

## 行业展望

2025年1月

## 目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	8
结论	14
附表	16

## 联络人

## 作者

## 企业评级部

刘冠男 010-66428877  
gnliu@ccxi.com.cn

马涵 010-66428877  
hma@ccxi.com.cn

张倩倩 010-66428877  
qqzhang@ccxi.com.cn

## 其他联络人

刘洋 010-66428877  
yliu01@ccxi.com.cn

李俊彦 010-66428877  
jyli@ccxi.com.cn

## 中国建筑行业展望，2025年1月

2024年，房地产行业仍处于底部修复期和政府资金紧平衡等因素较大程度上拖累了建筑业总产值增长，行业效益继续下滑。制造业需求旺盛和海外工程景气度高，将为建筑业带来结构性机会，但在下游回款及投资需求未得到实质改善的前提下，2025年建筑行业增长或仍将承压。存量市场下，行业主体表现将进一步分化，建筑央企在经营弹性方面更具优势，地方国企仍展现区域分化特征。

*中国建筑行业展望维持稳定弱化，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

- 2024年以来基建投资持续为建筑市场提供支撑，但房地产行业景气度仍处于底部周期，对建筑业发展形成阻力；建筑行业资金困境将限制新项目投放及产值转化，2025年建筑业总产值增速显著回升的概率仍较低。
- 在国内建筑增量市场收缩的趋势下，新项目拓展阻力及资金压力已传导至建筑央企，地方国企因区位差异而展现不同的发展预期，民营企业则将持续面临展业困境，海外市场将成为建筑企业未来重要的发展方向。
- 地方财政失衡引发建筑企业对投融资项目风险的审视，叠加PPP“新机制”等政策调整，建筑企业投资思路由“投资带动施工”向“聚焦高质量发展”转变，增量投资规模将有所回落。
- 2024年以来行业发展降速，建筑企业财务表现进一步弱化，维持收入及利润增长的难度已达近年高点；通过产业链传导资金压力的难度提升，双向挤压之下资金困境加剧。
- 宽松资金环境下，建筑企业债券发行提速，通过发行长期债券和低息债务置换可缓解短期债务接续压力，但仍需关注后续偿债风险的区域分化特征。

## 一、分析思路

建筑行业与国民经济发展息息相关，行业内参与主体众多，市场竞争激烈；近年来在房地产景气度下行、部分地方政府财力趋紧的背景下，建筑企业面临的项目拓展、垫资及回款等压力愈发突出。本文从行业基本面出发，首先分析与建筑业需求和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状况，进而对未来一段时期建筑业整体需求进行判断；其次分析行业相关政策及影响、竞争格局演变，探究行业内企业面临的机遇和挑战；最后在微观层面，对样本建筑企业的盈利水平、资产质量、现金流状况、债务规模及偿债压力等指标变化情况，以及对建筑企业的债券发行情况进行分析，总结当前建筑行业的基本信用状况并尝试判断行业未来12~18个月的信用趋势。

## 二、行业基本面

**2024年以来房地产宽松政策加码，但行业景气度仍处于底部周期，对建筑业发展形成阻力；结构调整带动基建投资规模增长，持续为建筑市场提供支撑；化债政策有助于缓解业主资金状况，但全行业垫资及回款的资金困境将长期存在，仍将限制新项目投放及产值转化，2025年建筑业总产值增速显著回升的概率仍较低**

建筑行业为订单驱动型行业，下游投资需求及业主资金情况是决定建筑行业景气度和风险性的关键，其中下游需求主要来自基础设施建设、房地产和制造业等固定资产投资。2023年，国内房地产市场景气度延续下行态势，房地产开发投资<sup>1</sup>同比下降9.6%；基建稳增长政策持续，投资额在上一年高基数的基础上实现增长5.9%<sup>2</sup>；技改和高新技术投资需求维持高位，制造业全年投资增速为6.5%。整体来看，2023年房地产投资对建筑市场形成拖累，建筑业总产值同比增长5.8%至31.59万亿元，增速小幅下降0.7个百分点。2024年1~10月，土地成交规模较往年同期仍处于低位，新开工面积未有提升，受此影响，当期房地产开发投资规模同比下降10.3%；基础设施投资结构有所调整，投资规模增速放缓至4.3%，对建筑需求的拉动效应小幅弱化；制造业方面，在加快实体产业转型升级、发展新质生产力的拉动下，制造业投资增速显著回升至9.3%。上述因素共同影响下，2024年前三季度建筑业总产值增速为3.6%。

订单方面，受下游需求不足影响，2023年全国建筑企业新签合同额同比减少0.91%，为近三年来首次下滑；2024年前三季度，新签合同额降幅扩大至4.74%，新订单保障系数<sup>3</sup>持续下降，与总订单保障系数<sup>4</sup>反向变化，一定程度上反映了订单转化速度放缓的现象。尽管近年来行业整体总订单保障能力维持在较好水平，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，但在当前固定资产投资放缓、地方政府资金压力加大的背景下，

