

行业展望

2023 年 2 月



目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	7
结论	13
附表	15

联络人

作者

企业评级部	
张馨予	010-66428877
	xyzhang@ccxi.com.cn
杜佩珊	010-66428877
	pshdu@ccxi.com.cn
李慧莹	010-66428877
	hyli@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方	010-66428877
	yfwang@ccxi.com.cn
龚天璇	010-66428877
	txgong@ccxi.com.cn
杨傲镝	010-66428877
	adyang@ccxi.com.cn

中国建筑行业展望，2023 年 2 月

房地产行业下行对建筑业形成一定冲击，尽管 2022 年下半年以来房地产相关利好政策陆续出台，但在房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变的情况下，建筑企业商品房订单仍将承压；经济稳增长政策基调下，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长，但在房企以及地方政府资金压力加大的背景下，建筑企业垫资问题进一步突显，工程款回收及减值对盈利的侵蚀情况值得关注，弱资质建筑企业面临加速出清风险，行业内企业信用水平分化进一步加剧。

中国建筑行业展望为稳定弱化，中诚信国际认为，未来 12~18 个月该行业总体信用质量较“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平。

摘要

- 2022 年以来，房地产行业下行对建筑业形成一定冲击，海外市场拓展受疫情和国际政治经济环境等因素影响较大，建筑业总产值增速有所下降；稳增长政策的持续发力以及适度超前开展基建投资将在建筑业需求带动过程中发挥引擎作用，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长态势，但增速或将小幅回调。
- 随着八大央企逐步下沉拓展市场，地方国企和民企面临的竞争压力加大；2021 年以来建筑企业不断完善 ESG 治理体系及相关信息披露，装配式建筑和智能建筑等成为差异化竞争的主要手段；建筑企业探索创新投融资模式，并加大培育运营端实力，但项目大型化和综合化对其资金以及综合实力提出更高要求，且需警惕相关项目的合规、回款及运营等风险。
- 2021 年以来建筑企业计提大额减值，但减值计提尚不充分，后续相关风险仍将陆续释放；房地产行业相关政策陆续出台对建筑企业回款的影响相对有限，在房企流动性风险逐步暴露以及地方政府资金压力加大的情况下，建筑企业垫资问题进一步突显，弱资质企业正加速出清，行业内企业信用水平分化进一步加剧，民企和弱资质地方国企的偿债风险和信用实力变化需重点关注。

一、分析思路

建筑业是国民经济的重要产业之一，市场主体众多，上下游产业链庞大，本文将从三个视角对建筑行业信用基本面进行分析：宏观层面，分析我国固定资产投资中与建筑业产值高度相关的房地产开发、基础设施和制造业投资的景气度及影响因素，进而对未来一段时期建筑业整体需求进行判断；中观层面，探究行业竞争格局变化及行业内企业面临的机遇和挑战，并结合相关政策分析建筑行业未来发展趋势；微观层面，在结合上述研究的基础上，尤其是在建筑企业面临的两大业主房企以及地方政府资金压力都有所加大的背景下，进一步对样本建筑企业的盈利水平、回款、周转效率和偿债等指标变化情况进行分析，得出对行业整体信用水平的判断。

二、行业基本面

房地产行业下行对建筑业形成一定冲击，**2022年建筑业总产值增速有所下降**；“保交楼”、“金融16条”等房地产利好政策出台或将使房企及产业链相关企业流动性压力得到一定缓解，但房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变，需求和投资端增长仍然乏力，建筑企业的商品房订单仍将承压；经济稳增长政策持续发力带动下，预计**2023年基建投资仍将保持增长，可为建筑业发展提供一定支撑**

建筑业为订单驱动型行业，行业发展主要受下游需求影响。受益于我国城镇化建设的不断推进和政府在交通运输、公共设施、水利环保等领域的持续投入，多年来我国建筑业整体保持了平稳发展态势，近五年（2016~2021年）总产值年复合增长率为8.65%，新订单保障系数¹维持在1.2倍左右。2021年受低基数影响，建筑业总产值增速高企后回落，全年实现了约11%的增长水平。2022年前三季度，我国建筑业实现总产值20.62万亿元，同比增长7.82%，完成新签合同额23.43万亿元，同比增长6.77%，但增速同比均有所下降。此外，受房地产投资负增长等因素影响新订单保障倍数同比有所下降，但行业整体总订单保障能力²仍维持在较好水平，能够为建筑企业未来一段时间内的业务发展提供较好支撑。

从需求端来看，建筑业发展与房地产开发、基础设施和制造业固定资产投资密切相关，2021年房地产、制造业和基建投资增速分别为5.00%、13.50%和0.40%。2022年以来上述三领域投资增速分化明显。其中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速持续回升，1~11月同比增长8.90%；房地产投资受融资和销售两端疲弱影响，累计增速逐月下降，4月起落入负增长区间，1~11月同比下降8.30%；在技改和高端技术制造业投资增长带动下，制造业投资增长势头良好，1~11月同比增长9.30%。整体来看，2022年以来，基建和制造业投资对固定资产投资的支撑作用明显，但房地产投资大幅收缩使

