



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪1079号

中建方程投资发展集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中建方程投资发展集团有限公司2018年公开发行永续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十七日

中建方程投资发展集团有限公司 2018年公开发行永续期公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	中建方程投资发展集团有限公司 2018年公开发行永续期公司债券（第一期）		
债券简称	18 方程 Y1		
债券代码	136926.SH		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	以每 3 个计息年度为一个周期（“重新定价周期”），在每 3 个计息年度（即每个重新定价周期）末附公司续期选择权		
上次评级时间	2018 年 7 月 18 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AAA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AAA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

中建方程	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	94.14	118.92	157.94
总资产（亿元）	317.57	487.58	577.37
总债务（亿元）	129.95	184.79	211.09
营业总收入（亿元）	96.82	118.89	85.19
营业毛利率（%）	9.91	15.40	25.15
EBITDA（亿元）	8.30	16.41	18.71
经营活动净现金流	-49.27	-72.12	-26.29
所有者权益收益率（%）	4.69	8.79	7.17
资产负债率（%）	70.36	75.61	72.65
总债务/EBITDA（X）	15.66	11.26	11.28
EBITDA 利息倍数(X)	1.35	2.06	1.74
中建股份	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	2,909.99	3,417.29	4,292.64
总资产（亿元）	13,919.53	15,509.83	18,618.40
总债务（亿元）	3,743.31	3,990.24	4,363.25
营业总收入（亿元）	9,597.65	10,541.07	11,993.25
营业毛利率（%）	10.10	10.49	11.89
EBITDA（亿元）	681.55	769.60	909.39
所有者权益收益率（%）	14.15	13.65	12.89
资产负债率（%）	79.09	77.97	76.94
总债务/EBITDA（X）	5.49	5.18	4.80
EBITDA 利息倍数(X)	4.43	4.36	4.74

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中建方程投资发展集团有限公司（以下简称“中建方程”或“公司”）前身为股东中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”）的城市综合建设部，拥有丰富的城市综合建设项目经验，在项目承接方面具有明显优势，现有项目储备充足；随着在手项目稳步推进，盈利水平保持上升趋势。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司投资运营类业务未来效益存在不确定性、经营性现金流持续净流出和财务杠杆水平较高等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持中建方程主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“中建方程投资发展集团有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）信用级别为 AAA，上述债项级别同时考虑了中建股份提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对以上债券本息偿付所起到的保障作用。

正面

- 项目储备充足。公司拥有丰富的土地综合开发项目经验，在项目承接方面具有明显优势，截至 2018 年末，项目储备充足。在手城市综合开发项目合同总额为 3,182.00 亿元，较上年增长 15.74%。
- 盈利水平提升。2018 年公司城市综合建设业务稳步推进，带动全年实现利润总额 14.98 亿元，较上年增加 1.08 亿元；取得净利润 11.32 亿元，同比增长 8.30%，盈利水平保持上升趋势。
- 极强的担保实力。担保方中建股份是中国最大的房屋建筑承包商，业务遍布全国各大主要经济区域以及全球五十多个国家和地区，2018 年位列“ENR 全球承包商 250 强”第 1 位和“ENR 海外承包商 250 强”第 8 位。2018 年中建股份实现营业总收入达 11,993.25 亿元，取得净利润 553.50 亿元，综合实力极强，能够为本期债

券的偿还提供有力保障。

关 注

- 投资运营类业务未来效益存在不确定性。公司投资运营类项目投资规模较大，且此类项目的运营及回款周期较长，相关项目后续实施进展及运营效果存在一定不确定性。
- 经营性现金流持续净流出。公司城市综合建设项目前期资金投入量较大，整体回款周期较长，且部分项目的回款取决于整理土地的上市进程，导致经营性现金流持续净流出，2018年净流出规模 26.29 亿元，随着城市综合建设业务规模的扩张，公司经营性现金流或仍将延续净流出状态。
- 财务杠杆水平较高。公司业务以城市土地综合开发为主，在建和拟建项目投资规模较大，截至 2018 年末城市综合建设主要在建项目待投资额 390.87 亿元，投资运营类在建项目待投资额 368.76 亿元。同期末，公司总债务 211.09 亿元，资产负债率为 72.65%，随着后续项目的持续推进，公司仍将持续面临较大的融资需求。

分 析 师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

袁宇城 ychyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月27日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2018]1651号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过20亿元（含20亿元）的可续期公司债券，其中“中建方程投资发展集团有限公司2018年公开发行可续期公司债券（第一期）”

（以下简称“本期债券”）已发行20.00亿元。根据募集说明书等相关申报文件的承诺，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期债务。截至2019年3月末，本期债券募集资金已使用20亿元用于偿还公司到期债务，募集资金专项账户余额为0亿元。

行业关注

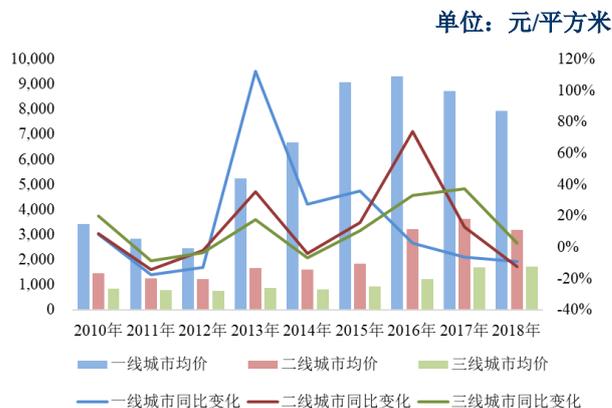
在保持限价限售等严调控政策下，2018年住宅市场销售增速有所放缓，房地产开发企业拿地更趋谨慎，土地流拍现象增加，依赖土地出让金回款的土地开发企业经营压力有所增大

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快开工建设及去化节奏，推动房企补充库存的意愿，2018年我国房地产业开发企业购置土地面积29,142万平方米，同比增长14.25%；同期土地成交价款为16,102亿元，同比增长18.02%，增速较上年大幅下降31.43个百分点。土地购置成本增速亦趋缓，2018年房地产企业土地购置成本为5,525.36元/平方米，同比增长3.31%，增速较上年大幅下降25.73个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市¹土地成交均价的涨幅持续回落，2018年一线城市土地成交均价及溢价率分别为7,925.80元/平方米和5.38%；二线城市土地市场热度持续减弱，2018年

土地成交均价为3,189.58元/平方米，同比下降12.24%，溢价率回落至13.60%；2018年以来三线城市成交土地均价增幅亦出现回落，土地成交均价为1,728.86元/平方米，涨幅下滑至2.81%，平均溢价率则下降至15.35%，房企拿地更趋审慎。

图1：2010~2018年各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND数据，中诚信证评整理

此外，中诚信证评也关注到，随着楼市调控政策延续，各地普遍趋严的限制性政策让土地市场进一步回归理性，土地流标的现象明显增多。2018年全国土地流拍率创历史新高，全年共流拍土地1,808块，相比上年的936块增长93.16%。以北京地区为例，2018年流拍7宗，流拍率达10%，而2013~2017年北京宅地总流拍数量仅为6宗。分能级来看，2018年一线城市流拍土地21宗，二线城市流拍519宗，三四线城市流拍1,268宗，三四线城市流拍数量远超一二线城市。总体来看，由于在长期的限价和限售等严格调控措施下，部分近郊新城板块开盘去化率降低，房地产开发企业库存消化周期拉长，且限价措施压缩了新房项目的未来利润空间，房地产开发企业对新房市场未来预期有所转变，使得土地流拍现象显著增加。

下游房地产投资方面，2018年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年同期上升2.49个百分点。从销售情况看，2018年全国商品房销售面积和销售额分别为171,654万平方米和149,973亿元，同比分别增长1.3%和12.2%，增速较上年同期

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

期分别下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。从价格来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2018 年全国住宅均价增速有所下降，三线城市住宅均价增幅高于一、二线城市。

总体来看，在长期的限价和限售等严格措施调控下，房地产住宅市场销售增速有所放缓，房地产开发企业对新房市场预期有所转变，土地流拍现象显著增加，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下滑。

随着财政部完成清库工作并出台鼓励政策，采用 PPP 模式开展项目建设有望迎来良好机遇，但 PPP 项目建设企业的项目管控能力亦面临一定考验

近年 PPP 项目整体规模持续扩大，落地速度加快，落地率持续上升。截至 2019 年 2 月末，全国政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目管理库累计项目数 8,654 个、投资额 13.20 万亿元，同比净增 1,962 个、投资额 2.6 万亿元；落地项目累计 4,691 个、投资额 7.20 万亿元，落地率 54.20%，同比上升 16.00 个百分点。