<sup>1</sup> 该数据为固定资产投资（不含农户）完成额中房地产业累计同比变化，下同。

<sup>2</sup> 该数据为基础设施投资，不含电力、热力、燃气及水生产和供应业，下同。

<sup>3</sup> 新订单保障系数=本年度新签合同/本年度完成产值。

<sup>4</sup> 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。

建筑企业未来新项目拓展和已签订项目的产值转化情况面临挑战。

图 1：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（%）

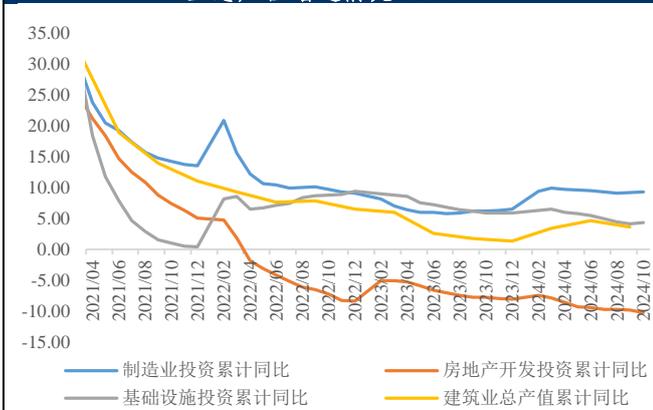


图 2：近年来建筑行业订单情况（X）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从产值构成来看，建筑业总产值中房屋建筑业和土木工程建筑业<sup>5</sup>产值占比分别在60%和30%左右。房屋建筑业方面，2024年以来，国家发改委、住建部等部委推出一系列综合措施，包括加大“白名单”项目贷款投放力度，运用专项债券等支持盘活存量闲置土地，调整住房限购、限售、限价政策，以及降低房贷利率等，旨在促进住房需求释放以实现房地产市场的止跌回稳，但政策传导尚需时间，由于居民对收入及房价的预期仍未得到明显改善，房企销售端修复进度缓慢，制约房企到位资金，行业景气度仍处于底部周期。2024前三季度，房地产新开工面积同比降幅约为20%，且占建筑业新开工面积的比重下滑至25%以下，房地产行业对建筑业需求端的贡献度进一步弱化。在房地产下行的背景下，国家针对保障房建设的支持政策陆续出台。2023年8月，《关于规划建设保障性住房的指导意见》审议通过，其中提出要加大保障性住房建设和供给；12月召开的中央经济工作会议提出，要加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”建设。2023年，全国大部分省市“财政支出-住房保障支出”实现同比增长，其中部分地区增幅超30%。2024年1月以来，地方“两会”陆续召开，各省份均提出了2024年保障房的具体建设目标，计划投资规模普遍高于此前年度，保障房投资增加为房屋建造业提供了一定支撑。

此外，2024年以来国家明确了新质生产力的发展方向，强调对科技创新、制造业的支持，有效带动了制造业投资的扩大，汽车制造业、电子设备制造业等产业基础设施新建及改造需求得以释放。从全国建筑业企业房屋竣工面积构成情况看，2024年1~9月厂房及建筑物竣工面积占比同比上升1.65个百分点至20.07%。上述行业业主普遍资金条件较好，项目落地转化周期较快，在产能扩张时期能够为建筑企业提供新的增长点。

整体来看，国家对保障房建设的政策及资金倾斜、制造业发展对工业厂房需求的带动能够为建筑企业提供增量机会，房屋建造业内部结构随之调整，但商品住宅仍为房屋建造

<sup>5</sup> 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。

业中最主要的构成，在房地产行业尚未回暖的背景下，房企投资或难有明显改善，短期内商品房建设市场的萎缩仍为建筑行业发展的最大阻力。

图 3：近年来房地产开发情况（%）

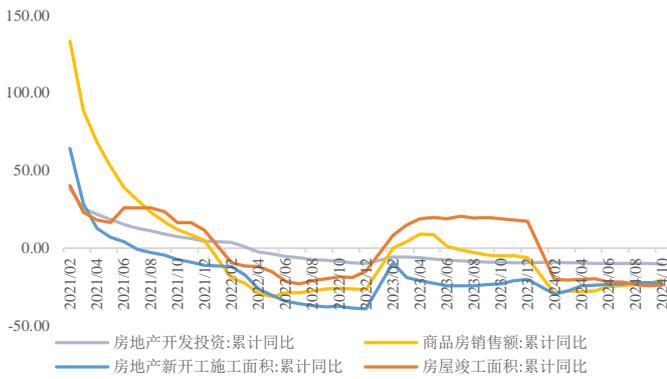


图 4：2023 年部分省市财政支出-住房保障支出同比变化（%）

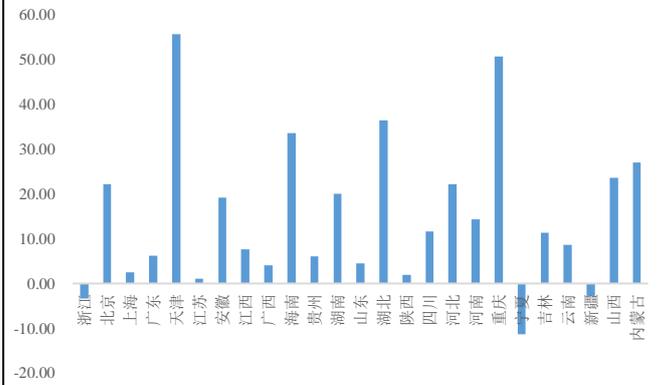


图 5：2024 年 1~10 各省固定资产投资同比变化（%）

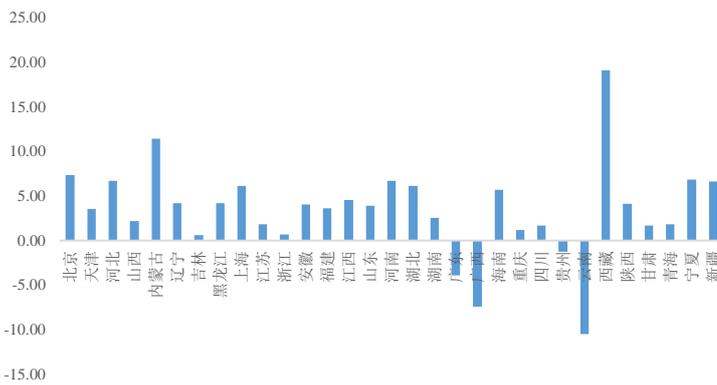
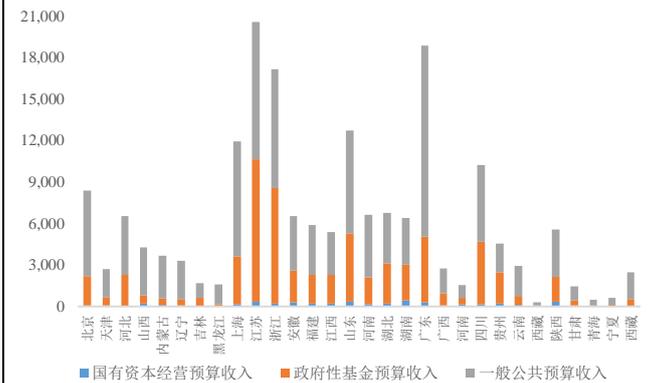


图 6：2023 年部分省财政收入情况（亿元）



资料来源：iFind，中诚信国际整理

基础设施建设方面，2023年以来国内基建投资总量保持增长，投资主体及投资领域的结构性调整较为显著。2023年末，国家发布《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》，提出12个重点省份要严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目，原则上不得在交通、市政、新型基础设施等领域新建政府投资项目，涉及最多的为公路工程项目。2024年以来，伴随房地产行业的深度调整，地方政府土地财政持续弱化，各地区普遍面临较大的债务压力，在存量债务难以有效化解的前提下，能够用于增量基建项目投资的资金仍较为有限，加之上述限制性政策的出台，由地方政府及地方国有企业为主导的公路工程等投资受阻，2024年1~10月我国公路固定资产投资额同比降幅由上年全年的1.0%扩大至11.2%。中诚信国际认为，随着地方财政实力分化，上述区域后续由地方政府主导的基础设施投资项目或将减少，较难为建筑企业提供业务增量。

