

信用等级通知书

信评委函字 [2018]1784D 号

中国建筑第二工程局有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“中国建筑第二工程局有限公司2019年度
第一期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际
信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级
展望为稳定，本期中期票据的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一八年十一月二十日

中国建筑第二工程局有限公司 2019 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	中国建筑第二工程局有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AAA
注册额度	30 亿元
本期规模	基础发行规模 15 亿元，发行金额上限 30 亿元
发行期限	赎回前长期存续，于公司依据发行条款的约定赎回时到期
偿还方式	每年付息一次（可递延支付）；在第三个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据
发行用途	偿还有息债务

概况数据

中建二局	2015	2016	2017	2018.9
总资产（亿元）	717.73	847.53	958.54	1,155.16
所有者权益合计（亿元）	102.60	115.92	147.33	177.18
总负债（亿元）	615.12	731.61	811.22	977.98
总债务（亿元）	122.01	123.74	136.07	176.90
营业总收入（亿元）	1,018.88	1,069.27	1,095.28	926.32
净利润（亿元）	20.07	20.10	24.92	17.29
EBIT（亿元）	33.80	32.52	40.18	-
EBITDA（亿元）	40.59	39.17	46.74	-
经营活动净现金流（亿元）	40.49	44.88	-12.60	-24.86
营业毛利率(%)	7.21	5.43	5.79	5.30
总资产收益率(%)	5.34	4.15	4.45	-
资产负债率(%)	85.70	86.32	84.63	84.66
总资本化比率(%)	54.32	51.63	48.01	49.96
总债务/EBITDA(X)	3.01	3.16	2.91	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.48	6.47	6.88	-

注：公司财务报告均依据新会计准则编制；2018 年三季度财务报表未经审计。

分析师

项目负责人：王慧媛 hywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：刘莹 yliu02@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 11 月 20 日

基本观点

中诚信国际评定中国建筑第二工程局有限公司（以下简称“中建二局”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“中国建筑第二工程局有限公司 2019 年度第一期中期票据”的信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了我国城市化进程提速带来的发展机遇、控股股东实力极强且对公司支持力度大、建筑施工业务承揽能力强且业务结构持续优化、收入规模稳定上升、盈利能力有所提高以及货币资金充足、银企关系良好对其整体信用实力的支持；中诚信国际同时关注基础设施资本运营业务扩张或将给公司带来一定资金支出压力以及资产负债率高位运行等因素对其经营和整体信用实力的影响。

优势

- 我国城镇化建设提速将为公司带来良好的发展机遇。伴随着我国城镇化进程的快速推进，中国城市化率的提升将对基础设施建设和房屋建设产生持久而巨大的需求，为上述两个行业创造广阔的发展空间。
- 控股股东实力极强，对公司支持力度较大。公司控股股东中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”）是中国最大的建筑房地产综合企业集团、发展中国家和地区最大的跨国建筑公司，2018 年分别位列“ENR 国际承包商 250 强”第 8 位和“ENR 全球承包商 250 强”第 1 位。作为控股股东，中建股份在业务及资金上给予公司较大支持。
- 建筑施工项目承揽能力很强，业务结构优化。公司为全国四家之一、核系统外唯一拥有“民用核安全机械设备安装许可证”资质的建筑企业。近年来，公司承揽能力不断增强，2017 年建筑施工新签合同额增至 2,679.00 亿元，其中基础设施工程新签合同额占比为 25.12%；2018 年 1~9 月，公司新签合同额达 2,007.00 亿元，很强的项目承揽能力和持续优化的业务结构为其收入的增长和盈利能力的提升奠定了基础。
- 收入规模持续上升，盈利能力有所提高。随着承揽水平和施工能力的不断提升，公司营业总收入呈持续增长态势，2017 年为 1,095.28 亿元，净利润率为 2.28%，保持在较好水平。
- 货币资金充足，银企关系良好。2015~2018 年 9 月末，公司货币资金能够完全覆盖同期末短期债务。截至 2018 年 9 月末，公司共获得各银行综合授信额度 676.97 亿元，其中未使用额度 419.25 亿元，具有极强的财务弹性。

关注

- 基础设施资本运营业务扩张或将给公司带来一定资金支出压力。2017 年以来，基础设施投融资业务规模快速扩大，以 PPP 模式开展基础设施建设投资后续仍面临较大规模的资金支出，公司未来或将面临一定的资本支出压力。
- 资产负债率高位运行。近年来公司资产负债率维持高位运行，2018 年 9 月末为 84.66%。随着未来基础设施资本运营项目的推进，公司负债水平或将面临一定上升压力。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本期评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

中建二局前身是中国人民解放军华东野战军步兵第 99 师，组建于 1952 年，是国家“一五”时期 156 项重点工程建设的骨干队伍。2007 年 12 月，中国建筑工程总公司¹整体改制上市，公司改制成为有限责任公司（法人独资），并更名为中国建筑第二工程局有限公司。截至 2018 年 9 月末，公司实收资本为 50.00 亿元，中建股份持有其 100% 股权，为实际控制人，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为其最终控制人。

公司主业涉及建筑施工、房地产开发和工业制造等领域，拥有建筑工程和市政公用工程施工总承包特级资质，工程设计建筑行业（建筑工程）和工程设计市政行业甲级资质，以及电力工程、机电工程、钢结构工程、公路路基工程和桥梁工程等多项施工总承包一级和专业承包一级资质。截至 2018 年 9 月末，公司拥有全资及控股二级子公司 25 个。

截至 2017 年末，公司总资产 958.54 亿元，所有者权益 147.33 亿元，资产负债率 84.63%；2017 年，公司实现营业总收入 1,095.28 亿元，净利润 24.92 亿元，经营活动净现金流-12.60 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司总资产 1,155.16 亿元，所有者权益 177.18 亿元，资产负债率 84.66%；2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 926.32 亿元，净利润 17.29 亿元，经营活动净现金流-24.86 亿元。

本期票据概况

中期票据注册额度 30 亿元，本期采用发行金额动态调整机制发行，基础发行规模 15 亿元，发行金额上限 30 亿元，并在条款设置上区别于一般中期票据，具有一定的特殊性。

利率方面，本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据首个重新定价周期（第 1 个计息年度至第 M 个计息年度，M=3，下文同）内的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在首个重新定价周期内保持不变。自第 M+1 个计息年度

起，每 M 年重置一次票面利率；首个重新定价周期内的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为集中簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中 M 年期国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司不行使赎回权，则从第 M+1 个计息年度开始每 M 年调整一次票面利率，重置后的票面利率为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，在之后的 M 个计息年度内保持不变；其中基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中待偿期为 M 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响，导致当期基准利率在利率重置日不可得，则票面利率将采用票面利率重置日之前一期票面利率再加上 300 个基点确定。

本期票据具有递延支付条款。条款规定除非发生强制付息事件，本次中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红或减少注册资本，则不得递延当期利息以及按本条款已经递延的利息及其孳息。如公司存在递延支付利息的情况时，直至已递延的利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得从事向普通股股东分红或减少注册资本的行为。

在赎回权方面，本期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在其依据发行条款的约定赎回时到期。公司于本期中期票据第 3 个和其后每个付息日均有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金和利息清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

¹ 2017 年 12 月，经国务院国资委批准，中国建筑工程总公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后中国建筑总公司更名为中国建筑集团有限公司，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责。

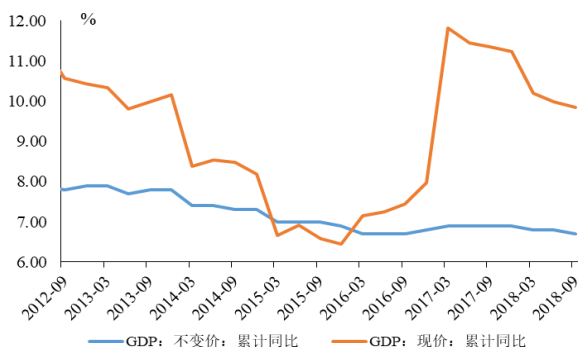
募集资金用途

公司本期中期票据募集资金基础规模 15 亿元，上限 30 亿元，拟全部用于偿还有息债务。

宏观经济和政策环境

2018 年三季度，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽然经济运行所面临的内外不确定性增多，但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下，四季度经济增长或略好于预期。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

经济总体下行，但结构性利好因素仍存。前三季度，GDP 同比增长 6.7%，较上半年回落 0.1 个百分点，较去年同期回落 0.2 个百分点，名义 GDP 持续回落。其中，三季度 GDP 同比增长 6.5%，较二季度回落 0.2 个百分点，较去年同期回落 0.3 个百分点，为 2009 年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下，工业和制造业增速稳中趋缓；虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长，制造业投资回升，但基建投资仍未见起色，投资持续低位运行；居民实物消费表现低迷，社会消费品零售总额增速延续个位数运行；外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间，中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而，虽然经济下行压力已然显现，但经济运行中依然存在一定的积极因素：今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上，包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%，产业与需求结构持续转型；以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业，占规模以上工业增加值比重不

断提升，工业内部结构有所优化；企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平，经济运行微观基础并未出现大幅恶化；民间投资回暖，新动能投资占比提高，投资结构稳步调整。综合来看，经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程，这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外，虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI 回升，但近期价格影响因素较为短期化，随着翘尾因素走弱，通胀并无需过分担忧。

展望未来，中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来，一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险，但风险化解和杠杆去化是长期过程，当前结构性风险依然较为突出：首先，宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位，债务风险仍然不容小视。今年以来，经济下行叠加融资收紧，偿债高峰期信用风险加速暴露。其次，信用扩张受阻，实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次，金融系统性风险虽然有所改善，但农商行不良贷款率持续攀升，银行体系结构性风险仍存。此外，虽然中国应对汇率波动的工具较丰富，但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下，人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看，中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化，宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”，货币政策边际宽松，财政通过减税降费提振内需，金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时，缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看，虽然中国经济面临的复杂因素增多，但宏观政策边际调整，对外开放进一步扩大，改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时，经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此，中诚信国际认为，中国经济虽然短期存在下行压力，但迈向高质量发展的方向并未改变，长期来看仍有平稳健康发展的基础。

