

# 中国建筑第二工程局有限公司 2021 年度第一期中期票 据信用评级报告

---

项目负责人：张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 08 月 24 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发行人构成委托关系外，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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。

■ 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，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对发行人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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]2427D 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拟发行的“中国建筑第二工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（品种一）”、“中国建筑第二工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（品种二）”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，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

二零二一年八月二十四日

## 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	发行金额上限 15 亿元	品种一：3+N（3）年期 品种二：5+N（5）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于公司普通债务	用于偿还到期债务融资工具

**评级观点：**中诚信国际评定“中国建筑第二工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（品种一）”、“中国建筑第二工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（品种二）”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东实力雄厚且对公司支持力度较大、公司建筑施工业务综合实力很强、银企关系良好，融资渠道畅通以及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、公司获现能力波动及盈利能力有所弱化等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

## 概况数据

中建二局（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,153.42	1,179.92	1,238.54	1,278.37
所有者权益合计（亿元）	218.00	255.03	319.92	328.53
总负债（亿元）	935.42	924.89	918.62	949.84
总债务（亿元）	130.39	121.24	109.81	131.45
营业总收入（亿元）	1,261.08	1,447.83	1,592.98	516.95
净利润（亿元）	27.54	27.89	22.79	8.49
EBIT（亿元）	40.80	39.13	33.42	--
EBITDA（亿元）	48.97	47.85	42.50	--
经营活动净现金流（亿元）	38.03	-38.73	21.01	-59.07
营业毛利率（%）	6.45	7.10	5.23	4.26
总资产收益率（%）	3.86	3.35	2.76	--
资产负债率（%）	81.10	78.39	74.17	74.30
总资本化比率（%）	37.43	32.22	25.55	28.58
总债务/EBITDA（X）	2.66	2.53	2.58	--
EBITDA 利息倍数（X）	8.53	8.99	7.26	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于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 2018~2019 年审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表整理。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；2、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务；3、公司提供的 2021 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

## 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，公司作为其核心子公司，在业务协同、内部管理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，很强的项目承揽能力可对其未来业绩和收入的稳定性构成支撑。

■ **银企关系良好，融资渠道畅通，货币资金充裕。**截至 2020 年末，公司共获得各银行综合授信额度 1,433.84 亿元，其中未使用额度 791.63 亿元，且公司在债券市场也具备很强的融资能力。此外，公司货币资金充裕，对当期末短期债务覆盖能力很强。

## 关 注

■ **房建市场竞争激烈且景气度或面临波动。**房屋建筑施工行业进入门槛较低，市场参与者分散，激烈的市场竞争使得行业盈利水平普遍较低。此外，近年来经济“去杠杆”及房地产行业持续调控对房建工程产生一定冲击，行业景气度或面临一定波动。

■ **获现能力波动。**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波动较大，获现能力稳定性有待加强。

■ **盈利能力有所弱化。**近年来受成本上升以及市场竞争加剧等因素影响，公司盈利水平有所下降，加之坏账损失和投资亏损，EBITDA 利润率和净资产收益率均有所下降，盈利能力有待提升。

## 发行人概况

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 2021 年 3 月末，中建二局实收资本 100.00 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

本期票据发行金额上限为 15 亿元，其中品种一发行期限为 3+N（3）年，品种二发行期限为 5+N（5）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上限合计为 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 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，每 3 年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。

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 5 个计息年度内保持不变，如果公司不行使赎回权，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。前 5 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 5 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 6 个计息年度开始，每 5 年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 5 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普通债务。

根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款

<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，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责。



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永续中期票据计入所有者权益。

本期中期票据募集资金拟用于偿还到期债务融资工具。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:** 2021 年上半年，经济延续修复态势，低基数下 GDP 同比实现 12.7% 的高增长，两年复合增速提升至 5.3%，供需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下 GDP 同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现供需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年 PPI 出现快速上升，与 CPI 之差不断扩大，不过，随着全球供需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续 PPI 涨幅或将持续回落。

**宏观风险:** 虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，

虽然 PPI 涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注 PPI 回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

**宏观政策:** 2021 年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7 月初全面降准落地释放长期资金 1 万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支紧平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策料将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

**宏观展望:** 虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

**中诚信国际认为**，2021 年中国经济持续修复的基本态势不改，供需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性

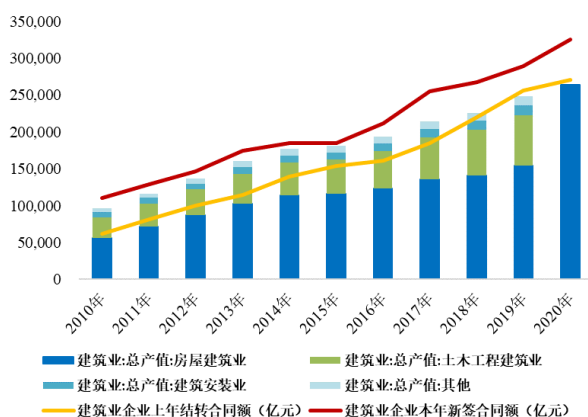
持续存在。

## 行业概况

**新型城镇化和基础设施、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，存量竞争时代行业逐步由高速发展转向高质量发展**

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（2015~2020）总产值实现了 7.9% 的年均增长。2020 年，我国建筑业完成新签合同额 32.52 万亿元，实现总产值 26.39 万亿元，新订单保障系数（当年新签合同/当年产值）指标创近十年新高，且考虑上年结转合同因素后的总订单保障系数仍不断提升，2020 年为 2.26 倍。整体来看，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（亿元）