在地方政府投资乏力的同时，2023年以来国家及中央企业承担了更多的投资带动职能。一方面，国家在铁路建设中占据主导地位，2023年国内铁路行业固定资产投资实现触底反弹，实现同比增长7.5%；2024年1~10月，铁路固定资产投资同比增长10.9%，投资增速

整体呈上升态势。目前，我国铁路路网建设正由以路网干线建设为主向联网补网强链转变，西部及内陆地区的铁路网络仍有待完善，未来铁路行业投资规模或将保持高位，有利于铁路工程项目的持续投放。另一方面，大型水利项目亦为国家主导推动的投资领域。2023年《国家水网建设规划纲要》印发，要求各地全力推动水利基础设施建设，国家水网主骨架和大动脉加快构建，当年全国水利建设投资同比增长10.1%；2024年1~10月，全国完成水利建设投资10,888.5亿元，连续3年超万亿元，且在去年同期较高水平基础上增长11.7%，规模再创新高。随着国家对防洪工程和水网重大工程建设投入力度的不断加大，尤其是在特别国债、超长期国债、专项债的支持下，未来一段时间内水利工程建设将为建筑企业提供结构性发展机遇。

2024年12月9日，针对明年经济工作，中央政治局会议提出要“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，且首次提出“加强超常规逆周期调节”。中诚信国际认为，上述信号表明后续经济工作重心将进一步向稳增长倾斜，从基建投资领域来看，尽管公路等传统基建项目趋于饱和，但广义基建仍有较大空间，财政支出有望继续推动基建投资结构调整，支持“两新”、“两重”等重点领域加大投资建设力度，并为建筑企业增量业务规模提供一定支撑。但同时，在当前环境下，相较于增量业务拓展，建筑企业更大的经营压力源自存量项目的资金占用。随着地方财政压力增大，2024年以来部分政府类业主通过停工、延长政府审计流程或延期支付等形式拉长对建筑企业付款账期的现象更加突出，建筑企业面临更大的施工垫资和回款压力。

为了统筹地方债务风险化解和稳定发展，2023年以来中央推出了“一揽子化债方案”。其中，2024年11月财政部推出了“10万亿”<sup>6</sup>化债方案，为近年来力度最大的化债支持政策。中诚信国际认为，短期内本轮化债或能一定程度上改善地方投资平台企业的现金流状况，促使其偿还拖欠的工程款，缓解建筑企业资金压力；同时，此前建筑企业已就上述工程款逾期部分计提坏账准备，收回相关账款后可相应增加企业利润，有利于进一步改善建筑企业财务状况。但长期来看，相较于地方投资平台企业整体的有息债务及经营性负债规模，“10万亿”化债资金体量仍较小，能够相对缓解资金压力但无法彻底解决，对建筑市场活力的提振作用有限，建筑企业面临的回款和资金压力仍难以有效化解。

整体来看，房地产行业仍处于底部修复期，短期内仍为建筑业发展的最大阻力，对建筑业需求的贡献或进一步下降；基建投资结构有所调整，投资规模保持增长，将持续为建筑市场提供支撑，但难以完全抵消房地产下行影响；在业主资金状况难以有效化解，以及2024年以来行业新签合同规模降幅扩大的背景下，2025年建筑业总产值增速显著回升的概率仍较低。

<sup>6</sup> 即增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务（全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施，2024年至2026年每年2万亿元）；另外，自2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8,000亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。上述两项合计直接增加地方化债资源10万亿元。

2024年以来建筑行业存量竞争格局进一步显现，新项目拓展压力及资金压力已传导至建筑央企，地方国企因区位差异而展现不同的发展预期，民营企业则将持续面临展业困境；在国内建筑增量市场收缩的趋势下，海外市场将成为建筑行业未来重要的发展方向

从行业竞争格局来看，八大央企凭借其在资源协调、融资接续等方面很强的综合实力和外部支持，在市场拓展方面的竞争优势能够更好体现，2023年其新签合同额同比增长7.95%，行业集中度进一步提升。但2024年以来，国内建筑市场竞争持续加剧，存量项目资金占用问题愈发严重，全行业资金面趋紧，新项目落地转化减慢，工程停缓建情况相较往年最为显著。在此背景下，各类建筑企业均难以独善其身，建筑市场整体收缩的压力已传导至八大央企，使其2024年前三季度新签合同额同比下滑3.05%。同时值得注意的是，2024年以来国资委进一步加强对民营和中小企业等保障支付的要求，并严控以商票和供应链融资等形式变相延长付款时限，叠加业主回款滞后，建筑央企面临的资金压力较此前年度显著增大。

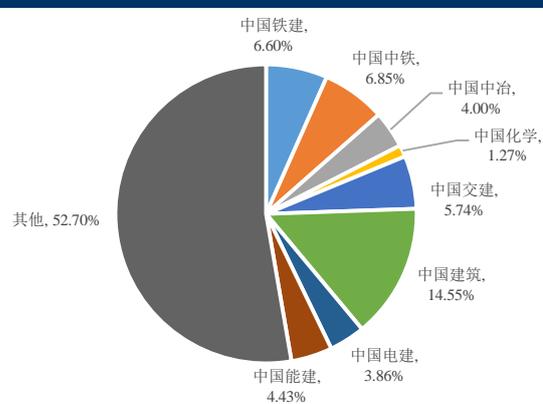
地方建筑国企与对应层级政府的关系更为紧密，区域化发展特征明显。在市场竞争加剧、地方保护加强的背景下，地方项目资源向当地建筑国企的倾斜更为明显，其在项目拓展方面的属地化优势更加突出。但同时，地方建筑国企业主主要为区域内各级政府及其平台公司，当地财政实力及经济状况基本决定了地方建筑国企的经营获现水平，在当前财政压力下，地方国企普遍需要更多地承担融资及垫资责任。此外，当前不同区域财政实力分化较为明显，区位差异亦使得地方建筑国企经营压力分化。东部省份经济水平对建筑业发展的支撑力更强，当地建筑国企资金压力相对较小，且可调用的金融资源较丰富，更具经营弹性；中西部部分地区财政弱化、债务负担突出，地方建筑国企收支平衡压力更大，且普遍需要承担经济指标以外的社会责任，需警惕区域风险的传导与绑定。整体来看，地方经济水平、化债进程、财政收支平衡情况等对地方建筑国企经营状况的影响愈加显现，短期内地方建筑国企竞争实力将延续分化态势。

