

建筑工程施工行业发债企业信用分析

2024 年 1 月 10 日

要点

- 根据我们对 60 家建筑工程施工企业的案头分析，我们发现除了央企优势明显外，部分央企工程局、地方国有企业和民营企业也凭借其相对较大的业务规模、较好的经营效率或较低的财务风险，在同类企业中出类拔萃。
- 我们认为建筑工程施工行业竞争激烈，但周期性波动一般，行业风险处于中等偏高的水平。
- 鉴于建筑工程施工行业整体竞争激烈、利润率普遍较低的状况，我们认为业务收入及订单规模、业务类型及区域分散程度，以及“两金”周转天数对本行业企业的业务状况至关重要。
- 当下市场环境中，影响建筑企业杠杆的因素主要是工程结算和收款的周转效率，以及政府和社会资本合作模式（PPP）等投融资项目的投入力度。

分析师

王宇飞

北京

+86-10 6516 6060

fred.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10 6516 6028

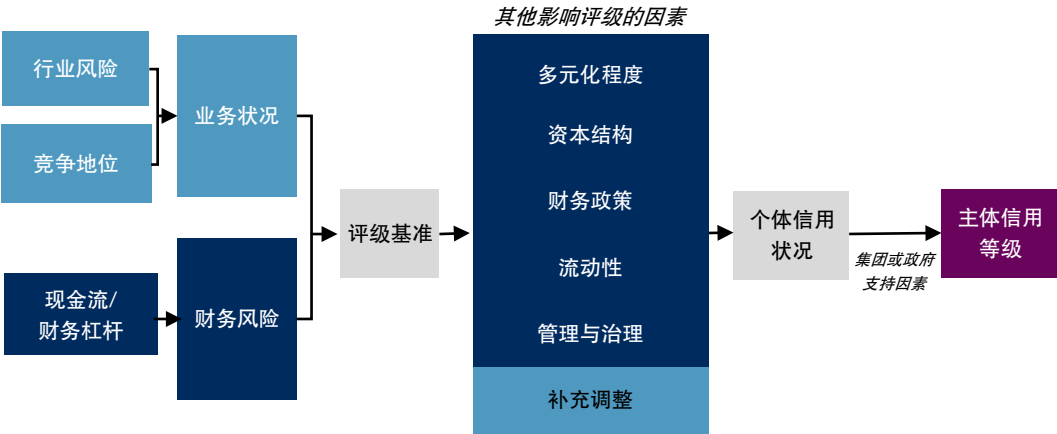
renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

概述

本文旨在通过对建筑工程施工企业业务和财务数据的梳理和分析，展示标普信评分析建筑工程施工企业的基本思路，以及影响该行业企业信用质量的关键因素。我们按照标普信评工商企业评级方法论的分析框架，利用公开信息，对 60 家建筑工程施工企业进行案头分析。同时，为了解这些企业各项重要指标在全行业的相对位置，我们也分析了包括这 60 家企业在内共计 151 家建筑工程施工公司的业务和财务情况。

本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

图1



资料来源：标普信评。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

业务状况

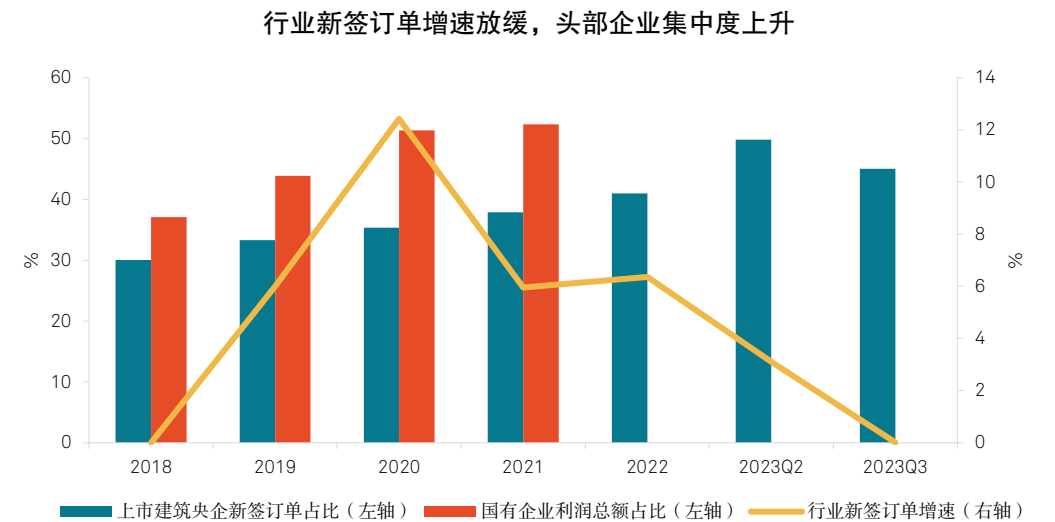
一般情况下，我们会从竞争优势、业务规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位，并结合行业风险得出企业的业务状况。

行业风险

一般情况下，我们从行业竞争格局和行业周期性两个维度评判行业风险高低。我们认为建筑工程施工行业的行业风险处于较高水平（行业风险评估得分为 4），在我们六档行业打分中位居中等偏高水平。这是由于我们认为建筑工程施工行业竞争较为激烈，但周期性波动不大。

我们认为，中国建筑工程施工行业市场化程度高，同质化竞争十分激烈，行业集中度近年持续提升，行业分化加剧。根据国家统计局数据，截至 2022 年末中国建筑业企业多达 143,621 家。伴随固定资产投资增速放缓，行业新签订单增速下降，但处于头部的 8 家上市建筑央企集团的新签订单金额占比却由 2018 年的 30% 提升至 2023 上半年的 50%，显著挤压了其他企业的市场份额。与此同时，国有企业的利润总额占整体建筑业的比重也显著增加，由 2018 年的 37% 提升至 2021 年的 52%。

图2

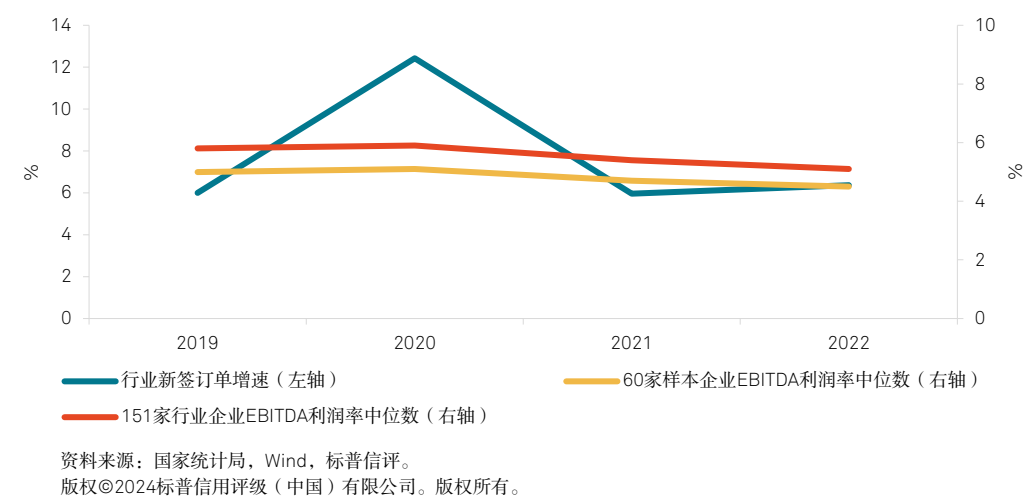


注：上市建筑央企包括中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国化学、中国能建、中国电建和中国中冶。
资料来源：上市公司公告，国家统计局，Wind，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，建筑行业的周期性相对一般。行业内部分子行业众多，房建、基建和专业工程这几个主要领域的需求驱动因素各异，存在此消彼长的情况。而近乎充分竞争的业态使得全行业的利润水平稳定维持在较为均衡的状态，行业需求的波动对企业利润率的影响较为有限。不过，建工企业通过涉足交通基础设施运营等业务可在一定程度上优化利润率。

