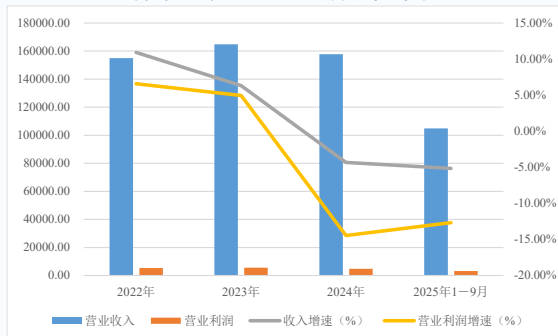


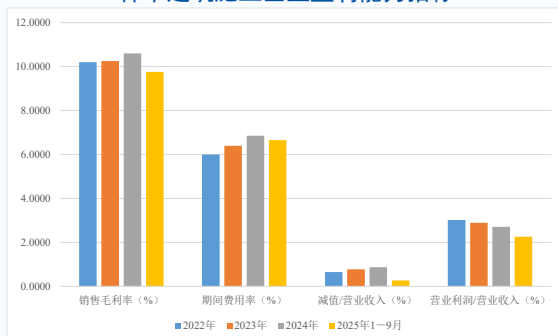
建筑施工行业 2026 年度信用风险展望 (2025 年 12 月)

工商评级一部 | 刘珺轩 赵兮 李旭

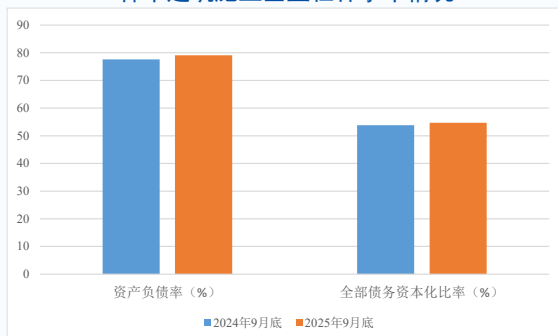
样本建筑施工企业成长性指标



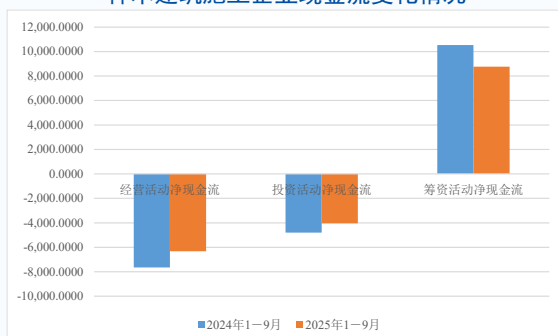
样本建筑施工企业盈利能力指标



样本建筑施工企业杠杆水平情况



样本建筑施工企业现金流变化情况



建筑施工行业信用风险展望 | 2026

联合资信认为，建筑施工行业信用品质表现一般，预计未来行业信用风险将保持稳定。

摘要

- 2025 年以来固定资产总投资呈负增长态势，地产投资深度下行拖累房建需求，基建投资转向电力、水利等领域的结构性支撑，制造业高技术、高附加值领域高增形成工业建筑需求亮点，整体建筑行业呈现“总量承压、结构分化”的格局。
- 建筑行业政策受“扩大有效投资+地方化债”影响较大；运行端国内订单降幅收窄、海外承包受益“一带一路”高增，需求不足导致 PMI 阶段性收缩；竞争格局呈现头部央企集聚效应强化、中小民企加速分化特征，行业正从“量的扩张”向“高质量发展”深度转型。
- 2025 年前三季度，样本建筑施工企业收入与利润规模呈现下降态势，行业整体伴随下游投资放缓而呈现收缩态势，特别是地方国有建筑施工企业收入下降速度相对较快，叠加计提减值等因素影响预计全年业绩下降压力大。
- 2025 年前三季度，建筑施工企业杠杆水平整体延续上升态势；地方国有建筑施工企业杠杆水平高于行业平均水平；民营企业受制于融资能力有限和项目获取难度较大，杠杆水平较低。2025 年 1-9 月，建筑施工企业流动比率同比小幅下降，货币资金/短期债务同比小幅回升，现金收入比小幅改善，但整体经营活动现金流仍为净流出状态，流动性仍处于偏紧状态，外部融资压力仍大。
- 目前建筑施工行业债券融资主体以中高信用等级央企和国企为主，整体偿债风险可控，但应关注下游需求疲弱、回款承压以及流动性指标下降等因素对建筑施工企业偿债的影响。

公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com
电话: 010-85679696 传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层

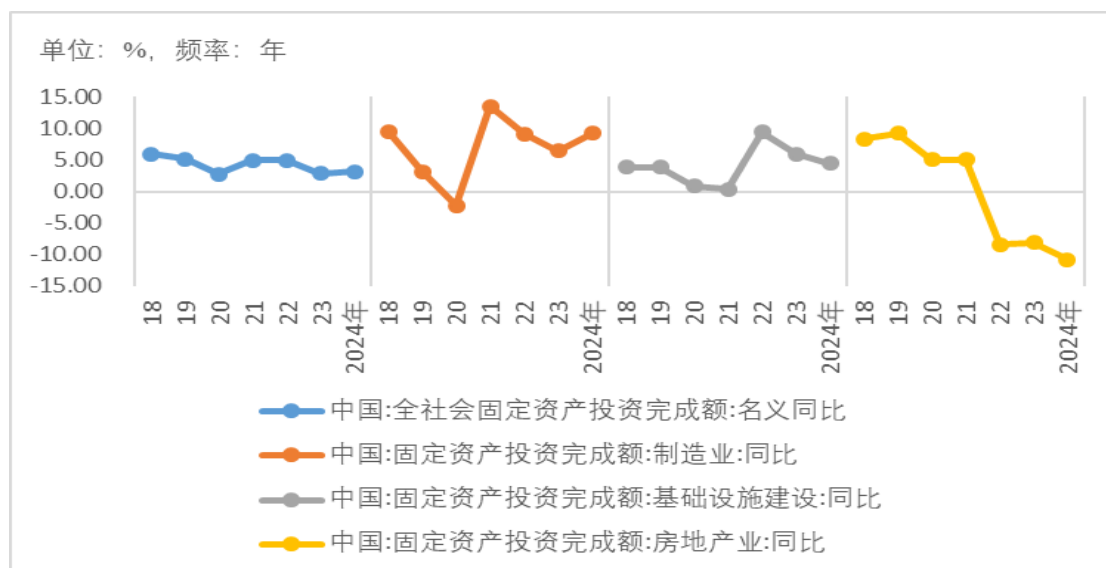
一、行业基本面的

1 宏观环境

中国固定资产投资增速呈下行态势，基建投资增速回落、地产投资深度下行的格局，对建筑行业的传统业务需求形成显著制约，而制造业投资的高增则为工业建筑等新兴业务带来结构性机遇。

2021 年以来，中国固定资产投资完成额累计增速呈下行态势。投资结构上，各领域分化格局持续且差异加剧。制造业投资表现相对稳健且呈一定复苏态势，2020 年公共卫生事件冲击同比回落后快速反弹，2021 年增速跃升至阶段高点，2022—2024 年仍维持中高位增长，成为支撑固定资产投资增长的核心动力，2024 年增速已超过 2018 年水平，凸显产业升级和设备更新政策的持续成效。基础设施建设投资呈“先升后降”趋势，2022 年大幅攀升至 9.40% 的峰值，此后逐年回落，基建投资的政策刺激效应边际减弱，且从高速增长转向结构性发力。房地产业投资则经历深度调整，2022 年起转入负增长区间，连续三年负增长且跌幅加深，反映出房地产行业仍处于深度调整周期。

图表 1 • 中国固定资产投资年度累计同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

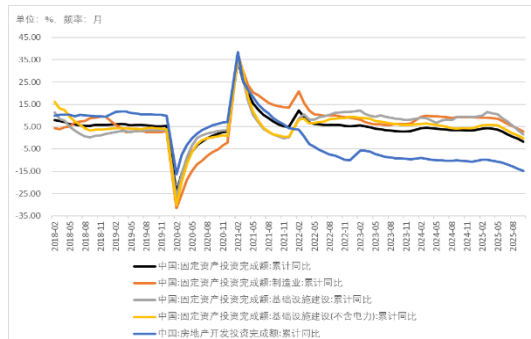
2025 年 1—10 月，全国固定资产投资增速持续承压，对建筑行业需求的收缩效应进一步显现。投资总量上，全国固定资产投资完成额累计同比从上半年的累计同比增长 2.80% 逐步回落至 10 月末的累计同比下降 1.70%，为近年来首次进入负增长区间，整体投资扩张动力减弱，导致建筑行业需求端支撑不足。