注：2020 年建筑业产值构成未进行拆分。

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。2020 年，为对冲新冠肺炎疫情影响，政府自年初以来出台了一系列稳增长政策，包括新增专

项债额度至 3.75 万亿元、发行 1 万亿元特别国债、财政赤字率按 3.6% 安排较上年提升 0.8 个百分点、信贷积极支持、增加国家铁路建设资本金 1,000 亿元等。随着疫情逐步得到控制，政策推动下年内固定资产投资增速自年初冰点迅速提升，并在 9 月份由负转正，全年增长为 2.9%，增速较上年下降 2.5 个百分点。预计随着宏观经济的企稳，逆周期调节的边际减弱以及房地产调控的长期持续仍将使得固定资产投资增速面临较大下行压力。**中诚信国际认为**，近年全社会固定资产投资增长的放缓，势必对建筑行业带来一定影响，行业转为存量竞争趋势将逐步确立，但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“2020 年度全球承包商”排行榜中，包括八大建筑央企及部分省属建工在内的 11 家中资企业进入前 20 强。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 ENR 发布的“2020 年度国际承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 74 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，但行业仍将持续处于激烈的市场竞争之中，资源将进一步向龙头企业集中，具备技术、人才、业绩积累、精细化管理、安全生产、集中采购、投融资等优势的大型建筑企业有望在行业演进中持续收益。

**受调控影响，房地产新开工增速承压，但在建项目**

## 加速竣工、存量房改造以及制造业投资等仍能为房建行业提供支撑；行业集中度或进一步提升

房屋建筑市场发展与房地产行业密切相关。2018年，在房企“高周转”的推动下，全年新开工面积大幅增长17.2%。2019年以来，地产调控政策下，房企资金到位情况弱化使得新开工面积增长面临较大压力，全年房屋新开工面积累计增长8.5%，较上年同期下降明显，而竣工面积增速则快速回升，房地产新开工和竣工面积增速之间存在的缺口呈现收窄态势。2020年，受疫情和地产调控持续偏紧等因素影响，房屋新开工面积近年来首次出现负增长，全年下降1.2%，同时土地购置面积延续2019年来的下降趋势，但降幅有所收窄。中诚信国际认为，作为先行指标，土地购置规模的连续收缩将在中期对房屋新开工规模产生一定影响，房建施工企业的商品住宅新签订单或将承压。此外，目前房地产行业市场份额和土地储备的集中度持续提升，未来一段时期与大型龙头房企保持良好战略合作且具备较强合同履约能力的房建产业链企业能够在订单获取方面得到更好保障，房建产业链集中度亦有望趋于集中。

图2：近年来我国房地产开发情况（%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

存量房市场方面，2020年7月发布的《国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》中提出，2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作

机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。此外，国内工业扩大再生产和产业结构调整带来的新兴制造业投资等依然能够在中长期内带来大量厂房、办公用房的建设需求；同时，在新型城镇化进程推进下，大中城市新建科教文卫设施、公共交通枢纽等城市公共建筑的需求也将维持较高水平，将在一定程度上平滑商品住宅建筑市场的波动，房屋建筑施工行业整体景气度将保持稳定。

## 近期关注

### 全面推进乡村振兴、国家综合立体交通网规划纲要等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

2020年尽管政府通过增加地方专项债额度和赤字率等方式为基建提供资金，但受地方政府隐性债务核查等因素影响，专项债的资金增量和财政支出仍然难以弥补非标等隐性债务的融资收缩，基建投资增速大幅下降至0.9%。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2021年以来国家陆续出台相关鼓励政策。2021年2月21日，中共中央、国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见指出，要求在脱贫地区建设一批区域性和跨区域重点基础设施工程，并加强乡村公共基础社会建设和危旧基础设施改造提升。2021年2月24日，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出到2035年，打造“全国123出行交通圈”（都市区1小时通勤、城市群2小时通达、全国主要城市3小时覆盖）和“全球123快货物流圈”（国内1天送达、周边国家2天送达、全球主要城市3天送达），国家综合立体交通网实体线网总规模合计70万公里<sup>2</sup>左右，交通固定资产投资预计将保持稳健增长态势。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，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体现，为基建稳增长提供重要动能，并对基建