图 7：近年来八大央企营收和新签合同额占比情况（%）



资料来源：iFind，中诚信国际整理

图 8：2024 年前三季度八大央企新签合同占比情况



相对于建筑国企，建筑民企可获得的外部支持力度有限，且资金实力相对较小，近年

来业务拓展愈发艰难，仍主要在一些准入壁垒较低领域如房建等进行拓展，受房地产流动性的冲击更大。为了控制房企流动性风险蔓延自身，建筑民企对新拓展业务趋于谨慎，市场份额持续下降，持续面临展业困境。

此外，在国内市场竞争加剧且工程回款弱化的背景下，海外市场成为建筑企业重要的发展方向。我国建筑企业在海外市场具有较强的竞争优势，2024年ENR国际承包商前20名中中国企业占6家。受国家政策导向和国际政治经济环境变化等因素影响，我国对外承包工程的主要市场为“一带一路”沿线国家，2023年以来“一带一路”共建国家工程承包完成营业额占比提升至80%以上，项目涵盖能源电力、矿业、交通运输等多个领域。尽管“一带一路”国家工程建设投资额在国际市场上不具优势，但其城镇化、工业化发展潜力更大，工程需求旺盛，一段时期内能为中资建筑企业提供一定规模的业务增量，以平滑国内市场萎缩带来的项目承揽压力。因此，2023年以来以八大央企为代表的中资建筑企业纷纷推行“国际优先”、“大海外”等战略，加大海外市场拓展力度，2024年1~10月，我国对外承包工程业务新签合同额为1,776.50亿美元，同比增长15.3%。中诚信国际认为，在国内建筑市场增速放缓的背景下，国内建筑行业盈利空间逐步收窄，但海外基建需求相对强劲，能为出海建筑企业贡献新的业绩增长点。但值得注意的是，在全球经济下行态势尚未扭转，叠加地缘政治危机和国际摩擦不断、通货膨胀等多种因素影响下，海外市场走势仍存在一定不确定性。此外，2024年1~10月，我国对外承包工程业务完成营业额同比增长2.03%，增速慢于新签合同增速，海外项目实际落地和产值转化较为缓慢，中资建筑企业出海风险和经营成效有待关注。

整体来看，建筑行业竞争格局变化不大，行业集中度持续提升，新项目拓展阻力已传导至建筑央企，且在上下游两端挤压之下，建筑央企资金压力显著增大；区位差异等因素使得地方国有企业经营状况及竞争实力进一步分化，尾部建筑民企将持续面临展业困境。此外，在国内建筑增量市场收缩的趋势下，海外市场将成为建筑企业未来重要的发展方向。

### 地方财政失衡引发建筑企业对投融建项目风险的审视，叠加PPP“新机制”等政策调整，2024年以来建筑企业投资思路由“投资带动施工”向“聚焦高质量发展”转变，未来增量投资规模将有所回落

除传统施工业务外，建筑企业亦采用PPP、BOT、EPC+F等模式参与各类工程项目的投资，其中PPP为投资类项目的主要实施模式。随着建筑行业增速逐步放缓、竞争加剧，公路基础设施等主要建设领域逐渐显现“买方市场”的特性，为获得项目施工份额，建筑企业通常需要参与项目投资以实现“投资带动施工”的目的。但投资规模快速增长亦伴随一定的无序扩张，同时也出现了增加地方政府隐性债务风险、运营效率低下及过度建设支出和社会资本背景结构性失衡等问题。就地方政府而言，过往PPP项目普遍缺乏自身回报机制，大多项目依赖可行性缺口补助或政府付费，这使得地方政府积累了沉重的财政负担。就建筑企业而言，PPP项目周期较长，集中建设阶段面临大规模的资金投入，对公司

营运资金形成较大占用，推升企业财务杠杆水平，且运营期收益与当地财政状况绑定较深。2023年以来，债务累积已使得地方政府和建筑企业缺乏充足的资金和资源维系PPP项目的发展，且随着财政承压加剧，部分区域已出现PPP运营期违约事件，投资风险逐步暴露。2023年初，财政部开始针对PPP项目进行规范，清理了大量运作不规范和存在瑕疵的项目，连同地方政府开启了PPP项目大规模的审计工作，新增项目被暂停入库，部分老项目也已被叫停。

在此基础上，2023年11月国家发改委和财政部发布《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（以下简称“新机制”），提出PPP模式将聚焦使用者付费项目、全部采取特许经营模式、合理把握重点领域和优先选择民营企业参与等措施。2024年4月，国家发展改革委等六部门发布了《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，规定“基础设施和公用事业特许经营是基于使用者付费的PPP模式”。整体来看，新规出台旨在明确“不允许财政兜底”的政策导向，后续PPP项目将无法通过可行性缺口补助等方式与地方财政绑定。2024年以来，在PPP“新机制”颁布以及存量项目风险暴露的背景下，建筑企业已普遍放弃“投资带动施工”的发展思路，向更加关注项目本身的投资收益率及回款稳定性转变，新项目投资决策更为谨慎，新落地PPP项目数量显著减少。

中诚信国际认为，建筑投资项目粗放扩张的阶段已经过去，未来主要聚焦项目本身的投资收益，加强投前筛选、投后管控力度，从而管控风险、保证经营质量将成为建筑企业开展投资类业务的重中之重，亦符合国资委考核中对国有企业经营质量提升的新要求；在当下竞争剧烈的建筑市场，此类优质项目较少，加之建筑企业可调用以新增投资的资源已不充裕，短时间内建筑企业参与项目投资的强度将边际走弱。

### 三、行业财务表现

**2024年以来行业发展降速，建筑企业财务表现进一步弱化；业主资金面趋紧使得工程停缓建现象显著增加，产值转化遇阻，建筑企业维持收入及利润增长的难度已达近年高点；应付端管控加严且供应商诉讼增加，建筑企业通过产业链传导资金压力的难度提升，双向挤压之下资金困境加剧，仍需关注后续偿债风险的区域分化特征**

中诚信国际选取了截至2024年10月末在公开市场上有存续期债券的70家发债建筑企业作为样本<sup>7</sup>，其中央企15家，地方国企40家，民营企业15家。

2023年以来房地产低景气度对建筑行业的拖累未见好转，建筑行业发展呈下行趋势。从收入端来看，在行业新签合同规模下降的背景下，得益于复工复产、“保交楼”等政策支持，2023年存量项目转化对建筑企业收入形成一定支撑，当年样本企业营业收入同比增长6.69%，但增速已连续三年回落。2024年1~9月，增量市场收缩的形势传导至收入端，

<sup>7</sup> 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。

业主资金面趋紧一方面使得新投放工程数量减少，另一方面已招标项目的资金到位率亦显著弱化，工程停缓建现象显著增加，导致样本建筑企业营业收入同比下降5.85%，增速由正转负，其中样本央企、地方国企、民企的营收增速分别为-3.72%、-12.12%和-5.92%，建筑央企韧性更足，而受地方化债政策等因素影响，地方国企收入下降程度最为显著。

