

# 建工行业增速持续回落，随着国家实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，建工行业流动性压力或将有所缓解

## —建筑施工行业研究报告

联合资信 公用评级一部 | 高志杰 | 杨 柳 | 冯熙智 | 谭伟祯

建筑业作为国民经济的支柱产业之一，行业周期性明显。受房地产投资持续低迷影响，2024 年前三季度建筑业增速有所回落。

从需求端看，2024 年以来，房地产市场开发投资、销售和施工增速仍为负，虽然国家持续出台刺激政策，但仍需关注相关政策未来发力强度和落地执行情况；同期，基础设施建设增速同比小幅回升，总体保持相对平稳的增长态势。

2024 年前三季度，建筑施工企业经营活动和投资活动产生现金流量净额缺口有所扩大，行业流动性压力加大；整体杠杆水平持续提升，中央企业和地方国有企业杠杆水平有所企稳，民营企业杠杆水平有所下降；民营企业流动性紧缩趋势愈发明显，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。随着国家实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，建工行业流动性压力或将有所缓解。

2024 年前三季度，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，民营企业无债券发行，信用等级对信用利差表现出较强的区分度。

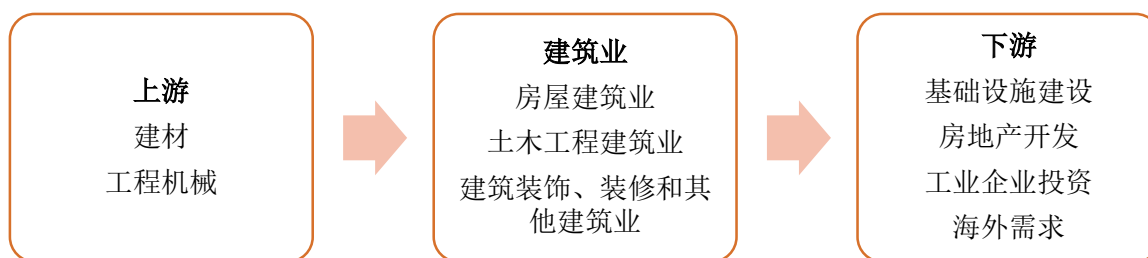
联合资信认为，随着国家实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，房地产市场止跌回稳和基础设施建设投资潜力的持续释放，建筑业仍将维持中低速增长趋势。



## 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，居于整个产业链的中游，市场竞争较为充分，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，反之则毛利率相对较低。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

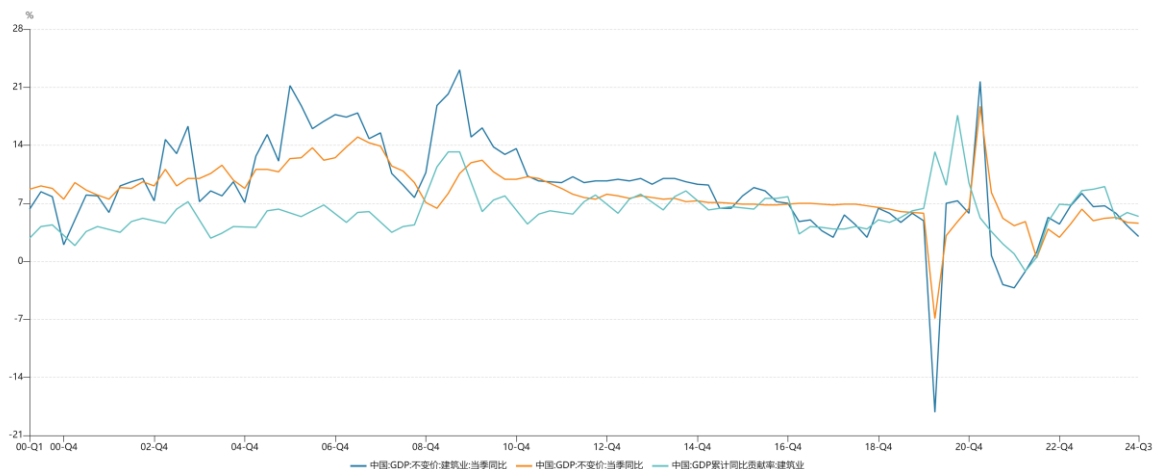
建筑业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与宏观经济走势高度相关。近年来，建筑业增加值占国内生产总值比重整体较为稳定，建筑业对国民经济的支柱地位稳固。

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。2024 年前三季度，全国建筑业总产值同比增长 4.40%，增速低于国内生产总值增速 0.40 个百分点。

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，2023 年为 6.80%。2024 年前三季度，建筑业实现增加值（现价）6.09 万亿元，占国内生产总值（现价）的比重为 6.41%，略低于 2023 年前三季度比重（6.43%）。通常第四季度建筑业增加值占比更高，预计 2024 年全年建筑业增加值占国内生产总值的比重同比变化较小，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 2000 年以来全国 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

2024 年以来，受房地产投资持续低迷影响，前三季度建筑业增速有所回落；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。宏观经济政策持续保持宽松，国家通过加大逆周期调节力度，努力完成经济增长目标。

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，2024 年前三季度国内生产总值 94.98 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上半年增速回落 0.2 个百分点。作为国民经济支柱产业之一，2024 年 1—9 月，全国建筑业实现总产值 21.74 万亿元，同比增长 4.40%，增速较上年同期下降 1.40 个百分点，主要系受房地产投资持续低迷影响所致；2024 年 1—10 月，全国完成房地产开发投资 8.63 万亿元，同比下降 10.30%，降幅同比扩大 1.00 个百分点；2024 年 1—10 月，全国基础设施投资同比增长 9.35%，增速同比提高 1.08 个百分点。

宏观政策方面，2024 年前三季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，聚焦宏观政策持续用力、更加给力，用好超长期国债支持“两重、两新”工作；加快专项债发行使用，尽快形成实物工作量；综合采取多种货币工具，降低实体经济融资成本；加快资本市场“1+N”政策体系建设，落实新“国九条”。2024 年第四季度，中央出台 10 万亿化债计划、实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加紧推出一揽子增量政策，加大财政和货币政策逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困，努力完成全年经济增长目

标。

## (2) 行业监管与行业政策

2024 年以来，建筑行业相关政策仍以规范行业管理和促进行业转型升级为主导，对原有政策标准进行修订完善。此外，为加快构建房地产发展新模式，房屋体检、房屋养老金、房屋保险等制度正在研究建立，为建筑业转型升级提供了新机遇。

表 1 2024 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
2024 年 3 月	住房和城乡建设部	推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案	为贯彻落实党中央、国务院决策部署，按照《国务院关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》（国发〔2024〕7 号）要求，有序推动建筑和市政基础设施设备更新工作，制定本实施方案
2024 年 4 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部办公厅关于印发《城市轨道交通工程投资估算指标》的通知	为合理确定和控制城市轨道交通工程投资，满足建设项目编制建设规划和可行性研究投资估算的需要，有利于工程建设投资控制和提高投资效果，本次投资估算指标包括综合指标和分项指标，指标编制范围包括城市轨道交通工程的土建及设备安装等内容
2024 年 4 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《建筑抗震设计规范》局部修订的公告	根据住房和城乡建设部标准定额司《关于同意开展〈建筑工程抗震设防分类标准〉等 2 项国家标准局部修订工作的函》（2021-36）的要求，中国建筑科学研究院有限公司会同有关单位对《建筑抗震设计规范》中“基本规定”部分做了局部修订
2024 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《绿色建筑评价标准》局部修订的公告	依据《住房和城乡建设部关于印发 2022 年工程建设规范标准编制及相关工作计划的通知》（建标函〔2022〕21 号）对《绿色建筑评价标准》进行局部修订，本次修订主要包括：（1）与现行强制性工程建设规范相协调；（2）强化绿色建筑的碳减排性能要求；（3）优化实施效果，与现行相关标准进行协调
2024 年 7 月	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部办公厅关于实施《建设工程质量检测管理办法》《建设工程质量检测机构资质标准》有关问题的通知	《关于实施〈建设工程质量检测管理办法〉有关问题的通知》（建质〔2006〕25 号）废止，《建设工程质量检测管理办法》《建设工程质量检测机构资质标准》（建办质〔2024〕36 号）对加强检测资质管理、加强检测活动管理、加强检测人员管理和加强检测监督管理等四方面作出进一步明确和规范。
2024 年 8 月	中央网信办秘书局、住房和城乡建设部办公厅等十部门联合印发	关于印发《数字化绿色化协同转型发展实施指南》的通知	实施指南提出，各地方政府和相关部门要完善建筑行业双化协同发展基础，加快绿色低碳建筑产业发展，全面提升建筑行业绿色化发展水平。要以绿色智慧城市建设为抓手，促进建筑、能源等多领域在绿色低碳方面的全方位协同。
2024 年 8 月	中共中央国务院	中共中央国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见	大力发展绿色低碳建筑，建立建筑能效等级制度。提升新建建筑中星级绿色建筑比例，推动超低能耗建筑规模化发展。加快既有建筑和市政基础设施节能节水降碳改造，推广先进高效照明、空调、电梯等设备。优化建筑用能结构，推进建筑光伏一体化建设，推动“光储直柔”技术应用，发展清洁低碳供暖。
2024 年 8 月	住房和城乡建设部	国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会（住房和城乡建设部）	为加快构建房地产发展新模式，研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度，构建全生命周期房屋安全管理长效机制。目前，上海等 22 个城市正在试点，个人账户通过缴纳住宅专项维修资金已存在，试点的重点是政府建立公共账户。此外，为建设绿色、低碳、智能、安全的“好房子”，还需在建筑材料的生产过程、建造过程、全生命周期使用过程等建筑领域三个环节上下功夫。为促进建筑业转型升级，在以下四方面努力：一是在改革目标上，着力打造现代化建筑产业体系，推动建筑业工业化、数字化和绿色化转型升级；二在方法和路径上，以科技赋能来提高建筑业发展的质量和效益；三在制度和机制上，健全建筑工程建设标准体系，并重点改革工程监理、工程造价、工程竣工验收等相关基础性制度；四是在人才队伍建设上，重点打造一支专业敬业的建筑人才队伍。

