

中年人的冬季，冷暖自知

——建筑施工行业观察

自 2022 年以来，受下游房地产行业持续低迷等多因素影响，建筑施工行业景气度下滑明显，对 GDP 贡献比率也出现了明显的下降，“地产寒气”持续向建筑行业传导。在此背景下，国有及国有控股建筑企业市场份额显著抬升、弱资质国企风险加速暴露以及民营企业加快退出建筑行业债券市场成为了行业内最新的“人情冷暖”。

本文就从行业出发，以建筑业与 GDP、固定资产投资以及房地产投资的基本关系为着力点，简要梳理行业内基本的宏观形势；其次，我们再通过资产规模、营收状况、新签合同与企业可持续能力、营运能力以及偿债压力等角度来分析行业内主体的信用资质状况；最后，我们梳理出行业内的债券发行状况以及到期偿还压力，并列出重点关注的风险主体。

通过梳理，我们发现建筑业从业人员的大幅度缩减仅是行业步入寒冷冬季的一种外在表现形式，上下游景气度难以逆转式的下滑注定会成为时代的注脚。主体信用资质方面，央企、地方性国企与民企被划分为了三大阵营，其中央企无论在资产、营收规模上均占有绝对优势、实力强劲，但部分控股子公司如中国建筑系的第七工程局有限公司等资产负债率大幅抬升应被关注，地方性国企如东华建设、北新路桥、陕建控股以及重庆建工的负债规模也不容小觑；从新签合同来看，央企系的主要建筑企业占据绝对的主导地位，地方性国企仅陕建控股、上海建工以及山西建投等尚能有一战之力，而民企则陷入了困境很难有所作为；从营运能力来看，无论是何种类型的企业，回款能力堪忧仍是行业的通病；从偿债压力来看，福州建工集团、重庆建工、路桥集团以及中化岩土等地方性国企偿债压力不容忽视，而与大型民营地产“绑定”的民企则面临展期风险。债券发行与净融资方面，央企“莅临”偿债高峰时段、个别地方性国企偿债规模陡增以及部分民企面临展期风险等将是 2023 年结束前的“主旋律”。重点风险主体方面，地方性国企是我们观察的重点，其中甘肃建投、云南建投、贵州交建、龙建集团以及邗建集团等诸多主体纳入了我们的监测范围，均有可能存在一定的风险暴露风险。

最后，建筑行业是拉动 GDP 增长的主要行业之一，曾经也拥有过让人垂涎的巅峰岁月，如同那回不去的青春岁月般逐渐苍老，也不可避免地步入了中年期，寒冬既已来、储备需备足。

目录

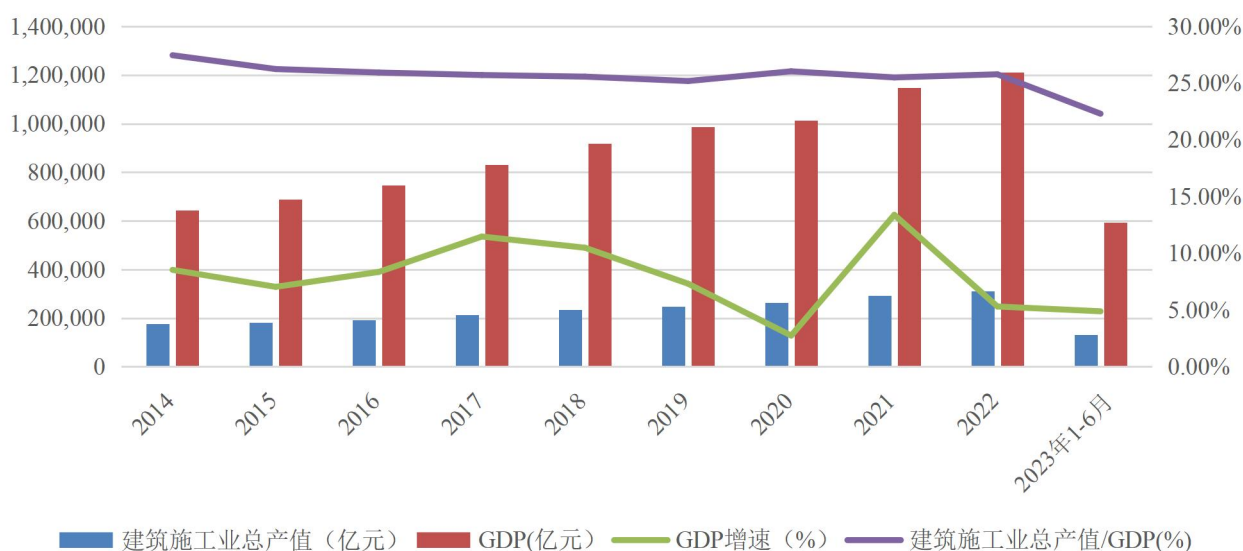
一、行业状况	3
1.1 建筑业对 GDP 贡献显著下滑	3
1.2 固定资产、房地产投资与建筑业的正相关	3
1.3 国有及国有控股建筑企业市场份额抬升	4
1.4 建筑行业的企业数及从业人员萎缩	5
1.5 上下游景气度显著下滑	6
二、主体信用分析	8
2.1 资产规模	8
2.1.1 央企	8
2.1.2 地方性国企与民企	9
2.2 营收状况	11
2.2.1 央企	11
2.2.2 地方性国企与民企	12
2.3 新签合同与企业可持续能力	13
2.3.1 新签合同规模	13
2.3.2 新签合同/营业收入	14
2.4 营运能力	15
2.4.1 应收账款周转率	15
2.4.2 收现比	16
2.4.3 合同资产	17
2.5 偿债压力	17
三、债券融资与重点关注主体	19
3.1 发行与净融资状况	19
3.2 存续债与到期压力	20
3.3 重点关注主体	21
附录：70 家发债央企股权结构	21

一、行业状况

1.1 建筑业对GDP贡献显著下滑

GDP与建筑总产值呈现较强正相关。从增速方面来看2014年-2017年，我国经济处于高速增长阶段，GDP增速按不变价格整体在7%左右，建筑工业的总产值也维持了年平均6.63%的增速，与GDP增速基本持平；2018年及以后，我国经济进入高质量发展阶段，GDP年平均增速下降至5.27%，而建筑工业则承担起了稳增长的重任，年平均增长达7.86%，显著高于GDP增速。从建筑工业总产值占GDP的比重来看，其总产值占GDP比重在2022年以前基本维持在25%以上，但在2023年上半年，该比例下降至22.30%，较2022年大幅下滑了3.48个百分点，**建筑业产值对GDP贡献显著下滑。**

图 GDP、建筑行业总产值及占比（单位：亿元，%）

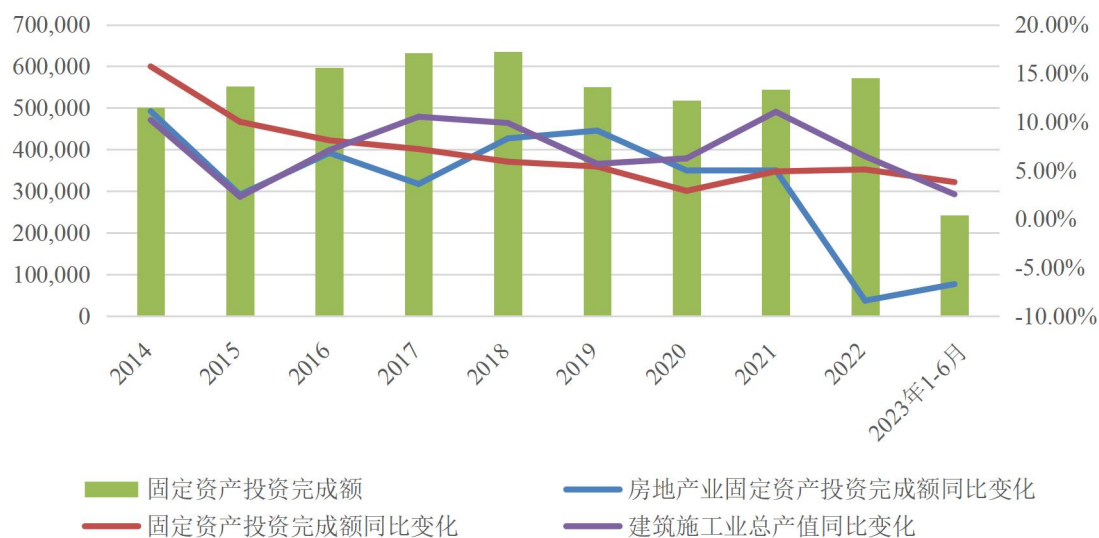


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

1.2 固定资产、房地产投资与建筑业的正相关

2022年与2023年1-6月，我国固定资产投资完成额分别为572,138亿元、243,113亿元，同比增长**5.10%**和**3.80%**，同期房地产开发投资完成额同比增速分别为**-8.40%**、**-6.70%**，与建筑业总产值增速**6.45%**、**2.54%**有较大的正相关性，这主要由于建筑业与基础设施建设、房地产等有极强的相关关系。在**基础设施建设投资放缓、房地产尚未企稳**的背景下，**建筑业仍面临较大挑战。**

