

信用等级通知书

信评委函字

[2019]跟踪1169

号

中国建筑第二工程局有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；
维持“18中建二局MTN001”和“19中建二局MTN001”
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

二零一九年七月二十九日

中国建筑第二工程局有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 中国建筑第二工程局有限公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

跟踪债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
18 中建二局 MTN001	10	5	AAA	AAA
19 中建二局 MTN001	30	3+N	AAA	AAA

注：“19 中建二局 MTN001”为永续中票。

概况数据

中建二局	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	847.53	958.54	1,153.42	1,283.10
所有者权益合计(亿元)	115.92	147.33	218.00	225.76
总负债(亿元)	731.61	811.22	935.42	1,057.34
总债务(亿元)	123.74	136.07	130.36	137.05
营业总收入(亿元)	1,069.27	1,095.28	1,261.08	336.97
净利润(亿元)	20.10	24.92	27.54	6.58
EBIT(亿元)	32.52	40.18	40.80	-
EBITDA(亿元)	39.17	46.74	48.63	-
经营活动净现金流(亿元)	44.88	-12.60	38.03	-91.91
营业毛利率(%)	5.43	5.79	6.45	5.43
总资产收益率(%)	4.15	4.45	3.86	-
资产负债率(%)	86.32	84.63	81.10	82.41
总资本化比率(%)	51.63	48.01	37.42	37.78
总债务/EBITDA(X)	3.16	2.91	2.68	-
EBITDA 利息倍数(X)	6.47	6.88	8.47	-

注：公司财务报表根据新会计准则编制；2019 年一季度报表未经审计。

分析师

项目负责人：刘 莹 yliu02@ccxi.com.cn

项目组成员：黄仁昊 rhhuang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 7 月 29 日

基本观点

2018 年以来，我国城镇化建设稳步推进为中国建筑第二工程局有限公司（以下简称“中建二局”或“公司”）建筑施工业务发展提供了良好的外部环境，公司新签合同总额上升、收入规模持续增长、经营获现水平转好及货币资金充足、银企关系良好等因素为其信用水平提供了有力保障。但同时，中诚信国际也关注到房建市场竞争激烈及未来存在一定规模的资本支出压力等因素对其经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际维持中国建筑第二工程局有限公司的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“18 中建二局 MTN001”和“19 中建二局 MTN001”的债项信用等级为 AAA。

优势

- 我国城镇化建设稳步推进为建筑市场带来持续发展动力。伴随着我国城镇化进程的稳步推进以及新型城镇化理念的逐步融入，中国城镇化率的提升将释放出巨大的内需能量，给以房建和基建为主业的建筑企业带来广阔的发展空间。
- 新签合同总额上升，项目承揽能力很强。房建主业的良好发展带动 2018 年建筑施工新签合同总额增至 3,139.00 亿元，其中房建工程占比 74.81%，2019 年 3 月末在手合同总额为 4,460.60 亿元，很强的项目承揽能力对公司建筑施工未来收入的稳定性形成有力支撑。
- 收入规模持续增长，经营获现水平转好。随着公司业务规模上升，营业总收入持续增长，2018 年为 1,261.08 亿元；同期，经营活动净现金流由负转正为 38.03 亿元，获现水平转好。
- 货币资金充足，银企关系良好。截至 2018 年末，公司货币资金为 191.49 亿元，能够完全覆盖同期末总债务；截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 893.87 亿元，其中未使用额度 645.57 亿元，财务弹性极强。

关注

- 房建市场竞争激烈。随着近年来我国市场经济的快速发展，房屋建筑市场需求不断增加，房屋建筑施工企业规模迅速扩大，但高度分散的行业结构带来的激烈竞争使得公司盈利水平的提升面临一定困难。
- 未来存在一定规模的资本支出压力。公司不断拓展房地产开发以及基础设施资本运营等投资业务，截至 2019 年 3 月末，进入执行阶段的 PPP 项目一共 16 个，其中控股项目 10 个，计划投资总额 215.79 亿元，已完成投资额 63.30 亿元；在售及在建房地产项目共 12 个，预计总投资 274.97 亿元，已完成投资 179.18 亿元，未来仍将面临一定的资本支出压力。

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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级，对其风险程度进行全程跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

近期关注

我国城镇化建设稳步推进将释放巨大内需能量，为建筑业发展注入了强劲动力

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 and 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。2016年国务院印发了《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》，明确加快城镇棚户区、城中村和危房改造、城市综合交通网络建设、地下管网改造、海绵城市建设等多个方面以提升城市综合承载能力。2019年3月31日国家发改委印发布《2019年新型城镇化建设重点任务》，明确提出实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高1个百分点以上。中诚信国际认为，国家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，我国常住人口城镇化率已由2014年末的54.77%上升至2018年末的59.58%，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。