行业发展不均衡，市政工程等仍为主要热点，绿色低碳项目受重视度提高；而社会保障、林业、科技和农业等有关项目热度则有待进一步提升。市政工程和交通建设等具有高投入、盈利模式清晰等优点，当前仍是 PPP 模式下的优先选择。在地区方面，截至 2018 年末，管理库项目数累计前三位是山东（含青岛）、河南及贵州，分别为 757 个、643 个及 514 个；投资额累计前三位是云南、贵州及浙江，分别为 11,138 亿元、10,083 亿元、9,725 亿元。在行业方面，管理库项目数累计前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护，分别为 3,381 个、1,236 个及 827 个，合计占管理库项目总数的

62.3%；投资额累计前三位是市政工程、交通运输、城镇综合开发，分别为 4.00 万亿元、3.80 万亿元、1.80 万亿元。回报机制方面，2018 年由于项目退库、在库项目调整和新入库项目投资额较大，截至当年末管理库累计使用者付费类项目 626 个、投资额 1.10 万亿元，可行性缺口补助类项目 4,721 个、投资额 8.70 万亿元，政府付费类项目 3,307 个、投资额 3.40 万亿元。

从社会资本合作方类型来看，国有独资占比最大，民营企业数量占比有所提升。截至 2018 年末，895 个落地示范项目中包括 456 个独家社会资本项目和 439 个联合体项目。签约社会资本共 1,589 家，包括民营 633 家（占比 39.8%，同比上升 5.2 个百分点）、港澳台 42 家、外商 18 家、国有 855 家（占比 53.80%，较上年下降 4.20 个百分点），另有类型不易辨别的其他 41 家，当前 PPP 市场仍以国企为主导。

我国 PPP 模式发展中同时存在较多问题。目前我国 PPP 模式的运作缺乏国家法律法规层面的支持，社会资本进入城市基础设施投资在我国面临法律保障不完善的问题，致使 PPP 项目的吸引力和可行性不足。政府过度看重融资，导致项目选择上的懒惰与盲目；同时，政府购买服务的泛化使用对 PPP 产生一定的挤出效应，影响 PPP 规范推广，并可能成为地方政府债务风险的重大隐患。在此背景下，财政部和国务院国资委先后于 2017 年 11 月发文，对部分不适宜采用 PPP 模式的项目实施退库，旨在纠正 PPP 项目实施过程中出现的走偏、变异问题，进一步提高项目库入库项目质量和信息公开有效性。示范项目的清库工作完成后，财政部于 2018 年 4 月出台了《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》（财金〔2018〕54 号文，以下简称“54 号文”），对核查存在问题的 173 个示范项目分类处置，明确了 PPP 项目实施过程中的规范要求。随后，财政部开展大规模清理整顿行动，2018 年共清退不合规 PPP 项目 2,557 个，涉及投资额 3 万亿元。大规模清理整顿后，PPP 项目推进步伐明显放缓。

为稳定市场预期，提振市场信心，财政部于

2019年3月发布了《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号文，以下简称“10号文”），采取正负面清单相结合的方式，细化了规范的PPP项目应具备的条件以及不规范的PPP项目的具体表现形式，并明确了财政支出责任占比超过5%地区不得新上政府付费项目和新签约项目不得从政府性基金预算安排运营补贴支出等规定。同时，在优化PPP发展环境方面，10号文提出鼓励民资、外资参与，在中央财政专项转移支付资金和中国PPP基金投资中对民营企业参与项目给予优先支持；加大融资支持，引导保险资金、中国PPP基金加大股权投资力度，丰富社会资本进入和退出渠道等措施。在PPP清库造成项目参与方谨慎观望的背景下，10号文的发布表明了中央将继续推进和支持PPP模式应用，同时也将不断通过细化PPP项目实施规范，保证PPP模式高质量发展。

PPP模式下基础设施建设企业获得了发展机遇，但同时面临一定考验。由于PPP项目中政府扮演了多种角色，主导工作包括需求分析、投资分析决策、特许权授予、担保、产品或服务购买、土地供给和提供税收优惠等，基础设施建设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，使项目推进面临一定不确定性。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、运营回报率低和退出机制不明确等一系列问题。因此加快完善PPP模式相关政策法规，在PPP项目的全生命周期中如何明确区分和有效保障各参与方的合法权益是PPP模式高质量发展仍待解决的问题。

总体来看，PPP模式将是未来地方政府加大基础设施领域补短板力度以及为公共服务提质增效的重要载体之一，相关法律制度建设将不断完善，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；但随着PPP模式的健全，项目发展将从重视数量和落地率转向项目质量，基础设施建设企业的项目管理和资金管控等能力亦面临一定考验。

业务运营

中建方程作为股东中国建筑股份有限公司（以下简称“中建股份”）直属的城镇综合建设投资平台，以土地开发为核心，专业从事城镇成片土地综合开发业务，为政府提供区域发展综合解决方案。公司主要负责项目的承揽、投资、回款及运营管理，项目的建设则承包给中建股份下属其它以工程施工为主的子公司。中建方程前身为中建股份城市综合建设部，拥有丰富的土地综合开发项目经验，在项目承接方面具有明显优势，2018年末在手合同总额为3,182.00亿元，同比增长15.74%，项目储备充足。

2018年起，公司将政府征地补偿款等业务产生的应收款项按照获得收益部分确认营业收入，使得当年收入规模有所下降，当年实现营业收入总收入85.19亿元，同比下降28.35%，其中城市综合建设业务收入占比为97.21%。

表 1：2016~2018 年公司营业总收入构成及占比

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市综合建设	94.20	97.29	109.85	92.40	82.81	97.21
房地产投资与开发	-	-	7.46	6.27	2.02	2.37
BT项目	2.54	2.63	1.58	1.33	0.30	0.35
其他	-	-	-	-	0.05	0.07
合计	96.82	100.00	118.89	100.00	85.19	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司城市综合建设业务在手项目规模保持增长，但该业务资金投入量较大，且部分项目回款进度取决于整理土地的上市进程，易受到土地交易市场景气度波动影响，使得公司面临一定的投融资压力

公司城市综合建设业务模式包括整理建设模式和联动开发模式，近年来业务收入主要来自于整理建设模式。

公司整理建设项目根据当地政府关于土地一级整理的规定在项目协议签订时约定相应的项目收益，一般为土地整理成本的固定比例加成，整理成本主要包括规划费、勘测费、征地拆迁费、征地补偿费、安置房建设成本、三通一平或七通一平建

设费用、资本化费用和项目管理费用等。对于安置房和保障房建设成本，公司将其作为土地一级整理成本的一部分进行核算。在整理建设模式下，公司与采购方结算后，在当期根据发生的合同成本占合同预计总成本的比例确定完工进度，采用成本加成法确认收入，同时确认长期应收款，收入包括成本补偿和约定比例的项目管理费，公司 2017 年起新承接的项目征拆迁补偿部分产生的应收款项不再全额确认收入，改为按照获得收益部分确认营业收入。在中建股份统筹安排下，公司城市综合建设业务系主要的收入和利润来源，2018 年公司收入确认方式有所变化，当年实现城市综合建设业务收入 82.81 亿元，同比下降 24.62%，但该业务当年获得毛利润 20.69 亿元，同比增长 33.23%，初始获利规模仍保持增长。

项目回款方面，公司部分项目实施模式为政府购买服务，政府方按照约定的收益率和回款期向公司支付项目款；部分项目需要将整理建设好的土地移交给政府，由当地土储中心申请土地上市，地块完成招拍挂并取得土地使用权人支付的土地价款后，政府参照相关文件以货币形式向公司支付项目

开发成本补偿及固定收益。由于土地开发项目建设具备一定的时间周期，资金投入量较大，且部分项目回款取决于整理土地的上市进程，整体回款周期较长。随着城市综合建设业务规模的快速扩张，公司沉淀于项目建设中的资金逐年增加，且资金难以快速回笼，短期外部融资压力增大。针对此趋势，公司近两年注重高质量发展，主动控制投资规模。

截至 2018 年末，公司城市综合建设业务主要在建项目共有 14 个，较上年末增加 2 个，计划总投资额 973.81 亿元，同比增长 21.90%，当期末已完成投资总额 582.94 亿元，较上年末增加 110.82 亿元。其中，整理建设类项目 10 个，总投资额较大的代表性项目包括北京海淀区北安河城乡统筹建设项目、北京市延庆区小营、泉州台商投资区白沙片区棚户区改造项目及北京市门头沟区永定镇西部综合开发项目等，其中北京海淀区北安河城乡统筹建设项目已完成施工建设，且回款情况良好。公司现有的土地开发项目多位于一、二线城市，当地政府财政实力较强，能够对项目后期回款形成良好的保障。