<sup>2</sup> 不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、油路里程。



施工企业的稳健发展提供一定支撑。

## 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 2021 年 1 月末，全国 PPP 综合信息平台项目管理库累计入库项目共计 10,034 个，总投资额 15.5 万亿元；累计签约落地项目共 7,159 个，投资额 11.6 万亿元；累计开工项目 4,308 个，投资额 6.7 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 65.4%，政府付费项目累计投资额占比 21.2%，使用者付费项目累计投资额占比 13.4%，可行性缺口补助项目占比较上年末进一步提升。从财政承受能力来看，全国 2,735 个有 PPP 项目入库的行政区中，2,712 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 2,063 个行政区低于 7% 预警线，1,574 个行政区低于 5%，而 23 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推进带来的需求，房屋建设业务收入呈逐年上升态势，基础设施建设业务收入亦呈波动增长态势，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。2021 年一季度，公司实现营业总收入 516.95 亿元，同比大幅增长 48.79%。

表 1：近年来公司主要板块收入及占比情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
房屋建设	953.27	1,072.46	1,185.86
基础设施建设	267.91	350.17	345.33
其他	39.90	25.20	61.79
合计	1,261.08	1,447.83	1,592.98
占比	2018	2019	2020
房屋建设	75.59	74.07	74.44
基础设施建设	21.24	24.19	21.68
其他	3.16	1.74	3.88
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

## 施工业务资质齐备、施工经验丰富、区域化战略布局日趋稳固，公司市场竞争力不断提升，可为未来业绩增长提供良好保障

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 2021 年 3 月末，公司拥有 61 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、88 项专业资质、19 项设计资质，资质体系完备。工程技术方面，截至 2021 年 3 月末，公司拥有国家发明专利 126 项、实用新型专利 2,468 项、省部级工法 1,028 项，主、参编国家标准 14 项、行业标准 46 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合同额占比保持在 75% 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（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
<b>主力市场：</b>	<b>2,408.49</b>	<b>2,485.49</b>	<b>2,814.47</b>	<b>733.50</b>
华南地区	747.10	642.08	761.06	205.36
华东地区	743.00	801.82	643.84	177.65
华中地区	546.09	596.93	847.92	219.87
京津冀地区	372.30	444.66	561.65	130.62
<b>重点发展市场：</b>	<b>730.51</b>	<b>655.60</b>	<b>761.61</b>	<b>181.36</b>
西北地区	148.31	175.35	347.66	68.34
西南地区	457.49	370.25	227.59	79.52
东北地区	124.71	110.00	186.36	33.50
<b>新签合同总额</b>	<b>3,139.00</b>	<b>3,141.09</b>	<b>3,576.08</b>	<b>914.86</b>

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

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，海外业务发展态势良好；2020 年公司新签菲律宾马卡蒂地铁大交通项目 EPC 总承包合同 84.89 亿元，带动当年海外新签合同额同比大幅增长 52.27%。**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，加之新冠肺炎疫情的全球蔓延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，需对公司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（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
新签合同额	100.93	89.14	135.73	17.81

资料来源：公司提供

## 近年来公司积极优化房建业务结构，重大工程合同金额占比维持在较高水平，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）

	2018	2019	2020	2021.1~3
房屋建筑工程	2,348.27	2,345.89	2,624.00	648.71
基础设施建设工程	562.16	707.53	772.00	241.20
其中：电力建设	26.29	4.18	31.90	0.50
其他	228.58	87.67	180.08	24.95
<b>合计</b>	<b>3,139.00</b>	<b>3,141.09</b>	<b>3,576.08</b>	<b>914.86</b>

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；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，公司通过不断强化集团型的战略合作，以万达、融创、金茂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。但中诚信国际关注到，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和回收风险，需对此保持关注。

表 5：2020 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
万达集团	391	10.93%
融创中国	366	10.23%
中建集团	106	2.96%
金茂集团	101	2.82%
保利发展	94	2.63%
深圳人才安居	53	1.48%
正荣集团	50	1.40%
大悦城控股	40	1.12%
华润集团	36	1.01%
万科集团	33	0.92%
合计	1,270	35.51%

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

表 6：2020 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
华狮棚改城市综合体项目	50.95	2020年6月
安庆万达	50.86	2020年8月
融创大江东云帆社区	36.20	2020年9月
雄安片区 A 单元安置房及配套设施项目二标段	31.65	2020年7月
重庆江津万达广场	30.00	2020年6月
乌鲁木齐白鸟湖万达广场	29.23	2020年9月
广东惠州 ZKA-010-01、ZKA-010-04、ZKA-010-08、ZKA-002-01 地块施工总承包	29.15	2021年3月
罗湖区笋岗街道长城国际物流用地城市更新单元	28.04	2020年2月
青岛网信中心项目	25.00	2020年1月

天津银隆新能源基地建设项目	24.68	2020年12月
---------------	-------	----------

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、投融资模式的推广以及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。其中，2019 年以来，公司加大市场开拓力度并优化投资结构，加之基建项目建设需求的增加，使得该板块新签合同额大幅回升。此外，公司亦是中核系统外唯一拥有“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。2020 年公司新签约三澳核电站 1、2 号机组常规岛土建工程等项目，带动新签电力合同额同比大幅提升。

