建筑业“走出去”步伐
2022 年 3 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《建筑与市政工程无障碍通用规范》的公告（中华人民共和国住房和城乡建设部公告 2021 年第 174 号）	此规范为保障无障碍环境建设中无障碍设施的建设和运行维护而制定。新建、改建和扩建的市政及建筑工程无障碍设施工程应遵循以下原则：满足残疾人、老年人等有需求的人使用，消除他们在社会生活上的障碍；保证安全性和便利性，兼顾经济、绿色和美观；保证系统性无障碍设施之间有效衔接；从设计、选型、验收、调试和运营维护等环节保障无障碍通行设施、无障碍服务设施和无障碍信息交流设施的安全、功能和性能；无障碍信息交流设施的建设与信息技术发展水平相适应；各级文物保护单位根据需要在不破坏文物的前提下进行无障碍设施建设
2022 年 3 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知（建标〔2022〕24 号）	到 2025 年，努力实现城镇新建建筑全面建成绿色建筑，建筑能源利用效率稳步提升，基本形成绿色、低碳、循环的建设发展方式。重点发展任务包括：提升绿色建筑发展质量，提高新建建筑节能水平、加强既有建筑节能绿色改造、推动可再生能源应用、实施建筑电气化工程、推广新型绿色建造方式促进绿色建材推广应用、推荐区域建筑能源协同和推动绿色城市建设
2022 年 3 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《装配式住宅设计选型标准》的公告	此标准为衔接装配式建筑标准化与商品部件应用之间联系，引领设计人员掌握以标准化部品部件为核心的系统集成设计，推进全产业链协同发展；装配式住宅应选用标准化程度高、接口通用性强、性能优良、安装高校、维护更换便捷的部品部件，满足住宅安全耐久、绿色环保、健康舒适和经济使用等性能要求。
2022 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《装配式建筑用墙板技术要求》的公告	此要求规定了装配式建筑用墙板的术语、定义、分类和标记、一般要求、要求、实验方法、检验规则、标志、报装、贮存和运输等
2022 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《建筑装配式集成墙面》的公告	此公告规定了建筑装配式集成墙面的术语、定义、分类和标记、一般要求、要求、实验方法、检验规则、标志、包装
2022 年 6 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部办公厅关于印发装配式钢结构模块建筑技术指南的通知	为贯彻执行国家技术经济政策，将系统化、标准化、集成化理念贯穿于模块建筑设计、制作、施工、运营维护全过程，引导模块建筑生产企业、设计单位、施工企业提升整体建造水平制定本规则；模块建筑的设计、制作、运输、安装、维护、拆除全过程应遵循工业化、系统化、标准化、集成化的原则，依托 BIM 信息化技术、工程总承包模式推进一体化建造、信息化管理和可循环利用，实现良好的建筑功能和经济社会效益
2022 年 7 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《市域快速轨道交通设计标准》的公告	为使市域快速轨道交通设施达到安全可靠、技术先进、功能完善、经济适用、运行高效、节能环保的目标，此规定要求市域快速轨道交通在运营组织、车辆、限界、线路、轨道、土建工程、机电工程、车辆基地、防灾和环境保护方面除应符合国家现行有关标准外还应符合本规定
2022 年 7 月	住房和城乡建设部、国家发展改革委	住房和城乡建设部、国家发展改革委关于印发“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知	为解决制约城市基础设施高质量发展的瓶颈，本通知要求“十四五”期间，城市建设以建设高质量城市基础设施体系为目标，以整体优化、协同融合为导向，从增量建设为主转向存量提质增效与增量结构调整并重，响应碳达峰、碳中和目标要求，统筹系统与局部、存量与增量、建设与管理、灰色与绿色、传统与新型城市基础设施协调发展，推进城市基础设施体系化建设；推动区域重大基础设施互联互通，促进城乡基础设施一体化发展；完善社区配套基础设施，打通城市建设管理“最后一公里”，保障居民享有完善的基础设施配套服务体系
2022 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《建筑与市政工程施工质量控制通用规范》的公告	为规范建筑与市政工程施工质量控制活动，提高施工质量控制水平，本规范要求建筑和市政工程在施工过程质量控制、施工质量验收和质量保修与维护过程中必须执行本规范
2022 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《城市轨道交通工程项目规范》的公告	为规范城市轨道交通工程规划建设和维护，保障城市轨道交通安全和运行效率，本规范要求城市轨道交通工程项目在限界、车辆、土建工程和机电设备系统方面必须执行本规范
2022 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《民用建筑通用规范》的公告	为规范民用建筑空间与部位的基本尺度、技术性要求及通用技术措施，本规范要求民用通用建筑在建筑面积与高度、建筑室外场地、建筑通用空间、建筑部件与构造方面必须执行本规范
2022 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《跨座式单轨交通设计标准》的公告	为使跨座式单轨交通工程设计达到安全可靠、功能合理、节能环保、经济适用和技术先进，本规定要求跨座式单轨交通在行车组织与运营管理、车辆、界限、线路、区间结构、道岔、车站建筑、车站结构、供电、售检票系统、自动扶梯人行道及电梯、站台屏蔽门、通风空调与供暖、给水与排水、信号

			通信、综合监控、运营控制中心、车辆基地、防灾、节能、环境保护与景观等方面必须执行本规范
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《煤矿井巷工程质量验收规范》局部修订的公告	为严格落实煤矿井巷工程质量管理主体责任，强化建设单位首要责任、全面落实质量终身责任制，对煤矿井巷工程中混凝土与钢筋混凝土工程、锚喷支护工程、防治水工程、井下附属工程部分进行修订
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《±800kV 直流换流站设计规范》局部修订的公告	为规范±800kV 直流换流站设计标准，对换流站站址选择、交流系统基本条件及直流输电系统的性能要求、换流站电气设计、换流站控制和保护设计、换流站通信设计、换流站土建、换流站辅助设施部分进行修订
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《烟花爆竹工程设计安全标准》的公告	为规范烟花爆竹工程安全设计、防范重大安全风险，预防生产安全事故，保障人民群众生命安全，烟花爆竹生产建设项目和批发经营仓库工程设计除应符合国家现行有关标准规定外还需要符合本标准
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	为规范矿山充填的工程设计和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，金属非金属地下矿山充填工程设计、生产作业和质量检测除符合国家现行有关标准外，还应符合本标准
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《农业建设项目验收技术标准》的公告	为统一农业建设项目验收标准、提高农业建设项目管理水平，保证项目建设和投资效益，本标准在农业建筑工程中间验收、农业田间工程中间验收、农机具和仪器设备中间验收、农业安装工程中间验收、单项工程验收、项目初步验收和项目竣工验收方面执行本标准
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	为统一石油化工建筑物的抗爆设计，做到安全可靠、技术先进、经济合理，石油化工建筑物抗爆设计在新建、扩建或改建过程中要严格执行本标准
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	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，尾矿堆积坝的勘察、评价、监测和治理执行本标准
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	为规范建筑与市政工程防水性能，保障人身健康和声明财产安全、生态环境安全、防水工程质量，满足经济社会管理需要，本规定要求在材料工程要求、设计、施工、验收和运行维护执行本规定

