

# 中国建筑第二工程局有限公司

## 2020 年度第四期中期票据信用评级报告

---

项目负责人：杨晨晖 [chhyang@ccxi.com.cn](mailto:chhyang@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜佩珊 [pshdu@ccxi.com.cn](mailto:pshdu@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 11 月 10 日

## 声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]4439D 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 2020 年度第四期中期票据”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

二零二零年十一月十日

## 发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
中国建筑第二工程局有限公司	不超过 15 亿元 (含 15 亿元)	品种一: 2+N (2) 年期 品种二: 3+N (3) 年期	每年付息一次, 附利息递延选择权, 于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续, 并在公司依据发行条款的约定赎回时到期	本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司其他待偿还债务融资工具	用于偿还 有息债务

**评级观点:** 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”) 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 2020 年度第四期中期票据”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司股东实力雄厚, 建筑施工业务综合实力很强, 经营效益稳步提升, 银企关系良好、融资渠道畅通、货币资金充裕等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到房建市场竞争激烈, 获现能力存在一定波动性等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

中建二局 (合并口径)	2017	2018	2019	2020.9
总资产 (亿元)	958.54	1,153.42	1,179.92	1,238.75
所有者权益合计 (亿元)	147.33	218.00	255.03	296.67
总负债 (亿元)	811.22	935.42	924.89	942.08
总债务 (亿元)	136.07	130.36	121.24	138.19
营业总收入 (亿元)	1,095.28	1,261.08	1,447.83	1,198.18
净利润 (亿元)	24.92	27.54	27.89	17.70
EBIT (亿元)	40.18	40.80	39.13	--
EBITDA (亿元)	46.74	48.63	47.85	--
经营活动净现金流 (亿元)	-12.60	38.03	-38.73	-72.92
营业毛利率 (%)	5.79	6.45	7.10	5.63
总资产收益率 (%)	4.45	3.86	3.35	--
资产负债率 (%)	84.63	81.10	78.39	76.05
总资本化比率 (%)	48.01	37.42	32.22	31.78
总债务/EBITDA (X)	2.91	2.68	2.53	--
EBITDA 利息倍数 (X)	6.88	8.47	8.99	--

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计的财务报表整理。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型: 建筑(C180000\_2019\_04)

中国建筑第二工程局有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(20%)	EBITDA 利润率(%)	3.81	6
	净资产收益率(%)	11.79	7
	现金周转天数(天)	10.10	8
财务政策与偿债能力(20%)	总资本化比率(%)	32.22	10
	经营活动现金流入/短期债务(X)	28.80	10
	总债务/EBITDA(X)	2.71	8
规模与多元化(45%)	营业总收入(亿元)	1,447.83	10
	净资产(亿元)	255.03	10
	项目储备	8	8
运营实力(15%)	多元化经营	8	8
	市场地位与准入壁垒	8	8
技术实力及资质			10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明:

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中, 基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件、产业链多元化及协同效应等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定, 可能与评级模型级别存在差异。

\*指标采用近三年平均值

## 正面

■ **股东实力雄厚。**公司控股股东中国建筑股份有限公司 (以下简称“中国建筑”) 是全球最大的工程承包商, 整体实力雄厚, 公司作为其核心工程局, 在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的较大支持。

■ **建筑施工业务综合实力很强。**公司在建筑施工业务领域业绩丰富且技术领先, 近年来业务承揽规模维持高位且逐年上升, 各年度新签合同额能够对收入形成很强覆盖, 为公司业务的持续稳定发展奠定了基础。

■ **经营效益稳步提升。**近年来房屋建设和基础设施建设业务的协同发展带动公司经营业绩稳步提升, 营业总收入和净利润保持增长趋势, 资本实力日益增强。

■ **银企关系良好, 融资渠道畅通, 货币资金充裕。**截至 2020 年 6 月末, 公司共获得各银行综合授信额度 1,169.19 亿元, 其中未使用额度 592.28 亿元, 财务弹性良好, 且公司在债券市场也具备很强的融资能力。同时, 公司近年来货币资金充裕, 对短期债务覆盖能力很强, 也能够为主业发展提供有力的资金支持。

## 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, 但受该行业进入门槛较低的影响, 在高度分散的行业结构下, 房建业务盈利水平较低。

■ **获现能力存在一定波动性。**近年来公司经营活动净现金流受工程相关款项的回流和支付、土地购置等因素影响, 呈较大的波动状态, 获现能力稳定性有待加强。

## 评级展望

中诚信国际认为, 中国建筑第二工程局有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**经营及业务承揽规模大幅下降; 工程回款明显弱化; 债务过度扩张且投资回报率未及预期。

## 评级历史关键信息 1

中国建筑第二工程局有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2020/10/29	何川、杜佩珊	<a href="#">中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000 2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2016/06/19	盛京京、王慧媛	<a href="#">中国建筑行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2013/07/22	潘永曜、胡莹、王烨斌	<a href="#">中国建筑行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	--	2012/06/15	高仁航、王勋	<a href="#">中国建筑行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径。

## 评级历史关键信息 2

中国建筑第二工程局有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2018/05/03	曹梅芳、刘春天	<a href="#">中国建筑行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：原中诚信证券评估有限公司口径。

## 同行业比较

2019 年部分建筑施工企业主要指标对比表						
公司名称	新签合同额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	总资本化比率 (%)	总债务/EBITDA	营业周期 (天)
中建一局	2,742.37	1,241.56	9.76	33.16	3.40	104
中建二局	3,141.09	1,447.83	11.79	32.22	2.71	127
中建三局	4,362.51	2,600.05	15.91	32.03	2.63	106
中建四局	1,595.25	833.63	5.04	46.65	5.48	217
中建五局	2,848.21	1,213.70	10.94	45.65	3.37	184

注：1、“中建一局”为“中国建筑一局（集团）有限公司”简称；“中建三局”为“中国建筑第三工程局有限公司”简称；“中建四局”为“中国建筑第四工程局有限公司”简称；“中建五局”为“中国建筑第五工程局有限公司”简称；2、总债务/EBITDA 为三年平均值。

资料来源：中诚信国际整理

## 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<sup>1</sup>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。

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。

产权结构：截至 2020 年 9 月末，中建二局实收资本 50.00 亿元，中国建筑为其唯一股东，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。

## 本期票据概况

### 发行条款

本期票据发行规模不超过 15 亿元（含 15 亿元），其中品种一发行期限为 2+N（2）年，品种二发行期限为 3+N（3）年，公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一个品种发行规模增加相同金额；两个品种间可进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过 15 亿元。本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

品种一：采用固定利率计息，每年付息一次，公司可在付息日前选择利息递延，递延支付的金额将按照当期执行的票面利率计算复利。利率在前 2 个计息年度内保持不变，如果公司不行使赎回权，自第 3 个计息年度起，每 2 年重置一次票面利率。前 2 个计息年度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）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的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。票面利率跃升方式：如果公司不行使赎回权，则从第 3 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在之后的 2 个计息年度内保持不变。