图3

行业利润水平在需求波动下保持基本稳定



竞争地位分析

我们一般从“竞争优势”、“规模、范围和多样性”、“经营效率”以及“盈利能力”四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。

由于同质化竞争激烈，建筑工程施工企业的利润率普遍较低，且企业之间差异不明显。企业想要获得更大的利润规模，主要依靠增加订单和收入的规模。工程项目所覆盖的区域、主要客户行业集中程度等则是影响企业订单和收入多寡的关键因素。因此，我们认为，规模、范围和多样性对本行业企业非常重要。同时，较低的利润率水平也对建筑企业的工程结算效率和成本费用控制提出了很高的要求。因此，经营效率也是我们评价本行企业业务状况时非常看重的一个因素。

竞争优势

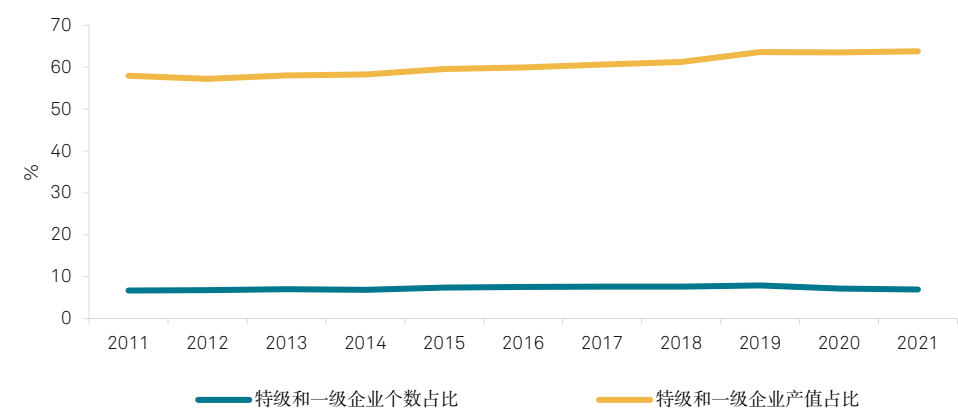
标普信评认为，建筑工程施工企业的竞争优势体现在施工技术能力和资质等级、工程施工履约记录、行业口碑和品牌认可度、关键市场或地区的市场份额等方面。我们认为，建筑企业的较强竞争优势是实现更强规模范围和多元性以及更好经营效率的基础条件。

建筑施工资质是业内衡量企业施工技术和过往履约业绩综合指标。根据住建部现行的《建筑业企业资质等级标准》，施工总承包资质设有 12 个类别，一般分为 4 个等级（特级、一级、二级、三级）；专业承包资质设有 36 个类别，一般分为 3 个等级（一级、二级、三级）。虽然住房和城乡建设部已发布《建筑业企业资质标准（征求意见稿）》，预计将对建筑资质设置等进行大幅调整，但企业通过积累的施工经验、技术实力、市场声誉等取得的资质仍是其竞争优势的重要综合体现，尤其是能够取得特级资质的企业。因此，我们在案头分析的过程中以资质改革前的统计方式分析企业获取的资质情况，以判断其工程施工能力。

建筑业企业数量众多，企业之间技术实力和资质水平差异很大。掌握较强施工技术的企业在全行业中占比很小，但却创造了行业大部分的产值。根据国家统计局数据，截至 2021 年末具备总承包特级和一级资质的企业约 8,900 家，全行业占比约 7%，却贡献了约 60%的总产值。

图4

总承包特级和一级企业数量稀少但产值贡献高



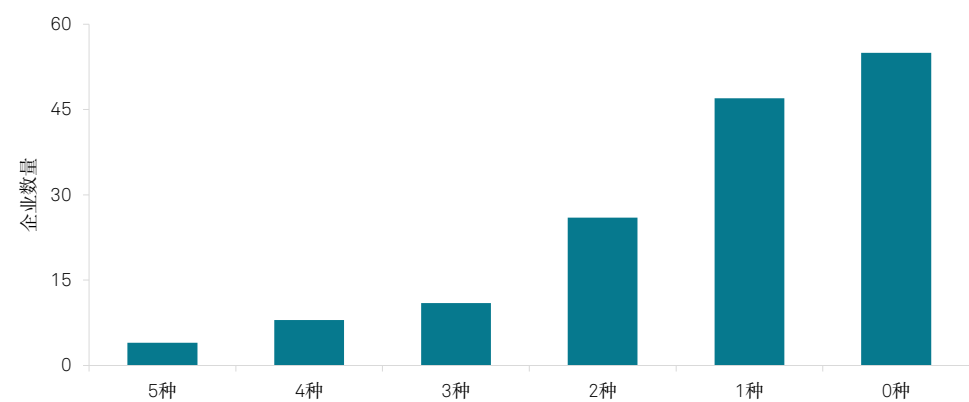
资料来源：国家统计局，Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，建筑资质等级高且覆盖领域广泛的企业在市场拓展方面通常具有竞争优势。这些企业往往更有能力承揽合同金额较高的大型复杂工程，也具有跨领域发展业务的基础条件。

我们以企业拥有的特级资质种类数量作为考量企业工程施工能力的一个指标。在 151 家行业企业中，拥有 3 类或更多特级总承包资质的企业占比约 15%，没有或只有 1 类特级资质的企业占了大部分。后者往往专注在某个细分领域，或者处于产业链更上游的细分板块，如园林环境、建筑装饰、钢结构等。

图5

151家行业企业总承包特级资质品类数量分布

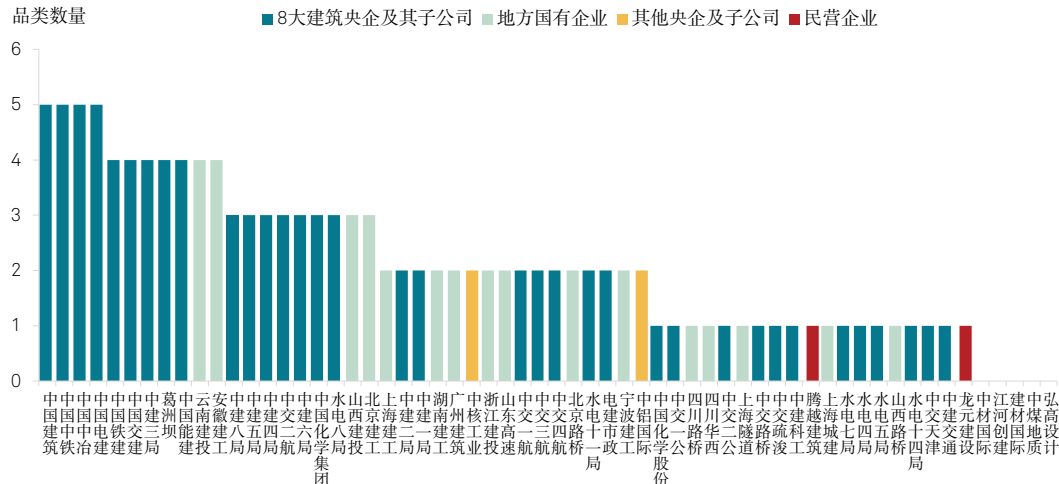


资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在 151 家行业企业中，以中国铁建、中国中铁、中国建筑为代表的建筑央企集团在特级资质数量方面具有突出的优势。随着业务的不断发展，建筑央企集团已从在某些领域具备一技之长的专业工程集团，发展为全品类、全资质的综合性建筑集团。这些集团在高难度房建、基建和专业工程施工领域具有国内乃至是世界顶尖的建筑施工技术，大型复杂工程的履约能力很强。央企建筑子公司的资质水平在全行业内也具有一定的优势且部分在行业内已较为突出，根据专业方向的不同，施工技术强项各有侧重。地方建筑国企则以房建和路桥建设为主要方向，普遍而言，这类企业施工技术的高精尖程度和