资料来源：联合资信根据公开资料整理

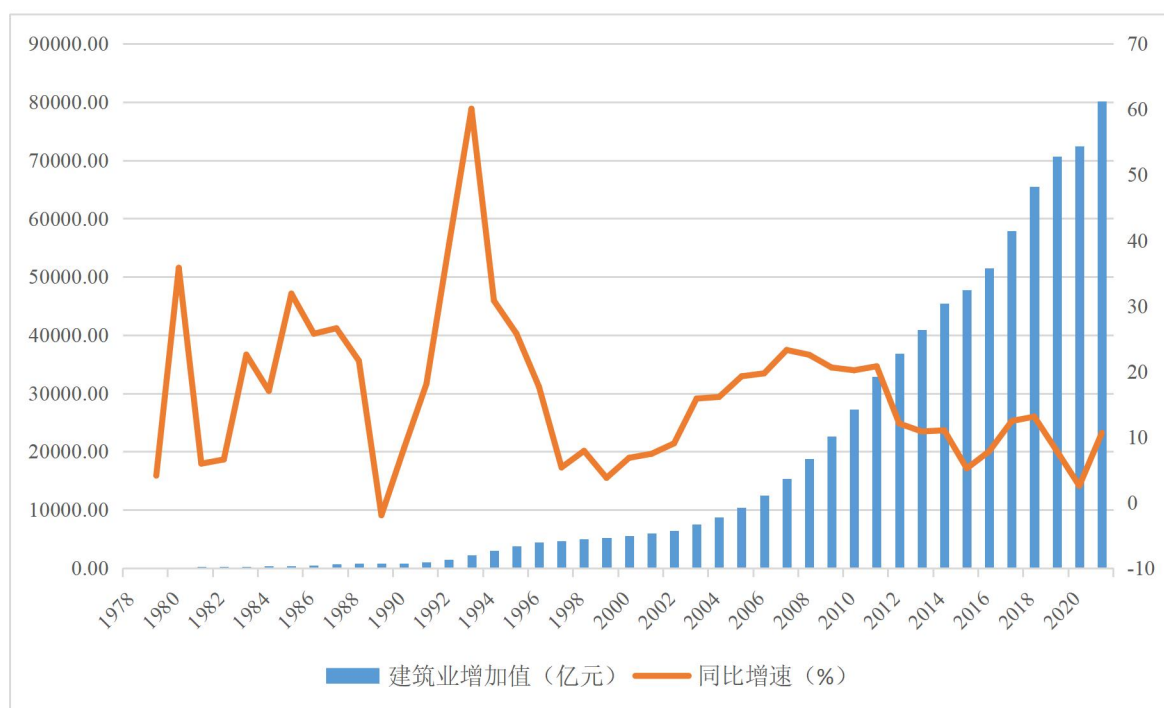
三、行业周期及目前所处的阶段

建筑业的长周期特征较为明显，且当前周期被动拉长，目前建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段。目前来看建筑业短期内仍存在下行压力，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，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。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。2021 年，建筑业增加值增速明显回升，主要受上年低基数影响增速有所提升。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，但考虑到目前下游需求房地产行业政策环境持续回暖，建筑业未来或将保持中低速的温和增长态势。

图 3 从建筑业增加值增速看行业周期性



注：1980 年建筑业增加值增速为 35.8%，增速显著高于前后两年，为特殊值不影响周期判断

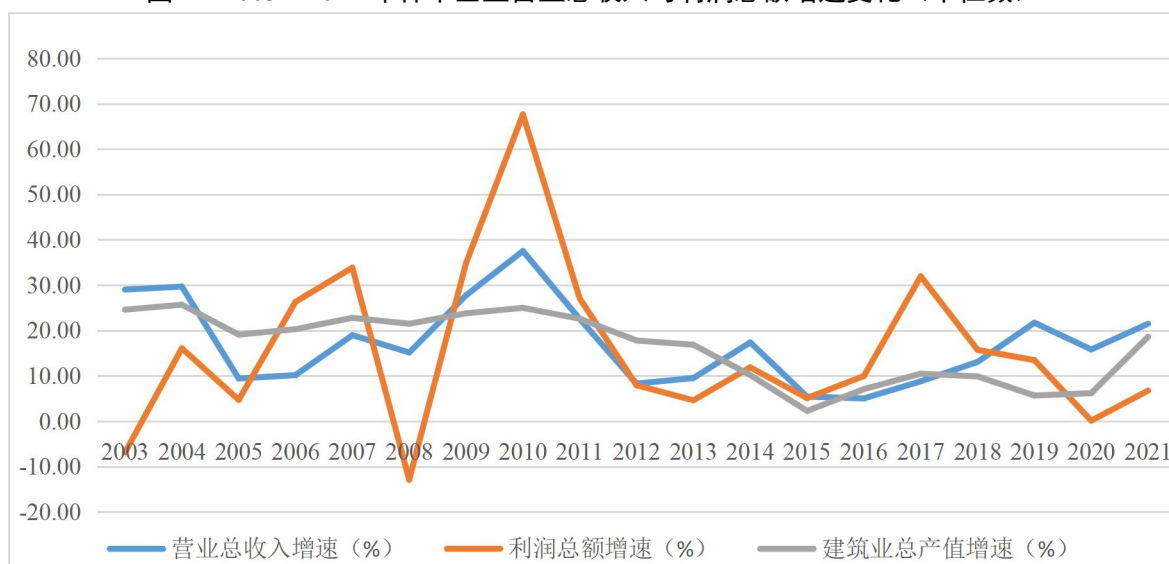
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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—2021 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—2021 年，样本企业营业总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。从营业总收入来看，在 2004 年、2010 年、2014 年和 2019 年均处于短周期内高位，但收入增速的峰值呈波动下降趋势，这也印证了建筑业处于长周

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。

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。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降，且受疫情影响，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。

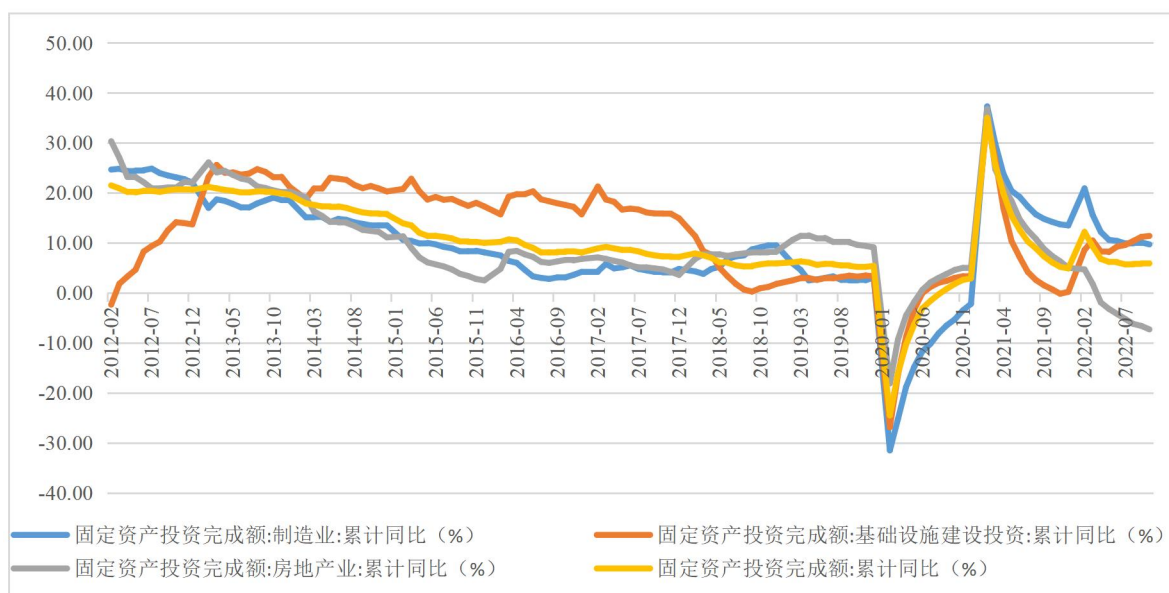
图 4 2003—2021 年样本企业营业总收入与利润总额增速变化（中位数）



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，2012 年起，基础设施建设投资增速处于长期下降趋势，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，受疫情影响，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 年上半年疫情逐步稳定，二、三和四季度房地产投资完成额增速和基础设施建设投资完成额（不含电力）增速陆续转正。2022 年 1—10 月，全国固定资产投资完成额 47.15 万亿元，同比增长 5.80%，增速降至 2019 年同期水平。其中，房地产投资增速持续下降，对固定资产投资的拉动作用进一步下降。

图5 2012年2月—2022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、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