¹ 新订单保障系数=本年度新签合同/本年度完成产值。

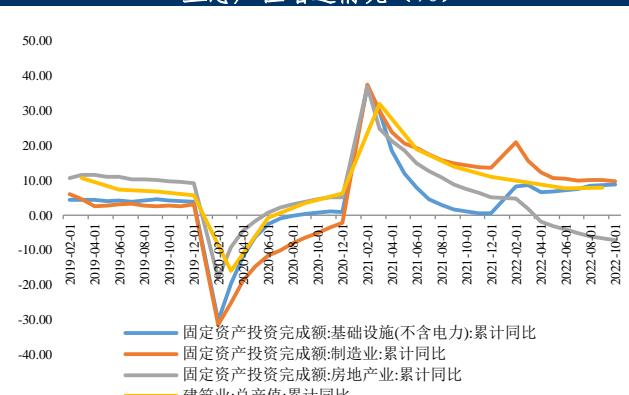
² 总订单保障系数=（本年度新签合同+上年结转合同）/本年度完成产值。

得固定资产投资增速整体呈边际回落态势。

图1：我国建筑业整体发展情况（亿元）



图2：近年来基础设施建设、房地产、制造业投资和建筑业总产值增速情况（%）



注：2021年以来建筑业总产值无分类统计。

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

产值构成方面，建筑业总产值中房屋建筑业³和土木工程建筑业产值占比分别约为60%和30%左右。作为建筑下游产业之一，房屋建筑业产值中的约60%贡献来自住宅及商业地产开发类项目，2021年下半年以来房地产行业流动性承压，市场信心不足、烂尾项目增多加之疫情等不确定因素影响使得房地产市场复苏进程缓慢，全年房地产新开工面积占建筑业新开工面积比重降至40%；2022年前三季度房地产新开工面积同比下降38%，占建筑业新开工面积比重进一步降至31%，一定程度上反映了房地产行业对建筑业需求端贡献度有所弱化。

为稳定房地产市场，2022年7月，中央政治局会议首提“保交楼”政策，随着9月份第一批2,000亿元保交楼专项借款陆续落地以及地方政府逐步完善配套政策，各地保交楼取得明显进展。11月以来，多项房地产利好政策陆续出台，特别是11月13日，央行和银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（以下简称“金融16条”），为房企改善融资环境的同时提出积极做好“保交楼”金融服务，同时提及稳定建筑企业信贷投放。中诚信国际关注到，在前期外部融资环境趋紧的情况下，房企便更多的寻求从经营性融资层面解决资金平衡问题，将部分资金压力向产业链相关企业转嫁，而建筑企业议价能力较弱，面临的垫资、回款压力持续增加，甚至部分弱势建筑企业为获取订单垫付了大量资金，其自身流动性风险亦随着房企信用风险的释放逐步暴露。若上述房地产相关政策取得预期效果，房企流动性压力将得到一定改善，可对建筑企业的工程款回收提供一定保障，之前计提坏账收回的可能性增加。但值得关注的是，房地产行业政策环境虽阶段性改善，但市场调整仍在持续，短期内行业下行趋势很难发生根本性改变，大部分房企的拿地和新开工意愿仍较低，建筑企业商品房项目新签合同额的增长仍将承压。此外，中诚信国际认为，尽管制造业产业结构调整、新型城镇化建设带

³ 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

来的城市更新、旧城改造及保障房等项目的推出以及大中城市科教文卫等基础设施补短板将在一定程度上弥补房地产市场对房建业务的影响，但考虑到房地产在建筑行业需求中占比依旧较高，预计2023年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势。

图3：近年来房地产投资与销售情况（亿元、%）

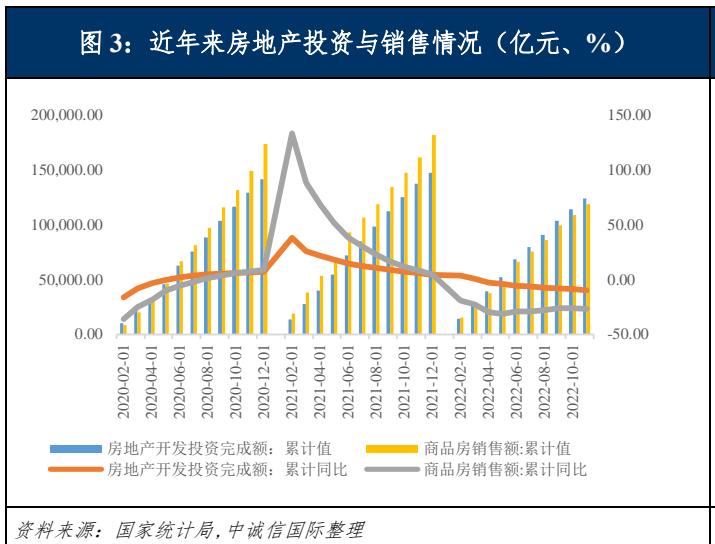
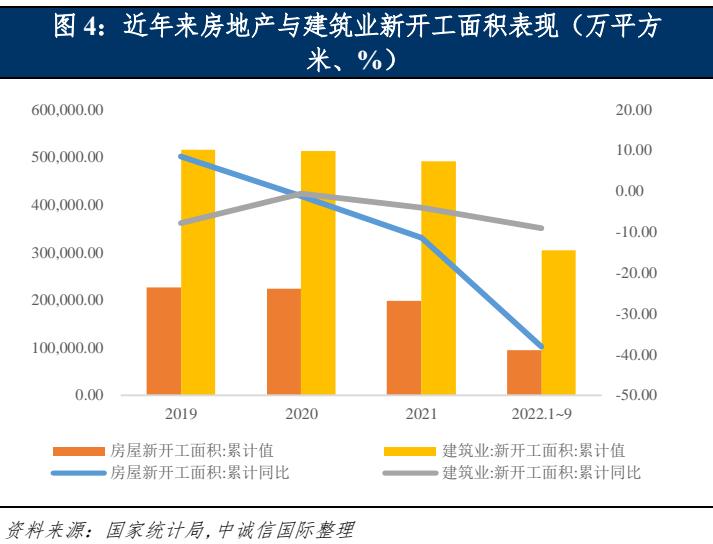