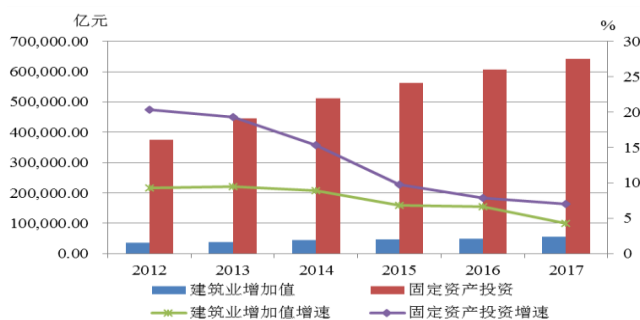
行业及区域经济

建筑施工行业

建筑业总体概况

建筑业是国民经济的重要支柱产业之一，其发展与社会固定资产投资规模保持着密切的关系。近年来，我国国民经济始终保持着快速良好的发展态势，全社会固定资产投资规模逐年递增，“十二五”期间实现年均复合增长率 15.94%。2017 年我国全社会固定资产投资为 641,238 亿元，同比增长 7.0%，增速同比降低。伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业亦保持了增长态势，“十二五”期间，建筑业增加值年均复合增长率为 9.75%。2017 年实现全社会建筑业增加值 55,689 亿元，同比增长 4.3%；同期，全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 7,661 亿元，同比增长 9.7%。中诚信国际注意到，近年来全社会固定资产投资虽然继续保持了较快的增长态势，但增速逐年回落，全社会固定资产投资增速的放缓对建筑行业形成了一定压力。

图 2：近年来我国建筑业增加值及增速与全社会固定资产投资总额及增速



资料来源：中华人民共和国国民经济和社会发展统计公报

中诚信国际认为，近年来随着全社会固定资产投资基数的不断增加，全社会固定资产投资增速回落属于正常现象，通过改变目前粗放的发展模式，我国建筑业实力仍在不断增强。未来，随着国内基础设施建设和新型城镇化进程的进一步推进，以及京津冀协同、长江经济带建设等国家战略规划的有效实施，我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，行业增加值增速将维持在一定的水平。

随着我国建筑业总产值和增加值屡创新高，依靠每年过万亿的市场规模以及较快的年均复合增长率，中国已成为全球规模最大的建筑市场，国际

地位突出。在美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志发布的“2018 年度全球承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 54 家企业入围。中诚信国际认为，受益于世界经济持续复苏，我国基础设施投资建设的重心将逐步向城市轨道交通、保障性住房、水利水电、电网改造和新能源等工程领域转移，建筑市场依然具有较大的发展空间。另外，我国建筑施工能力已达世界先进水平，国际工程承揽规模不断扩大，在美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志发布的“2018 年度全球最大 250 家国际承包商”排行榜中，中国大陆共有 69 家企业入围。

表 1：“2018 年度全球承包商 250 强”前八位中国企业

序号	公司名称	2018 年	2017 年
1	中国建筑股份有限公司	1	1
2	中国中铁股份有限公司	2	2
3	中国铁建股份有限公司	3	3
4	中国交通建设集团有限公司	4	4
5	中国电力建设集团有限公司	6	5
6	上海建工集团股份有限公司	9	9
7	中国冶金科工集团公司	10	8
8	中国能源建设股份有限公司	12	11

资料来源：美国《工程新闻记录》(ENR) 杂志

中诚信国际同时关注到，建筑行业作为高耗能行业，其发展与国家低碳绿色发展战略有所背离。据统计，我国建筑业能耗占全社会能源消耗的 30% 左右，超过 95% 的既有建筑属于较为落后的高耗能建筑，此外建筑垃圾占居民活动产生垃圾总量的 40%。根据国家领导人重要讲话中的减排目标，“到 2030 年单位 GDP 能耗比 2005 年下降 60%~65%”，建筑业能否做好节能减排工作成为影响国家绿色目标的重要因素。在此背景下，发展绿色建筑、实现产业升级成为建筑行业发展的当务之急。

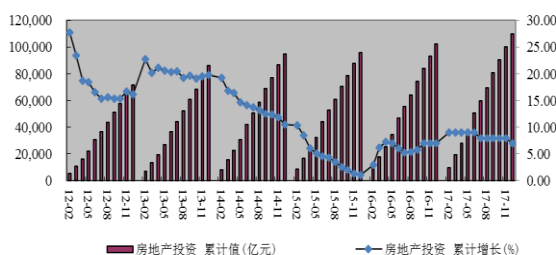
房屋建筑行业概况

随着我国城镇化进程的推进和居民收入水平的提高，住宅、商业地产、企业生产和办公用房、城市公共房建设等建设需求保持了平稳增长。

近年来，我国房地产行业的快速发展成为推动房屋建筑市场增长的重要力量。2015 年以来，虽然房地产市场需求出现回暖，但区域分化问题依然明显，房地产开发商对于三四线城市依然保持较为谨慎的态度，由于三四线地区房地产开发投资占比较

高，因此对房地产开发投资增速产生明显拖累。2017 年，国内商品房销售金额仍保持增长，房地产开发商补货意愿仍然较强，房地产开发投资同比增长 7.0%至 10.98 万亿元，其中，住宅投资同比增长 9.4%至 7.51 万亿元。2018 年 1~7 月，全国住宅开发投资 4.64 万亿元，同比增长 14.2%，持续保持高增速。

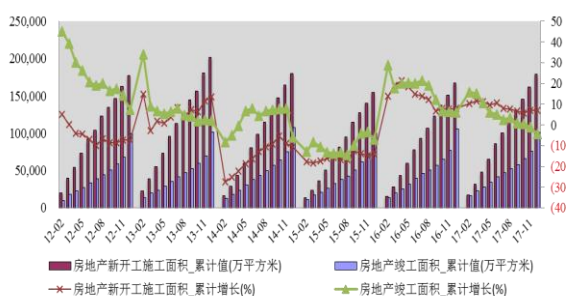
图 3：2012 年以来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从施工情况来看，2015 年以来，虽然购房政策扶持力度较大，且市场需求好转，但需求传导至供给需要一定的时间，更为重要的是全国房地产市场整体库存压力依旧较大，这也压制了房地产开发商开工意愿，因此当期新开工面积同比增速依旧处于下滑态势。在市场持续热销的带动下，2016 年以来房地产新开工面积增速发生反弹，结束了自 2014 年以来连续 24 个月的同比下降，当年房地产新开工面积同比增长 8.1%至 16.69 亿平方米。2017 年，全国土地成交面积恢复增长，加之三、四线城市销售势头良好，企业推货力度加大，当期房地产新开工面积同比增长 7.0%至 17.87 亿平方米。2018 年 1~7 月，住宅新开工面积 8.47 亿平方米，同比增长 18.0%，今年以来新开工增速波动上升，但随着房地产开发深度调控的持续进行，房屋建筑行业发展或将受到一定影响。

图 4：2012 年以来全国房屋新开工和竣工面积



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着国家对房地产市场，尤其是商品房住宅市场的深度与持久地调控，房屋建筑市场形势渐趋复杂。近年来，在国家各级政府政策的支持下，保障性住房成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。2017 年，全国城镇棚户区住房改造开工 609 万套，全国城镇保障性安居工程基本建成 686 万套，未来建设速度有望得到进一步提升。中诚信国际认为，我国政府大力推进的保障房建设可有效弥补商品房住宅市场的下滑风险，从而提供新的机遇和广阔的市场前景。另外，中诚信国际也注意到，除保障房带动房屋建筑行业保持增长外，工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等也带来大量厂房、办公用房的建设需求，城市发展中的大型文体场馆等城市公共设施建设需求也将维持增长趋势。

综上所述，随着我国城镇化的推进和居民收入水平的提高，住宅、商业地产、企业生产和办公用房、城市公共设施等的建设需求将保持增长，房屋建筑市场未来发展空间依然广阔，总体将保持增长趋势，但增速将有所放缓。中诚信国际认为，短期内房屋建筑行业将随着房地产行业政策和供需双方心理变化呈现阶段性的波动，不确定性较高，但受益于我国政府力推保障性住房的建设，这将在一定程度上平滑房屋建筑市场的波动，有望成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。

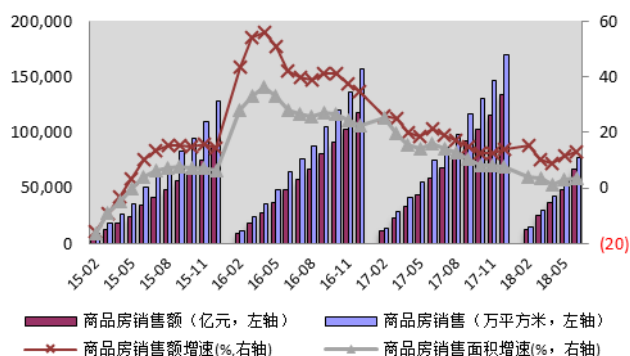
房地产开发行业

2015 年以来，随着一系列扶持购房需求政策的陆续推出以及央行的连续降息，市场需求开始逐步释放，房地产市场需求转暖，全国商品房销售金额和销售面积同比增速分别在 2015 年 5 月和 6 月由负转正。2015 年，全国商品房销售额和销售面积分别为 8.73 万亿元和 12.85 亿平方米，同比增长 14.4%和 6.5%。2016 年 1~9 月，在政府“去库存”的大基调下，整体政策环境保持宽松，房地产市场明显复苏，销售势头强劲，当期全国商品房销售额和销售面积同比分别大幅增长 41.3%和 26.9%至 8.02 万亿元和 10.52 亿平方米，尤其是一线城市、部分热点二线城市（南京、苏州、杭州、厦门等）以及发达城市群卫星城市（惠州、东莞、昆山、廊坊等）市场销售表现尤其突出。但为抑制房价快速上涨，

9月底以来，国内多个城市推出楼市调控政策，商品房销售增幅有所放缓，全年销售额和销售面积同比涨幅分别收窄至34.8%和22.5%，规模分别达11.76万亿元和15.73亿平方米。2017年，受楼市调控政策的影响，商品房销售增速持续放缓，当期全国商品房销售金额和销售面积分别为13.37万亿元和16.94亿平方米，同比涨幅分别收窄至13.7%和7.7%。2018年1~6月，虽然房地产市场调控政策仍然严厉，但市场整体需求依然旺盛，全国商品房销售金额和销售面积仍旧保持增长，同比涨幅分别为13.2%和3.3%。

图5：近年来全国商品房销售情况

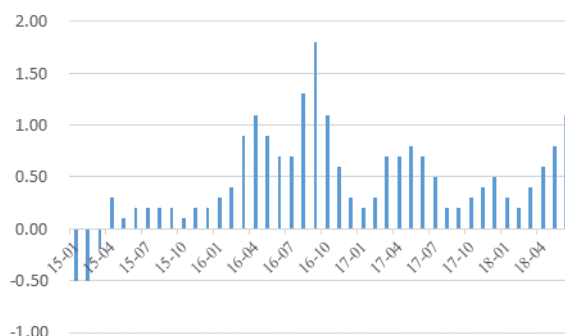
(单位：亿元、百万平米、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