**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，近年来公司积极进行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。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。截至 2020 年末，公司主要在建 PPP 项目 19 个，均已纳入财政部 PPP 管理库，其中参股项目 7 个，计划总投资额 350.20 亿元，已累计完成资本金出资 63.32 亿元；控股项目 12 个，计划总投资额 180.59 亿元，已累计投资 71.32 亿元。中诚信国际认为，投融资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，公司或将面临一定的资本支出压力，加之 PPP 政策调控趋严，对其资金管理及风险管控能力提出了更高要求。



**表 7：截至 2020 年末公司主要在建 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>非并表项目</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
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>并表项目</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	执行
云南省玉溪市海绵城市试点老城片区海绵工程	15.41	11.55	90%	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	95%	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

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；因项目融资难以落实等原因，公司已于 2020 年退出内蒙古赤峰市环路快速化改造工程 PPP 项目，投资款将分批返还，截至 2020 年末已收回 2.50 亿元。

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；但行业调控持续，加之项目区域分布整体较为集中，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，2020 年以来向大湾区、长三角地区进行业务拓展。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，2019 年公司新开工面积和竣工面积有所下降；2020 年，受昆明、广州以及廊坊等地新项目开工以及相关项目建设推进影响，公司新开工面积和竣工面积同比大幅提升。签约金额方面，由于公司房地产业务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长，为

未来的业绩提供一定保障。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，2018 年，受北京西局项目销售单价较高的影响，销售均价处于高位；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；2020 年公司签约面积同比增长较多，但签约楼盘主要位于唐山、廊坊、天津东丽区以及北京长辛店镇等区域，同期销售均价进一步下降。

**表 8：近年来公司房地产业务运营情况**

	2018	2019	2020
新开工面积（万平方米）	56.09	23.65	95.68
竣工面积（万平方米）	49.82	18.09	43.33
在建面积（万平方米）	135.34	145.72	198.07
签约金额（亿元）	43.00	74.49	108.86
销售均价（元/平方米）	41,257	20,195	14,984

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司在建及在售房地产项目共 15 个，预计总投资 405.80 亿元，已完成投



资 292.27 亿元，回款情况良好；尚未开工项目集中在广州和上海地区，整体投资规模可控。**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，加之公司部分项目分布在二三线城市，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 2021 年 3 月末公司主要房地产项目情况

(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	10.76	20.02
天津市东丽区 C3 地块房地产开发项目	29.49	21.11	20.81
廊坊安次西小区项目	12.27	15.63	17.55
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	12.40	19.03
云南省昆明市滇中新区国际养生城房地产开发项目	12.60	7.94	--
唐山市中建盛唐上城房地产开发项目	40.00	40.00	51.63
北京市丰台区长辛店镇地块开发项目	43.70	41.80	17.26
昆明三峡项目	52.37	40.65	51.48
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	9.58	10.34
佛山创鸿汇苑房地产开发项目	28.70	28.70	22.49
廊坊市龙河工业园 2017—7 地块房地产开发项目	11.62	8.70	--
廊坊市龙河工业园 2017—6 地块房地产开发项目	13.93	10.31	--
广州市南沙区南沙枢纽地块房地产开发项目	23.70	6.21	--
昆明市盘龙区 246 亩地块房地产开发项目	68.00	36.77	--
上海市临港新片区西岛地块项目	17.26	1.71	--
<b>小计</b>	<b>405.80</b>	<b>292.27</b>	<b>230.61</b>
<b>尚未开工</b>			
中建二局广州市南沙区南沙湾 48 亩地块房地产开发项目	23.46	11.45	--
上海市临港新片区书院镇 B701 地块房地产开发项目	47.45	23.79	--
上海市临港新片区书院镇 B603 地块房地产开发项目	18.09	9.06	--
中建二局唐山市丰润区中建府北地块房地产开发项目	35.27	6.05	--

资料来源：公司提供

土地储备方面，近年来公司均有新增土地储备，可为房地产开发业务的持续稳定经营提供较好支撑。但受房地产调控政策影响，公司拿地趋谨慎，2020 年以来公司根据房地产去库存情况以及政策调控审慎投资，当年土地投资支出约 70 亿元，新增地块主要集中在广州和昆明地区；2021 年计划土地投资支出 110 亿元，目标区域主要为大湾区和华东区域，中诚信国际将对“集中供地”<sup>3</sup>新政对公司未来拿地的影响保持关注。

## 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

<sup>3</sup> 2021 年 2 月 18 日，国家自然资源部发布住宅用地分类调控文件，文件要求 22 个重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，

且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动。

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。其中资金管理方面，公司总部设立资金结算中心，对下属分子公司的资金进行集中管理，同时公司资金需向上归集至中建财务有限公司。

## 财务分析

### 盈利能力

**受成本上升以及行业竞争加剧等因素影响，近年来公司营业毛利率呈波动下降趋势，且坏账损失和投资亏损对税前利润造成一定影响，公司盈利水平整体有所下降**

公司营业毛利率近年来整体呈波动下降趋势。其中，在激烈的市场竞争、全面推行“营改增”等因素影响下，虽然公司加强项目管控与成本管理，但房屋建设业务毛利率水平仍呈波动下降态势。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，但受市场竞争加剧影响，近年来基础设施建设