图4：近年来房地产与建筑业新开工面积表现（万平方米、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

基础设施建设方面，2021年基建投资同比变化不大，2022年1~11月在新一轮疫情暴发、俄乌冲突以及全球滞涨风险上升等一系列因素扰动下，我国宏观经济增长面临较大挑战，在内需不足等背景下，稳增长政策持续发力，专项债发行规模扩大和进度前置，加之适度超前开展的基础设施建设，以上因素共同带动基建投资同比大幅增长。中诚信国际认为，我国基础设施虽然总量全球领先，但人均不足问题依旧突出，且基建结构分布不均衡，以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施和各类公共设施建设仍存在较大结构性投资机会。同时，中诚信国际注意到，随着国家政策的大力支持，5G基建、高铁、新能源等新基建和地下综合管廊、海绵城市、智慧城市等“两新一重”（新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程）领域发展空间较大，均可为建筑企业基建业务带来增量需求，预计未来新基建对建筑业总产值的带动效果将明显提升。此外，2022年11月，财政部下达2023年提前批政府新增债券额度，要求2023年1月启动发行，争取上半年将债券资金使用完毕，可为基础设施建设提供一定资金支持，预计2023年我国基建投资增速仍将保持较高水平，在建筑业需求带动过程中发挥引擎作用。但需要关注的是，房地产行业下行导致地方政府土地出让金收入下降，加之严控隐性债务等要求，地方政府资金压力加大，2022年以来已陆续有部分省市地方政府平台公司出现非标和商票违约等现象，亦存在部分建筑企业在财政实力相对较弱地区的工程款结算和回款进度延后的情况。

海外市场方面，我国建筑企业在海外市场具有较强的竞争优势，2022年ENR全球承包商前20名中中国企业占15家，但受疫情、汇率及国际政治经济环境等不确定因素加大影响，2022年以来部分建筑企业海外市场拓展阶段性暂缓。根据国家统计局数据，1~9月我国对外承包工程业务新签合同额1,470.70亿美元，同比下降7.90%。

整体来看，房地产行业下行对建筑业需求形成一定冲击，2022年建筑业总产值增速有所下降；尽管稳增长政策发力可为2023年建筑业新签合同额和总产值增长提供一定支撑，但考虑到房地产需求和投资端依旧疲软，短期内房地产行业下行趋势很难发生根本性改变，预计2023年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势，对建筑业产值增长造成不利影响。此外，部分地方政府资金压力加大导致建筑企业政府类项目回款压力有所增加，需重点关注其在部分区域的工程款回款进度出现延后等情况。

2022年以来房地产行业流动性风险进一步传导至建筑行业，加速了弱资质建筑企业出清，行业分化加剧；建筑企业不断完善ESG治理体系及相关信息披露，装配式建筑和智能建筑等成为差异化竞争的主要手段；地方政府资金压力加大以及存量优质PPP项目趋少的背景下，建筑企业逐步探索F+EPC和ABO等创新模式，并加大培育运营端经营实力，但需警惕相关项目面临的合规、回款及运营等风险

竞争格局方面，在行业竞争加剧的情况下，行业内企业信用水平进一步分化。具体来看，八大央企凭借其在资质、资金、技术实力、服务和成本控制等诸多方面突出的竞争优势，在行业中的龙头地位进一步巩固，2021年实现新签合同额9.95万亿元，同比增长19.10%，远高于建筑行业5.96%的增速；2022年前三季度，八大央企新签合同额和营业总收入占行业整体比重分别进一步升至42.48%和23.67%，行业集中度持续提升。

地方国企面临的竞争压力日益加剧，尽管能在项目、金融资源等方面获得地方政府支持，但随着八大央企逐步下沉拓展市场，地方国企在其所属区域的市场份额面临一定冲击，同时因资金实力、股东背景和地方保护等因素，地方国企区域外市场拓展亦面临较大压力。**中诚信国际关注到**，为保持经营业绩增长，部分地方国企选择在省内进一步下沉市场到县级等区域或加大垫资和投资力度，面临的风险进一步加大。同时，部分地方国企具有一定的平台属性，虽然可以在项目承揽时获得地方政府的资源倾斜，但亦承担一定的“公益性”项目建设职责，部分项目收益率偏低或亏损使其盈利能力相对较弱，需对其业主资质、工程款回收和现金流平衡压力等保持关注。

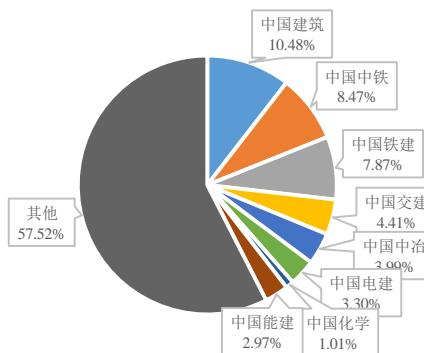
因大型民营建筑企业和其他中小建筑公司业务领域多以准入壁垒相对较低的房建业务为主，房企占比比较高，2021年下半年以来房企流动性压力加大对民营建筑企业形成较大冲击，部分民企因工程款回收逾期或坏账发生现金流断裂，加之可获得的外部支持有限，其面临的信用风险远高于八大央企和地方国企。据中诚信国际统计，2021年以来建筑行业发债企业中新增债务违约主体2家，展期主体2家⁴，均为与房企业务绑定较深的民企。自2021年下半年以来，国内陆续有300余家建筑企业申请破产重组、清算或股权转让拍卖，包含十余家持有特级和一级资质的建筑企业。此外，由于房地产市场复苏进程缓慢，民企项目储备下滑压力依旧突出，其市场份额占比进一步下降，弱资质民企持续面临出清风险。

⁴ 2021年新增债务违约主体为成龙建设集团有限公司，展期主体为江苏南通三建集团股份有限公司；2022年新增债务违约主体为福建福晟集团有限公司，展期主体为重庆市中科控股有限公司。