图 固定资产、房地产业投资额与建筑工业总产值变化（单位：亿元，%）

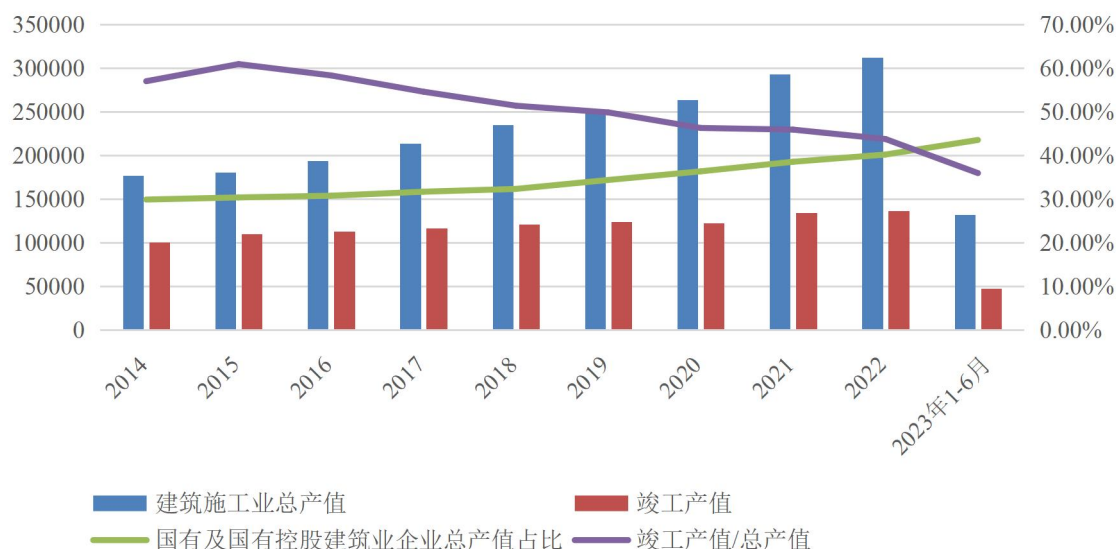


数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

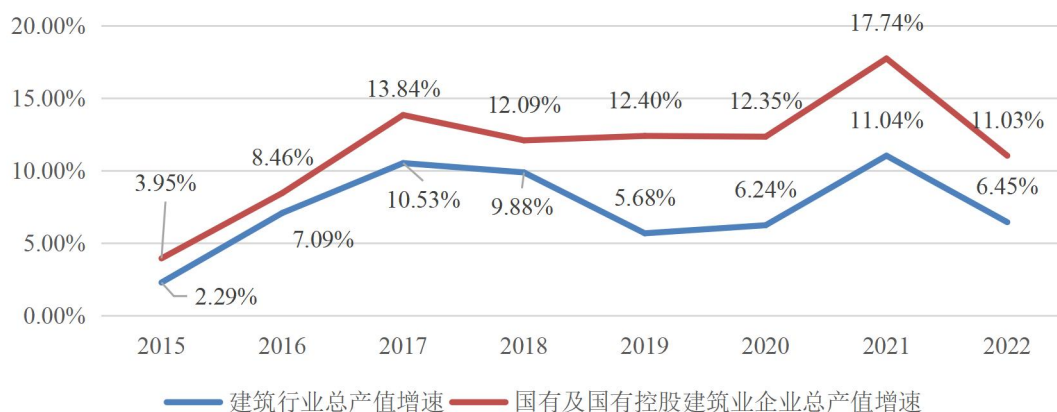
1.3 国有及国有控股建筑企业市场份额抬升

自2014年以来,我国建筑施工业总产值一直处于不断增长的趋势,并于2022年末总产值首次突破300,000亿元,达311,979.84亿元,同比增长了6.45个百分点;产值完成情况方面,竣工产值占比呈现逐年下降的态势,2023年上半年竣工产值占总产值比例为35.94%,较年初下降了7.80个百分点,主要系受经济环境影响,停工缓建项目体量增加所致;国有企业产值及占比方面,国有及国有控股建筑企业总产值呈持续增长态势,2023年上半年国有及国有控股建筑企业总产值占建筑行业总产值的比例为43.53%,较年初增加了3.34个百分点;增速显著高于行业增速,后者市场份额逐渐增大。

图 建筑施工业总产值及结构 (单位: 亿元, %)



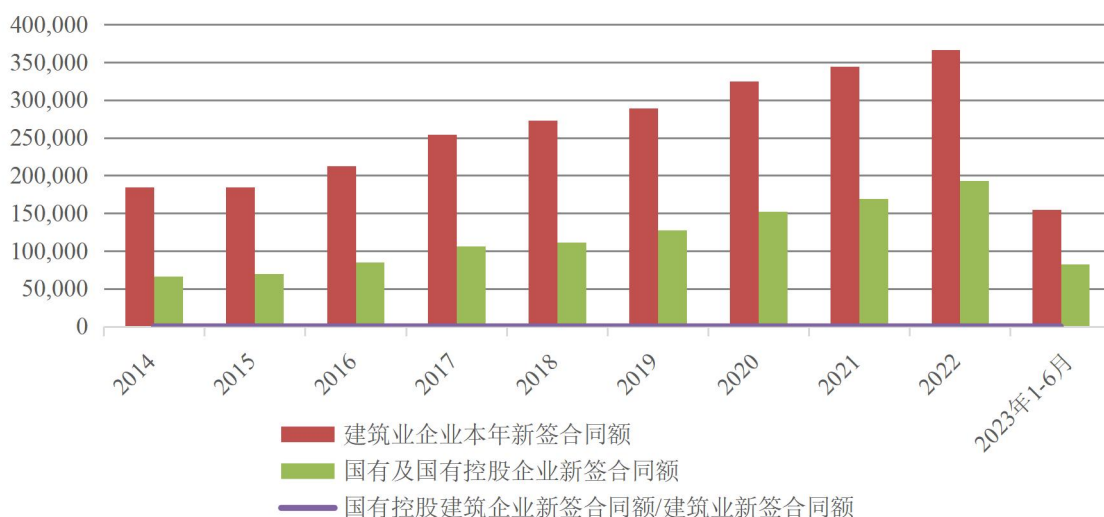
数据来源: Wind、胜遇研究团队整理



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

行业合同方面, 2022年和2023年1-6月, 建筑行业在手订单总金额分别为715,674.69亿元、514,959.22亿元, 同比分别增长8.95%和5.05%; 同期新签合同金额分别366,481.35亿元、154,393.70亿元, 同比增速分别为6.36%和3.11%, 在手订单总金额增速大于新签合同增速, 主要系部分房地产项目停建或缓建所带来的开工率下降影响。值得注意的是, 国有及国有控股建筑企业占比分别为52.68%和53.62%, 占比超50%且持续提高, 行业业务资源逐步向国企及国有控股企业靠拢。

图 建筑行业、国有及国有控股企业新签合同额 (单位: 亿元)



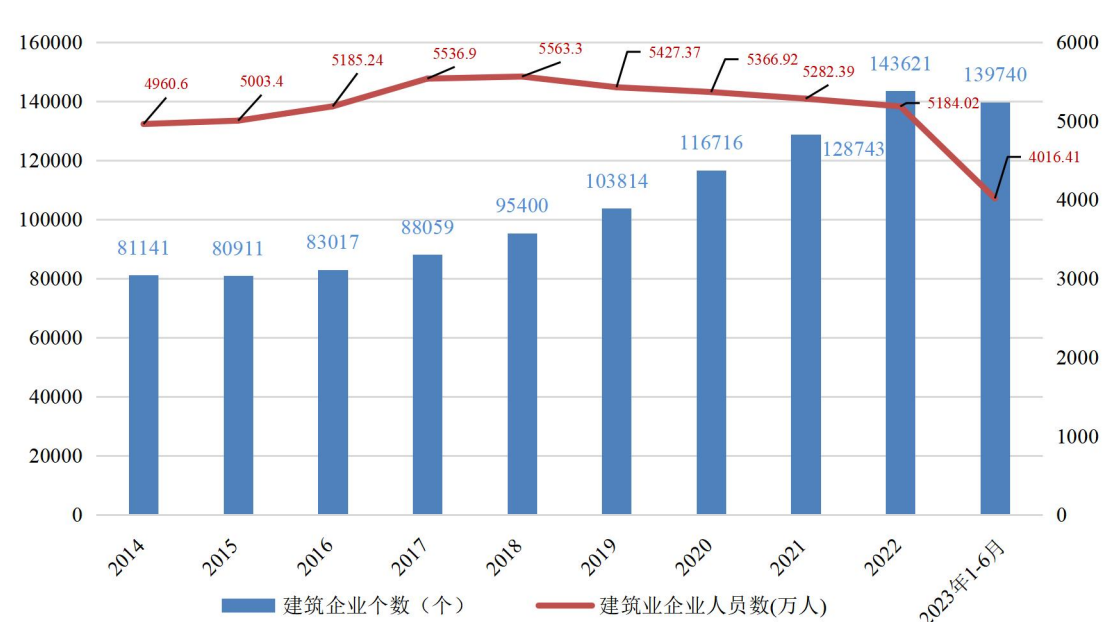
数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

1.4 建筑行业的企业数及从业人员萎缩

截至2023年6月末, 我国建筑业企业为139,740家, 较年初减少了3,881家, 降幅为2.70%; 同期行业从业人数为4,016.41万人, 较年初减少了1,167.61万人, 大幅下降了