盈利方面，2023年市场竞争加剧进一步压缩工程项目利润空间，样本企业平均毛利率小幅下降，但受益于收入规模增长，加之收入占比更高的建筑央企毛利率降幅控制情况更好，2023年样本企业经营性业务利润同比增长7.99%，同比增速回升约4个百分点。减值方面，2023年样本企业计提减值规模持续增长，其占减值前利润总额的比重小幅升至22%左右；同时，业主结构、项目质量、议价能力等差异使得不同所有制企业减值情况分化较大，其中央企、地方国企减值占比分别约为19%、30%，民营企业受房地产市场影响更大，其计提的减值规模约占减值前利润总额的89%，对利润侵蚀严重。2024年1~9月，营收下降导致样本企业经营性业务利润同比下降12.11%，利润总额下降10.22%，行业盈利弱化态势明显。中诚信国际认为，由于建筑企业通常于年末集中计提减值，2024年前三季度盈利表现并未完全体现减值影响，全年盈利情况面临进一步下探的挑战。此外，中诚信国际关注到，2023年以来业主资金承压使得工程量结算变慢，合同资产向应收账款的转化滞后，相较于应收账款，合同资产无需按账龄计提坏账，减值计提政策相对宽松，减值损失对实际资金风险和利润侵蚀的反应或并不全面。短期内，在业绩考核和风险化解要求的双重目标下，建筑企业预计仍将每年计提一定比例的减值损失，以时间换空间，逐步弱化回款不畅产生的坏账影响。

图 9：近年来样本企业营业总收入增速、营业毛利率及期间费用率变化情况（%）

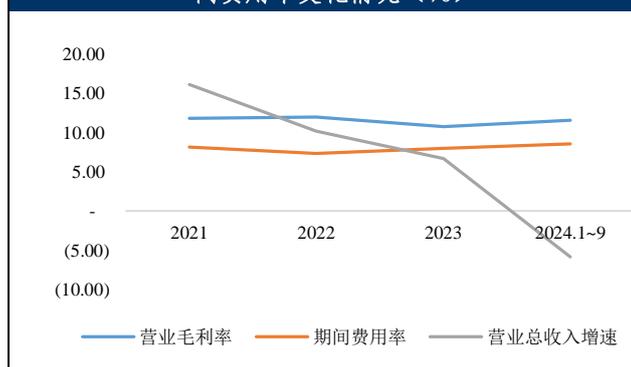


图 10：近年来样本企业减值计提情况及对利润的影响（%、亿元）



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

资产质量方面，2024年以来资金面持续弱化，建筑企业存量项目中的资金占用情况加剧，两金<sup>8</sup>规模持续增长。截至2024年9月末，样本企业两金合计占总资产的比重超41%，同比变化不大，但在当期收入规模下降的基础上，样本央企、地方国企两金增速分别高于营

<sup>8</sup> 两金规模=应收账款+合同资产+存货，下同。

业总收入增速22.24和18.94个百分点，整体经营效率延续弱化趋势。全年来看，为缓解存量资金占用，建筑央企通常于年末前借助应收账款保理等供应链融资途径加速回款，但2024年以来国资委加强对上述融资方式的管控，年末建筑企业协调业主回款的压力增大。

此外，投融建模式所形成的部分待回收工程款项在长期应收款、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。近年来随着相关模式的推广和报表处理的规范，上述科目金额亦在持续增长，截至2024年9月末合计占样本企业总资产的比重为25%，其中样本地方国企的占比更高。由于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，其结算周期长于普通施工项目，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、借款及往来款亦对建筑企业资金形成一定占用，需对相关项目的回款保持关注。

图 11：近年来样本企业两金规模情况

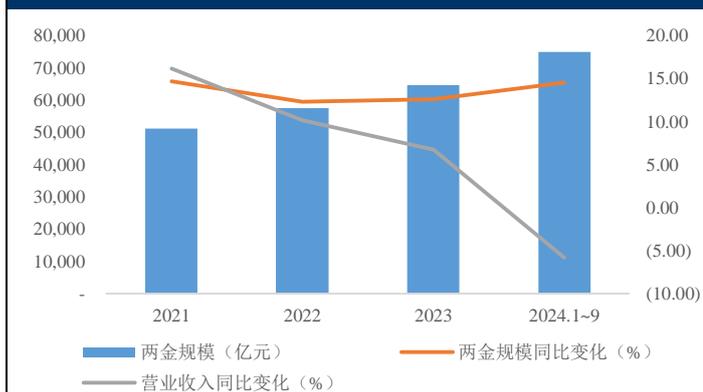


图 12：近年来不同性质样本企业营收增速-两金增速之差 (%)



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

经营获现方面，2023年受业主资金面趋紧、回款周期拉长等因素影响，样本建筑企业收现比呈持续下滑态势，收入端回款压力进一步加大；但同时，行业产业链传导机制较为完善，供应商、分包商等上游合作方与建筑企业共同承担了大部分资金压力，因此样本企业全年经营性净现金流降幅有限。但中诚信国际关注到，建筑企业供应商、分包商多为民营企业，资本实力较为有限，随着垫资金额的增加及期限的延长，承受能力已趋近极限，2023年以来对建筑企业诉讼情况显著增加，需关注相关企业法律风险及或有负债风险。2024年1~9月，除款项收支的季节性因素影响外，国资委要求央国企加强对中小企业、民营企业支付力度，建筑企业应付端资金压力随之增大，导致样本企业付现比和收现比均值敞口显著扩大。整体来看，在双向压力挤压之下，建筑企业全年经营获现管控难度提升。

投资活动方面，建筑企业的投资性支出以PPP等投融建项目投入为主，2023年部分存量项

目仍处于投资建设高峰期，样本企业投资性现金净流出均值规模同比略有增长；但2024年前三季度，投融建项目的减少使得该规模同比收窄22.54%。中诚信国际认为，随着PPP“新机制”等政策的出台以及投资风险的逐步暴露，建筑央国企对于投融建项目的选择愈发谨慎，加之资金状况趋紧，后续投资性支出规模有望进一步压降。当前环境下，建筑企业对外部融资保持较高的依赖度，近年来样本企业筹资性现金流均值均呈大幅净流入状态。2024年1~9月，因经营周转等资金需要，样本企业净筹资规模增加，预计随着四季度工程款集中回款，筹资性现金流净流入规模将有所缩减，但整体仍处于高位。

