

发布时间：
2023年4月11日

撰写人
陈刚
cheng@cspengyuan.com

林心平
linxp@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

信用展望 2024|建筑行业：需求延续分化，偿债能力弱 化，整体信用水平承压

主要内容：

受下游地产持续低迷及基建投资增速放缓，2023年建筑行业产值增速下滑，建筑行业将逐步迈入低速增长区间，预计2024年建筑行业产值增长承压。市场下行加速洗牌，行业不同性质企业信用资质分化，建筑央企市场占有率持续提升。2023年建筑行业产值增速同比下滑，新签合同规模出现负增长。地产行业仍处于筑底修复阶段，行业景气度低迷，“三大工程”加速推进或将对冲行业下行压力但作用预计有限，宏观调控加码给基建带来结构性机会，部分重点省份政府投资项目因债务化解可能压降，2024年建筑业产值增长预计继续承压。随着房企流动性趋紧及地方财政压力加大，建筑行业下行加速行业洗牌，项目及资金资源快速向建筑央企倾斜，八大建筑央企市场占有率不断提升；信用资质较弱的建筑民企生存艰难，持续面临市场出清，资本市场融资基本边缘化。

建筑企业偿债能力边际弱化，预计2024年行业财务表现继续承压，信用资质分化或将加剧。2023年以来样本企业总体呈现营收与盈利双弱局面，受下游主要业主资金压力传导，建筑企业内部现金流持续紧绷，两金管控压力加大，短期债务压力上升；房建占比较高且与出险房企存在联系的建筑企业坏账及减值风险持续释放，利润端消化承压，PPP投融资项目投资将进一步抬升杠杆水平。

在下游地产需求弱化和基建投资增速放缓的背景下，大多数建筑企业在业务拓展、垫资及回款方面面临压力进一步上升，不同信用资质主体风险分化或将加剧，关注省级建筑国企中展业集中弱区域的企业，如广西建工、云南建设及甘肃建设及对出险房企债权规模较大的企业，如四川华西、浙江建投、湖南建工。

2024年建筑行业投资策略：行业债券发行主体以央企及地方国企为主，发债企业信用资质整体表现较好。建筑央企基本面相对稳健，安全性较高，可适当下沉信用挖掘子公司高收益有担保债券、ABS及永续债。资产荒背景下市场对永续品种的偏好提升，具备一定挖掘空间。

地方国企投资思路类似于城投区域选择，可优先选择业务布局合理且集中于区域经济财政基础良好的主体，中部及西部可选择公益性房建占比较高、项目区域分布相对分散、债务负担可控、融资能力较强的地方国企，需重点关注房建占比较高，项目区位分布差、项目集中度过高、债务负担重的企业。

一、行业运营环境

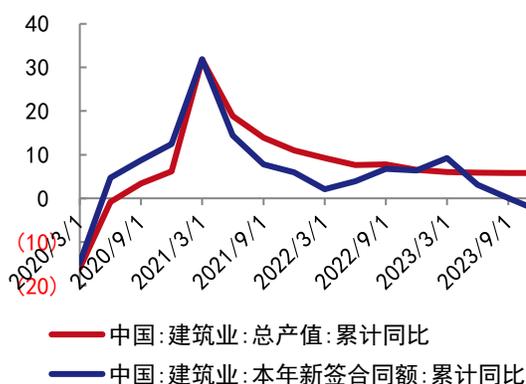
建筑业下游需求主要来自基础设施建设和房地产固定资产投资，2024 年地产短期政策利好对销售的提振作用边际递减，房地产延续筑底态势，部分重点省份政府投资项目因债务化解可能压降，海外建筑承包工程仍具有增长空间，但整体占比不高。在当前下游基建需求趋稳、地产需求仍弱背景下，建筑行业将逐步迈入低速增长区间，预计 2024 年建筑行业产值增长将继续承压，存量竞争下行业呈现马太效应，行业不同性质企业信用资质分化

建筑业属于投资驱动型行业，下游需求主要来自基础设施建设和房地产固定资产投资。2023 年受房地产市场持续筑底修复及房企资金链紧张影响，国内房地产开发投资下行，2023 年同比减少 9.60%；稳增长政策持续发力背景下，基建投资在带动建筑需求增长中发挥重要作用，但受限于土地财政弱化、地方政府财力和 PPP 项目政策收紧等因素，2023 年以来基建投资月累计增速持续下降，对建筑需求拉动效应有所弱化，全年基础设施投资增长 5.9%，增速同比下降 3.5 个百分点。综合影响下，2023 年建筑业总产值增长乏力，同比增速为 5.80%；增速较上年减少 0.7 个百分点；新签合同金额 35.60 万亿元，同比减少 2.85%，近年首次出现负增长。从订单储量上看，2023 年建筑业新签合同额为当年完成产值的 1.12 倍，短期内可为行业发展形成一定支撑。