品种二：采用固定利率计息，每年付息一次，公司可在付息日前选择利息递延，递延支付的金额将按照当期执行的票面利率计算复利。利率在前 3 个计息年度内保持不变，如果公司不行使赎回权，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度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）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的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。票面利率跃升方式：如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在之后的 3 个计息年度内保持不变。

利息递延下的限制事项方面，公司有递延支付利息的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司其他待偿还债务融资工具。

根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，公司在会计初始确认时拟将本期中期票据计入所有者权益。

<sup>1</sup> 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

院国资委代表国务院履行出资人职责。

## 募集资金用途

本期中期票据募集资金拟用于偿还有息债务。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2020 年前三季度，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程。随着疫情得到有效控制，三季度经济进一步复苏，市场性因素修复加快，GDP 当季同比达到 4.9%，带动前三季度 GDP 同比增长 0.7%，由负转正。短期内中国经济修复势头仍将延续，但经济运行中结构性失衡问题仍存，金融风险对宏观政策的制约仍在。

三季度，在国内疫情防控措施得力的背景下，经济进一步修复。从生产侧来看，工业生产保持快速增长势头，8-9 月当月同比连续两月超过去年同期；随着居民消费信心的改善，服务业生产恢复加快。从需求侧来看，中国率先复工复产背景下出口错峰增长，成为需求侧最大的亮点；在基建、房地产等政策性投资继续回升同时，制造业投资改善幅度加大，但仍处于负增长态势；此外，社零额虽然当月同比增速转正，但累计同比仍位于低位，消费仍处于缓慢修复过程，疫情有效控制下服务消费的复苏值得期待。综合来看，二季度经济修复主要是行政性复工复产政策支持下政策性因素的改善，三季度以来市场性因素修复明显加快，经济复苏结构更加均衡，但目前市场性因素复苏依然偏弱，政策性因素受制于刺激性政策的逐步退出改善的动力有所弱化，或给后续经济复苏带来一定的压力。从价格水平来看，极端天气影响的消退和“猪周期”走弱 CPI 回落，国内需求改善 PPI 降幅收窄，通胀通缩压力均可控。

**宏观风险：**虽然中国经济持续平稳修复、整体改善，但经济运行中仍面临多重风险和挑战。从外部环境来看，疫情仍全球蔓延，全球经济与贸易低迷，同时中美博弈持续，疫情冲击与大国博弈双重不确定性并存，尤其需警惕“去中国化的全球化”。从国内经济运行来看，经济结构性失衡仍存，对经济修复的拖累依然存在。这种失衡主要体现在以下几个方面：供需结构失衡，需求恢复慢于供给；不

同所有制的恢复程度失衡，国有投资恢复快而民间投资持续疲弱；不同规模企业失衡，大企业恢复快于中小企业；实体经济与金融业发展失衡，实体经济下滑，金融体系扩张。此外，金融风险仍处于高位。一方面，受疫情冲击影响企业经营情况弱化，信用风险仍持续释放，金融机构资产质量恶化隐忧仍存；另一方面，政策稳增长导致宏观杠杆率再度攀升，债务风险有所加大，地方政府收支不平衡压力较大背景下地方政府债务风险面临攀升压力，高债务风险对宏观政策的制约持续存在。

**宏观政策：**随着经济平稳修复，宏观政策有望保持连续性与稳定性，货币政策将延续稳健灵活基调，更加注重精准导向；财政政策更加积极，随着专项债资金的落地，专项债对基建投资的带动作用有望进一步显现。值得一提的是，面对内外形势新变化，中央多次重要会议均强调构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，中国经济中长期发展顶层设计进一步加强。在以内循环为主的新发展格局下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

**宏观展望：**当前中国经济仍处于平稳修复过程。虽然随着对冲疫情政策的逐步退出政策性因素的修复将趋缓，市场性因素完全复原尚需时日，但市场性因素复苏空间和可持续性更高，且内循环背景下经济堵点的疏通有望为经济增长提供新的支撑，经济复苏势头有望延续。考虑到低基数影响，明年一季度或有望出现疫后 GDP 增长高峰，后续增长或有放缓，逐步向潜在经济增速回归。

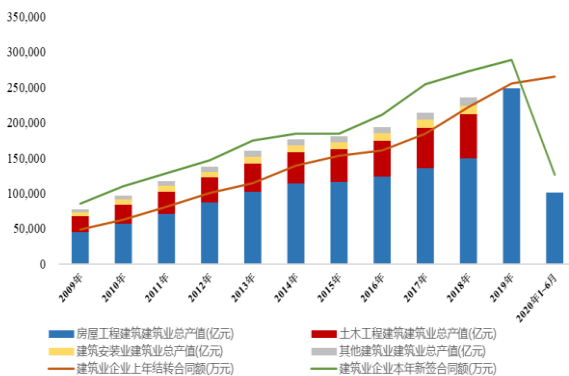
**中诚信国际认为，**得益于中国强有力的疫情防控和逆周期宏观调控政策的发力，2020 年中国经济有望成为疫情之下引领全球经济复苏的主导力量，2021 年经济修复态势仍将持续，逐步回归常态化增长水平，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，“内循环”下国内供应链、产业链运行将更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业概况

### 新型城镇化、交通强国、一带一路等政策利好能够为建筑业带来持续需求，行业逐步由高速发展转为高质量发展

建筑业是国民经济的支柱产业之一，其发展与房地产开发、基础设施等固定资产投资保持着密切的关系。多年来我国建筑业整体保持了较好的发展态势，近五年（2014~2019）总产值实现了7.1%的年均增长。2019年，我国建筑业完成新签合同额28.92万亿元，实现总产值24.84万亿元，从订单保障情况来看，随着固定资产投资增长趋缓，新订单保障系数（当年新签合同/当年产值）指标自2017年达到峰值后有所回落，而考虑上年结转合同因素后的总订单保障系数仍不断提升，2019年为2.19倍。2020年上半年，我国建筑业企业实现新签合同额12.60万亿元，较上年同期增长4.73%，疫情冲击下我国建筑业平稳发展的基本面未发生改变。

图1：近年来我国建筑业整体发展情况



资料来源：国家统计局、中国建筑业协会，中诚信国际整理

近年来我国固定资产投资受到供给侧结构性改革、经济去杠杆、房地产调控等宏观政策影响，增速呈持续下降态势。特别是2018年在基建投资增速断崖式下跌的拖累下，固定资产投资增长压力进一步加大。2019年，全国固定资产投资（不含农户）增速延续下探态势至5.4%，较上年减少0.5个百分点，其中制造业投资受内外需不确定性等因素的影响同比明显走低；基础设施投资逐步企稳但维持低位，稳增长效果仍显不足；房地产业投资在前期拿地项目逐步进入开工期的带动下保持较强韧

性，成为固定资产投资增速的重要支撑，但在严调控政策和融资收紧的双重约束下，年内增速呈现前高后低的走势。中诚信国际注意到，近年全社会固定资产投资虽然继续保持增长态势，但增速逐年回落，势必对建筑行业形成一定压力，而随着工程总承包模式的推行，以及建筑产业化、精细化管理和BIM技术的逐步普及应用，我国建筑业的发展质量仍在不断提升。