中诚信国际注意到，国家加快实施以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向的新型城镇化战略，在加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局形态、推动城市高质量发展、加快推进城乡融合发展的过程中会产生大量的城市基础设施建设需求，这必将

为建筑企业提供巨大的市场空间。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。“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，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，伴随着我国新型城镇化进程的稳步推进，必然导致对住宅、办公楼、公用建筑、市政、城市轨道交通等基础设施产生大量需求，市场需求将在中长期逐步释放，对以房建和基建为主业的建筑企业发展带来有力的支撑。

房建主业承揽能力增强，新签合同总额继续增长，受基建投资增速放缓影响，基建板块承揽规模有所下降

建筑施工板块是中建二局的核心业务，受益于我国城镇化进程的不断推进和公司持续的市场拓展与深耕，2018年建筑施工业务新签合同总额同比增长17.17%至3,139.00亿元；2019年一季度，新签合同总额为779.00亿元，截至3月末在手合同总额为4,460.60亿元，很强的项目承揽能力和充足的项目储备对公司未来收入的稳定性提供了有力支撑。

表1：近年来公司新签合同额构成（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~3
房建建筑	1,668.00	1,843.00	2,348.27	693.00
基础设施建设	553.00	673.00	562.16	76.00
其中：电力建设	56.53	55.50	26.29	0.20
其他	129.00	163.00	228.58	10.00
合计	2,350.00	2,679.00	3,139.00	779.00

注：其他包括海外业务、设计勘察和物资设备等板块；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

区域布局方面，2018年公司继续将优势资源向四大主力市场（华南、华东、华中和京津冀地区）及三大重点发展市场（西北、西南和东北地区）倾斜，当年上述区域新签合同额分别为2,307.49亿元

和 730.51 亿元，其中粤港澳大湾区等华南地区和上海、江苏、浙江等华东地区业务拓展成果显著，合计占新签合同总额的 44.25%。公司海外市场主要位于东南亚、非洲南部和大洋洲地区，随着海外业务拓展力度加大，2018 年新签了澳大利亚黄金海岸复华耀世、博茨瓦纳西北电网传输工程、赞比亚 103 公里道路等一批单体合同金额较大的项目，当年海外地区实现新签合同额 100.93 亿元，保持增长态势。根据规划，公司将继续积极拓展海外市场，业务承揽有望进一步上升。但同时，海外工程业务面临一定的国际政治、经济、法律等风险，对公司的项目管理能力提出了更高要求。

房建业务是公司建筑施工的核心主业，2018 年新签合同额为 2,348.27 亿元，占新签合同额的比重升至 74.81%。从项目体量来看，当年公司积极拓展单体合同金额较大的项目，新承揽 10 亿元以上的合同 50 个，合同金额合计 898.00 亿元，较上年有所下降但仍保持在较高规模。从客户结构来看，2018 年公司继续强化集团化战略，以万达、融创、碧桂园等国内知名地产商为代表的大客户管理体系进一步完善，当年前十大业主新签合同额占新签合同总额的比重为 28.60%，较上年有所上升，优质的客户体系保障了承揽的持续性。2019 年 1~3 月，公司房建业务新签合同额为 693.00 亿元，占当期新签合同总额的 88.96%。公司凭借先进的技术实力和优秀的项目管理水平，承揽了云南昆明春之眼商业中心、通州环球影城主题公园等多项重点项目和地标工程，截至 2019 年 3 月末主要在建房建工程包括和润德尊者小镇项目和云南昆明春之眼商业中心总承包工程等。

表 2：截至 2019 年 3 月末主要在建房建项目

项目名称	合同金额 (亿元)	开工日期
云南昆明春之眼商业中心总承包工程	47.69	2018.08
太原万达广场施工总承包工程	37.54	2011.08
和润德尊者小镇项目	36.11	2017.09
云南昭通鲁甸卯家湾易地扶贫搬迁安置区项目	35.35	2018.10
康美健康城（昆明）项目施工总承包	33.50	2018.10
黄埔国际项目	28.00	2019.01
龙湖金融中心外环项目	22.71	2018.8

抚州科技文化传媒综合体建设工程项目	21.18	2017.12
菏泽德智医养园项目	21.00	2018.05
凸版印刷工业区城市更新项目	20.00	2019.01