图1 基建投资增速放缓，地产投资继续下行（单位：%）



图2 新签合同额增速转负（单位：%）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

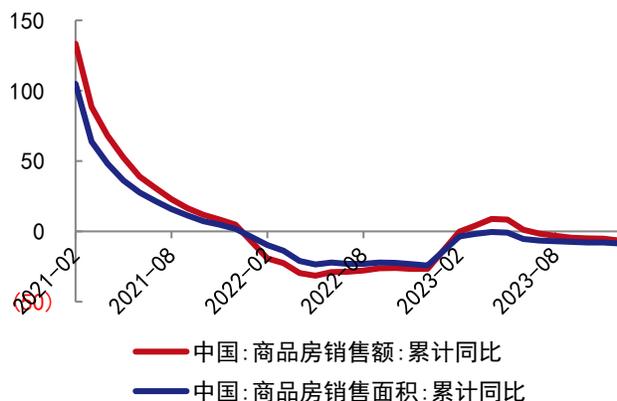
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

地产方面，2024 年国内商品房销售仍有下跌压力，房建需求继续弱化，“三大工程”加速实施或有助于缓冲地产下行压力但效果有待验证，涉房业务较多的建筑企业仍面临业务拓展及回款压力

房地产行业仍处于筑底修复阶段，行业景气度低迷，对建筑业需求拖累明显。2023 年国内商品房累计销售面积 11.74 亿方，同比下降 8.50%；累计销售金额 11.66 万亿元，同比下降 6.50%。经济增长疲软叠加地产信用风险暴露之后，居民对收入及楼市预期悲观，地产行业景气度仍处于底部周期。2024 年商品房销售

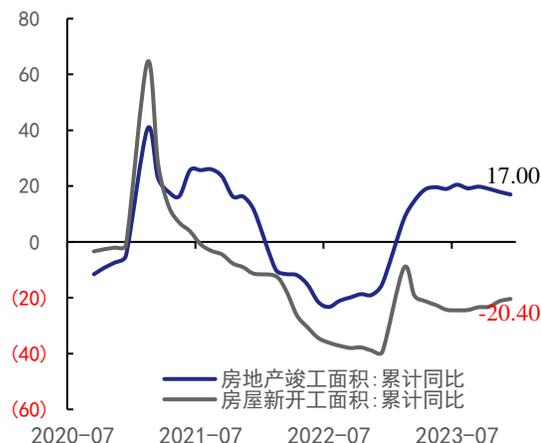
仍有下跌压力，预计全年销售规模同比继续下降。2023 年国内房企重心仍在保交付，竣工数据修复明显，全年累计竣工面积 9.98 亿方，同比增长 17%。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，新开工将继续承压，房地产施工企业面临新签订单和产值继续下降的风险。

图3 商品房销售持续疲软（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 新开工低迷，竣工持续修复（单位：%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023 年 4 月，中共中央政治局会议首次提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。7 月国务院会议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，同月住建部召开企业座谈会，鼓励建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。12 月全国住房和城乡建设工作会议指出，2024 年计划积极推进城市更新行动，研究建立城市设计制度，再改造一批城镇老旧小区。截至 2024 年 2 月末，上海、重庆、广州等 28 个城市已宣布首批城中村改造专项借款获批授信，或已开始在当地实施贷款资金投放，涉及城中村改造项目 371 个，授信金额超 9,200 亿元。

总体来看，当前我国房地产市场继续底部调整，在销售端企稳、新旧模式转换完成前，房地产行业建筑领域需求面临持续弱化风险，房建占比较高的建筑企业面临较大的业务收缩压力。与此同时，地产开发企业流动性问题依然较为突出，尽管监管当前对房地产融资重视程度很高，督办力度也在持续加大，但行业整体流动性得到实质性改善，仍需关注下游流动性风险外溢对房屋建筑施工企业项目回款、资产质量的负面影响。

作为构建房地产新发展模式的重要抓手，2023 年以来中央首提并在多次重要会议中强调“三大工程”的重要性，加之政策及资金支持，“三大工程”施工、实物工作量落地或进入加速阶段，将一定程度上为当前低迷的楼市起到托底作用，亦为房屋建筑领域提供一定支撑。但考虑到本轮城中村改造的城市中村改造主要聚焦于人口流入的一、二线城市，预计带动建筑需求有限，且落地实施效果有待进一步验证。

基建方面，“稳中求进”发展基调下，宏观政策调控发力叠加财政资金支持力度增强，基建投资迎来结构性机会；“一揽子化债”方案落地实施有望缓解建筑企业回款压力，但地方财政支出矛盾仍较突出，部分

重点省份政府投资规模可能有所压降，中证鹏元预计 2024 年整体基建投资增速依旧承压

基础设施投资主要由交通运输、邮政业、水利、环境和公共设施管理业等主要行业构成，其中交通运输行业、水利管理业和公共设施管理业投资占比分别为 38.80%、7.2%和 48.8%。受地方政府与城投资金压力影响，2023 年铁路运输、道路运输、水利管理和公共设施管理等领域投资增速分别为 25.20%、-0.70%、5.20%和-0.80%，分化较为明显。当前国内经济持续恢复发展的基础仍不稳固，基建投资仍将是 2024 年扩大内需、托底经济的重要抓手。