2024年8月	交通运输部	交通运输部关于加强公路水运工程建设质量安全监督管理工作的意见	为深入贯彻落实党中央、国务院关于质量安全工作的决策部署，保证工程建设质量，保护人民群众生命财产安全，推动工程建设高质量发展，加快建设交通强国，意见提出要全面树立工程建设质量安全新理念，全面构建工程建设质量安全新格局，强化工程质量安全监管责任落实，全面落实企业质量责任，全面落实企业安全生产责任，全面夯实工程质量管理基础
2024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《混凝土长期性能和耐久性能试验方法标准》的公告	为规范和统一混凝土长期性能和耐久性能试验方法，提高混凝土试验和检测技术水平，此次方法标准在基本规定、抗冻试验、动弹性模量试验、抗水渗透试验、抗氯离子渗透试验、收缩试验、早期抗裂试验、受压徐变试验、碳化实验、混凝土中钢筋锈蚀实验、抗压疲劳变形实验、抗硫酸盐侵蚀实验、碱-骨料反应实验和抗气体渗透试验等方面进行规定
2024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《海岸工程混凝土结构耐久性技术标准》的公告	为保证海岸工程混凝土结构的耐久性达到预定的设计工作年限，做到安全耐久、经济合理、低碳环保、技术领先，制定本标准；本标准对海岸工程混凝土结构的术语及符号、基本规定、环境作用、材料、设计、施工和维护等方面做了明确规定

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

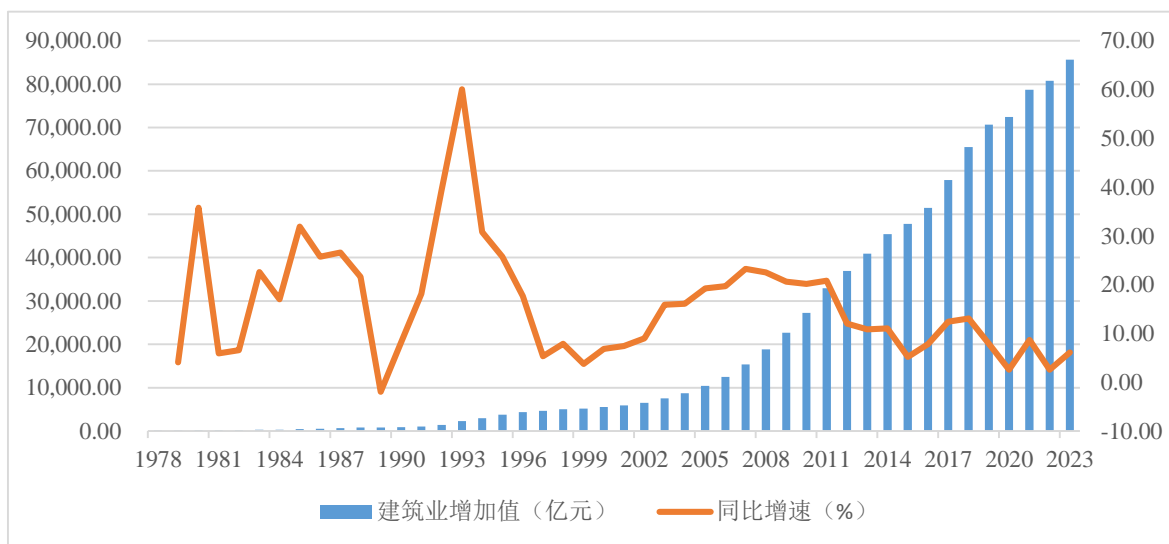
建筑业长周期特征较为明显，且当前周期被动拉长，目前我国建筑业在长周期和短周期均处于下行阶段，2024年以来国家持续出台“稳增长”政策，财政货币政策和房地产调控政策组合拳持续出台，对建筑业形成一定支撑，未来需持续关注下游房地产调控政策和基建投资强度对建筑业影响情况。

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。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。

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。2024年以来，国家持续出台“稳增长”政策，财政货币政策和房地产调控政策组合拳

持续出台，基础设施建设投资和房地产市场投资需求回稳对建筑业形成一定支撑。

图 3 从建筑业增加值增速看行业周期性



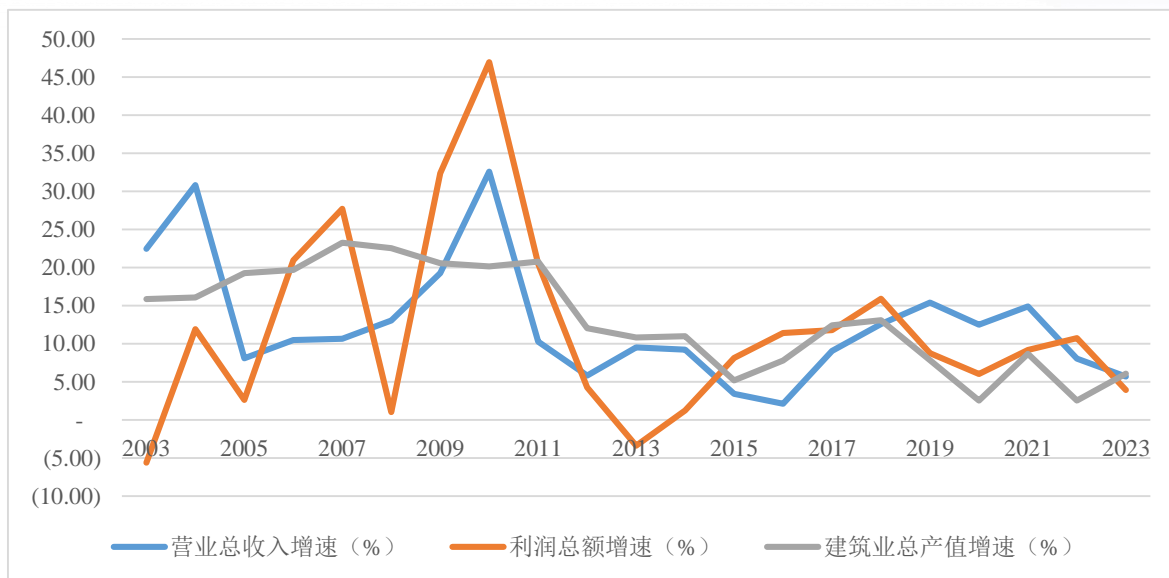
注：1980年和1993年建筑业增加值同比增速显著高于前后两年，为特殊值不影响周期判断

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<sup>1</sup>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—2023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，结果如图4所示。2003—2023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、2010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。从利润总额增速来看，2003—2023年，样本企业利润总额增速波动较大。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，经历一系列积极的宏观调控政策影响下，2016年样本企业的利润增速明显回升并于2016—2018年利润达到短周期高点，2017年样本企业的营业总收入增速明显回升并于2017—2019年达到短周期高点。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—2023 年样本企业营业总收入与利润总额增速变化（中位数）

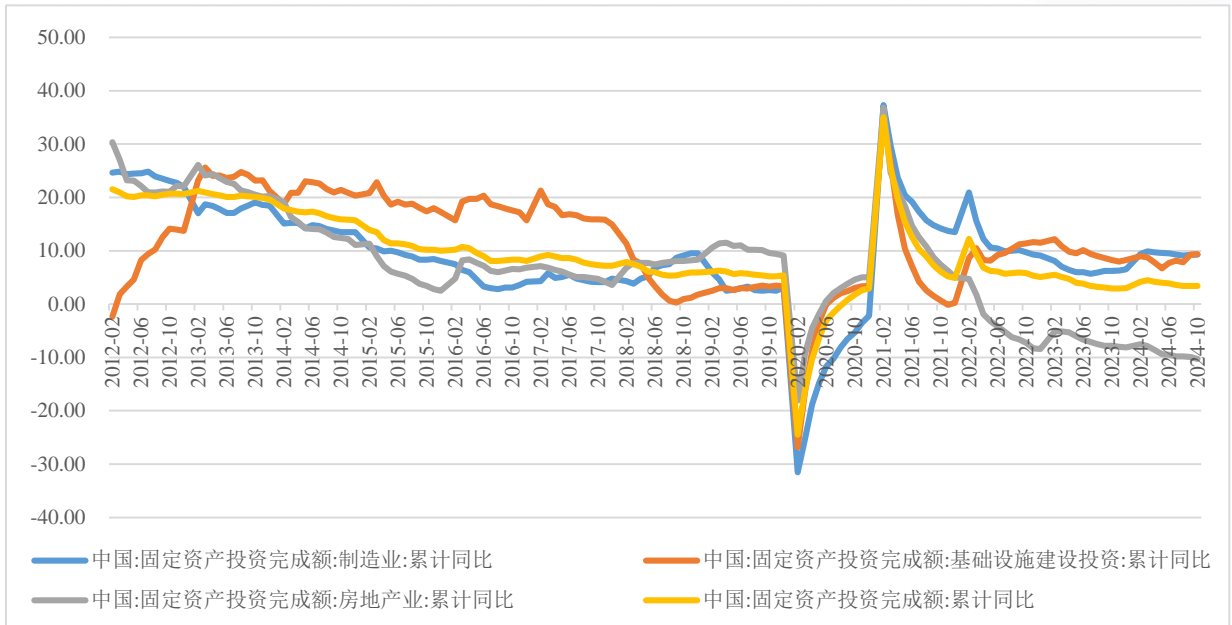
<sup>1</sup> 本文中涉及建筑施工企业样本系根据公开市场发债企业整理。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