2025 年 1—10 月全国制造业投资同比增长 2.7%，较 2025 年上半年的 7.5% 有所回落，回落速度弱于基础设施投资。细分领域中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资同比大幅增长 20.1%，汽车制造业投资增长 17.5%，通用设备制造业投资增长 9.5%，而化学原料和化学制品制造业投资同比下降 7.9%，医药制造业下降 11.3%，电气机械和器材制造业下降 9.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降 2.2%。制造业投资中高技术、高附加值领域表现突出，传统行业则呈分化态势。

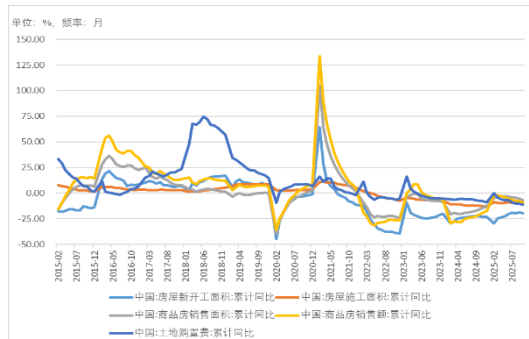
2025 年 1—10 月全国基础设施建设投资完成额累计同比增速从上半年的 8.9% 降至 10 月末的 1.5%，不含电力的狭义基建投资更于 10 月转负，较上半年累计同比 4.6% 的增速大幅下滑。细分领域中，电力热力及燃气、水利等中央主导的能源、民生类项目仍保持高增速，但铁路、航空、道路运输业等传统交通基建增速较低，且低于上半年水平，基建投资对建筑行业的支撑力转向为“结构性支撑”，传统交通类建筑业订单进一步收缩。

2025 年 1—10 月全国房地产开发投资累计同比降至-14.70%，较上半年-11.2%的降幅进一步扩大 3.5 个百分点；房屋新开工面积累计同比降幅从上半年 20.0%扩大至 22.5%，施工面积降幅从 9.1%扩大至 11.8%；销售额、销售面积降幅较上半年略有收窄，但房企资金链压力仍未缓解，拿地、开工意愿持续低迷，房地产产建业务需求进一步深度收缩，成为建筑行业需求下滑的核心拖累因素。

图表 2 • 中国固定资产投资月度累计同比增速



图表 3 • 中国地产施工和土地购置情况



2 行业政策与监管环境

2025 年建筑行业迎来高质量发展关键期，固定资产投资政策聚焦地方政府化债、扩大有效投资核心方向，同时辅以清欠专项行动与严监管机制，全方位影响建筑行业发展。化债与清欠政策着力缓解地方支付压力、保障企业现金流；基建和房地产政策则通过多元工具引导需求结构优化，为不同类型建筑企业提供差异化发展机遇。监管层面转向全链条动态管控，既激发市场活力，又规范竞争秩序，推动行业从规模扩张向高质量发展转型。

2025 年中国固定资产投资政策核心围绕“地方政府化债”与“扩大有效投资”展开，直接决定建筑行业需求的“总量底线”与“结构方向”。

在地方化债方面，本轮化债进入中央主导的整体置换阶段，通过 6 万亿元债务限额置换存量隐性债务、每年 8000 亿元专项债置换隐债等政策，将隐性债务显性化并纳入严格监管。政策明确重点省份融资平台债务化解路径，延长化债期限至 2027 年 6 月，支持合规债务置换与重组，同时规范城投平台退出机制，推动其转型为市场化经营主体。化债政策通过分级管控地方政府投资、约束城投平台融资行为，对传统基建资金形成一定挤占，但也通过债务置换缓解地方支付压力，为建筑企业回款改善奠定基础。在清理拖欠账款方面，政策力度持续加码，2025 年 3 月《加快清理拖欠企业账款行动方案》出台，明确将政府机关、事业单位、地方国企及融资平台纳入重点清欠主体，建立“630”拖欠账款主体清单。清欠资金来源包括地方专项债券、商业贷款等，金融清欠专项贷款在多地落地，计划 2027 年 6 月底完成全国范围内约 1.8 万亿元欠款清理。政策通过健全清偿法律法规、强化失信惩戒、优化投诉督办机制，从源头遏制新增拖欠，为建筑企业现金流回笼提供保障。

2025 年基建投资政策以“有效投资”“精准施策”为核心，通过 57.5 万亿元重点项目（24 省 1.9 万个项目）、8000 亿元“两重”建设资金、4.4 万亿元专项债等政策工具，推动基建投资从传统“大拆大建”转向国家战略工程、新基建、城市存量更新三大方向，重塑建筑行业需求格局。国家战略工程由国家统筹推进，资金保障强，回款周期短，为高资质的建筑央企提供确定性需求；新基建领域（算力中心、5G+工业互联网、低空经济等）项目加速落地，推动建筑行业从“传统施工”向“技术集成”转型；城市存量更新方面，全国 28 城设立 4550 亿元专项基金，广州单城推出 8077 亿元城市更新项目，这类项目虽施工空间狭小、协调难度大，但门槛灵活，为地方国企和专业化民企提供差异化机会。

2025 年房地产政策以“因城施策+资金纾困”为核心，销售端多地下调购房利率、优化限购政策，供给端住建部优化房企预售资金监管比例，央行支持优质房企发行中期票据。此外，2025 年国家发改委《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》将商业综合体、四星及以上酒店、优质商业办公设施及城市更新项目纳入范围，为房地产行业提供了关键的存量资产“退出端口”。在“投资开发-施工建设-运营管理-资产证券化”的完整闭环下，房地产企业可通过 REITs 实现快速回笼资金、优化财务结构。同时，REITs 推动房地产行业存量改造与运营型项目增加，直接带动建筑企业相关施工需求。

图表 4 • 2025 年行业相关政策情况

发布时间	行业政策	发布部门	政策目标
2025 年 1 月	《关于进一步做好 2025 年扩大有效投资工作的通知》	国家发展改革委	1、全年固定资产投资实现合理增长，扭转部分领域投资低迷态势；2、聚焦新质生产力培育、民生补短板等领域扩大有效投资；3、强化资金要素保障，盘活存量资产，提高投资精准性和有效性
2025 年 2 月	《2025 年新型基础设施建设实施方案》	工信部、国家发展改革委	1、推动 5G、算力、工业互联网等新型基建投资同比增长 15%以上；2、完善“东数西算”工程节点配套设施，加快智能交通、智慧能源等融合基建落地；3、引导民间资本参与新基建项目，形成多元化投资格局
2025 年 3 月	《关于加快推进城市更新和保障性住房建设的意见》	住建部、财政部	1、2025 年全国新开工保障性住房超 200 万套，带动地产领域民生类投资；2、推进城市老旧小区改造、城中村更新，盘活城市存量地产资源；3、优化房企参与保障房建设的资金和政策支持，缓解地产投资下行压力
2025 年 3 月	《政府工作报告》	国务院	拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。
2025 年 3 月	《加快清理拖欠企业账款行动方案》	国务院	1、要求在前期工作基础上进一步加大力度，压实责任；2、健全机制，完善相关法律法规，强化源头治理和失信惩戒，确保清欠工作取得实实在在成效，坚决遏制新增拖欠
2025 年 4 月	《2025 年水利工程建设投资专项规划》	水利部、国家发展改革委	1、全年水利基建投资规模不低于 9000 亿元，重点支持防洪排涝、水资源配置等重大工程；2、加快南水北调后续工程、区域水网骨干工程落地，强化水利资金省级统筹；3、鼓励政策性金融工具对水利项目的倾斜支持
2025 年 6 月	《关于进一步盘活存量基建资产的指导意见》	国家发展改革委、财政部	1、全年盘活存量基建资产规模超 5000 亿元，重点推进交通、能源、水利等领域项目 REITs 发行；2、建立存量资产盘活与新增投资联动机制，盘活资金优先用于新基建项目；3、简化存量资产盘活审批流程，提升民间资本参与积极性
2025 年 7 月	《关于促进建筑业高质量发展的若干措施》	住建部、工信部	1、推动建筑业总产值增速回升至合理区间，新签合同额降幅收窄至 5%以内；2、加快智能建造与新型建筑工业化融合，培育装配式建筑龙头企业；3、强化建筑企业资质管理，规范工程招标投标秩序，保障工程款支付
2025 年 8 月	《关于支持新能源基建领域投资的专项政策》	国家能源局、国家发展改革委	1、2025 年电力、热力等能源基建投资同比增长 12%以上，重点支持风光大基地、特高压等项目；2、完善新能源基建电价和补贴机制，保障项目收益稳定性；3、推进能源基建与新型储能、氢能设施的一体化建设
2025 年 9 月	《关于优化房地产企业资金监管的通知》	住建部、央行、银保监会	1、优化房企预售资金监管比例，缓解房企资金链压力；2、支持优质房企发行中期票据、公司债等融资工具，拓宽融资渠道；3、鼓励房企开展存量项目并购重组，盘活闲置地产项目
2025 年 10 月	《贯彻落实〈关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见〉行动方案（2025—2027 年）》	住建部	推动建筑业参与新型城基建，拓展业务边界
2025 年 11 月	“十五五”规划建议	中共中央	1、首次提出“适度超前建设新型基础设施”，明确推进信息通信网络、全国一体化算力网、重大科技基础设施等建设和集约高效利用；2、推进传统基础设施更新和数智化改造，强化科技基础设施