业务毛利率水平呈逐年下降趋势。其他业务中的房地产开发业务具有较强的盈利能力，受结转项目售价的变动影响，毛利率水平波动较大，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。2021 年一季度，公司营业毛利率进一步降至 4.26%。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

业务板块	2018	2019	2020
房屋建设	5.55	6.43	4.21
基础设施建设	8.28	7.38	6.21
其他	15.64	31.59	19.37
<b>营业毛利率</b>	<b>6.45</b>	<b>7.10</b>	<b>5.23</b>

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，管理费用整体呈增长态势，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；2020 年研发费用大幅减少至 8.94 亿元，使得公司管理费用同比下降 30.04%。财务费用主要为公司债务形成的利息支出，其中 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，2020 年同比基本稳定。此外，2019 年起公司将原列示在财务费用科目的应收账款保理费用调整至投资收益科目反映，亦使得财务费用下降以及投资收益呈亏损状态。整体来看，近年来公司期间费用总额有所波动，但受益于营业总收入逐年增长，期间费用率仍处于较低水平。

从利润构成来看，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2020 年，受各板块盈利空间收窄影响，公司经营性业务利润同比下降 15.00%。此外，以坏账损失为主的资产减值损失近年来持续增长，加之公司将保理产生的相关费用计入投资收益，投资收益为负对公司利润亦产生一定侵蚀。近年来公

公司业务规模快速拓展带动收入规模持续增长，但 EBITDA 逐年减少，使得 EBITDA 利润率亦逐年下降；权益增长较快，使得净资产收益率呈下降态势。2021 年一季度，公司经营业务利润和利润总额分别同比增加 0.46% 和 19.63%。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-3
管理费用	27.98	51.95	36.35	10.17
财务费用	11.68	4.00	4.10	1.62
期间费用合计	40.81	57.00	41.60	12.04
期间费用率	3.24	3.94	2.61	2.33
经营性业务利润	36.44	40.53	34.46	8.80
资产减值损失	1.14	1.28	1.90	-0.49
投资收益	0.77	-3.64	-2.09	-0.24
利润总额	35.30	35.46	29.79	9.02
EBITDA	48.97	47.85	42.50	--
EBITDA 利润率	3.88	3.30	2.67	--
净资产收益率	15.07	11.79	7.93	10.48*

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；加\*数据经年化处理。

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；财务杠杆比率逐年下降，但永续债占权益比重较高

近年来公司资产规模逐年增长。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，近年末始终维持在 75% 以上，主要由存货（含合同资产，下同）、货币资金、应收账款和其他应收款等构成。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，2020 年末存货中房地产开发成本和产品金额占比为 47.29%。公司账面货币资金较为充裕，为其提供了较强的流动性支持，近年来随着项目投资规模变化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，2020 年末受限货币资金为 20.65 亿元，主要为房地产按揭保证金存款、法院诉讼冻结及农民工工资保证金等。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，2020 年随着业务发展，年末应收账款有所增长，其中房地产业主的应收账款约 65 亿元且无坏账。从账龄来看，截至 2020 年末，公司 1 年以内应收账款占比 66.75%，1~2 年占比 20.31%，2~3 年占比 5.60%；从坏账计提来看，2020 年末公司按单项计提坏账准备 12.38 亿元，计提比例为 15.42%，按信用风险特征组合计提坏账准备 8.77 亿元，计提比例为 8.38%；2020 年末，公司前五大应收账款占比为 7.84%。受收入规模持续扩大影响，2020 年公司应收账款周转率有所好转，带动经营效率提升，2020 年营业周期为 115 天，在建筑行业中处于良好水平。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，账龄主要集中在 1 年以内。截至 2021 年 3 月末，其他应收款进一步增加；受季节性因素影响，货币资金有所下降；受结算周期和项目建设推进影响，公司存货有所增加；公司流动资产合计略增至 1,004.43 亿元，占期末总资产的比重为 78.57%。

公司非流动资产主要由其他非流动资产、长期应收款和固定资产等构成。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。2020 年末，随着资本运营项目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；同期末由于部分 PPP 项目从建设期转到运营期，长期应收款大幅增加。此外，近年来因购置设备，公司固定资产保持在较大规模。截至 2020 年末，公司非流动资产增至 273.57 亿元，占当期末总资产的比重增至 22.09%。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
其他应收款	59.48	94.38	86.71	128.03
货币资金	191.49	170.74	183.28	109.49
应收账款	208.77	148.60	169.65	160.57