随着建筑业总产值和增加值屡创新高，中国已成为全球规模最大的建筑市场，行业龙头的业务体量稳居世界前列，在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2019年度全球承包商250强”排行榜中，中国大陆共有57家企业入围，排名靠前的以大型央企和省属建工为主。此外，随着“一带一路”倡议的不断落地，中资企业国际工程承揽规模亦不断扩大，在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2019年度国际承包商250强”排行榜中，中国大陆共有76家企业入围。整体来看，多年来中国建筑行业快速增长的市场容量和激烈的竞争环境催生出了一批具有国际竞争力的建筑企业，并成为了中国企业“走出去”的先行者。

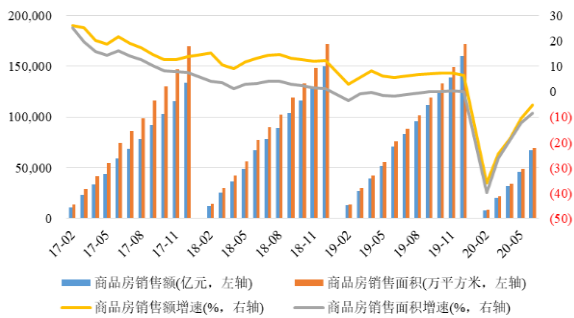
中诚信国际认为，国内新型城镇化和旧城改造等城市建设、更新需求仍将不断释放，交通强国等国家战略推进亦将为基础设施建设的长期发展提供有力支撑，加之“一带一路”倡议为行业发展带来的支撑，在未来一段时期我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，但行业内企业仍将持续处于激烈的市场竞争之中，具备技术、人才、精细化管理和投融资优势的建筑企业有望在行业演进的过程中持续受益。

### 在疫情影响下 2020 年第一季度全国商品房销售降至 2017 年以来的季度最低水平；4 月以来市场逐渐恢复，1~6 月全国商品房销售降幅明显收窄

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%至2.04万亿元和2.20亿平方米，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，

上半年全国房地产销售额虽呈下降态势，但降幅明显收窄；上半年商品房销售价格略有回升，70个大中城市价格指数环比涨幅从1月的0.3%小幅增至6月的0.6%。

图2：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

4月以来，随着疫情影响逐步缓解，房企投资力度有所增加，6月末全国商品房待售面积同比小幅增长1.8%至5.11亿平方米。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。

中诚信国际认为，2020年上半年疫情对房地产销售产生不利影响，但疫情对销售影响已逐渐消减。考虑到调控政策持续的影响，下半年房地产企业整体内部流动性来源增速依然承压。

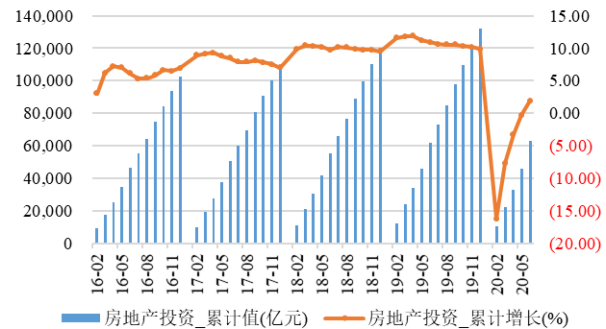
### 在疫情影响下，上半年房地产开发及土地投资呈先抑后扬的态势；偏紧的外部融资环境下房企外部现金流平衡能力面临挑战

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，1~6月全国新开工面积同比下降7.6%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额降幅

亦逐月收窄，1~6月房地产开发投资额同比增长1.9%至6.28万亿元，增速已由负转正。

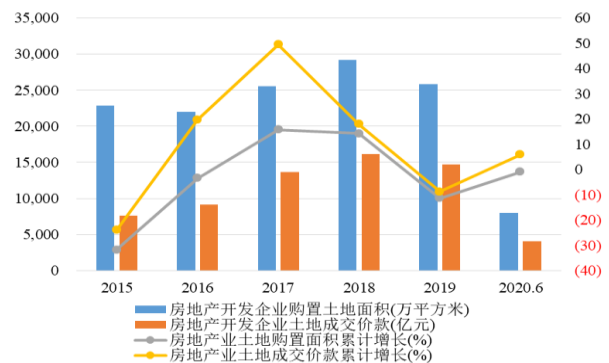
图3：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年第一季度受疫情影响，国内土地市场购置价款同比增速为负，4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，国内土地市场购置价款增速由负转正，1~6月土地市场购置价款同比增长5.9%。

图4：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台<sup>2</sup>，房地产企业外部融资难度有所增加；与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，受疫情影响，房地产投资及开发规模短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企

<sup>25</sup> 5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具

体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

追赶开发进度推动下，或将加剧内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力较大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

## 近期关注

### 改善专项债配套融资、降低基建项目资本金比例等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

2018年以来，国内基建投资受到地方政府债务控制、宏观去杠杆、PPP项目审查趋严等因素影响，增速大幅下降至3.8%。2019年，在基建补短板的支撑下，基建投资增速逐步企稳，但“稳增长”效果仍显不足。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2019年下半年来国家陆续出台相关鼓励政策。6月，中共中央、国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；9月，国务院常务会议提出要提前下达2020年部分专项债额度，确保年初即可使用见效，并强调专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域；同月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，制定了我国交通建设三个阶段的目标；11月，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由25%调整为20%，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，资本金比例最多可下调5个百分点；同月，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，短期内铁路、公路、城市轨道交通、市政管网、水利环保等基建投资作为逆周期调节工具的作用有望得到充分体现，对基建施工企业的稳健发展提供支撑。

### PPP模式已进入政策规范和风险控制的高质量发展阶段，对建筑企业的投融资管理提出了更高要求

2014年以来，国家发改委、财政部、国土资源

部、银保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，在经历了2015年及2016年的PPP项目爆发式增长后，2017年国资委和财政部等出台一系列强力监管文件标志着PPP项目进入严监管周期。随着财金〔2018〕54号、财金〔2019〕10号等文件的落地实施，PPP模式已由过去的培育和快速增长阶段进入了政策规范和风险控制的高质量发展阶段，后续项目入库将更注重项目质量和合规性审核以及执行效率。中诚信国际认为，入库项目标准的提升将阶段性影响PPP项目供给量，对金融机构提供融资监管的趋严使得融资落地难度有所提升，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项目的规划化运作和实际落地率的提升，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。

截至2020年3月末，全国PPP综合信息平台项目管理库累计入库项目共计9,493个，总投资额14.5万亿元；累计落地项目共6,421个，投资额10.2万亿元；累计开工项目3,771个，投资额5.7万亿元。从入库项目回报机制来看，可行性缺口补助项目累计投资额占入库项目总投资的67.4%，政府付费项目累计投资额占比23.0%，使用者付费项目累计投资额占比9.6%。从财政承受能力来看，全国2,637个有PPP项目入库的行政区中，2,619个行政区在PPP项目合同期内的各年度财政承受能力占比均在10%红线以下，其中1,926个行政区低于7%预警线，1,460个行政区低于5%，而18个超过10%的行政区已停止新项目入库。