商品房销售价格方面，自2015年4月至2016年9月，伴随着市场需求的回暖带动房地产销售价格企稳回升，70城市价格指数实现连续的环比增长，且环比增幅在2016年3月份以来明显加大，2016年3~9月价格指数环比涨幅的平均值已达1.06%这一近年来的高点，部分新房库存较少的城市面临房价上涨过快的压力。但随着2016年9月底以来楼市调控政策密集出台，并于2017年3月起加码升级，价格指数环比涨幅开始呈现明显收窄，从2016年9月份环比涨幅1.80%的高点降至2017年9月份的0.2%，2017年9~12月价格指数环比涨幅有所回升，但幅度仍然较小。2018年1~6月，在需求端的带动下，价格指数环比涨幅连续抬升，但整体涨幅仍较为可控。

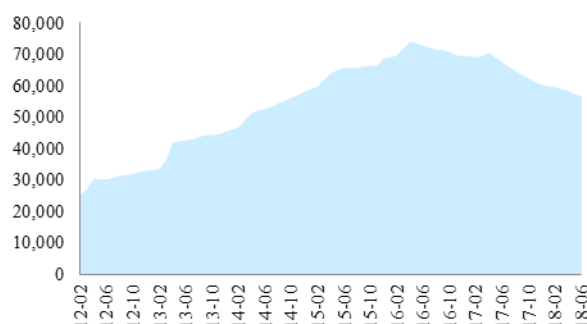
图6：近年来全国70个大中城市新建商品住宅价格指数环比 (单位：%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2015年以来，虽然全国商品房销售情况持续好转，但由于新开工和竣工面积依旧维持在较高水平，因此全国商品房待售面积仍有所攀升，2015年末为7.19亿平方米，较2014年末继续增加0.97亿平方米，其中住宅待售面积4.52亿平方米，同比增加0.45亿平方米。2016年，虽然当期房地产市场销售表现良好，但由于竣工未售量的累计以及旧库存去化速度慢，当期末待售面积仅小幅降至6.95亿平方米；2017年及2018年1~6月，随着棚改货币化等去库存政策的持续推进，明显拉动了三、四线城市购房需求，2018年6月末全国商品房待售面积降至5.51亿平方米，房地产整体降库存效果较为明显，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，基本面情况并未好转。

图7：近年来全国商品房待售情况 (单位：万平方米)

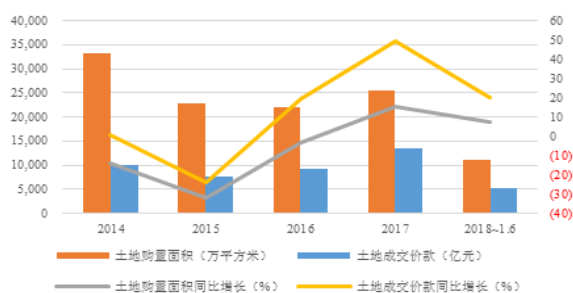


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地成交方面，2015年以来，土地市场延续了2014年的格局，全年全国土地购置面积和土地成交价款同比下滑幅度达31.7%和23.9%。同时，中诚信国际关注到，2015年一线城市和部分二线城市商品房出现量价齐升的局面，进而带动其土地成交价

款和成交均价出现较大幅度的上涨，土地市场分化格局更为明显。2016年以来，土地市场延续着分化的格局，上海、南京、苏州、杭州等热点一、二线城市土地市场竞争激烈，呈现出“高地价、高溢价”特征，地块楼面单价屡创历史新高，在此带动下，2016年全国土地成交价款为9,129亿元，同比增加19.8%；但土地购置面积受一二线城市土地供给量明显减少的影响，同比下降3.4%至2.20亿平方米。2017年，国内一、二线城市加大土地供给力度，加之单位土地成本的上升，当期土地购置面积和土地成交价款分别为2.55亿平方米和13,643亿元，分别同比增长15.8%和49.4%。2018年1~6月，国内土地市场当期土地购置面积和土地成交价款分别同比增长7.2%和0.3%，但涨幅已较2017年显著下降，同时土地成交溢价率亦较上年明显下滑，土地市场已有所冷却。此外，中诚信国际也关注到2016年下半年至2017年，部分开发商在热点城市购入高溢价率的土地，项目的获取单位成本已超出周边楼盘的在售价格，目前部分地区对新房预售价格审批管控严厉，倘若销售情况未达预期，将对上述项目的利润率产生侵蚀，甚至发生存货减值的风险。

图 8：近年来房地产开发企业购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

行业政策方面，在2016年9月末的首轮调控后，部分热点二线城市市场热度依然不减，为引导房价理性回归，2017年3月以来房地产市场调控进一步加码升级，当年末，全国已有超过60个城市出台不同程度的调控政策，调控政策集中分布在京津冀、长三角和珠三角等多个城市群，调控内容不断细化，因城施策和分类调控已成为主流，通过居民购买端、新房销售端、土地购买端和企业融资端

等多方面显著加强对房地产市场的调控，从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分：十九大报告正式确立租售并举的住房制度，强调租售同权，即租房者可同等享受基本公共服务和鼓励租赁住房消费，给予税收优惠和金融支持。2017年7月，住建部等九部委下发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都等12个城市作为首批试点。随后，国土部、住建部联合发布《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定北京、上海、南京、杭州等13个城市进行集体建设用地建设租赁住房试点。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，2017年房屋租赁市场进入规模发展的新阶段，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信国际也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

受严厉调控政策的影响，2017年房企销售回款增速不断回落，同时房企补货需求仍旺盛，财务杠杆上升明显，偿债指标有所弱化，融资渠道的收紧和公开债务面临到期高峰将对企业再融资能力形成考验；在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度加速提升，在销售规模、开发运营等方面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

总体看来，随着一系列扶持购房需求政策的推出以及央行的连续降息，2015年以来全国商品房销售量价齐升，呈现明显复苏态势，但2016年9月底以来楼市调控政策密集出台，且2017年3月起进一步加码升级，对房地产价格增速过快的现象起到了有效的抑制作用，国内商品房销售增速亦有所减缓，同时受央行货币政策调整的影响，房地产企业在资本市场融资成本面临回升压力。中诚信国际将继续关注房地产市场长效调控机制、城市调控政策、融资政策以及货币政策对房地产企业的影响情况。

近期关注

我国城镇化建设提速将释放巨大内需能量，为建筑业发展提供了持续动力

2012年12月4日，中共中央政治局召开会议传递出一系列经济信号，其中“城镇化”被摆在了显著位置；另外，李克强总理也多次在不同场合提及新型城镇化，并寄望于通过推行新型城镇化来解决当下中国诸多问题，带动经济发展。2014年3月16日，新华社发布中共中央、国务院印发的《国家新型城镇化规划（2014~2020年）》指出，我国未来一段时间内要着重解决好农业转移人口落户城镇、城镇棚户区和城中村改造、中西部地区城镇化等问题，推进城镇化沿着正确方向发展。中诚信国际认为，我国新一届政府大力倡导新型城镇化建设，无疑将加快城市现代化进程，释放出巨大的内需能量，这也正是未来几十年我国经济结构调整的主要源动力。

根据国家统计局公布的数据显示，我国城镇化率已由2012年末的52.57%持续提升至2017年末的58.52%，但仍明显低于发达国家近80%的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平。中诚信国际认为，城镇化已成为我国未来经济发展新的巨大“引擎”，每一个百分点的城镇化率，对应的都是上千万人口以及数以万亿元计的投资和消费，而这些投资和消费很大一部分要用于城市基础设施建设，这无疑为建筑行业发展注入了强劲动力。

就建筑行业本身而言，除现有的老城镇改造以外，新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题，会衍生出广大的新兴市场，这必将为建筑企业提供巨大的市场空间。此外，中诚信国际还注意到“新型城镇化”不同于传统意义中的“城镇化”，未来的城镇化将协调工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展，是较高水平的城镇化，主要体现在以县域城镇为主要载体的城乡一体化协调发展，并融入建设智能城市和绿色城市等概念。未来，建筑企业需合理把握市场契机，把环保、低碳、低能耗等建设理念融入到企业管理经营中，并不断吸收新技术，培养和使用复合型人才，拓宽新的建设领域，增强综合竞争实

力。

综上，伴随着我国城镇化进程的加快推进，必然导致对住宅、办公楼、体育场馆等城市基础设施产生大量需求，尤其对以房建和基建为主业的建筑企业发展带来有力的支撑。但中诚信国际也关注到，“新型城镇化”对建筑行业带来的积极效应不会在短期内显现，预计市场需求将在中长期逐步释放。

政府出台了多项政策鼓励社会资本通过 PPP 模式进入基础设施建设行业并获得了一定成效；2017 年下半年以来国家对 PPP 业务的监管趋严，未来发展的不确定性也对建筑企业经营提出了更高要求

2013年11月，中共中央发布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确指出允许社会资本通过特许经营参与城市基础设施投资和运营，即推广 PPP（Public-Private Partnership）模式在城市基础设施领域的应用。在我国，建筑企业是 PPP 项目的投资建设主要参与方之一。在目前建设资金偏紧的环境下，PPP 模式一定程度上解决了地方政府融资难的问题，使得一些传统模式无法推行的项目变为可能，同时也为建筑企业提供了更广阔的市场空间；其次，企业参与到包括项目设计和可行性研究等在内的整个项目运行周期中，能有效地实现对项目的管控，实力更强的建筑企业能够在市场上脱颖而出，更好地抵御建筑市场波动的风险。

近年来，国家发改委、财政部、国土资源部、银监会和国家铁路局相继或联合发文，支持社会资本以独资、合资等多种投资方式建设和运营基础设施项目。2014年出台的一系列政策以 PPP 模式推广的指导性意见为主，吸引社会资本参与公共产品和公共服务项目的投资和运营管理。2015年出台的 PPP 政策聚焦在完善相关制度建设和落地实施，如入库项目需要完成物有所值和财政承受能力论证才能进入采购和执行阶段等，为全国范围内推广 PPP 模式提供了制度保障。2016年以来随着对 PPP 模式的不断研究和探索，我国出台的 PPP 政策开始关注资本退出和金融创新，从建立合理投资回报机制、构建多元化退出机制、积极发挥金融机构作用、