图 13：近年来样本企业收现比与付现比均值（X）

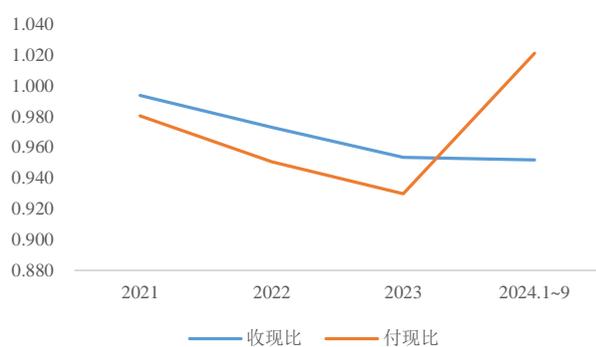
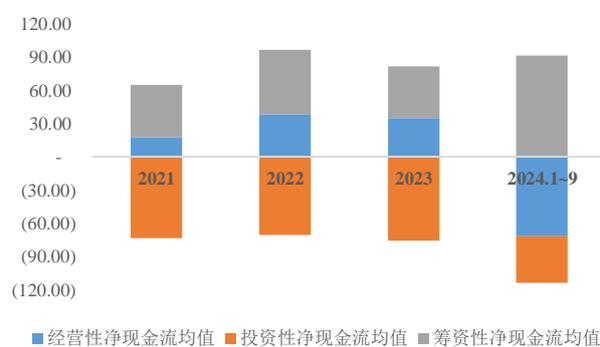


图 14：近年来样本企业净现金流均值变化（亿元）



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

有息债务方面，2023年末样本企业整体债务规模<sup>9</sup>持续增长。其中，银行借款仍是建筑企业最主要的融资渠道，2023年以来市场资金环境趋于宽松，相较于发行债券融资，银行借款更具灵活性及效率优势，年末样本企业长短期借款增速约为14%，约占总债务规模的70%，占比持续上升。2024年1~9月，市场融资成本进一步下行，且处于历史低位，为锁定低成本资金，建筑央国企发行10年期等长期债券的积极性提升，带动期末应付债券增幅扩大。同时，随着资产负债率管控压力增大，建筑企业以类权益工具为主的其他权益工具存续规模持续增加，虽然当前永续债券发行仍以借新还旧为主，但企业亦可通过发行永续信托及优先股等方式来满足降杠杆需求。此外，子公司发行的永续债券在合并报表口径的少数股东权益中列示，亦可以降低资产负债率，若将其考虑在内，建筑企业的实际债务水平将更高。

分企业性质看，市场环境弱化持续推高建筑市场集中度，民营建筑企业展业空间及议价能力进一步被压缩，融资规模亦随业务体量的变化呈缩减态势；样本央企及地方国企债务增速亦较高位回落，在行业下行阶段的债务扩张策略趋于保守。整体来看，当前建筑企业债务水平与业务发展状况及资金需求情况较为匹配，在经营层面资金压力难以有效化解的前提下，短期内债务规模难以进一步压降，资产负债率及总资本化比率将保持高

<sup>9</sup> 文中债务规模=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他权益工具。

位运行。

图 15: 近年来分性质样本企业总债务规模增速

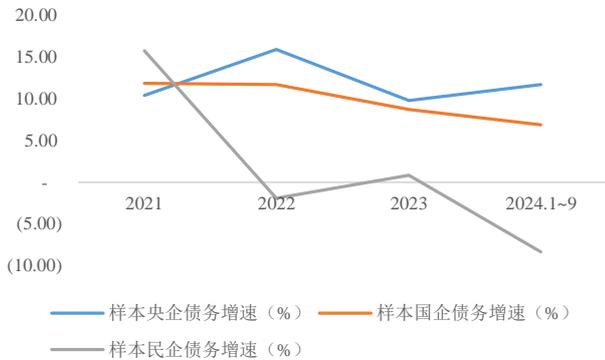
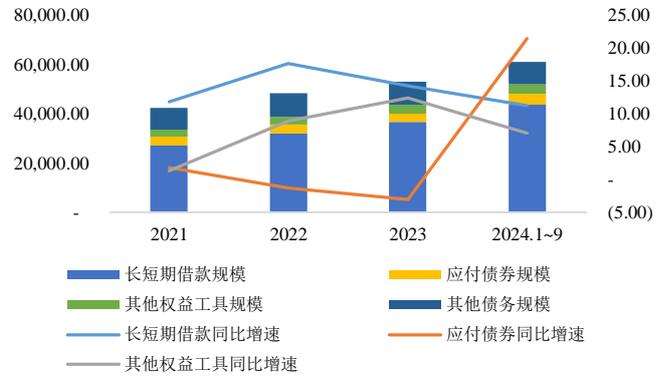


图 16: 近年来样本企业不同类型债务规模增速 (亿元、%)



资料来源: 中诚信国际根据公开资料整理

偿债方面, 从偿债指标来看, 2023年除样本民营企业已显著压降债务规模外, 样本央国企债务规模同比扩大使得偿债指标表现弱化。但中诚信国际关注到, 相较往年, 随着市场资金面的逐步宽松, 2023年以来建筑企业已不同程度上完成了低息债务对存量高息债务的置换, 利息支付减少, 且短期债务接续压力已有所缓解。此外, 中诚信国际认为, 在自身经营状况以外, 建筑企业所处的融资环境及调动资源的能力亦可体现其实质性偿债风险, 在当前部分区域化债压力大、备用金融资源有限的背景下, 地方国企面临的偿债及再融资风险趋于分化。

图 17: 近年来不同性质样本企业财务杠杆情况 (%)

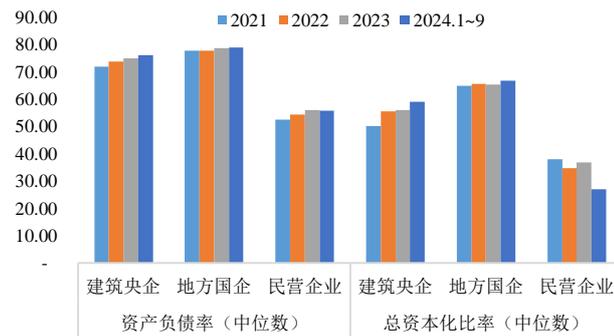
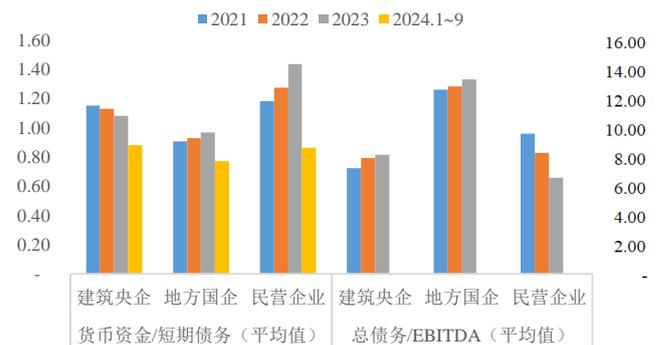