表 2：截至 2018 年末公司主要在建土地开发项目情况

项目名称	项目类型	股权比例	计划总投资	单位：%、亿元	
				已投资总额	累计回款金额
西安沣东新城三桥房地产开发项目	二级开发	45	17.6	10.15	9.77
北京市门头沟区永定镇西部综合开发项目	整理建设	100	68.7	51.1	29.99
北京市丰台区长辛店镇东河沿村棚户区改造及安置房项目	整理建设	52	66.84	58.75	-
北京市丰台区长辛店镇张郭庄村棚户区改造项目	整理建设	52	67.55	69.87	11.79
天津滨海新区南部新城城市综合开发项目	联动开发	65	124.4	92.17	45.15
天津南部新城二级开发用地项目	整理建设	65	11.76	10.77	8.1
乌鲁木齐城北新城城市综合建设项目	整理建设	60	46.84	44.86	23.1
北京海淀区北安河城乡统筹建设项目	整理建设	60	96.43	100.01	93.55
郑州市高新区城镇综合建设项目	联动开发	60	63.89	56.7	12.41
济南新东站张马片区土地一二级联动开发项目	联动开发	70	65.5	12.68	-
北京市延庆区小营村、石河营村棚户区改造项目	整理建设	60	70.88	20.66	11.65
乌鲁木齐市高新区（新市区）鲤鱼山片区老城区改造项目	整理建设	51	94.63	42.8	-
泉州台商投资区白沙片区棚户区改造项目合同包二（象浦）	整理建设	55	89.42	0.06	-
泉州台商投资区白沙片区棚户区改造项目合同包一（白沙）	整理建设	55	89.37	12.36	-
合计	-	-	973.81	582.94	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司联动开发模式是在整理建设开发的基础上,谋求土地价值增值,寻求土地一二级联动开发。截至 2018 年末,公司采用联动开发模式的项目主要包括天津滨海新区南部新城城镇综合建设项目、郑州高新区城镇综合开发项目和济南新东站张马片区土地一二级联动开发项目等。同期末,公司在建的二级开发项目仅有沣东新城三桥房地产项目,该项目位于西安市西咸新区沣东板块,由西安枫桥房地产开发有限公司负责开发,项目名称为中建·开元城,一期占地面积 63 亩,总建筑面积 20.28 万平方米,于 2017 年 1 月开盘销售,截至 2018 年末完成销售签约额 9.82 亿元,当年确认房地产销售收入 2.02 亿元,目前该项目已处于尾盘销售阶段;二期占地面积 4 亩,于 2017 年 3 月开工建设,除土地费用外暂无其他投资,2017 年 4 月公司收到周边部队单位的停止施工告知书,项目因此尚处于延期状态;三期 29 亩地块由于拆迁进度滞后尚未挂牌,公司目前已启动可研变更工作,拟放弃此地块获取。

目前,公司联动开发模式项目大部分仍处于一级土地整理阶段,按照现有土地获取政策,未来拿地情况尚存在较大的不确定性,近年来公司无新增土地储备,中建·开元城二期拟建项目处于延期施工状态,中诚信证评将持续关注公司未来房地产开发业务的投资情况。此外,公司将创新投资模式,重点拓展智慧城市、产业更新等城市发展运营项目,努力提高资源利用效率。

同时,中诚信证评也关注到,2018 年全国土地拍卖市场的流拍率出现显著上升,随着房地产调控政策的持续升级,未来土地拍卖市场的景气度或出现一定波动,如果部分依赖出让金回款项目的政府合作方不能及时将土地上市,完成项目回款或结算,将对公司的经营资金周转造成一定影响。

跟踪期内,公司投资运营类业务投资规模仍较大,短期投融资压力难减,且 PPP 项目的运营回购周期均较长,后期运营效果存在不确定性

公司投资运营类业务主要包括 BT 模式和 PPP 模式两类。公司在发展初期少量项目采取 BT 模式,

近两年收入占比较小,未来随着 BT 模式项目逐步完成回购,公司投资运营类业务将以 PPP 项目为主,主要回报机制为政府付费。

在 BT 类业务中,公司设立的项目公司仅作为投融资平台,具体施工由项目公司通过招标方式确定,故不确认建造合同收入和成本,而是按照建造过程中支付的工程价款等考虑合同规定的收益率,确认长期应收款,并按照摊余成本进行后续计量。由于将外部融资费用均计入财务费用,公司 BT 类业务不存在营业成本。公司 PPP 项目的收入确认方式与 BT 类项目类似,采用摊余成本法确认收入,同时确认长期应收款。

截至 2018 年末,公司在手投资运营类项目共有 6 个,总投资 451.33 亿元,其中 PPP 项目 4 个,计划总投资合计 404.79 亿元。截至当年末公司已投资 82.57 亿元,其中 BT 项目的投资成本 46.40 亿元,公司 PPP 项目保持稳步推进,期末投资成本合计 36.17 亿元。值得注意的是,公司投资的镇江新区国际商贸物流大厦、科创园三期及市民文化中心项目在 2018 年金融强监管背景下,当地政府融资难度加大,未及时支付回购款,公司已对该项目计提坏账准备 0.60 亿元,该项目已投资总额 24.07 亿元,已累计回款 17.60 亿元,中诚信证评对该项目后续回款情况予以持续关注。此外,中诚信证评注意到,目前我国 PPP 项目仍面临投资额大和退出周期长等问题,对公司的资金管理和风险控制能力提出更高的要求,中诚信证评将对公司 PPP 项目的推进进展保持关注。

表 3: 截至 2018 年末公司在手投资运营类项目情况

项目名称	项目类型	股权比例	单位: %、亿元	
			计划总投资	已投资总额
西安昆明池城镇综合建设项目	BT	100	22.31	22.33
镇江新区国际商贸物流大厦、科创园三期及市民文化中心项目	BT	100	24.23	24.07
西安市未央区徐家湾地区综合改造项目	PPP	50	126.00	14.31
西安高陵区通远创想小镇启动区配套建设 PPP 项目	PPP	51	63.51	9.80
天津津南葛沽镇城市综合开发 PPP 项目	PPP	56	175.17	6.49

南京市江宁区横溪街道 新市镇建设 PPP 项目	PPP	56	40.11	5.57
合计	-	-	451.33	82.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司拥有较为丰富的项目开发经验，逐步建立成熟的业务开展模式，业务承揽能力较强，项目储备充足。但中诚信证评注意到，公司主营业务拥有较大规模的在建及筹建项目，且项目开发周期较长，计划投资额较大，公司未来将面临较大的资金压力。

财务分析

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2016~2017 年度审计报告和经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2018 年度审计报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

2018 年 12 月 31 日，子公司中建西安投资发展有限公司和中国建筑第七工程局有限公司签订一致行动人协议，由中建西安投资发展有限公司按照双方合计的持股份额负责西安唐悦置业有限公司（以下简称“西安唐悦”）的财务及相关经营事项，因此西安唐悦置业有限公司于 2018 年报表日纳入公司合并报表，并构成同一控制下企业合并。公司 2018 年度合并财务报表已针对该项合并进行追溯调整，以下财务分析中 2017 年度财务数据采用追溯调整后的数据。

资本结构

随着业务的不断扩张，公司资产及负债规模均呈较快上升趋势。2018 年末公司总资产和负债规模分别为 577.37 亿元和 419.44 亿元，较上年同期分别增长 17.75% 和 12.94%。得益于可续期公司债成功发行和利润积累不断夯实自有资本，公司所有者权益不断扩大，2018 年末所有者权益合计 157.94 亿元，同比增长 32.75%，但相对投资规模而言，公司自有资本实力仍有待加强。财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.65% 和 57.20%²，较上年末分别下降 3.09 个百分