鼓励引导民间投资和外商投资等方面做出具体工作部署，提高了社会资本的进入动力。2017年下半年，国家对PPP的指导政策和监管逐步趋严，11月10日财政部办公厅下发《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92号），严格新PPP项目入库标准，并集中清理已入库项目，明确要求各省级财政部门于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作。11月17日，中国人民银行协同三会和外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务指导意见（意见征求意见稿）》（下简称《意见稿》），其中对于资管产品投资非标准化债权资产和未上市股权的“期限错配”做出了明确规范。11月21日，国资委公布《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》（国资发财管〔2017〕192号），严控中央企业投资PPP业务风险，规范PPP股权投资。PPP模式已由2014年的培育阶段进入了政策规范和风险控制的阶段，后续项目入库将更注重项目质量的审核和执行效率。短期内入库项目标准的提升将阶段性的影响项目供给量，而对金融企业提供融资监管的趋严或将带来资金成本的抬升，社会资本方、金融机构及政府在项目接洽过程中的多向选择将更趋谨慎。但从长远来看，一系列监管政策的出台有利于PPP项目的规划化运作，资金亦将向合规、优质项目倾斜，从而保护PPP项目各参与方的应有利益。

2014年以来，财政部先后四次公布了示范项目名单，后经陆续调出部分项目，截至2018年9月末，国家PPP示范项目合计990个，投资额2.1万亿元，其中已落地项目865个，投资额1.9万亿元，签约社会资本1,519家，民营企业占比为39.7%；同期末，全国PPP综合信息平台项目库入库项目共计8,289个，投资额12.3万亿元。从回报机制来看，可行性缺口补助项目投资8.0万亿元，占比为65.0%；政府付费项目投资3.4万亿元，占比为27.6%；使用者付费项目投资0.9万亿元，占入库项目总投资的7.5%。

中诚信国际也关注到，PPP项目中政府扮演了多种角色，主导的工作包括需求分析、投资分析决

策、特许权授予、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，建筑企业在与政府的合作中可能面临政府不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进存在不确定性。此外，虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因PPP项目尚处于探索发展阶段，对口公共管理部门对项目推进中的各项问题可能缺乏妥善解决的经验，建筑企业维权的成本依然很高。目前，在我国基础设施建设中，应用PPP模式虽已有先例，但项目仍面临着投资额大、周期长、运营模式不明确、融资成本高、运营回报率低等一系列问题，项目进入实质性执行阶段尚存在一定困难。因此加快出台各项相关政策并推动项目实质性落地是PPP模式健康运营亟待解决的问题。

总体来看，随着中央和地方政府的重视与大力推进，未来采用PPP模式进行基建投资项目建设有望迎来良好的发展机遇，但对建筑企业来说同样蕴含着多种不确定性因素，也对企业项目管理、资金管控等提出了更高要求。

竞争及抗风险能力

股东实力极强

公司控股股东中建股份是中国最大的建筑房地产综合企业集团、发展中国家和地区最大的跨国建筑公司，也是全球最大的住宅工程建造商，从1984年起连年跻身于《美国工程新闻记录》ENR最大承包商行列，2018年分别位列“ENR国际承包商250强”第8位和“ENR全球承包商250强”第1位。2018年美国《财富》杂志公布的世界500强中，中建股份排名23位，较2017年上升1个名次，是入选该排名的国内企业中为数不多的来自竞争性领域的企业。与此同时，其下属“中海地产”品牌位居中国同行业最具影响力的品牌之列。作为中建股份下属重要的子公司之一，中建二局在资金、业务和技术等方面得到中建股份的大力支持，综合实力稳步提升。近年来，中建股份多次对公司现金注资，截至2018年9月末，公司实收资本增至50.00亿元，对自身业务规模增长提供了有力支持。

建筑施工业务发展迅速，项目承揽能力很强，

业务结构逐步多元化

公司的核心业务为建筑施工，兼营房地产开发和工业制造等板块，已形成了“1+3+3”的业务发展模式，即以房建为主营业务，基础设施资本运营业务、海外业务和房地产开发业务作为三个经济增长点，钢结构、建筑机械和电力建设作为三个特色板块。

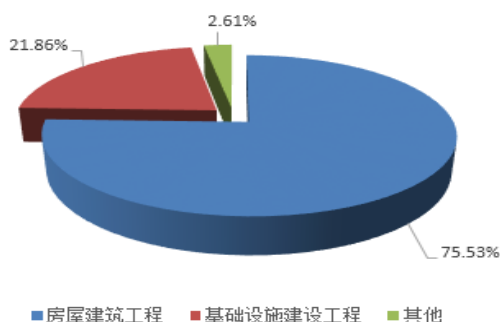
近年来，受益于我国城镇化进程的不断推进和公司多年来的市场拓展与深耕，建筑施工新签合同额持续增长，2015~2017 年分别为 2,100.00 亿元、2,350.00 亿元和 2,679.00 亿元，很强的项目承揽能力对公司建筑施工未来的收入增长构成有力支撑。房屋建筑工程作为公司传统业务，在新签合同总额中占比约为 70%，同时电力建设、公路等基础设施业务作为公司实施战略转型、业务结构调整的重点，近年来占新签合同额比重亦持续提升。资质方面，公司是核系统外唯一拥有“民用核安全机械设备安装许可证”资质的建筑企业，并于 2017 年 2 月取得市政公用工程施工总承包特级资质，未来随着基础设施建设投资规模的扩大，业务结构有望进一步优化。

综上，中建二局的股东实力极强且对其支持力度较大，建筑施工业务发展迅速，项目承揽能力很强，业务结构逐步向多元化发展。总体来看，公司具备极强的竞争及抗风险能力。

业务运营

公司主要业务包括房屋建筑工程、基础设施建设工程以及房地产开发和包括工业制造在内的等其他板块。2017 年，公司实现营业总收入 1,095.28 亿元，其中房屋建设工程、基础设施建设工程和其他业务收入占比分别为 75.53%、21.86%和 2.61%。

图9：2017年公司营业总收入构成



资料来源：公司提供

工程承包

业务概况

公司以工程施工业务为核心主业，近年来工程施工板块贡献的收入占营业总收入的比重维持在 95%以上。随着项目承揽规模的不断扩大，公司建筑施工能力和管理水平亦逐步提高，带动该板块收入规模和业务规模同步增长。截至 2018 年 9 月末，公司在手合同总额为 3,889.00 亿元，较为充足的项目储备为未来收入的持续增长提供一定支撑。

表 2：近年来公司新签合同额业务构成情况（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018.1~9
房屋建筑工程	1,573.00	1,668.00	1,843.00	1,565.00
基础设施建设工程	429.00	553.00	673.00	346.00
其中：电力建设	63.00	56.53	55.50	2.68
其他	98.00	129.00	163.00	96.00
新签合同总额	2,100.00	2,350.00	2,679.00	2,007.00

资料来源：公司提供

在区域布局方面，经过多年的发展和区域化整合的推进，公司重点打造了四大主力市场（华南、华东、华中和京津冀地区）结合三大重点发展市场（西北、西南和东北地区）的“4+3”市场布局，近年来四大主力市场新签占比保持在 70%以上，同时公司亦不断发展三大重点市场，各区域发展日趋均衡。2017 年，公司四大主力市场和三大重点发展市场新签合同额分别为 1,898.00 亿元和 685.00 亿元。资源集中投放的营销网络布局有助于提高公司建筑施工业务的区域竞争力，从而优化整体资源配置和利用效率。

表 3：近年来公司新签合同额区域结构（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018.1~9
四大主力市场	1,503.00	1,708.00	1,898.00	1,476.00
华南地区	491.00	535.00	521.00	439.00
华东地区	366.00	435.00	437.00	496.00
华中地区	395.00	406.00	520.00	281.00
京津冀地区	251.00	332.00	420.00	260.00
三大重点发展市场	565.00	590.00	685.00	468.00
西北地区	73.00	76.00	149.00	71.00
西南地区	359.00	354.00	402.00	309.00
东北地区	133.00	160.00	134.00	88.00

海外	32.00	52.00	95.00	63.00
新签合同总额	2,100.00	2,350.00	2,679.00	2,007.00

注：因四舍五入原因存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司海外业务以房建工程为主，在建筑主业中占比较小，主要市场位于东南亚地区（越南、柬埔寨、马来西亚等）、非洲南部地区（南非、博茨瓦纳、纳米比亚等）和大洋洲地区（澳大利亚、斐济等）。2015~2017 年，公司海外业务新签合同额分别为 32.00 亿元、52.00 亿元和 95.00 亿元，随着海外市场拓展力度的加大逐年上升。公司海外业务大多采用美元结算，由于整体规模较小，汇兑损益风险整体可控。2018 年 1~9 月，海外业务实现新签合同额 63.00 亿元。未来公司仍将遵循稳步发展的策略，在巩固非洲南部和东南亚区域的基础上，开拓东南非其他国别业务，实现海外业务长期稳定发展。同时，中诚信国际关注到，国际建筑施工业务面临一定的政治和经济风险，对公司的运营管理和风险控制提出了更高的要求。

房屋建筑工程

房屋建筑工程是公司建筑施工板块的主要组成部分，2015~2017 年新签合同额分别为 1,573.00 亿元、1,668.00 亿元和 1,843.00 亿元，占新签合同总额的比重维持在 70%左右；2018 年 1~9 月，房建业务新签合同额为 1,565.00 亿元，在新签合同总额中占比 77.98%。

从项目体量来看，近年来公司着力拓展合同金额较大的项目，2017 年承接 10 亿元以上的合同 59 个，合同金额合计达到 1,158.10 亿元，占当年新签合同总额的 43.23%；2018 年 1~9 月，公司新承揽 10 亿元以上大合同 30 个，合同金额合计为 556.52 亿元。客户结构方面，公司通过强化集团型的战略合作，初步形成了以万达集团、碧桂园和融创等为代表的大客户管理体系，住宅建设业务规模不断增加，客户质量和单个项目规模均明显提高，2017 年前十大业主新签合同额占新签合同总额的 22.94%。业务类型方面，公司承揽的房建项目以住宅和商业综合楼为主，2017 年这两项业务新签合同额合计占房建新签合同额的 85%以上，较高的客户质量以及以住宅和商业综合楼并重的房建业务结构有利于

在行业不断波动的情况下增强房建业务的抗风险能力，但同时，我国房地产去库存现状以及调控趋严对商品住宅开发市场影响较大，中诚信国际将关注其对公司房建施工业务的影响。近年来，公司凭借先进的技术实力和优秀的项目管理水平承建了一大批重点地标工程，截至 2018 年 9 月末，在建大型房建项目主要有中国西部国际博览城项目、太原万达广场施工总承包工程和成都天府汇中心项目等。