图 18: 近年来不同性质样本企业偿债指标情况 (X)



资料来源: 中诚信国际根据公开资料整理

宽松资金环境及“资产荒”之下, 建筑央国企债券的市场认可度提升, 发行利差收窄, 中长期债券发行热情高涨, 带动全行业债券发行提速; 行业存续债券的到期期限分布集中于未来2年内, 但考虑到多数发债主体信用资质较好, 整体偿债压力相对可控

建筑企业新发债<sup>10</sup>方面, 建筑行业为我国产业类债券发行的重要构成, 自从我国债券市场

<sup>10</sup> 本部分仅统计于内地市场发行的公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、私募公司债、可转换债券等信用债。

建立以来持续保持较高的债券发行规模。2023年建筑企业新发债规模合计5,906.27亿元，同比增长约23%；2024年以来建筑企业债券发行提速，1~11月新发债规模已达5,846.96亿元，接近上年全年水平。

从发行人企业性质来看，近年来建筑央企发债规模占有绝对比重，2023年为78.64%；其次为建筑地方国企，占比为20.25%；而民营建筑企业当年发债规模占比仅为1.10%。建筑央企新发债规模与其业务体量相比较为失衡，一方面受投资人风险偏好影响，一段时间以来地方国企债券发行受阻，且成本较高；另一方面，国资委对于建筑央企各年末有息债务的管控较严，为便于压降年末债务规模，建筑央企于年中滚动发行超短期融资券的现象更为普遍，使得其累计发行规模的占比很高。但随着宽松资金环境的到来，2024年以来，债券发行利率降至历史低位，建筑央企对于7~10年中长期债券甚至10年期及以上超长期债券的发行诉求明显增加，1~11月发行7年以上债券规模已超700亿元，同时滚动发行超短期融资券的情况减少，加之在“资产荒”下，投资人对地方国企债券的认可度亦有所提升，地方国企债券发行阻力减小。综合影响下，2024年1~11月建筑央企债券发行规模占比降至70.77%，地方国企占比相应提升至28.87%。

图 19：2024 年 1~11 月新发债金额按债券类型分布

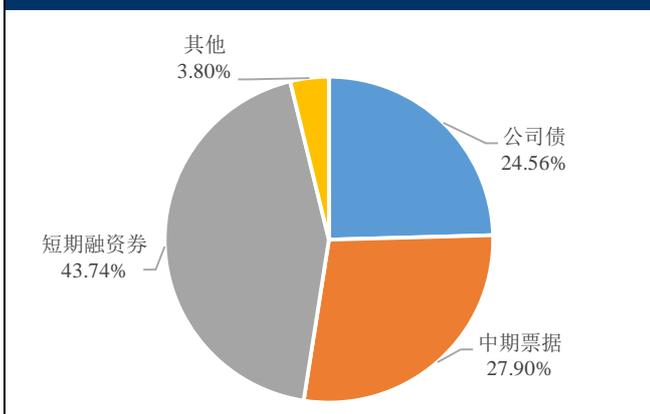
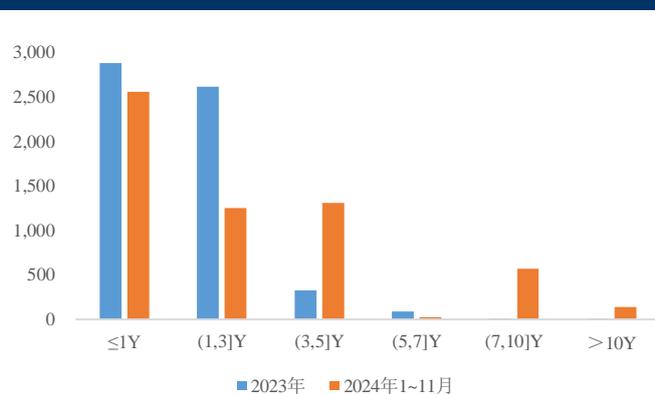