图6

特级资质
品类数量



资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

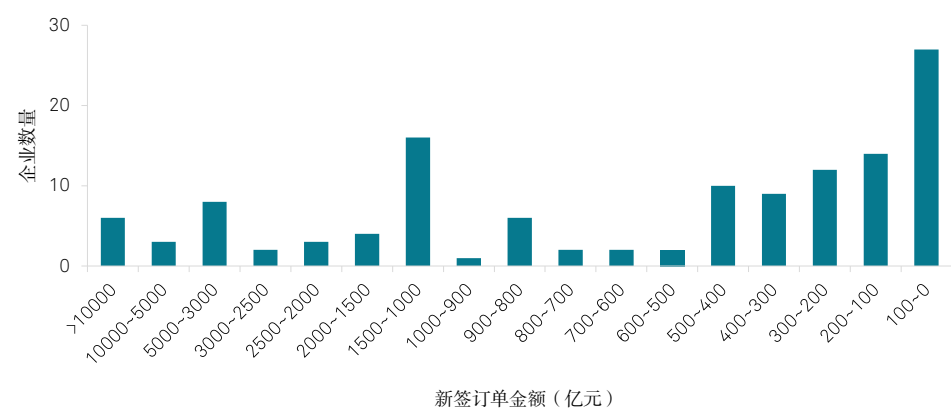
除了资质以外，我们认为，竞争优势较强的建筑企业还应具备稳定可靠的工程履约记录、高难度复杂工程的履约经验以及业内专业奖项的获奖记录。这些因素不仅有助于企业树立品牌认可度，还能增强其项目承揽能力，从而巩固市场地位。

我们认为,施工收入和新签订单规模综合体现了建筑企业在全市场的竞争地位。一般而言,收入和订单规模大且稳定的建筑企业在所处市场中享有更高的品牌认可度和更强的业务承揽能力,这与竞争优势相互印证。

从 2022 年数据来看, 151 家行业企业在新签订单规模上差异显著, 这反映出企业之间竞争实力差异悬殊, 年新签订单额小于 500 亿元的中小规模市场参与者数量众多, 细分市场竞争激烈。

图7

2022年151家行业企业新签订单规模分布

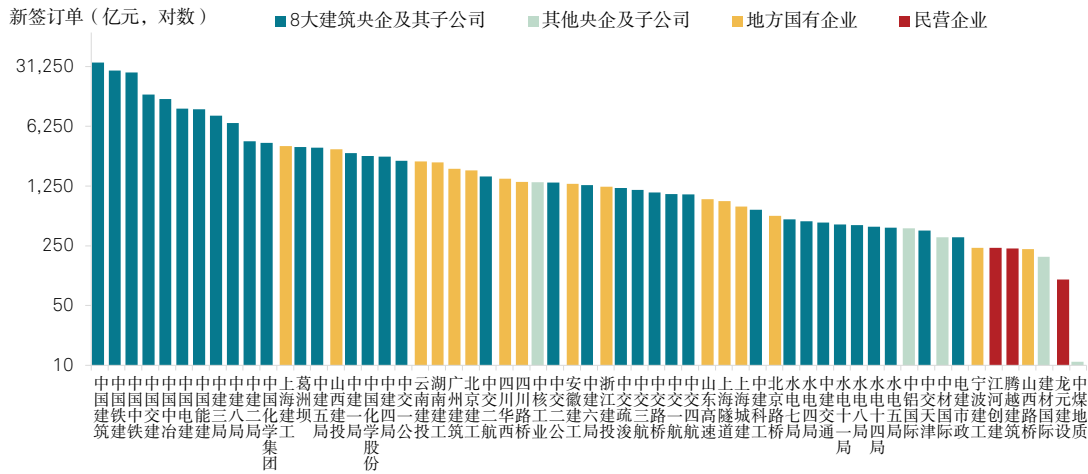


注：151家企业为分析基础，统计中不包含在观察年份未披露经营或财务数据的企业。
资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在 60 家样本企业中，建筑央企集团在新签订单规模方面占据绝对的领先地位，其中中国建筑、中国中铁和中国铁建是新签订单规模最大的三家央企集团。央企建筑子公司之间的订单规模差异很大，中建三局和中建八局等少数子公司订单规模优势突出，甚至不逊色于部分央企集团；水电八局、水电十四局和水电五局等订单规模较小。其他央企及子公司因专注于细分领域，市场规模有限，订单规模较小。地方建筑国企中，房建企业订单规模通常较大，路桥企业订单规模往往较小，如上海建工、云南建投和湖南建工订单规模居前；山西路桥、宁波建工订单规模较小。民营企业则集中在尾部。

图8

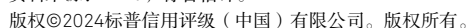
60家样本企业2022年新签订单规模分布



注：北京弘高创意设计股份有限公司未披露新签订单情况，未于图中列示。
资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

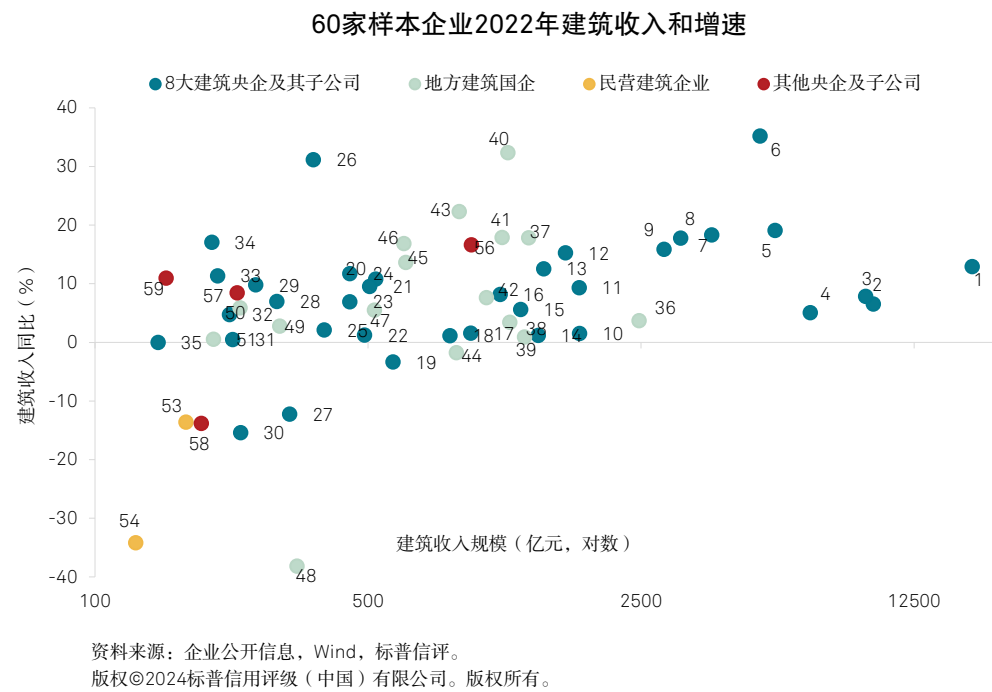
订单覆盖倍数可以反映企业在一段时间内承揽业务的能力，事关未来 1-2 年收入和利润的稳定性。我们注意到，订单覆盖倍数的分散度相对较大，这既与主要施工领域的工程特点相关，也受企业业务体量和短期承揽表现的影响。一般情况下，业务体量小的企业更易受到单一合同金额影响，导致订单规模和订单覆盖倍数波动较大。