2023 年 12 月中央经济工作会议强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，鼓励新基建、新能源等国家战略方向发展。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目。2024 年经济工作总基调为“稳中求进，以进促稳，先立后破”，全年 GDP 增速目标或在 5.0%左右。预计未来宏观经济政策将聚焦于高质量发展，更加注重有力实施宏观政策调控，推动各项政策加快落地。资金端方面，根据 2024 年政府工作报告，赤字率拟按 3%安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1,800 亿元。拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1,000 亿元。从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，对财政支出的资金来源加以补充。政府财政适度扩张，叠加债项资金方面的支持力度加强，将为基建投资提供保障。

受商品房市场低迷影响，叠加居民购房信心不足、房地产企业现金流偏差、民营企业拿地意愿不高，地方政府的土地出让收入受到较大冲击，2023 年全国国有土地使用权土地出让收入 57,996 亿元，同比下降 13.2%，连续两年下降，弱区域地方政府存在较大的财政平衡压力，城投企业流动性风险不断暴露。对于建筑企业而言，其承揽的公建和基建类项目业主通常为地方政府、地方政府平台及地方国企等政府类业主，2023 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的付款账期现象较为突出。防风险作为底线的大背景下，后续政府或出台新的增量政策帮助“一揽子化债”方案的平稳落地，有望改善相关建筑企业的回款。

同时，中证鹏元关注到，根据 2023 年 12 月 24 日《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》，要求天津、内蒙古在内的 12 个重点省份要严控新建政府投资项目，包括交通、市政、产业园区、各类楼堂馆所和棚户区改造，同时要求按照基建项目的投资完成率，清理现存项目，其中项目总投资完成率低于 50%的，原则上将缓建或停建，高于 50%但存在重大问题的，同样不得续建。以贵州省为例，贵州省拟大幅减少“四化”项目、基础设施及民生工程，根据贵州省人民政府官网数据，预计 2024 年全省省级重大工程名单投资金额同比降幅超过 60%。在政策聚焦化债、严控高风险地区投资的背景下，预计 2024 年重点省份削减重大政府投资项目可能导致相关建筑企业的业务订单缩减，同时出现缓建或停建的项目结算可能面临回款风险。在稳增长压力和需求下，经济大省将扛起经济增长重任，基建投资维持一定强度。中证鹏元预计，在固定资产投资增速较强、工程需求旺盛的长三角、粤港澳大湾区和京津冀区域具有良好市场布局的企业，

新签订单来源将具有保障。

图5 12个重点省份广义政府债务率（单位：%）

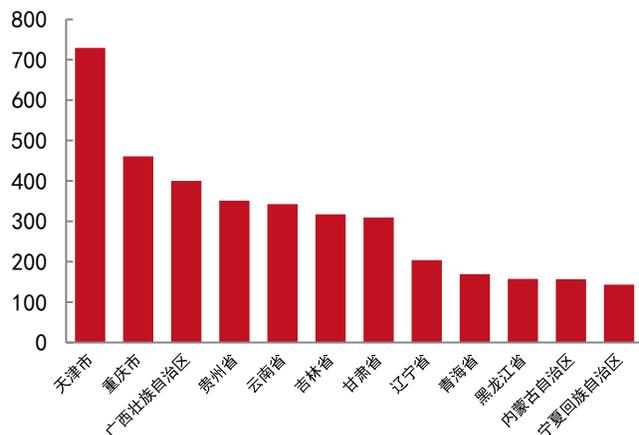
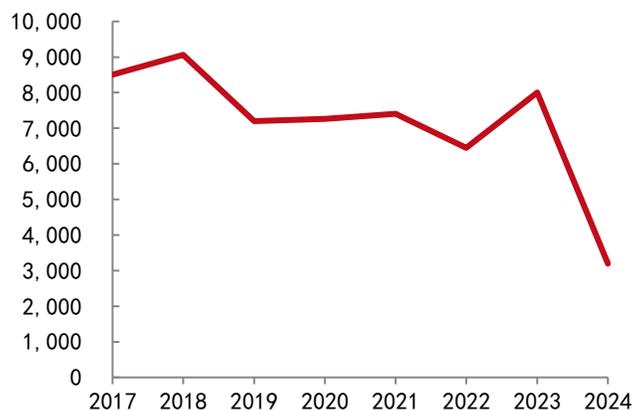


图6 贵州省级重大工程名单投资规模大幅减少（单位：亿元）



注：广义政府债务率=（政府直接债务余额+平台债务余额）/（一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入）
 资料来源：Wind，中证鹏元整理
 资料来源：中证鹏元城投中心数据库，中证鹏元整理

为防止 PPP 项目异化为新的融资平台，增加地方政府隐性债务风险，根据 2023 年 11 月《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》（简称“PPP 新规”）PPP 适用范围有所缩减，鉴于存量项目中近 90% 为政府付费和可行性缺口补助项目，同时央企在社会资本中占比高，预计未来 PPP 项目整体规模大幅收缩，短期内将对依赖以投资获取订单的建筑企业产生不利冲击。目前存量 PPP 项目陆续进入运营期，需关注项目集中于地方财政压力较大的施工企业面临的资产质量下降和流动性风险。