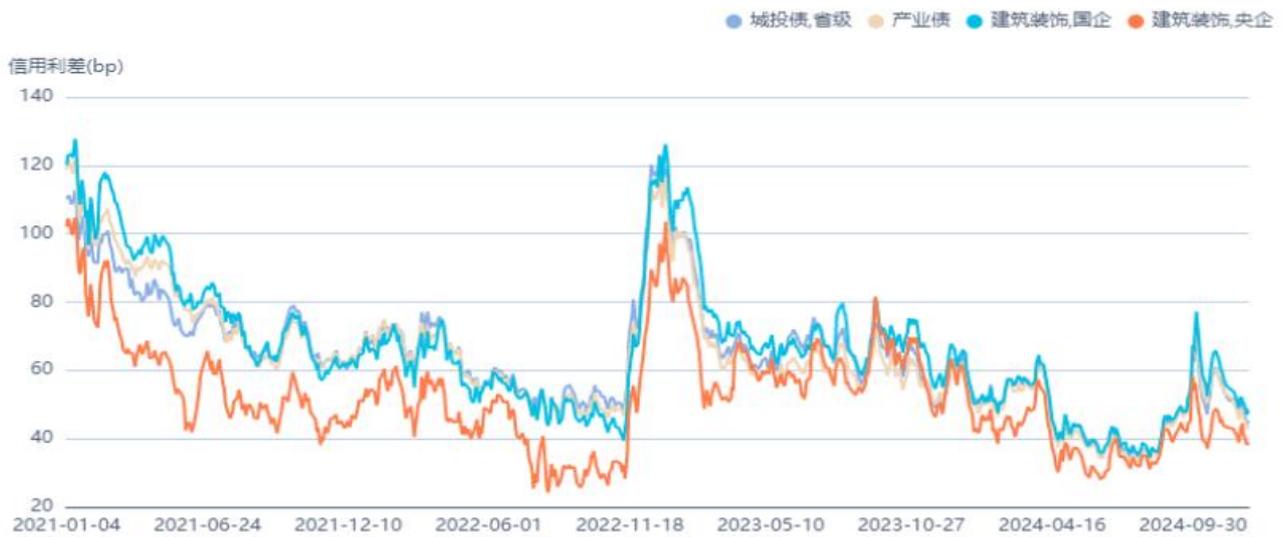
图 20：2023 年以来新发债金额按期限分布情况（亿元）



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

行业利差方面，中诚信国际选取了三年期的省级城投债、产业债与建筑央企债、建筑地方国企债信用利差中位数进行分析。2024年以来，建筑企业信用利差整体处于较低水平，其中建筑央企信用资质相对较好，收益率普遍偏低，其债券信用利差低于产业债利差约5~20bp。因建筑地方国企与对应层级政府的关系更为紧密，且部分承担了平台职能，其信用利差走势与省级城投债利差较为接近。从年内利差走势来看，2024年4月起，“资产荒”延续加之流动性进一步宽松，全信用债市场利差整体下压，建筑地方国企信用利差处于历史低位；8月起，经济数据表现不达预期，债券市场现避险情绪，资金向特别国债等利率债市场倾斜，信用债利差抬升；9月下旬以来，受股市行情波动引发的资金流动影响，信用债利差波动下行。短期来看，在资金宽松和“资产荒”的背景下，建筑央企债利差仍将在一定范围内波动，建筑地方国企债利差将延续与整体产业债趋同态势。

图 21：建筑央企债、建筑地方国企债与省级城投债、产业债的利差情况对比



数据来源：DM 数据库，中诚信国际整理

存续债券方面，截至2024年12月10日，建筑企业境内存续信用债余额为10,437.33亿元，涉及发行主体207家。其中，公开信用等级为AAA、AA<sup>+</sup>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80.86%、11.68%和4.91%，行业存续债仍以高等级信用债为主；从到期及行权时间来看，央企债券和地方国企债券在未来2年内到期的金额占比分别约为63%和53%，均面临一定的短期偿债压力；民营企业的短期到期压力相对较小。整体来看，建筑行业存续债券的到期期限分布相对集中于短期内，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，信用风险相对可控。

整体来看，2024年以来行业发展降速，建筑企业财务表现进一步弱化。增量市场收缩的形势已向收入端传导，业主资金面趋紧使得工程停缓建现象显著增加，产值转化遇阻，且减值损失进一步侵蚀利润，建筑企业维持收入及利润增长的难度已达近年高点；应付端管控加严及供应商诉讼增加使得建筑企业通过产业链传导资金压力的难度提升，双向挤压之下资金困境加剧，仍较为依赖外部融资；宽松资金环境下，建筑企业债券发行提速，通过发行长期债券和低息债务置换可缓解短期债务接续压力，但仍需关注后续偿债风险的区域分化特征。

#### 四、结论

受下游行业景气度和资金状况等拖累，建筑企业在市场拓展、垫资和回款等方面承受的压力进一步增大，行业发展增速受阻，建筑企业财务表现普遍弱化。中诚信国际预计，在财政政策加码的背景下，2025年基建投资仍将为建筑行业提供支撑，建筑企业亦可在保障房、制造业等领域以及海外市场迎来结构性发展机会，但在整体需求不足的影响下，存量市场竞争加剧的态势不变，建筑行业总体增长仍将承压，行业主体信用水平将趋于

弱化。

综上，中诚信国际认为中国建筑行业信用水平在未来12~18个月将维持稳定弱化。

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	陕西建设机械股份有限公司	地方国有企业
中国中铁股份有限公司	中央企业	上海建工集团股份有限公司	地方国有企业
中国铁建股份有限公司	中央企业	上海浦东建设股份有限公司	地方国有企业
中国交通建设股份有限公司	中央企业	上海隧道工程股份有限公司	地方国有企业
中国电力建设股份有限公司	中央企业	广东文科绿色科技股份有限公司	地方国有企业
中国冶金科工股份有限公司	中央企业	四川华西集团有限公司	地方国有企业
中国能源建设股份有限公司	中央企业	四川路桥建设集团股份有限公司	地方国有企业
中国化学工程股份有限公司	中央企业	无锡市太极实业股份有限公司	地方国有企业
中国核工业建设股份有限公司	中央企业	武汉市市政建设集团有限公司	地方国有企业
烟台打捞局	中央企业	新疆交通建设集团股份有限公司	地方国有企业
北方国际合作股份有限公司	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
中国中材国际工程股份有限公司	中央企业	邢台路桥建设集团有限公司	地方国有企业
中海油田服务股份有限公司	中央企业	云南省建设投资控股集团有限公司	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	浙江省建设投资集团股份有限公司	地方国有企业
中铝国际工程股份有限公司	中央企业	中化岩土集团股份有限公司	地方国有企业
安徽建工集团控股有限公司	地方国有企业	中煤矿山建设集团有限责任公司	地方国有企业
北京城建集团有限责任公司	地方国有企业	重庆建工集团股份有限公司	地方国有企业
北京建工集团有限责任公司	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
成都建工集团有限公司	地方国有企业	深圳市天健(集团)股份有限公司	地方国有企业
福建建工集团有限责任公司	地方国有企业	苏州风景园林投资发展集团有限公司	地方国有企业
福州建工集团有限公司	地方国有企业	大禹节水集团股份有限公司	民营企业
广州市建筑集团有限公司	地方国有企业	海波重型工程科技股份有限公司	民营企业
贵州交通建设集团有限公司	地方国有企业	河南省交通规划设计研究院股份有限公司	民营企业
河南省路桥建设集团有限公司	地方国有企业	花王生态工程股份有限公司	民营企业
黑龙江省建设投资集团有限公司	地方国有企业	金诚信矿业管理股份有限公司	民营企业
湖北省路桥集团有限公司	地方国有企业	上海城地香江数据科技股份有限公司	民营企业
湖南建工集团有限公司	地方国有企业	上海全筑控股集团股份有限公司	民营企业
湖南省交通水利建设集团有限公司	地方国有企业	深圳市华阳国际工程设计股份有限公司	民营企业
江西省建工集团有限责任公司	地方国有企业	深圳市郑中设计股份有限公司	民营企业
宁波建工股份有限公司	地方国有企业	深圳市中装建设集团股份有限公司	民营企业
山东高速路桥集团股份有限公司	地方国有企业	天津绿茵景观生态建设股份有限公司	民营企业
山东美晨生态环境股份有限公司	地方国有企业	维尔利环保科技集团股份有限公司	民营企业
山西建设投资集团有限公司	地方国有企业	南京市测绘勘察研究院股份有限公司	民营企业
山西路桥建设集团有限公司	地方国有企业	青岛冠中生态股份有限公司	民营企业
陕西建工控股集团有限公司	地方国有企业	华设设计集团股份有限公司	民营企业

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

刘冠男  
马涵  
张倩倩

企业评级部  
企业评级部  
企业评级部

高级分析师  
高级分析师  
高级分析师



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>