22.52%。从业人员的大幅下降一方面是智能化操作模式对行业需求人员的减少，另一方面为下游行业投资放缓至需求整体有所下降相关，这也是行业步入下行周期的具体表现。

图 建筑业企业单位数及从业人员情况（单位：家，万人）

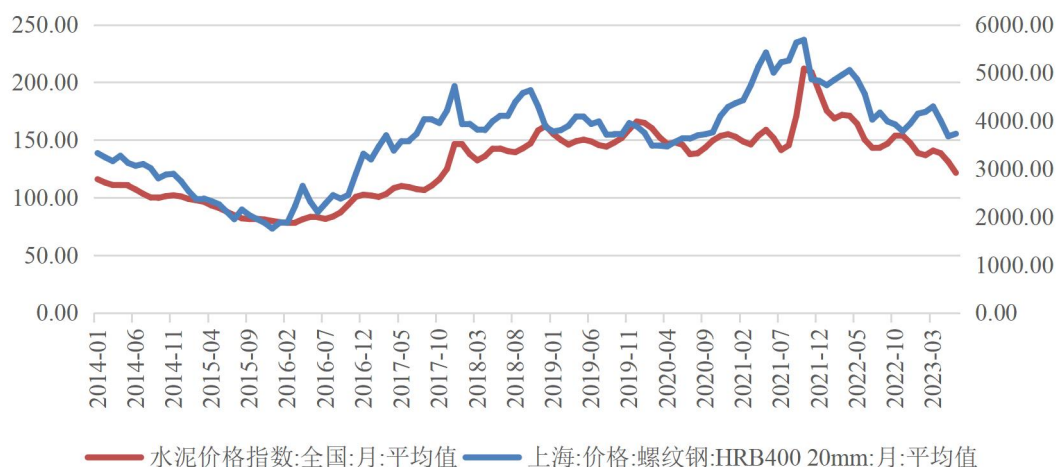


数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

1.5 上下游景气度显著下滑

据相关统计，建筑施工上游的钢筋和水泥占企业成本的三成左右，是其最主要的成本构成。2021年7月以来，受需求下降及煤炭价格大幅下降影响，水泥价格持续下降；而钢材价格则受制于需求的萎靡影响，也呈现低迷的态势。总体来看，随着宏观经济调控的推进，钢材与水泥价格短期内仍有企稳的迹象但由于需求不振难以从实质上改善，预计弱势震荡仍是主要的局面。对于建筑施工行业来说，材料成本有所下降。

图 水泥和钢铁价格



数据来源: Wind、胜遇研究团队整理

下游房地产行业的景气度与建筑施工密切相关，景气度中短期很难扭转。2022年和2023年上半年，我国房地产投资完成额分别为132,895.41亿元和58,549.86亿元，同比分别下降了9.96个百分点和14.29个百分点，跌幅显著扩大。商品房销售方面，2022年与2023年上半年，我国商品房销售面积分别为135,836.89万平方米、59,514.72万平方米，同比下降了26.20个百分点、5.30个百分点，下降幅度虽有所收窄但难改颓势。总体来看，建筑施工上游钢筋水泥价格的低迷虽然有利于建筑施工企业成本的压缩，但最主要的下游——房地产行业的持续低迷才是影响其经营状况的根本，行业景气度预计中短期内能扭转的可能性较低，这也给建筑施工行业的复苏蒙上了一层阴影。

二、主体信用分析

建筑企业信用风险有其行业的特殊性，为了探究建筑企业信用风险的变化，我们通过资产规模、营收状况、新签合同与企业可持续能力、营运能力以及偿债压力等多角度进行剖析，由于行业内央企、地方性国企以及民企之间分化严重，我们在分析的过程中主要以这三种不同性质的企业来展开。值得一提的是，由于建筑企业的平均毛利率在 10.00% 上下，各类性质企业差距较小，本文就不做具体展开；另外，由于主要样本主体的利润规模、增速与其营收基本匹配，暂以后者为基础展开。样本主体方面，本部分涉及样本发债企业共 131 家，其中 70 家央企、52 家地方性国企以及 9 家民企¹，其中央企我们统一使用核心母/控股公司层面的数据，具体央企及其子公司股权结构见附录。

2.1 资产规模

2.1.1 央企

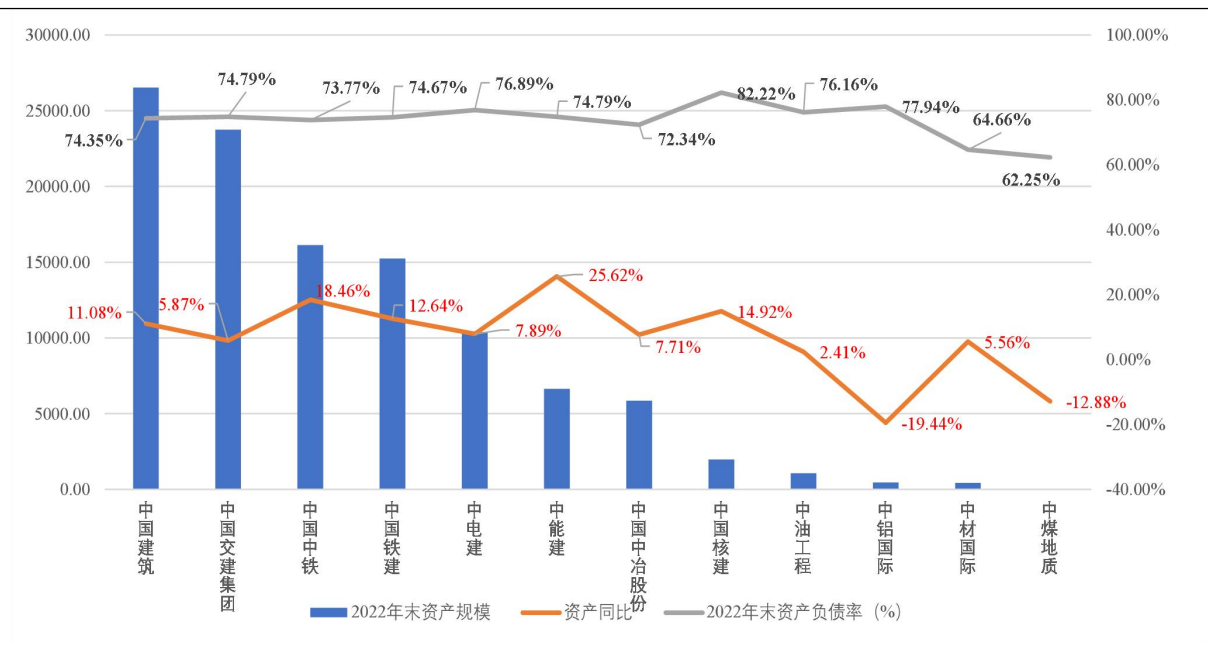
截至 2022 年末，建筑央企总资产规模超过万亿合计 5 家，主要为中国建筑、中国交建集团、中国中铁、中国铁建、中电建等，资产规模分别为 2.65 万亿元、2.38 万亿元、1.61 万亿元、1.52 万亿元、1.04 万亿元，5 家企业在 2022 年均实现了同比正增长，其中中国中铁同比增长高达 18.46%，增速最快。另一方面，中铝国际 2022 年资产规模出现了 19.44% 的下滑，并在 2023 年 3 月末继续下滑 7.81% 至 436.88 亿元，2022 年主要由于处置弥玉高速回笼资金影响，而 2023 年一季度则主要由于加大了债务偿还力度所致；中煤地质 2022 年资产规模同比下滑 12.88%，主要由于应收账款与合同资产下降所致。央企子公司方面，中国建筑系下属子公司资产规模超过千亿的企业数最多，达到了 7 家，主要涉及中国建筑第二工程局有限公司、中国建筑第四工程局有限公司、中国建筑第五工程局有限公司等，其次是中国交建系的 2 家，主要为中交一公局集团有限公司、中交第二航务工程局有限公司等，此外，中国铁建系的中国铁建投资集团有限公司、中国中铁系的中铁四局集团有限公司以及中电建系的中电建路桥集团有限公司均超过千亿，实力强劲。

资产负债率方面，除中材国际、中煤地质低于 70.00% 外，建筑央企母公司层面 2022 年末的资产负债率均高于 70.00%，整体处于较高水平。值得注意的是，受长期借款同比大幅增加 861.07% 的影响，中国建筑系的第七工程局有限公司 2022 年资产负债率大幅提高 8.04 个百分点至 87.60%，并在 2023 年 3 月末继续提升至 88.32%，杠杆率持续提升；受短期借款以及应付账款的持续增加影响，中国能建系的中国葛洲坝集团股份有限公司 2022 年

¹ 除资产与营收规模部分使用该样本数据外，新签合同数据样本国有企业降为 44 家，民企企业降为 6 家；剩余部分数据样本地方性国有企业降为 47 家，民企企业降为 6 家。