房地产和基建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年以来，受房地产企业“三道红线”融资限制及房地产市场供需发生变化影响，房地产开发投资整体呈下降趋势，对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。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。2022年二季度开始，房地产投资持续负增长，对固定资产投资形成一定拖累。2024年1—10月，全国固定资产投资完成额41.94万亿元，同比增长3.40%，较2023年同期水平小幅提升但较2019年及之前年度同期水平差距较大，增长仍面临较大压力。

图5 2012年2月—2024年10月建筑业主要下游行业投资完成额同比变化（单位：%）



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、BOT 和 PPP 等已成为建筑业企业重要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：“八大”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。“八大”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

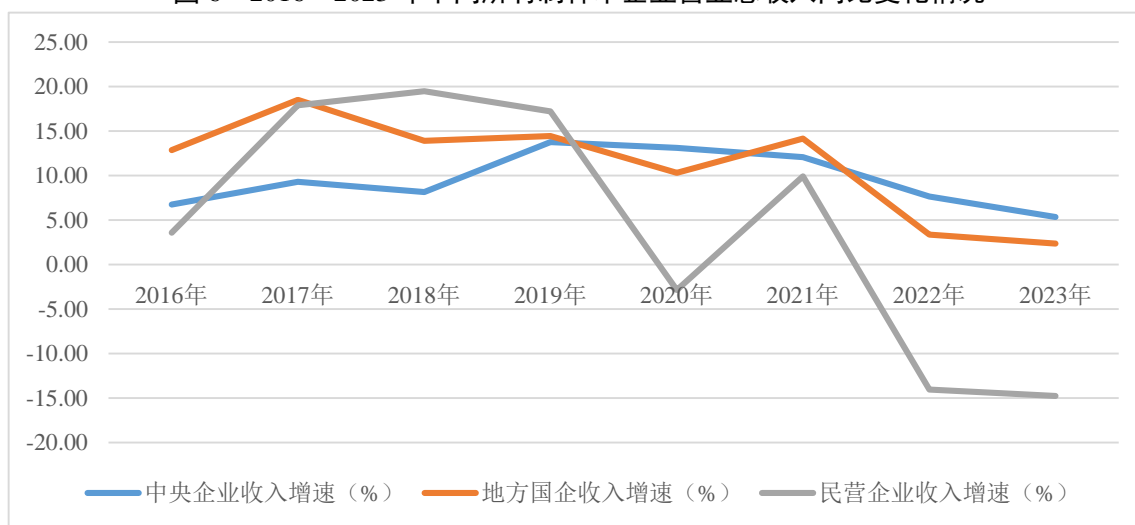
企业类型	代表企业	经营状况
八大中央国有企业	中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国中冶、中国化学	经过大规模的整合之后，具备了雄厚的资金实力，技术水平及资质等级高，中国建筑 2022 年营业总收入超过两万亿元，中国中铁和中国铁建于 2021 年实现超万亿营业总收入，中国交建和中国电建 2022 年营收规模均超过 5000 亿元
地方国有企业	浦东建设、上海建工、北京建工、其他省属建工企业	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益
大型民营企业	中天建设、南通二建、龙信建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，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
外资企业	Shimizu 日本清水、Skanska 瑞典斯塔斯卡	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
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，建筑业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明显。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；民营建筑企业营业总收入增速则波动很大，2020 年增速降为负值，2021 年小幅回升后再度降为负值，且与中央及地方国有企业差距逐步拉大。2022 年起，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企业和地方国有建筑企业，表明其融资、项目承接、抗风险及获取外部支持等综合能力明显弱于中央和地方国有建筑企业。

图 6 2016—2023 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

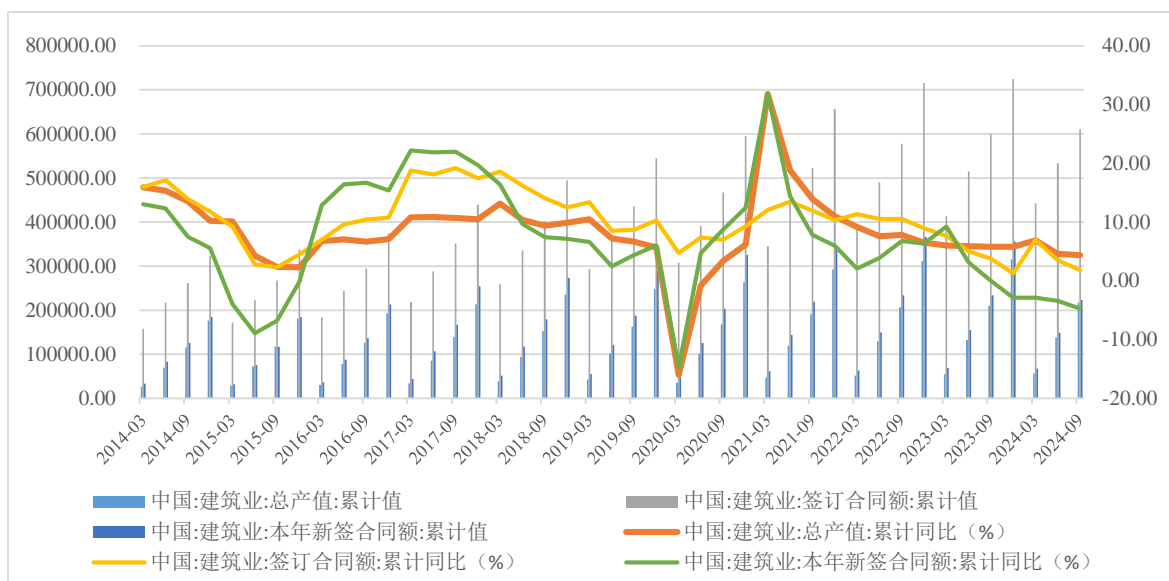
建筑业是由需求驱动的行业，行业增长主要取决于下游需求。整体看，建筑业短期及长期增长均面临较大压力，2024 年前三季度全国建筑业总产值增速同比有所回落，新签合同额增速由正转负，未来行业总体有望维持中低速增长态势。

建筑业处于产业链的中游，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，加之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，在订单向施工转化相对稳定的情况下，其行业增长主要取决于“量”，“价”对盈利能力的影响相对较小。

从行业层面来看，2024 年前三季度，全国建筑业实现总产值 21.74 万亿元，同比增长 4.40%，增速较上年同期下降 1.40 个百分点，主要系下游房地产市场需求疲软等因素影响所致。

从“量”来看，2024 年前三季度，全国建筑业新签合同额 22.32 万亿元，同比下降 4.74%，增速由正转负，较上年同期下降 4.75 个百分点，降幅明显。截至 2024 年 9 月底，全国建筑业签订合同总额（在手）61.04 万亿元，较上年同期增长 1.81%，且增速较上年同期末增长 0.54 个百分点，在手订单增速为正但新签订单增速转负，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



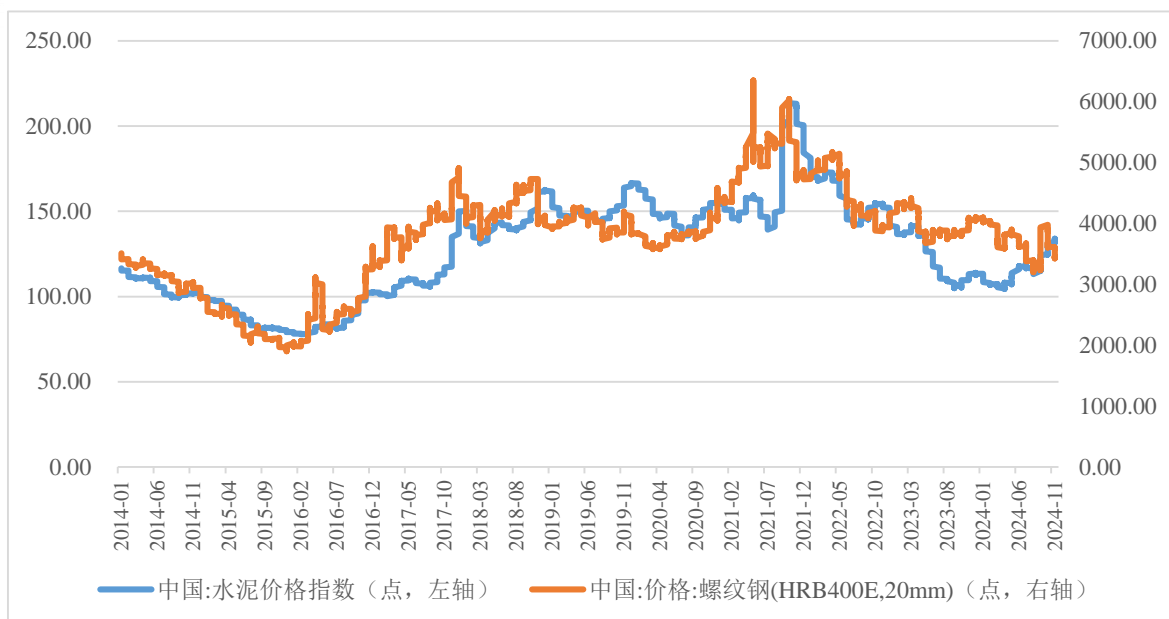
资料来源：联合资信根据公开资料整理

## (2) 建筑业上游分析

建筑业上游以水泥和钢材为主，2023 年以来，受下游市场需求低迷影响，水泥和钢材价格波动下降；随着下游市场需求低迷和国家持续出台刺激政策影响，预计后期水泥、钢材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，其中钢筋和水泥对建筑总造价的影响一般超过 30.00%，其价格波动对建筑施工企业成本影响较大。水泥价格方面，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，产能过剩导致水泥价格持续低位下行，于 2024 年 4 月份降至 2017 年下半年以来价格新低；2024 年 5 月开始，水泥行业去产能效果逐步显现，水泥价格逐步回升。钢材价格方面，2023 年以来，受房地产投资持续低迷影响，钢材价格整体震荡下行，2024 年 8 月钢材价格降至 2018 年以来新低；2024 年 9 月，中央提出促进房地产市场止跌回稳等刺激政策，钢材价格有所回升。总体来看，随着下游市场需求低迷和国家持续出台刺激政策影响，预计后期水泥、钢材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