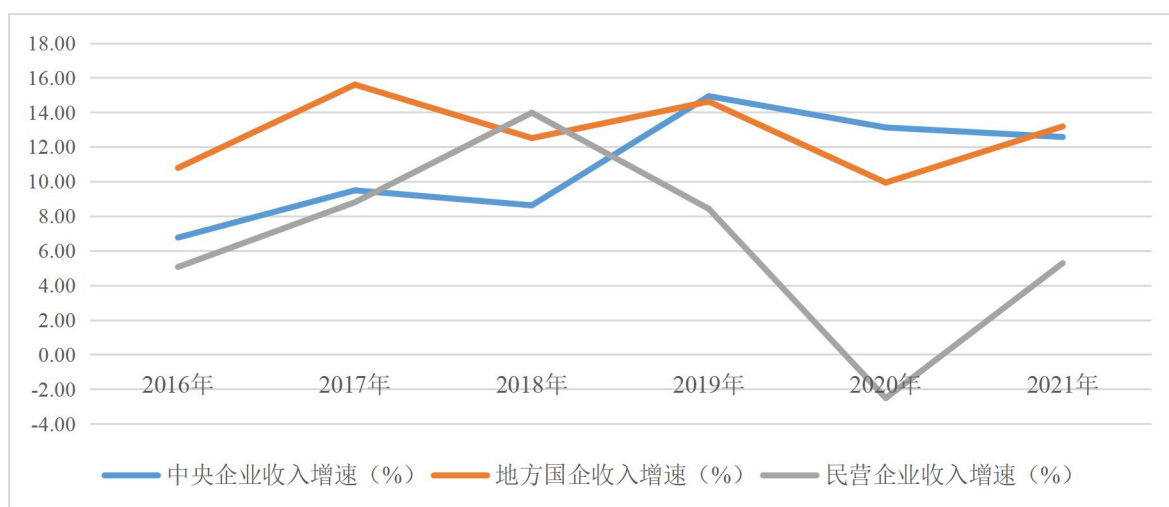
企业类型	代表企业	经营状况
五大中央国有企业	中国建筑	经过大规模的整合之后，具备了雄厚的资金实力，技术水平及资质等级高，中国建筑、中国铁建及中国中铁 2021 年实现超万亿营业收入，中国交建及中国电建 2021 年营收规模均超过 5000 亿元
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国交建	
	中国电建	
地方国有企业	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，管理机制灵活，成本控制能力强，近年取得了较快的发展，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

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和融资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。在当前去杠杆、金融严监管的背景下，房地产企业资金链偏紧，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，加之政府投入的公共资金流向趋向龙头企业，一定程度上提升了行业集中度。

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 年受疫情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，2021 年小幅回升。民营建筑业企业在行业景气度下行阶段和疫情冲击双重影响下，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、技术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—2021 年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

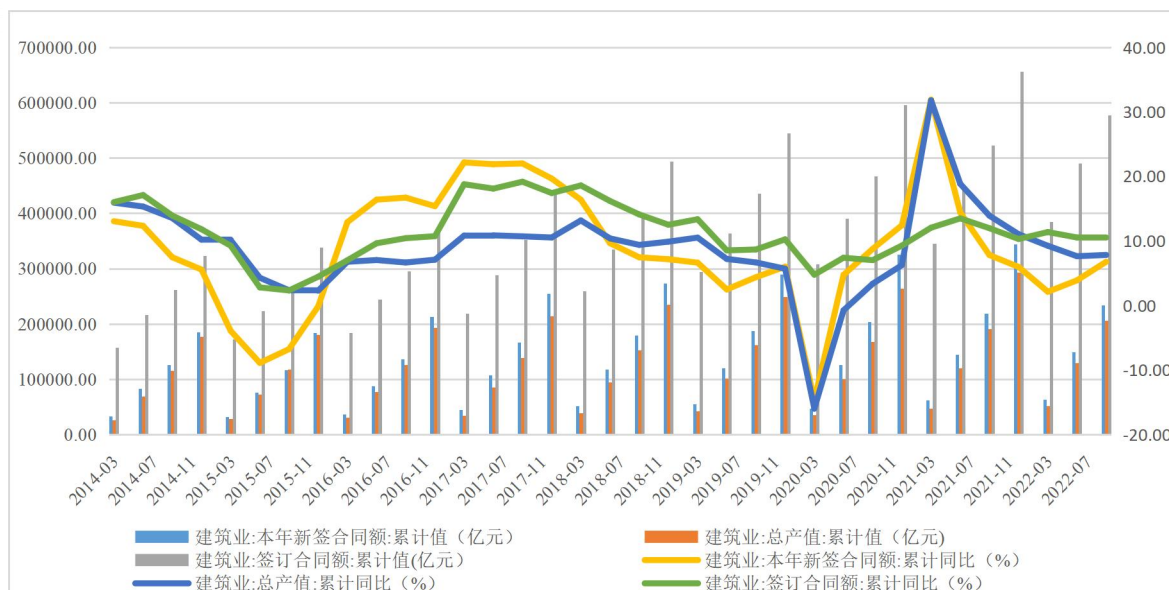
（1）行业增长分析

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，建筑业短期及长期均面临较大压力，未来有望维持中低速温和增长态势。

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“量”来看，全国建筑业 2022 年前三季度累计新签订单 23.43 万亿元，新签合同额累计同比增长 6.77%，增速较上年同期下降 1.04 个百分点。截至 2022 年 9 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）57.79 万亿元，累计同比增长 10.56%，增速较上年同期下降 1.40 个百分点。

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

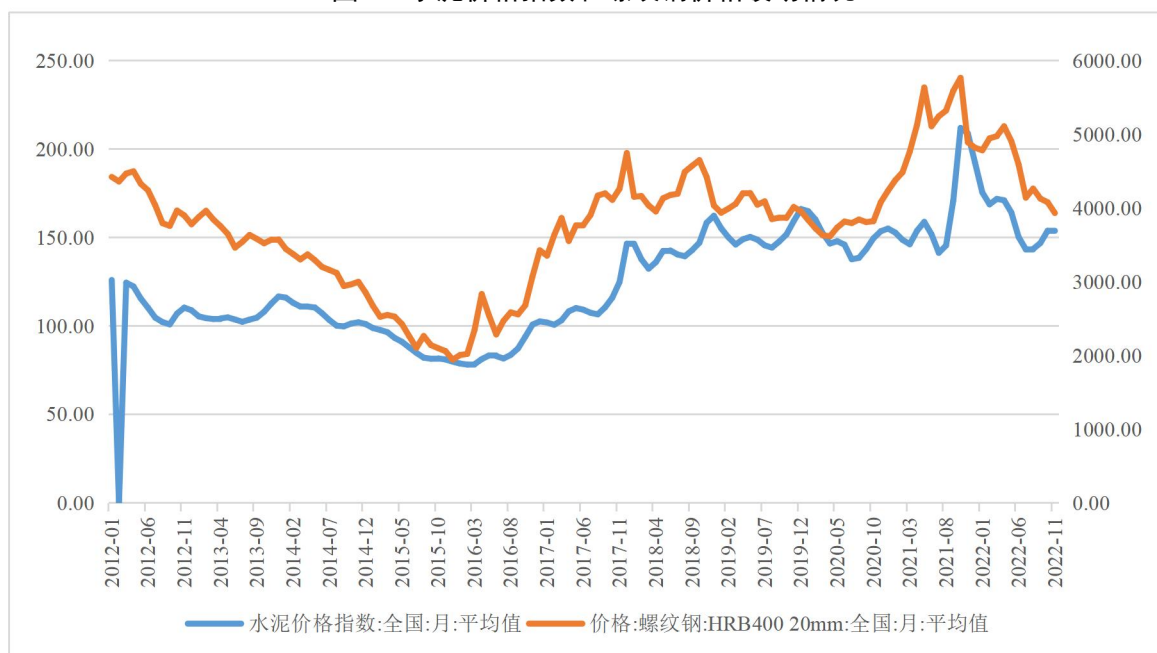
（2）建筑业上游分析

建筑业上游以水泥和钢材为主，2021 年以来，随着复产复工带动下游需求逐步恢复，水泥和钢铁价格快速回升，但 11 月以来价格均明显下跌，2022 年持续波动下跌态势，预计后期价格趋势将会继续以小幅回落为主。

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“新冠”疫情影响，下游需求较弱导致水泥价格保持相对低位；2020 年下半年，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 年以来，水泥价格快速攀升，11 月水泥价格大幅下跌，受原材料价格上涨影响，水泥企业生产成本增加，加之水泥价格同比处于低位，为平衡利润，水泥价格再次出现上涨；部分市场因需求表现不佳，水泥价格上涨未完全落实，价格出现回落；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。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“新冠”疫情影响，钢铁下游需求减弱，螺纹钢价格持续下降；2020 年下半年以来，随着国内疫情得到有效控制，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，主要系受疫情和经济预期下行