图5：近年来八大央企营收和新签合同额占比情况



图6：2022年前三季度八大央企新签合同占比情况



资料来源：中诚信国际根据公开数据整理

ESG方面，建筑行业是主要用能行业之一，根据建筑节能协会统计，我国建筑全过程（含建材、建筑施工、建筑运行）能耗占全国总能耗超51%，“双碳”目标下减排压力较大。

2022年5月，国务院国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，其中“探索建立健全ESG体系”是重要内容之一，近年来越来越多建筑企业不断完善ESG治理体系及相关信息披露。同时，建筑企业正加大布局装配式建筑，2021年全国新开工装配式建筑面积达7.40亿平方米，同比增长18%，占新建建筑面积的比例为24.50%，但与2025年装配式建筑占新建建筑比例达到30%以上的目标仍有一定差距。此外，建筑行业安全生产事故和质量问题频发，同时亦涉及农民工和中小企业保护等问题，承担了较大的社会责任。中诚信国际认为，在环保方面，装配式建筑是建筑行业实现“双碳”目标的主要举措，相较于传统现浇建筑，装配式建筑在生产制造和施工等环节均能实现“减碳”效果，未来相关政策、指标仍将持续推进，而智能建造通过构建智能管理平台能够有效提升建筑管理效率效果，优先在上述领域布局和投入研发并进行绿色低碳转型和全方位践行ESG发展理念的建筑企业将有望在未来业务拓展中具备更强的竞争优势。

此外，2022年11月，财政部印发《关于进一步推动政府和社会资本合作(PPP)规范发展、阳光运行的通知》，提出了做好项目前期论证、推动项目规范运作、严防隐性债务风险和保障项目阳光运行四大总体要求。中诚信国际认为，PPP仍处于严监管周期，且存量优质项目趋少，更多的建筑企业在寻求通过与地方政府平台合作成立项目公司或探索参与F+EPC和ABO等创新模式来以投资带动施工份额。同时，更多建筑企业延伸产业链至运营端，以匹配投融资发展趋势，但由于承揽的项目更偏大型化和综合化，建设周期亦较长，对其资金及综合实力提出更高要求，同时需警惕相关项目面临的合规、回款及运营等风险。

整体来看，在建筑业逐步向存量竞争转变的背景下，在资质、资金、技术实力、服务和成本控制等方面具有优势的大型建筑企业更容易在激烈的竞争中保持优势获得更高市场份额，弱资质企业正加速出清，行业分化进一步加剧；建筑企业不断完善ESG治理体系及相关信息披露，装配式建筑和智能建筑等成为差异化竞争的主要手段；地方政府资金压力

加大以及存量优质PPP项目趋少的背景下，建筑企业逐步探索F+EPC和ABO等创新模式，并加大培育运营端经营实力，但需警惕相关项目面临的合规、回款及运营等风险。

三、行业财务表现⁵

建筑行业集中度不断提升，营业成本上升进一步压缩了盈利空间，特别是2021年下半年以来房企流动性风险不断释放对涉房建筑企业回款和减值计提造成较大影响；房地产行业利好政策效果有待观察，但在房地产市场下行趋势未发生根本改变以及地方政府资金压力加大的情况下，建筑企业回款压力犹存

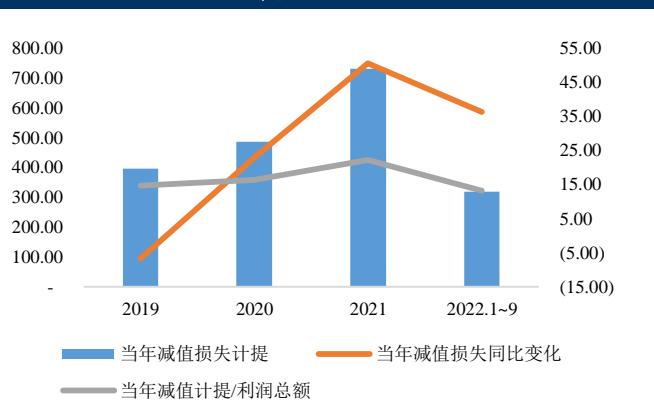
中诚信国际选取了截至2022年11月末在公开市场上有存续期债券的59家发债建筑企业作为样本⁶，其中央企14家，地方国企37家，民营及无实控人企业8家。

根据国家统计局数据，受益于全社会复工复产和建筑企业赶工期等措施，2021年我国建筑行业实现营业总收入同比增长9.41%，基本恢复至2019年增速水平。样本建筑企业以综合实力较强的发债企业为主，其营收增速持续高于行业均值，2021年样本企业营业收入占全行业营业收入的比重同比上升1.84个百分点至33.47%，行业集中度及市占率进一步提升。整体来看，业主资金压力加大以及招标、项目承做更趋向带资的投融资建模式转变，进一步加速了行业集中度的提升。但2022年以来，受地产供需疲软以及疫情导致的工期延长和上年同期高基数影响，前三季度样本企业营业收入增速同比下降13.32个百分点至9.38%。

图7：近年来样本建筑企业营业收入同比增速、毛利率及期间费用率情况（%）



图8：近年来样本建筑企业当年减值计提情况（亿元、%）



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

盈利方面，较为激烈的市场竞争以及较弱的话语权使得建筑行业盈利水平偏低。2021年

⁵ 根据财政部于2021年1月发布的《企业会计准则解释》第14号和2021年8月发布的PPP会计处理实施问题和应用案例要求，PPP项目资产的对价金额或确认的建造收入金额确认为无形资产的部分，在相关建造期间确认的合同资产应当在资产负债表“无形资产”项目中列报，建造期间发生的建造支出应当作为投资活动现金流量进行列示；对于其他在建造期间确认的合同资产，应当根据其预计是否自资产负债表日起一年内变现，在资产负债表“合同资产”或“其他非流动资产”项目中列报，建造支出应当作为经营活动现金流量进行列示。此外，无形资产模式核算的PPP项目借款费用应当资本化，并在PPP项目资产达到预定可使用状态时，结转至无形资产；其他借款费用应当费用化。

⁶ 存在母子公司关系的发债建筑企业，为避免重复，本文剔除了子公司，仅保留了处于股权结构最上层的集团企业样本。

下半年以来，受疫情、能耗双控及房地产行业调控政策影响，物流、材料及人工等成本增长较快，样本建筑企业营业毛利率持续下降，2021年及2022年1~9月分别同比下降1.03个百分点和1.79个百分点；管理费用受人工及物料价格上涨影响有所增长；因执行新会计准则，部分投融建项目利息会计处理变更对财务费用形成冲抵，使得财务费用在期间费用的占比有所下降。此外，中诚信国际关注到，随着BIM及科研等方面的持续投入以及获批“高新技术企业”的建筑企业数量不断增加，2021年样本建筑企业研发费用同比增加。上述因素拉动期间费用率同比上升，样本建筑企业经营性利润空间进一步被压缩。2022年前三季度，样本建筑企业经营性业务利润率同比下降3.82个百分点。