存货	305.54	310.26	350.08	431.07
<b>流动资产</b>	<b>913.88</b>	<b>925.85</b>	<b>964.97</b>	<b>1,004.43</b>
固定资产	36.20	37.09	35.93	39.39
其他非流动资产	1.99	135.62	100.21	90.52
长期应收款	140.47	3.98	37.76	35.11
<b>非流动资产</b>	<b>239.54</b>	<b>254.07</b>	<b>273.57</b>	<b>273.94</b>
<b>总资产</b>	<b>1,153.42</b>	<b>1,179.92</b>	<b>1,238.54</b>	<b>1,278.37</b>

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，其中预收账款随着公司生产经营规模的扩大呈持续增长态势，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。近年来公司加强对债务规模的控制，总债务规模逐年下降，且债务结构由短期债务为主调整为长期债务为主，结构有所优化。2021 年 3 月末，公司增加短期借款融资，使得短期债务占总债务的比重由上年末的 42.38% 升至 50.35%，但仍处于相对合理水平。

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 年末，公司其他权益工具金额为 117.09 亿元，占期末所有者权益合计的 36.60%。受益于权益规模的增加以及负债和债务规模的下降，公司资本结构有所优化，资产负债率和总资本化比率呈逐年下降态势。但考虑到权益中永续债券占比较高，若将公司权益类融资调整至债务，2020 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 83.62% 和 52.80%，未来公司资本结构仍有待优化。2021 年初，公司向股东分红 50 亿元导致 3 月末未分配利润大幅减少，但受益于股东以现金方式增加公司注册资本 50.00 亿

元，公司实收资本增至 100.00 亿元。

表 13：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	23.20	30.02	31.72	51.35
其他应付款	109.03	147.07	132.07	151.12
预收款项	105.84	157.74	175.49	184.73
应付账款	486.08	389.32	388.11	389.59
长期借款	43.07	64.50	53.29	55.27
应付债券	9.98	9.98	9.99	10.00
<b>总负债</b>	<b>935.42</b>	<b>924.89</b>	<b>918.62</b>	<b>949.84</b>
短期债务	77.31	46.75	46.53	66.19
长期债务	53.08	74.49	63.28	65.27
<b>总债务</b>	<b>130.39</b>	<b>121.24</b>	<b>109.81</b>	<b>131.45</b>
实收资本	50.00	50.00	50.00	100.00
其他权益工具	50.65	71.45	117.09	117.09
<b>所有者权益合计</b>	<b>218.00</b>	<b>255.03</b>	<b>319.92</b>	<b>328.53</b>
资产负债率	81.10	78.39	74.17	74.30
总资本化比率	37.43	32.22	25.55	28.58

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；公司偿债指标整体处于较好水平，同时畅通的融资渠道为业务发展提供较强支撑，充裕的货币资金亦可对短期债务偿还提供良好保障**

经营活动方面，近年来公司经营活动净现金流波动较大。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，公司通过催收清欠、加强项目现金流管理等方式，使得经营活动净现金流转为净流入状态。2021 年 1~3 月，受季节性因素和业务支出增加影响，公司经营活动现金净流出规模较大。

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。2019 年，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；2020 年，受投融资项目推进等因素影响，公司投资活动现金净流出



规模同比有所扩大。筹资活动方面，建筑施工等业务的发展以及资本运营项目的推进，为保证一定的资金周转需要，近年来公司筹资活动净现金流呈净流入状态，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。

从偿债能力指标分析，近年末公司债务规模下降，但盈利能力小幅弱化，EBITDA 对债务本息的覆盖能力略有波动。受益于业务回款情况的好转以及债务结构的优化，经营活动现金流入对短期债务的覆盖能力逐渐增强。此外，近年末公司货币资金充裕，可以完全覆盖当期末短期债务，整体偿债压力可控。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	38.03	-38.73	21.01	-59.07
投资活动净现金流	-25.34	-10.71	-28.28	-6.38
筹资活动净现金流	56.06	18.19	26.60	-5.64
货币资金/短期债务	2.48	3.65	3.94	1.65
经营活动现金流入/短期债务	14.08	28.80	37.62	35.10*
总债务/EBITDA	2.66	2.53	2.58	--
EBITDA 利息倍数	8.53	8.99	7.26	--

注：加“\*”号数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值为 70.09 亿元，占当期末总资产的比重为 5.66%，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。此外，中国建筑持有公司股权无质押。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年末，共获得各银行综合授信额度 1,433.84 亿元，其中未使用额度 791.63 亿元，备用流动性良好。

截至 2020 年末，公司对外担保余额 41.50 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，公司作为被告的未决诉讼所涉及的诉讼标的金额为 1.54 亿元，主要系与工程质量、工程款等相关的纠纷。整体来看，公司或有事

项风险可控。

**过往债务履约情况：**根据公开资料显示，截至报告出具日，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 2021 年 4 月 19 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、勘察设计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 2020 年末，中国建筑共拥有特级资质企业 38 家、工程设计综合甲级资质企业 1 家；拥有特级资质 64 个，其中建筑工程施工总承包特级 32 个、市政公用工程施工总承包特级 19 个、公路工程施工总承包特级 10 个、石油化工施工总承包特级 2 个、港口与航道施工总承包特级 1 个、设计综合甲级资质 1 个。在 2020 年美国《财富》杂志公布的世界 500 强中，中国建筑从第 37 位跃升至第 18 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，2020 年位列 ENR 全球业务第 1 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。近年来，中国建筑先后对公司多次现金注资，截至 2021 年 3 月末，公司实收资本增至 100.00 亿元，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