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。总体来看，水泥、钢铁价格波动较大，2021年以来随着后疫情时代经济及建筑业复苏带动需求的稳步提升，水泥、钢铁价格快速回暖，但11月以来价格出现回落，2022年持续波动下跌态势，预计后期仍将继续以小幅回落为主。

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

2022年以来，房地产调控政策边际放松，但房地产开发投资增速仍持续回落，新开工面积延续负增长态势，基建投资在稳增长政策发力带动下增速较上年明显回升，预计未来稳增长政策将持续发力，叠加专项债方面的资金支持，基建投资增速有望持续回升。

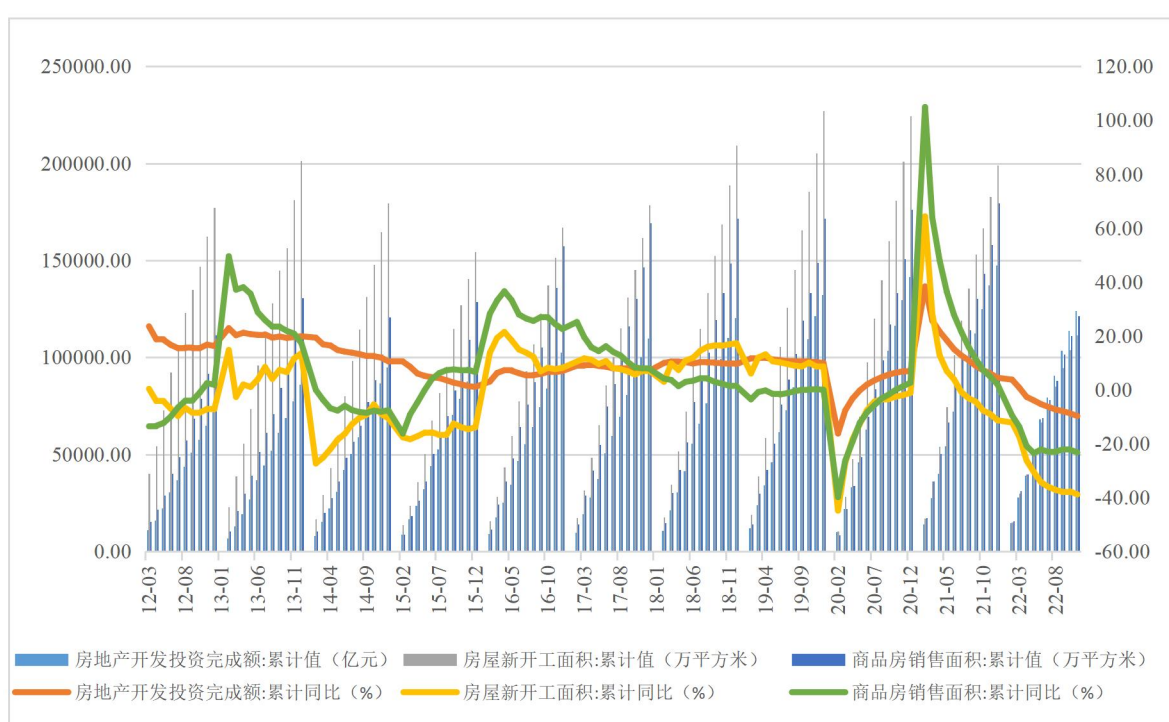
建筑业的下游需求可以大致分为房建和基建，分别对应固定资产投资中的房地产和基础设施这两大分项。房地产和基础设施投资增速在自2010年以来呈下降趋势，这也是导致建筑业进入下行周期的直接原因。

2022年1—11月，全国完成房地产开发投资123863.0亿元，同比下降9.8%，累计投资增速自2022年以来持续回落，并于4月由正转负。销售方面，2022年1—11月，全国商品房销售面积121250.0万平方米，同比下降23.3%，累计同比增速自2022年2月以来持续为负。施工方面，2022年1—11月，全国房屋新开工面积111632.0万平方米，同比下降38.9%，2021年7月以来累计同比增速持续为负，同时建筑施工

企业在房建项目方面的新签合同额有所下滑，对未来业绩增长产生不利影响。

2022 年以来，房地产行业政策环境持续回暖，行业融资政策边际放松。从销售端来看，2022 年 9 月 30 日，人民银行及银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。但由于 3 月以来，“新冠”疫情严峻各地防疫和封控等措施给房地产市场造成冲击，短期内房地产企业资金仍然较为紧张。

图 9 2012 年 2 月至 2022 年 11 月房地产投资、开工及销售情况



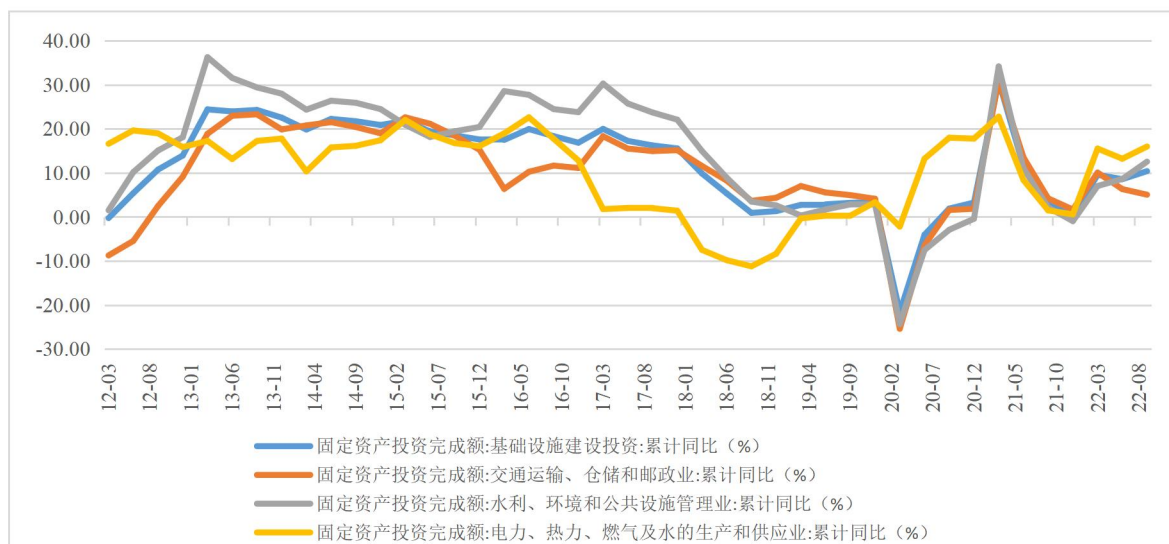
资料来源：联合资信根据公开资料整理

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 年以来，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 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 8.9%，增速较上年同期增幅明显，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显。

随着专项债发行提速，叠加专项债使用范围有所扩大，对开工项目的支持力度明显增强，基建投资或将成为建筑业增长主要驱动力。

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

2022 年前三季度，地方政府债券累计发行 1750 支，金额合计 63484.93 亿元，同比增长 13.05%。其中，三季度发行合计金额 10983.35 亿元，环比下降 67.94%。从资金用途看，2022 年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占比为 69.49%，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，2022 年前三季度，地方政府债券净融资额为 42445.57 亿元，较上年同期增长 28.57%。2022 年 5 月，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出在前期确定的交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施，市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程在内的九大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。基建投资向上改善动力加强，但受制于冬季天气因素、地方政府债务管理和项目审批趋严等因素制约，预计改善空间有限。