2022年60家样本企业新签订单对建筑收入覆盖倍数



9

图10



图中序号分别指代：

1	中国建筑	16	中建四局	31	水电十四局	46	安徽建工
2	中国中铁	17	葛洲坝	32	水电十一局	47	上海隧道
3	中国铁建	18	中交二航	33	电建市政	48	上海城建
4	中国交建	19	中交二公	34	中交天津	49	北京路桥
5	中国中冶	20	中建六局	35	中建交通	50	山西路桥
6	中国电建	21	中交路桥	36	上海建工	51	宁波建工
7	中建八局	22	中交一航	37	湖南建工	52	腾越建筑
8	中建三局	23	中交三航	38	云南建投	53	江河创建
9	中国能建	24	中交四航	39	广州建筑	54	龙元建设
10	中建二局	25	中交疏浚	40	四川路桥	55	弘高设计
11	中建五局	26	中建科工	41	山西建投	56	中核工业
12	中国化学集团	27	水电七局	42	北京建工	57	中材国际
13	中国化学股份	28	水电四局	43	四川华西	58	中铝国际
14	中建一局	29	水电五局	44	浙江建投	59	建材国际
15	中交一公	30	水电八局	45	山东高速	60	中煤地质

在收入和订单规模之外，我们也会重点考察企业施工领域和地域分布的多元化程度。一般而言，施工领域和地域分布更广的的建筑企业应对下游市场波动的能力更强。

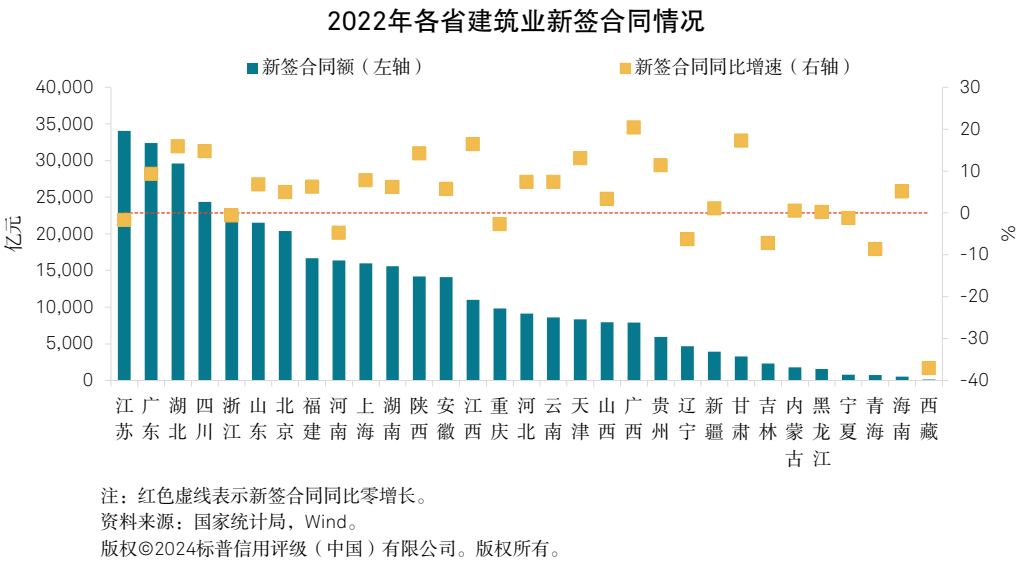
我们认为，施工领域的多元化有助于最大程度地分散单一下游需求波动的风险。例如，当某一领域出现需求周期性收缩时，如果企业具有跨领域施工的能力，则可以通过承揽其他市场的订单维持整体收入和盈利的基本稳定。我们认为，施工下游的多元化与“竞争优势”中分析的工程技术优势是一脉相承的。一般而言，企业只有具备扎实且广泛的施工技术，才能够有效实现跨领域经营，从而分散风险。

业务集中在专业化施工领域固然表明企业在该领域的建设水平和技术能力较为突出，但过于集中则可能导致企业受到下游需求萎缩的不利影响，对收入和订单规模形成较大压力。例如，福島核电站事故之后，中国核电站建设进入停滞期，大量项目的审批被搁置，在此情况下以核电建设为主要收入来源的企业面临订单和收入规模萎缩的不利局面。又如，园林环境、建筑装饰和钢结构等细分行业的企业

往往规模较小，技术覆盖面狭窄且业务模式相对单一，跨领域能力较弱，因此行业需求或政策的变化对这类企业的经营影响较大。

施工地域的多样性可以较好的分散单一区域需求波动的风险。在这方面，建筑央企集团具备绝对优势，这是由于它们在全国范围内整合了众多工程局的业务资源，从而在集团层面实现了全面且均衡的全国业务布局。除此以外，大部分建筑企业在深耕自身传统优势区域市场的基础之上，跨区域拓展业务，形成了目前的业务布局。我们在评价区域多样性的时候，不仅考量施工业务的地区分散性，也兼顾不同区域市场需求的活跃程度，从而综合评价区域布局的优劣。我们认为，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，新签订单来源将更有保障。

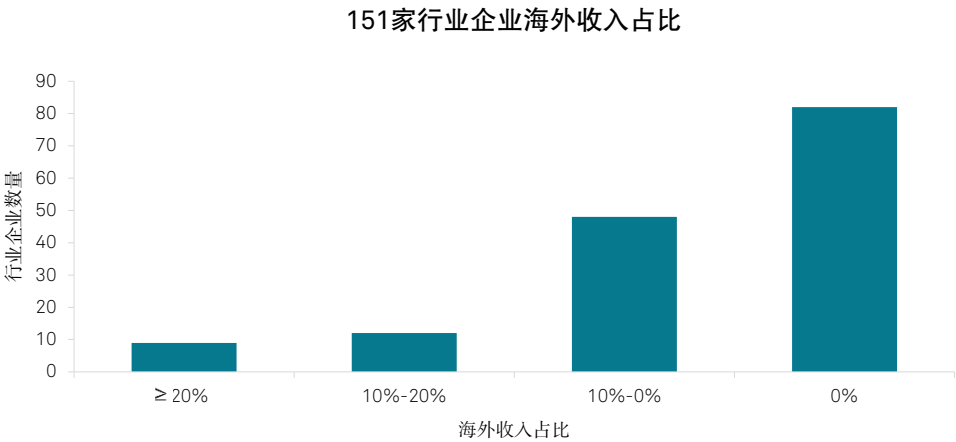
图11



与此同时，我们还关注海外业务对建筑企业信用质量的潜在影响。随着“一带一路”政策的推进，中国建筑企业在海外市场的参与度逐年提升，海外工程项目逐渐成为部分建筑企业的业务增长点。根据2023年《工程新闻记录》（ENR）发布的“全球最大250家国际承包商”榜单，中国有81家建筑企业入围，上榜企业数量蝉联各国之首。我们认为，海外业务在带来市场机遇的同时，也面临着地缘政治、经济、汇率、法律合规和突发事件等诸多风险。在评价海外业务对建筑企业信用质量的影响时，我们重点关注企业海外业务收入和利润规模占比、业务模式、运营经验、履约记录、项目所在国家或地区的风险状况，以及是否采取了有效的风险管控措施等因素。