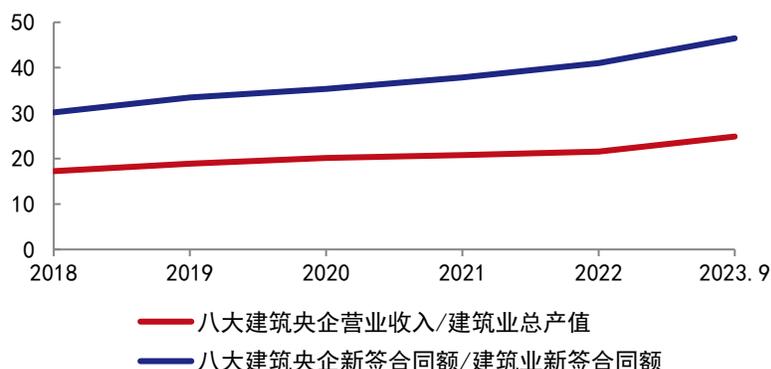
海外市场方面，我国建筑企业在海外市场具有一定的竞争优势，近年来海外建筑承包工程持续增长，但整体国际化经营程度不高，2023 年海外市场开拓遇阻力。受汇率及国际政治经济环境等不确定因素加大影响，国内建筑企业海外市场开拓阻力上升，2023 年 1-11 月对外承包工程业务新签合同金额同比减少 9.20%。中长期来看，海外市场作为国内建筑企业重要的业务拓展方向，叠加“一带一路”政策的发展机遇，海外建筑承包工程仍具有增长空间，但需关注海外业务因政治经济环境差异可能面临的经营回款风险。

在当前下游基建需求趋稳、地产需求仍弱背景下，建筑行业将逐步迈入低速增长区间，建筑行业下行加速市场洗牌，行业不同性质企业信用资质分化，建筑央企市场占有率持续提升。建筑行业下行加速市场洗牌，建筑央企市场占有率持续提升。随着市场下行及暴雷民企的不断出局，市场份额持续向头部聚拢，八大¹建筑央企新签合同金额占行业的比重快速上升至 2023 年 9 月末的 49.80%，市场占有率持续提升。存量市场下，随着房企流动性趋紧及地方财政压力加大，建筑行业内部经营表现呈现较大的分化，八大建筑央企依托规模、融资及品牌等方面的优势，业务逐步向产业链上下游拓展，获单能力在面对外部冲击时更具韧性。地方建筑国企大多与当地政府业务联系较为紧密，稳增长背景下基建投资托底作用凸显，建筑业

¹是指中国交建、中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国能建、中国电建、中国化学及中国中冶。

订单相对具有保障；实力弱小的建筑企业在市场竞争加剧下经营压力持续上升，预计民营建筑企业市场份额持续受到挤压。

图7 八大建筑央企市场占有率持续提升（单位：%）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

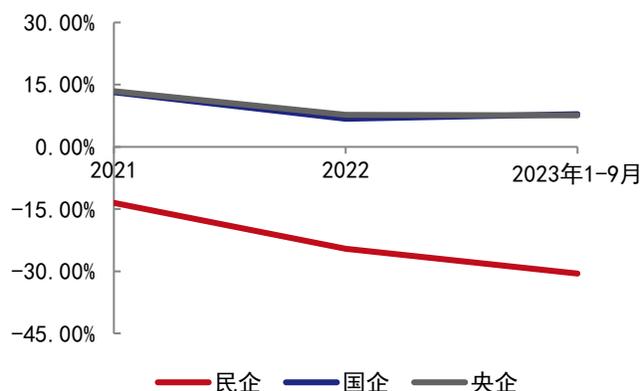
受下游需求疲软影响，建筑行业民企发债数量及募集资金总额逐年走低，未发债的中小建筑企业风险持续暴露。2023年5家民企合计发行债券规模63.70亿元，同比减少21.23%。2023年以来建筑行业新增债券违约/展期主体1家，即广东腾越建筑工程有限公司，且出现商票逾期的民营建筑企业主体数量增多，涉诉事项更加频繁，部分建筑民企已经进入破产重组或清算程序。建筑民企对新拓展业务趋于谨慎，市场份额持续下降，多数建筑民企生存艰难，逐渐消耗企业前期积累的资金和利润，持续面临出清风险。