2024 年以来，房地产市场开发投资、销售以及施工增速仍为负，国家持续出台刺激房地产市场止跌回稳政策，对于推动库存消化和改善房企流动性等方面带来一定边际改善，但仍需关注相关政策未来发力强度和落地执行情况；基建投资增速较上年同期小幅回升，总体保持相对平稳的增长态势；未来随着更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策实施，对于释放基建投资潜力或将起到较强的促进作用。

建筑业下游需求可以大致分为房地产开发投资和基础设施建设投资。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。

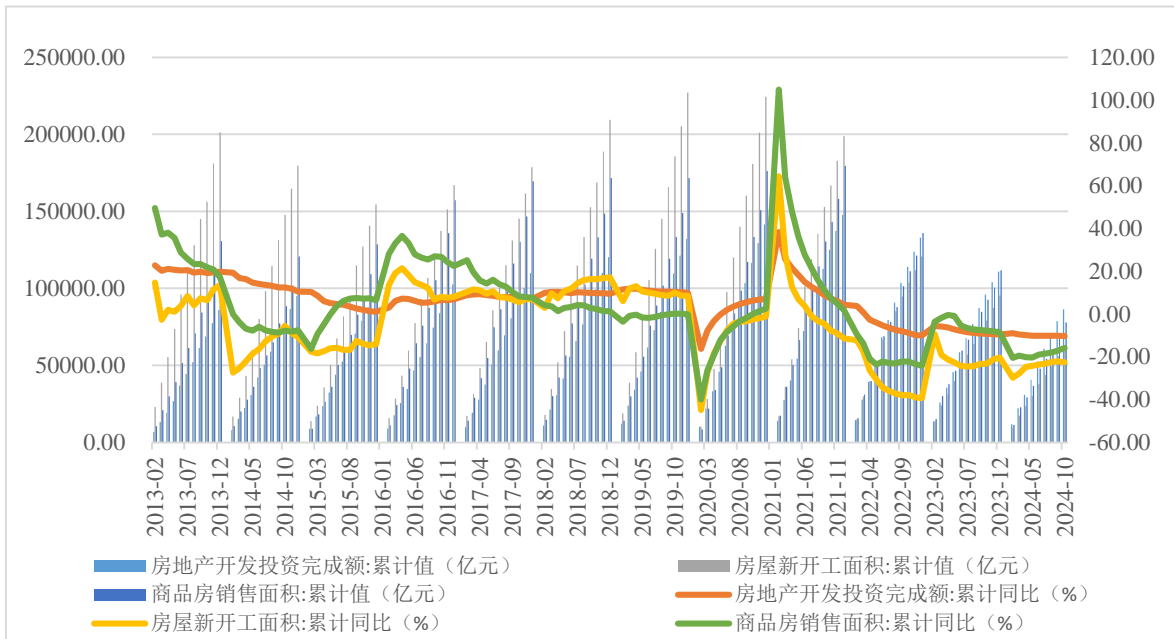
#### 房地产开发投资

2024 年 1—10 月，全国完成房地产开发投资 86308.9 亿元，同比下降 10.3%，累计投资增速自 2023 年以来持续为负且逐月回落。销售方面，2024 年 1—10 月，全国商品房销售面积 77930.2 万平方米，同比下降 15.8%，累计同比增速自 2022 年 2 月以来持续为负。施工方面，2024 年 1—10 月，全国房屋新开工面积 61226.9 万平方米，同比下降 22.6%，2021 年 7 月以来累计同比增速持续为负。

2024 年以来，国家持续出台刺激房地产市场企稳政策，对稳定房地产市场发挥了较大作用。2024 年 4 月 30 日中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，房地产“去库存”重要性凸显；2024 年 5 月 17 日，中国人

民银行和国家金融监管总局对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人贷款最低首付比例调整为不低于 15.00%，二套住房商业性个人贷款最低首付款比例调整为不低于 25.00%，进一步释放需求；在“517 新政”出台后，上海、广州、深圳和北京先后调整购房政策等措施；9 月 24 日，人民银行宣布统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%；同时，人民银行将优化保障性住房再贷款政策，将 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款央行资金支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励；9 月 26 日，中共中央政治局会议稳经济、稳增长信号明显，货币政策逆周期调节和房地产调控政策表述更为积极；货币政策方面，明确表态“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”；房地产调控政策方面，本次会议首次提出“促进房地产市场止跌回稳”，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地；同时，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式；10 月 17 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，住房城乡建设部会同财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门，打出“四个取消、四个降低、两个增加”的房地产政策组合拳，包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准，降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率以及降低“卖旧买新”换购住房的税费负担，增加城中村改造与货币化安置、增加房地产“白名单”；11 月 8 日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，财政部部长指出支持房地产市场健康发展的相关税收政策已按程序报批，将陆续推出。12 月 9 日中央政治局会议和 12 月 11—12 日中央经济工作会议提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力”。随着房地产市场企稳政策集中释放，对于推动库存消化和改善房企流动性等方面带来一定边际改善作用，预计房地产市场整体仍处于筑底阶段，需关注相关政策未来发力强度和落地执行情况。

图 9 2013 年 2 月至 2024 年 10 月房地产投资、开工及销售情况

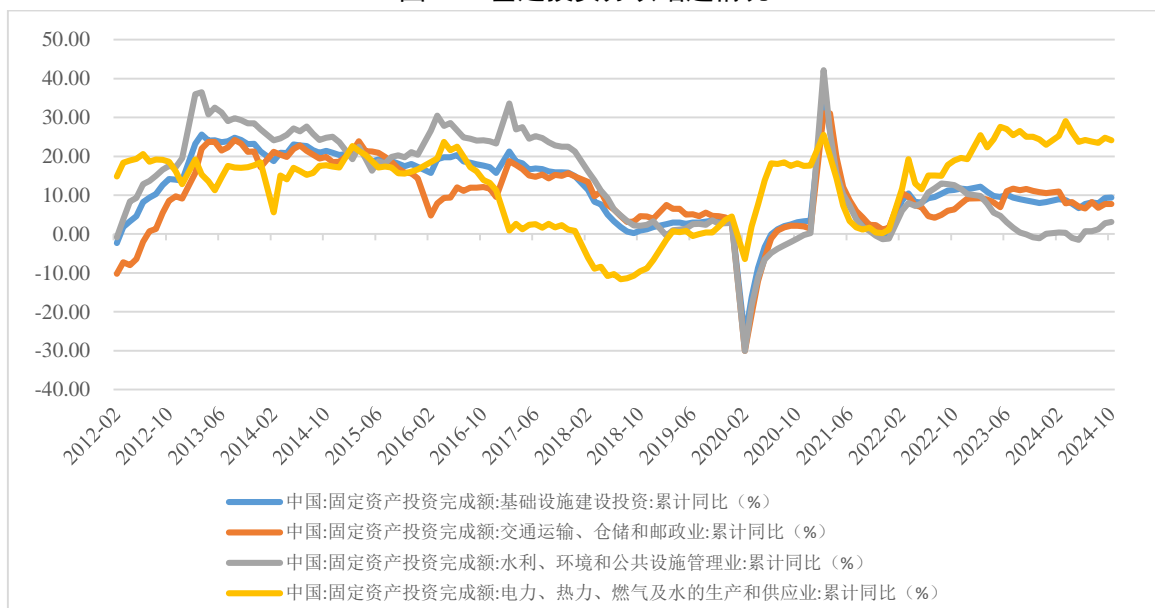


资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 基础设施建设投资

2024年1-10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9.4%，增速环比和同比分别提高0.1个百分点和1.1个百分点，总体保持相对平稳的增长状态；基础设施投资持续增长对稳定固定资产投资发挥较大作用。