资料来源：公司提供

2018 年，国家对房地产行业的调控政策频繁使得行业发展面临不确定性，为了应对住宅房地产行业波动给公司业务带来的影响，中建二局不断推进业务结构优化，提高工业、商业和公共建筑等非住宅房建项目承揽规模，2018 年非住宅类项目新签合同额占房建板块新签合同总额比重约为 34%。

基础设施业务是公司实施战略转型和业务结构调整的重点。2018 年，受 PPP 业务监管趋严影响，公司承揽节奏放缓，基础设施业务新签合同额为 562.16 亿元，较上年有所下降；2019 年 1~3 月，该板块新签合同额为 76.00 亿元。此外，电力建设是公司基础设施建设业务的特色板块，中建二局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，但受 2018 年国家常规核电新项目“零核准”影响，该板块新签合同额为 26.29 亿元，同比下降较多。

表 3：截至 2019 年 3 月末主要在建电力建设项目情况

项目名称	合同金额 (亿元)	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	2016.05
广东太平岭核电厂 1、2 号核岛土建工程	23.71	2018.05
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
红沿河核电厂二期 5、6 号机组常规岛土建工程	8.10	2015.03

资料来源：公司提供

PPP 项目及房地产开发业务的进一步推进为建筑施工业务带来发展机遇，但同时亦使公司面临一定的资本支出压力

在建筑施工“微利化”的形势下，公司择机发展资本运营项目。截至 2019 年 3 月末，公司在手 BT 项目 2 个，分别为廊坊市城市基础设施 BT 项目和天津大学新校区项目，同期末已完成全部投资 27.50 亿元并处于回购期，累计回款分别为 17.39 亿元和 8.29 亿元，均仅剩最后一笔回购款，预计

2019 年末回购完毕。

此外，随着国家在基础设施建设领域推广 PPP 业务模式，公司亦不断拓展相关项目。截至 2019 年 3 月末，公司进入执行阶段的 PPP 项目共 16 个，均已纳入财政部 PPP 管理库，其中控股 PPP 项目 10 个，计划投资总额 215.79 亿元，已完成投资额 63.30 亿元，后续资本支出规模较大；参股 PPP 项目 6 个，计划资本金支出 16.29 亿元，已完成 16.24 亿元。

同期末，六盘水市地下综合管廊试点城市 PPP 项目已进入运营期，但因运营时间尚短，暂未实现运营收入。PPP 项目盈利水平相对较高，但运营及回款周期较长，且前期建设施工投资规模较大，公司面临一定规模的资本支出压力，加之政策监管趋严，项目推进及后续融资面临一定不确定性，对公司资金管理 & 风险管控能力提出了更高要求，中诚信国际对 PPP 项目的推进及运营情况保持关注。

表 4：截至 2019 年 3 月末公司进入执行阶段的 PPP 项目概况

控股项目	计划总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	股权比例 (%)	开工日期	施工周期	运营周期
赤峰市中环快速路改造工程 PPP 项目	53.00	11.05	63	2017.01	3 年	27 年
江苏省南京市江宁区上秦淮文化旅游项目	50.17	5.05	80	2018.01	6 年	19 年
玉溪市海绵城市试点老城片区海绵工程项目	33.77	11.55	54	2017.04	2 年	15 年
石家庄市鹿泉区山前大道拓宽改造工程 PPP 项目	30.70	19.61	62	2018.01	2 年	20 年
浙江省台州市黄岩区小城镇环境综合整治项目	12.60	5.52	90	2018.09	2 年	10 年
江苏省南京市江宁经济技术开发区基础配套设施 PPP 项目	12.58	1.75	90	2018.11	2 年	8 年
安徽省铜陵市地下综合管廊工程 PPP 项目	8.21	1.82	80	2019.04	3 年	22 年
河北鹿泉经济开发区基础设施及湿地公园 PPP 项目	7.00	0.60	95	2018.04	3 年	18 年
鹿泉区牛山村至石井村道路改建工程 PPP 项目	4.13	2.74	90	2017.07	2 年	15 年
赤峰市医院急诊急救业务用房及地下停车场建设 PPP 项目	3.63	3.62	67	2018.04	2 年	18 年
参股项目	计划总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	股权比例 (%)	开工日期	施工周期	运营周期
六盘水市地下综合管廊试点城市 PPP 项目*	5.80	5.80	58	2015.10	2 年	28 年
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*	4.30	4.30	80	2016.11	2 年	28 年
深汕特别合作区信息技术城建设、开发和运营 PPP 项目*	2.30	2.30	64	2015.09	3 年	7 年
六盘水市大坪子至董地一级公路一期工程 PPP 项目	2.28	2.28	25	2017.05	3 年	27 年
沧州渤海新区黄骅港综合港区物流园 PPP 项目	1.40	1.40	27	2016.12	3 年	9 年
209 省道临蒲界至故市暨渭河特大桥及引线工程 PPP 项目	0.21	0.16	29	未开工	2 年	20 年