二、 样本企业的财务数据表现

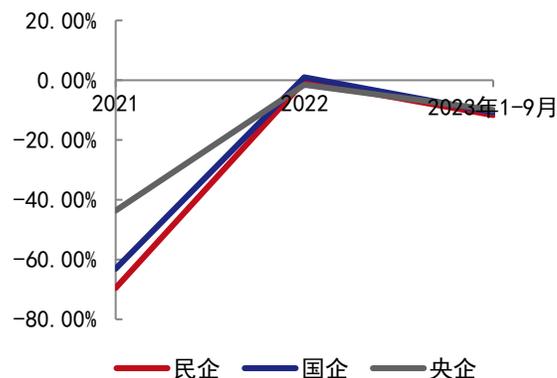
目前建筑行业中国有、民营建筑企业产值占比大致为4:6，大型央企建筑企业市场份额在不断扩大。建筑行业发债企业主要以建筑央企和地方国企为主，众多中小建筑施工企业未发债，因此此文我们选取已公布2023年三季度财务数据的116家发债建筑企业（简称“样本企业”），其中中央企业共72家，地方国有企业共37家，私营、外商独资等其他企业共7家。本节透过样本企业数据研究建筑业企业表现。

2023年以来样本企业总体呈现营收与盈利双弱局面，受下游主要业主资金压力传导，建筑企业内部现金流持续紧绷，两金管控压力加大，短期债务压力上升；房建占比较高且与出险房企存在联系的建筑企业坏账及减值风险持续释放，利润端消化承压；PPP项目持续资本投资进一步抬升杠杆水平，预计2024年行业财务表现继续承压

受下游地产持续低迷影响，建筑行业发展整体放缓。2021年以来建设工程行业资金普遍紧张，建筑企业在建项目的施工进度放缓，建筑企业营收和盈利呈现双弱的局面，其中，建筑民企表现相对较差。

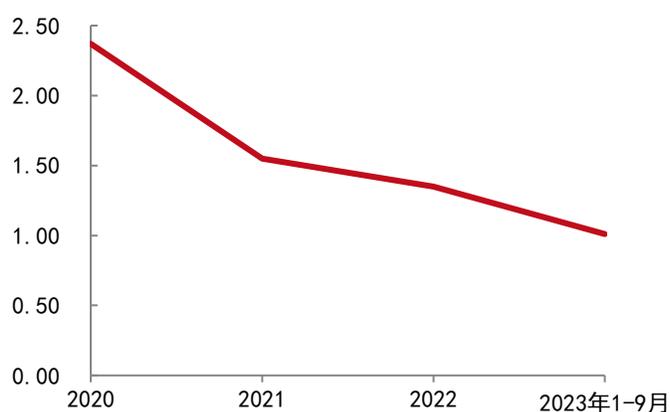
图8 不同性质建筑企业营业收入同比变动


资料来源：Wind，中证鹏元整理

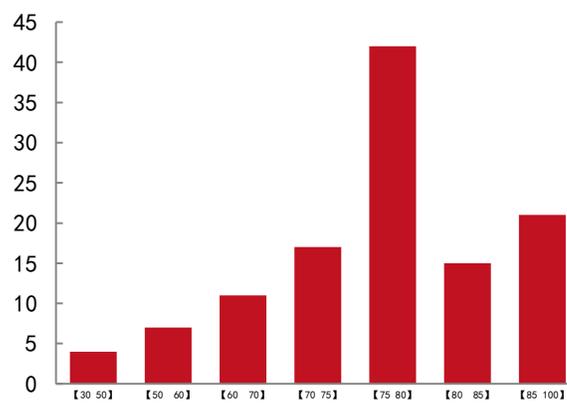
图9 不同性质建筑企业净利润同比变动


资料来源：Wind，中证鹏元整理

建筑业在产业链中相对弱势，建筑企业普遍存在垫资施工的现象，具有较高的杠杆率。由于下游主要业主方流动性压力传导，2023年以来建筑施工企业回款普遍弱化，叠加债务偿付，行业现金短债比进一步下滑，短期流动性压力趋紧。截至2023年9月末，样本企业资产负债率中位数在75%，其央企负债率较为集中，普遍在70%-80%之间。地方建筑国企由于扩张步伐相对激进，经营性应付款项和融资性需求较多，资产负债率略高于央企。民营建筑企业资产负债率中枢较低，且内部差异较大，部分民营企业融资困难被动降低负债率。此外，由于地方国企承接控股PPP项目较多，相关项目建设需持续投入将进一步抬升负债水平，偿债压力将加大。

图10 样本企业现金短债比持续下行


资料来源：Wind，中证鹏元整理

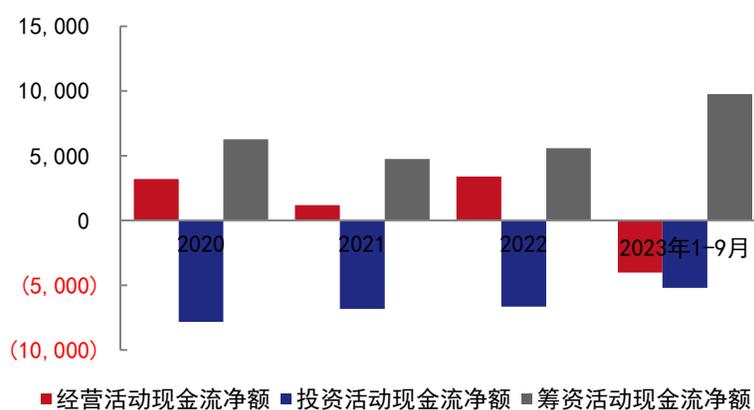
图11 截至2023年9月末样本企业资产负债率分布情况 (单位：个、%)