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

2024年《政府工作报告》提出，积极的财政政策要适度加力、提质增效，用好财政政策空间，组合使用赤字、专项债、超长期特别国债、税费优惠、财政补助等多种政策工具，保持适当支出规模，促进经济持续回升向好；同时积极扩大有效投资，合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。2024年两会确定今年地方政府新增债务限额为4.62万亿元，规模创历年新高；其中新增一般债限额0.72万亿元，与上年持平，新增专项债限额3.90万亿元，较上年增加0.10万亿元，支持地方加大重点领域补短板力度。9月26日，中共中央政治局会议提出，加大财政政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。2024年1—9月，地方债累计发行金额合计66875.77亿元，相当于2023年全年的71.71%，其中新发行地方政府债券中专项债券占74.87%，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构。11月8日，全国人大常委会办公厅新闻发布会公布，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准的决议》，决议决定批准增加6万亿地方政府债务限额置换存量隐性债务，并宣布从2024年开始连续五年每年从新增地方专项债券中安排8000亿元专门用于置换隐债累计4万亿元，2029年及以后到期的棚改隐债2万亿元仍按原合同偿还；“6+4”万亿专项化债资金落地，意味着对化债工作思路作了根本转变，一是从过去的应急处置向现在的主动化解转变，二是从点状式排雷向整体性除险转变，三是从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变，四是从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。此外，国家计划研究制定清理地方政府拖欠企业账款相关政策。12月9日中央政治局会议和12月11—12日中央经济工作会议提出“稳住楼市股市，明年实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，将连续实施了14年的“稳健的货币政策”改为“适度宽松的货币政策”，预计货币政策在降准降息、流动性投放、结构性政策工具使用等方面将进一步加大支持力度。伴随化债推进，在“稳增长”政策调控叠加专项债券资金支持下，地方政府投资项目和财政投资的持续性有所加强，有望对建筑业形成较为有力的支撑。

#### （4）建筑施工企业<sup>2</sup>收入及盈利分析

2021—2023年，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，但营收增速持续放缓；同期建筑施工企业整体盈利水平呈波动下降趋势。2024年前三季度，建筑施工企业营业总收入和利润总额合计规模均同比下降，盈利水平低于

---

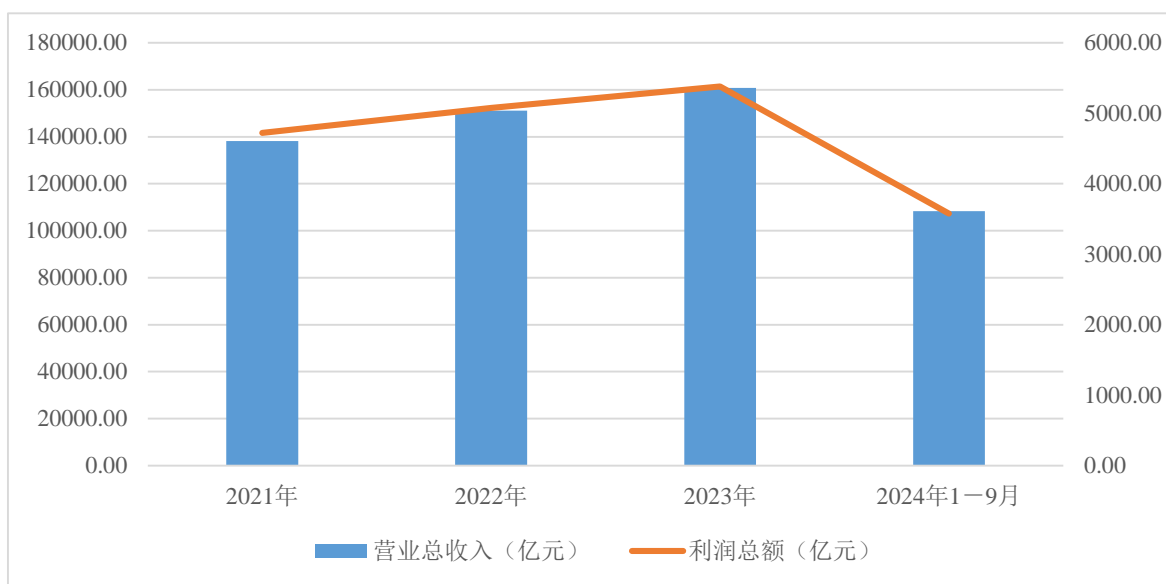
<sup>2</sup> 建筑施工企业财务表现分析部分，仅保留2021—2023年及2024年前三季度财务数据完整的企业样本，样本数量为163家，未剔除母子公司影响。

上年同期。

2021—2023 年，建筑施工企业营业总收入规模合计分别为 13.82 万亿元、15.11 万亿元和 16.08 万亿元，年均复合增长 7.90%。同期，建筑施工企业利润总额规模合计分别为 4719.18 亿元、5076.85 亿元和 5381.71 亿元，年均复合增长 6.79%。建筑施工企业营业总收入和利润总额均呈持续增长态势。2024 年 1—9 月，建筑施工企业营业总收入合计为 10.83 万亿元，同比下降 5.78%；同期，建筑施工企业利润总额合计为 3575.96 亿元，同比下降 9.17%。

2021—2023 年，建筑施工企业营业利润率中位数分别为 10.54%、9.81%和 10.02%，呈波动下降趋势。2024 年 1—9 月，建筑施工企业营业利润率中位数为 9.52%，较 2023 年 1—9 月营业利润率中位数（9.26%）提高 0.26 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

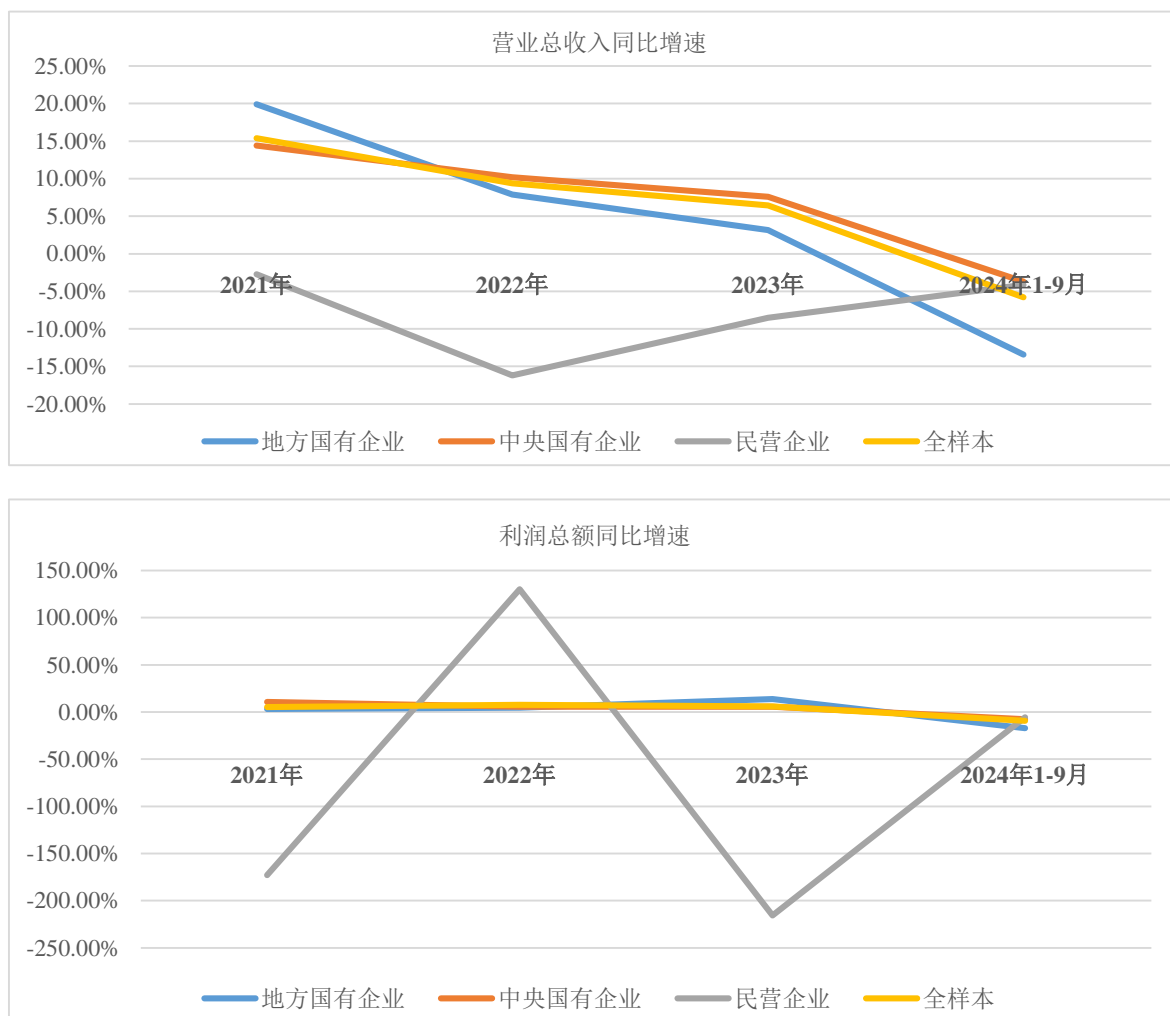
从不同所有制建筑施工企业来看，受下游行业的投资放缓影响，中央国有企业和地方国有企业表现出相对更强的经营韧性，而民营企业营收和利润增速均下滑明显；中央国有企业和地方国有企业利润总额增速亦同比大幅下降，民营企业利润总额继续负增长。