表 4：截至 2018 年 9 月末主要在建房建项目（单位：亿元）

项目名称	合同金额	开工日期
中国西部国际博览城项目	78.50	2014.06
太原万达广场施工总承包工程	37.54	2011.08
成都天府汇中心项目	33.54	2015.12
湖南长沙国际金融中心项目	30.14	2014.06
环球西安中心一期项目	25.00	2016.03
南宁万达茂二期项目	23.50	2015.09
成都天府万达	22.99	2016.05
石家庄华润中心	19.20	2015.05
深圳湾创新科技中心项目	19.00	2015.12
华悦商业广场	17.00	2016.01

资料来源：公司提供

基础设施建设工程

基础设施业务是公司实施战略转型、业务结构调整的重点，主要包括电力建设和公路、市政施工等。近年来，随着国家对基础设施投资力度的加大以及 PPP 模式的推广，该板块新签合同额持续增长，2015~2017 年分别为 429.00 亿元、553.00 亿元和 673.00 亿元；2017 年 2 月，公司取得市政公用工程施工总承包特级资质，带动该板块新签合同额进一步上升，亦为未来基建业务的拓展提供了良好支撑。2018 年 1~9 月，基础设施业务板块实现新签合同额 346.00 亿元。

电力建设是公司基建业务的特色板块，公司拥有“民用核安全机械设备安装许可证”资质，以核电建设业务为主，带动常规电建设业务的发展。近年来，该板块新签合同额维持在一定规模，2015~2017 年分别为 63.00 亿元、56.53 亿元和 55.50 亿元；2018 年前三季度，受前期核电项目逐步建设完成以及新开工批复进度较慢影响，该板块新签合同额为 2.68 亿元。未来，随着国家基础设施建设投

资维持较大规模、核电项目建设重启以及公司资质逐步完善升级，基建工程板块承揽规模有望进一步上升，趋向多元化发展的业务结构亦将有利于提升公司的整体竞争实力和盈利水平。

表 5：截至 2018 年 9 月末主要在建电力建设项目情况
(单位：亿元)

项目名称	合同金额	开工日期
广西防城港核电厂二期 3、4 号机组核岛土建工程	29.78	2016.03
台山核电 2 号机组核岛土建工程	16.00	2010.04
陆丰核电厂 1、2 号机组常规岛及 BOP 土建工程及厂前区	11.80	2014.06
阳江核电厂 3、4、6 号机组常规岛及 BOP 建筑工程	9.60	2010.11

资料来源：公司提供

整体来看，房建业务作为公司的核心业务近年来稳步发展，基础设施业务亦发展迅速，业务结构得到优化。随着业务结构的调整，未来公司基建业务规模有望持续上升，对房建业务的依赖程度或将下降，整体抗风险能力将受益于此而得到进一步增强。

资本运营业务

建筑行业集中度低、竞争激烈，在传统的施工承包模式下，低价竞争现象相当普遍，规模实力较强的建筑企业优势无法完全体现。近年来，在建筑施工“微利化”的形势下，公司逐步拓展 BT、PPP 等资本运营项目，以投融资带动总承包，实现投资与施工的联动。该类资本运营项目对建筑企业的资金实力、施工水平和项目管理能力都有更高要求，项目回款有保障且利润率高于单纯的工程承包业务。

BT 项目方面，2011 年，公司与廊坊市政府签

署了合同金额 18.89 亿元的城市基础设施 BT 项目，包括市政公路、迎宾广场、房建和污水处理厂等，于 2016 年 12 月竣工，累计完成投资 18.00 亿元，截至 2018 年 9 月末累计回购 17.40 亿元，将于 2019 年 3 月完成回购，预计回款总额为 19.20 亿元。此外，2013 年公司首次尝试融投资带动总承包模式，中标天津大学新校区项目，项目投资额 9.85 亿元，截至 2018 年 9 月末已完成全部投资并处于回购期，累计完成投资、累计回购分别为 9.50 亿元和 8.19 亿元。

随着国家在基础设施建设领域大力推广 PPP 模式，公司不断延伸产业链，依托自身在建筑施工行业的领先地位、丰富的工程施工和资本运营经验以及较强的项目管控能力，近年来先后承揽了赤峰市中环快速路改造工程 PPP 项目、玉溪市海绵城市试点区老城片区海绵工程项目等重大 PPP 项目。截至 2018 年 9 月末，公司进入执行阶段的 PPP 项目共 11 个，均已纳入财政部 PPP 项目库，其中，控股项目 5 个，预计总投资 160.65 亿元，累计完成投资 10.39 亿元，后续仍面临一定的投资支出压力；参股项目 6 个，预计总投资 25.84 亿元，均采用参股带动施工总承包的模式，带动建安合同金额共 151.32 亿元。

未来公司将继续择机开展基础设施建设资本运营项目，以实现业务规模和经营效益的提升。但同时，PPP 模式监管政策趋严，且项目运营及回款周期较长，对公司的资金管理及风险管控能力提出了更高要求，中诚信国际将对公司后续项目推进情况保持关注。

表 6：截至 2018 年 9 月末公司进入执行阶段的 PPP 项目概况

项目名称	项目总投资额 (亿元)	股权比例 (%)	累计投资总额 (亿元)	带动建安 合同额 (亿元)	施工 周期 (年)	运营 周期 (年)
控股项目：						
赤峰市中环快速路改造工程 PPP 项目	110.03	63.00	7.00	57.55	3	27
玉溪市海绵城市试点区老城片区海绵工程项目	30.71	90.00	1.50	21.46	2	15
唐山海港经济开发区基础设施 PPP 项目	10.15	80.00	0.98	10.15	2	10
赤峰市医院急救业务用房及地下停车场建设 PPP 项目	5.63	95.00	-	3.03	3	17
鹿泉区牛山村至石井村道路改建工程 PPP 项目	4.13	90.00	0.91	2.25	2	14.5

合计	160.65	-	10.39	94.44	-	-
参股项目:						
石家庄市鹿泉区山前大道拓宽改造工程 PPP 项目	8.92	28.00	1.76	21.07	2	21
六盘水市地下综合管廊试点城市 PPP 项目	5.80	80.00	5.80	19.85	3	27
郑州市中心城区地下综合管廊工程惠济花园口镇、金水科教园区、马寨新镇区 PPP 项目	4.29	79.20	4.30	17.09	2	27
沧州渤海新区黄骅港综合港区物流园 PPP 项目	3.09	27.00	3.09	31.60	3	9
六盘水市大坪子至董地一级公路一期工程 PPP 项目	2.01	15.00	0.96	45.60	3	27
深汕特别合作区信息技术城建设、开发和运营 PPP 项目	1.73	32.00	1.73	16.11	3	7
合计	25.84	-	17.64	151.32	-	-

注：参股项目累计投资额为资本金支出，控股项目累计投资额按全口径统计；贵州省六盘水市地下综合管廊 PPP 项目及河南省郑州市中心城区地下综合管廊工程惠济花园口镇、金水科教园区、马寨新镇区 PPP 项目的股权比例超过 50%，但由于公司不具备控制权，项目公司不纳入公司合并范围。
资料来源：公司提供

总体来看，公司较高的客户质量、以住宅和商业综合楼并重的房建业务结构有利于在行业不断波动的情况下增强房建业务的抗风险能力；电力建设和市政交通等基础设施业务的发展能够有效降低对房建业务的依赖度，且随着国家对基础设施建设投资保持较大规模，公司该业务领域具有较好的发展前景。但目前公司房建业务仍以住宅为主，持续趋严的调控、激烈的市场竞争及人工成本上升等因素使得整体盈利能力偏弱，中诚信国际将对公司施工业务结构优化升级情况保持关注。

房地产开发

公司房地产开发业务依托“中建地产”品牌，经营区域集中在北京、廊坊、唐山等京津冀地区。房地产业务运营方面，2016 年以来公司重点推进一线城市房地产开发项目，新开工面积持续上升，2015~2017 年分别为 17.26 万平方米、59.93 万平方米和 65.67 万平方米。2018 年前三季度，新开工面积为 16.94 万平方米，截至 9 月末在建面积为 135.14 万平方米。

销售方面，公司房地产项目集中在北京及周边地区和昆明，加之开发规模的扩大，使得近年来签约金额持续上升，由 2015 年的 6.46 亿元增至 2017 年的 23.90 亿元；同期，受公司重点推盘项目所在地区由北京周边转至昆明影响，销售均价逐年下降，2015~2017 年分别为 9,377 元/平方米、8,689 元/平方米和 8,486 元/平方米。2018 年前三季度，签约金额为 25.03 亿元，销售均价进一步降至 8,271

元/平方米。业绩储备方面，截至 2018 年 9 月末，公司已售未结转金额为 42.27 亿元，一定规模的待结算资源对其未来的业绩增长形成较有力保障。

表 7：近年来公司房地产业务运营情况

	2015	2016	2017	2018.1~9
新开工面积（万平方米）	17.26	59.93	65.67	16.94
竣工面积（万平方米）	16.93	6.32	15.66	10.87
在建面积（万平方米）	25.45	79.06	129.07	135.14
签约金额（亿元）	6.46	11.07	23.90	25.03
销售均价（元/平方米）	9,377	8,689	8,486	8,271

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月末，公司在售及在建房地产项目共 9 个，建筑面积合计 317.56 万平方米，预计总投资 166.42 亿元，累计完成投资 126.71 亿元，预计总收入为 180.35 亿元，已实现回款 128.23 亿元。此外，中诚信国际关注到，近年来房地产行业供需关系尚未平衡，部分城市仍处于去库存阶段，尤其是近年来调控趋严，整体去库存压力较大，或将对公司未来房地产项目的开发和销售进度带来一定影响。

表 8：截至 2018 年 9 月末公司在售及在建房地产项目情况
(单位：亿元)

项目名称	预计总投资	已完成投资	已实现回款	项目状态
龙熙壹号	52.37	26.00	27.25	在售/在建
唐山丰润区御和天下	40.00	28.15	32.46	在售/在建
灯湖华府房地产开发项目	28.70	28.00	20.00	在售
中建高街国际	12.27	14.74	17.54	在售/在建
和悦国际	10.76	7.05	4.72	在售/在建
建瑞花苑	1.14	0.99	1.47	在售/在建

北京大瓦窑经济适用房	7.37	7.37	10.05	尾盘销售
中建御澜世家	9.05	9.65	10.06	尾盘销售
中建御邸世家	4.76	4.76	4.68	尾盘销售
合计	166.42	126.71	128.23	-