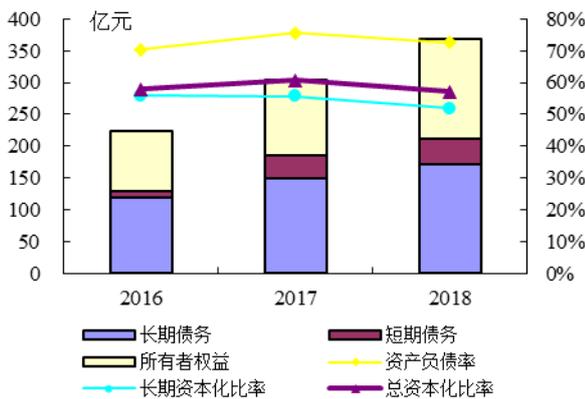
点和 3.63 个百分点。

从资产构成来看，2018 年末公司非流动资产合计 420.95 亿元，约占总资产的 72.91%，主要包括长期应收款 387.91 亿元和长期股权投资 32.31 亿元，其中长期应收款主要系应收项目投资款，近年来随着业务的不断推进，该项资产规模快速上升，2018 年末长期应收款由上年末的 325.81 亿元增加至 387.91 亿元；2018 年公司将南京中建新型城镇化投资建设发展有限公司纳入合并范围，当年末长期股权投资规模相应小幅下降，当年取得投资收益 0.37 亿元。当年末公司流动资产主要由货币资金 88.86 亿元、其他应收款（不包含应收利息和应收股利）20.42 亿元、预付款项 12.97 亿元、存货 14.21 亿元及一年内到期的非流动资产 14.67 亿元构成，占流动资产的比重分别为 56.81%、13.06%、8.29%、9.08% 和 9.38%，其中货币资金均为银行存款，流动性较好；其他应收款主要为应收母公司中建股份（10.12 亿元）和关联方中建地产（天津）有限公司（4.46 亿元）的往来款项，对于中建地产（天津）有限公司往来款项，公司按照约定的基准利率收取利息并计入当期投资收益；预付款项主要为预付联动开发项目整理建设款，账龄在 2 年以上的占比为 96.52%，主要为预付供应商济南轨道交通集团资源开发有限公司款项 12.30 亿元，由于相关项目土地出让节奏放缓，项目回款周期延长，中诚信证评将持续关注相关项目的实施进展及回款情况；随着西安唐悦投资的西安中建商务广场项目建设推进，2018 年末公司存货中房地产开发成本由上年末的 9.98 亿元增加至 12.95 亿元，期末存货规模同比增长 11.18%；一年内到期的非流动资产较上年末增长 83.33%，均为一年内到期的长期应收款，包括委托贷款 4.81 亿元和土地一级开发款 9.86 亿元。

² 若将可续期公司债调整至长期债务，同期末公司资产负债

率和总资本化比率分别为 76.13% 和 59.42%。

图 2：2016~2018 年公司资本结构



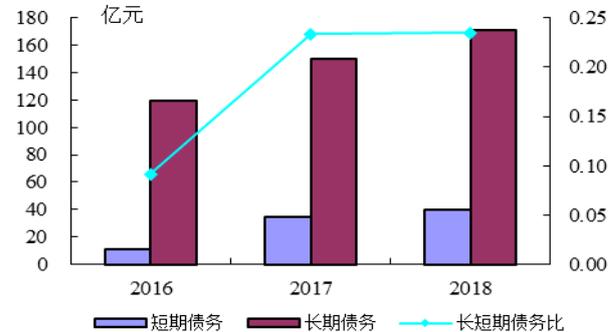
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

负债构成方面，2018 年末公司流动负债合计 246.29 亿元，占负债总额的 58.72%，主要包括短期借款 17.00 亿元、应付账款 137.52 亿元、预收款项 16.07 亿元、其他应付款（不包含应付利息和应付股利）39.35 亿元及一年内到期的非流动负债 23.11 亿元，占流动负债总额的 6.90%、55.84%、6.52%、15.98% 及 9.38%。公司短期借款系通过信用方式向银行等机构取得的短期融资，近年逐步调整债务结构，以新增长期债务融资为主，2018 年末短期借款较上年末减少 8.00 亿元；应付账款主要为应付项目开发款和项目工程款，随着项目的持续推进，应付账款规模持续上升，2018 年末应付账款由上年末的 124.36 亿元增至 137.52 亿元；其他应付款同比下降 12.91%，主要为应付关联方往来款；一年内到期的非流动负债同比增长 131.53%，均为一年内到期的长期借款。2018 年末公司非流动负债合计 173.15 亿元，主要包括长期借款 150.99 亿元、应付债券 9.99 亿元及长期应付款 12.17 亿元，其中当年末长期借款同比增长 2.84%，以质押和信用借款为主，年利率为 1.20%~5.23%；应付债券为 2017 年和 2018 年发行的非公开公司债券；长期应付款中 10 亿元为委托贷款，期限为 2015 年 3 月 9 日至 2020 年 2 月 7 日，年利率 7.733%。

从债务结构来看，随着业务的扩张，公司资金需求量较大，总债务规模呈增长趋势，2018 年末总债务 211.09 亿元，较上年末增加 26.29 亿元，包括短期债务 40.11 亿元和长期债务 170.98 亿元。2018 年末公司长短期债务比为 0.23 倍，与上年持平。中诚信证评认为，公司项目建设投资周期较长，资金

需求量较大，以长期债务为主的债务期限结构与其项目开发周期形成较好匹配，有利于公司控制相关项目的投融资成本。

图 3：2016~2018 年公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司资产和负债规模均保持上涨趋势，自有资本实力上升，但相对投资规模而言，公司自有资本实力仍有待加强，且随着后续项目的持续推进，负债水平或将进一步上升。

盈利能力

2018 年起，公司将政府征地补偿款等业务产生的应收款项按照获得收益部分确认营业收入，使得当年收入规模有所下降，全年实现营业总收入 85.19 亿元，同比下降 28.35%，其中城市综合建设业务收入占比为 97.21%。营业毛利率方面，2018 年公司以净额法确认征拆补偿部分业务收入，成本和收入的同步下降，使得当年毛利率较上年提升 9.74 个百分点至 25.15%。

期间费用方面，公司管理费用和财务费用占比较大，其中管理费用主要为职工薪酬、办公费及差旅费等，2018 年公司在手项目规模的扩大及职工薪酬的上调使得当年管理费用同比增长 16.94%；财务费用主要为利息支出，随着长期借款和永续债规模上升，公司财务费用较上年增长 45.48%。2018 年公司期间费用支出合计 6.61 亿元，当年期间费用率为 7.75%，较上年增加 3.56 个百分点。整体来看，公司期间费用控制能力尚可。

表 4：2016~2018 年公司三费分析

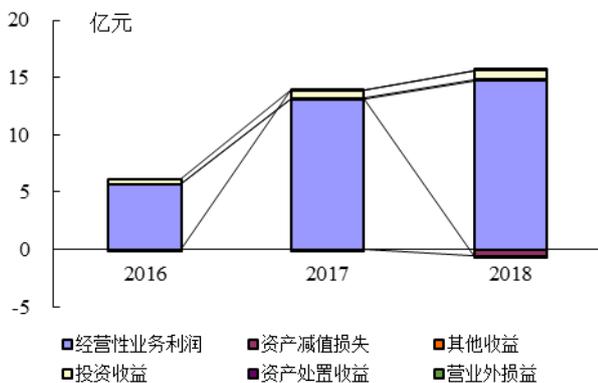
	单位：亿元		
	2016	2017	2018
销售费用	0.00	0.11	0.31
管理费用	1.85	2.72	3.18
研发费用	-	0.007	0.001
财务费用	1.94	2.05	3.12
三费合计	3.78	4.89	6.61
营业总收入	96.82	118.89	85.19
三费收入占比	3.91%	4.11%	7.75%

注：根据财会[2018]15 号文，新增“研发费用”项目，由“管理费用”项目下的“研发费用”拆分而来，2016 年度未重述。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成，受益于城市综合建设业务初始获利规模的增加，公司经营性业务利润有所上升，2018 年经营性业务利润为 14.71 亿元，较上年增加 1.63 亿元；同期，公司计提 BT 项目应收款减值准备 0.60 亿元，取得投资收益 0.74 亿元。综上，2018 年公司取得利润总额和净利润分别为 14.98 亿元及 11.32 亿元，较上年同期分别增长 7.73% 和 8.30%，盈利能力良好。

图 4：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

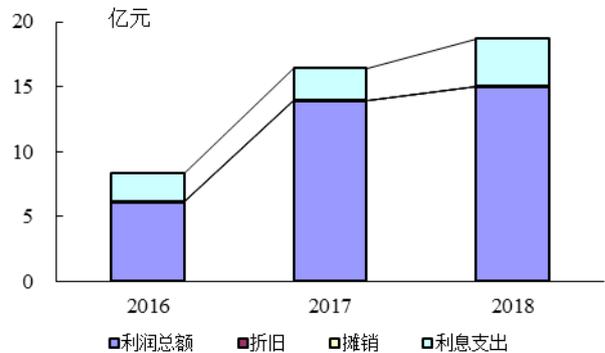
2018 年公司以净额法确认征地补偿回款收入，使得收入规模出现下降，但得益于城市综合建设业务的经营获利增加，当年经营性业务利润保持上升趋势，整体经营情况良好。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，近年利润总额及利息支出增加，EBITDA 规模相应呈上升态势，2018 年 EBITDA 规模为 18.71 亿元，同比增长 13.99%。当年公司总债务/EBITDA