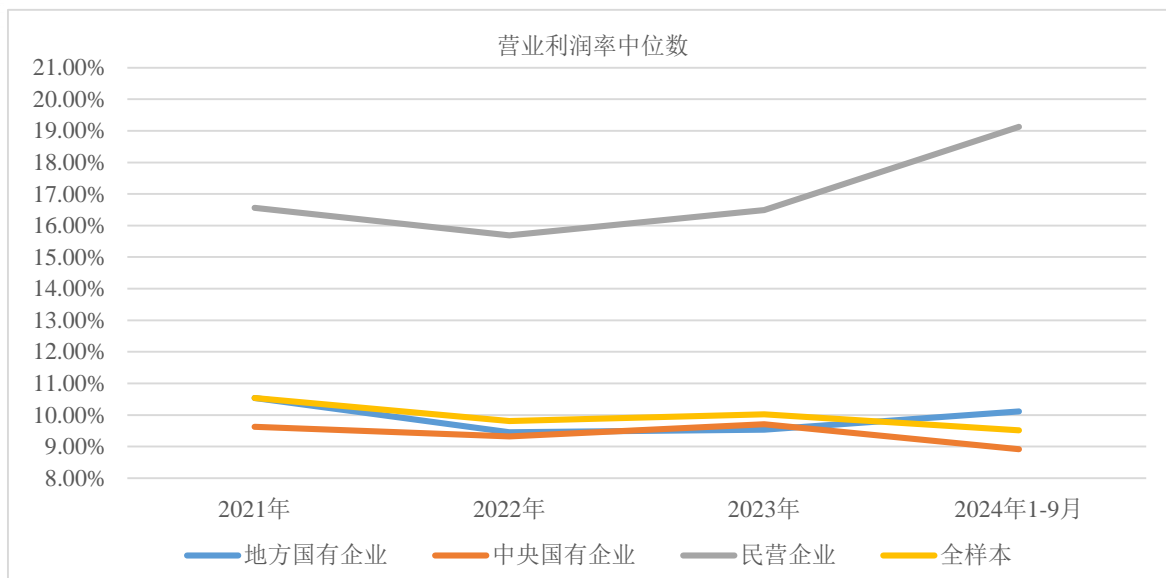
从不同所有制建筑施工企业来看，2021—2023 年，国有企业与民营企业营收和利润水平分化仍在持续。其中，中央国有企业和地方国有企业营业总收入和利润总额均保持增长态势；受房地产市场影响，民营企业营业总收入持续下降，利润总额受少数样本企业大幅计提坏账影响波动下降。营收增速方面，2023 年，中央国有企业和地



方国有企业营业总收入增速均较上年同期有所下降，民营企业营业总收入继续下降，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再融资政策放宽和专项债加速落地等利好政策影响所致。利润总额增速方面，2023年，中央国有企业和地方国有企业营业利润总额增速均较上年同期所有上升；同期，民营企业利润总额合计由正转负，主要系少数样本企业因部分房企资金链断裂大幅计提坏账所致。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工程设计、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。2024年1-9月，受下游行业投资放缓影响，样本中不同所有制建筑施工企业的营业总收入合计数和利润总额合计数均较上年同期所有下降。其中，地方国有企业营业总收入合计数和利润总额合计数的降幅最大，分别为-13.42%和-17.07%，主要在化债背景下，地方基建投资放缓所致。

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

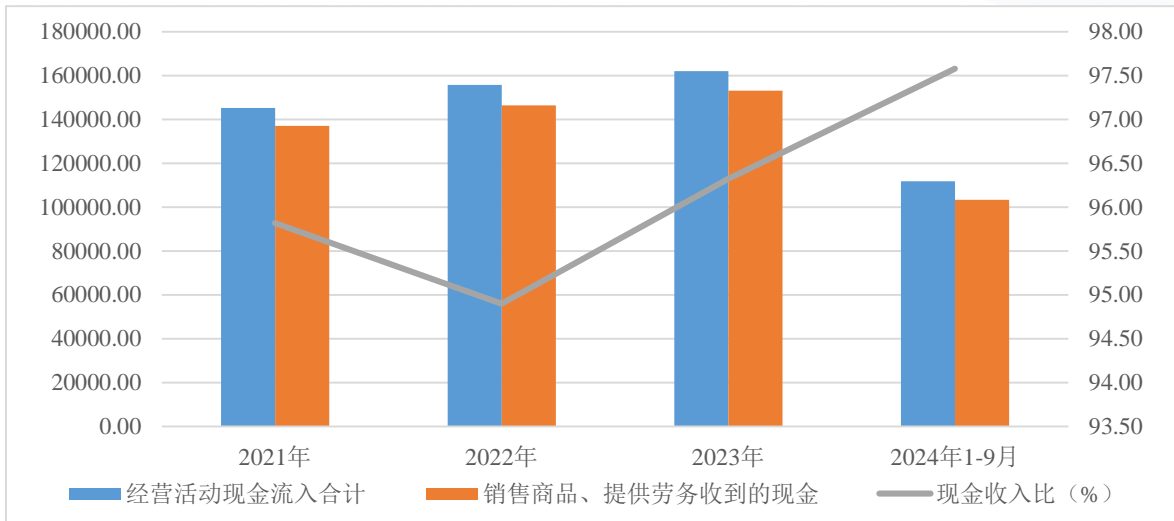
## 六、行业杠杆与偿债能力

### (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。2024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、下游投资持续低迷及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，2021—2023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5.61%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计年均复合增长5.70%，现金收入比中位数在94.00%~97.00%的区间，收现质量相对稳定且整体表现较好。2024年前三季度，受营收同比下降影响，建筑施工企业经营活动现金流入量合计11.18万亿元，同比下降5.30%，其中销售商品、提供劳务收到的现金合计10.32万亿元，同比下降5.06%，现金收入比中位数97.58%，同比提高3.25个百分点。

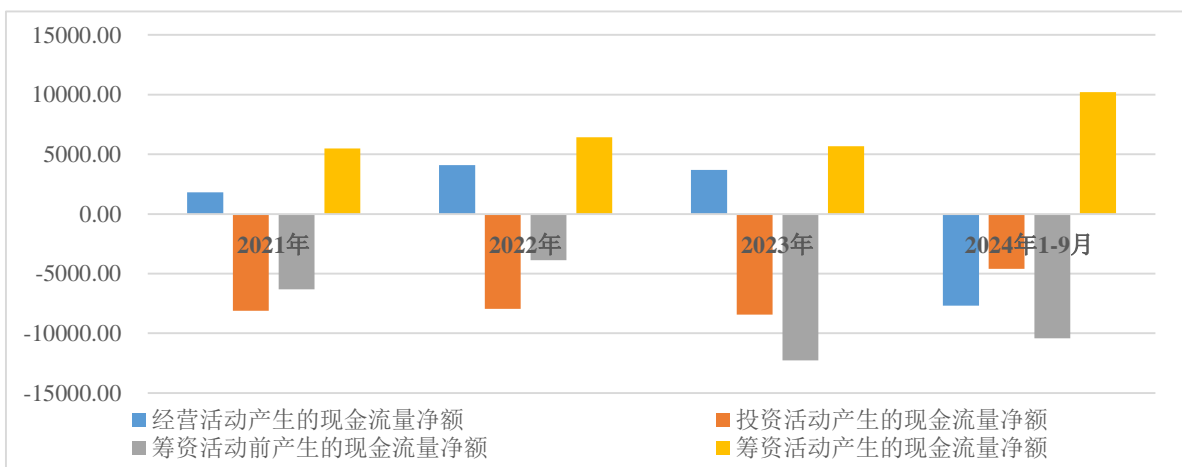
图 13 建筑施工企业经营活动现金流入及收现质量情况（单位：亿元）



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。2024年前三季度，受行业回款特征及下游行业投资放缓影响，建筑施工企业经营活动产生的现金流量净额合计为-7682.81亿元，缺口同比扩大84.77%。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。2024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-4588.93亿元，缺口同比收窄26.57%。2024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-12271.74亿元，缺口同比扩大17.91%；同期，建筑施工企业筹资活动产生的现金流量净额合计10199.97亿元，同比下降3.17%，净融资规模有所收缩。