资产负债率大幅增加 6.19 个百分点至 75.97%，并在 2023 年 3 月末继续提升至 76.09%，长

图 2022年末核心建筑央企资产与资产负债率概况（亿元）



数据来源：国家金融监督管理总局、胜遇研究团队整理

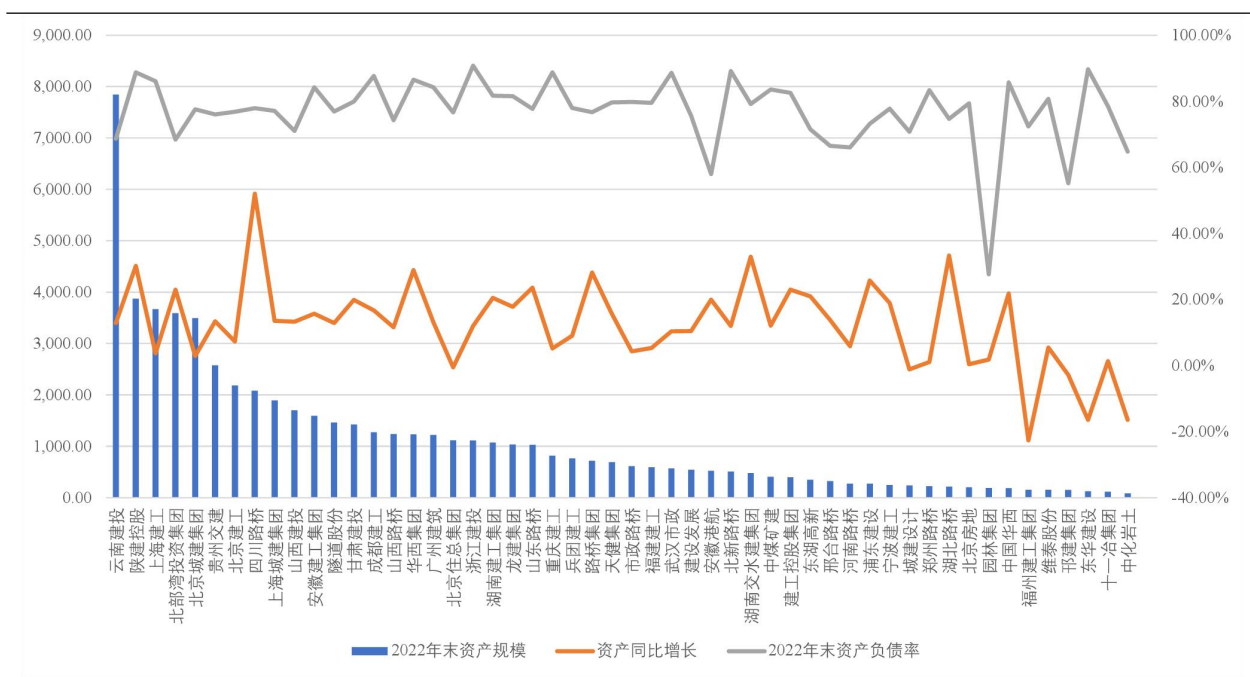
期偿债压力显著增加。

2.1.2 地方性国企与民企

截至 2022 年末，地方性建筑国企资产规模超过千亿的合计 22 家，其中北京市、上海市、四川省各 3 家，山西省 2 家，其他省份千亿建筑国企均不高于 1 家。从绝对资产规模来看，云南建投、陕建控股、上海建工、北部湾投资集团以及北京城建集团等国企资产规模超过 3,000 亿元，并在 2022 年均实现了同比正增长，其中陕建控股、北部湾投资集团更是同比实现了 30.16%、22.99% 的高速增长。从资产规模相对增速来看，52 家地方性建筑国企仅 6 家资产规模同比负增长，其中福州建工集团 2022 年资产规模同比下降 22.66%，是下降最大的地方性建筑国企，主要系无偿划拨转出 5 家子公司所致。民企方面，仅绿地控股集团下属的广西建工资产规模超过千亿（2022 年末为 1,839.14 亿元），其他规模较大的民企主要为西安建工、腾越建筑和联泰集团，资产规模近 800-900 亿元，其中广西建工、联泰集团、中科控股等资产规模同比均出现了小幅下降；值得一提的是，资产规模较大的主体广西建工、西安建工（绿地控股）以及腾越建筑（碧桂园）均为大型民营房企下属建筑公司，考虑到控股母公司已经出现了流动性危机，后续其资产规模等指标的下降仍为大概率事件。

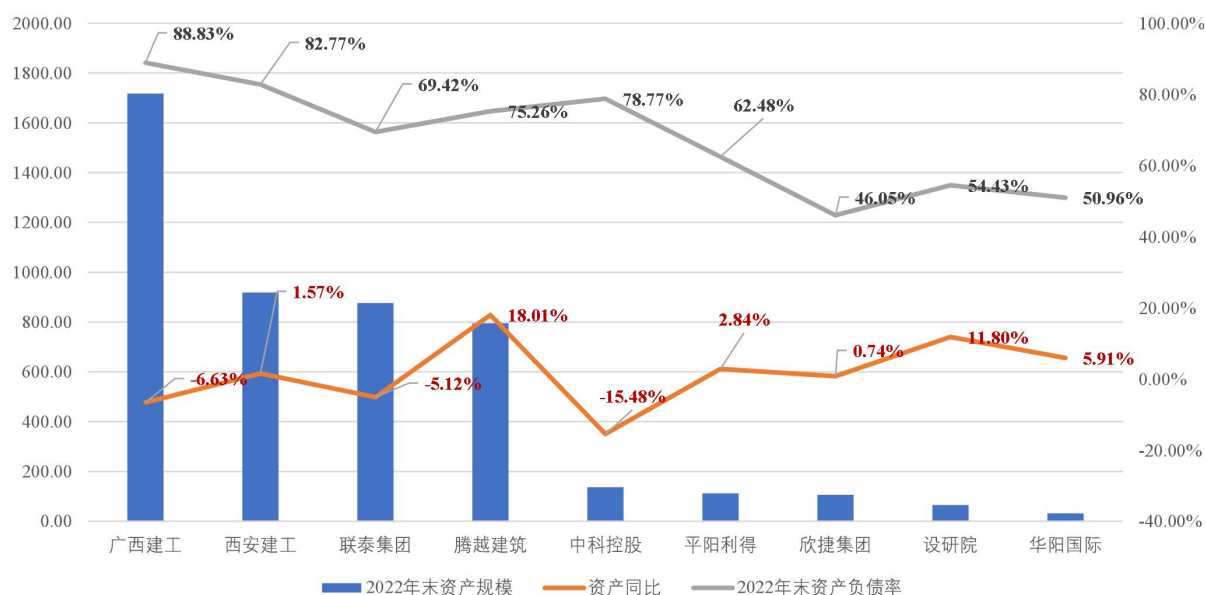
资产负债率方面，地方性国有建筑企业 2022 年末平均资产负债率达 77.06%，其中最高的为浙江建投，是唯一一个超过 90.00% 的建筑企业，此外，东华建设、北新路桥、陕建控股以及重庆建工等 2022 年末资产负债率均超过 88.00%，杠杆率显著偏高。民企方面，绿地控股下属两家建筑企业广西建工、西安建工，2022 年末资产负债率是唯二超过均 80.00% 的建筑企业，而腾越建筑、中科控股资产负债率则超过了 70.00%，由于民企外部支持力度较弱，较高的杠杆率水平势必影响其偿债能力。

图 地方性建筑国企资产与资产负债率概况（亿元）



数据来源：国家金融监督管理总局、胜遇研究团队整理

图 民营建筑企业资产与资产负债率概况（亿元）



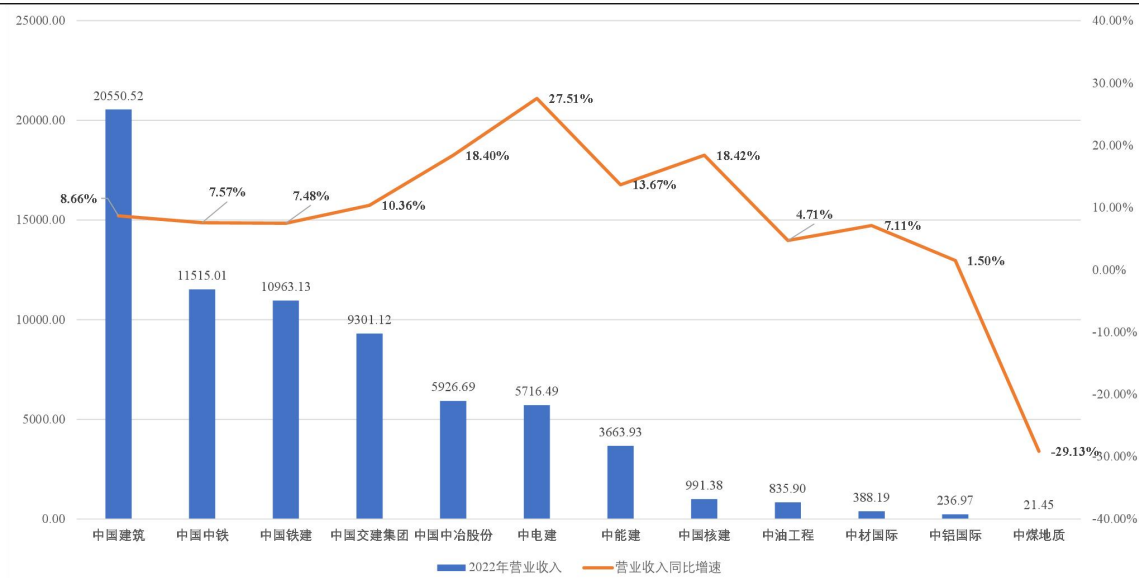
数据来源：国家金融监督管理总局、胜遇研究团队整理

2.2 营收状况

2.2.1 央企

截至 2022 年末，央企建筑企业营收规模排序与其资产规模大致相当，其中**中国建筑**是唯一一家营收规模超过 **2 万亿** 的企业，其次是**中国中铁**、**中国铁建**，营收规模超过 **1 万亿**；从营收**增速**来看，除**中煤地质**由于**受施工进度及经营战略调整**等影响同比增速下滑**29.13%**外，其他企业均实现了正增长，其中**中电建**得益于子公司业务开拓等影响营业总收入大增**27.51%**，在 2022 年疫情影响施工进程的背景下，**建筑央企的经营仍保持着较强韧性**。