注：控股项目总投资和累计投资为全口径统计，包含资本金出资及贷款资金投资，参股项目仅统计资本金出资额；公司在加“*”项目中的股权比例较高，但由于中建二局对项目公司的财务经营决策无单方面控制权，故不纳入公司合并报表范围。

资料来源：公司提供

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。2018 年，公司加快项目开发节奏，当年新开工面积为 56.09 万平方米；截至 2019 年 3 月末在建面积达 135.34 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，2018 年受北京西局项目销售单价较高的影响，销售均价和签约金额同比大幅增长。

表 5：近年来公司房地产业务运营情况

	2016	2017	2018	2019.1-3
新开工面积(万平方米)	59.93	65.67	56.09	7.71

竣工面积(万平方米)	6.32	15.66	49.82	7.97
在建面积(万平方米)	79.06	129.07	135.34	134.90
签约金额(亿元)	11.07	23.90	43.00	3.28
销售均价(元/平方米)	8,689	8,486	41,257	17,045

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司在建及在售房地产项目共 12 个，建筑面积合计 272.53 万平方米，预计总投资 274.97 亿元，已完成投资 179.18 亿元，预计销售收入 375.06 亿元，截至 6 月末已累计回款 143.11 亿元，后续仍有一定投资支出压力，但预期

仍能够为公司带来可观的现金流入。土地储备方面，2018 年公司新增土地储备 18.21 万平方米，当年土地购置支出约为 34.71 亿元，楼面地价 10,175 元/平方米，拟开发项目为北京西城天铸项目。截至 2019 年 3 月末，公司土地储备面积为 231.00 万平方米。近年来房地产行业供需关系尚未平衡，仍处于去库存阶段，尤其是针对房价上涨过快的情况，国内各个城市发布了楼市调控政策，或将对公司房地产项目的开发和销售进度带来一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

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 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

受益于永续债权融资规模的增加，公司权益规模大幅增长，财务杠杆率有所下降

随着生产经营规模的持续扩大，公司资产规模保持增长态势，2018 年末为 1,153.42 亿元，同比增长 20.33%。截至 2019 年 3 月末，总资产进一步增至 1,283.10 亿元。

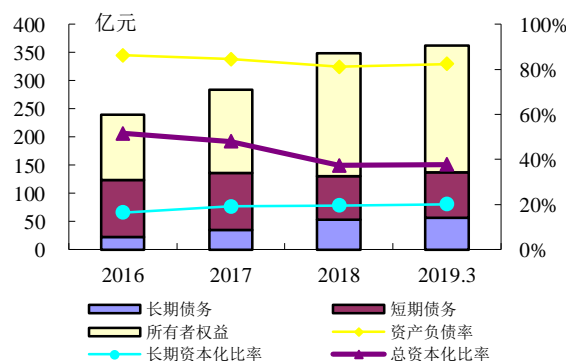
从资产结构来看，流动资产占总资产比例保持在 80% 左右，2018~2019 年 3 月末分别为 913.88 亿元和 1,020.65 亿元，主要由存货（含合同资产，下同）、应收账款和货币资金构成。随着工程施工规模的扩大和房地产开发业务的发展，以已完工未结算款、房地产开发成本和原材料为主的存货规模快速增长，2018 年末为 305.54 亿元，其中房地产开发成本和房地产开发产品合计为 99.93 亿元，较上年继续上升，中诚信国际将对公司房地产项目开发及结转进度保持关注；2019 年 3 月末，存货上升至 455.75 亿元，其中合同资产为 303.49 亿元。受业务规模扩大的影响，以应收工程款为主的应收账款保持高位，2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 208.77 亿元和 183.04 亿元。货币资金方面，受益于公司 2018 年新增可续期债权融资较多，当年末货币资金快速增至 191.49 亿元，其中受限货币资金占比 10.96%，主要为银行承兑汇票、农民工工资和房地产按揭等各类