中诚信国际关注到，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其不能恰当履行自身职责的风险，使项目推进存在不确定性。虽然我国陆续出台了一系列政策措施，但因PPP模式发展历程较短，对口公共管理部门对项目推进中的各种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。此外，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、退出机制不完善等一系列问题，对建筑企业的综合投融资管理能力提出了更高要求。

## 业务运营

公司经营业务主要涉及房屋建设和基础设施建设等领域。其中，房屋建筑工程是公司的核心业务，基础设施建设是公司目前重点发展的业务领域，近年来受益于我国城镇化进程的持续推进带来的巨大需求，带动房屋建设业务和基础设施建设业务收入均呈稳定上升趋势，上述两项业务收入规模合计占公司各期营业总收入比例在 95% 以上。房地产开发是公司另一重要业务板块，近年来其较强的盈利能力为公司贡献了较多的利润，该业务板块的发展也有效提升了公司的多元化经营水平，降低了业务结构单一带来的经营波动风险，能够为主业发展提供良好的产业协同效应。

表 1：近年来公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
房屋建设	827.22	953.27	1,072.46
基础设施建设	239.44	267.91	350.17
其他	28.63	39.90	25.20
合计	1,095.28	1,261.08	1,447.83
占比	2017	2018	2019
房屋建设	75.53	75.59	74.07
基础设施建设	21.86	21.24	24.19
其他	2.61	3.16	1.74
合计	100.00	100.00	100.00

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；其他业务主要为房地产开发、销售材料和经营租赁等。

资料来源：公司提供

## 齐备的施工业务资质、丰富的施工经验以及区域化战略布局的日趋稳固，促使公司市场竞争力不断提升，为业绩增长提供了良好保障

公司成立至今 60 余年，陆续承建了一大批国家重点工程和国防尖端工程，在超高层、超大体量厂房或综合体、超大住宅或民生工程、复杂结构及特种、非常规工程建设等领域技术优势明显，累计获得鲁班奖 60 余项、詹天佑奖 10 余项，施工经验丰富。截至 2019 年末，公司拥有 37 项施工总承包类资质（其中建筑工程施工总承包特级资质 4 项，

市政公用工程总承包特级资质 2 项）、1 项房地产开发一级资质、64 项专业资质、12 项设计资质，资质体系完备。工程技术方面，截至 2019 年末，公司拥有国家发明专利 121 项、实用新型专利 781 项、国家级工法 18 项、省部级工法 655 项，主、参编国家标准 12 项、行业标准 36 项，技术优势明显。

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，资源集中投放的营销网络布局提高了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 2：近年来公司新签合同额区域结构（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
主力市场	1,915.00	2,408.49	2,485.49	567.51
华南地区	570.00	747.10	642.08	185.90
华东地区	480.00	743.00	801.82	165.65
华中地区	493.00	546.09	596.93	122.51
京津冀地区	372.00	372.30	444.66	93.45
重点发展市场	764.00	730.51	655.60	135.16
西北地区	150.00	148.31	175.35	57.38
西南地区	380.00	457.49	370.25	35.00
东北地区	234.00	124.71	110.00	42.78
新签合同总额	2,679.00	3,139.00	3,141.09	702.67

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，展业区域位于东南亚、非洲南部和大洋洲地区。近年来公司在巩固南部非洲和东南亚区域的基础上，紧跟“一带一路”战略，开拓东非、南亚等地区，海外业务发展整体较为稳定。中诚信国际注意到，海外项目所处区域的政治、经济、政策环境可能发生波动，或将影响项目的推进速度；不同国别在合同条款的履行上可能存在商业习惯和法律定义的差异，海外项目的合同履行或不及预期；此外，海外收入的提升也会增加汇率波动带来的相关风险，需对海外业务的开展及推进情况保持关注。

表 3：近年来公司海外新签合同额（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
新签合同额	95.00	100.93	89.14	6.29

资料来源：公司提供

### 近年来公司积极优化房建业务结构，重大工程合同金额持续增加，项目质量稳定提升，强大的承揽能力为其提供了充足的项目储备

近年来受益于城市化进程的推进对住宅、办公楼、大型公共建筑的巨大需求，公司承揽规模均维持高位，各年度新签合同额能够对收入形成很强覆盖。

表 4：近年来公司新签合同额构成（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋建筑工程	1,843.00	2,348.27	2,345.89	613.16
基础设施建设工程	673.00	562.16	707.53	87.62
其中：电力建设	55.50	26.29	4.18	3.38
其他	163.00	228.58	87.67	1.89
合计	2,679.00	3,139.00	3,141.09	702.27

注：1、合计数因四舍五入存在尾数差异；2、其他包括房地产开发、销售材料和经营租赁等。

资料来源：公司提供

房建业务是公司建筑施工的核心主业，近年来充分受益于我国经济快速发展、城市化率不断提高以及房地产市场稳步成熟带来的增长契机，承揽规模均保持较大规模，且占各期新签合同总额的比重维持在 70% 左右，同时公司积极拓展单体合同金额较大的项目，近年来合同额 10 亿元以上的项目占各期房建新签合同总额的比重均在 30% 以上。客户结构方面，近年来公司通过不断强化集团型的战略合作，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逐步完善，客户质量和单个项目规模均明显提高。中诚信国际关注到，近年来持续的地产调控使得公司住宅和商业房地产开发类项目业主面临较大的融资和回款压力，而上述资金压力亦可能向公司传导，从而增加其应收账款周转风险。

表 5：2019 年公司前十大客户新签合同情况

项目名称	合同金额（亿元）	占比（%）
融创中国	444.48	14.15%
万达集团	193.21	6.15%
中建集团	121.29	3.86%
碧桂园集团	74.30	2.37%
北辰集团	64.79	2.06%

中国金茂	61.18	1.95%
华润集团	56.59	1.80%
金融街集团	49.37	1.57%
正荣集团	43.98	1.40%
融侨集团	39.14	1.25%
合计	1,148.32	36.56%

注：因四舍五入原因存在尾数差异。

资料来源：公司提供

表 6：2019 年公司新签房屋建筑项目情况

项目名称	合同金额（亿元）	开工日期
腾讯广州总部大楼项目	28.00	2019.06
郑州金融岛外环项目	22.71	2019.01
鹰潭市 2019 年中心城区棚户区改造项目-总包	21.62	2019.04
NO.2014G34 地块项目 B 地块工程总承包	20.59	2019.02
北海银基滨海旅游度假区中心项目施工总承包工程	20.00	2019.12
鲁甸县卯家湾易地扶贫搬迁安置区建设项目一标段（一工区）合同	18.38	2019.01
广州万达城四期项目 B2、B4 地块总承包工程	18.02	2019.03
周口开元万达广场销售物业总承包施工工程	17.83	2019.08
天津公元置业商业综合体项目总承包工程	17.66	2019.06
汉阳十里铺城中村改造项目 K4 地块	17.50	2019.01