资料来源：公司提供

土地储备方面，受房地产行业调控趋严影响，近年来公司拿地较为谨慎，新拓展项目集中在北京及其周边地区和昆明市。2015 年，公司新增土地储备 28.48 万平方米，主要为昆明三峡项目，后更名为中建龙熙壹号项目；2016 年，新增土地储备 86.00 万平方米，主要为龙熙壹号项目；2017 年公司新拓展项目 4 个，新增土地储备 97.78 万平方米，土地购置支出 20.85 亿元，主要为北京长辛店项目、云南昆明滇中国际养生城项目及石家庄中华大街项目等；2018 年前三季度，公司新拓展项目 1 个，位于廊坊市，新增土地储备 16.15 万平方米，土地价款为 14.53 亿元，截至 9 月末土地储备总面积为 240.88 万平方米。近年来公司保持了一定的土地储备获取规模，为房地产开发业务的持续稳定经营提供了良好的支撑，未来将根据房地产去库存情况以及政策调控审慎推进后续开发投资，投资规模和资金压力整体可控。

整体来看，公司房地产开发业务已形成了较为成熟的运作模式，整体投资规模较为可控。但受国家房地产调控政策影响，房地产行业面临较大波动，加之公司土地储备分布较为集中，或将对公司的房地产开发业务产生一定影响。

战略规划

作为中建股份的核心子公司之一，在中建股份“成为最具国际竞争力的投资建设集团”的战略布局下，公司确立了“房建”和“投资+基建”的“1+1”双轮驱动的发展战略，在实现主营房建业务规模稳步增长的同时提升投资带动施工总承包业务的规模和收入占比，实现业务结构的进一步优化。到 2020 年末，公司将打造 1~2 家年营业收入超过 300 亿元的龙头子企业，5~6 家年营业收入达到 200 亿元的骨干子企业，并将其他除装饰、建机及海外机构以外的子、分公司全部打造成年营业收入达到 100 亿元的基础子企业。

房建业务是公司的传统优势板块，在“十三五”期间，公司将着力实现高端引领，提升项目品质，实现房建板块的稳定增量。公司将以京津冀为核心区域，以广东、重庆、辽宁、上海、河南为重点区域，以湖南、福建、四川等 10 省为辐射区域，着重拓展集施工、安装、装饰为一体的总承包项目以及设计、采购、建造一体化的 EPC 项目，实现房建业务的升级，进一步提升整体盈利能力。公司已成立碧桂园、融创、万科大客户管理部，将继续推进战略客户的项目拓展和落地。

基建业务方面，公司将完善升级公路工程、水利水电和石油化工领域相关资质，将投资业务作为业务转型升级的重要板块，提升“投资+基建”业务的利润贡献度，在巩固公司基础设施建设专业优势的同时积极拓展新的业务领域。在投融资业务拓展和管理方面，公司将深耕京津冀等核心区域，以投融资带动施工总承包的承揽模式推进基础设施建设板块的快速发展，继续加强精细化管理程度，提升投资效率。公司将做大做强“1+1+N”投资平台，持续推进 PPP 项目后续运营，实现投资、建设、运营一体化的发展方向。地产投资开发方面，公司将通过债权收购、股权收购等方式拓展业务领域，扩大土地储备，加快房地产项目开发进程。

此外，公司亦将积极探索建筑工业化、绿色建筑、智慧建造等新兴领域，提高设计能力，寻找新的利润增长点。

总体来看，公司将在整合各业务板块既有资源和稳固自身市场地位的基础上，注重高端市场建设、投资引领和新兴领域的拓展，有助于实现各板块的差异化经营和协同效应的发挥。

管理

产权状况

截至 2018 年 9 月末，公司实收资本为 50.00 亿元，中国建筑股份有限公司持有其 100% 股权，为公司实际控制人，国务院国有资产监督管理委员会为其最终控制人。

截至 2018 年 9 月末，公司拥有全资及控股二级子公司 25 个。

公司治理

根据《公司法》、《公司章程》及其他有关法律、行政法规的要求，公司设立了董事会、监事会和管理层，并建立了规范的公司治理结构。董事会向股东负责，由 5~7 名董事组成，全部由中建股份指派；监事会由三名监事组成，其中两名由中建股份指派，一名为职工代表，负责对董事会成员以及总经理层人员进行监督；公司经理层由一名总经理和多名副总经理，负责公司生产经营的全面管理工作。

公司本部设企划部、市场部、商务管理部、工程管理部、财务资金部、投资部、基础设施事业部和国际工程事业部等职能部门，负责处理公司日常经营的各项具体事务。

管理水平

公司统筹顶层设计，将内控制度、风险管理、“三证合一”及日常管控等进行整合，通过规范工程管理、财务资金管理、投融资管理等各项工作，为成本管控与风险管理提供了制度保障。

工程管理方面，公司出台了《工程管理风险分级预控管理办法（试行）》，对项目管理中局管公司、公司（分公司）管项目的责任体系进行了清晰划分，并为各单位项目管理风控能力提供了评价指标。公司推行项目目标责任制，出台了《项目目标责任制管理办法》，将项目目标责任落实到每个项目、每个单位和具体执行者。近年来，公司项目目标责任书签订率达到 100%，完成目标责任书约定指标的项目数量稳步提高，各公司兑现率呈上升趋势。通过以上措施，公司生产责任体系不断优化。工期管理方面，公司对工期目标进行分解，通过对项目重大节点的预警控制，进行计划组织，保证项目工期履约。在安全管理方面，公司推出了《施工现场安全防护技术标准》、“安全系统运行指标”和“项目安全管理系统汇报模板”等规范，通过严格的管理措施和强化安全生产理念保障项目安全顺利完成。

资金管理方面，根据中建股份对资金集中管理工作的要求，公司建立了财务资金集中管理制度。目前公司已全面实行资金集中管理，范围覆盖所有

子公司及项目部，资金管理水平在中建股份系统内位于前列。公司要求下属子公司按照收支两条线的原则制定资金集中管理办法，保证公司范围内的资金收入有序、及时向公司结算中心上存，并将下属各公司的资金集中率和资金上存率列入对各子公司负责人年度考核的重点指标。资金结算中心不定期组织对各单位资金集中管理情况以及相关数据进行核查，定期公布各单位的资金集中管理情况以及指标完成情况。

投资管理方面，公司规定投资行为必须符合公司战略规定及发展规划，投资活动必须遵循“预算管理、稳健运营”原则。投资业务运营由公司本部集中管理，投资活动严格执行“三重一大”事项的管控要求，由投资部作为公司投资业务的归口管理部门。投资预算方面，公司制定《中国建筑第二工程局有限公司投资预算管理办法》，以年度为单位编制投资预算，并向后滚动两年进行预测。

总体来看，公司根据自身的行业特点和业务模式制定了一套较为有效的风险控制体系，并通过加强工程管理、资金管理和投资管理等方面的风险管控力度，进一步完善了内部控制体系。

财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告以及未经审计的 2018 年三季度财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着生产经营规模的持续扩大，公司总资产规模持续提升，2015~2017 年末分别为 717.73 亿元、847.53 亿元和 958.54 亿元。截至 2018 年 9 月末，总资产进一步升至 1,155.16 亿元。

从资产结构来看，公司以流动资产为主，2015~2017 年末分别为 586.87 亿元、694.94 亿元和 757.40 亿元，其占总资产比例保持在 80%左右；2018 年 9 月末，流动资产为 937.71 亿元，占总资产的比重为 81.18%。具体来看，流动资产主要由存货、应收账款、货币资金和其他应收款构成，截至 2018

年 9 月末上述四项合计占流动资产的比重为 85.65%。近年来随着工程施工规模的扩大和房地产开发业务的发展，以已完工未结算款和房地产开发成本/开发产品为主的存货规模持续增长，2015~2017 年末分别为 260.28 亿元、263.22 亿元和 290.38 亿元，其中，2017 年末已完工未结算款为 177.20 亿元，房地产开发成本和开发产品合计为 83.65 亿元，占当期末存货的比重分别为 61.02%和 28.81%；2018 年 9 月末，受已完工未结算规模大幅增加以及地产项目推进开发和土地储备增加等因素影响，存货上升至 413.32 亿元，其中已完工未结算款占比 65.93%，房地产开发成本和开发产品合计占比 26.42%。应收账款方面，2015~2017 年末分别为 102.12 亿元、164.46 亿元和 187.71 亿元，其中，2016 年末受业主回款周期延长影响，应收账款同比大幅提升；2017 年，公司采取保理方式转让应收账款 40.29 亿元，产生相关费用 2.05 亿元，但受项目结算周期延长的影响，当年末应收账款进一步上升。从账龄来看，2017 年末账龄在 1 年以内的应收账款占比为 72.73%；从主要欠款方来看，2017 年末前五大客户应收账款合计占应收账款余额的 13.17%。2018 年 9 月末，应收账款为 184.52 亿元，受益于公司发行 18.48 亿元应收账款资产支持票据小幅下降。公司货币资金维持在一定规模，2015~2017 年末分别为 115.77 亿元、132.51 亿元和 118.55 亿元，其中，2017 年末受限货币资金为 16.80 亿元，受限比例较低，主要为保证金等；2018 年前三季度，公司成功发行 10 亿元中期票据、20 亿元可续期公司债券和两期资产支持票据合计 18.48 亿元，加之清收力度的加强，共同带动 9 月末货币资金增至 145.26 亿元。其他应收款主要为应收保证金及备用金、关联方往来款和代垫款等，近年来持续上升，2015~2017 年末分别为 31.68 亿元、39.50 亿元和 53.85 亿元，其中，2017 年末受地产项目代垫款以及代业主垫付款项增加影响同比大幅上升。截至 2018 年 9 月末，其他应收款进一步增至 60.02 亿元。

非流动资产方面，2015~2017 年末非流动资产分别为 130.85 亿元、152.60 亿元和 201.14 亿元，

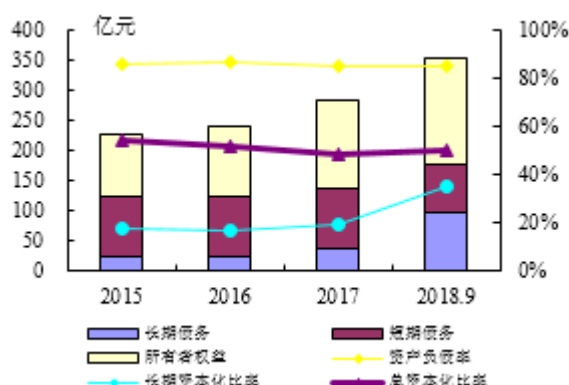
受经营规模的扩大影响呈快速上升态势。随着公司资本运营项目的推进，长期应收款规模快速上升，由 2015 年末的 77.46 亿元增至 2017 年末的 127.80 亿元，主要为工程质量保证金和资本运营项目长期应收款等，其中，2017 年末应收 BT、PPP 及其他项目款为 32.56 亿元，随着在手 PPP 项目的推进同比上升较多。截至 2018 年 9 月末，受投融资业务规模扩大以及应收工程质保金等增加影响，长期应收款进一步升至 129.36 亿元，加之 PPP 项目公司股权投资增加使得同期末长期股权投资大幅增至 21.48 亿元，共同带动非流动资产升至 217.44 亿元。