2025 年 12 月	《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》	国家发展改革委	施对新质生产力的支撑作用 将数据中心类项目明确纳入新型基础设施 REITs 申报范围，支持符合条件的数据中心项目通过 REITs 盘活存量资产
-------------	---	---------	--

数据来源：公开资料，联合资信整理

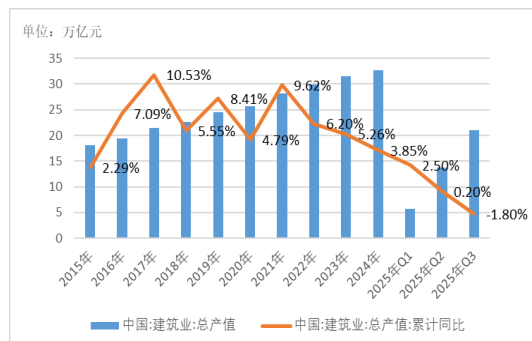
2025 年建筑行业监管环境以“宽进严管重处”为核心导向，监管重心从“事前资质审批”转向“事后全链条动态管控”。住建部出台的相关监管机制明确，一方面通过智能化审批、跨省资质互认降低行业准入门槛，激发民间资本与新兴技术企业参与活力，重点支持智能建造、绿色建造领域新主体发展；另一方面建立“企业资质动态核查+项目全过程监管+人员履职追踪”三维监管体系，依托全国工程质量安全监管信息平台，对项目施工安全、工程款支付、合同履行等进行实时监测，同时对转包、违法分包、围标串标等违法行为实施“零容忍”，失信主体将面临全国建筑市场信用平台的联合惩戒，形成“一处失信、处处受限”的监管格局。监管政策聚焦工程质量安全、农民工欠薪治理、市场秩序规范、技术绿色转型四大核心领域精准发力。质量安全层面，房屋市政工程安全生产治本攻坚三年行动深化推进，通过全覆盖隐患排查、危大工程数字化监管、智慧安全工地建设等举措筑牢安全防线，对事故多发企业实施安全生产条件动态核查；欠薪治理方面，以冬季专项行动攻坚元旦春节关键节点，同时落实工程款支付担保、建筑工人实名制等长效机制，从源头杜绝欠薪漏洞；市场秩序上，严厉打击围标串标、资料造假等乱象，推行信用分级分类监管，部分地区还探索“首违免罚”柔性执法优化营商环境；技术转型领域，全面禁用 9 项落后工艺设备，强制要求城镇新建建筑执行绿色建筑标准，政府投资项目需 100%采购必选类绿色建材，倒逼行业向智能化、低碳化升级。2025 年严监管环境对建筑行业形成分化式影响，同时推动建工行业加速转型。头部合规央企与区域龙头国企凭借完善的管理体系、领先的技术能力和良好的信用记录，在项目招投标和市场拓展中优势凸显，市场份额进一步提升；而依赖“挂证”“转包”生存的中小民企则加速出清，仅专注市政装修、防水防腐等细分领域且技术合规的中小企业，能依托城市更新等专项需求实现差异化发展。整体来看，监管政策推动行业竞争逻辑从“拼价格、拼关系”转向“拼技术、拼信用”，为建筑行业向高质量发展转型奠定了制度基础。

3 行业运行情况

2025 年前三季度，建筑业产值增速和国内新签订单情况持续承压，对外承包表现亮眼。建筑业三季度 PMI 跌入收缩区间，需求不足等因素拖累行业活力。

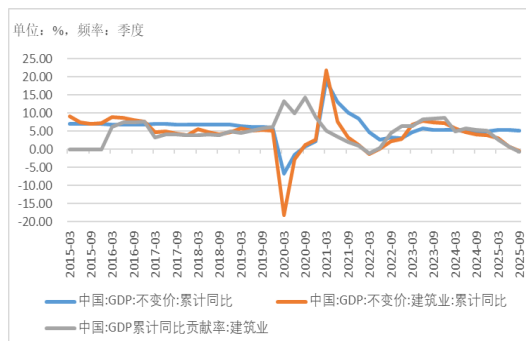
2025 年前三季度，中国建筑业总产值增速承压，建筑业对 GDP 增长的贡献率也从一季度的 2.66%降至二季度的 0.80%，三季度转为-0.61%，建筑业 GDP 累计同比同样从一季度的 3.1%降至二季度的 0.7%，三季度首次出现-0.5%的负增长。行业需求端压力较大，传统旺季（二、三季度）未能实现预期增长。

图表 5 • 中国建筑业总产值



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 6 • 建筑业增加值及对 GDP 贡献情况

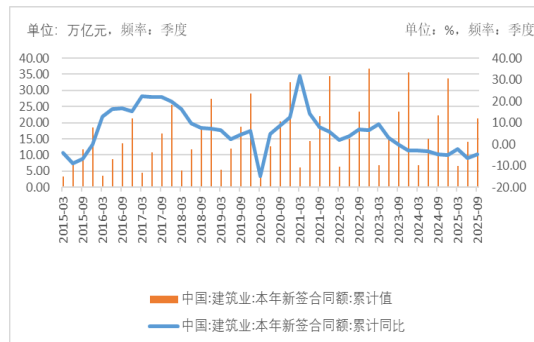


数据来源：Wind，联合资信整理

在市场需求与订单表现方面，国内与海外市场呈现“国内承压、海外亮眼”的分化格局。国内订单虽降幅收窄但仍处低位，三季度末累计新签合同额达 21.30 万亿元，同比下降 4.55%，较二季度的-6.47%降幅

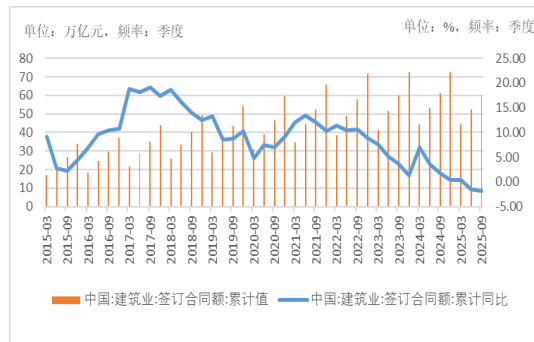
收窄 1.92 个百分点，累计签订合同总额 59.95 万亿元，同比下降 1.79%，延续二季度以来的负增长态势，但三季度单季度新签合同额 7.35 万亿元，环比增长 23.9%。