资料来源：Wind，中证鹏元整理

样本企业内部现金流持续紧绷，对外部融资依赖度很高。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。尽管2023年以来房地产行业融资边际改善但整体仍为净流出态势，且融资改善主要惠及央国企及部分头部民营房企，大部分民营房企

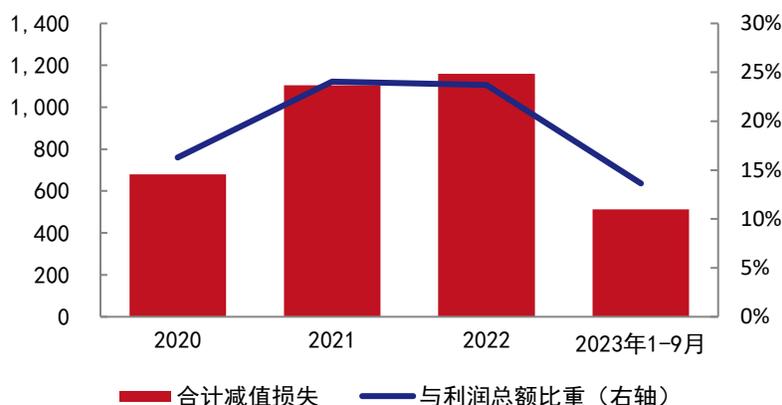
仍存在较大流动性压力，建筑行业整体仍继续受房地产企业流动性压力外溢的影响。受行业回款特征及下游资金压力传导等影响，2023 年前三季度样本企业经营活动合计净流出 4,014.65 亿元，资金缺口较上年同期继续扩大。受 PPP 等投资项目持续推进等影响，样本企业投资活动现金流净额合计持续为负。由于经营活动现金流无法满足投资需求，建筑企业对外筹资的力度较大，2023 年前三季度样本企业净融资规模为 9,752.22 亿元。

图12 样本企业现金流表现情况（单位：亿元）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

样本企业坏账及减值风险随陷入困境的房企风险释放不断暴露，预计 2024 年行业利润继续面临消化压力。随着部分区域市政项目回款难情况持续发酵、房地产行业部分企业信用风险仍未见改善，部分建筑企业坏账风险持续暴露。其次，由于部分市政项目回款较慢，相关应收款项坏账准备随着账龄的增长计提规模增加。综合影响下，2022 年样本企业减值损失较上年仍有增长，2023 年前三季度继续保持高位。整体来看，建筑行业计提减值仍以消化前期出险房企的影响为主，对政府类项目的减值计提政策相对宽松。后者回款弱化的影响在报表中尚未完全体现，在下游主要业主基本面未明显改善的背景下，建筑行业回款风险有待进一步释放。

图13 样本企业减值损失情况（单位：亿元）


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

建筑央企房建业务风险敞口较为可控。建筑央企在承接国家重点和大型建设项目方面具有得天独厚的优势，业务对手方主要以政府、政府平台公司及地方国企为主，房建业务风险敞口较小。央企中房建业务占比较高的主体主要有中国建筑和中国中冶，2022年分别为70.62%和52.23%。以中国建筑为例，中国建筑下属子公司大多以房建业务为主，由于业务下沉或与部分出险房企牵连，中国建筑一局（集团）有限公司敞口风险为10亿元，其余主体坏账损失较小，对利润端影响有限。

表1 截至2022年末中国建筑下属子公司涉房风险敞口分析（单位：亿元）

公司名称	对出险房企 应收款余额	累计计提 坏账金额 (A)	累计计提比例	净利润 (B)	A/B
中国建筑一局（集团）有限公司	9.58	6.65	69.42%	46.71	14.04%
中建科工集团有限公司	1.86	1.25	67.20%	9.39	13.30%
中建新疆建工（集团）有限公司	4.99	1.76	35.27%	19.79	8.90%
中国建筑第六工程局有限公司	0.36	0.25	69.44%	5.52	4.57%
中国建筑第八工程局有限公司	2.94	2.94	100.00%	149.97	1.96%
中国建筑第五工程局有限公司	0.03	0.01	33.33%	42.41	0.03%

资料来源：各公司公告，中证鹏元整理

省级建筑国企具有类城投属性，项目建设任务较重，信用质量受区域经济财政基本面及融资环境影响较大。需关注展业集中于弱区域的主体，如广西建工集团有限责任公司、云南省建设投资控股集团有限公司以及甘肃省建设投资(控股)集团有限公司。由于地方建筑国企区域化发展特征明显，业主方主要为省内各级政府及其平台公司。随着地方政府债务管控趋严，项目布局于弱资质区域的建筑国企，受弱区域财政的拖累，回款周期拉长、垫资压力增大，部分企业出现票据逾期等负面流动性风险事件。

四川华西集团有限公司、浙江省建设投资集团股份有限公司、湖南建工集团有限公司对恒大等出险房企债权规模较大，坏账计提比例较低。考虑到当前低迷的房地产市场环境，对于已出险业主来说，尽管主