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营，因此建筑企业负债水平高是行业的普遍特征；另外，公司从事的房地产开发业务亦具有高负债经营的特性。近年来，随着建筑施工和房地产开发业务规模的不断上升，公司总负债亦持续增加，2015~2017 年末以及 2018 年 9 月末分别为 615.12 亿元、731.61 亿元、811.22 亿元和 977.98 亿元，其中流动负债占比维持在 90%以上。具体来看，受益于很强的工程议价能力，公司以应付账款、预收款项和其他应付款为主的经营性负债规模较大，近年来上述三项合计占流动资产的比重约为 80%。2015~2018 年 9 月末，应付账款分别为 355.44 亿元、430.97 亿元、441.11 亿元和 492.81 亿元，呈逐年增长态势，随着业主方结算周期的延长，公司对分包商的压款亦持续增加。预收款项主要为预收工程款和预收售房款等，近年来快速增长，2015~2017 年末分别为 42.55 亿元、51.04 亿元和 75.14 亿元，其中，2017 年末同比大幅上升主要系房地产项目销售情况较好、销售面积增加所致；2018 年 9 月末，预收款项进一步增至 99.81 亿元。近年来，公司施工主业发展良好，以应付保证金及押金款和关联方往来款为主的其他应付款亦逐年攀升，由 2015 年末的 38.37 亿元增至 2017 年末的 69.14 亿元；截至 2018 年 9 月末，其他应付款大幅增至 118.82 亿元，主要系前三季度新开工项目较多使得分包商及供应商保证金增加所致。

债务融资是公司主要的融资方式，近年来，随着经营规模的持续增长，公司有息债务逐年上升，

2015~2017 年末分别为 122.01 亿元、123.74 亿元和 136.07 亿元。从债务结构来看，公司以短期债务为主，但随着近年来长期借款规模的加大，其占总债务的比重逐年下降，2017 年末为 74.38%；2018 年前三季度，成功发行中期票据和资产支持票据，加之业务规模的增长及结算周期的延长使得公司对外部融资的依赖阶段性上升，共同带动总债务大幅增加至 176.90 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.87 倍，债务结构持续优化。

图 10：近年来公司资本结构



资料来源：公司财务报告

近年来，受益于股东注资和自身利润的积累，所有者权益稳步上升，2015~2017 年末分别为 102.60 亿元、115.92 亿元和 147.33 亿元，其中，2016 年公司向中建股份分配利润 27.65 亿元，同时中建股份现金注资 21.25 亿元，使得当年末实收资本增至 50.00 亿元，资本实力进一步增强；2017 年末，控股项目公司吸收投资以及并购房地产项目公司使得少数股东权益同比增长较多，所有者权益进一步上升。受益于此，总资本化比率持续下降，2015~2017 年末分别为 54.32%、51.63%和 48.01%。但受总负债规模增加影响，资产负债率维持高位运行，2015~2017 年末分别为 85.70%、86.32%和 84.63%。2018 年前三季度，公司发行 20 亿元永续期公司债计入其他权益工具，使得 9 月末所有者权益进一步上升至 177.18 亿元，资产负债率为 84.66%；受有息债务规模大幅增加影响，总资本化比率小幅升至 49.96%。

总体看，公司资产规模随着业务的增长而稳定上升，总负债亦同步增加，资产负债率高位运行。近年来，公司有息债务结构有所优化，但整体

呈快速上升态势，中诚信国际将对其债务水平控制保持关注。

盈利能力

随着经营业务规模的稳步扩大，公司收入规模实现持续增长，2015~2017 年营业总收入分别为 1,018.88 亿元、1,069.27 亿元和 1,095.28 亿元。2018 年 1~9 月，营业总收入为 926.32 亿元。

表 9：近年来公司营业收入构成（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018.1~9
房屋建筑工程	894.21	858.71	827.22	731.33
基础设施建设工程	110.83	183.68	239.44	167.05
其他	13.84	26.88	28.62	27.94
营业总收入	1,018.88	1,069.27	1,095.28	926.32

资料来源：公司提供

从收入结构来看，房屋建筑工程是公司的核心主业，近年来，该板块收入维持较大规模，2015~2017 年分别为 894.21 亿元、858.71 亿元和 827.22 亿元，但受公司业务结构逐步转型影响，该板块收入占总收入比重逐年下降，2017 年为 75.53%。基础设施建设工程作为公司的重点发展，近年来随着在手项目的不断推进收入逐年增长，由 2015 年的 110.83 亿元增至 2017 年的 239.44 亿元，在营业总收入中所占比重亦升至 2017 年的 21.86%。未来随着公司业务升级和结构调整的进一步推进，基建板块收入占比或将进一步提升。其他业务主要为房地产开发和工业制造等，近年来收入维持在一定规模，2017 年为 28.62 亿元，对工程施工主业形成有益补充。2018 年前三季度，房建工程、基建工程和其他业务分别实现收入 731.33 亿元、167.05 亿元和 27.94 亿元。

表 10：近年来公司营业毛利率构成（单位：%）

业务板块	2015	2016	2017	2018.1~9
房屋建设工程	7.02	5.06	4.71	4.74
基础设施建设工程	7.94	5.85	8.56	6.72
其他	13.42	16.13	13.91	11.65
营业毛利率	7.21	5.43	5.79	5.30

资料来源：公司提供

从毛利率情况来看，行业特性决定了公司营业毛利率一直保持在较低水平，2015~2017 年分别为 7.21%、5.43%和 5.79%，呈波动态势。房建工程方

面，近年来受建筑行业盈利水平较低、竞争日益激烈、2016 年全面推行“营改增”及人工和原材料成本攀升等影响，该板块毛利率持续下滑，由 2015 年的 7.02% 降至 2017 年 4.71%。基建板块项目通常单体合同金额较大，受大项目结算影响毛利率有所波动，2017 年受益于部分盈利水平较高的大项目结转影响，毛利率增至 8.56%。其他业务板块毛利率明显高于建筑施工主业，但因其收入规模较小的限制，对提升公司整体毛利率影响有限，且受国家房地产调控政策变动频繁、行业去库存压力等因素影响，近年来该板块毛利率水平有所波动，2015~2017 年分别为 13.42%、16.13% 和 13.91%。2018 年 1~9 月，公司营业毛利率为 5.30%。

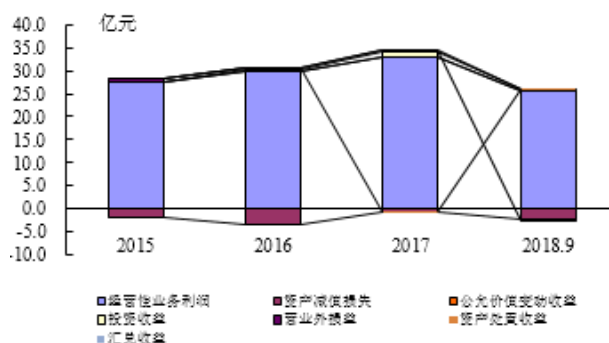
表 11：近年来公司三费结构（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018.1~9
销售费用	0.53	0.42	0.75	0.48
管理费用	14.01	15.95	18.00	15.08
财务费用	7.72	5.22	8.72	5.58
三费合计	22.27	21.58	27.46	21.14
三费收入占比	2.19%	2.02%	2.51%	2.28%

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司期间费用分别为 22.27 亿元、21.58 亿元和 27.46 亿元，同期三费收入占比分别为 2.19%、2.02% 和 2.51%。从三费结构来看，由于从业人数较多、项目数量大且地域分布较分散，管理费用一直是公司最主要的费用支出，2015~2017 年分别为 14.01 亿元、15.95 亿元和 18.00 亿元，其中 2017 年公司职工薪酬等增加使得管理费用同比上升较多。近年来，财务费用有所波动，其中 2016 年公司将较多与在建楼盘和在建工程相关的利息支出资本化，加之当年融资成本较低，共同使得财务费用下降至 5.22 亿元；2017 年，长期应收款折现大幅上升使得财务费用增至 8.72 亿元。2018 年 1~9 月，公司三费合计为 21.14 亿元，占营业总收入比重为 2.28%。

图 11：近年来公司利润总额情况



资料来源：公司财务报告

受部分项目回款周期延长、应收账款持续上升等影响，以坏账损失为主的资产减值损失维持在一定规模，对公司利润形成一定侵蚀；但受益于营业总收入稳步增加、利润结构逐步优化以及“营改增”的实施使得营业税金及附加快速下降等因素，经营性业务利润逐年增加，带动公司利润总额持续上升，2015~2017 年分别为 26.44 亿元、26.95 亿元和 33.63 亿元，其中 2017 年大幅增长主要系当年公司冲回部分应收款项坏账损失使得资产减值损失减少所致；同期净利润率分别为 1.97%、1.88% 和 2.28%，盈利能力有所增强。2018 年 1~9 月，公司实现利润总额 23.24 亿元，净利润率为 1.87%。

总体来看，受行业竞争激烈、建筑业全面推行“营改增”及房地产行业政策波动频繁等影响，公司营业毛利率有所波动，但近年来良好的基建投资环境以及公司利润结构的优化为其收入规模的提升提供了有利条件，整体利润保持在较好水平，盈利能力较强。

现金流

经营活动方面，2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 40.49 亿元、44.88 亿元和 -12.60 亿元，其中，2017 年受工程款结算时点、支付的往来款项增加以及基建和房地产等业务投入较多影响呈净流出状态。2018 年 1~9 月，公司支付新拓展土地及上年拓展部分土地购置款共 30.71 亿元，加之资本运营项目支出增加，共同使得经营活动净现金流为 -24.86 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要用于购置工程施工设备和办公楼等固定资产以及资本运营项目的投资支出，2015~2017 年投资活动净

现金流分别为-12.24 亿元、-15.65 亿元和-25.02 亿元，其中 2017 年 PPP 项目资本金支出增加使得资金缺口加大。2018 年 1~9 月，投资活动净现金流为 -15.08 亿元。

筹资活动方面，公司主要通过以银行贷款和发行债券为主的债务融资方式获得业务发展所需资金，2015~2017 年筹资活动净现金流分别为 11.64 亿元、-9.81 亿元和 22.56 亿元，其中，2016 年经营收现情况较好使得对外融资需求减少，筹资活动现金流呈净流出态势；2017 年，经营获现的减少以及投资规模的扩张使得外部融资需求上升，公司加大银行借款规模使得当期筹资活动现金流呈大幅净流入态势。2018 年 1~9 月，公司发行中期票据和公司债券等融资工具，同时增加银行借款，筹资活动净现金流为 67.14 亿元，流入规模大幅增加。