图 14 建筑施工企业现金流净额及资金缺口情况（单位：亿元）



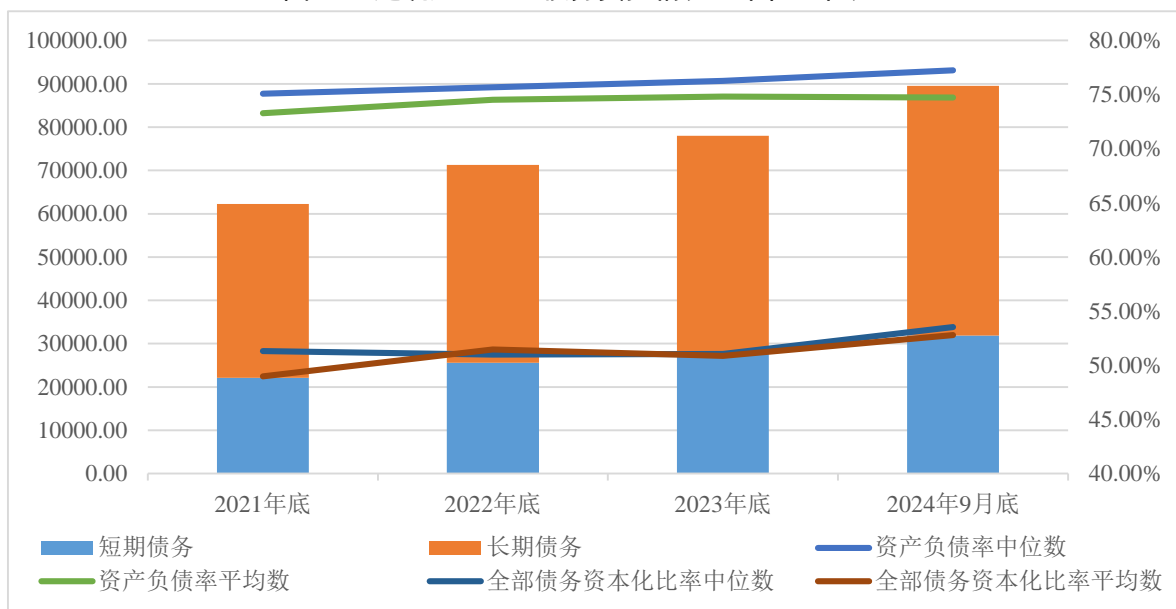
资料来源：联合资信根据公开资料整理

## （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。

2021—2023 年末，建筑施工企业资产负债率中位数呈逐年小幅上升趋势，2023 年资产负债率中位数为 76.28%，有息债务规模年均复合增长 11.94%。2021—2023 年末，中央国有企业和地方国有企业有息债务规模均持续增长，年均复合增长分别为 13.28%、9.66%，民营企业有息债务规模持续下降，年均复合下降-2.46%。2024 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 2024 年 9 月底，建筑施工企业资产负债率平均值为 74.73%、中位数为 77.25%，分别较上年底下降 0.09 个百分点和增长 0.98 个百分点；有息债务规模合计 89524.57 亿元，较上年底增长 14.80%，其中短期债务为 31910.57 亿元，较上年底增长 15.49%，长期债务为 57614.00 亿元，较上年底增长 14.42%。截至 2024 年 9 月底，建筑施工企业全部债务资本化比率平均值为 52.81%、中位数为 53.54%，分别较上年底上升 1.94 个百分点和上升 2.50 个百分点。

图 15 建筑施工企业债务负担情况（单位：亿元）

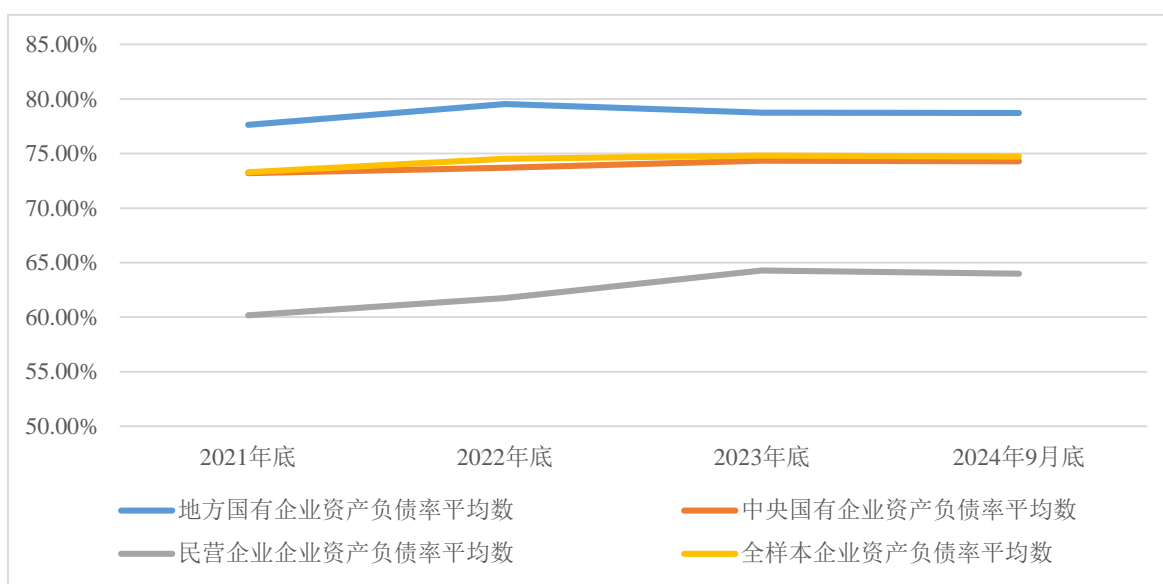


资料来源：联合资信根据公开资料整理

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，杠杆水平有所企稳；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 2024 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 74.28% 和 78.70%，分别较上年底下降 0.07 个百分点和下降 0.03 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 63.99%，较上年底下降 0.29 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



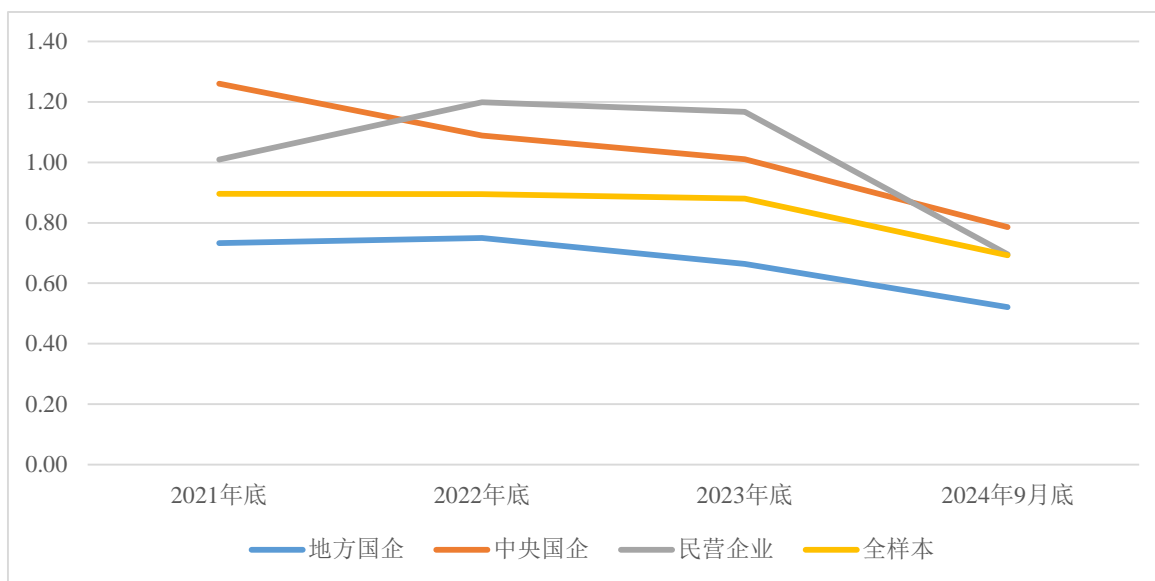
资料来源：联合资信根据公开资料整理

### （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，民营企业流动性紧缩趋势愈发明显，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整体表现较强，地方国有企业短期偿债指标表现尚可，由于样本中民营企业多为工程设计、装饰装修和园林工程等细分行业，债务规模相对较小影响，短期偿债指标整体表现较强。截至 2024 年 9 月底，中央国有企业货币资金/短期债务中位数为 0.79 倍，较上年底下降 22.20%；地方国有企业货币资金/短期债务中位数为 0.52 倍，较上年底下降 21.50%；民营企业货币资金/短期债务中位数为 0.70 倍，较上年底下降 40.43%。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，民营企业短期偿债压力较 2023 年底更大，流动性紧缩趋势愈发明显。

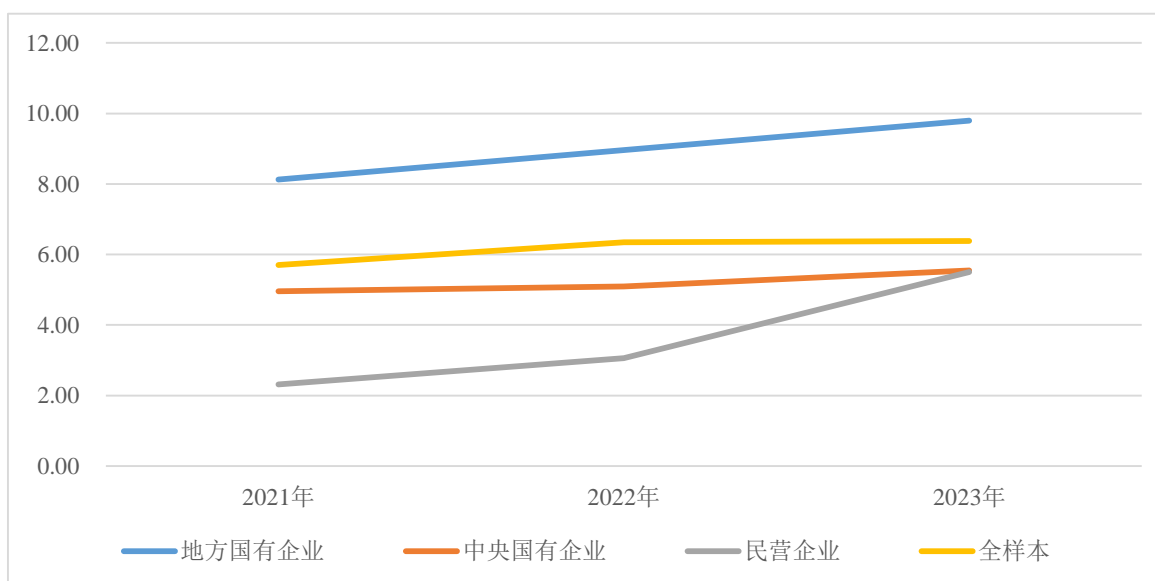
图 17 不同所有制建筑施工企业货币资金/短期债务中位数变动情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