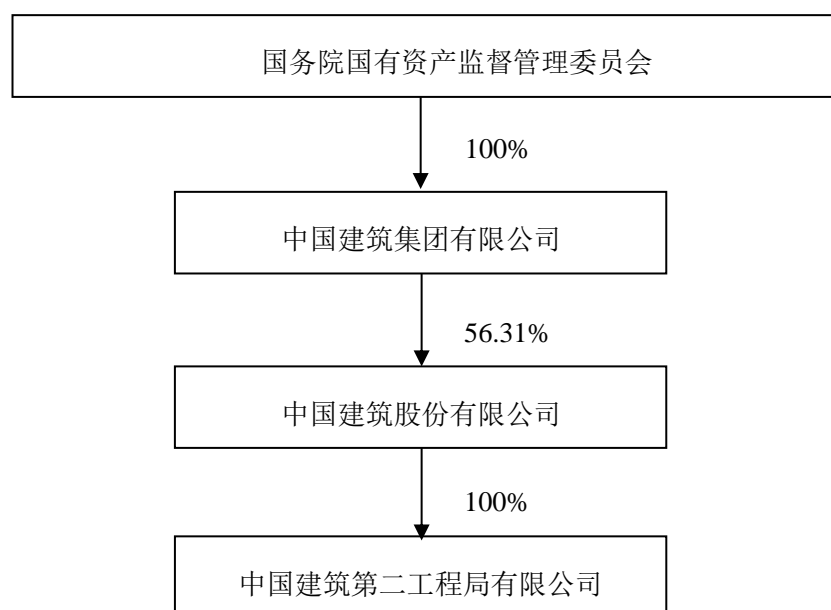
综上所述，中诚信国际评定“中国建筑第二工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（品种一）”、“中国建筑第二工程局有限公司 2021 年度第一期中期票据（品种二）”的信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于中国建筑第二工程局有限公司 2021 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其每年进行跟踪评级。

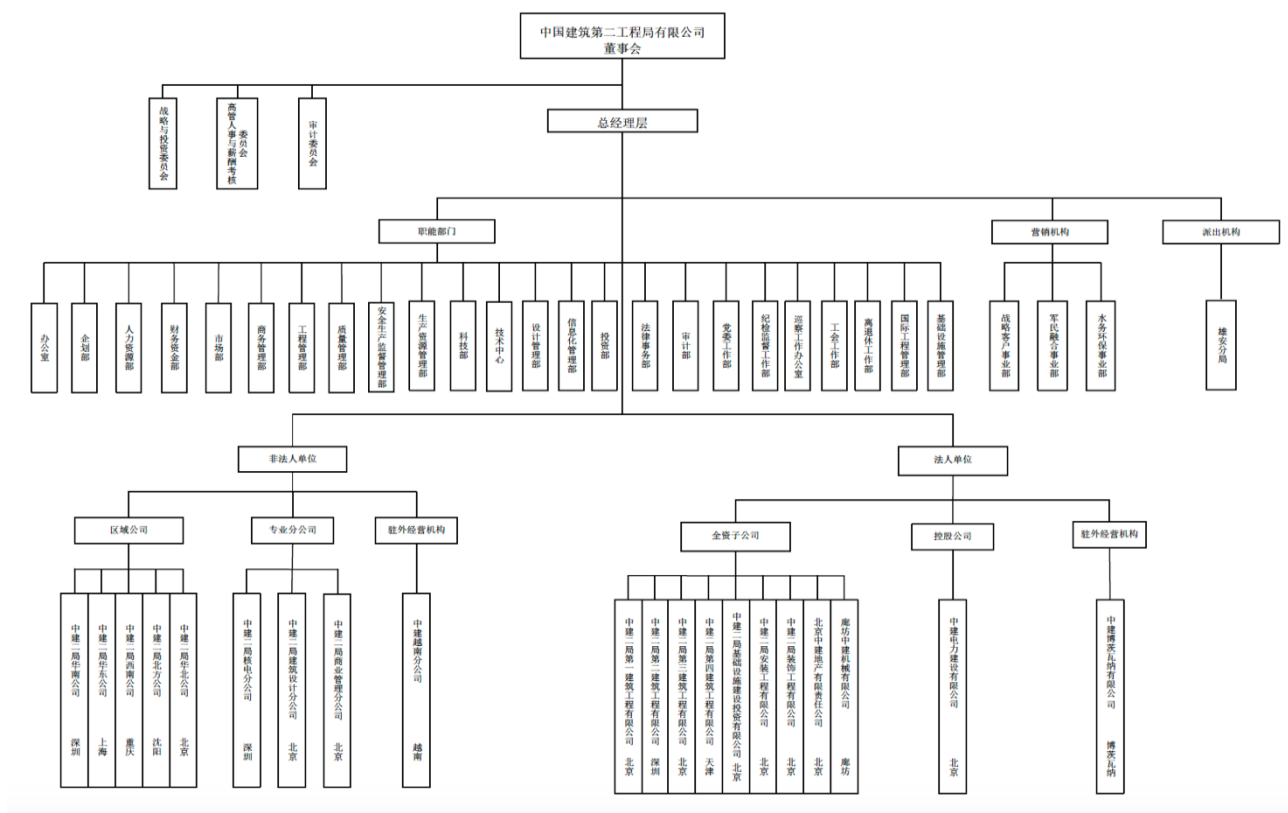
我公司将在本期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