图 核心建筑央企2022年营业收入概况（亿元）



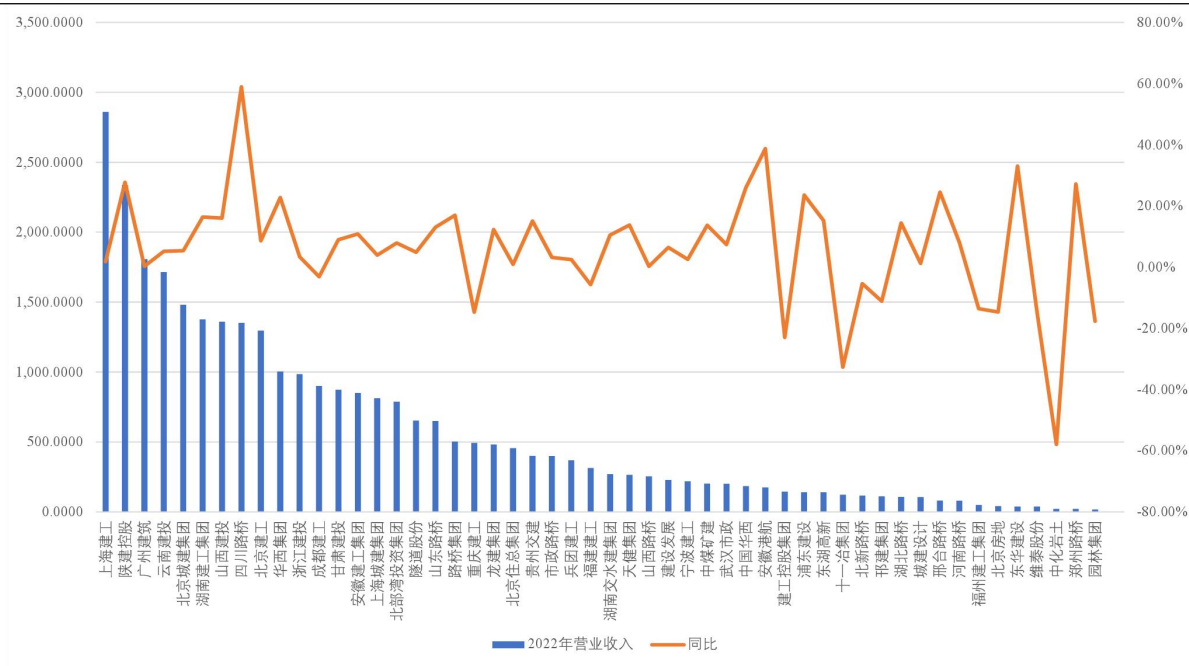
数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

2.2.2 地方性国企与民企

地方性国企营收规模分化严重，2022年地方建筑国企营收规模超过千亿的合计10家，其中营收最高的是上海建工的2,860.37亿元，其次是陕建控股以及广州建筑，分别为高达2,336.56亿元、1,806.86亿元。营收增速方面，地方性建筑国企大多仍能实现正增长，增速大多位于0-20%范围；在52家地方性建筑国企中，同比下降的涉及12家企业，其中中化岩土受施工项目大幅下降影响营收同比下降57.93%，2023年一季度同比继续下降25.86%，经营状况显著恶化；此外，建工控股集团与十一冶集团营收分别同比下降22.95%、32.69%，是除中化岩土外唯二下降幅度超过20.00%的企业。

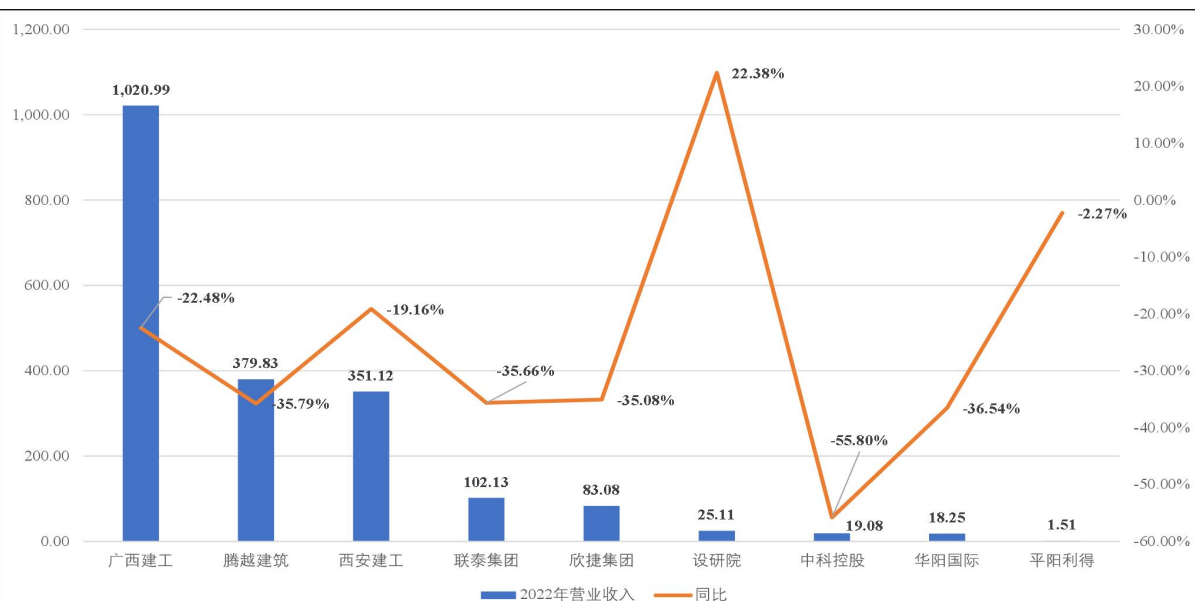
民企方面，广西建工2022年营业收入以1020.99亿元独占鳌头，其次是腾越建筑与西安建工，营收规模超过300亿元；值得一提的是，民企中除了设研院营收实现正增长外，其他企业均出现了不同幅度的下滑，其中中科控股、华阳国际、腾越建筑、欣捷集团等营收同比下降均超过了30.00%，中科控股更是大幅下滑55.80%，其发行的“17中科02”已展期；另腾越建筑母公司碧桂园控股有限公司已有2023年8月初发生美元债利息逾期的信用风险事件。总体来看，民企的经营状况显著弱于央企以及地方性国企，未来仍然堪忧。

图 地方性建筑国企2022年营业收入概况（亿元）



数据来源: WIND、胜遇研究团队整理

图 民营建筑企业2022年营业收入概况 (亿元)



数据来源: WIND、胜遇研究团队整理

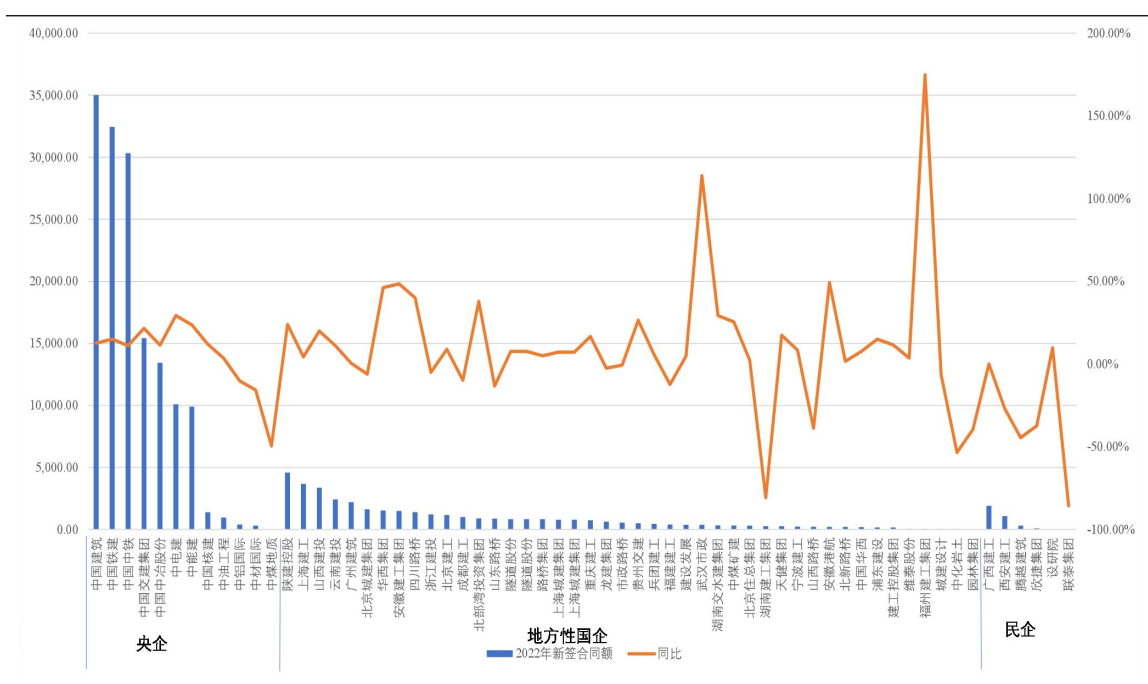
2.3 新签合同与企业可持续能力

2.3.1 新签合同规模

从新签合同总值来看, **建筑央企占据绝对主导地位**, 中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建集团、中国中冶股份以及中电建 2022 年新签合同均超过万亿, 地方性国企仅**陕建控股**、**上海建工**以及**山西建投**超过 3000 亿元, 而民企除广西建工与西安建工超过 1000 亿元外规模均较低。从各自内部增速来看, 大多数建筑央企新签合同均实现了 **10%** 以上的增

长，中电建与中能建同比增速更是高达 **29.34%**、**23.70%**，而中铝国际、中材国际与中煤地质则出现了 **10.16%**、**15.59%**、**49.53%** 的下滑，内部分化明显。地方性国企方面，规模较大的陕建控股、山西建投、华西集团、安徽建工集团以及四川路桥均实现了 **20.00%** 的增速，后三者同比增速更是超过了 **40.00%**，规模较小的东湖高新、东华建设²、武汉市政等均实现了 **100.00%** 增速，业务开拓显著；而湖南建工集团、山西路桥新签合同则出现了 **80.78%**、**38.85%** 的下滑，降幅较大。民企方面，除设研院外均出现了不同程度的下滑，其中腾越建筑、联泰集团分别下滑 **44.53%**、**85.65%**，业务收缩较为严重。