资料来源：公司提供

基础设施业务是公司实施战略转型、业务结构调整的重点，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，加之公司充分发挥在公路和市政施工等领域的专业优势，基础设施业务的承揽规模亦保持在较大规模。2017 年 2 月，公司取得市政公用工程施工总承包特级资质，当年该板块新签合同额保持在较大规模；2018 年，受 PPP 业务监管趋严影响，公司承揽节奏放缓，新签合同额较上年有所下降；2019 年，公司加大市场开拓力度优化投资结构，加之基建项目建设需求的增加，使得该板块新签合同额同比大幅回升。此外，公司亦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，主要以核电建设业务为核心发展方向，带动常规电力建设业务的发展，但 2018 以来受国家常规核电新项目“零核准”政策影响，新签合同额持续下降，目前公司电力建设在建工程主要为之前年度的存量项目。

## 依托自身在建筑施工行业的领先地位以及雄厚的资本实力，公司近年来积极参与基础设施投资等资本运营项目的拓展，但需关注资本支出压力、政策风险以及运营收益情况

在建筑施工“微利化”的形势下，近年来公司积极资本运营项目的拓展，以投融资带动总承包，实现投资与施工的联动资本。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，但竞争相对缓和，项目回款有保障而利润率高于单纯的工程承包业务，对公司施工主业形成一定补充。

近年来随着国家在基础设施建设领域大力推广 PPP 模式，公司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，近年来积极拓展 PPP 项目市场。截至 2020 年 3 月末，公司进入执行阶段的 PPP 项目共 17 个，均已纳入财政部 PPP 管理库，其中控股 PPP 项目 10 个，参股 PPP 项目 7 个，总投资合计 602.15 亿元，尚需投资 456.46 亿元，后续资本支出规模较大。

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。中诚信国际注意到，2018 年以来 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 7：截至 2020 年 3 月末公司主要在建 PPP 项目情况（亿元、年）

项目名称	总投资额	累计投资总额	股权比例	运营周期	项目状态
<b>参股项目</b>					
贵州省六盘水市大坪子至董地一级公路一期工程 PPP 项目	63.43	9.11	25%	27	执行
湖北省武汉市经济技术开发区汽车加城镇综合建设 PPP 项目	80.04	4.65	30%	14	执行
新疆伊犁州直 G577 精伊线、G577 特昭线经营性公路 PPP 项目包	129.36	-	28%	30	采购
深汕特别合作区信息技术城开发、建设和运营 PPP 项目	18.00	10.61	64%	7	执行
贵州省六盘水市地下综合管廊试点城市 PPP 项目	25.40	20.35	58%	28	执行
内蒙古赤峰市环路快速化改造工程 PPP 项目	53.00	11.05	63%	27	执行
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	23.00	17.87	80%	28	执行
209 省道临蒲界至故市暨渭河特大桥及引线工程 PPP 项目	10.97	0.73	29%	20	执行
<b>小计</b>	<b>403.20</b>	<b>74.37</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<b>控股项目</b>					
河北省石家庄市鹿泉区山前大道拓宽改造工程 PPP 项目	30.24	20.75	62%	20	执行
四川省广元市 081 市政基础设施配套	20.78	1.74	54%	15	准备
江苏省南京市江宁区上秦淮文化旅游项目	17.26	9.21	80%	8	执行
河北省沧州市渤海新区黄骅港综合港区物流园区	38.60	5.18	27%	9	执行
河北唐山海港经济开发区基础设施及配套工程 PPP 项目	10.15	3.23	80%	10	采购
云南省玉溪市海绵城市试点区老城片区海绵工程	33.77	11.55	54%	15	执行
内蒙古赤峰市医院急诊急救业务用房及地下停车场建设项目	3.63	3.62	67%	18	执行
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	5.10	90%	8	执行
河北省石家庄市鹿泉区牛山村至石井村道路改建工程	4.13	2.80	90%	15	执行
安徽省铜陵市地下综合管廊工程 PPP 项目	8.21	1.82	80%	22	执行
河北省石家庄市河北鹿泉经济开发区基础设施及湿地公园 PPP 项目	7.00	0.80	95%	18	执行
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%	10	执行
<b>小计</b>	<b>198.95</b>	<b>71.32</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<b>合计</b>	<b>602.15</b>	<b>145.69</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：1、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入，参股项目仅统计资本金出资额；2、公司在部分项目中股权比例较高，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，故不纳入合并报表范围。

资料来源：公司提供

## 公司房地产开发业务已形成了较为成熟的运作模式，整体投资规模可控，但在行业调控持续背景下，加之项目区域分布较为集中，或对未来开发和

### 销售产生一定影响

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、唐山等京津冀地区以

及昆明。在产品类型方面，公司主要定位于开发中高端住宅，并积极参与保障性住房项目开发。

房地产业务运营方面，随着国家对房地产行业的持续调控，公司新开工面积近年来呈下降趋势；受项目开发进度影响，公司竣工面积近年来呈波动状态变化；近年来随着销售区域的变化，公司房地产业务销售均价亦相应波动变化，2017年，公司主要推盘项目集中在昆明地区，销售均价整体较低；2018年，受北京西局项目销售单价较高的影响，销售均价同比大幅增长；2019年，随着廊坊、唐山等地区的房产项目竣工封顶，销售均价有所回落。签约金额方面，由于公司房地产业务主要展业区域集中在京津冀地区，住房刚性需求较大，带动近年来签约金额持续增加，对其未来的业绩增长形成较有力保障。

表 8：近年来公司房地产业务运营情况

	2017	2018	2019
新开工面积（万平方米）	66.00	56.09	23.65
竣工面积（万平方米）	16.00	49.82	18.09
在建面积（万平方米）	129.00	135.34	145.72
签约金额（亿元）	23.90	43.00	74.49
销售均价（元/平方米）	8,486	41,257	20,195

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司在建及在售房地产项目共 12 个，预计总投资 296.84 亿元，已完成投资 215.13 亿元，回款情况良好，后续投资支出压力可控，中诚信国际注意到，目前国内房地产调控依然偏紧，供需关系尚未平衡，部分城市仍处于去库存阶段，加之疫情对于房地产市场的影响较大，或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 9：截至 2020 年 3 月末公司房地产项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	已完成投资	累计销售金额
<b>在建/在售</b>			
廊坊盛世工程款置换土地项目及龙河房地产开发项目	10.76	9.89	12.22
天津市东丽区 C3 地块房地产开发项目	29.49	17.67	--
廊坊安次西小区项目	12.27	15.35	17.32
河北省唐山市丰润区中建城七期地块房地产开发项目	21.05	10.23	2.35

云南省昆明市滇中新区国际养生城房地产开发项目	12.60	4.35	--
唐山市中建盛唐上城房地产开发项目	40.00	35.77	48.97
北京市丰台区长辛店镇地块开发项目	43.70	36.14	--
昆明三峡项目	52.37	36.67	47.29
中建二局昆明市嵩明县杨林经开区地块房地产开发项目	20.35	3.64	--
佛山创鸿汇苑房地产开发项目	28.70	28.15	21.59
<b>小计</b>	<b>271.29</b>	<b>197.86</b>	<b>149.74</b>
<b>尚未开工</b>			
廊坊市龙河工业园 2017—7 地块房地产开发项目	11.62	7.83	--
廊坊市龙河工业园 2017—6 地块房地产开发项目	13.93	9.44	--
<b>小计</b>	<b>25.55</b>	<b>17.27</b>	<b>--</b>
<b>合计</b>	<b>296.84</b>	<b>215.13</b>	<b>149.74</b>