图表 7 • 建筑业新签合同额情况



数据来源：Wind，联合资信整理

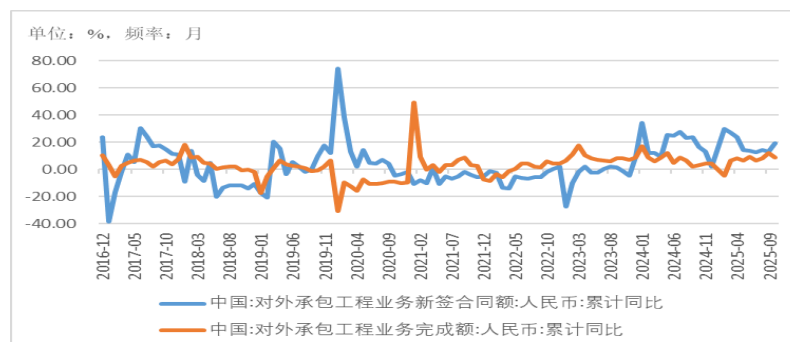
图表 8 • 建筑业签订合同额情况



数据来源：Wind，联合资信整理

中国建筑行业对外承包工程业务表现突出，前三季度累计新签合同额同比增长 13.2%，其中一季度增速高达 27.3%，累计完成额同比增长 12.2%，且增速逐季提升，主要受益于“一带一路”倡议深化，东南亚、中东等地区基础设施建设需求旺盛。从订单结构来看，行业分化明显，基建类订单相对稳定，房地产相关订单持续收缩；企业分化加剧，大型建筑央企订单获取能力较强，中小企业面临更大的订单压力。

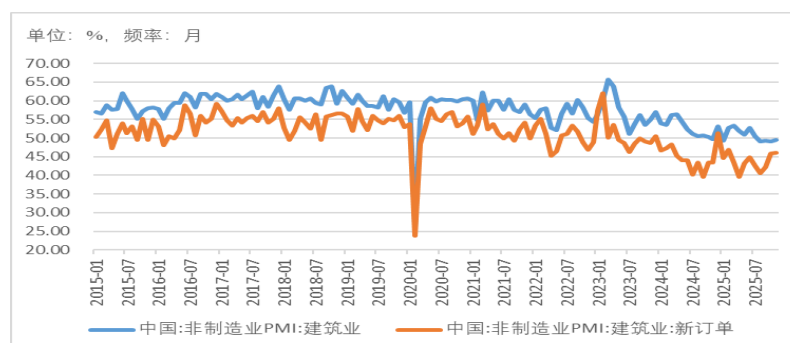
图表 9 • 对外承包工程业务合同情况



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

行业景气度方面，2025 年前三季度建筑业 PMI 呈现“先高后低”的走势，行业景气度逐步回落。一季度建筑业 PMI 均值为 51.80，处于扩张区间，二季度均值略有回升至 51.90，仍保持扩张态势，但三季度均值降至 49.67，进入收缩区间，其中 9 月 PMI 为 49.3，连续两个月低于荣枯线（50），行业景气度持续承压，且全年新订单指数始终处于收缩区间，最低 39.6，最高 46.8，反映出市场需求不足问题突出。景气度回落主要受三方面因素影响，需求端上，房地产市场调整持续，商品房新开工面积下降拖累建筑需求；资金端上，部分项目资金到位不及时，影响工程进度和新项目开工；季节因素上，三季度末进入传统施工淡季，叠加部分地区天气影响，施工活动有所放缓。

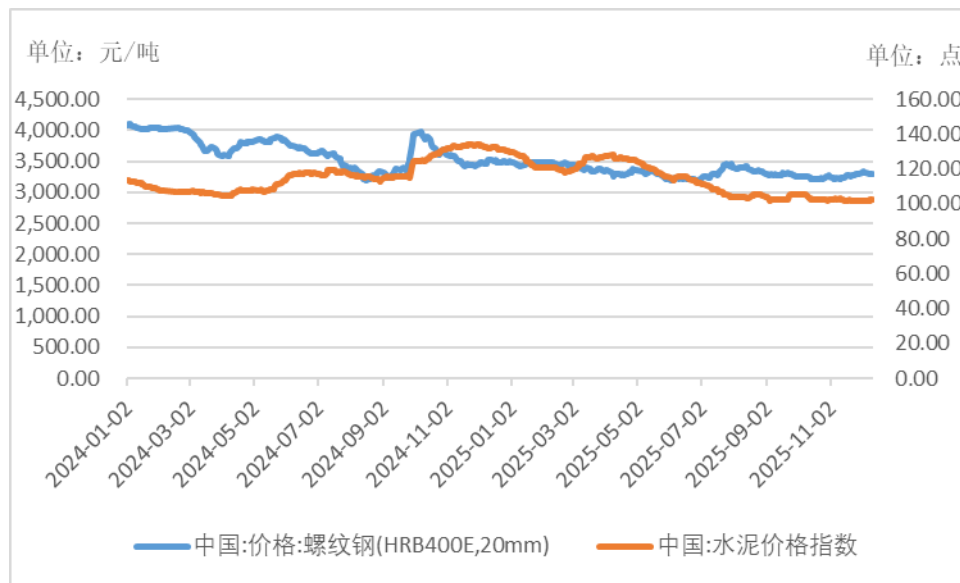
图表 10 • 建筑业 PMI 情况



数据来源：Wind，联合资信整理

成本端来看，2025 年前三季度建筑业主要原材料价格呈现“先降后稳”的态势，成本压力有所缓解。螺纹钢价格一季度均价 3428.02 元/吨，二季度降至 3278.77 元/吨，三季度小幅回升至 3329.30 元/吨，整体低于一季度水平；水泥价格指数持续回落，从一季度的 123.59 降至三季度的 105.29，降幅达 14.8%。原材料价格回落主要是由于上游原材料供应充足，叠加建筑需求放缓，市场供需关系趋于宽松。从成本压力具体情况来看，钢材、水泥等主要原材料价格回落降低了建筑企业直接成本，劳动力市场供需基本平衡使人工成本增速保持稳定，但部分企业仍面临融资难、融资贵问题，财务成本压力较大。

图表 11 • 中国钢材和水泥价格变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

4 行业竞争格局

2025 年中国建筑行业“量转质”转型进入深水区，政策引导与市场重构共同推动行业竞争格局分化加剧。

2025 年，中国建筑行业正迈入从“量的扩张”向“质的提升”跨越的深度转型周期，这一变革既是政策引导下高质量发展的必然要求，也是市场供需结构重构与行业竞争格局重塑的客观结果。在多重因素交织的行业环境中，企业分化态势持续凸显，头部央企与中小民企的发展路径呈现显著分化。

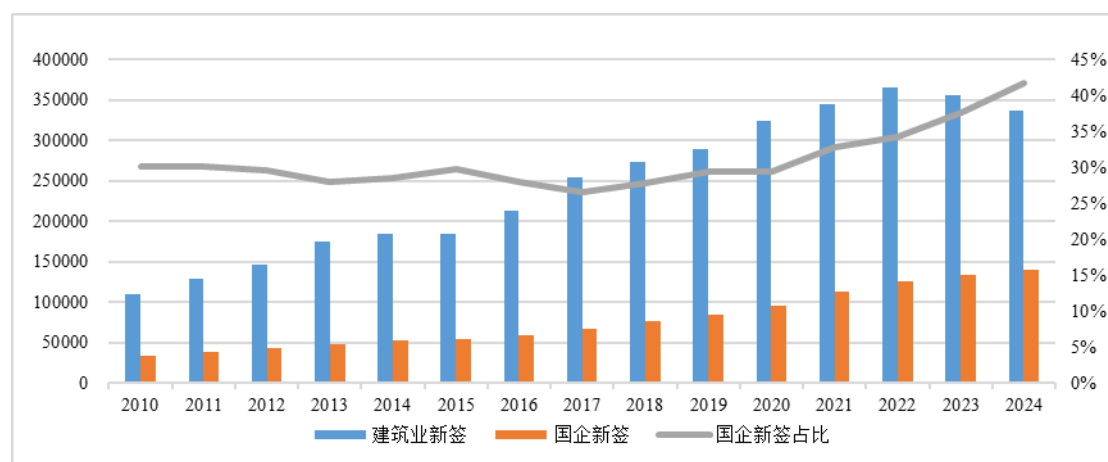
在下游需求端的结构性调整且行业整体存在“业主拖欠总包、总包拖欠分包、分包拖欠材料商”的债务链的背景下，资金占用压力沿着产业链逐级传导，资金实力较弱的民营建筑企业加速出清。而建筑央企凭借资源禀赋与战略布局优势，通过“资产剥离、存量盘活、五无清理”¹等一系列提质增效措施，持续巩固市场地位，优化了央企的资产结构与运营效率，使其在市场竞争中具备更强的韧性。2025 年前三季度，八大建筑央企²施工及设计新签合同额同比增长 0.81%，较去年同期的-1.13%实现转正，整体头部效应仍突显。进一步来看，建筑央企资本实力，融资成本低且渠道稳定，能够支撑大型项目的垫资需求与长期运营。建筑央企资质体系完备，覆盖房建、基建、专业工程等全领域高等级资质，在国家重大基础设施项目（如