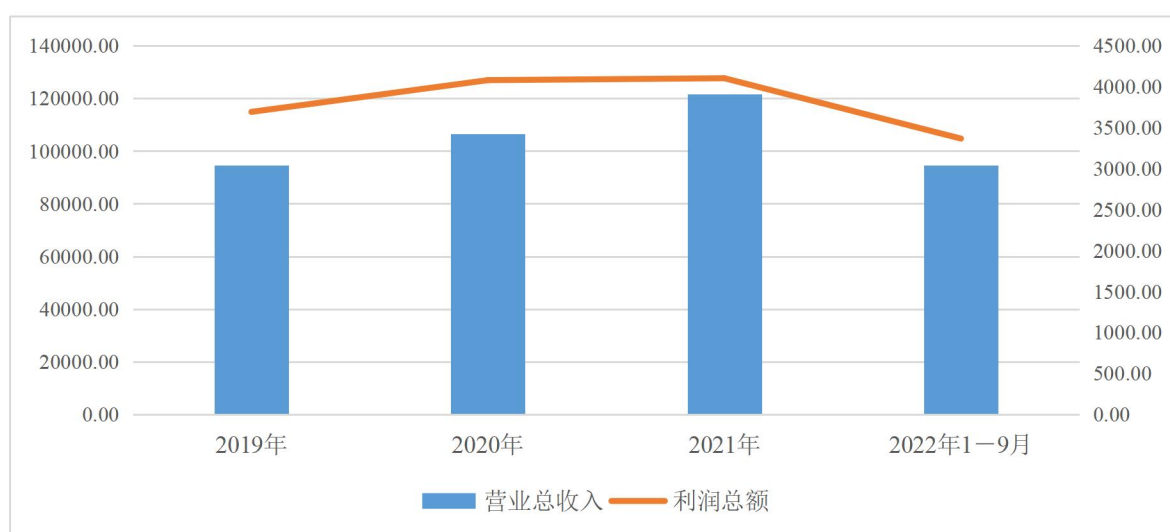
（4）建筑施工企业收入及盈利分析

近年来，建筑样本企业营业总收入和利润总额均呈增长趋势，利润规模增速明显低于收入增速；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同比增速，发债企业整体盈利水平较为稳定。

2019—2021 年，建筑样本企业营业总收入规模分别为 9.46 万亿元、10.66 万亿元

和 12.16 万亿元，年均复合增长 13.37%。同期，建筑样本企业利润总额合计分别为 3692.67 亿元、4079.86 亿元和 4103.06 亿元，年均复合增长 5.41%。建筑样本企业营业总收入和利润总额均呈增长趋势。2022 年 1—9 月，建筑样本企业营业总收入为 9.47 万亿元，同比增长 9.09%；同期，建筑样本企业利润总额为 3366.76 亿元，同比增长 2.83%。

图 11 2019 年以来建筑样本企业营业总收入及利润总额情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

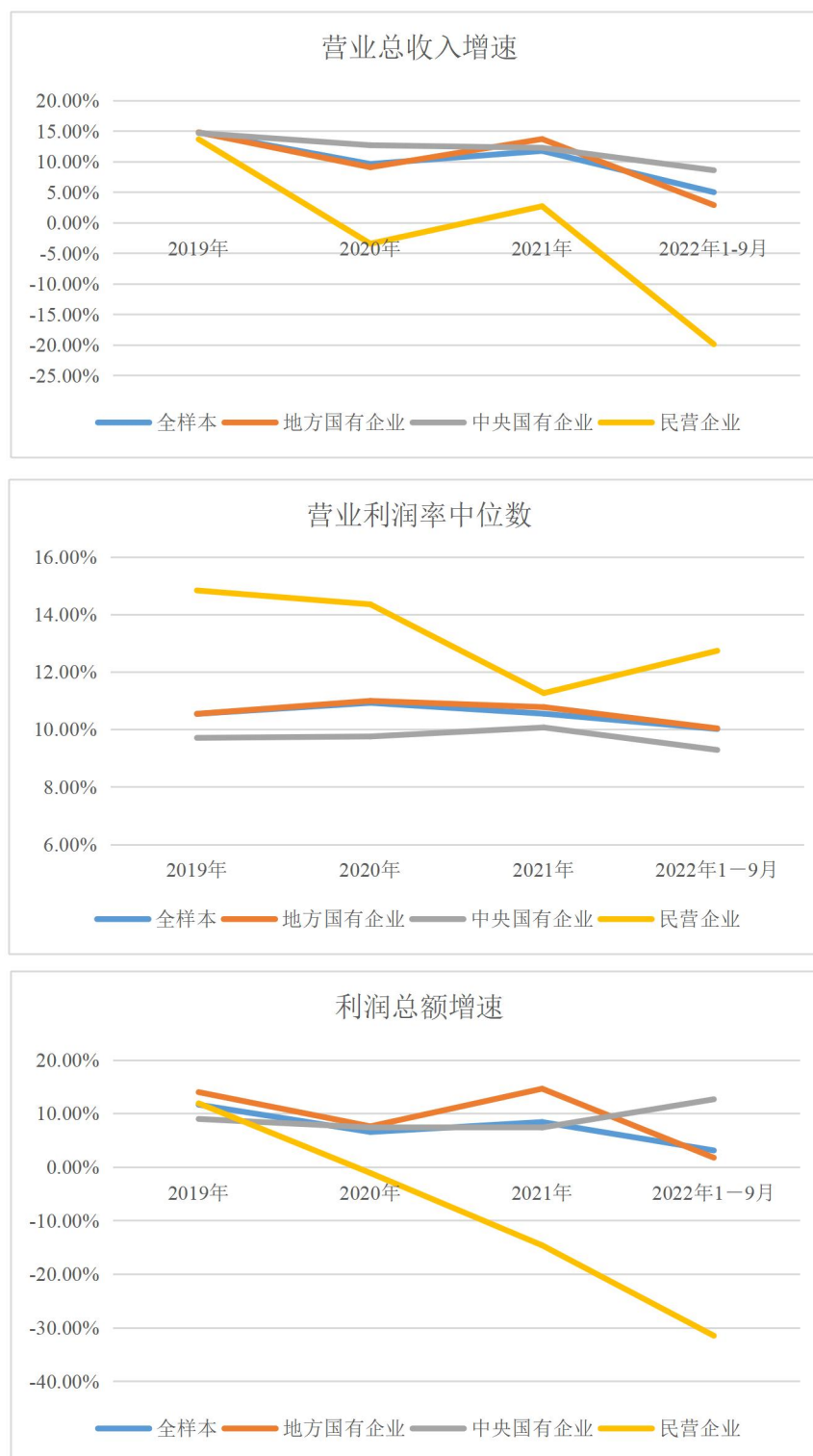
建筑样本企业营业利润率中位数在 10.00%~11.00% 之间波动，2019—2021 年分别为 10.54%、10.92% 和 10.54%。2022 年 1—9 月，建筑样本企业营业利润率中位数为 10.01%，较 2021 年 1—9 月（10.72%）下降 0.71 个百分点，整体较为稳定。

从不同所有制建筑施工企业来看，“新冠”疫情以来，受专项债加速落地和再融资政策放宽等政策影响，中央国有企业和地方国有企业收入增速和利润总额增速明显恢复；受地产行业冲击导致坏账计提规模扩大影响，民营企业收入增速及利润总额增速显著下降。

从不同所有制建筑施工企业来看，2022 年 1—9 月，中央国有企业、地方国有企业与民营企业之间的分化仍在持续。其中，中央国有企业、地方国有企业收入增速及利润总额增速在疫情后恢复明显，而民企收入增速及利润总额增速较疫情之前显著降低，主要系受行业竞争不断加剧及坏账计提规模扩大，以及中央国有企业和地方国有企业较早地受益于专项债加速落地和再融资政策放宽等政策影响所致。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，但整体降幅

最为明显。

图 12 不同所有制建筑施工企业收入增速、营业利润率中位数和利润总额增速情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