要业主采用以房抵债、财产保全及资金监管等方式以保证债权偿还，但实际效果存在较大不确定性。若上述房企经营情况进一步恶化，将对企业盈利能力产生较大影响。

表 2 部分建筑国企经营及财务主要指标（单位：亿元、%）

主体名称	2022 年房建占比	2022 年新签合同	2022 年营业收入	2022 年资产减值	2022 年信用减值	2022 年净利润	2023 年 9 月末资产负债率	2023 年 9 月末现金短债比
浙江省建设投资集团股份有限公司	86.11%	1,057.82	985.35	1.53	12.77	12.11	90.45	0.67
湖南建工集团有限公司	69.41%*	2,096.06	1,376.74	0.00	-0.53	22.44	81.89	0.82
成都建工集团有限公司	80.53%*	874.56	901.30	0.22	14.41	16.09	88.98	0.67
陕西建工集团股份有限公司	-	3,940.65	1,893.66	2.19	54.56	45.70	89.40	1.68
广西建工集团有限责任公司	-	-	1,020.99	7.40	1.73	11.62	88.83%	-
四川华西集团有限公司	76.28%	1,523.62	1,004.09	0.48	3.56	15.45	87.19	0.58
宁波建工股份有限公司	57.25%*	143.36	218.67	0.49	0.14	3.66	80.04	1.42
江西省建工集团有限责任公司	67.00%	343.40	431.38	0.02	0.35	2.33	88.63	0.79
云南省建设投资控股集团有限公司	62.66%	1,433.99	1,715.51	5.33	11.55	31.25	68.71	0.59
甘肃省建设投资(控股)集团有限公司	90.08%	679.67*	873.35	0.04	2.01	7.70	79.95	0.60
黑龙江省建设投资集团有限公司	28.68%	156.05	481.81	0.71	1.27	4.76	81.68	0.41

注：*表示房建合同金额占建工合同金额比重。2、广西建工集团有限责任公司资产负债率为截至 2023 年 6 月末数据。

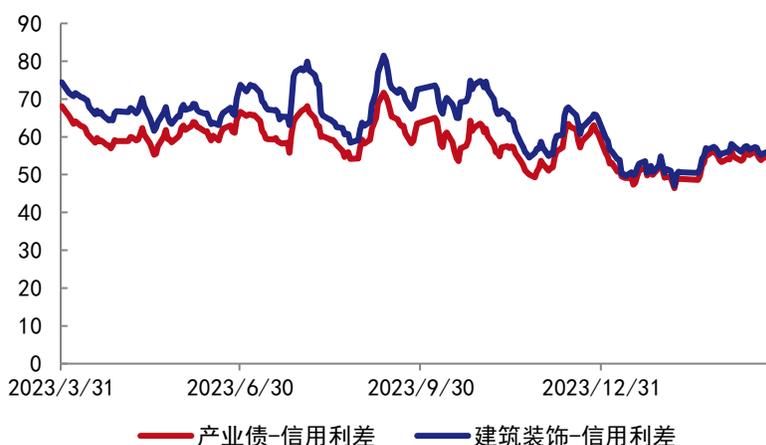
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

综合来看，在下游地产需求弱化和基建投资增速放缓的背景下，大多数建筑企业在业务拓展、垫资及回款方面面临压力进一步上升。考虑到融资、业务类型及属性方面的较大差异，不同信用资质主体风险分化或将加剧。八大建筑央企本身拥有背景及融资方面优势，市场竞争地位领先，同时受益于行业集中度提升的利好，叠加调控政策加码为基建需求提供支撑，业务回款相对具有保障，少量房建占比较高的央企子公司面临一定的风险敞口但相对可控。相比之下，地方建筑国企信用资质水平分化较大：一方面，前期业务扩张较为激进、与出险房企业务联系较多的主体利润端持续面临消化压力；另一方面，在聚焦化债及严控高风险地区基建投资的环境下，业务集中于弱区域的个体资产质量下滑及回款风险加大。经历房企不断暴雷及负面风险事件冲击，建筑民企存续发债主体数量较少，持续面临市场出清风险。

三、 结论与投资策略

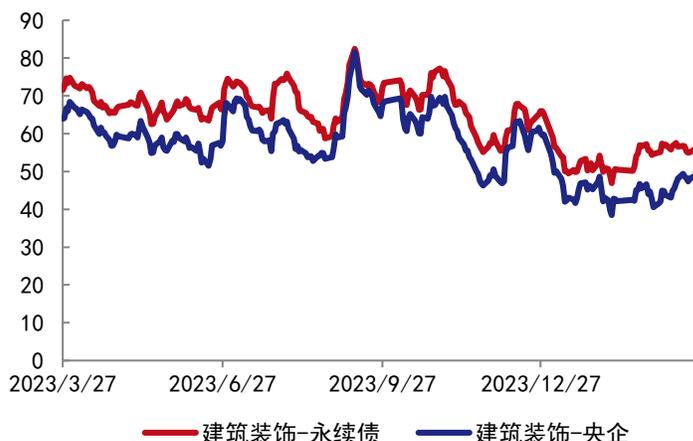
截至 2023 年末，建筑行业债券发行主体以央企及地方国企为主，信用等级分布在 AA+及以上，信用资质整体表现较好。资产荒背景下，2023 年建筑行业信用利差逐步回落，2024 年以来与产业债利差基本趋同。受益于行业集中度提升利好及融资支持，预计 2024 年建筑行业发债主体信用利差大幅抬升的可能性不大，但在下游地产景气度低迷及主要业主方资金紧张的大环境下，建筑行业整体信用水平预计承压，部分弱区域弱资质地方国企的估值波动风险值得关注。