指标为 11.28 倍，与上年基本持平；同期 EBITDA 利息保障倍数为 1.74 倍，较上年下降 0.32 倍，EBITDA 对债务利息的保障程度有所减弱。

图 5：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，公司项目开发前期资金投入规模较大，随着业务规模的迅速扩张，经营性现金流呈大幅净流出状态，2018 年公司通过优化项目投资节奏，严格管控项目投资支出等方式减少经营性现金流出，当年经营活动现金流净流出 26.29 亿元，净流出规模较上年减少 45.83 亿元。当年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 -0.12 倍及 -2.44 倍，经营活动净现金流无法对债务利息形成保障。

表 5：2016~2018 年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
总债务 (亿元)	129.95	184.79	211.09
长期债务 (亿元)	119.08	149.81	170.98
短期债务 (亿元)	10.87	34.98	40.11
EBITDA (亿元)	8.30	16.41	18.71
EBITDA 利息倍数 (X)	1.35	2.06	1.74
总债务/EBITDA (X)	15.66	11.26	11.28
经营活动净现金/利息支出 (X)	-8.02	-9.04	-2.44
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.38	-0.39	-0.12
资产负债率 (%)	70.36	75.61	72.65
总资本化比率 (%)	57.99	60.84	57.20

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年末，共获得银行授信 1,894.83 亿元，其中未使用授信额度 1,655.40 亿元，良好的银企关系为公司经营性资金需求提供较大的支持。同时，公司在资本市场的融资渠道较为畅通，有利于优化公司资源配置。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外

担保。此外，公司不存在重大诉讼、仲裁事项。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司抵质押资产账面价值合计 97.99 亿元，占总资产的 16.97%，为用于获得抵质押借款的长期应收款。

综合来看，随着在手项目投资规模的增长，公司未来将面临一定投融资压力，但现有的土地开发项目多位于一、二线城市，当地政府财政实力较强，能够对项目后期回款形成良好的保障，加之公司项目储备较充足，未来经营业绩有较大的提升空间，且再融资能力较强，与金融机构合作关系良好，备用流动性充足，能对其债务偿还提供保障。

担保实力

中建股份为“中建方程投资发展集团有限公司 2018 年公开发行永续期公司债券（第一期）”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

中建股份成立于 2007 年 12 月，是经国务院国资委“国资改革[2007]1495 号文”批准，由中国建筑工程总公司（以下简称“中建总公司”）、中国石油天然气集团公司、宝钢集团有限公司和中国中化集团公司共同发起设立的股份有限公司。中建股份设立时的总股本为 180.00 亿元，其中中建总公司以其绝

大部分核心业务相关的净资产出资，持股比例 94%，其他三家公司均以现金出资，持股比例分别为 2%。2009 年 7 月 22 日，中建股份首次公开发行人民币普通股（A 股）120 亿股，并于 2009 年 7 月 29 日在上海证券交易所上市（股票代码：601668）。截至 2018 年末，中建股份注册资本为 419.85 亿元，中国建筑集团有限公司持股比例为 56.28%。

中建股份的业务主要涉及房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、设计勘察等领域，拥有中建总公司的绝大部分核心业务。

截至 2018 年末，中建股份总资产 18,618.40 亿元，净资产 4,292.64 亿元，资产负债率 76.94%；2018 年，中建股份实现营业总收入 11,993.25 亿元，净利润 553.50 亿元，经营活动净现金流 103.11 亿元。

业务运营

房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资、设计勘察是中建股份的主要经营板块。2018 年中建股份的房屋建筑工程、基础设施建设与投资、房地产开发与投资和设计勘察四个主营业务板块收入占营业总收入的比例分别为 60.39%、23.07%、15.35% 和 0.79%。

表 6：2016~2018 年中建股份营业总收入构成

单位：亿元、%

业务板块	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房屋建筑工程	6,202.25	64.62	6,250.84	59.30	7,242.31	60.39
基础设施建设与投资	1,739.90	18.13	2,309.21	21.90	2,766.75	23.07
房地产开发与投资	1,519.78	15.83	1,792.04	17.00	1,841.12	15.35
设计勘察	73.40	0.76	81.75	0.80	94.36	0.79
其他	192.12	2.00	229.19	2.20	207.50	1.73
分部间抵消	-128.88	-1.34	-121.96	-1.20	-158.81	-1.32
合计	9,597.65	100.00	10,541.07	100.00	11,993.25	100.00

注：分析所用为各板块业务分部财务数据，未抵消分部间交易且未计入未分拆项目

资料来源：中建股份年度报告，中诚信证评整理

房屋建筑工程

中建股份经过多年的发展，已成为全球最大的住宅工程建造商和中国最大的房屋建筑承包商，2018 年位列“ENR 全球承包商 250 强”第 1 位和“ENR 海外承包商 250 强”第 8 位，房屋建筑工程板

块是其最主要的收入来源。

中建股份充分发挥全产业链竞争力，在房屋建筑承包领域具有绝对优势，目标定位于中高端市场，坚持“大业主、大市场、大项目”的营销策略和“低成本竞争、高品质管理”的企业经营策略，

通过不断挖掘自身潜力，严格控制工程质量和建造成本，追求客户满意度等一系列措施，致力于为境内外客户提供设计建造并实施各种高、大、精、尖建筑项目全过程一站式综合服务。中建股份在民用建筑、工业建筑及国防建筑等诸多领域承建大量高难度工程，包括一大批摩天大楼、大型场馆、机场车站、酒店及医院等地标性建筑，代表着我国房屋建筑施工领域的最高水平，是中国乃至全球房屋建筑领域的领先者。2018年以来中建股份该业务保持稳步发展态势，当年实现新签合同额 16,801 亿元，同比增长 13.91%，较大规模的项目储备对未来持续稳定发展提供充分保障。

重点工程方面，中建股份在超高层、大型公建及大跨度厂房等高端房屋建筑领域的优势更加稳固。中建股份中标 3 个 300 米以上及 1 个 400 米以上超高层项目，中国尊项目（528 米）顺利交付，刷新首都天际线；在先进制造、现代服务等大型公建项目领域成果丰硕，中标珠海横琴科学城（一期）勘察设计施工总承包 EPC 项目、武汉高世代薄膜晶体管液晶显示器件生产线项目、长春空港经开区东北亚国际会展中心项目和深圳机场卫星厅项目等一大批高端项目；紧跟新型城镇化建设，积极参与民生工程，中标商丘西部安置区 EPC 项目、南京鼓楼区铁北片区城中村改造更新及产业发展 PPP 项目等。

从房屋建筑工程施工情况看，2018 年中建股份房建工程累计竣工项目数量和金额分别 10,131 个和 13,494 亿元，分别同比增长 18.31% 和 17.54%；当年在建项目数量和金额分别 18,986 个和 45,351 亿元，分别同比增长 13.96% 和 20.13%，为房屋建筑板块的业绩增长奠定了良好基础，截至 2018 年末中建股份在施工面积达 134,501 万平方米，同比增长 9.9%，项目储备充足。

总体来看，房屋建筑工程业务是中建股份最主要的收入来源，作为全球最大的住宅工程建造商和中国最大的房屋建筑承包商，近年来新签合同额保持稳步增长趋势，中建股份目前房建项目储备较充足，优质的项目资源将有助于其长期可持续发展。

基础设施建设与投资

随着“一带一路”、“京津冀一体化”和“长江经济带”等国家战略的推进以及国家基础设施建设和城镇化建设的进一步提速，中建股份积极开展产业结构转型，大力向基建业务倾斜。受固定资产投资增速放缓、PPP 投资下滑等因素影响，2018 年中建股份基建业务新签合同额 6,282 亿元，同比下降 14.4%。2018 年，中建股份部分重点基础设施项目，包括济青高铁、渝贵铁路、唐曹铁路、哈佳铁路及潍日高速等项目建成通车，在基础设施专业领域综合竞争力进一步显现。2018 年中建股份中标深圳轨道交通 13 号线等轨道交通项目；中标 G244 线打扮梁（陕甘界）至庆城段公路工程 PPP 项目、富会高速公路 EPC 等公路领域重点项目。在水运港口领域，2018 年中建股份中标武汉大东湖深隧工程，是全国首条城市污水处理深隧；中标武汉市黄孝河、机场河水环境治理二期，是湖北省首个纳入全球基础设施中心项目库的 PPP 项目。