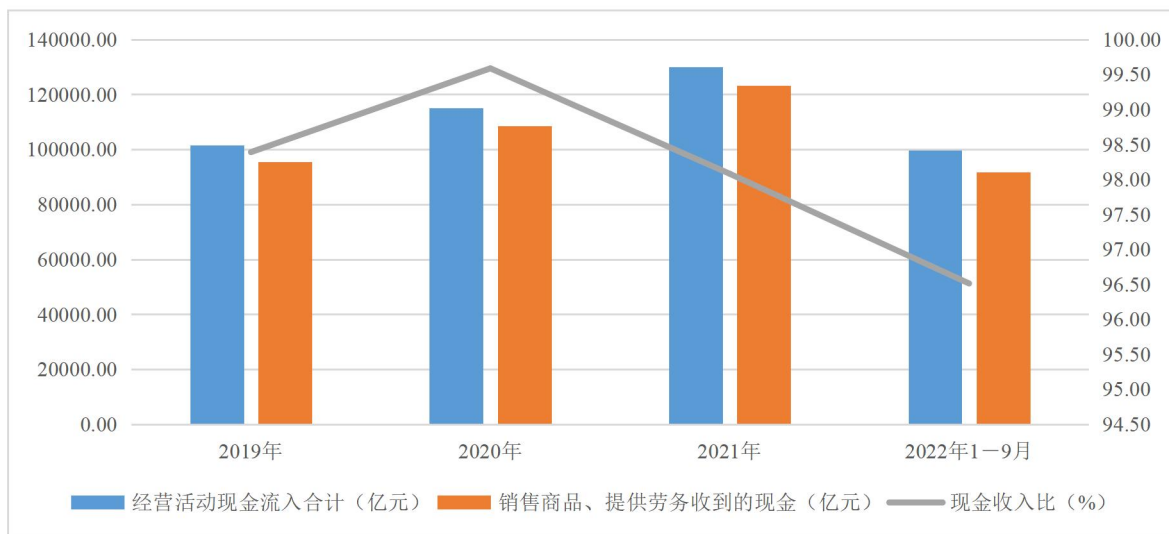
六、行业杠杆与偿债能力

（1）建筑施工企业现金流情况

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；2022 年前三季度，建筑行业经营回款质量保持稳定，受行业回款特征、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，经营和投资活动产生的现金流为负。

从经营活动现金流入规模及收现质量情况看，2019—2021 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 13.15%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计年均复合增长 13.55%，现金收入比中位数在 96.00%~100.00% 的区间波动，收现质量稳定且整体表现好。2022 年前三季度，建筑施工企业经营活动现金流入量合计 9.97 万亿元，同比增长 7.32%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计 9.18 万亿元，同比增长 6.95%，现金收入比中位数 96.51%，同比增长 0.39 个百分点，同比变化不大。

图 13 经营活动现金流入及收现质量情况

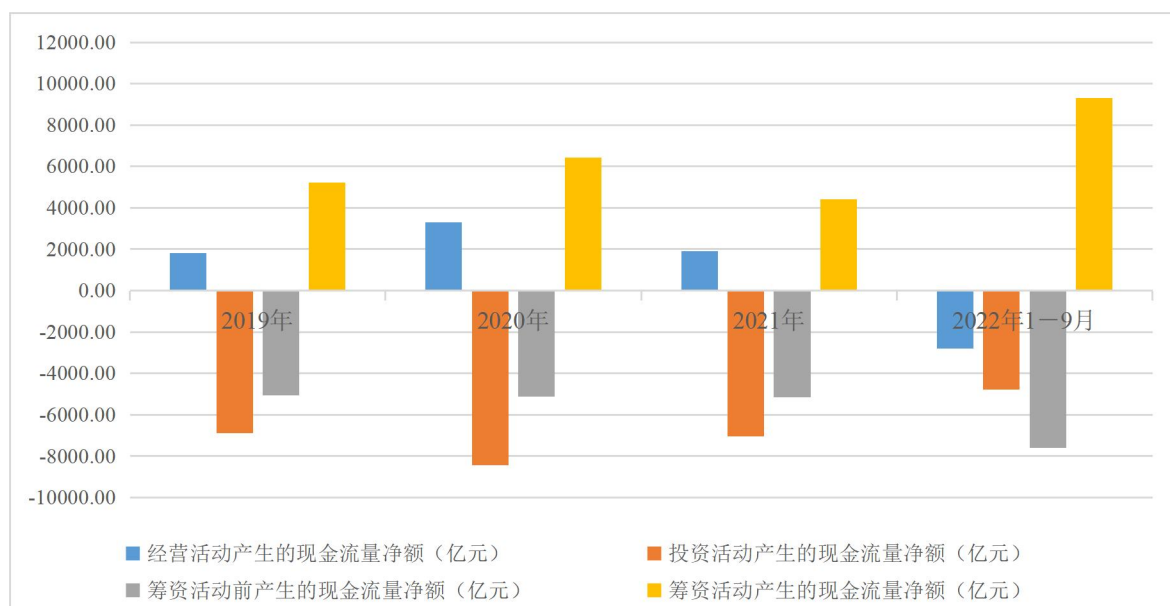


资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。2022 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-2807.30 亿元，缺口同比下降 34.40%。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。2022 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-4787.03 亿元，缺口同比

下降 15.98%。2022 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 -7594.33 亿元，缺口同比下降 23.88%；同期市场流动性较 2021 年有所宽松，2022 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 9296.58 亿元，同比增长 19.17%。

图 14 现金流净额及资金缺口情况



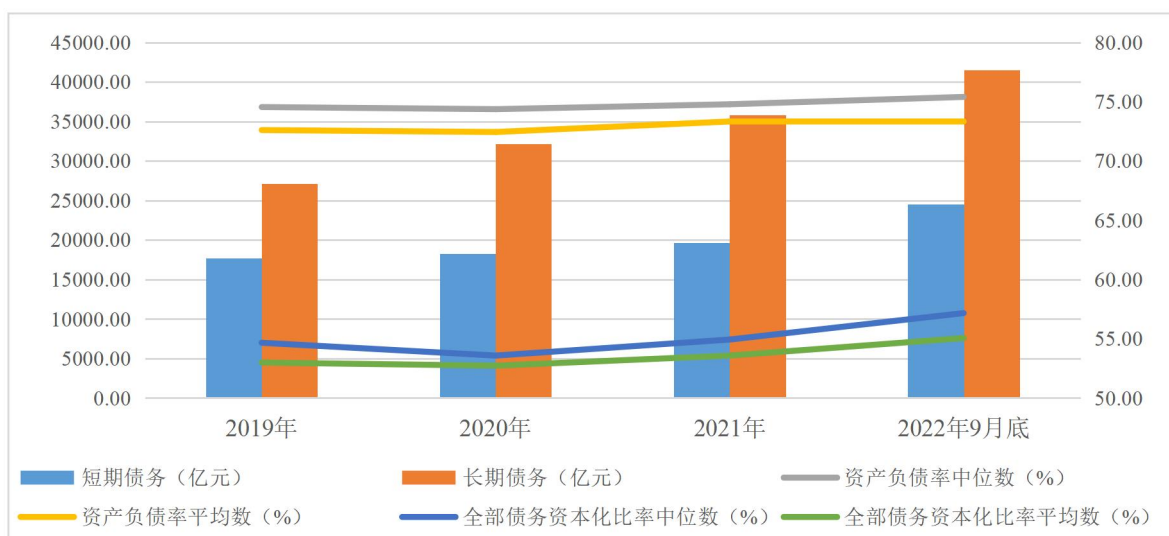
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（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，债务负担整体较重。

2019—2021 年，建筑施工企业资产负债率中位数维持在 74.00% 左右，有息债务规模年均复合增长 11.27%。2022 年前三季度，受投融资项目持续投资影响，建筑施工企业债务负担继续加重。截至 2022 年 9 月底，样本建筑施工企业资产负债率平均值 73.37%，中位数 75.41%，分别较上年底增长 0.04 个百分点和 0.62 个百分点；有息债务规模合计 66045.35 亿元，较上年底增长 18.86%，其中短期债务 24512.85 亿元，较上年底增长 24.44%，长期债务 41532.50 亿元，较上年底增长 15.79%。截至 2022 年 9 月底，样本企业全部债务资本化比率平均值 55.06%，中位数 57.16%，分别较上年底增长 1.48 个百分点和 2.23 个百分点。