资料来源：公司提供

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，2020 年公司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，预计当期完成土地投资 60 亿元，土地储备货值为 160 亿元。

## 战略规划及管理

**公司将继续巩固房建施工竞争地位，突出专业施工、基础设施投资等业务优势，并注重差异化经营，发挥协同效应**

作为中国建筑的核心子公司之一，在股东“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。

房建业务是公司的传统优势板块，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。

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

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。

### 公司不断加强项目投标管理、采购管理及财务资金管理等措施，治理体系较为完整

公司设立董事会、监事会和管理层，由中国建筑履行出资人职责。管理层下设企划部、市场部、商务管理部、工程管理部、财务资金部等职能部门，负责处理公司日常经营的各项具体事务。

为提升管理能力、投资效益和运行效率，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了一套完整的内部控制制度，主要涉及工程管理、资金管理与投资管理等多个方面，以保证公司各项经营活动的正常有序运行。

## 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 2017 年~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年三季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

### 盈利能力

#### 公司加强精细化管理和成本控制，近年来营业毛利率持续提升，但坏账损失和投资亏损对税前利润造成一定影响，对盈利水平的进一步改善带来挑战

公司营业毛利率近年来整体保持稳定增长。其中，房屋建设业务毛利率水平在激烈的市场竞争、

全面推行“营改增”等因素影响下，受益于公司加强项目管控与成本管理和房建业务稳健增长，毛利率在保持行业平均水准的同时，整体呈小幅上涨趋势。基础设施建设领域对企业的投融资能力、施工能力和运营水平要求更高，因而能获得较房建工程更高的毛利率，加之公司在项目筛选上也主动选择收益率较高的项目，因而能获得较房屋建设更高的毛利率，其中 2019 年毛利率水平受市场竞争加剧，收益水平下滑影响，同比有所下降。其他业务中的房地产开发业务具有较强的盈利能力，近年来受益于结转项目售价的提升，毛利率水平亦整体增长，但因收入规模占比较小，对公司整体毛利率水平提升作用有限。2020 年前三季度，公司 PPP 等基础设施建设项目收入减少，同时相关防疫成本有所增加，使得毛利率水平较上年有所下降。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

业务板块	2017	2018	2019
房屋建设	4.71	5.55	6.43
基础设施建设	8.56	8.28	7.38
其他	13.91	15.64	31.59
营业毛利率	5.79	6.45	7.10

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司期间费用支出以管理费用和财务费用为主。管理费用主要为职工薪酬和研发费用等，近年来随着公司人员薪酬的增加和加大对施工方面的技术投入，带动管理费用相应增长，其中 2019 年大幅增加主要系公司加大研发生产工艺投入，导致相关成本支出大幅增加所致。财务费用主要为公司债务形成的利息支出，其中 2017 年和 2018 年财务费用规模较大主要系公司对长期应收款项下的工程款项进行折现处理所致，2019 年根据新金融工具准则要求，公司不再对长期应收款折现，加之当期利息收入的增长对利息支出有一定冲减作用，财务费用相应大幅下降。整体来看，近年来公司期间费用总额保持增长，但受益于营业总收入的增加，期间费用率尚在较低水平。

从利润构成来看，公司利润总额随业务规模扩大逐年上升，主要来源于经营性业务利润，但以坏账损失为主的资产减值损失近年来持续增长，一定程度上削弱了公司的盈利状况。此外，2019 年以来

随着保理费用纳入投资收益科目核算，该科目相应由正转负，亦对税前利润产生一定影响。近年来公司业务规模快速拓展带动收入规模持续增长，但 EBITDA 受利润总额增幅放缓影响，近年来呈小幅波动变化，使得公司 EBITDA 利润率逐年下降；净资产收益率近年来受公司发行永续债券使得各年度留存利润的增速不及权益规模增速影响而相应下滑，但仍在同行业中处于较高水平，单位资本获利能力整体较强。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~9
销售费用	0.75	1.15	1.05	1.38
管理费用	18.00	27.98	51.95	34.12
财务费用	8.72	11.68	4.00	4.94
期间费用合计	27.46	40.81	57.00	40.42
期间费用率	2.51	3.24	3.94	3.37
经营性业务利润	32.87	36.44	40.53	23.45
资产减值损失	0.73	1.14	1.28	0.81
投资收益	1.39	0.77	-3.64	0.82
利润总额	33.63	35.30	35.46	23.42
EBITDA 利润率	4.27	3.86	3.30	--
净资产收益率	18.93	15.07	11.79	--

注：中诚信国际分析时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。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

### 公司加强工程收款，经营效率有所提升；受益于所有者权益快速增加，财务杠杆比率近年来整体呈下降趋势

近年来公司经营稳健，其资产规模亦实现了稳定增长。从资产结构来看，施工行业的特征决定了公司流动资产占比较高，近年来始终维持在 80% 左右，主要由存货、货币资金、应收账款和其他应收款构成。具体来看，近年来随着工程施工规模的扩大和房地产业务的发展，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持续增长。公司账面上货币资金较为充裕，为其提供了较强的流动性支持，近年来受项目投资增加以及加快对分包商及供应商的支付等因素影响呈波动状态变化，2019 年末受限货币资金为 15.96 亿元，主要为保证金存款。近年来政府对房地产行业实施了一系列调控政策，导致部分房建项目业主资金相对紧缺，加

之房屋建筑业市场竞争激烈，行业内企业对业主的议价能力较弱，使得公司应收账款保持较大规模，但 2019 年公司加大工程项目的回款管理，当年末应收账款有所下降。受益于应收账款大幅减少，公司经营效率显著提升，2019 年营业周期为 127 天，低于建筑行业平均水平。公司其他应收款主要为保证金和备用金、资金往来以及代垫款，近年来随着公司业务的扩大而相应增加，账龄主要集中在 1 年以内。截至 2020 年 9 月末，其他应收款进一步增加，受结算周期和项目建设投资支出增加影响，公司存货和应收账款有所增加，带动流动资产合计增至 990.59 亿元，占当期末总资产的比重升至 79.97%。

公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产以及长期股权投资构成。近年来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，长期应收款保持在较大规模，其中 2019 年因执行新收入准则，公司将原在长期应收款中核算的项目相关款项计入其他非流动资产核算，使得当期末上述科目发生较大变化。公司固定资产和长期股权投资近年来随着购置设备和参股 PPP 项目的增加而相应增长。截至 2020 年 9 月末，随着资本运营项目的回款以及部分期限较长的 PPP 项目达到收款条件，使得公司其他非流动资产有所减少，非流动资产较上年末小幅下降。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
其他应收款	53.85	59.48	94.38	135.09
货币资金	118.55	191.49	170.74	122.51
应收账款	187.71	208.77	148.60	159.75
存货	290.38	305.54	310.26	362.48
流动资产	757.40	913.88	925.85	990.59
长期股权投资	9.30	24.77	25.86	25.50
其他非流动资产	2.13	1.99	135.62	123.72
长期应收款	127.80	140.47	3.98	2.54
非流动资产	201.14	239.54	254.07	248.16