表1：样本企业盈利能力相关指标情况（亿元、%）

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
销售费用占比	0.43	0.39	0.37	0.34
财务费用占比	1.02	0.99	0.87	0.84
管理费用（含研发费用）占比	4.47	4.53	4.64	4.12
资产和信用减值损失合计	397.41	488.00	733.83	318.34
资产和信用减值损失占比	0.58	0.62	0.81	0.47
毛利率	11.85	12.04	11.01	10.24
净利率	2.14	2.61	0.90	-0.30
利润总额	2,726.50	3,007.13	3,323.45	2,429.29

注：上述占比均为占营业收入比重。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

此外，中诚信国际关注到，2021年样本建筑企业计提减值损失约占营业收入的0.81%，同比上升0.19个百分点，2022年前三季度该比重同比上升0.09个百分点。分业务类型来看，样本建筑企业中，除个别开展房地产开发业务的建工企业外，房建业务新签合同额所占比重与2021年减值损失计提比例基本呈正相关关系，涉及民营房企项目较多的建筑企业计提减值损失金额快速增长，对盈利能力造成较大侵蚀，基建业务占比高的企业减值损失相对较少。分企业性质来看，2021年各性质企业的减值损失计提比例均呈大幅增长态势，地方国企盈利能力弱于中央企业，减值损失对当年利润总额造成的影响更大。从应收账款坏账余额占比来看，中央企业坏账余额计提比例更高，地方国企和民营企业坏账计提比例相对较低。但从全行业来看，相关减值尚未充分计提，后续仍将有陆续释放的过程。

图9：近年来样本建筑企业房建新签占比与减值损失的关系

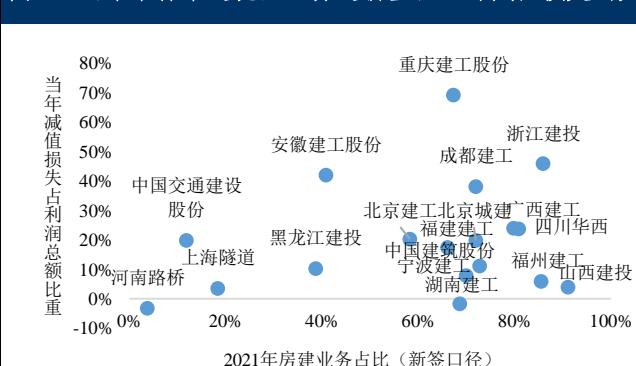


图10：近年来不同性质样本建筑企业当年减值损失占营业收入的比重



注：当年减值损失占利润总额的比重=当年减值损失/(利润总额+当年减值损失)。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

资产质量方面，虽然多数建筑企业制定了两金控制目标，但在结算回款放缓的情况下，两金压降仍存在较大压力。2021年以来，样本建筑企业两金规模持续增长，两金增速与营收增速缺口收窄，并在2022年9月末超过了营收增速，考虑到建筑行业通常按照履约进度确认收入，上述表现一定程度上反映了2022年以来建筑工程款回收难度加大的现状。但受会计政策变更，投融建项目从合同资产重分类至其他非流动资产等科目影响，样本企业两金周转效率有所改善。分企业性质来看，央企的两金周转效率最高，但营业收入增速与两金增速差值持续收窄，两金管控压力加大；地方国企两金压降有所改善，但仍面临一定的周转压力；民营企业两金增速明显快于营收增速，两金周转效率最低。此外，由于房地产相关政策传导存在一定时滞，且保交楼专项资金对于使用用途有严格限制，而授信扩容、增信发债以及重启股权融资的对象主要是优质房企，对于已出险房企以及非住宅项目、非预售问题项目等的相关回款情况仍需保持关注。

图11：近年来样本建筑企业两金规模情况（亿元）

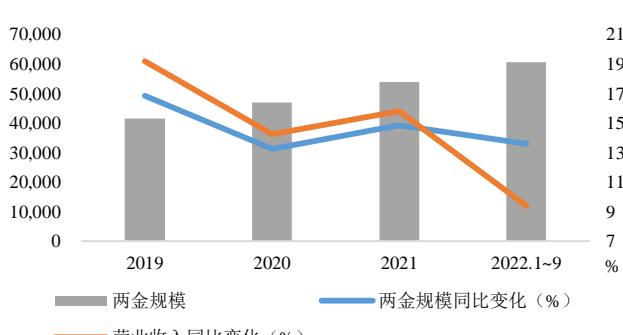
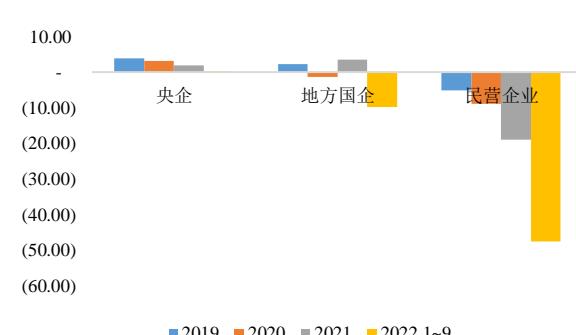


图12：近年来不同性质样本建筑企业营收增速-两金增速之差(%)



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

同时，根据PPP项目会计处理规范要求，投融建项目的建设支出一般在长期应收款、其他非流动资产和无形资产等长期资产科目列示，不包含在上述两金统计范围内。随着建筑行业中投融建项目的增加，其所形成的相关资产规模逐步增长，投融建项目的结算和回