图 15 建筑施工企业债务负担情况

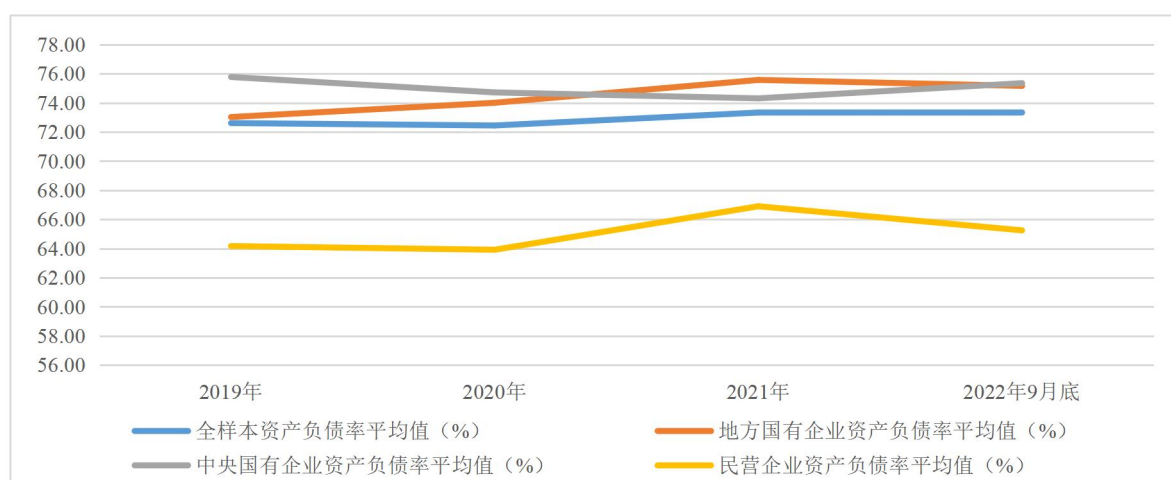


资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。

分企业性质看，截至 2022 年 9 月底，中央国有企业和地方国有企业平均资产负债率分别为 75.35%和 75.16%，分别较上年底增长 1.04 个百分点和下降 0.41 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，在经历主动去杠杆后负债水平有所企稳；民营企业平均资产负债率 65.61%，较上年底下降 1.46 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 建筑施工行业企业杠杆水平情况



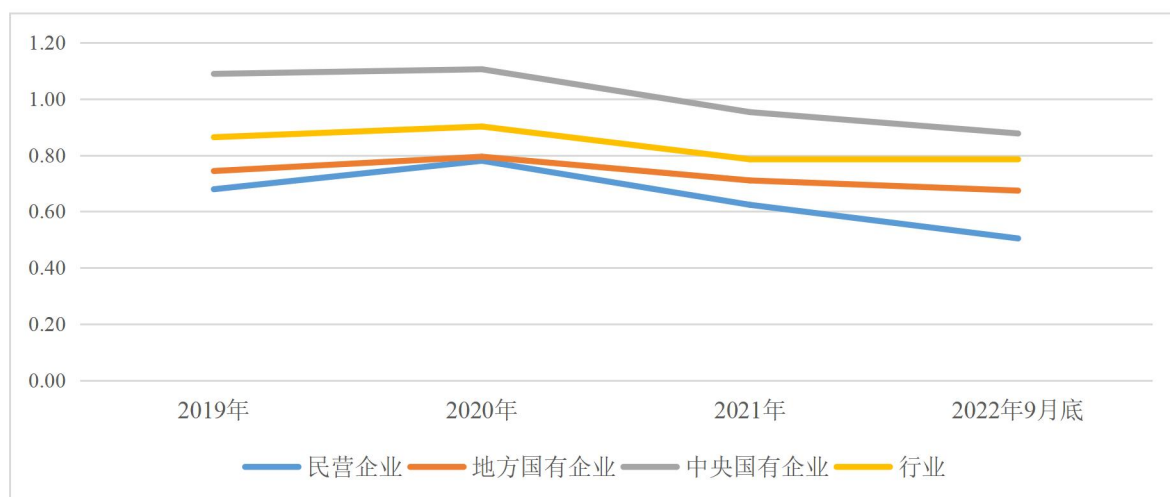
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）建筑施工企业偿债指标

近几年，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愈加明显，民营企业短期偿债压力大，需持续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减影响，短期偿债指标表现下降明显。截至 2022 年 9 月底，中央国有企业货币资金/短期债务中位数 0.88 倍，较上年底下降 7.96%；地方国有企业货币资金/短期债务中位数 0.67 倍，较上年底下降 5.09%；民营企业货币资金/短期债务中位数 0.50 倍，较上年底下降 19.13%。建筑施工企业短期流动性整体趋紧，不同所有制企业之间分化愈加明显，民营企业较中央国有企业和地方国有企业来说，短期偿债压力大。

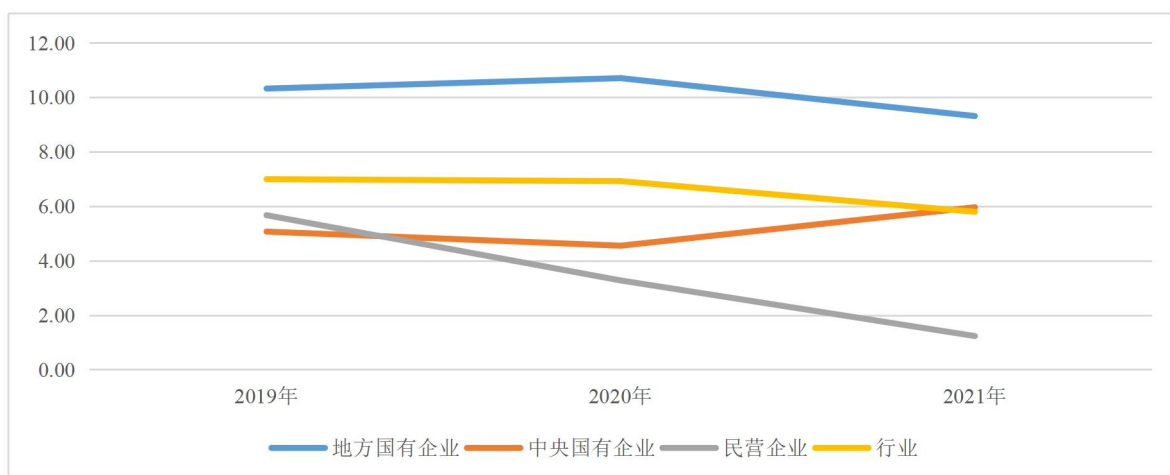
图 17 不同所有制建筑施工企业货币资金/短期债务中位数变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债指标方面，2019—2021 年，建筑施工企业全部债务/EBITDA 中位数分别为 6.99 倍、6.92 倍和 5.79 倍，整体长期偿债指标表现持续弱化。按企业性质划分，截至 2021 年底，地方国有企业全部债务/EBITDA 中位数为 9.31 倍，较 2020 年底下降 13.01%；中央国有企业全部债务/EBITDA 中位数 5.96 倍，较 2020 年底增长 31.04%；民营企业全部债务/EBITDA 中位数为 1.23 倍，较 2020 年底下降 62.42%。

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

2022 年前三季度，建筑施工企业发债期数及规模同比均有所增长，短期债券备受投资人青睐；从发行场所看，银行间债券发行期数及规模均领先于交易所债券但差距有所缩小；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；从不同企业所有制形式看，中央国有企业明显领先其他所有制企业但发债主体数量及发债规模占比小幅下滑。

发债期数及规模有所增长，超短期融资债券及一般公司债发行规模占比有所提升。从债券发行品种看，2022 年前三季度，建筑施工企业共发行各类债券 307 期，同比增长 27.95%；共发行各类债券规模 3433.08 亿元，同比增长 26.86%。除一般短期融资券和一般中期票据外，其他债务融资工具的发行规模及发行期数同比均有所增长。超短期融资债券发行规模仍为最大且发行规模占比有所提升，此外一般公司债发行规模占比也有所上升，一般中期票据发行规模占比有所下滑，其他债务融资工具发行规模占比保持稳定。

表 3 2022 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	2021 年前三季度			2022 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	140	1550.00	57.77	188	2163.70	63.03	34.29	39.59
一般短期融资券	7	43.00	1.60	5	32.50	0.95	-28.57	-24.42
私募债	7	39.51	1.47	9	57.91	1.69	28.57	46.57

一般公司债	36	421.16	15.70	58	764.47	22.27	61.11	81.52
一般企业债	0	0.00	0.00	2	11.00	0.32	--	--
一般中期票据	52	629.50	23.46	45	403.50	11.75	-13.46	-35.90
合计	242	2683.17	100.00	307	3433.08	100.00	26.86	27.95

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但差距有所缩小。从交易场所看，2022 年前三季度，建筑施工企业发行交易所债券 67 期，同比增长 55.81%；交易所债券发行金额 822.38 亿元，同比增长 78.52%。同期，建筑施工企业共发行银行间债券 240 期，同比增长 20.60%；银行间债券发行金额 2610.70 亿元，同比增长 17.47%。