保证金；受一季度集中支付材料款等影响，2019 年 3 月末货币资金下降至 103.79 亿元。

公司非流动资产 2018 年末增至 239.54 亿元，主要由长期应收款、长期股权投资和固定资产等构成。随着资本运营项目的不断推进以及施工业务规模扩张带来的工程质保金的增加，长期应收款持续上升，2018 年末为 140.47 亿元。此外，长期股权投资增长较快，主要系对参股 PPP 项目公司的投资增加所致。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产增至 262.45 亿元，其中长期应收款、长期股权投资和固定资产分别为 15.41 亿元、24.22 亿元和 35.87 亿元。

伴随生产经营的扩大，2018 年末总负债升至 935.42 亿元，其中以经营性负债为主的流动负债占比为 91.69%。受益于较强的议价能力，应付账款、预收款项（含合同负债，下同）和其他应付款规模较高，同期末分别为 486.08 亿元、105.84 亿元和 109.03 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司负债规模进一步增至 1,057.34 亿元，其中应付账款、预收款项和其他应付款分别为 547.47 亿元、148.01 亿元和 130.32 亿元。债务融资是公司主要的融资方式，2018 年末公司偿还较多短期借款和票据，使得总债务降至 130.36 亿元。从债务结构来看，为匹配资本运营项目长期资金需求，2018 年以来公司加大了长期融资力度，长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2017 年末的 2.90 倍降至 2018 年末的 1.46 倍；截至 2019 年 3 月末，总债务为 137.05 亿元，长短期债务比进一步降至 1.41 倍，债务期限结构持续优化。未来随着基础设施投资业务及房地产项目开发的推进，公司债务规模或将面临上升压力。

图 1：近年来公司资本结构构成



资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2018 年公司发行 20 亿元的可续期公司债券，签订总额为 30 亿元的永续债权投资协议，加之自身利润的积累，带动所有者权益同比大幅增长 47.97% 至 218.00 亿元。受益于权益的增长以及对有息债务规模的严格控制，同期末总资本化比率降至 37.42%，资产负债率降至 81.10%，但仍保持高位运行。2019 年 3 月末，所有者权益为 225.76 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 82.41% 和 37.78%。

收入规模继续增长，毛利率水平提升

城镇化建设的推进为公司房建主业发展创造了有利的外部环境，收入规模随着业务量的增长而上升，2018 年增至 1,261.08 亿元。2019 年 1~3 月，营业总收入为 336.97 亿元，占上年营业总收入的 26.72%。

从收入构成来看，房屋建设工程收入保持在较高规模，2018 年为 953.27 亿元，占当年营业总收入的 75.59%。受益于公司业务结构逐步转型，基础设施建设板块收入持续增加，2018 年为 267.91 亿元，作为公司转型的核心业务，未来随着基础设施建设的快速拓展，该板块收入规模有望持续扩大。此外，受益于房地产项目去库存力度加大，2018 年以房地产业务为主的其他板块收入升至 39.90 亿元。2019 年 1~3 月，公司房屋建设工程和基础设施建设工程板块分别实现收入 262.30 亿元和 72.24 亿元，占营业总收入比重分别为 77.84% 和 21.44%。中诚信国际认为，随着公司逐步转型和业务结构的调整，房屋建设工程收入占比或将有所下降，基础设施建设工程收入有望继续增长，房地产开发作为主业的重要补充，亦对公司利润形成一定贡献。

表 6：近年来公司营业收入构成（单位：亿元）

业务板块	2016	2017	2018	2019.1~3
房屋建设	858.71	827.22	953.27	262.30
基础设施建设	183.68	239.44	267.91	72.24
其他	26.88	28.62	39.90	2.43
营业总收入	1,069.27	1,095.28	1,261.08	336.97

资料来源：公司提供

从盈利能力来看，目前以房建为主的收入结构

决定了公司建筑施工业务毛利率保持在较低水平，2018 年及 2019 年 1~3 月营业毛利率分别为 6.45% 和 5.43%。从盈利结构来看，受益于公司从源头把控项目质量及项目精细化管理，2018 年房建业务毛利率升至 5.55%，该板块较高的收入占比亦带动营业毛利率上升。同期，基建板块毛利率为 8.28%，同比较为稳定。另外，以房地产开发、建筑设计勘察与咨询、材料销售为代表的其他业务毛利率水平较好，但受其规模较小限制，对公司营业毛利率的拉动效果有限。

表 7：近年来公司营业毛利率构成（单位：%）

业务板块	2016	2017	2018	2019.1~3
房屋建设	5.06	4.71	5.55	4.80
基础设施建设	5.85	8.56	8.28	6.89
其他	16.13	13.91	15.64	30.04
营业毛利率	5.43	5.79	6.45	5.43