长期偿债指标方面，2021—2023 年，建筑施工企业全部债务/EBITDA 中位数持续增长，分别为 5.70 倍、6.35 倍和 6.38 倍，整体长期偿债指标表现持续改善。分企业性质看，2023 年，中央国有企业全部债务/EBITDA 中位数为 5.54 倍，较 2022 年增长 8.76%；地方国有企业全部债务/EBITDA 中位数为 9.80 倍，较 2022 年增长 9.31%；民营企业全部债务/EBITDA 中位数为 5.50 倍，较 2022 年增长 80.07%。

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

2024 年前三季度，建筑施工企业发债期数及规模同比有所增长，超短期融资债券发行规模优势仍明显；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；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，中央国有企业仍为建筑施工企业的发债主力，发债规模明显领先于其他所有制企业，民营企业暂时退出债券发行市场。

表 3 2024 年前三季度建筑施工企业债券发行同比情况（单位：亿元、期）

种类	2023 年前三季度			2024 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 (%)		
债券种类								
超短期融资债券	159	2357.00	53.82	172	2329.40	45.63	8.18	-1.17
私募债	12	87.90	2.01	15	77.70	1.52	25.00	-11.60
一般短期融资券	1	9.00	0.21	9	48.00	0.94	800.00	433.33
一般公司债	76	872.20	19.92	93	1104.36	21.63	22.37	26.62
一般企业债	1	10.00	0.23	3	35.00	0.69	200.00	250.00
一般中期票据	93	1042.96	23.82	148	1510.24	29.59	59.14	44.80
<b>合计</b>	<b>342</b>	<b>4379.06</b>	<b>100.00</b>	<b>440</b>	<b>5104.70</b>	<b>100.00</b>	<b>28.65</b>	<b>16.57</b>
交易场所								
交易所	88	960.10	21.92	108	1182.06	23.16	22.73	23.12
上海	74	825.10	18.84	97	1086.06	21.28	31.08	31.63
深圳	14	135.00	3.08	11	96.00	1.88	-21.43	-28.89
银行间	254	3418.96	78.08	332	3922.64	76.84	30.71	14.73
<b>合计</b>	<b>342</b>	<b>4379.06</b>	<b>100.00</b>	<b>440</b>	<b>5104.70</b>	<b>100.00</b>	<b>28.65</b>	<b>16.57</b>
主体级别								
AAA	253	3781.36	86.35	340	4559.76	89.32	34.39	20.59
AA+	56	433.00	9.89	71	429.80	8.42	26.79	-0.74
AA	33	164.70	3.76	29	115.14	2.26	-12.12	-30.09
<b>合计</b>	<b>342</b>	<b>4379.06</b>	<b>100.00</b>	<b>440</b>	<b>5104.70</b>	<b>100.00</b>	<b>28.65</b>	<b>16.57</b>
企业性质								
中央国有企业	220	3369.56	76.95	256	3508.36	68.73	16.36	4.12
地方国有企业	121	1006.00	22.97	184	1596.34	31.27	52.07	58.68
民营企业	1	3.50	0.08	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>342</b>	<b>4379.06</b>	<b>100.00</b>	<b>440</b>	<b>5104.70</b>	<b>100.00</b>	<b>28.65</b>	<b>16.57</b>

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

2024 年前三季度，我国宏观政策落实大规模设备更新和消费品以旧换新，调整房地产政策，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”；央行稳健的货币政策灵活适度、精准有效，加大逆周期调节力度，为经济回升向好创造了适宜的货币金融环境。

2024 年上半年，我国宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币政策靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新、增发国债，调整房地产政策。债券市场运行方面，2024 年上半年，央行综合运用多种措施保持流动性合理充裕，推动融资成本稳中有降；利率债收益率总体呈现波动上行态势，主要信用债发行利率均有所下行。

2024 年三季度以来，宏观政策持续用力、更加给力，统筹安排超长期国债支持“两重、两新”工作；全面推动基础设施 REITs 常态化发行，持续推进盘活存量资产；综合采取多种货币工具，降低实体经济融资成本；加快资本市场“1+N”政策体系建设，落实新“国九条”。从货币政策操作来看，7 月、9 月央行分别下调了公开市场 7 天期逆回购操作利率 10 个基点和 20 个基点，引导中期借贷便利（MLF）利率、贷款市场报价利率（LPR）等下行，保证流动性合理充裕；利率市场化改革不断深化，7 月、9 月央行亦两次降低政策利率，发挥贷款市场报价利率（LPR）改革和存款利率市场化调整机制效能，引导金融体系逐步降低企业贷款成本，保持宽松融资环境。展望 2025 年，货币政策或将“坚持支持性的货币政策立场”，综合运用多种方式投放流动性。

**2024 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下降，信用等级对信用利差表现出较强的区分度。**

2024 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下降，其中超短期融资券和一般企业债券的发行利率均值下降幅度相对较明显。值得关注的是，一般中期票据 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。AA+ 级别发行主体中期票据的发行利率区分度较弱，主要系样本数量较少导致数据有所偏差。

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 4 2024 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			2023 年前三季度					2024 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	159	1.79~7.87	3.06	106.33	--	172	1.66~3.45	2.17	55.01	--
		AAA	126	1.79~7.87	3.08	108.45	--	138	1.66~3.45	2.11	49.15	
		AA <sup>+</sup>	22	2.14~3.90	2.80	82.94	-25.51	25	1.92~2.99	2.36	71.47	22.32
		AA	11	2.56~6.00	3.39	128.76	45.82	9	2.00~3.30	2.64	99.12	27.64
	一般短期融资债券	小计	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--	9	1.97~3.28	2.51	83.87	--
		AAA	1	2.59~2.59	2.59	76.73	--	4	2.10~3.28	2.60	90.17	
		AA <sup>+</sup>	--	--	--	--	--	3	1.97~2.37	2.11	59.95	-30.22
AA		--	--	--	--	--	2	2.77~3.12	2.95	107.15	47.20	
中长期	一般公司债	小计	76	2.30~6.50	3.30	93.93	--	93	1.98~3.80	2.53	51.27	--
		AAA	65	2.30~4.50	3.20	85.19	--	88	1.98~3.80	2.50	48.47	
		AA <sup>+</sup>	6	2.85~3.98	3.43	111.35	26.16	2	2.60~2.75	2.68	57.24	8.77
		AA	5	3.49~6.50	4.42	186.67	75.33	3	2.72~3.80	3.34	129.53	72.29
	一般企业债	小计	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--	3	2.30~2.86	2.61	37.75	--
		AAA	1	4.80~4.80	4.80	229.05	--	3	2.30~2.86	2.61	37.75	
		AA <sup>+</sup>	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
		AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	一般中期票据	小计	93	2.68~6.50	3.70	136.57	--	148	2.08~5.00	2.80	86.91	--
		AAA	56	2.68~6.50	3.46	113.52	--	104	2.13~4.30	2.78	80.56	--
		AA <sup>+</sup>	28	3.14~5.88	3.92	160.42	46.90	37	2.08~4.19	2.76	89.92	9.36
		AA	9	3.70~5.80	4.51	205.75	45.33	7	2.33~5.00	3.34	165.23	75.31
	总计		330	1.79~7.87	3.30	112.28	--	425	1.66~5.00	2.48	65.79	--

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（交）债、私募债、项目收益票据和证监会主管 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

2024 年 1—9 月，建筑业债券市场发行主体中共有 3 家企业信用等级调升，5 家企业主体信用等级发生下调，部分主体伴随评级展望调整。信用等级调升的企业均为 AA<sup>+</sup>上调至 AAA；信用等级调降的企业中，由 AA<sup>+</sup>连续下调至 C 的企业 1 家，AA 下调至 AA<sup>+</sup>的企业 1 家，AA 连续下调至 BB 的企业 1 家，A<sup>+</sup>下调至 A 的企业 1 家，A 下调至 C 的企业 1 家。

从等级调整企业性质来看，2024 年 1—9 月，主体信用等级被调升的企业中，2 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中，4 家为地方国有企业，1 家为民营企业。

## 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。房地产行业景气度和基建投资对建筑业产值增长影响较大，2024 年以来，受房地产投资持续低迷影响，建筑业产值增速有所回落。目前我国建筑业在长周期和短

周期均处于下行阶段，2024 年以来国家持续出台“稳增长”政策，财政货币政策和房地产调控政策组合拳持续出击，均对建筑业形成一定支撑，但仍需持续关注未来下游房地产调控政策和基建投资强度对建筑业影响情况。

从行业竞争情况看，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，叠加民营建筑企业逐渐被动出清，建筑业集中度将持续提升。

从需求端来看，2024 年以来，国家持续出台刺激房地产市场止跌回稳政策，对于推动库存消化和改善房企流动性等方面带来一定边际改善作用，但房地产市场开发投资、销售以及施工增速仍为负，需关注相关政策未来发力强度和落地执行情况；基建投资增速较上年同期小幅回升，总体保持相对平稳的增长态势；未来随着更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策实施，对于释放基建投资潜力或将起到较强的促进作用。

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。2024 年前三季度，建筑施工企业营业总收入和利润总额合计规模均同比下降，盈利水平低于上年同期；经营活动和投资活动产生的现金缺口有所扩大，融资活动现金流量净额同比有所下降，行业流动性压力加大。从杠杆情况看，2024 年前三季度，中央国有企业和地方国有企业融资规模扩大，杠杆水平有所企稳，民营企业债务融资规模收缩，杠杆水平有所下降。偿债能力方面，近年来，不同所有制企业之间分化程度较高，民营企业流动性紧缩趋势愈发明显，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。随着国家实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，建工行业流动性压力或将有所缓解。

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，民营企业无债券发行，信用等级对信用利差表现出较强的区分度。

## 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。