款取决于政府方付费或项目未来运营情况，且结算周期长于普通施工项目，亦对建筑企业资金形成占用，且部分未入库投融建项目往往存在延期结算的合同安排，进一步降低了建筑企业的经营效率。此外，以股东借款、基金投资、委托贷款等方式对项目公司的出资、借款亦对建筑企业资金形成一定占用。2021年末，样本建筑企业非流动资产占比有所增长，长期应收款、无形资产和其他非流动资产周转天数有所增加；2022年9月末非流动资产占比进一步增至36.16%，投融资项目对建筑企业经营效率的影响和资金回收问题亦值得关注。

表2：样本建筑企业营运、偿债和获现能力相关财务指标情况（天、%）

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
两金周转天数	204.15	205.33	202.34	--
现金周转天数	157.80	146.50	142.53	--
长期应收款、无形资产和其他非流动资产周转天数	104.63	127.12	157.23	--
总资产周转天数	517.58	525.10	511.25	--
非流动资产占总资产比重	34.09	35.22	36.57	36.16

注：上述周转天数均为相关资产年平均额*360/营业收入。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

经营获现方面，2021年以来样本建筑企业经营获现能力有所弱化，收现比均值同比下降，同时对材料供应商和分包商的付现比亦有所下降。**中诚信国际关注到**，因国有企业在保障民企、中小企业和农民工工资支付方面存在制度约束，且建筑企业对钢材、水泥等主材厂商的议价能力较弱，虽然对分包商付款多数随主合同约定了背对背条款，但整体来看经营支出较为刚性，经营现金流的改善仍较依赖项目回款。此外，会计处理的变化也在一定程度上影响了经营活动净现金流的变化。2022年前三季度，样本建筑企业经营活动净现金流入同比下降，获现情况有待改善。

投资活动方面，受PPP项目会计处理方式的变更以及运营期回款增加等因素影响，2021年样本建筑企业投资活动净现金流出同比减少；同时越来越多的建筑企业倾向于以小比例参股带动施工的方式承揽项目，预计未来PPP投资支出整体或呈下降趋势。但整体来看，建筑企业经营活动净现金流仍无法满足投资活动产生的资金缺口，对外部融资仍存在一定的依赖。2021年，受建筑企业，特别是建筑央企净偿还到期债务增加影响，样本建筑企业筹资活动现金净流入对日常经营和投资所需资金的覆盖倍数下降。2022年前三季度，因经营周转等资金需要，筹资活动净现金流同比有所增长。

表3：样本建筑企业偿债和获现能力相关财务指标情况（%、X）

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
经营活动净现金流同比变化	19.12	96.88	-52.85	-24.64
投资活动净现金流同比变化	11.68	30.10	-12.05	-13.49
筹资活动净现金流同比变化	-10.01	26.68	-27.38	33.02
收现比	0.97	0.95	0.92	1.00
付现比	0.92	0.90	0.88	1.02
筹资活动净现金流/ (经营活动净现金流+投资活动净现金流)	1.12	1.45	0.83	1.20

货币资金/短期债务	1.16	1.21	1.07	0.94
总债务/EBITDA	8.51	9.39	8.64	--
总资本化比率	56.05	57.42	57.94	59.35
经调整的资产负债率	75.98	77.13	77.78	78.82

注：中诚信国际将样本企业其他权益工具中的永续债等调整至总债务，计算出总资本化比率和经调整的资产负债率；货币资金/短期债务口径为货币资金合计/短期债务合计，下同。

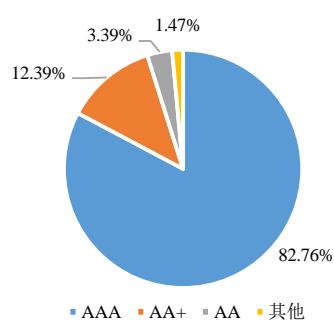
资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

债务规模持续增长，短期偿债压力加大，需对议价能力弱、对大客户和房建依赖度高、获得的金融机构及股东等外部支持有限的建筑企业的资金平衡情况保持关注

债务方面，样本建筑企业总债务规模持续增长，其中银行借款仍为其最主要融资手段，近年来占比持续上升，2022年9月末占比约为75%；债券融资占比逐年下降，2022年9月末降至10%以下，增速维持在4%左右，一方面由于样本建筑企业发行债券以借新还旧为主，另一方面，行业流动性风险加大使得部分建筑企业债券发行成本较高或投资者认购率较低，导致债券发行规模下降。

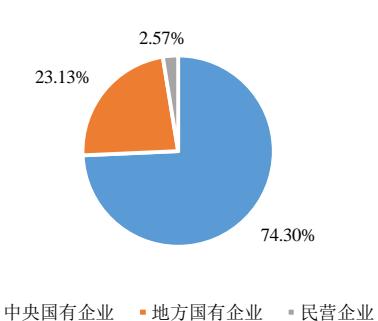
中诚信国际对国内公开市场发行过信用债券的建筑企业存续债⁷进行了不完全统计，根据中诚信国际行业分类口径，截至2022年11月末，建筑企业境内存续债券余额为7,931.02亿元，涉及发行主体150家。其中，公开信用等级为AAA、AA⁺和AA的发债主体存续债券余额占行业存续债券余额的比重分别为82.76%、12.39%和3.39%，行业存续债仍以高等级信用债为主；从企业类型来看，央企和地方国企发债占有绝对比重。从到期及行权时间来看，债券到期期限以1年以内为主，3年及以上期限的存续债占比较少。其中，央企1年以内（含1年）到期及行权债券总额占债券总余额的35.87%，债券类型主要为超短期融资券；地方国企和民营企业1年以内（含1年）债券到期及行权规模均较小，占债券总余额的比重分别为7.95%和0.59%。整体来看，尽管目前建筑行业存续债券到期期限集中于1年以内（含1年），但发行主体以央企及其子公司为主，多数发债主体信用资质较好，整体短期偿债风险可控。