作为国内一流的投资建设集团，中建股份立足于工程建设与项目投资并举，依托自身雄厚的资本实力，以 BT、BOT、PPP 等投融资建设模式拓展基建市场。2018 年，按照国家对 PPP 业务规范发展的有关要求，中建股份紧跟国家政策导向，全面清理整改存量 PPP 项目，合理控制 PPP 拓展规模，坚持 PPP 业务高质量发展。2018 年，中建股份投融资建造业务完成投资额 985 亿元，较上年同期增长 22%，截至当期末在手投融资建造项目计划投资额 7,526 亿元，已累计完成投资额 3,702 亿元，累计实现投资项目回款 1,564 亿元，有效地助推了中建股份基建业务的发展。截至 2018 年底，中建股份在施 PPP 项目 309 个，计划投资额 4,450 亿元，累计完成投资额 1,113 亿元，PPP 业务涉及领域包括交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、综合管廊、城镇综合建设等。

总体来看，基础设施建设业务作为中建股份战略转型的着力点，新签合同额保持快速增长态势，且整体运行情况良好。同时，中建股份积极向投融资建造业务延伸，业务结构持续优化，有力带动传统基础设施施工业务的发展。但中诚信证评也注意

到，中建股份目前在建的投资项目较多，计划投资规模较大，将面临一定的资本支出压力。

房地产开发与投资

中建股份是中国大型房地产企业集团之一，拥有“中海地产”、“中海宏洋”和“中建地产”三大房地产品牌；业务覆盖内地主要经济发达地区，土地储备居国内同行业前列。2016年，中建股份子中建股份中国海外发展有限公司以304.8亿元的价格收购中信地产与中信泰富持有的绝大部分住宅业务，大幅增加中建股份在一、二线城市的土地储备，为其房地产开发业务的持续发展奠定良好基础。

房地产业务运营方面，2018年中建股份房地产开发业务完成投资额2,655亿元，较上年同期增长36%，实现房地产项目新开工面积3,691万平方米，同比增长42.2%；竣工面积1,552万平方米，同比下降6.4%；在建面积5,061万平方米，同比增长46.3%。同期末，中建股份在施房地产开发项目计划投资额15,910亿元，已累计完成投资额11,023亿元，累计实现销售回款11,305亿元，房地产整体滚动开发情况良好。

表 7：2016~2018 年中建股份房地产业务运营情况

指标	2016	2017	2018
新开工面积（万平方米）	1,725	2,596	3,691
竣工面积（万平方米）	1,672	1,651	1,552
在建面积（万平方米）	2,549	3,465	5,061
销售面积（万平方米）	1,445	1,587	2,051
销售金额（亿元）	1,896	2,286	2,986

资料来源：中建股份提供，中诚信证评整理

销售方面，中建股份房地产开发板块坚持“慎拿地、高周转、保资金”的策略，2018年房地产业务全年实现合约销售额2,986亿元，同比增长30.6%，合约销售面积2,051万平方米，同比增长29.2%；当年房地产开发业务确认收入1,841亿元，同比增长2.7%；毛利率为35.0%，同比增加5.9个百分点。

土地储备方面，2018年中建股份公司在内地、港澳台及美国地区近43个城市，共新增土地107幅，全年共新增土地储备约3,267万平方米，期末拥有土地储备约10,460万平方米，同比增长16.9%，充足的土地储备为后续发展提供了良好支撑。

此外，中建股份还着力于发展城市综合建设及统筹城乡项目，以土地资源及土地相关权益为核心，涵盖规划设计、土地一级开发、房建和基础设施工程承包、融投资建造、房地产开发业务及招商和产业构建等全部或多种业务领域的大型综合性开发建设项目。2014年1月，中建股份在原城市综合建设部的基础上，整合多方优质资源成立以城镇综合建设业务为发展方向的中建方程。中诚信证评认为中建方程的成立将更好地发挥中建股份“设计勘察、投资开发、基础设施、房屋建筑”四位一体的联动优势，整合多方资源的基础上提高城市综合开发业务的核心竞争力，有力推动中建股份设计、施工和地产开发业务的发展。

整体看来，中建股份房地产业务品牌优势明显、开发经验丰富、项目储备充足，依托自身雄厚的资金实力不断取得新的经营资源和竞争优势。但中诚信证评也注意到，现阶段国内房地产调控政策导向显著抑制投资性购房需求，或将对房地产行业景气度产生影响，同时中建股份在手房地产项目未来还有较大规模的资本支出规划，存在一定的投融资压力。

设计勘察

中建股份的勘察设计板块主要由7家具有甲级设计资质的大型勘察设计企业组成，业务覆盖建筑设计、城市规划、工程勘察和市政公用工程设计等诸多领域，在超高层、机场、酒店、体育建筑、博览建筑及古建筑等领域居国内领先地位。2018年中建股份勘察设计业务平稳发展，全年新签合同额129亿元，同比基本持平。中建股份在2018年ENR“全球工程设计150强”榜单上位列第31位，排名较上年提升6位。中建股份持续推进以设计为核心的产业链打造，积极拓展工程咨询业务，构建全领域覆盖、全过程服务、全价值链条及全要素增长的设计产业体系，充分发挥机场、医疗、体育、博览和商业等优势板块的业务水平，推出原创设计精品，新中标烟台机场等项目，成都双流机场T2航站楼获得“詹天佑奖”。

总体来看，中建股份通过资源整合，积极向建筑主业的上游产业链延伸，设计勘察业务竞争力得

到较大的提升，已逐渐成为中建股份业务新的利润增长点。

国际工程承包

中建股份是中国最早开展国际工程承包业务的行业品牌，始终秉承“国际化”的经营理念，经过持续几十年来的市场开拓和经营，已形成了较为合理的海外市场布局。中建股份海外工程承包业务涵盖了房屋建筑、制造、能源、交通、水利、工业、石化、危险物处理、电讯和排污/垃圾处理等多个领域。在项目运作方面，除传统的总承包模式外，中建股份还积极探索融投资带动总承包、DB、EPC、BOT 和 PPP 等项目运作模式，同时积极推进并购等资本运作方式。

在海外市场开拓方面，中建股份初步形成了以中国建筑品牌为主、多家子企业共同走出去的“1+N”经营布局。2018 年，中建股份海外业务因多个重大项目落地速度慢于预期以及上年同期基数高等原因，当年新签合同额 1,644 亿元，同比下降 21.54%；在“一带一路”沿线国家新签合同额 836.5 亿元，占年度境外新签合同总额近 50.9%，签约多个重大项目，包括埃及新首都中央商务区二期项目、科特迪瓦阿比让市四桥、玻利维亚圣何塞至圣伊格纳西奥道路等项目。中建股份已在百余个国家开展经营活动，目前已形成合理完善的全球市场布局。

在项目选择方面，中建股份为降低海外业务所面临的资金风险，坚持“大市场、大业主、大项目”的市场策略，将业主的信誉和资金实力作为重要考察对象。在汇率风险控制方面，中建股份主要通过项目报价时预提风险准备和使用项目所在国本币进行原材料和劳务采购等方式进行风险规避。2018 年中建股份承建的中巴经济走廊最大的交通基础设施项目巴基斯坦 PKM 高速公路（苏库尔-木尔坦段）路基基本贯通，部分路段提前 15 个月通车；阿尔及尔机场顺利完工、埃及新首都中央商务区项目履约顺利，得到各方高度评价和认可。

综合来看，2018 年以来中建股份国际承包业务稳健发展。中诚信证评注意到，由于各地区面临风险因素较难控制，国际工程业务依然面临较大经营

风险，对中建股份的项目管理能力提出更高要求。

财务分析

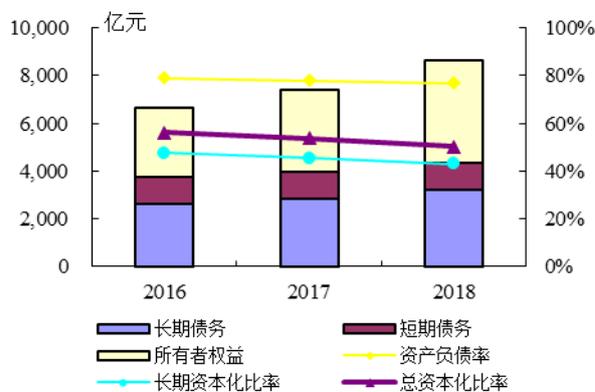
以下分析基于中建股份提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的中建股份 2016~2018 年度财务报告。