表 12: 近年来公司现金流状况 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018.1~9
经营活动产生现金流入	836.12	809.92	837.42	969.30
经营活动产生现金流出	795.63	765.04	850.02	994.16
经营活动净现金流	40.49	44.88	-12.60	-24.86
投资活动产生现金流入	1.52	2.95	0.50	0.23
投资活动产生现金流出	13.76	18.60	25.52	15.32
投资活动净现金流	-12.24	-15.65	-25.02	-15.08
筹资活动产生现金流入	58.09	68.09	93.45	125.84
其中: 吸收投资	9.97	21.35	4.09	20.71
借款	48.12	42.47	88.21	95.15
筹资活动产生现金流出	46.46	77.90	70.89	58.69
其中: 偿还债务	38.68	41.60	58.53	40.74
筹资活动净现金流	11.64	-9.81	22.56	67.14
现金及现金等价物净增加额	39.89	19.42	-15.09	27.24

资料来源: 公司财务报告

总体来看，近年来公司经营活动净现金流有所波动，投融资项目及地产项目的推进使得资金缺口有所加大，但较强的融资能力能够为业务扩张提供一定支持。

偿债能力

近年来，公司总债务规模快速增长，截至 2018 年 9 月末为 176.90 亿元。偿债能力指标方面，利润总额的上升使得 EBITDA 总体有所增长，其对债务本息的保障程度有所增强，2017 年总债务/EBITDA

和 EBITDA 利息倍数分别为 2.91 倍和 6.88 倍。不过，公司经营活动现金流波动较大，2017 年呈净流出态势，无法覆盖同期末债务本息。此外，公司货币资金较为充足，2015~2018 年 9 月末均能够覆盖同期末短期债务，为其债务偿还提供有力支撑。

表 13: 近年来公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.9
货币资金 (亿元)	115.77	132.51	118.55	145.26
总债务 (亿元)	122.01	123.74	136.07	176.90
短期债务 (亿元)	100.38	101.01	101.20	82.52
EBITDA (亿元)	40.59	39.17	46.74	-
经营活动净现金流 (亿元)	40.49	44.88	-12.60	-24.86
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.46	7.42	-1.85	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.33	0.36	-0.09	-0.19*
EBITDA 利息倍数(X)	5.48	6.47	6.88	-
总债务/EBITDA(X)	3.01	3.16	2.91	-

注: 带 “*” 指标已经年化处理。

资料来源: 公司财务报告

截至 2018 年 9 月末，公司对商品房承购人担保 27.74 亿元，除此以外不存在其他对外担保，亦无影响正常经营的重大未决诉讼。

截至 2018 年 9 月末，公司所有权受限的抵押资产为 45.47 亿元，占总资产的比重较小，主要系保证金等受限货币资金、用于获得银行质押贷款的应收票据、长期应收款和应收账款等。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年 9 月末，共获得各银行综合授信额度 676.97 亿元，其中未使用额度 419.25 亿元，财务弹性很强。

过往债务履约情况

根据公开资料显示，截至 2018 年 9 月末公司在公开市场无信用违约记录。

表 14: 截至报告出具日公司本部银行间存续债券情况

债券简称	发行额(亿元)	存续期
14 中建二局 MTN001	6	2014.05~2019.05
18 中建二局 MTN001	10	2018.04~2023.04

注: “14 中建二局 MTN001” 由中国建筑股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

资料来源: 根据公开资料整理

根据公司提供的企业信用报告，截至 2018 年 10 月 25 日，公司本部借款均能够到期还本、按期

付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

评级展望

中建二局作为中建股份的核心子公司，在全国建筑市场具有较强的竞争力，中诚信国际肯定了我 国城市化进程提速带来的发展机遇、控股股东实力 极强且对公司支持力度大、建筑施工业务承揽能力 强且业务结构持续优化、收入规模稳定上升、盈利 能力有所提高以及货币资金充足、银企关系良好对 其整体信用实力的支持；中诚信国际同时关注基础 设施资本运营业务扩张或将给公司带来一定资金 支出压力以及资产负债率高位运行等因素对其经 营和整体信用实力的影响。

综上，中诚信国际认为公司的信用水平将在未 来 12~18 个月保持稳定。

结论

中诚信国际评定中国建筑第二工程局有限公 司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中 国建筑第二工程局有限公司 2019 年度第一期中期 票据”债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于中国建筑第二工程局有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

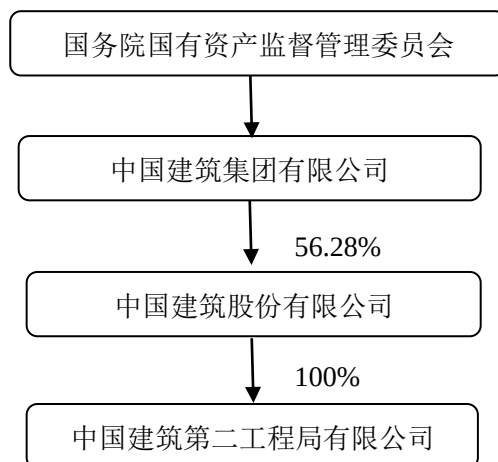
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注中国建筑第二工程局有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如中国建筑第二工程局有限公司发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

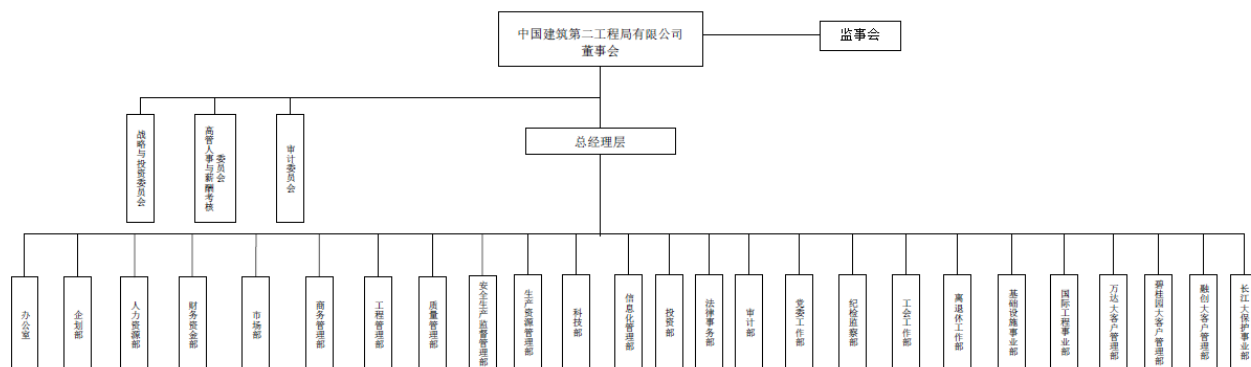
2018 年 11 月 20 日

附一：中国建筑第二工程局有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国建筑第二工程局有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附三：中国建筑第二工程局有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.9
货币资金	1,157,658.09	1,325,104.19	1,185,457.71	1,452,598.80
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	1,021,192.12	1,644,578.07	1,877,072.06	1,845,207.99
其他应收款	316,779.90	395,036.13	538,535.40	600,224.41
存货净额	2,602,774.77	2,632,234.15	2,903,750.36	4,133,180.97
长期投资	31,950.98	79,867.13	128,517.51	248,791.19
固定资产	253,543.18	286,916.30	330,980.56	341,525.01
在建工程	48,810.06	42,032.73	34,177.88	48,182.76
无形资产	25,627.80	24,230.51	28,225.80	29,026.74
总资产	7,177,264.64	8,475,339.95	9,585,408.64	11,551,579.63
其他应付款	383,739.25	507,373.31	691,412.00	1,188,239.52
短期债务	1,003,793.09	1,010,082.89	1,012,031.14	825,206.56
长期债务	216,279.34	227,323.95	348,643.61	943,809.88
总债务	1,220,072.43	1,237,406.84	1,360,674.75	1,769,016.44
净债务	62,414.34	-87,697.34	175,217.04	316,417.64
总负债	6,151,221.34	7,316,141.65	8,112,158.05	9,779,754.84
费用化利息支出	73,590.18	55,711.06	65,539.79	-
资本化利息支出	549.18	4,790.87	2,443.08	-
所有者权益合计	1,026,043.31	1,159,198.29	1,473,250.59	1,771,824.79
营业总收入	10,188,825.48	10,692,674.77	10,952,814.84	9,263,236.78
三费前利润	498,193.72	514,548.04	603,136.43	466,531.45
投资收益	1,943.17	3,948.15	13,941.12	4,156.24
净利润	200,744.21	201,017.17	249,201.73	172,861.89
EBIT	338,012.36	325,171.90	401,828.94	-
EBITDA	405,925.66	391,722.52	467,427.21	-
经营活动产生现金净流量	404,874.59	448,774.42	-125,966.34	-248,588.52
投资活动产生现金净流量	-122,443.56	-156,507.77	-250,173.72	-150,834.32
筹资活动产生现金净流量	116,394.03	-98,118.95	225,585.49	671,434.26
现金及现金等价物净增加额	398,924.84	194,197.75	-150,856.72	272,406.66
资本支出	78,995.21	77,213.30	105,464.75	69,666.49
财务指标	2015	2016	2017	2018.9
营业毛利率(%)	7.21	5.43	5.79	5.30
三费收入比(%)	2.19	2.02	2.51	2.28
EBITDA/营业总收入(%)	3.98	3.66	4.27	-
总资产收益率(%)	5.34	4.15	4.45	-
流动比率(X)	1.03	1.03	1.01	1.09
速动比率(X)	0.57	0.64	0.62	0.61
存货周转率(X)	4.59	3.86	3.73	3.32*
应收账款周转率(X)	7.70	8.02	6.22	6.64*
资产负债率(%)	85.70	86.32	84.63	84.66
总资本化比率(%)	54.32	51.63	48.01	49.96
短期债务/总债务(%)	82.27	81.63	74.38	46.65
经营活动净现金流/总债务(X)	0.33	0.36	-0.09	-0.19*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.40	0.44	-0.12	-0.40*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.46	7.42	-1.85	-
总债务/EBITDA(X)	3.01	3.16	2.91	-
EBITDA/短期债务(X)	0.40	0.39	0.46	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.48	6.47	6.88	-

注：公司的财务报表根据新会计准则编制；2018 年三季度财务报表未经审计；加“*”的指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金支出 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加 - 期间费用 + 其他收益

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。