图 2022年建筑企业新签合同金额与同比概况（亿元）³



数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

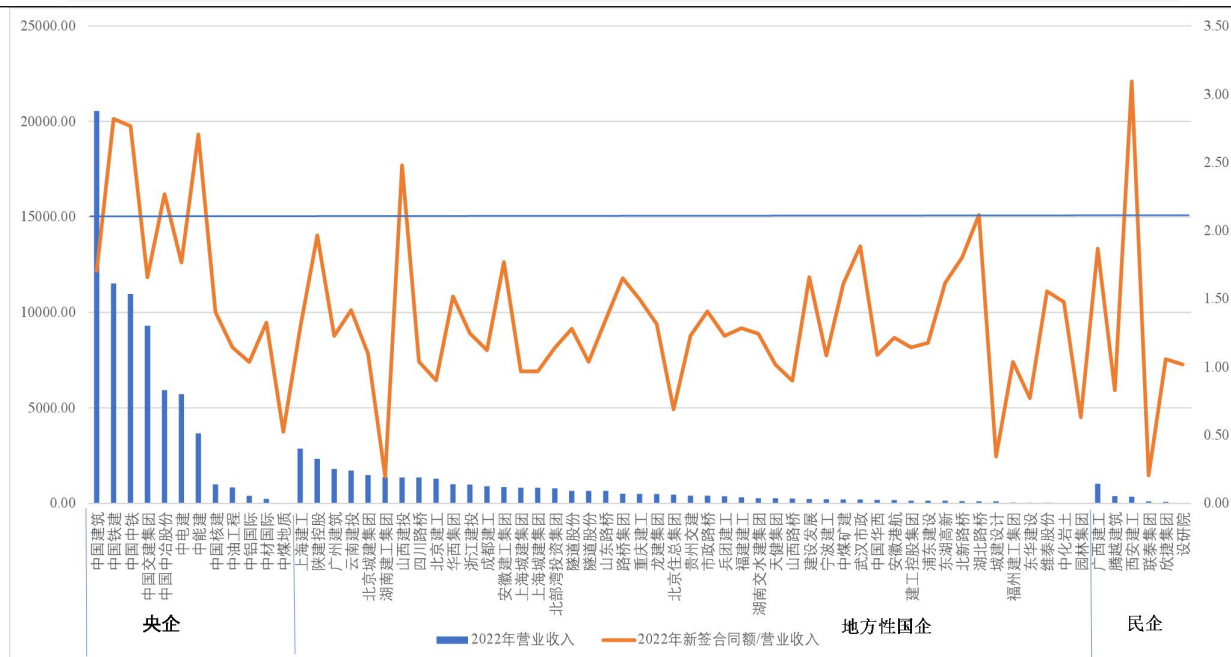
2.3.2 新签合同/营业收入

考虑到项目施工周期一般为 **2-3 年**，新签合同额/年收入能在 **2 倍** 以上一定程度上表明其业务的持续性向好。我们看到，建筑央企中除中国建筑（**1.70 倍**）、中国交建集团（**1.66 倍**）、中电建（**1.77 倍**）外，其他主要大规模建筑央企均高于 2 倍，而地方性国企除山西建投（**2.48 倍**）、湖北路桥（**2.11 倍**）以外，剩余大多数位于 **1-1.5 倍**，业务可持续性整体不高。民企方面，除西安建工（**3.09 倍**）较高外，其他均在 1 倍左右，整体较低。

图 2022年新签合同额/营业收入

² 东湖高新、东华建设同比增速分别为 733.76%、208.48%，因较为异常暂未放到图形中。

³ 民营企业广西建工为 2021 年数据。



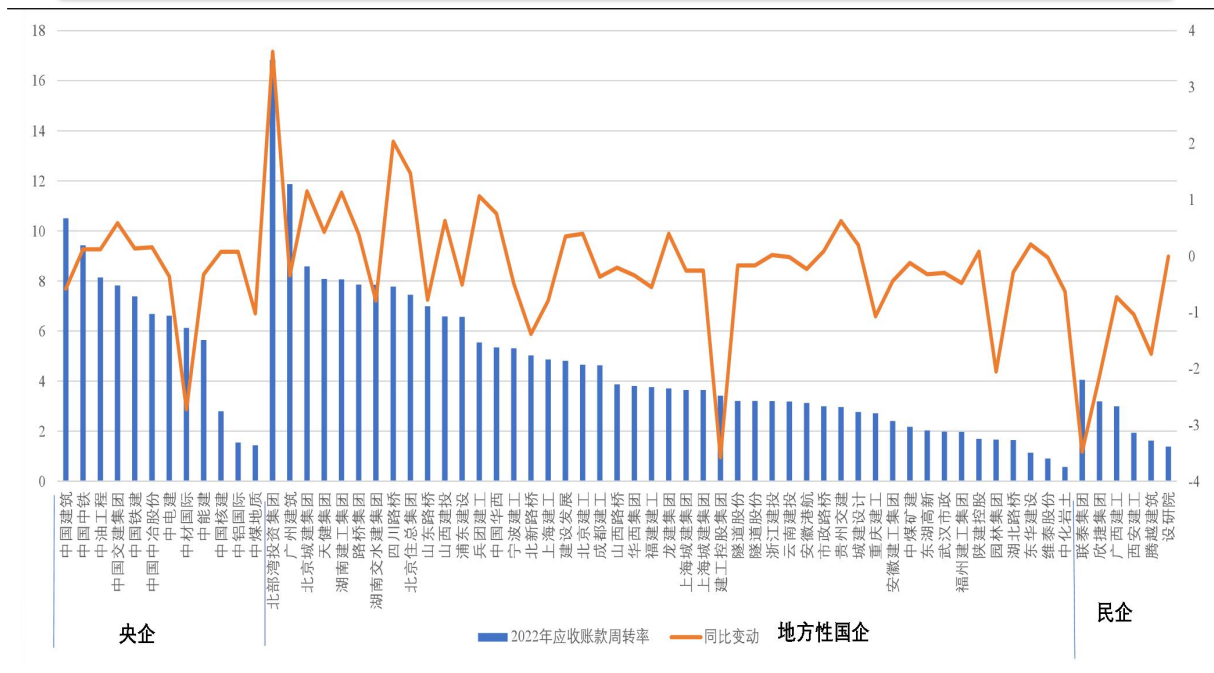
数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

2.4 营运能力

2.4.1 应收账款周转率

截至 2022 年末，建筑央企应收账款周转率大多在 **6 倍** 以上，考虑到建筑行业本身的特点，该应收账款周转率仍旧不低，其中**中国建筑** 2022 年以 10.51 倍的水平位居央企首位，虽有所下降但仍处于较好水平；此外，**中材国际**、**中煤地质**应收账款周转率同比下降 2.73、1.02 倍，显著恶化，特别是后者，在原较差的基础上进一步恶化。**地方性国企**方面，北部湾投资集团与广州建筑实唯二超过 10 倍的企业，营运能力较好，但内部总体分化较大；同比变动方面，47 家地方性国企应收账款周转率同比下滑的企业共有 28 家，其中**建工控股集团**、**园林集团**同比下降 3.58、2.01 个百分点，周转能力显著下降。**民企**方面，应收账款周转率不高于 4%且在 2022 年均出现了边际下降，周转效率堪忧。

图 2022年应收账款周转率（左，倍数）与同比变动（右，%）

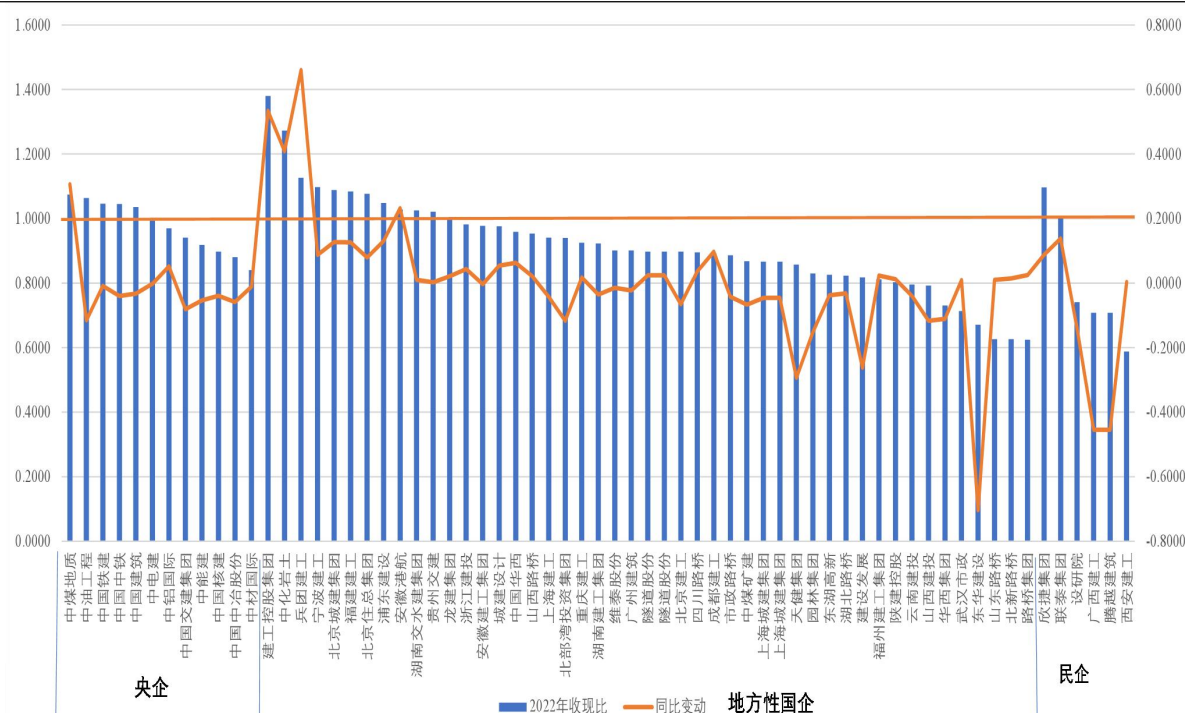


数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

2.4.2 收现比

截至 2022 年末，中煤地质、中油工程、中国铁建、中国中铁以及中国建筑收现比均超过 1.00，其他建筑央企总体在 0.90 倍以上，整体并不高，在 2022 年大多建筑央企收现比出现了小幅下降，回款能力有所下降。地方性国企方面，建工控股集团、中化岩土、兵团建工、宁波建工、北京城建集团、福建建工、北京住总集团等收现比较高，均超过了 1.05 倍，回款能力较强；总体上，回款能力超过 1 倍的地方性国企占比 23.40%，占比仍偏低，收现比同比下降的地方性国企 20 家，占比 42.55%，回款能力下降明显。