¹ 2025 年 12 月 8 日，中国中冶向控股股东中国五矿及其关联方五矿地产控股出售地产、矿产两大板块资产合计约 606.76 亿元；中国中铁对“无业绩、无品牌、无资质、无能力、扭亏无望”的三级公司实施“关停并转”的“五无清理”举措

² 不含中国化学工程集团有限公司，未获取三季度数据

交通、水利、能源等）的招投标中占据绝对优势。同时，建筑央企转型响应迅速，在绿色建筑、智能建造、“一带一路”海外拓展等政策导向领域布局超前。

图表 12 • 中国建筑业新签合同中国企业占比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

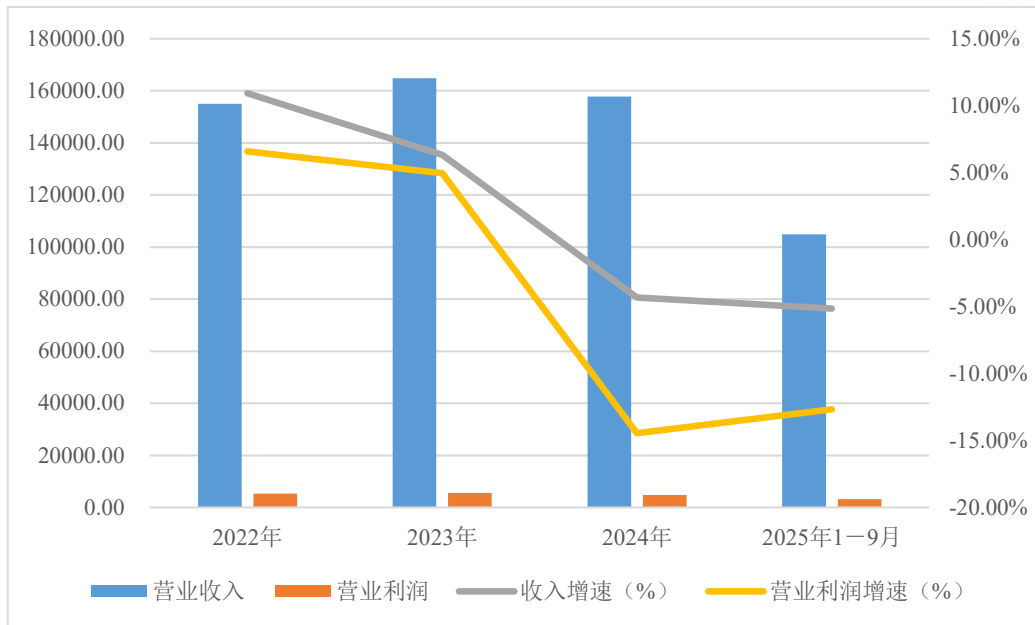
二、行业财务状况

1 行业的增长性

2025 年前三季度，样本建筑施工企业收入与利润规模呈现下降态势，行业整体伴随下游投资放缓而呈现收缩态势；地方国有建筑施工企业收入下降速度相对较快。

2024 年以来，受下游行业投资放缓影响，建筑施工企业收入规模呈现下降态势。2025 年 1—9 月，样本建筑施工企业营业总收入同比下降 5.16%；其中，中央企业营业收入增速中位数为-4.17%，地方国企收入增速中位数为-5.66%，地方国有建筑施工企业收入下降速度相对较快。2025 年 1—9 月，样本企业营业利润合计同比下降 12.67%，受利润率下降及计提减值等因素影响，营业利润下降幅度较大。

图表 13 • 建筑施工行业营业收入与营业利润情况



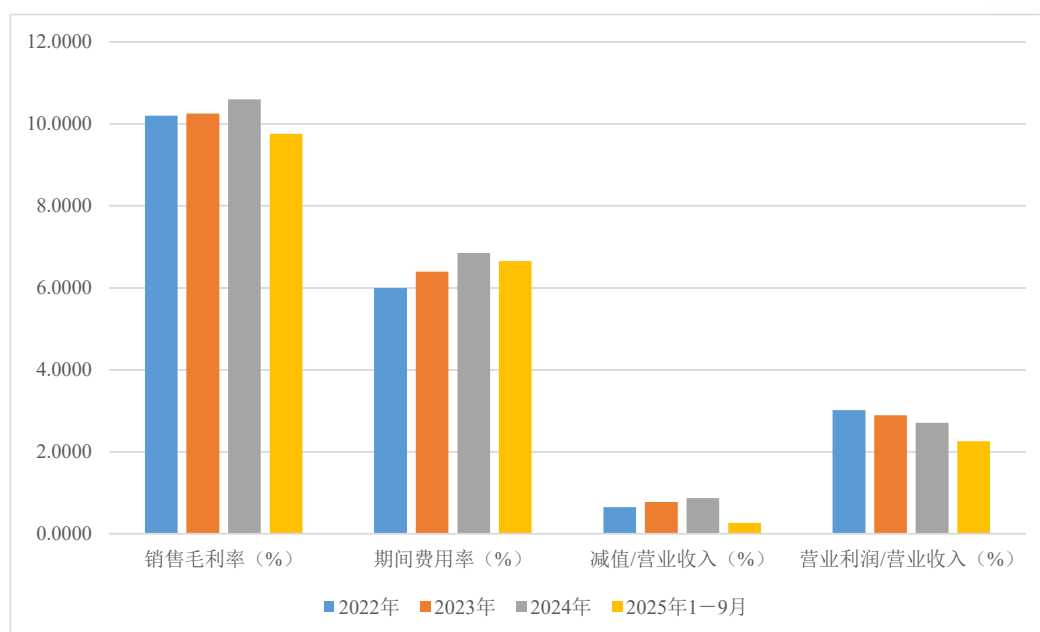
数据来源: Wind, 联合资信整理

2 盈利水平

近年来建筑施工企业盈利能力逐年下降，预计 2025 年全年行业整体业绩下降压力加大。

伴随行业下行，建筑施工企业盈利能力不断下降。2022—2024 年，样本建筑施工企业销售毛利率中位数虽小幅提升，但伴随期间费用及减值计提不断增加，营业利润/营业收入逐年下降。2025 年 1—9 月，样本建筑施工企业营业利润/营业收入进一步下降，考虑到年报进一步计提减值等因素，全年业绩下降压力加大。

图表 14 • 建筑施工行业盈利指标



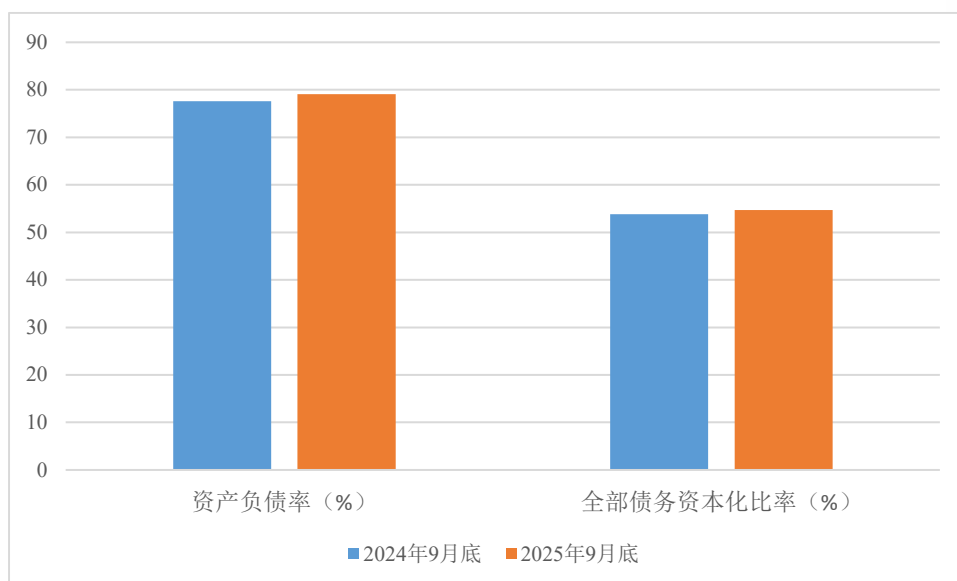
数据来源: Wind, 联合资信整理

3 杠杆水平

2025 年 1—9 月, 建筑施工企业杠杆水平整体延续上升态势; 地方国有建筑施工企业杠杆水平高于行业平均水平; 民营企业受制于融资能力有限和项目获取难度较大, 杠杆水平较低。