中建股份为中国境内上市公司，2018 年度暂不提前执行新收入准则。中建股份位于香港的子公司中国海外集团有限公司及其子公司（包括香港上市公司中国海外发展有限公司、中国建筑国际集团有限公司等，以下统称“中海集团”）于 2018 年 1 月 1 日起已采用《香港财务报告准则 15 号——收入》及新收入准则编制 2018 年度的合并财务报表，中建股份其他子公司尚未采用新收入准则。

中建股份选择将中海集团按照新收入准则编制的财务报表直接合并，根据衔接规定，对于中海集团首次执行新收入准则的累积影响数，调整 2018 年年初留存收益以及财务报表其他相关项目金额，2017 年度的比较财务报表未重列。

近年来随着经营规模持续扩大，中建股份资产规模及负债规模稳步增长，2017 年末总资产和负债规模分别为 18,618.40 亿元和 14,325.76 亿元，同比增长分别为 20.04% 和 18.47%。所有者权益方面，受益于经营积累及投资类业务增多使得少数股东权益快速增加，2018 年末中建股份所有者权益上升至 4,292.64 亿元，同比增长 25.62%。

图 6：2016~2018 年中建股份资本结构

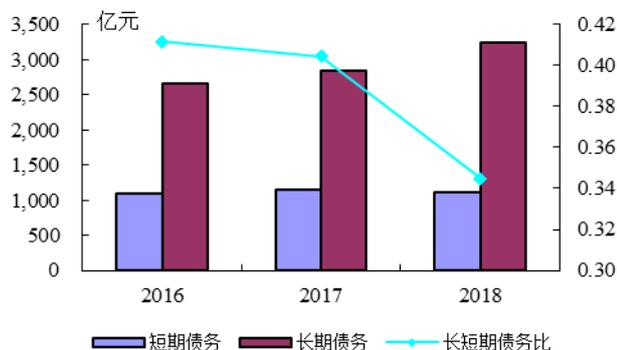


资料来源：中建股份年度报告，中诚信证评整理

中建股份属于高杠杆经营行业，资金需求较高，负债水平较高符合行业的性；另外，中建股份从事的房地产开发业务也具有高负债的经营特性。2018 年末中建股份资产负债率和总资本化比率分

别为 76.94% 和 50.41%，较上年末分别下降 1.02 个百分点和 3.46 个百分点。

图 7：2016~2018 年中建股份债务结构



资料来源：中建股份年度报告，中诚信证评整理

中建股份债务规模逐年上升，2018 年末总债务规模为 4,363.25 亿元，同比增长 9.35%，包括短期债务 1,118.61 亿元和长期债务 3,244.64 亿元。当年末中建股份长短期债务比为 0.34 倍，较上年下降 0.06 倍，债务集中于长期债务，与其房地产及基建项目资金需求的周期较匹配，债务期限结构较合理。

中建股份的业务收入主要来源于房建、基建、房地产开发、设计勘察和其它板块。受益于近年来我国建筑市场快速发展，中建股份收入规模逐年上涨。2018 年中建股份实现营业总收入 11,993.25 亿元，同比增长 13.78%；其中，房屋建筑工程是中建股份的核心业务，随着工程承揽规模不断扩大，该项业务收入逐年增长；基础设施建设与投资是中建股份重点发展的业务领域，受益于近年来国内基建投资力度不断加大，该板块收入实现快速上升。

营业毛利率方面，受益于毛利率较高的房地产业务收入占比及初始获利水平提升，2018 年中建股份营业毛利率为 11.89%，较上年提升 1.40 个百分点。从细分业务来看，在房建领域激烈的市场竞争、人工成本的上升等因素影响下，中建股份施工业务毛利率整体维持在行业平均水平，2018 年得益于毛利率水平较高的融投资建造业务结转收入上升，当年施工板块整体毛利率略有提升。中建股份房地产开发业务的毛利率远高于传统建筑施工业务，2018 年以来受结转项目售价提升等因素影响，毛利率升至 35.00%。受益于部分毛利率较高项目结转收入，2018 年中建股份勘察设计业务的毛利率回升至

18.00%。

表 8：2016~2018 年中建股份主要板块毛利率

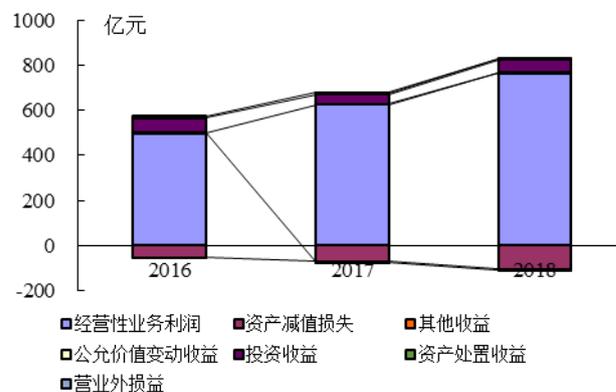
业务板块	单位：%		
	2016	2017	2018
房屋建筑工程	6.30	5.60	6.70
基础设施建设与投资	7.60	7.70	8.40
房地产开发与投资	26.70	29.10	35.00
勘察设计	18.30	14.40	18.00

注：分析所用为各板块业务分部财务数据，未抵消分部间交易且未计入未分拆项目

资料来源：中建股份年度报告，中诚信证评整理

中建股份利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失及投资收益构成，得益于收入规模的增加，2018 年中建股份实现经营性业务利润 764.61 亿元，同比增长 22.21%；同期资产减值损失 104.66 亿元，较上年增长 48.46%，主要系计提坏账准备和存货跌价准备；2018 年取得投资收益 56.46 亿元，同比增加 28.01%。2018 年中建股份实现利润总额和净利润分别为 717.89 亿元及 553.50 亿元，同比增长分别为 18.86% 和 18.65%，整体盈利能力良好。

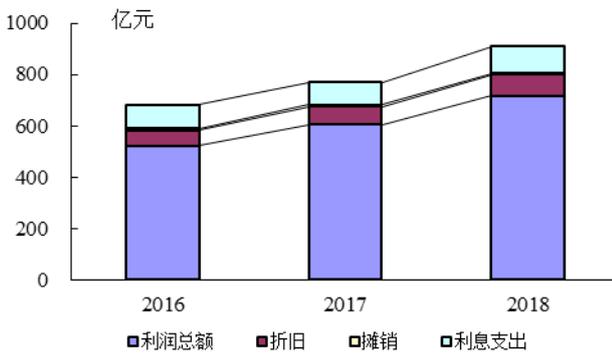
图 8：2016~2018 年中建股份利润总额构成



资料来源：中建股份年度报告，中诚信证评整理

中建股份 EBITDA 主要由折旧、利息支出及利润总额构成，2018 年中建股份利润总额、折旧和利息支出有所增加，当年 EBITDA 规模相应增至 909.39 亿元。从 EBITDA 对债务利息的保障程度来看，2018 年中建股份总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.80 倍和 4.74 倍，分别较上年下降 0.39 倍和上升 0.38 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力有所提升。

图 9：2016~2018 年中建股份 EBITDA 结构



资料来源：中建股份年度报告，中诚信证评整理

从经营性现金流情况来看，受益于工程回款情况良好以及收回的保证金和押金增加，2018 年中建股份经营活动现金净流入 103 亿元，较上年大幅增长 537.68 亿元。

或有负债方面，截至 2018 年末，中建股份为购房小业主按揭提供的担保余额为 532.41 亿元；除此之外，中建股份对外担保金额为 59.36 亿元。截至 2018 年末，中建股份作为被告的未决诉讼案件涉及金额合计为 31.98 亿元。

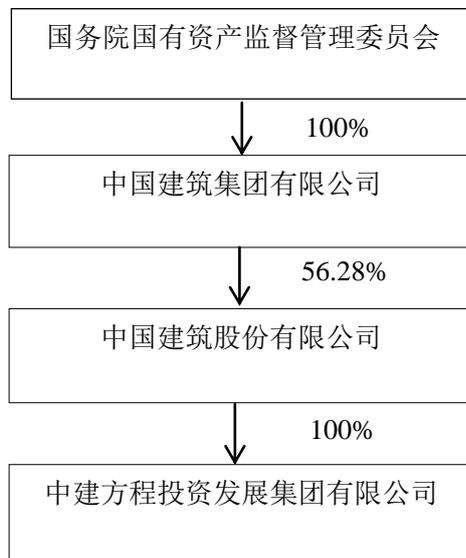
中建股份与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年末，中建股份共获得各银行综合授信额度约 1.63 万亿元，其中未使用额度约 1.09 万亿元。良好的银企关系和作为上市公司畅通的股权融资渠道使中建股份具有极强的财务弹性。