图 2022年收现比与同比变动 (%)



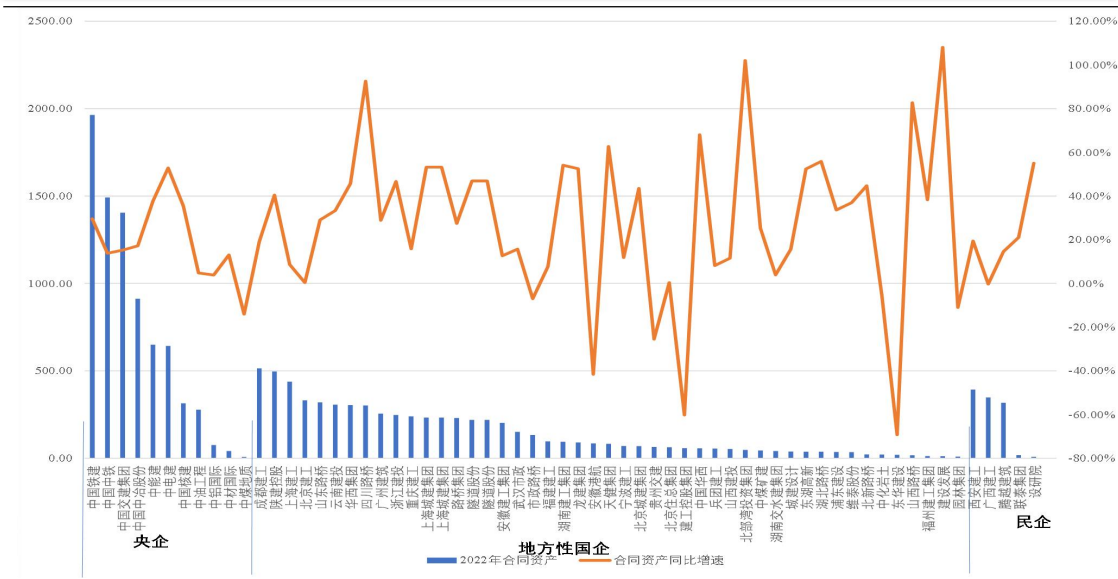
数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

2.4.3 合同资产

截至 2022 年末，建筑央企合同资产与其资产规模基本成正相关，但我们看到其增速均较高，大多数在 20-50% 范围，其中中电建、中能建与中国核建更是增速高达 52.83%、37.64%、35.44%，显著高于其经营现金流入的同比增速 3.42%、7.99% 和 11.65%，这也意味着回款压力的增大。地方性国有企业方面，2022 年加权平均合同资产增速为 25.46%⁴，显著高于其经营现金流入的同比增速 8.22%，但与总体好于建筑央企。民企方面，2022 年民企的合同资产显著较高，甚至超过了绝大多数地方性国企，这也很大程度上反映其较差的回款能力。

图 2022 年合同资产总额与同比变动（亿元）

⁴ 以合同资产为权重



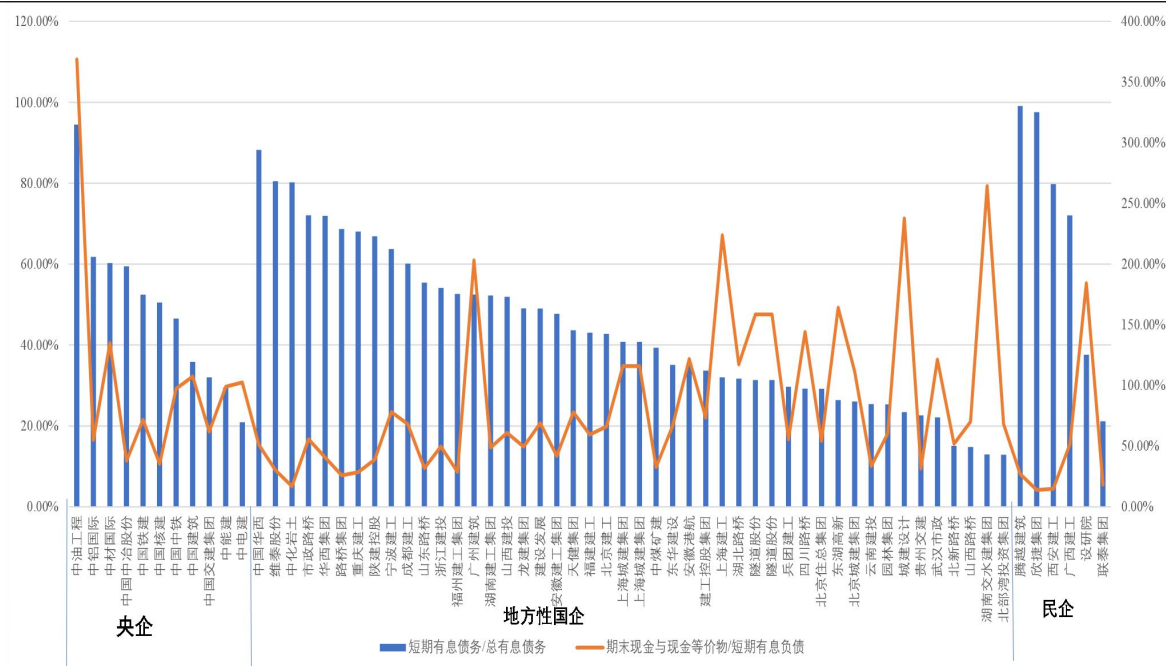
数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

2.5 偿债压力

从短期债务占比来看，建筑央企除中油工程短债占比高达 **94.46%**外，其他企业大多在 **45%-60%**，短期偿债压力并不小；地方性国企除中国华西、维泰股份、中化岩土、市政路桥、华西集团短债占比超过 **70.00%**外，其他占比在 **20%-30%**区间居多，总体短期偿债压力尚可。样本民企的短债占比均较高，大多超过 **70.00%**，偿债压力较大。从**期末现金与现金等价物/短期有息负债**来看，建筑央企中中国中冶股份、中国核建覆盖比率较低，分别为 **37.87%**、**35.32%**，存在一定的偿债压力；地方性国企中，覆盖比率低于 **1** 倍的占比 **68.09%**，其中**福州建工集团、重庆建工、路桥集团**以及**中化岩土**低于 **30.00%**，存在较大的偿债压力。民企中，除**设研院**超过 **1** 倍外，其他主体大多低于 **30.00%**，均存在较大的偿债压力。

图 2022年末短期有息债务/总有息债务、期末现金与现金等价物/短期有息负债（%）⁵

⁵ 中煤地质与浦东建设由于数据偏离较大，暂未放入图中。中煤地质短期有息债务/总有息债务 **9.15%**，期末现金与现金等价物/短期有息负债 **817.30%**；浦东建设短期有息债务/总有息债务 **16.83%**，期末现金与现金等价物/短期有息负债 **785.14%**。



数据来源: WIND、胜遇研究团队整理

三、债券融资与重点关注主体

3.1 发行与净融资状况

2023年上半年建筑企业发行债券2664.64亿元,较去年同期增长32.25%,净融资400.40亿元,较去年同期下降42.57%,净融资的下滑主要受地方性建筑国企债券偿还力度的加大所致,其中偿还规模居前的分别为云南建投74.31亿元、陕建控股50.70亿元以及北部湾投资集团44.85亿元。从发行量来看,央企债券发行规模同比增长53.58%至2051.70亿元,占据行业发行总量的77.00%,成为行业的绝对发债主力,其中中建八局390.00亿元、中国中冶股份220.00亿元、中国交建股份160.00亿元以及中建二局157.00亿元位居前列;地方性国企2023年上半年同比下降10.76%,整体波动处于合理范围,其中发行规模较大的国企分别为云南建投120.00亿元、陕建控股58.00亿元、北部湾投资集团35.00亿元以及北京建工70.00亿元。民企方面,2023年上半年仅欣捷集团与广西建工成功发债,其中欣捷集团发行1只公司债,金额3.50亿元,票面利率6.50%;广西建工发行2只私募债,合计8.00亿元,票面利率均为6.80%,民企融资成本高企成为常态;值得注意的是,2023年上半年发生了中科控股、江苏南通三建等再次展期的事件打击了市场对民营建筑房企的信心,市场认可度进一步降低,预计后续建筑民企陆续退出债券市场的趋势仍很难逆转。