在151家行业企业中，大部分企业的海外收入占比低于10%。海外收入占比超过10%的企业目前较少，以大型基建和专业工程类企业为主，尤以中国电建系统较为突出。

图12



注：海外收入占比为2020-2022年三年算术平均值；未披露海外收入占比的企业以海外订单占比估测。
资料来源：企业公开信息，Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

经营效率

在考量建筑工程施工企业的经营效率时，我们主要关注企业营运资金的周转效率、收现能力以及成本的控制能力。

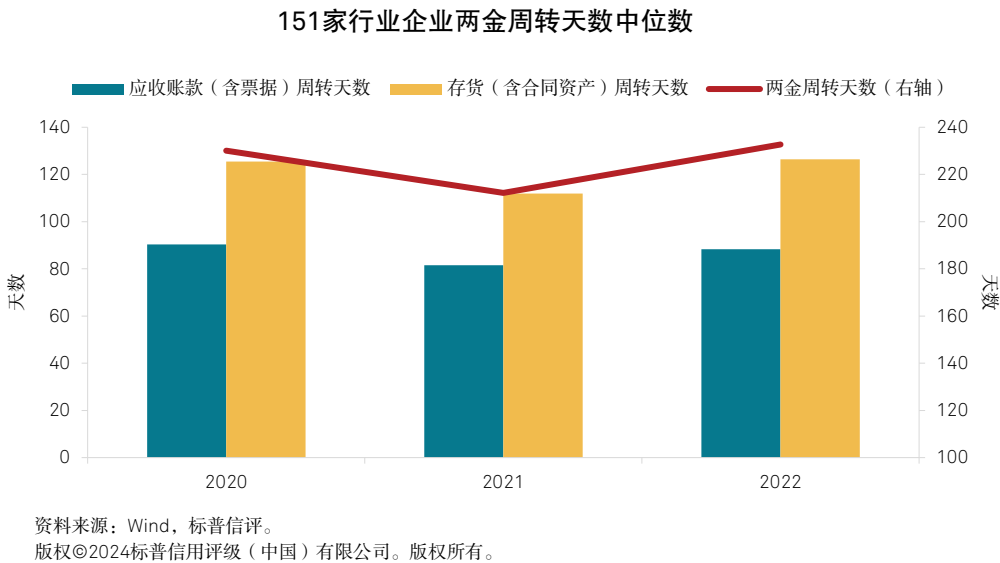
建筑行业处于产业链的中游位置，行业同质化竞争激烈，削弱了企业对上下游的议价能力，导致营运资金普遍被大量占用。营运资金周转效率直接决定了企业外部筹资缺口，进而影响杠杆和流动性水平。我们认为，在竞争加剧、项目获取难度加大的背景下，经营效率是影响建筑企业信用质量的关键因素，也是导致行业内信用分化的主要原因之一。

在评价企业营运资金周转效率时，我们通常会综合参考应收账款（含票据）周转天数和存货（含合同资产）周转天数等指标。应收账款（含票据）周转天数反映工程结算后业主方的回款周期；存货（含合同资产）主要包括已完工未结算的工程量，存货（含合同资产）周转天数偏长往往说明工程结算存在拖延。这两个指标共同反映了企业的工程结算回款周期。

工程结算回款效率综合反映了行业环境、企业市场策略和营运资金管理水平。在下游的房地产和城投行业资金收紧的情况下，建筑工程施工企业结算回款周期也面临着拉长的风险。企业的市场拓展策略则影响了项目的质量，承揽较为激进且项目资质把关不严的企业有可能面临经营效率恶化的后果。近年来，部分建筑企业借助应收账款保理和资产证券化出表等手段加快营运资金回笼，保障了经营效率的稳健，但我们也会关注企业因此而承担的潜在声誉风险。

我们将应收账款（含票据）和存货（含合同资产，剔除房地产开发相关存货）周转天数合并作为“两金周转天数”。我们观察到，151家企业的两金周转天数中位数近3年来基本保持稳定，但22年相比于21年有小幅上涨。

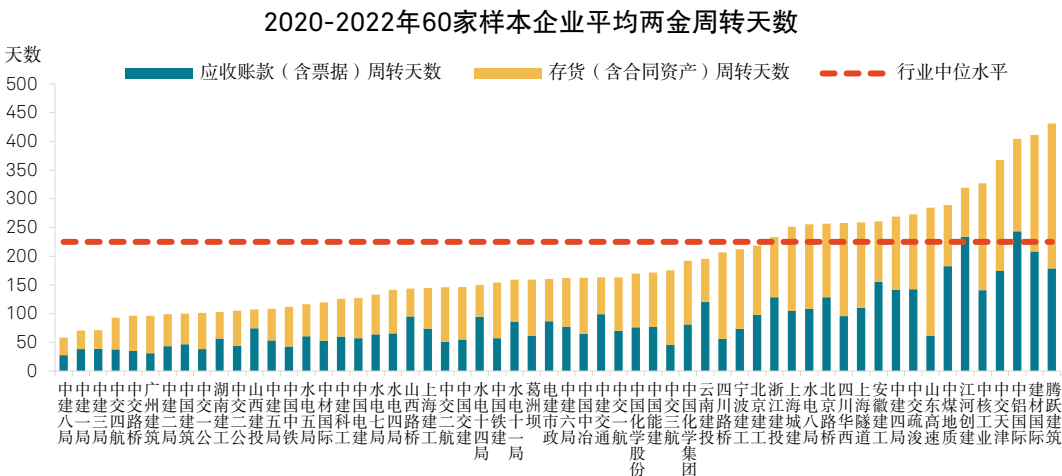
图13



除了传统的工程结算和回款这两个环节外，近年来持续火热的投资类项目对企业的营运资金也产生了越来越大的影响。自 2014 年 PPP 模式开始规范化发展以来，通过竞标投融资项目拉动工程订单增长已经成为不少建筑企业重要的业务发展模式。PPP 模式要求企业在项目建设期投入大量资金，虽然可以带动工程量和收入的增长，但是投资额却需要在长达 10-30 年的运营期间逐步回收。我们认为，PPP 等投融资模式对建筑企业的融资能力和建设运营能力提出了很高的要求，投融资项目本身的质量也需要关注。如果企业忽视自身资金和运营实力，较为激进地拓展投融资项目，降低项目资质要求，不仅会在短期内导致杠杆率抬升，也会带来长期的运营和投资回收风险。但由于不同企业参与 PPP 等投资性项目的方式及会计处理差别较大，我们难以准确衡量行业整体该类业务的经营效率。