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货，将应收款项融资计入应收账款。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍特征；另外，公司从事的房地产开发业务也具有高

负债的经营特性。从负债构成来看，公司负债以经营性负债为主，受益于很强的工程议价能力，以应付材料款和应付分包商款为主的应付账款、以经营往来款和分包保证金为主的其他应付款、以房产销售预收款、预收设计定金以及已结算未完工款为主的预收款项是流动负债的主要构成，其中其他应付款、预收账款随着公司生产经营规模的扩大而相应增加，应付账款 2019 年末随着公司降低财务杠杆以及落实国家加强清欠款的精神要求，较上年末有所下降。随着业务规模的扩大以及投融资项目承揽规模的增加，公司债务融资需求也不断上升。从债务结构来看，为匹配项目期限结构，2018 年以来公司加大了长期融资力度，加之偿还了较多票据和控制短期借款规模，近年来债务结构不断优化，短期债务占总债务的比重由 2017 年末的 74.38% 降至 2020 年 9 月末的 35.85%。

所有者权益方面，受益于经营累积和发行永续债券等因素，近年来公司权益规模不断增加，截至 2020 年 9 月末，公司其他权益工具金额为 99.96 亿元，占当期末所有者权益合计的 33.69%。权益的增加使得公司资本结构持续优化，资产负债率和总资本化比率近年来整体呈下降趋势。但考虑到权益中永续债券占比较高，公司资本结构仍有待优化。

表 13：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.9
短期借款	42.23	23.20	30.02	41.06
其他应付款	69.14	109.03	147.07	158.69
预收款项	75.14	105.84	157.74	154.48
应付账款	441.11	486.08	389.32	416.86
长期借款	28.87	43.07	64.50	80.09
应付债券	5.99	9.98	9.98	8.56
短期债务	101.20	77.31	46.75	49.54
长期债务	34.86	53.05	74.49	88.65
所有者权益合计	147.33	218.00	255.03	296.67
资产负债率	84.63	81.10	78.39	76.05
总资本化比率	48.01	37.42	32.22	31.78

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

**受工程相关款项的支付和施工投入影响，公司经营**  
**活动净现金流波动较大，但受益于债务规模的持续**

**下降，近年来公司偿债指标不断增强，同时畅通的**  
**融资渠道为业务发展提供较强的支持，充裕的货币**  
**资金也对短期债务偿还提供了良好保障**

经营活动方面，近年来公司经营活动净现金流波动较大。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，经营活动净现金流呈净流出状态；2018 年，公司加强工程款回收力度，使得经营活动净现金流状况明显改善，呈大幅净流入状态；2019 年，为降低财务杠杆以及落实国家加强清欠款的精神要求，公司加快应付账款的支付，使得公司经营活动净现金流转为大幅净流出状态。2020 年 1~9 月，受季节性因素和业务支出增加影响，公司经营活动现金流呈大规模流出状态。

投资活动方面，公司的投资活动现金流出主要为资本运营项目的投入和购置工程施工设备等固定资产。2017 年和 2018 年，随着公司对原有项目的建设投入以及不断承接新项目，投资活动现金流均呈大规模净流出状态。2019 年以来，受 PPP 政策逐渐收紧等因素影响，公司投融资项目推进节奏有所放缓，使得投资活动现金流净流出规模有所收窄。

筹资活动方面，随着建筑施工等业务的发展以及资本运营项目的推进，经营周转资金的需求增加，使得公司对债务融资的需求保持高位，近年来筹资活动净现金流均呈净流入状态，融资渠道以银行贷款和发行债券为主，很强的融资能力为其业务扩张提供了良好支持。其中 2018 年筹资活动现金流净流入规模较多主要系公司将发行永续公司债和永续中期票据产生的现金流纳入吸收投资所收到的现金科目核算所致。

从偿债能力指标分析，近三年受债务规模下降影响，公司 EBITDA 对债务本息和经营活动现金流入对短期债务的覆盖能力均持续增强。此外，公司货币资金充裕，近年来可以完全覆盖各期末短期债务，偿债压力较小。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.9
--	------	------	------	--------

经营活动净现金流	-12.60	38.03	-38.73	-72.92
投资活动净现金流	-25.02	-25.34	-10.71	-7.20
筹资活动净现金流	22.56	56.06	18.19	37.87
总债务	136.07	130.36	121.24	138.19
货币资金/短期债务	1.17	2.48	3.65	2.47
经营活动现金流入/短期债务	8.27	14.08	28.80	--
总债务/EBITDA	2.91	2.68	2.53	--
EBITDA 利息倍数	6.88	8.47	8.99	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司财务弹性良好，公开市场无信用违约记录，或有负债事项风险可控，受限资产比例较小

或有负债方面，截至 2020 年 6 月末，公司对外担保金额合计 1.39 亿元，全部为公司为商品房承购人向银行抵押借款提供的担保；同期末，公司无重大诉讼事项。公司或有负债风险可控。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 6 月末，共获得各银行综合授信额度 1,169.19 亿元，其中未使用额度 592.28 亿元，备用流动性良好。

受限资产方面，截至 2020 年 6 月末，公司受限资产账面价值为 123.31 亿元，占当期末总资产的比重为 9.60%，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和存货等。

**过往债务履约情况：**根据公开资料显示，截至 2020 年 9 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至 2020 年 10 月 20 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。

## 外部支持

### 公司作为骨干央企子公司，在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持

公司控股股东中国建筑股份有限公司是全球最大的工程承包商，在房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、勘察等领域均居行业领先地位，在我国 300 米以上摩天大楼建设的市场占有率超过 90%。截至 2019 年末，中国建筑拥有特级资质企业 39 家、工程设计综合甲级资质企业 1 家，特级资质 65 个，其中建筑工程总承包特级资质 33 个、市政公用工程总承包特级资质

19 个、公路工程总承包特级资质 10 个、石油化工工程总承包特级资质 2 个，港口与航道工程总承包特级资质 1 个。在 2019 年美国《财富》杂志公布的世界 500 强中，中国建筑排名 21 位。从 1984 年起，中国建筑连年跻身《美国工程新闻记录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，2019 年位列 ENR 全球业务第 1 位和国际业务第 9 位。此外，中国建筑是国务院国资委选取的 10 家创建世界一流示范企业中，完全竞争性领域的唯一代表。

作为中国建筑下属重要的子公司之一，公司在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持，有利于公司整合内外部资源，实现自身业务的快速发展。2008 年~2016 年，中国建筑先后对公司多次现金注资，大幅提升了公司的资本实力，同时中国建筑也给予公司市场业务开拓与承揽等方面的政策支持，对其业务规模快速增长奠定了良好基础。

## 评级结论

综上所述，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 2020 年度第四期中期票据”的信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于中国建筑第二工程局有限公司 2020 年度第四期中期票据的跟踪评级安排