净融资方面，2023年上半年央企、地方性国企以及民企净融资分别为553.40亿元、-103.49亿元、-49.53亿元，其中央企净融资规模较前两年显著提高，这也是目前行业债券净融资最重要的中坚力量；地方性国企净融资自2020年罕见转负，这主要与个别主体净偿还规模有关，并非全行业的状况；民企则持续为负，2023年上半年净偿还力度显著高于前期，处于持续降杠杆的态势。

图 建筑企业债券发行量与净融资（亿元）⁶

时间	发行量					净融资				
	2020	2021	2022	2022年1-6月	2023年1-6月	2020	2021	2022	2022年1-6月	2023年1-6月
央企	3183.30	3195.10	3690.10	1335.90	2051.70	1174.37	274.08	-8.10	448.00	553.40
地方性国企	820.30	813.60	1452.90	673.90	601.40	407.49	158.60	235.28	255.66	-103.49
民企	132.40	71.20	17.50	5.00	11.50	-29.78	-30.83	-69.09	-6.47	-49.53
合计	4136.00	4079.90	5160.50	2014.80	2664.60	1552.08	401.85	158.09	697.19	400.38

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

3.2 存续债与到期压力

截至2023年8月6日，建筑行业存续债规模**8327.68**亿元，其中央企6025.30亿元、地方性国企2241.33亿元，民企61.05亿元，**央企建筑公司存续债规模远高于地方国企及民企**。债券到期（回售）压力方面，建筑央企在**2023年8-12月**合计有**1819.50**亿元的到期（回售）压力，超过**50亿元**规模的企业高达**15**家，其中**中国中铁、中国交建股份与中国建筑**到期（回售）规模分别为168亿元、160亿元以及100亿元，到期（回售）规模居首，处于**偿债高峰**阶段；此外，除2025年有1744.10亿元的到期（回售）债券外，**偿债规模均有所减缓**，整体来看，**央企整体信用资质较好且融资环境畅通，流动性压力不大**。地方性国企整体偿债规模较为平稳，**2023年8-12月**偿债规模较大的为**云南建投**（87亿元）、**北京城建集团**（50.00亿元）、**陕建控股**（37.00亿元）以及**山西建投**（33.00亿元）；值得注意的是，2024年地方性国企虽然总体偿债规模仅656.20亿元，但**北京住总集团**（69.00亿元）、**陕建控股**（64.00亿元）、**山西建投**（60.60亿元）偿债规模仍不低。民企方面，**广西建工**应于2023年9月9日、2024年3月31日需偿还**8.00亿元**以及**10.00亿元**私募债到期本金，**西安建工**将于2023年9月23日需偿还**5.40亿元**私募债到期本金，考虑到其共同的母公司**绿地控股集团**已出现流动性危机，**该两笔债券兑付面临一定的不确定性，但从再融资情况**

⁶ 本部分统计公司债、企业债、中期票据、短期融资券、项目收益票据与定向工具等6大类，下同。

看，广西建工于2023年新发行合计13亿元的3只私募债，对短期债务有一定保障能力，短期发生债券违约风险相对较低。此外，腾越建筑应于2023年10月21日兑付4.92亿元公司债，考虑到其母公司碧桂园集团境内债拟进行展期且母公司债券利息逾期，该笔债券展期的概率极大。

图 建筑企业债券到期（回售）（亿元）

	2023年8-12月	2024	2025	2025年及以后
央企	1819.50	1536.80	1744.10	924.90
地方性国企	407.82	656.20	855.15	322.16
民企	28.82	20.50	6.05	5.68

数据来源：Wind、胜遇研究团队整理

3.3 重点关注主体

建筑施工行业基本形成了以央企为主导，地方性国企扮演配角，民企逐步退出的态势，民企的重点主体主要是与大型民营房地产企业深度绑定的企业，如上文提到的西安建工（胜遇等级7，下同）、广西建工（7）以及腾越建筑（9）等，考虑到民企房地产企业的接连违约，民营建筑企业后续受到牵连不可避免，该类主体被逐步退出债券市场抛弃几乎成定局的概率很大，我们认为未来建筑民企大概率往建筑设计方向推进，逐步剥离建筑施工的“施工”特性。

地方性国企作为区域建筑施工的主体，我们认为诸如甘肃建投（6）、云南建投（6+）、贵州交建（5-）、龙建集团（7）等这类带有城投性质与业务的主体，也面临区域经济与财政实力弱化以及当地融资环境恶化等问题，应该加以规避；其次，建筑企业偿债能力较为依赖股东的外部支持，诸如邗建集团（7+）、邢台路桥（6-）等所在城市职能等级较低的主体应额外关注风险；再次，诸如成都建工（5+）类的经营激进、诉讼金额高企且经营性现金流持续为负的企业应加以谨慎；最后，偿债压力是衡量建筑企业的重要指标，诸如福州建工集团（6+）、重庆建工（6-）、路桥集团（5-）、中化岩土（7+）、陕建控股（6+）、山西建投（6+）等短期均有一定的偿债压力，应给予重点关注。

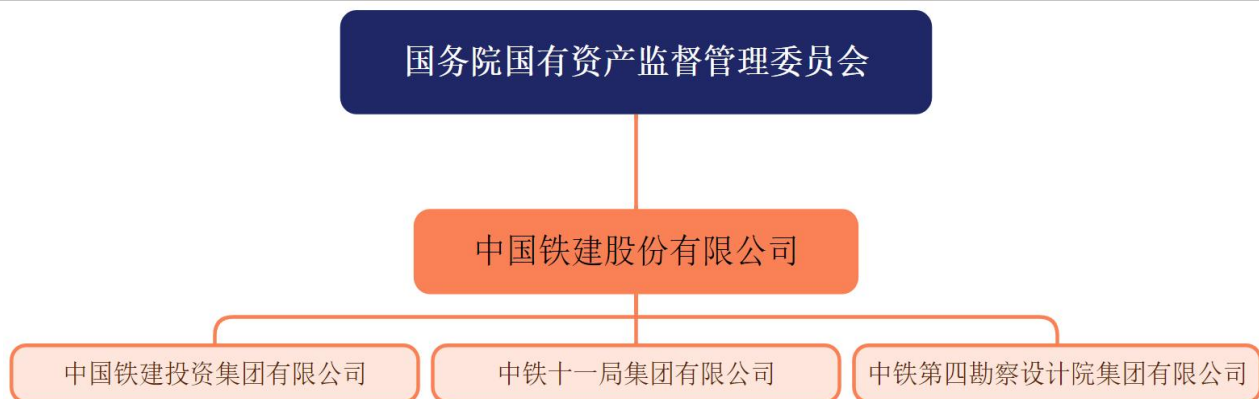
附录：70 家发债央企股权结构

图 中国交建系发债主体（17家）



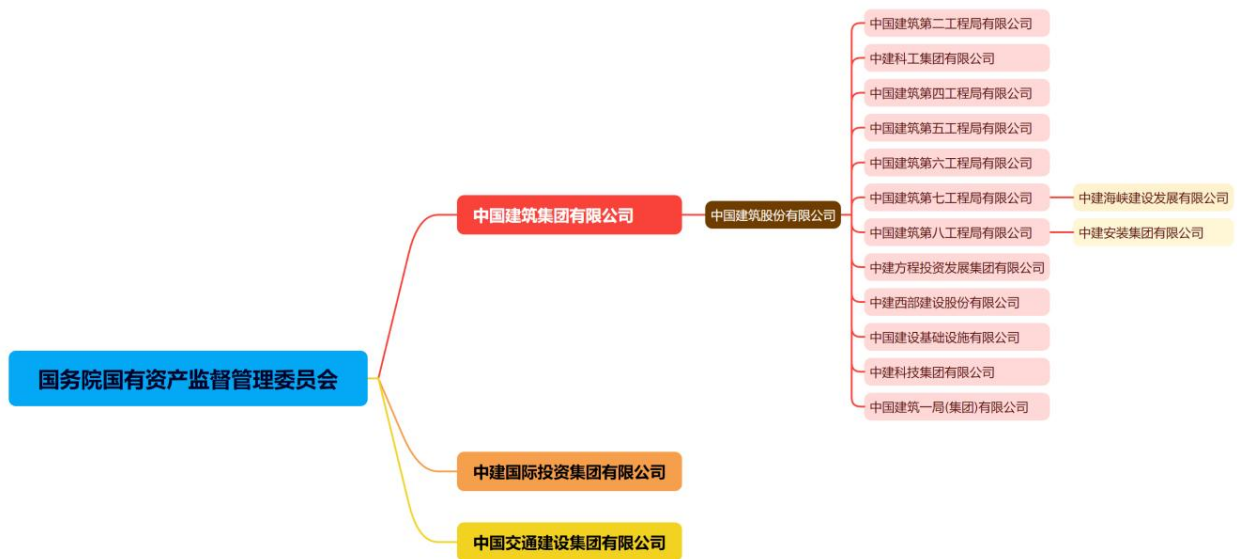
数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

图 中国铁建系发债主体（4家）



数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

图 中国建筑系发债主体（18家）



数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

图 中国中铁系发债主体（10家）



数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

图 中电建系发债主体（11家）

国务院国有资产监督管理委员会

中国电力建设股份有限公司

- 中国水利水电第八工程局有限公司
- 中国水利水电第十四工程局有限公司
- 中国水利水电第五工程局有限公司
- 中国水利水电第七工程局有限公司
- 中国水利水电第十一工程局有限公司
- 中国水利水电第四工程局有限公司
- 中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司
- 中国电建市政建设集团有限公司
- 中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司
- 中电建路桥集团有限公司

数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

图 其他类发债央企（10家）



数据来源：WIND、胜遇研究团队整理

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。