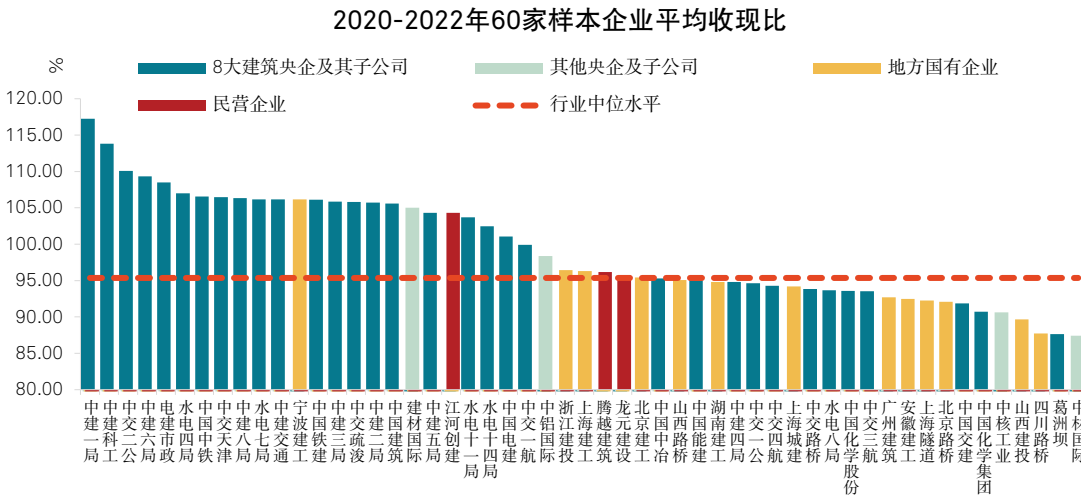
我们进一步拆解 60 家样本企业的两金周转天数来具体考察它们的经营效率。我们观察到，尽管基建项目整体周期较长，但受益于所持应收账款市场认可度高等因素，以八大建筑央企及其子公司为代表的主体在房地产市场下行的背景下，仍可通过应收账款保理和资产证券化出表等手段取得优于行业的周转效率。在我们的样本企业中，中国建筑和中国交建系统的主体在相应指标上表现优异。

图14



除上述周转指标，我们还会考虑收现比指标，即销售商品、提供劳务收到的现金与主营业务收入之比，以此来衡量企业收入的质量。由于客观上工程结算流程以及主观上企业阶段性集中清收等情形的存在，收入确认时点和回款时点的跨期可能会导致指标存在较大波动，所以对于这一指标的观察周期会更长。我们认为，如果一家企业收现比持续远小于 1，则可能表示该企业存在一定的结算困难，可能会影响其业务表现。在 60 家样本企业中，大部分企业的收现比水平处于行业中等水平，整体差距较小，但四川路桥、葛洲坝和中材国际的收现比显著低于行业中位水平。

图15



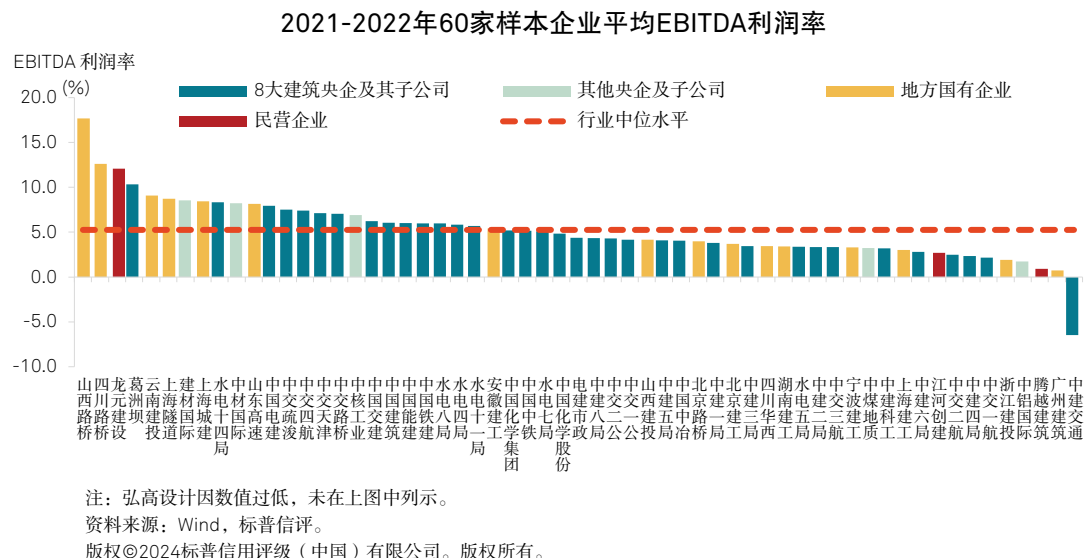
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

盈利能力

盈利能力是企业竞争优势、规模范围和多样性以及经营效率的综合体现。我们通常会考察毛利润率和 EBITDA 利润率等指标。建筑企业利润水平的差异往往源于其主要施工领域的不同。一般而言，普通房建工程利润率较低，铁路工程由于中国国家铁路集团有限公司及其下属各铁路局强大的议价能力，利润水平持续保持在较低水平；而技术门槛更高的基础设施和专业工程利润率则相对更好，海外工程的利润水平也普遍高于国内。我们认为，具有多元化施工技术和跨领域承揽能力的企业更能把握优化业务布局、提升盈利能力的机遇。

60 家样本企业中，房建企业的 EBITDA 利润率较为薄弱，我们会更加关注这类企业是否可以维持稳定高效的经营效率以支撑现金快速回流。业务相对综合的八大建筑央企及其子公司利润水平相对集中于行业中等水平，而以基建工程业务为主的地方国有企业和以专业工程业务为主的其他央企及子公司的利润水平呈现分化。同时，由于基建合同单体金额大，我们会更加关注单体大合同对于部分中小型企业利润率波动的影响。我们关注到，很多建筑企业会兼营少量建筑以外的业务，如房地产开发、高速公路收费、勘察设计、贸易等，这些业务可能对综合盈利水平产生或正面或负面的影响。

图16



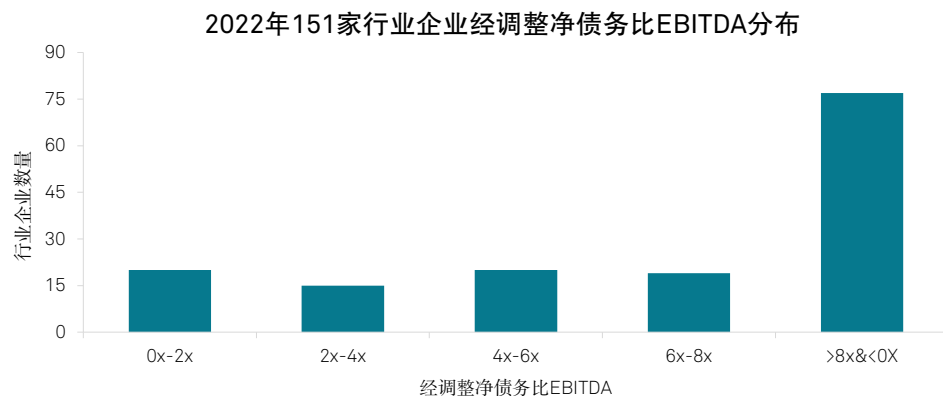
财务风险

标普信评在评估财务风险时主要关注现金流对偿债能力的支撑。我们主要使用经调整净债务对 EBITDA 比率这一指标。

我们认为，建筑企业的业务拓展能力和经营效率可能直接影响其杠杆水平。当下市场环境中，影响企业杠杆的因素主要有二：一是工程结算和收款的周转效率——难以平衡自身经营性现金流的企业将依赖外部举债填补流动资金缺口，从而推升杠杆水平；二是 PPP 等投融资项目的投入情况——集中开展该类项目会催生持续性的资本支出和融资需求，进而推升债务水平。值得注意的是，PPP 项目的建设周期一般是 3-5 年，而运营期（回款期）往往长达 10-30 年，建筑企业因此而增加的债务是中长期的，对杠杆水平的影响也将是持续性的。