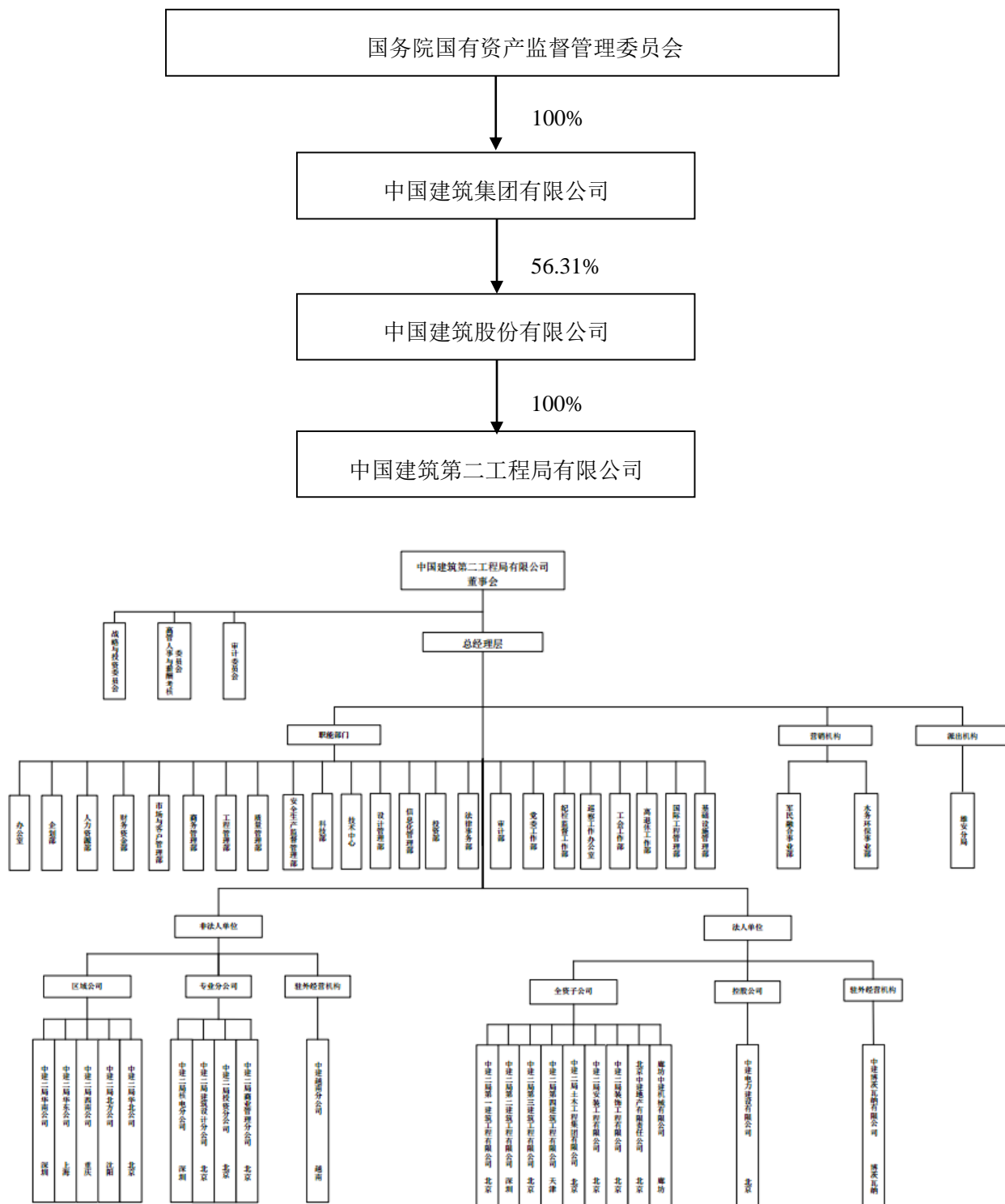
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

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的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，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

2020 年 11 月 10 日

# 附一：中国建筑第二工程局有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	1,185,457.71	1,914,891.49	1,707,397.63	1,225,142.65
应收账款净额	1,877,072.06	2,087,740.98	1,486,009.27	1,597,530.40
其他应收款	538,535.40	594,841.35	943,821.75	1,350,894.73
存货净额	2,903,750.36	3,055,383.55	3,102,623.54	3,624,829.65
长期投资	128,517.51	279,000.45	342,658.06	369,853.51
固定资产	330,980.56	361,998.13	370,909.11	396,825.72
在建工程	34,177.88	51,054.61	48,977.53	54,574.83
无形资产	28,225.80	29,255.19	35,888.08	37,986.85
总资产	9,585,408.64	11,534,175.66	11,799,200.78	12,387,545.01
其他应付款	691,412.00	1,090,346.16	1,470,696.97	1,586,938.01
短期债务	1,012,031.14	773,096.20	467,460.84	495,377.83
长期债务	348,643.61	530,479.10	744,914.62	886,478.07
总债务	1,360,674.75	1,303,575.30	1,212,375.46	1,381,855.90
净债务	175,217.04	-611,316.19	-495,022.17	156,713.25
总负债	8,112,158.05	9,354,221.40	9,248,900.31	9,420,835.79
费用化利息支出	65,539.79	55,028.46	36,628.36	--
资本化利息支出	2,443.08	2,398.53	16,587.51	--
所有者权益合计	1,473,250.59	2,179,954.26	2,550,300.48	2,966,709.22
营业总收入	10,952,814.84	12,610,809.10	14,478,300.47	11,981,760.59
经营性业务利润	328,678.75	364,410.73	405,349.25	234,520.70
投资收益	13,941.12	7,706.14	-36,376.01	8,209.69
净利润	249,201.73	275,356.05	278,919.90	176,968.56
EBIT	401,828.94	408,014.82	391,260.39	--
EBITDA	467,427.21	486,303.38	478,493.03	--
经营活动产生现金净流量	-125,966.34	380,250.45	-387,322.85	-729,198.65
投资活动产生现金净流量	-250,173.72	-253,430.16	-107,120.63	-72,042.21
筹资活动产生现金净流量	225,585.49	560,577.71	181,892.04	378,741.60
资本支出	105,464.75	131,015.38	104,892.37	63,777.52
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	5.79	6.45	7.10	5.63
期间费用率(%)	2.51	3.24	3.94	3.37
EBITDA 利润率(%)	4.27	3.86	3.30	--
总资产收益率(%)	4.45	3.86	3.35	--
净资产收益率(%)	18.93	15.07	11.79	--
流动比率(X)	1.01	1.07	1.11	1.19
速动比率(X)	0.62	0.71	0.74	0.75
存货周转率(X)	3.73	3.96	4.37	4.48*
应收账款周转率(X)	6.22	6.36	8.10	10.36*
资产负债率(%)	84.63	81.10	78.39	76.05
总资本化比率(%)	48.01	37.42	32.22	31.78
短期债务/总债务(%)	74.38	59.31	38.56	35.85
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.09	0.29	-0.32	-0.70*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.12	0.49	-0.83	-1.96*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.85	6.62	-7.28	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-17.48	17.70	-47.30	--
总债务/EBITDA(X)	2.91	2.68	2.53	--
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.63	1.02	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.88	8.47	8.99	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.91	7.10	7.35	--

注：1、2020 年三季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将应收款项融资计入应收账款，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；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	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
	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
	净资产收益率/净资产回报率	净利润/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入
	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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
偿债能力	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	流动比率	流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债

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”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。