整体来看，中建股份在建筑行业具有领先地位和突出的品牌、技术优势，综合实力极强。此外，很强的融资能力，以及完善的产业链和各业务间的协同效应亦对中建股份的信用实力提供有力的支持，整体抗风险能力极强，能够为本期债券的偿还提供有力保障。

结 论

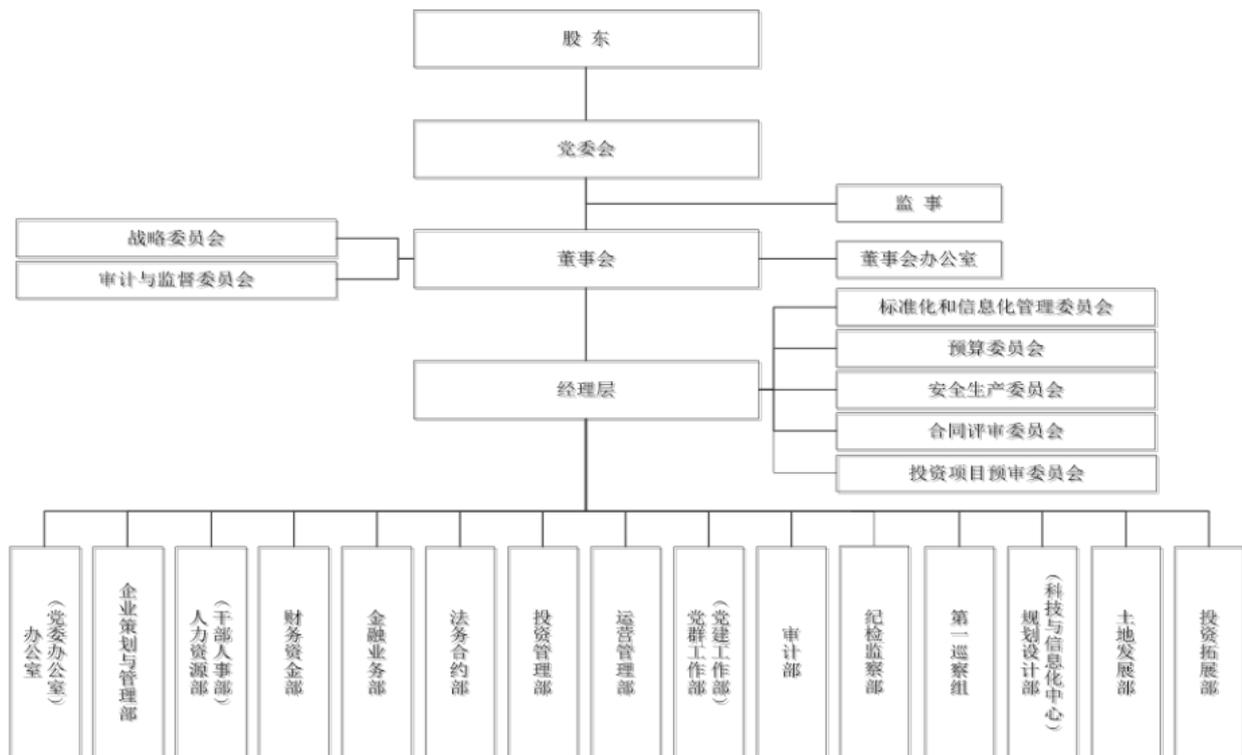
综上，中诚信证评维持中建方程投资发展集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“中建方程投资发展集团有限公司 2018 年公开发行可续期公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

附一：中建方程投资发展集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：中建方程投资发展集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中建方程投资发展集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	635,639.35	739,767.85	888,576.73
应收账款净额	1,197.48	0.00	45.98
存货净额	584,814.16	76,462.89	142,058.03
流动资产	1,666,813.80	1,270,736.99	1,564,206.04
长期投资	99,916.90	345,752.48	323,129.14
固定资产合计	1,166.45	738.76	891.18
总资产	3,175,737.92	4,875,796.71	5,773,729.20
短期债务	108,705.87	349,805.87	401,077.48
长期债务	1,190,805.82	1,498,112.21	1,709,790.29
总债务（短期债务+长期债务）	1,299,511.69	1,847,918.08	2,110,867.77
总负债	2,234,371.84	3,686,588.50	4,194,351.61
所有者权益（含少数股东权益）	941,366.07	1,189,208.22	1,579,377.59
营业总收入	968,200.93	1,188,897.04	851,853.44
三费前利润	94,508.40	180,629.06	213,144.25
投资收益	4,480.38	5,803.47	7,353.55
净利润	44,177.64	104,534.27	113,208.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	82,963.75	164,137.76	187,105.30
经营活动产生现金净流量	-492,720.34	-721,194.25	-262,907.80
投资活动产生现金净流量	-9,023.35	-189,737.78	-12,004.78
筹资活动产生现金净流量	762,313.16	1,015,060.53	423,405.97
现金及现金等价物净增加额	260,569.47	104,128.50	148,493.39
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	9.91	15.40	25.15
所有者权益收益率（%）	4.69	8.79	7.17
EBITDA/营业总收入（%）	8.57	13.81	21.96
速动比率（X）	1.04	0.55	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	-0.38	-0.39	-0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	-4.53	-2.06	-0.66
经营活动净现金/利息支出（X）	-8.02	-9.04	-2.44
EBITDA 利息倍数（X）	1.35	2.06	1.74
总债务/EBITDA（X）	15.66	11.26	11.28
资产负债率（%）	70.36	75.61	72.65
总资本化比率（%）	57.99	60.84	57.20
长期资本化比率（%）	55.85	55.75	51.98

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2.公司“长期应付款”中包含有息债务，中诚信证评进行相关财务指标计算时将其调整计入“长期债务”。

附四：中国建筑股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	32,086,045.50	27,325,296.20	31,750,067.50
应收账款净额	13,864,931.00	13,771,366.90	16,755,294.10
存货净额	49,426,889.40	53,588,723.00	64,404,542.20
流动资产	110,994,573.00	114,015,073.60	136,200,849.10
长期投资	4,384,771.40	6,035,736.40	7,604,373.50
固定资产合计	3,002,602.70	3,439,528.20	11,262,356.00
总资产	139,195,327.90	155,098,330.60	186,184,029.80
短期债务	10,914,829.80	11,488,603.50	11,186,067.00
长期债务	26,518,273.90	28,413,838.10	32,446,413.10
总债务（短期债务+长期债务）	37,433,103.70	39,902,441.60	43,632,480.10
总负债	110,095,446.50	120,925,411.30	143,257,604.20
所有者权益（含少数股东权益）	29,099,881.40	34,172,919.30	42,926,425.60
营业总收入	95,976,548.60	105,410,650.30	119,932,452.50
三费前利润	7,867,997.80	9,649,905.20	12,641,993.80
投资收益	613,748.40	441,091.80	564,631.10
净利润	4,117,223.90	4,664,902.30	5,535,020.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	6,815,522.60	7,696,044.10	9,093,875.10
经营活动产生现金净流量	10,704,785.80	-4,345,693.20	1,031,129.00
投资活动产生现金净流量	-473,211.40	-4,568,033.40	-3,281,342.60
筹资活动产生现金净流量	-191,477.50	3,414,316.10	6,487,025.80
现金及现金等价物净增加额	10,230,628.60	-5,762,915.80	4,498,937.30
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	10.10	10.49	11.89
所有者权益收益率（%）	14.15	13.65	12.89
EBITDA/营业总收入（%）	7.10	7.30	7.58
速动比率（X）	0.77	0.68	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	-0.11	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.98	-0.38	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	6.95	-2.46	0.54
EBITDA 利息倍数（X）	4.43	4.36	4.74
总债务/EBITDA（X）	5.49	5.18	4.80
资产负债率（%）	79.09	77.97	76.94
总资本化比率（%）	56.26	53.87	50.41
长期资本化比率（%）	47.68	45.40	43.05

注：1.上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2.中建股份“其他流动负债”和“长期应付款”中包含有息债务，中诚信证评进行相关财务指标计算时分别将其调整计入“短期债务”和“长期债务”。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益期末余额

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 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。