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司业务规模扩大、研发支出增加以及人工成本提升使得 2018 年管理费用大幅增至 27.98 亿元。同期，永续债权融资增加使得利息支出增长，加之长期应收款折现增加，财务费用同比增长 33.98% 至 11.68 亿元。受上述因素影响，2018 年三费合计增至 40.81 亿元，三费收入占比为 3.24%。2019 年 1~3 月，三费合计为 8.75 亿元，三费收入占比为 2.60%。

表 8：近年来公司三费结构（单位：亿元，%）

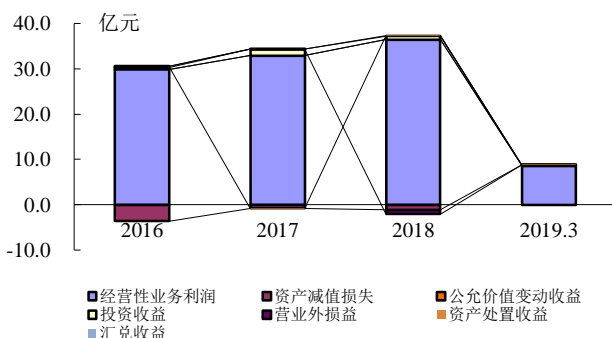
指标	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	0.42	0.75	1.15	0.11
管理费用	15.95	18.00	27.98	7.18
财务费用	5.22	8.72	11.68	1.45
三费合计	21.58	27.46	40.81	8.75
营业总收入	1,069.27	1,095.28	1,261.08	336.97
三费收入占比	2.02	2.51	3.24	2.60

注：中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报告

利润方面，受益于收入规模的增长及营业毛利率的提升，2018 年经营性业务利润增至 36.44 亿元，当期以坏账损失为主的资产减值损失（含信用减值损失，下同）为 1.14 亿元，对利润造成一定侵蚀。同期，利润总额和净利润分别上升至 35.30 亿元和 27.54 亿元。2019 年 1~3 月，公司利润总额和净利润分别实现 8.87 亿元和 6.58 亿元。

图 2：近年来公司利润结构分析



资料来源：公司财务报告

经营获现水平较好，很强的融资能力对投资业务形成较好保障

经营活动方面，受益于较强的工程项目管控能力和议价能力，以及公司对应收账款的催收力度加强，2018年经营活动净现金流为38.03亿元，呈大幅流入态势。2019年1~3月，受季节性因素影响，经营活动净现金流为-91.91亿元。

投资活动方面，2018年公司购置工程施工设备等固定资产及资本运营项目投资支出增加，当年投资活动净现金流为-25.34亿元，资金敞口略有扩大。2019年1~3月，公司投资活动净现金流为-0.69亿元，未来随着PPP等投资项目的推进，公司对外投资需求或将保持高位。

筹资活动方面，公司通过以银行贷款为主的债务融资方式获得业务发展所需资金，2018年筹资活动净现金流为56.06亿元，很强的融资能力为投资业务扩张提供了支持。2019年1~3月，筹资活动净现金流为11.23亿元。

表 9：近年来公司现金流状况（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019.1-3
经营活动产生现金流入	809.92	837.42	1,088.80	391.07
经营活动产生现金流出	765.04	850.02	1,050.78	482.98
经营活动净现金流	44.88	-12.60	38.03	-91.91
投资活动产生现金流入	2.95	0.50	0.76	1.58
投资活动产生现金流出	18.60	25.52	26.11	2.27
投资活动净现金流	-15.65	-25.02	-25.34	-0.69
筹资活动产生现金流入	68.09	93.45	183.19	15.67
其中：吸收投资	21.35	4.09	52.50	1.04

借款	42.47	88.21	120.55	14.63
筹资活动产生现金流出	77.90	70.89	127.13	4.44
其中：偿还债务	41.60	58.53	112.12	2.69
筹资活动净现金流	-9.81	22.56	56.06	11.23
现金及现金等价物净增加额	19.42	-15.09	68.77	-81.39

资料来源：公司财务报告

偿债能力方面，2018年公司EBITDA小幅增至48.63亿元，其对债务本息的覆盖能力有所上升，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为2.68倍和8.47倍。受益于2018年经营活动净现金流由负转正，其对债务本息的保障能力显著增强，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为0.29倍和6.62倍。此外，公司货币资金充足，2018年末能够完全覆盖当期末总债务，为债务偿还提供了一定支撑。