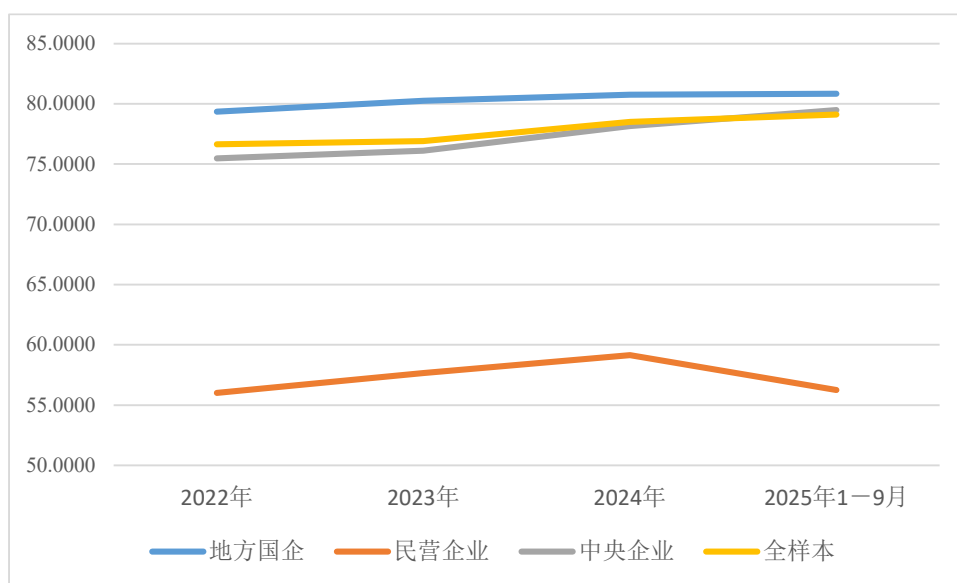
受经营获现能力承压与订单下降等因素影响, 2025 年 1—9 月, 建筑施工企业杠杆水平整体延续上升态势。分企业类型看, 地方国有建筑施工企业相较于全国化布局央企而言面临更为严峻的经营与回款环境, 整体杠杆水平高于行业整体情况, 截至 2025 年 9 月底, 地方国有建筑施工企业全部债务资本化比率中位数高于央企 9.66 个百分点。另一方面, 受制于融资能力有限和项目获取难度较大影响, 民营企业杠杆水平整体低于行业整体。

图表 15 • 样本建筑施工企业杠杆水平同比变化情况



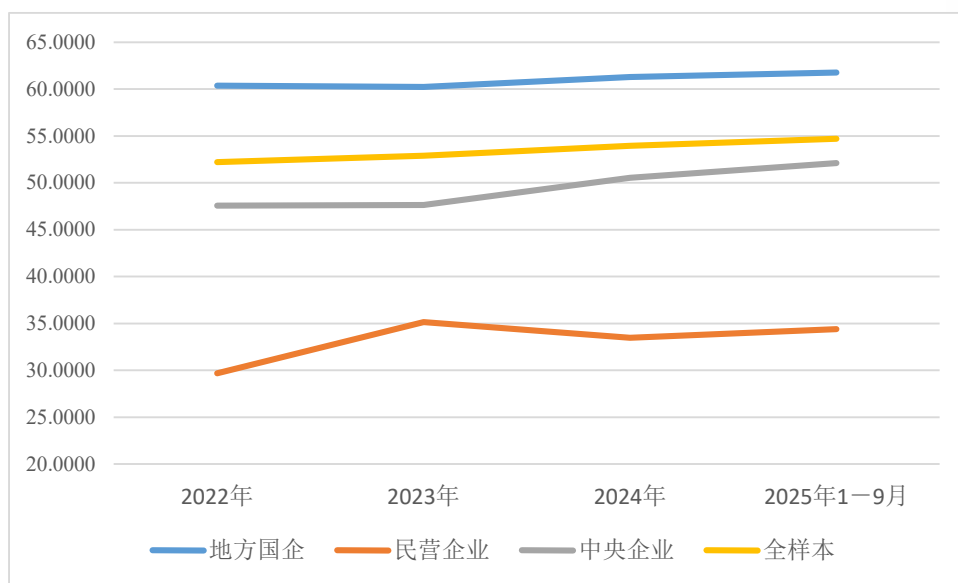
数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 16 • 不同所有制建筑施工企业资产负债率指标 (%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 17 • 不同所有制建筑施工企业全部债务资本化比率指标 (%)