图 13：截至 2022 年 11 月末建筑存续债券余额按主体级别分类



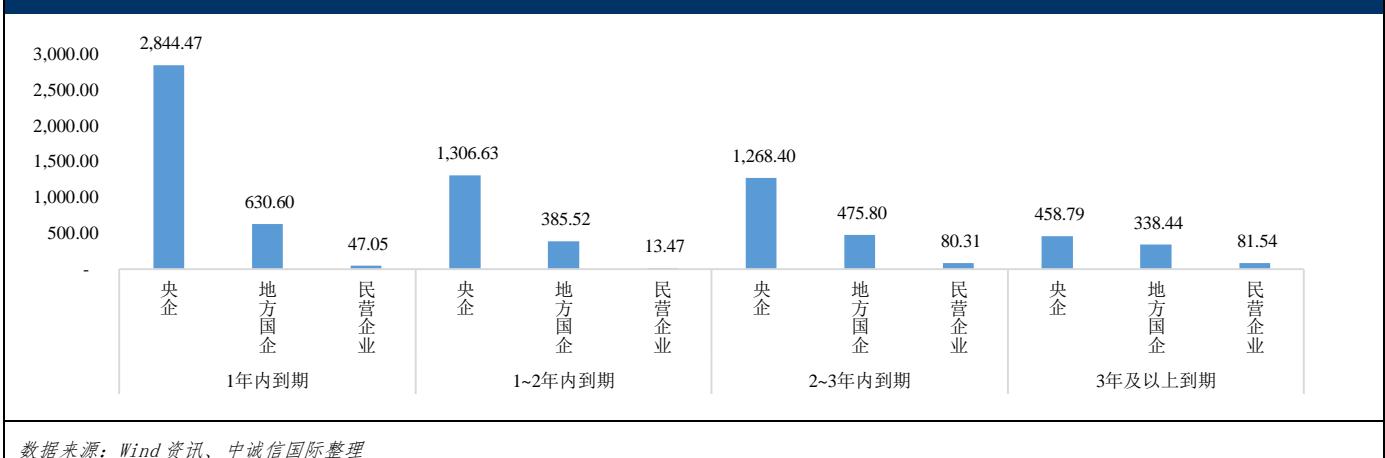
数据来源：Wind 资讯、中诚信国际整理

图 14：截至 2022 年 11 月末建筑存续债券余额按企业类型分类



⁷ 上述公开市场存续信用债券统计时剔除了资产支持计划、PPN、私募公司债、非公开债务融资工具。

图 15：建筑发债企业公开债券到期及行权分布（亿元）

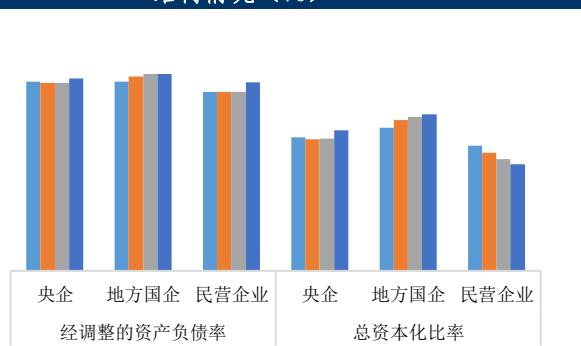


资本结构方面，近年来建筑国企普遍通过发行可计入权益的永续债券、实施债转股、PPP项目不并表以及应收账款资产证券化等方式控制杠杆水平，但在行业垫资压力持续上升的背景下，样本建筑企业经调整的资产负债率和总资本化比率均值仍呈上升态势，2021年末上述指标分别为77.78%和57.94%，分别同比增长0.65个百分点和0.52个百分点，增速趋缓。但若考虑样本企业少数股东权益中子公司发行的永续债券及明股实债等，财务杠杆比率将进一步上升。分企业性质来看，若不考虑央企子公司发行的类权益融资工具，2021年末中央企业的财务杠杆比率稳中有降；地方国企融资需求较大，财务杠杆指标仍呈上升态势；而民营企业融资渠道相对受限，加上部分企业被动压缩债务规模，财务杠杆比率呈下降态势。整体来看，在国资委加强约束管控的情况下⁸，建筑国企的降杠杆压力加大，业务发展和垫资压力上升所带来的债务规模增长和控制负债率之间的矛盾愈发突出。

图 16：截至 2022 年 9 月末样本建筑企业债务情况（亿元）



图 17：截至 2022 年 9 月末不同性质样本建筑企业资本结构情况（%）



从偿债指标来看，2022年9月末样本建筑企业总债务规模突破4.8万亿元，同时施工和投资

⁸ 2021年2月，国务院国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，提出对地方国企负债率进行分类管控，对高负债企业实施负债规模和资产负债率双约束；2022年12月，国务院国资委要求各央企强化资产负债率约束，央企整体负债率控制在65%以内（2021年末央企整体资产负债率为64.90%）。

项目在建设期产生的施工利润回报对总债务的覆盖程度相对较弱，近年来样本建筑企业总债务/EBITDA指标整体呈波动上升态势。此外，近年来样本建筑企业货币资金/短期债务波动下降，2022年9月末为0.94倍，行业整体仍面临资金紧平衡压力。分企业性质来看，近年来民营建筑企业货币资金/短期债务均值始终小于1倍，2022年9月末因部分企业偿还到期债务以及融资渠道受限等因素，货币资金与短期债务均有所下降，货币资金/短期债务指标整体呈进一步下行趋势。同时，2022年9月末样本央企和地方国企的该指标均有所下降，反映出国有建筑企业在资金压力传导和压降债务的约束目标影响下，短期偿债压力亦有所加大。

此外，中诚信国际关注到，2022年以来信用评级机构对11家发债主体进行了评级调整，主要为民营建筑企业和部分地方国企。这也印证了议价能力弱、对大客户和单一业务类型依赖度高、得到金融机构及股东等外部支持等有限的建筑企业整体抗风险能力较弱，在面临流动性压力传导以及自身债务到期偿还的情况下，更易发生信用风险事件。

图 18：截至 2022 年 9 月末样本建筑企业偿债指标情况
(亿元、X)