我们的分析显示，151 家行业企业的杠杆水平中位数偏高，高杠杆企业占比较大。2022 年债务对 EBITDA 倍数超过 8 倍及 EBITDA 为负值的企业占比超过 50%。在项目承揽和资金周转的双重压力下，相当一部分企业不得不维持高杠杆经营。对于杠杆水平较高的企业，我们会更加关注其流动性状况和再融资能力。对于目前杠杆水平适中甚至很低的企业，我们会重点关注其经营决策、业务发展、经营效率等因素对杠杆趋势的潜在影响。

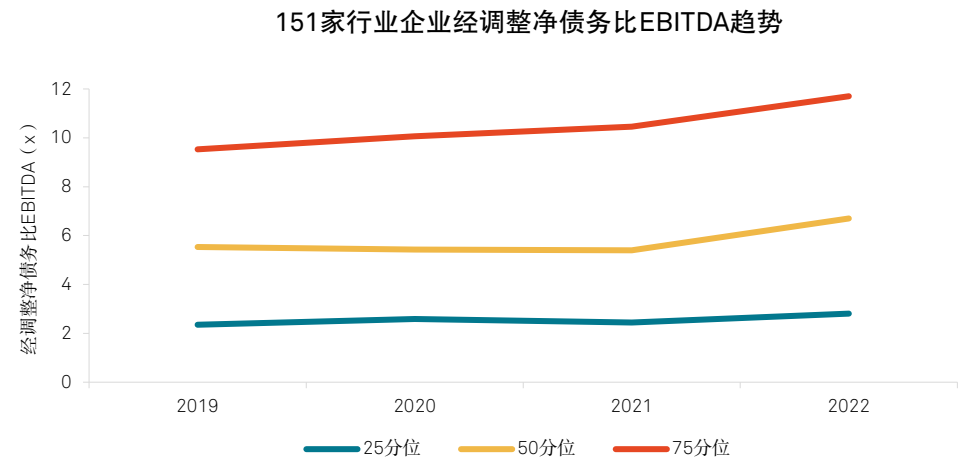
图17



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2019 年以来，151 家行业企业经调整净债务对 EBITDA 比率 25 分位、50 分位和 75 分位数均呈上升趋势，但 25 分位数的变动增幅显著小于 75 分位数，显示行业分化加剧。我们认为，这主要是因为行业营运资金压力增大，且 PPP 等投融资类项目逐渐增多，引发企业债务水平普遍上升。

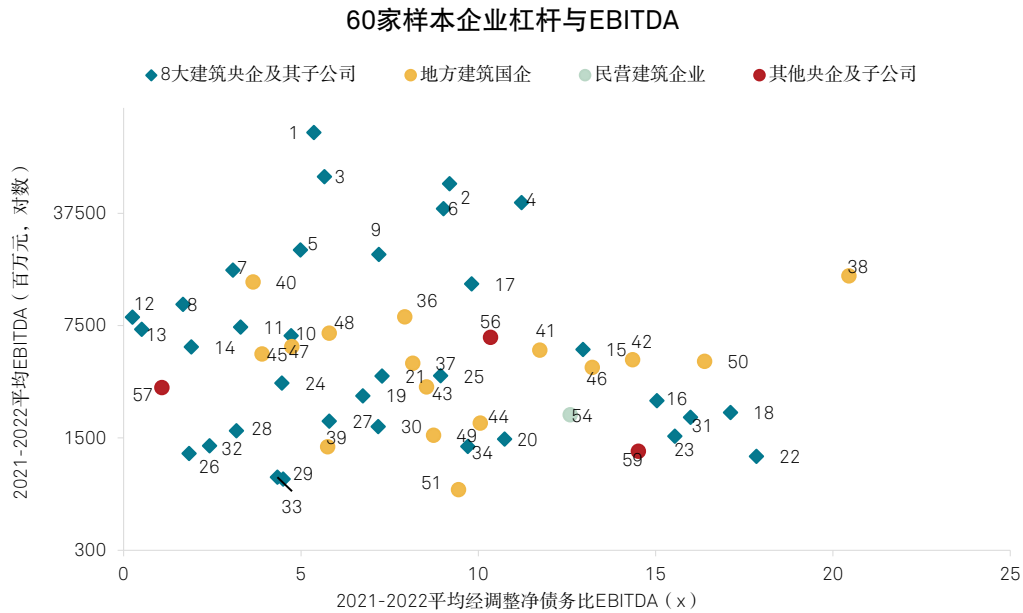
图18



资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

60 家样本企业里面的八大建筑央企及其子公司中，中国化学系统的杠杆水平最低，中国建设和中国电建下属部分成员单位也表现出较低的杠杆水平，而中国交建系统由于加大力度拓展投融资项目，整体杠杆水平较高。地方建筑国企整体杠杆水平较高，其中四川路桥、山东高速和上海隧道的杠杆指标相对较好，而安徽建工、北京建工、山西路桥和云南建投债务负担较重。其他央企及子公司因主要聚焦于专业施工领域，样本间杠杆水平差异较大，其中中材国际的杠杆水平最低，中铝国际的杠杆水平最高。民营企业的杠杆水平普遍很高。

图19



资料来源：Wind、标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

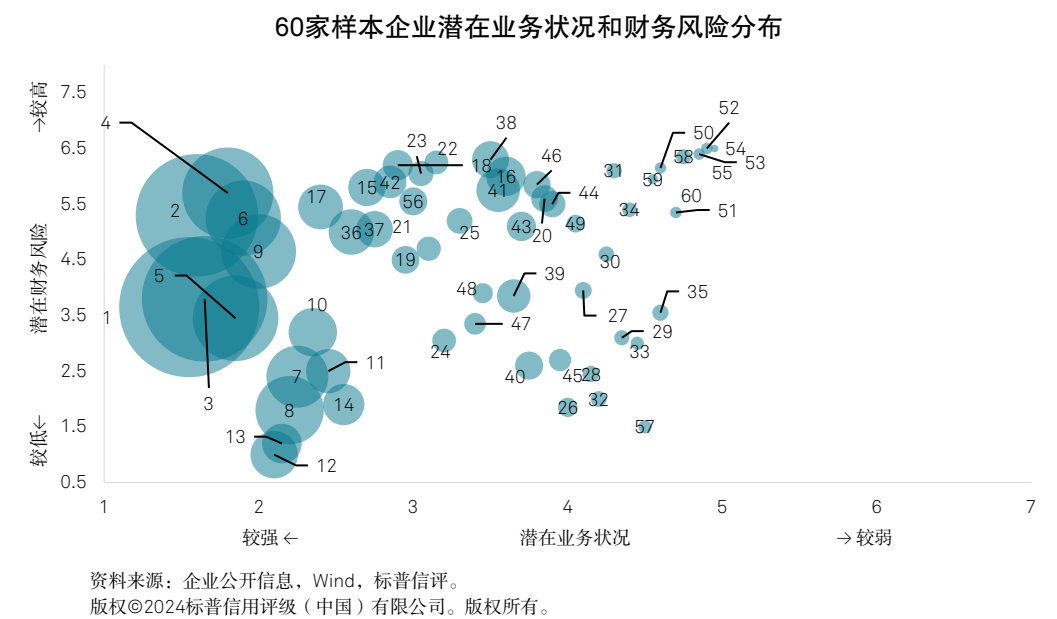
图中序号分别指代：

1	中国建筑	16	中建四局	31	水电十四局	46	安徽建工
2	中国中铁	17	葛洲坝	32	水电十一局	47	上海隧道
3	中国铁建	18	中交二航	33	电建市政	48	上海城建
4	中国交建	19	中交二公	34	中交天津	49	北京路桥
5	中国中冶	20	中建六局	35	中建交通	50	山西路桥
6	中国电建	21	中交路桥	36	上海建工	51	宁波建工
7	中建八局	22	中交一航	37	湖南建工	52	腾越建筑
8	中建三局	23	中交三航	38	云南建投	53	江河创建
9	中国能建	24	中交四航	39	广州建筑	54	龙元建设
10	中建二局	25	中交疏浚	40	四川路桥	55	弘高设计
11	中建五局	26	中建科工	41	山西建投	56	中核工业
12	中国化学集团	27	水电七局	42	北京建工	57	中材国际
13	中国化学股份	28	水电四局	43	四川华西	58	中铝国际
14	中建一局	29	水电五局	44	浙江建投	59	建材国际
15	中交一公	30	水电八局	45	山东高速	60	中煤地质

潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了 60 家样本企业的潜在业务状况和财务风险分布，如下图。通常情况下，业务状况和财务风险综合构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性等企业自身的其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。

图20



外部支持

在得出企业的潜在个体信用状况后，我们还考虑了政府或集团支持对企业信用状况的影响。

我们认为，建筑央企集团对中央政府普遍重要性很高。建筑央企集团具有庞大的施工业务体量和跨区域广泛分布的业务布局，不仅在推进中国新型城镇化建设的过程中发挥重要的作用，对于吸纳解决就业和拉动地方经济也具有重大意义。我们认为，建筑央企集团掌握高精尖施工技术，在建设具有国际影响力的高难度工程项目中扮演着至关重要的角色。同时，建筑央企集团遍布“一带一路”国家的海外项目对于推进中国的外交政策和树立国际影响力起着十分重要的作用。

我们认为，央企建筑子公司对集团普遍重要性高。尽管建筑央企集团因历史沿革等因素，下属建筑子公司众多，使得单一一家央企建筑子公司对集团收入和利润的贡献程度一般，但是央企子公司在股权和管理上与集团紧密度很高，并且使用集团品牌开展业务，市场声誉关联程度很高。

相比之下，我们认为地方建筑国企对于当地政府的重要性可能处于中等水平。其一，地方建筑国企主要在本省内开展房建基建业务，其业务高度市场化，省内仍有大量建筑央企共同参与竞争，同时多数地方建工企业也需要通过拓展省外业务增强市场竞争实力。其二，建筑业务的可替代性较强，地方政府可以在市场中找到其他主体履行这些建筑国企的职能。

对于隶属于集团的民营建筑企业，我们会具体分析集团对企业信用质量的影响。这种影响可能是正面的，可能是负面的，也有可能是中性的。我们考量的因素通常包括集团自身的信用质量、企业在集团内的职能定位及业务关联度、企业预计能从集团获得的支持，以及集团可能对企业产生的其他影响。

附录

样本企业简称及全称对照

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	安徽建工集团股份有限公司	安徽建工	地方国有企业
2	北京弘高创意建筑设计股份有限公司	弘高设计	民营企业
3	北京建工集团有限责任公司	北京建工	地方国有企业
4	北京市政路桥股份有限公司	北京路桥	地方国有企业
5	广州市建筑集团有限公司	广州建筑	地方国有企业
6	湖南建工集团有限公司	湖南建工	地方国有企业
7	江河创建集团股份有限公司	江河创建	民营企业
8	龙元建设集团股份有限公司	龙源建设	民营企业
9	宁波建工股份有限公司	宁波建工	地方国有企业
10	山东高速路桥集团股份有限公司	山东高速	地方国有企业
11	山西建设投资集团有限公司	山西建投	地方国有企业
12	山西路桥建设集团有限公司	山西路桥	地方国有企业
13	上海城建(集团)有限公司	上海城建	地方国有企业
14	上海建工集团股份有限公司	上海建工	地方国有企业
15	上海隧道工程股份有限公司	上海隧道	地方国有企业
16	四川华西集团有限公司	四川华西	地方国有企业
17	四川路桥建设集团股份有限公司	四川路桥	地方国有企业
18	腾越建筑科技集团有限公司	腾越建筑	民营企业
19	云南省建设投资控股集团有限公司	云南建投	地方国有企业
20	浙江省建设投资集团股份有限公司	浙江建投	地方国有企业
21	中国电建市政建设集团有限公司	电建市政	八大建筑央企及其子公司
22	中国电力建设股份有限公司	中国电建	八大建筑央企及其子公司
23	中国葛洲坝集团股份有限公司	葛洲坝	八大建筑央企及其子公司
24	中国核工业建设股份有限公司	中核工业	其他央企及子公司
25	中国化学工程股份有限公司	中国化学股份	八大建筑央企及其子公司
26	中国化学工程集团有限公司	中国化学集团	八大建筑央企及其子公司
27	中国建材国际工程集团有限公司	建材国际	其他央企及子公司
28	中国建筑第八工程局有限公司	中建八局	八大建筑央企及其子公司
29	中国建筑第二工程局有限公司	中建二局	八大建筑央企及其子公司
30	中国建筑第六工程局有限公司	中建六局	八大建筑央企及其子公司
31	中国建筑第四工程局有限公司	中建四局	八大建筑央企及其子公司
32	中国建筑第五工程局有限公司	中建五局	八大建筑央企及其子公司

33	中国建筑股份有限公司	中国建筑	八大建筑央企及其子公司
34	中国建筑一局(集团)有限公司	中建一局	八大建筑央企及其子公司
35	中国交通建设股份有限公司	中国交建	八大建筑央企及其子公司
36	中国能源建设股份有限公司	中国能建	八大建筑央企及其子公司
37	中国水利水电第八工程局有限公司	水电八局	八大建筑央企及其子公司
38	中国水利水电第七工程局有限公司	水电七局	八大建筑央企及其子公司
39	中国水利水电第十四工程局有限公司	水电十四局	八大建筑央企及其子公司
40	中国水利水电第十一工程局有限公司	水电十一局	八大建筑央企及其子公司
41	中国水利水电第四工程局有限公司	水电四局	八大建筑央企及其子公司
42	中国水利水电第五工程局有限公司	水电五局	八大建筑央企及其子公司
43	中国铁建股份有限公司	中国铁建	八大建筑央企及其子公司
44	中国冶金科工股份有限公司	中国中冶	八大建筑央企及其子公司
45	中国中材国际工程股份有限公司	中材国际	其他央企及子公司
46	中国中铁股份有限公司	中国中铁	八大建筑央企及其子公司
47	中建交通建设集团有限公司	中建交通	八大建筑央企及其子公司
48	中建科工集团有限公司	中建科工	八大建筑央企及其子公司
49	中建三局集团有限公司	中建三局	八大建筑央企及其子公司
50	中交第二公路工程局有限公司	中交二公	八大建筑央企及其子公司
51	中交第二航务工程局有限公司	中交二航	八大建筑央企及其子公司
52	中交第三航务工程局有限公司	中交三航	八大建筑央企及其子公司
53	中交第四航务工程局有限公司	中交四航	八大建筑央企及其子公司
54	中交第一航务工程局有限公司	中交一航	八大建筑央企及其子公司
55	中交路桥建设有限公司	中交路桥	八大建筑央企及其子公司
56	中交疏浚(集团)股份有限公司	中交疏浚	八大建筑央企及其子公司
57	中交天津航道局有限公司	中交天津	八大建筑央企及其子公司
58	中交一公局集团有限公司	中交一公	八大建筑央企及其子公司
59	中铝国际工程股份有限公司	中铝国际	其他央企及子公司
60	中煤地质集团有限公司	中煤地质	其他央企及子公司

注：上述企业按拼音先后排序。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。