## 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 2021 年 3 月末）



重要子公司情况	注册资本（万元）	持股比例（%）
中建二局第一建筑工程有限公司	50,000.00	100.00
中建二局第二建筑工程有限公司	50,000.00	100.00
中建二局第三建筑工程有限公司	100,000.00	100.00
中建二局第四建筑工程有限公司	40,000.00	100.00
中建二局土木工程集团有限公司	100,000.00	100.00
中建二局安装工程有限公司	50,000.00	100.00
廊坊中建机械有限公司	40,827.19	100.00
中建二局装饰工程有限公司	10,000.00	100.00
北京中建地产有限责任公司	5,000.00	100.00
中建电力建设有限公司	46,000.00	50.00
中建二局水利建设有限公司	10,100.00	100.00





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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,914,891.49	1,707,397.63	1,832,799.85	1,094,864.03
应收账款净额	2,087,740.98	1,486,009.27	1,696,509.62	1,605,724.05
其他应收款	594,841.35	943,821.75	867,121.36	1,280,288.32
存货净额	3,055,383.55	3,102,623.54	3,500,796.14	4,310,730.51
长期投资	279,000.45	342,658.06	497,304.80	554,367.34
固定资产	361,998.13	370,909.11	359,265.75	393,865.61
在建工程	51,054.61	48,977.53	51,539.94	59,147.25
无形资产	29,255.19	35,888.08	39,879.15	39,295.96
总资产	11,534,175.66	11,799,200.78	12,385,397.80	12,783,710.28
其他应付款	1,090,346.16	1,470,696.97	1,320,690.10	1,511,202.76
短期债务	773,096.20	467,460.84	465,344.71	661,873.70
长期债务	530,807.88	744,914.62	632,803.82	652,656.91
总债务	1,303,904.09	1,212,375.46	1,098,148.53	1,314,530.61
净债务	-610,987.41	-495,022.17	-734,651.32	219,666.59
总负债	9,354,221.40	9,248,900.31	9,186,159.11	9,498,362.94
费用化利息支出	55,028.46	36,628.36	36,256.00	--
资本化利息支出	2,398.53	16,587.51	22,254.15	--
所有者权益合计	2,179,954.26	2,550,300.48	3,199,238.68	3,285,347.34
营业总收入	12,610,809.10	14,478,300.47	15,929,763.57	5,169,482.29
经营性业务利润	364,410.73	405,349.25	344,564.17	87,983.45
投资收益	7,706.14	-36,376.01	-20,927.37	-2,422.75
净利润	275,356.05	278,919.90	227,885.74	84,913.13
EBIT	408,014.82	391,260.39	334,166.42	--
EBITDA	489,695.88	478,493.03	424,977.41	--
经营活动产生现金净流量	380,250.45	-387,322.85	210,142.62	-590,736.10
投资活动产生现金净流量	-253,430.16	-107,120.63	-282,756.75	-63,803.18
筹资活动产生现金净流量	560,577.71	181,892.04	265,959.52	-56,444.41
资本支出	131,015.38	104,892.37	172,892.89	25,108.41
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	6.45	7.10	5.23	4.26
期间费用率(%)	3.24	3.94	2.61	2.33
EBITDA 利润率(%)	3.88	3.30	2.67	--
总资产收益率(%)	3.86	3.35	2.76	--
净资产收益率(%)	15.07	11.79	7.93	10.48*
流动比率(X)	1.07	1.11	1.15	1.16
速动比率(X)	0.71	0.74	0.73	0.66
存货周转率(X)	3.96	4.37	4.57	5.07*
应收账款周转率(X)	6.36	8.10	10.01	12.52*
资产负债率(%)	81.10	78.39	74.17	74.30
总资本化比率(%)	37.43	32.22	25.55	28.58
短期债务/总债务(%)	59.29	38.56	42.38	50.35
经营活动净现金流/总债务(X)	0.29	-0.32	0.19	-1.80*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.49	-0.83	0.45	-3.57*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.62	-7.28	3.59	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	17.69	-47.30	-7.63	--
总债务/EBITDA(X)	2.66	2.53	2.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.63	1.02	0.91	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.53	8.99	7.26	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.10	7.35	5.71	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目的融资租赁款调整至长期债务；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，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；4、由于缺乏相关数据，部分指标无法计算。

### 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：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	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
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。