图14 建筑装饰行业与产业债利差走势趋同



资料来源：DM，中证鹏元整理

作为施工资质齐备、业务遍布全国的行业龙头，建筑央企信用资质稳定、安全性较高，市场认可度较高。可适当下沉信用挖掘子公司高收益有担保债券、ABS 及永续债等。（一）主体层面，建筑央企安全性高，利差空间相对有限，而央企子公司的债券利差通常略高于母公司，资质也仍较稳健，比母公司更具性价比；当然，也并不能依据背景光环忽略基本面判断。由于央企下面往往层级较多，不少下属子公司不全由央企控股，股权结构较为分散，因此需要穿透其层级，判断其真正的底色。（二）部分子公司资质相对较弱，但其发行的由母公司担保的债券信用风险与母公司并无本质差异，且收益水平普遍高于母公司及其他强资质子公司发行的债券，可作为套利机会的投资标的。（三）债券品种层面，资产荒背景下市场对永续品种的偏好提升，央企集团、一级子公司和二级子公司信用水平可能存在分化，存在一定挖掘空间。

图15 建筑行业永续债信用利差高于建筑央企


资料来源：DM，中证鹏元整理

表 3 部分央企子公司信用利差表现（单位：BP）

主体名称	信用利差	近半年信用利差变动	主体评级
中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司	192.18	11.58	AA+
中国水利水电第十工程局有限公司	141.61	-8.01	AA+
中国水利水电第一工程局有限公司	131.72	-	AA+
中国水电建设集团国际工程有限公司	78.12	-6.20	AAA
中国水利水电第十四工程局有限公司	77.93	-16.73	AA+
中国建筑第四工程局有限公司	73.96	-1.47	AAA
中国建筑第二工程局有限公司	59.28	-27.55	AAA
中交第二航务工程局有限公司	64.29	-13.28	AAA
中交第一航务工程局有限公司	56.09	-4.90	AAA

注：查询日期为 2024 年 4 月 3 日。

资料来源：DM，中证鹏元整理

由于建筑国企与地方政府的的关系紧密，信用利差走势与城投债利差走势较为相似。建筑国企的投资思路可类似于城投区域选择，东部地区业主方相对中西部地区资质较好，且实控人财力较强，故东部地区房屋建筑省级国企可优先选择；中部及西部可选择公益性房建占比较高、项目区域分布相对分散、融资能力较强的地方国企，需谨慎关注房屋施工项目区位分布差、项目集中度过高、债务负担重且融资成本高的地方国企，尤其是部分依靠股权层级、规模优势及龙头地位获取较高外部评级，但实际业务对手方下沉至偏远地区或者经济财政较弱区域的个体。

表 4 部分样本主体信用利差表现（单位：BP）

主体名称	信用利差	近半年信用利差变动	主体评级	债项中债隐含评级
山东美晨生态环境股份有限公司	167.24	-	AA	AA-
河南省路桥建设集团有限公司	225.68	-123.56	AA	AA

新疆北新路桥集团股份有限公司	201.97	-11.92	AA	AA
十一冶建设集团有限责任公司	195.93	-19.08	AA	AA
济南建工集团有限公司	163.79	26.41	AA+	AA
陕西建工控股集团有限公司	182.62	-154.03	AAA	AA
四川华西集团有限公司	91.58	-73.35	AA+	AA
扬州建工控股集团有限公司	75.86	-29.72	AA	AA
广州市建筑集团有限公司	66.87	0.64	AA+	AA
宁波建工股份有限公司	72.20	-37.46	AA	AA
山东省路桥集团有限公司	67.35	-26.03	AAA	AA+
上海建工集团股份有限公司	74.09	15.54	AAA	AA+
北京市政建设集团有限责任公司	62.11	12.96	AA+	AA
深圳市特区建工集团有限公司	59.49	-17.58	AAA	AA+
广东省建筑工程集团控股有限公司	46.06	-6.03	AAA	AAA-

注：查询日期为 2024 年 4 月 3 日。

资料来源：DM，中证鹏元整理

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼	地址：北京市朝阳区建国路世 茂大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	电话：010-66216006 传真：010-66212002	总机：021-51035670 传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	电话：025-87781291 传真：025-87781295	电话：028-89102569
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室	地址：陕西省西安市莲湖区桃 园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803	地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	电话：029-88626679 传真：029-88626679	电话：+85236158342 传真：+85235966140