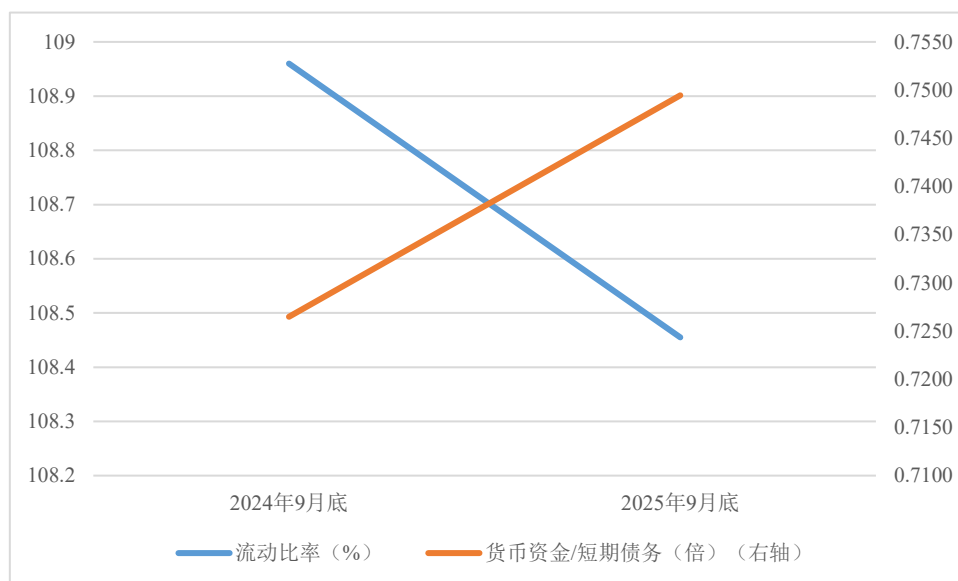
数据来源: Wind, 联合资信整理

4 偿债水平

2025 年 1—9 月, 建筑施工企业流动比率同比小幅下降, 货币资金/短期债务同比小幅回升, 现金收入比小幅改善, 但整体流动性仍处于偏紧状态。

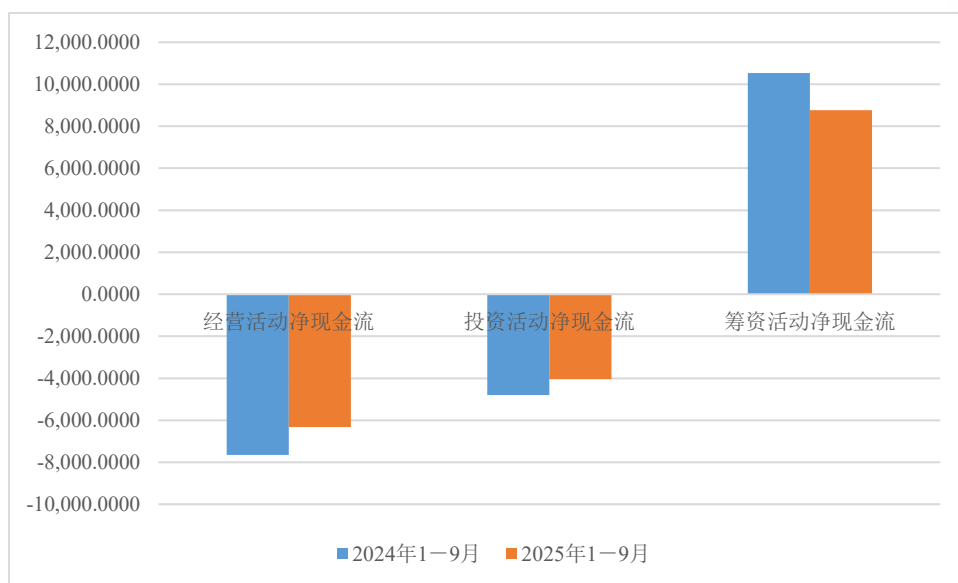
截至 2025 年 9 月底, 建筑施工企业流动比率中位数为 108.46%, 较去年同期小幅下降; 货币资金/短期债务中位数为 0.75 倍, 较去年同期小幅回升, 但仍低于 1 倍。从现金流净额及资金缺口看, 2025 年 1—9 月, 样本建筑施工企业经营活动现金流净流出规模同比有所下降, 现金收入比中位数同比提升 3.38 个百分点至 100.51%, 但整体经营与投资活动现金净流量仍呈净流出, 外部融资压力仍大。

图表 18 • 样本建筑施工企业短期偿债指标同比变化情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图表 19 • 样本建筑施工企业现金流变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

三、行业债券市场表现

1 行业发债企业概况

建筑行业信用债发行人以中高信用等级央国企为主，2025 年高信用等级央企占比进一步提升。2025 年以来，3 家建筑企业发生评级负面调整，其中 1 家发生违约；3 家建筑企业发生评级正面调整。

截至 2025 年 11 月底，建筑行业存续信用债券发行人 191 家（不含仅发行结构产品主体），剔除无有效评级主体 23 家后，AAA 级别主体 79 家，占比 47.02%；AA⁺主体 59 家，占比 35.12%；AA 主体 21 家，占比 12.50%；AA⁻及以下主体 9 家 5.36%。其中，中国铁工投资建设集团有限公司主体评级不一致（中诚信 AA⁺、普策信评 AAA）。

从所有制性质情况来看，截至 2025 年 11 月底，存续发债建筑企业中央企 100 家，地方国有企业 77 家，民营和混合所有制企业 16 家，央企占比较 2024 年底的 48.33% 进一步提升。从细分行业来看，传统建筑总包主营企业 169 家，建筑勘察、设计与咨询主业企业 4 家，环保工程、绿化、安装、建筑项目投资等其他细分主业企业 18 家，未出险的民企中仅 1 家为传统建筑施工总包企业，其余均为设计勘察或环保绿化、安装等细分行业。

从评级调整情况看，2025 年以来，建工行业共有 6 家企业级别或展望调整。其中，3 家企业发生评级下调或展望负面调整，主要原因为经营业绩下降、减值风险增加、偿债压力增加及未决诉讼规模较大等；2 家企业级别上调、1 家企业评级展望有负面调整为稳定，主要原因获得新增股东大力支持和新签合同金额增长等原因。

2025 年以来，1 家建筑企业发生违约，为深圳市中装建设集团股份有限公司（以下简称“深圳中装”）。深圳中装主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计施工业务。近年来，受地产市场下行、下游业主资信恶化影响，公司主业持续收缩，经营业绩显著下滑，部分项目因合同解除导致前期投入成本无法回收，应收账款不能及时、足额回收，深圳中装自身造血能力严重不足，项目资金链断裂，面临重大诉讼与仲裁事项，存在较多被执行案件，主要银行账户被冻结，融资和展业困难，最终实质违约。另外，深圳中装还存在一

定公司治理和信披方面的信用瑕疵。

图表 20 • 2025 年建筑行业主体评级或展望调整情况

企业名称	企业性质	最新主体级别	调级情况	主要调级理由	评级机构
深圳市中装建设集团股份有限公司	民营企业	CC/稳定	2025/2/7 BB/稳定—B ⁺ /稳定 2025/4/7 B ⁺ /稳定—B ⁻ /稳定 2025/9/19 B ⁻ /稳定—CC/稳定	公司经营业绩持续下滑，利润出现大幅亏损，正式进入重整程序存在重大不确定性，诉讼、仲裁事项的涉案金额较大，被列为失信被执行人，实控人及一致行人持股全部冻结，流动性压力及债务压力很大。后续公司陆续发生证监会处罚、债务逾期、实控人及一致行人持股持续减少、流动性急剧恶化、受理重整、债券提前到期发生违约等信用风险事件	中证鹏元
金埔园林股份有限公司	民营企业	A/稳定	2025/6/18 A ⁺ /稳定—A/稳定	公司经营业绩持续下降，未来可持续性存在一定不确定性；2024 年计提坏账准备进一步提高，资金占压及坏账损失风险进一步加大；负债结构转变为流动负债为主，且货币资金下降较快，偿债指标进一步恶化，存在集中偿付压力，对外部融资存在较大依赖	东方金诚
扬州建工控股集团有限公司	地方国有企业	AA ⁺ 稳定	2025/6/19 AA/稳定—AA ⁺ /稳定	2024 年股东无偿划转两家公司的股权至公司，公司新签和在手合同额均大幅增长，新增科教文卫体等社会事业类基础设施建设以及古城保护投融资业务，与主业进行协同发展，收入和毛利润保持增长；同时股权划转带动资产规模和所有者权益增长，资本实力增强，预计未来控股股东对公司支持意愿很强。	东方金诚
中节能铁汉生态环境股份有限公司	中央国有企业	AA/负面	2025/6/20 AA/稳定—AA/负面	私募债券展望调整理由未披露，或与业绩持续大额亏损，减值计提增加，侵蚀权益，资产负债率持续上升，偿债压力加大有关	上海新世纪

山东能源集团建工集团有限公司	地方国有企业	AA/稳定	2025/7/25 AA/负面—AA/稳定	随着山能集团建筑施工板块业务的整合，公司资本实力和业务规模有望得到提升，作为山能集团下属重要建筑施工和煤矿建设企业，公司在手项目主要来自股东，公司有望持续获得股东的大力支持，并维持稳定的偿债能力。	联合资信
邢台路桥建设集团有限公司	地方国有企业	AA+/稳定	2025/12/12 AA/稳定—AA+/稳定	公司外部发展环境良好，在手项目充足，股东邢台交建在资本注入、融资增信和项目获取等方面为公司提供有力支持，2025 年增资增强公司资本实力。	联合资信

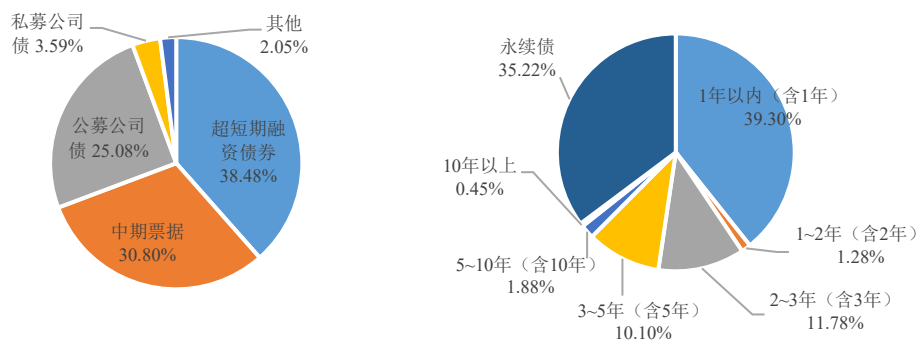
数据来源：Wind，联合资信整理

2 债券市场情况

2025 年以来，建筑企业发债规模同比略有增长，发行结构以中短期的中期票据、超短期融资券和公募公司债券为主，发行利率受益于市场资金面整体下行，发行利差同比变化不大。