表 10：近年来公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.3
总债务（亿元）	123.74	136.07	130.36	137.05
货币资金（亿元）	132.51	118.55	191.49	103.79
EBITDA（亿元）	39.17	46.74	48.63	-
经营活动净现金流（亿元）	44.88	-12.60	38.03	-91.91
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.42	-1.85	6.62	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.36	-0.09	0.29	-2.68*
EBITDA利息倍数(X)	6.47	6.88	8.47	-
总债务/EBITDA(X)	3.16	2.91	2.68	-

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报告

受限资产方面，截至2019年3月末，公司受限资产账面价值为47.26亿元，主要为保证金等受限货币资金以及用于取得抵质押借款的长期应收款等，占同期末净资产比重为20.94%。

或有负债方面，截至2019年3月末，公司为总额1.14亿元的商品房按揭贷款提供担保，承购人以其所购商品房作为抵押；对中国建筑博茨瓦纳有限公司提供担保0.34亿元，此外无其他对外担保事项，亦无影响正常经营的重大未决诉讼及仲裁事项。

银企关系方面，截至2019年3月末，公司共获得各银行综合授信额度893.87亿元，其中未使用额度645.57亿元，良好的银企关系使公司具有极强的财务弹性。

过往债务履约情况

根据公开资料显示，截至 2019 年 3 月末公司在公开市场无信用违约记录。

表 11：截至报告出具日公司本部银行间公开市场存续债券情况

债券简称	发行额(亿元)	存续期
18 中建二局 MTN001	10	2018.04~2023.04
19 中建二局 MTN001	30	2019.06~2022.06

注：“19 中建二局 MTN001”为永续中票。

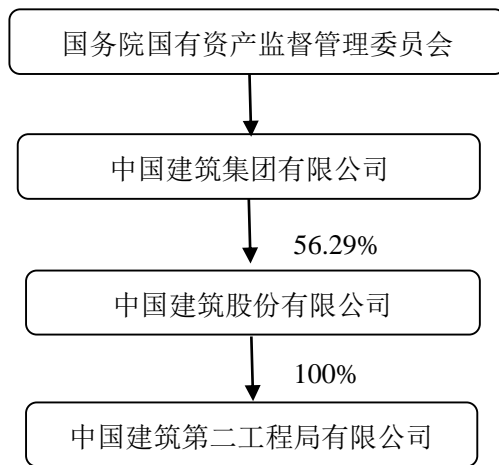
资料来源：根据公开资料整理

根据公司提供的企业信用报告和相关资料显示，2016~2019 年 7 月 22 日，公司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。