表 4 2022 年前三季度建筑施工企业在不同交易场所债券发行同比情况（单位：期、亿元）

交易场所	2021 年前三季度			2022 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	43	460.67	17.17	67	822.38	23.95	55.81	78.52
上海	35	400.87	14.94	63	792.38	23.08	80.00	97.67
深圳	8	59.80	2.23	4	30.00	0.87	-50.00	-49.83
银行间	199	2222.50	82.83	240	2610.70	76.05	20.60	17.47
合计	242	2683.17	100.00	307	3433.08	100.00	26.86	27.95

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，2022 年前三季度，建筑施工企业 AAA 级主体共发行债券 242 期，同比增长 45.78%；AAA 级主体发债规模 3033.20 亿元，同比增长 33.90%。同期，AAA 级发债主体债券发行规模占同期总发行规模 88.35%，同比提高 3.93 个百分点。

表 5 2022 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	2021 年前三季度			2022 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	166	2265.30	84.43	242	3033.20	88.35	45.78	33.90
AA+	48	296.00	11.03	41	304.10	8.86	-14.58	2.74
AA	28	121.87	4.54	24	95.78	2.79	-14.29	-21.41
合计	242	2683.17	100.00	307	3433.08	100.00	26.86	27.95

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其他所有制企业但发债主体数量及发债规模占比小幅下滑。从企业性质看，2022 年前三季度，建筑施工企业中中央国有企业发行债券 185 期，同比增长 26.71%，发行债券金额 2481.60 亿元，同比增长 21.65%，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占总规模的 72.28%，同比下降 3.74 个百分点。2022 年前三季度，建筑施工企业发债主体数量同比下降 8.75%，其中民营企业 and 中央国有企业发债主体数量分别同比下降 80.00% 和 11.63%，地方国有企业发债企业数量同比略有增长。

表 6 2022 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	2021 年前三季度				2022 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	146	2040.00	76.03	43	185	2481.60	72.28	38	26.71	21.65
地方国有企业	84	550.97	20.53	32	121	947.98	27.61	34	44.05	72.06
民营企业	12	92.20	3.44	5	1	3.50	0.10	1	-91.67	-96.20
合计	242	2683.17	100.00	80	307	3433.08	100.00	73	26.86	27.95

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

2022 年前三季度，央行货币政策整体稳定，整体货币政策由“稳增长”转向“稳总量优结构”，央行公开市场操作根据流动性需求灵活调节，整体流动性呈放松态势，流动性总量处于合理充裕水平。

2022 年一季度以来，中债国债到期收益率先降后小幅上升，整体流动性呈放松态势，流动性总量处于合理充裕水平。2022 年 5 月 9 日，央行发布 2022 年第一季度中国货币政策执行报告。政策基调上，稳健的货币政策要加大对实体经济支持力度，稳总量优结构，因此确定流动性释放，维护银行体系流动性平稳。

2022 年二季度以来，中债国债到期收益率有所波动，先小幅上升后小幅下降继而上升，整体流动性呈放松态势，流动性总量处于合理充裕水平。政策基调上，加大稳健货币政策实施力度，保持流动性合理充裕。由于货币市场资金供给充足，二季度以来央行公开市场业务总体有所减少。

2022 年三季度以来，中债国债到期收益率有所波动，整体流动性呈放松态势，流动性总量处于合理充裕水平。政策基调上，央行公开市场操作根据流动性需求灵活调节，三季度逆回购大多维持“地量级”投放，银行间流动性较为宽松。

2022 年前三季度，建筑业债券发行主体的短期及中长期债券发行利率均值同比有所下降，信用等级对信用利差表现出一定的区分度。

2022 年前三季度，建筑业债券发行主体的短期及中长期债券发行利率均值同比有所下降，部分券种发行利差级差为负主要系样本量较少导致数据偏差所致。

若排除样本数量较少的 AA 级发行主体的数据干扰，信用等级对信用风险表现出一定的区分度，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 2022 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

项目			2022 年前三季度					2021 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	78.17	--	140	2.00~6.20	2.92	87.53	--
		AAA	155	1.27~5.20	2.50	78.41	--	99	2.00~5.30	2.69	67.46	--
		AA ⁺	23	1.70~3.70	2.54	74.38	-4.03	28	2.63~6.20	3.41	130.05	62.59
		AA	10	2.18~3.90	2.83	83.27	8.90	13	2.95~5.50	3.66	148.76	18.71
	一般短 期融资 券	小计	5	2.50~4.20	3.07	110.82	--	7	3.20~6.30	4.47	210.67	--
		AAA	2	2.50~2.55	2.53	55.16	--	2	3.78~5.80	4.79	241.47	--
		AA ⁺	1	4.20~4.20	4.20	224.93	169.77	3	3.30~6.30	4.83	245.63	4.16
		AA	2	2.80~3.30	3.05	109.42	-115.52	2	3.20~4.00	3.60	127.43	-118.20
中长期	一般公 司债	小计	58	2.44~5.70	3.17	80.08	--	36	3.10~7.30	4.00	122.81	--
		AAA	52	2.44~5.70	3.13	77.01	--	28	3.10~4.40	3.66	89.03	--
		AA ⁺	5	2.50~4.90	3.55	107.79	30.78	4	3.78~7.30	5.15	236.72	147.68
		AA	1	3.20~3.20	3.20	101.00	-6.79	4	4.27~6.70	5.24	245.38	8.66
	一般企 业债	小计	2	3.40~3.76	3.58	109.30	--	0	--	--	--	--
		AAA	1	3.76~3.76	3.76	133.85	--	0	--	--	--	--
		AA ⁺	1	3.40~3.40	3.40	84.74	-49.11	0	--	--	--	--
		AA	0	--	--	--	--	0	--	--	--	--
	一般中 期票据	小计	45	2.20~5.90	3.73	138.74	--	52	2.97~6.80	4.08	140.08	--
		AAA	29	2.20~5.70	3.63	129.00	--	35	2.97~6.50	3.81	115.75	--
		AA ⁺	8	3.19~4.50	3.80	142.49	13.48	13	3.35~6.80	4.67	193.86	78.11
		AA	8	2.74~5.90	4.03	170.31	27.83	4	4.04~4.70	4.51	178.17	-15.69
总计			298	1.27~5.90	2.85	88.45	--	235	2.00~7.30	3.39	108.23	--

注：所有券种样本均为公开发行业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

2022 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 8 家发

行主体信用等级发生下调，部分主体伴随评级展望调整，信用等级调降率为 3.70%，其中有 6 家下调主体因债券兑付或终止评级原因已无存续主体评级。在信用等级调降的企业中，由 AA⁺下调至 AA 的企业有 2 家，由 AA 下调至 AA⁻的企业有 1 家，由 AA⁻连续下调至 BB⁺的企业有 1 家，由 A 下调至 BBB 的企业有 1 家，由 A 连续下调至 BB⁻和 CCC 的企业各有 1 家，由 BB 下调至 B⁺的企业有 1 家。

从等级调整企业性质来看，2022 年 1—9 月，主体信用等级被调降的企业中，6 家为民营企业，1 家为地方国有企业，1 家为中央国有企业；信用等级被调降的主体以民营企业为主。

表 8 2022 年 1—9 月建筑业发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级	评级展望
样本数量（家）	216	216
调升数量（家）	0	0
调降数量（家）	8	0
调升率（%）	0.00	0.00
调降率（%）	3.70	0.00

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；展望调整仅统计调整展望而未调整级别的主体数量

数据来源：联合资信根据公开资料整理

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。2022 年以来全国经济受疫情影响下行压力加大和房地产投资持续探底，建筑业总产值维持中低速增长，行业增加值占国内生产总值的比重有所回升，对国民经济支柱地位稳固。在宏观政策稳中求进的背景下，未来建筑业或将保持中低速的温和增长态势。从需求端来看，房地产投资持续探底和基建投资持续发力，房地产行业政策环境持续回暖，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。

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。2022 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，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明显，民营企业短期偿债压力较大。

在建筑业下行周期的背景下，建筑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，中央国有企业和地方国有企业在疫情期间表现出较强的韧性，收入增速和利润增速快速恢复。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，信用等级对信用利差表现出一定的区分度。

整体看，联合资信认为建筑施工行业目前内部分化愈加明显，应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。

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。