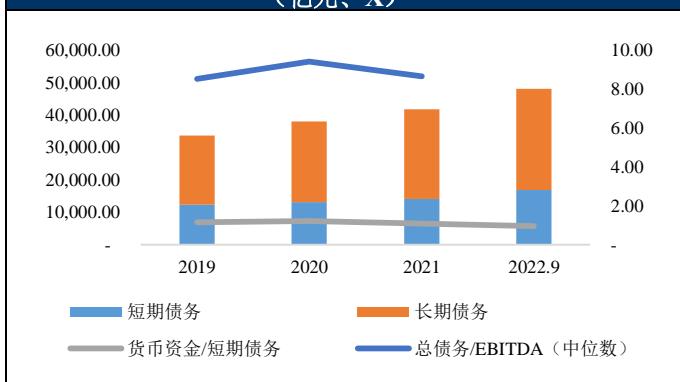


图 19：截至 2022 年 9 月末不同性质样本建筑企业货币资金/短期债务 (X)



注：因总债务/EBITDA 一般较小，其平均值易受大额异常值影响，故本次分析采用中位数表示。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际认为，建筑行业集中度不断提升，营业成本上升进一步压缩了盈利空间，加之2021年下半年以来房企流动性风险不断释放对涉房建筑企业回款和减值计提造成较大影响。在房地产行业下行趋势未发生根本性改变以及地方政府资金压力加大的情况下，建筑企业回款压力仍然存在。行业发债主体以央企和地方国企为主，整体信用风险可控，但行业信用分化加剧，弱资质企业加速出清，需关注民企和弱资质地方国有建筑企业短期偿债压力。

结论

受房地产行业下行等因素影响，2022年建筑业总产值增速有所下降；在经济稳增长政策基调下，适度超前开展的基建投资和前置的专项债等资金支持可为2023年建筑业总产值保持增长提供一定支撑；但“保交楼”和“金融十六条”等房地产利好政策推出对建筑企业的影响尚未充分显现，预计在房地产市场调整持续的背景下，建筑企业房建新签合同

额增速仍将呈下降态势。同时，值得关注的是，房企流动性风险释放和地方政府财政压力加大对建筑企业现金流平衡能力带来更大挑战，其面临的垫资和坏账压力进一步突出，弱资质企业加速出清，行业内企业信用水平分化加剧，对于议价能力弱、对大客户和房建依赖度高、可获得金融机构及股东等外部支持等有限的建筑企业，尤其是民企和弱资质地方国企的偿债风险和信用风险变化需重点关注。

附表一：本文选取的样本企业

企业名称	企业性质	企业名称	企业性质
中国建筑股份有限公司	中央企业	华东建筑集团股份有限公司	地方国有企业
中国铁建股份有限公司	中央企业	山西建设投资集团有限公司	地方国有企业
中国冶金科工股份有限公司	中央企业	浙江省建设投资集团股份有限公司	地方国有企业
中国交通建设股份有限公司	中央企业	重庆建工集团股份有限公司	地方国有企业
中国化学工程股份有限公司	中央企业	宁波建工股份有限公司	地方国有企业
中国电力建设股份有限公司	中央企业	黑龙江省建设投资集团有限公司	地方国有企业
中国葛洲坝集团股份有限公司	中央企业	武汉市市政建设集团有限公司	地方国有企业
中国能源建设股份有限公司	中央企业	湖南省交通水利建设集团有限公司	地方国有企业
中国中铁股份有限公司	中央企业	陕西建工集团股份有限公司	地方国有企业
中国核工业建设股份有限公司	中央企业	河南省路桥建设集团有限公司	地方国有企业
中铝国际工程股份有限公司	中央企业	贵州交通建设集团有限公司	地方国有企业
中国石油集团工程股份有限公司	中央企业	深圳市天健(集团)股份有限公司	地方国有企业
中煤地质集团有限公司	中央企业	新疆生产建设兵团建设工程(集团)有限责任公司	地方国有企业
中节能铁汉生态环境股份有限公司	中央企业	山东美晨生态环境股份有限公司	地方国有企业
四川路桥建设集团股份有限公司	地方国有企业	邢台路桥建设集团有限公司	地方国有企业
陕西建设机械股份有限公司	地方国有企业	北京市政路桥股份有限公司	地方国有企业
四川华西集团有限公司	地方国有企业	上海浦东建设股份有限公司	地方国有企业
广州市建筑集团有限公司	地方国有企业	上海城建(集团)公司	地方国有企业
中化岩土集团股份有限公司	地方国有企业	棕榈生态城镇发展股份有限公司	地方国有企业
上海隧道工程股份有限公司	地方国有企业	兖矿东华建设有限公司	地方国有企业
福建建工集团有限责任公司	地方国有企业	新疆北新路桥集团股份有限公司	地方国有企业
安徽建工集团股份有限公司	地方国有企业	西安建工集团有限公司	无实控人
北京城建集团有限责任公司	地方国有企业	广西建工集团有限责任公司	无实控人
北京建工集团有限责任公司	地方国有企业	中天建设集团有限公司	民营企业
成都建工集团有限公司	地方国有企业	广东腾越建筑工程有限公司	民营企业
福州建工集团有限公司	地方国有企业	岭南生态文旅股份有限公司	民营企业
湖南建工集团有限公司	地方国有企业	江苏南通二建集团有限公司	民营企业
山东高速路桥集团股份有限公司	地方国有企业	重庆市中科控股有限公司	民营企业
山西路桥建设集团有限公司	地方国有企业	欣捷投资控股集团有限公司	民营企业
上海建工集团股份有限公司	地方国有企业		

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来12~18个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来12~18个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来12~18个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来12~18个月行业总体信用质量较“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来12~18个月行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来12~18个月行业总体信用质量较“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来12~18个月行业总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
张馨予	企业评级部	高级副总监
杜佩珊	企业评级部	高级分析师
李慧莹	企业评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区南竹杆胡同 2 号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO.,LTD
ADD:Building 5, Galaxy SOHO.
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,
Doncheng District, Beijing, PRC. 100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>