结 论

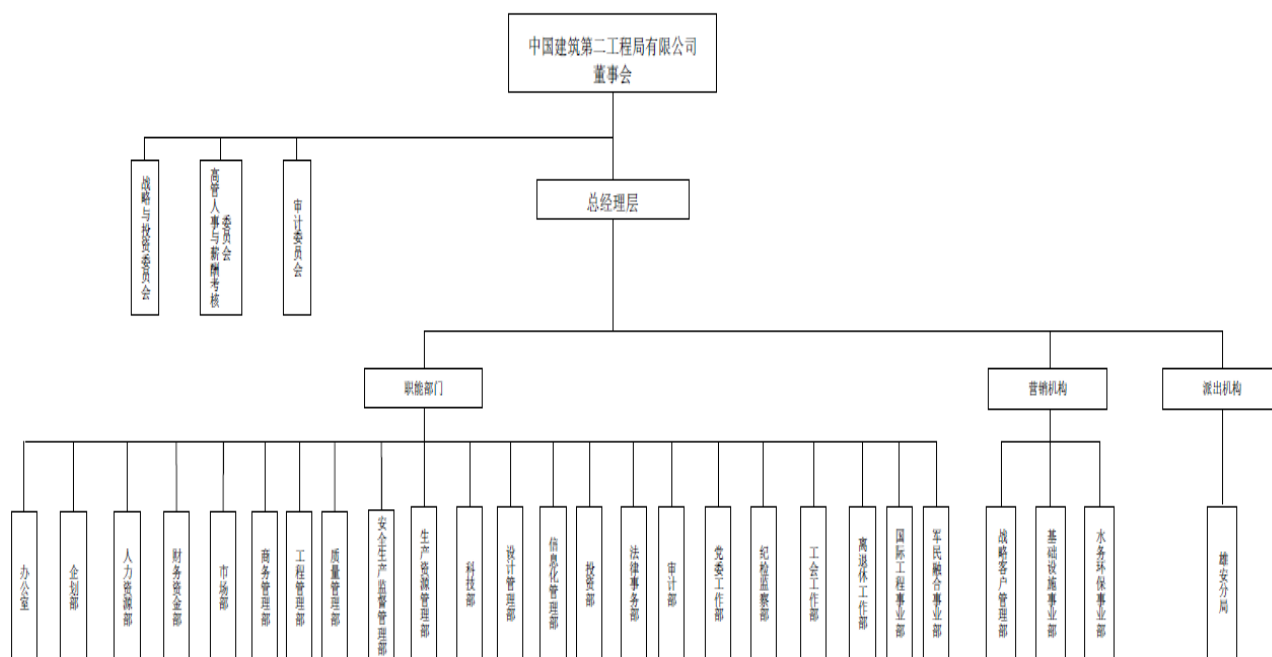
综上，中诚信国际维持中国建筑第二工程局有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 中建二局 MTN001”和“19 中建二局 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国建筑第二工程局有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	1,325,104.19	1,185,457.71	1,914,891.49	1,037,885.21
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	1,644,578.07	1,877,072.06	2,087,740.98	1,830,358.81
其他应收款	395,036.13	538,535.40	594,841.35	965,943.59
存货净额	2,632,234.15	2,903,750.36	3,055,383.55	4,557,457.57
长期投资	79,867.13	128,517.51	279,000.45	320,294.63
固定资产	286,916.30	330,980.56	361,998.13	358,662.57
在建工程	42,032.73	34,177.88	51,054.61	57,632.87
无形资产	24,230.51	28,225.80	29,255.19	28,856.67
总资产	8,475,339.95	9,585,408.64	11,534,175.66	12,830,985.80
其他应付款	507,373.31	691,412.00	1,090,346.16	1,303,241.13
短期债务	1,010,082.89	1,012,031.14	773,096.20	802,471.93
长期债务	227,323.95	348,643.61	530,479.10	568,048.56
总债务	1,237,406.84	1,360,674.75	1,303,575.30	1,370,520.49
净债务	-87,697.34	175,217.04	-611,316.19	332,635.28
总负债	7,316,141.65	8,112,158.05	9,354,221.40	10,573,418.15
费用化利息支出	55,711.06	65,539.79	55,028.46	-
资本化利息支出	4,790.87	2,443.08	2,398.53	-
所有者权益合计	1,159,198.29	1,473,250.59	2,179,954.26	2,257,567.65
营业总收入	10,692,674.77	10,952,814.84	12,610,809.10	3,369,667.01
三费前利润	514,548.04	603,136.43	772,262.05	173,498.06
投资收益	3,948.15	13,941.12	7,706.14	227.09
净利润	201,017.17	249,201.73	275,356.05	65,769.11
EBIT	325,171.90	401,828.94	408,014.82	-
EBITDA	391,722.52	467,427.21	486,303.38	-
经营活动产生现金净流量	448,774.42	-125,966.34	380,250.45	-919,120.58
投资活动产生现金净流量	-156,507.77	-250,173.72	-253,430.16	-6,899.57
筹资活动产生现金净流量	-98,118.95	225,585.49	560,577.71	112,307.49
现金及现金等价物净增加额	194,197.75	-150,856.72	687,657.16	-813,904.34
资本支出	77,213.30	105,464.75	131,015.38	21,395.42
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	5.43	5.79	6.45	5.43
三费收入比(%)	2.02	2.51	3.24	2.60
EBITDA/营业总收入(%)	3.66	4.27	3.86	-
总资产收益率(%)	4.15	4.45	3.86	-
流动比率(X)	1.03	1.01	1.07	1.05
速动比率(X)	0.64	0.62	0.71	0.58
存货周转率(X)	3.86	3.73	3.96	3.36*
应收账款周转率(X)	8.02	6.22	6.36	7.03*
资产负债率(%)	86.32	84.63	81.10	82.41
总资本化比率(%)	51.63	48.01	37.42	37.78
短期债务/总债务(%)	81.63	74.38	59.31	58.55
经营活动净现金流/总债务(X)	0.36	-0.09	0.29	-2.68*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.44	-0.12	0.49	-4.58*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.42	-1.85	6.62	-
总债务/EBITDA(X)	3.16	2.91	2.68	-
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.46	0.63	-
EBITDA 利息倍数(X)	6.47	6.88	8.47	-

注：公司财务报表根据新会计准则编制；带“*”指标经年化处理；2019年一季度报表未经审计；中诚信国际分析时将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收款项”，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

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。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资 = 债权投资 + 其他权益工具投资 + 其他债权投资 + 其他非流动金融资产 + 长期股权投资”。

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。