2025 年 1—11 月，建筑企业信用债券共 637 只，较 2024 年同期 634 只略有增加，合计发行规模 6717.32 亿元，同比增长 1.91%。从债券发行类型来看，2025 年建筑企业债券发行仍以超短期融资券、中期票据和公募公司债为主；从发行期限来看，2025 年建筑企业债券发行期限仍以一年以内和永续为主，其中永续债主要为 3+N 年和 2+ 年，整体看建筑企业债券发行期限仍以中短期为主。

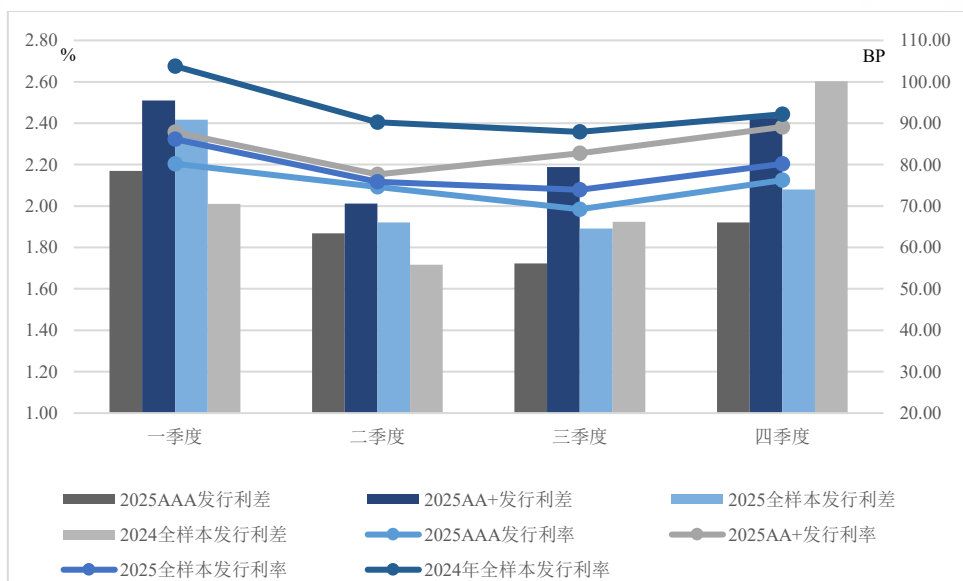
图表 21 • 建筑企业 2025 年 1—11 月债券发行类型与期限结构情况（发行金额占比）



数据来源：Wind，联合资信整理

2025 年以来，建筑企业信用债发行利率较 2024 年整体有所下降，2025 年 1—11 月平均发行利率 2.16%，较 2024 同期的 2.48% 有所下降，主要受益于市场整体资金成本下行影响。发行利差方面，2025 年 1—11 月建筑企业信用债平均发行利差 71.76BP，较 2024 年同期的 69.56BP 变化不大。分季度看，2025 年一季度建筑企业信用债发行利率和发行利差较高，二三季度整体回落，进入四季度发行利率和发行利差进入上升通道。

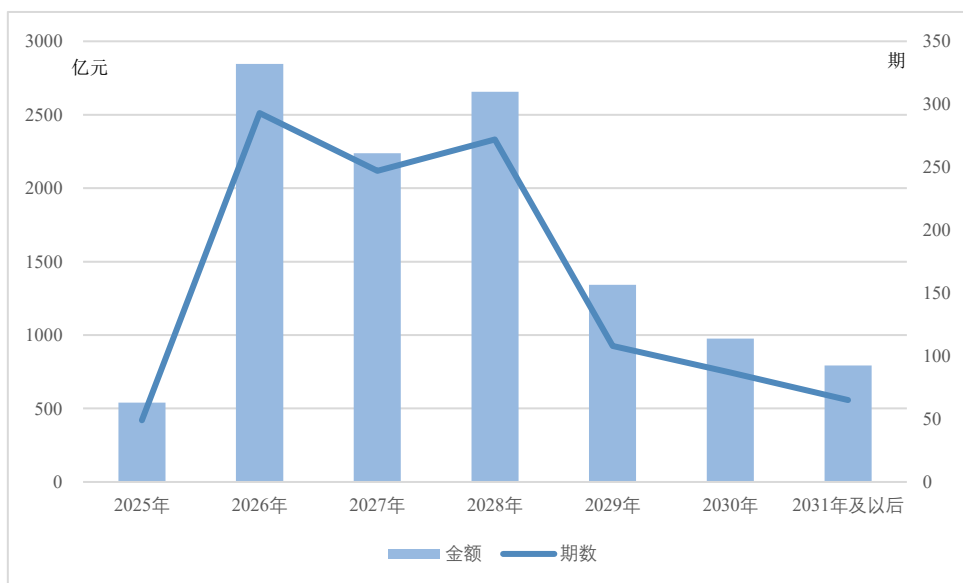
图表 22 • 2025 年建筑企业信用债发行利差走势



注：1、债券样本不包括结构化产品及可转债；2、2025 年四季度发行利率和发行利差为 2025 年 10—11 月数据
 资料来源：Wind，联合资信整理

2025 年 1—11 月，建筑行业到期和回售信用债规模合计 4555.96 亿元，净融资 2161.36 亿元。截至 2025 年 11 月底，建筑行业存续信用债券 11397.45 亿元，主要于 2026—2028 年到期，其中 2026 年为峰值，到期规模 2844.96 亿元，与建筑行业中短期债券发行情况基本匹配。

图表 23 • 建筑行业企业 2025 年 11 月末债券到期期限分布情况（单位：期、亿元）



注：上表中的到期或回售债券不含结构化产品及可转债，可续期债券到期日按票面利率重置日计算
 资料来源：Wind，联合资信整理

四、展望

建筑行业基本面正处于“短期深度调整、长期转型升级”的关键阶段。预计 2026 年，地产新开工和施工情况仍将处于低位；基建投资有望在“十五五”开局之年温和回升，预计发力领域仍聚焦于“两重”项目、城市更新、水利环保、新能源、新基建等领域，传统市政、交通等基建领域仍将受制于地方化债压力，预计行业需求整体继续承压，资金占用问题难言显著改善，金融机构对行业内企业风险偏好分化将加剧，

尾部企业将继续出清，头部企业在重点领域和建筑出海方面仍存结构性机会。中长期来看，技术升级、结构优化和格局重塑将推动行业从“规模扩张”向“高质量发展”跨越，但转型过程中的分化与风险仍需重点关注。展望未来，建筑行业的“马太效应”有望进一步加剧。一方面，随着行业集中度持续提升，头部央企将凭借资金、技术、资质、资源等多重优势，持续抢占重大项目资源与高附加值市场；另一方面，政策层面对绿色化、数字化、智能化的要求将不断提高，转型投入的门槛持续抬升，中小民企若无法在细分领域形成“专精特新”优势，生存空间将进一步被挤压。与此同时，“一带一路”倡议深化、新型基础设施建设等新机遇的释放，将进一步向具备综合实力的央企倾斜，行业“强者恒强、优者胜出”的格局将愈发稳固，推动建筑行业在深度转型中实现高质量发展。

从样本发债企业报告期内财务表现情况看，需求下滑对建筑施工企业增长性与盈利水平带来不利影响，行业杠杆整体延续上升态势，建筑企业现金管理压力仍大。特别是民营企业、地方国有建筑企业相较于全国化布局央企而言面临更为严峻的经营与回款环境，收入下降速度更快，且整体杠杆水平高于行业整体水平，信用风险有所加大。而头部建筑央企受益于多元化的市场布局、低廉的资金成本与畅通的融资渠道，抵御市场波动风险的能力更强，在行业下行阶段更有希望穿越周期。从建筑行业信用债市场情况来看，前期房建、市政工程产业链的民营和弱资质国有建筑企业信用风险多已暴露，目前建筑企业发债主体主要为中高信用等级央国企，债券发行和到期节奏较为匹配，预计未来一年整体信用风险较为可控，但仍需关注个别低信用等级民营发债建筑企业和具有房建业务占比高、布局经济财政实力偏弱区域以及回款差、高杠杆等风险特征的弱资质国企。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

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。